

世联行 (002285)

强烈推荐

行业：房地产开发

# 一季度代销金额大超预期破千亿

公司公告一季度实现代理销售金额 1122 亿元，同比增 78.66%，大超我们此前预期的 950 亿元（同比增 51.3%），预计公司仍将受益核心城市的销售回暖。近期公司受到首付贷误伤，我们认为调整是机会，将持续受益于销售大面积回暖、广泛布局与合作以及新业务的发展，公司价值将得到进一步释放。

## 投资要点：

- 代理销售业务一季度大超预期，预计将持续受益销售大面积回暖和 164 个城市广泛布局与合作。公司业务集中布局在长三角、珠三角、京津冀等经济区的核心城市，一季度受销售回暖带动表现大超预期，实现代理销售金额 1122 亿元，同比增 78.66%。16 年房地产市场的主基调仍是去库存，销售回暖有望在政策保驾护航下持续蔓延，公司作为代理销售行业的龙头，仍将持续受益。15 年代理销售业务强势扩张全年实现代销金额 4309 亿元，同比增 34%，预计 16 年全年代销金额达到 6500 亿元，同比增 51%，实现营业收入约 53 亿。截至 15 年年底公司累计已实现但未结算的代理销售额约 2972 亿元，预计将在未来 3 至 9 个月内为公司带来约 21.5 亿元的代理费收入。
- 近期公司受到打击首付贷的误伤，家圆云贷是向拥有房产的借款人提供的小额短期贷款，以解决借款人短期资金周转困难。长期来看，整治首付贷有利于地产市场长期稳定发展，也有利于世联这样规范经营的公司更好的发展。
- 资管业务加速布局，把握资产端逐步切入存量市场。公司以高净值客户为切入点，合资设立世联晟曜并持有 70% 的股权，将加速存量住宅资产服务布局，并叠加金融、互联网+等服务，实现业务间的互补协同。截至 2016 年 1 月，晟曜资产已进入上海 80 个中高端社区，管理公寓超过 1300 套，管理住宅面积 15 万方，服务业主 6 万名。
- 大部分消费力强的主要城市销售回暖带动代理销售业务超预期发展，创新业务转型升级，全链条大资管服务将成利润增长新引擎。首付贷误伤逐渐消除，估值提升指日可待。暂不调整营业收入及利润预期，预计 16-18 年营业收入 68、87、111 亿元，同比增速 44%、28%、28%，三年复合增速 33%；16-18 年 EPS0.43、0.53、0.62 元，三年复合增速 21%，对应当前股价 PE 31、25、22 倍，6 个月目标价 18.00 元，对应 16 年 PE42 倍，再次“强烈推荐”。
- 风险提示：市场波动剧烈、创新业务发展不及预期。

## 主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4711	6765	8684	11096
收入同比(%)	42%	44%	28%	28%
归属母公司净利润	509	615	765	891
净利润同比(%)	29%	21%	25%	16%
毛利率(%)	32.5%	30.6%	29.4%	27.8%
ROE(%)	14.3%	14.8%	15.9%	15.8%
每股收益(元)	0.35	0.43	0.53	0.62
P/E	38.00	31.49	25.29	21.73
P/B	5.45	4.65	4.02	3.44
EV/EBITDA	21	18	14	12

资料来源：中国中投证券研究总部

## 作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：郭泰

S0960116030003

010-63222915

guotai@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 18

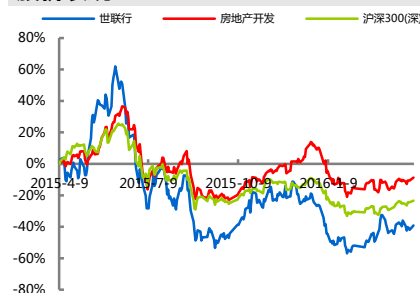
当前股价： 13.39

评级调整： 维持

## 基本资料

总股本(百万股)	1,446
流通股本(百万股)	1,221
总市值(亿元)	194
流通市值(亿元)	163
成交量(百万股)	25.42
成交额(百万元)	342.45

## 股价表现



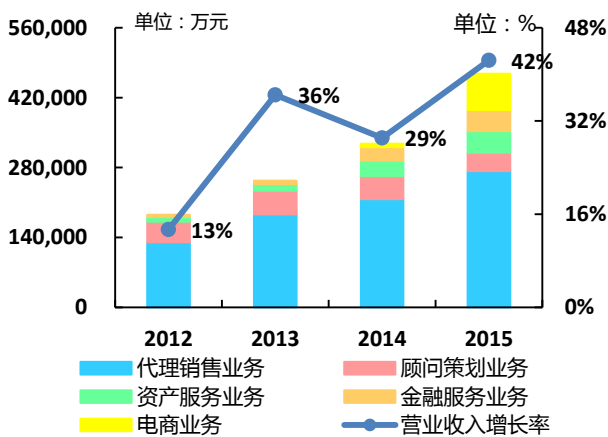
## 相关报告

《世联行-首付贷阴霾散去，销售回暖超预期》2016-04-05

《世联行-超预期发展，转型成效显著》2016-02-29

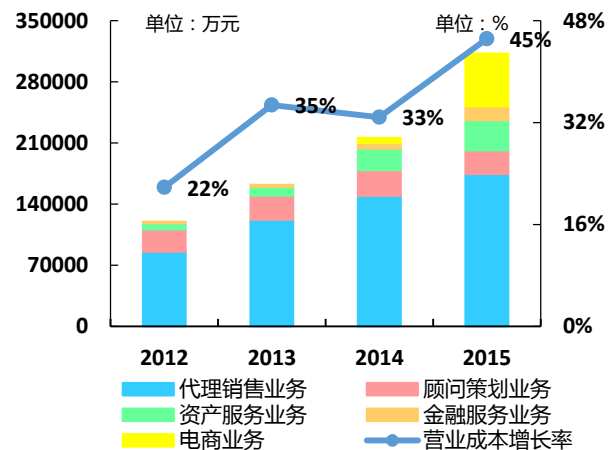
《世联行-利益捆绑，定增打开成长空间》2016-02-15

图 1 各业务营业收入历年变化



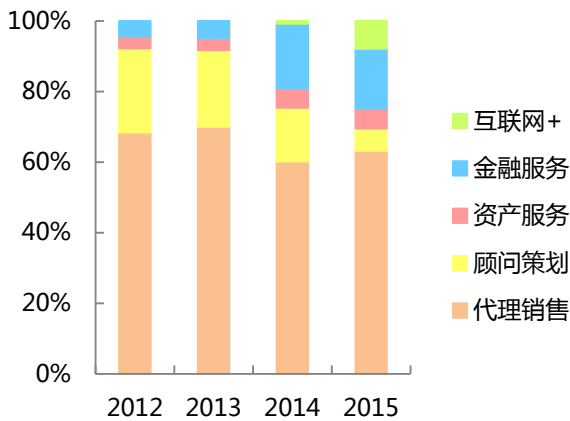
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 2 各业务营业成本历年变化



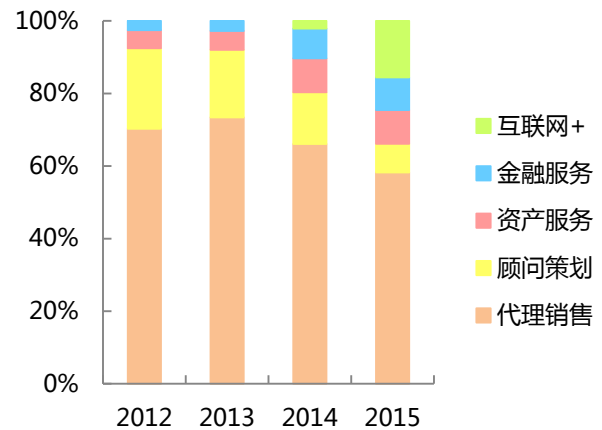
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 3 各业务毛利占比



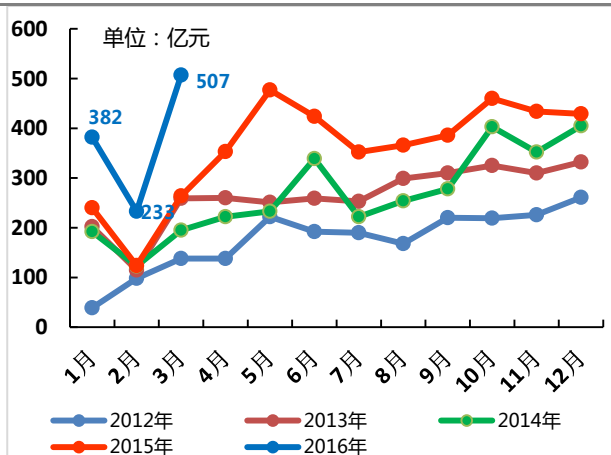
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 4 各业务营业收入占比



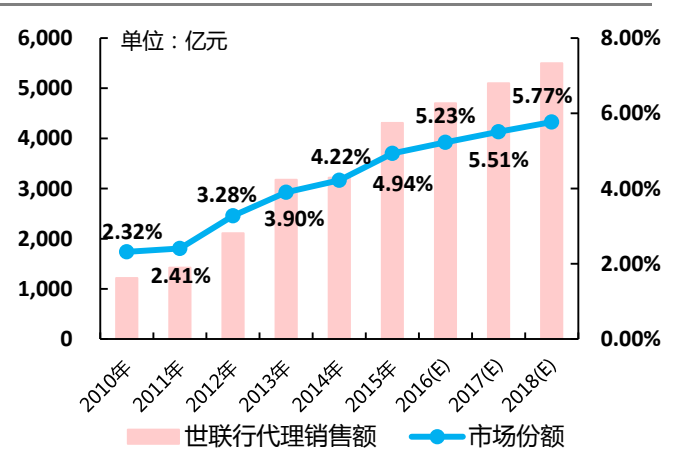
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 5 2012-2015 年已实现的代理销售总额



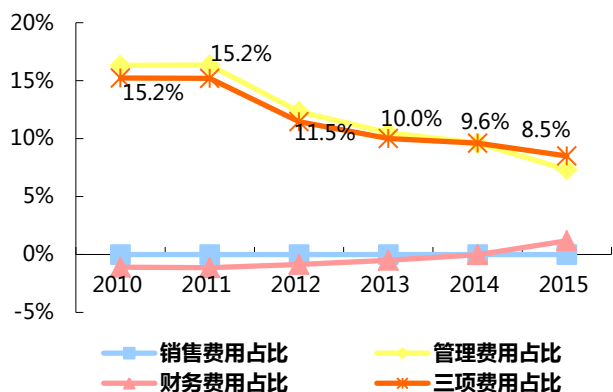
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 6 代理销售市场份额



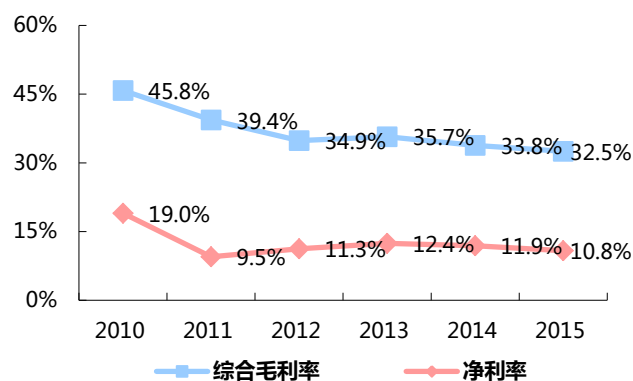
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 7 三费水平



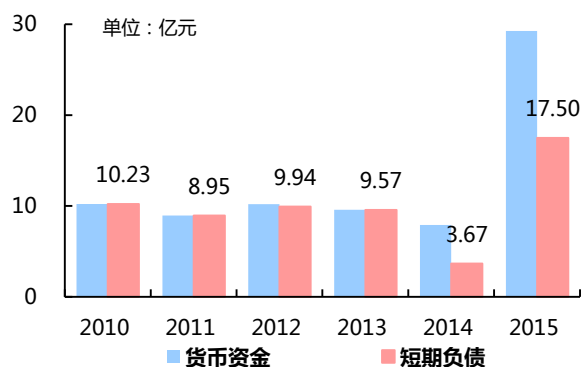
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 8 综合毛利率和净利率



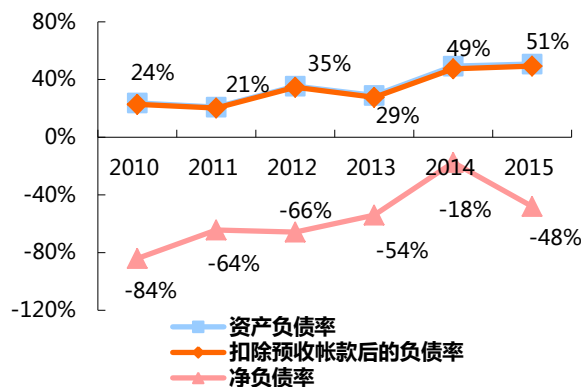
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 9 货币资金和短期负债



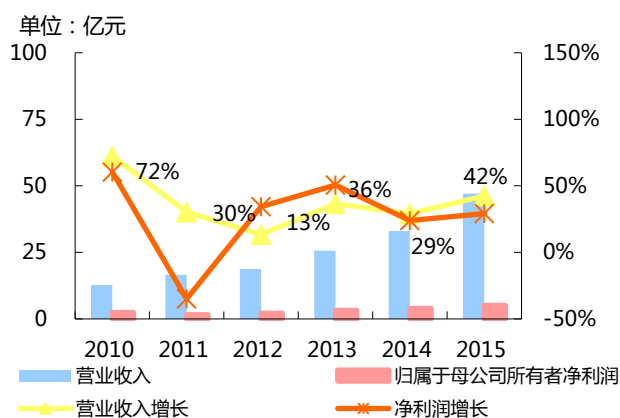
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 10 负债水平



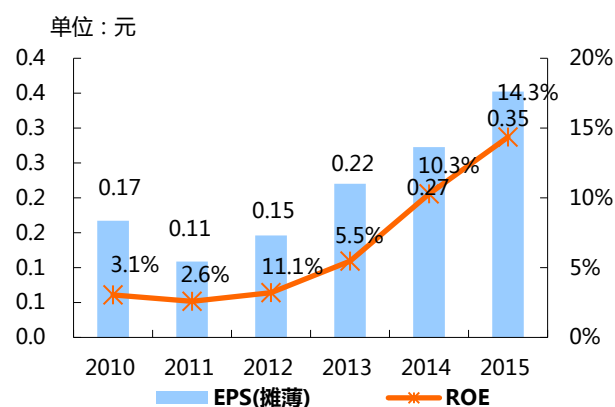
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 11 经营情况



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 12 EPS 和 ROE



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	6215	5539	7501	8600
现金	2926	2910	4565	5303
应收账款	881	879	695	888
其它应收款	169	300	390	495
预付账款	63	93	121	158
存货	0	0	0	0
其他	2176	1358	1731	1757
<b>非流动资产</b>	1183	942	1015	959
长期投资	19	0	0	0
固定资产	182	164	146	127
无形资产	52	58	67	79
其他	930	720	802	753
<b>资产总计</b>	7398	6482	8516	9558
<b>流动负债</b>	3709	2132	3454	3620
短期借款	1176	632	1782	1936
应付账款	27	40	52	68
其他	2506	1460	1620	1616
<b>非流动负债</b>	45	45	45	45
长期借款	0	0	0	0
其他	45	45	45	45
<b>负债合计</b>	3754	2177	3499	3665
少数股东权益	94	140	197	264
股本	1446	1446	1446	1446
资本公积	915	915	915	915
留存收益	1189	1804	2459	3268
归属母公司股东权益	3550	4165	4820	5630
<b>负债和股东权益</b>	7398	6482	8516	9558

**现金流量表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	451	419	754	730
净利润	544	661	823	957
折旧摊销	40	29	29	29
财务费用	56	35	48	78
投资损失	-5	0	0	0
营运资金变动	-304	-266	-126	-344
其它	120	-40	-20	10
<b>投资活动现金流</b>	-205	137	-88	11
资本支出	30	0	0	0
长期投资	-158	-93	37	-19
其他	-333	44	-51	-7
<b>筹资活动现金流</b>	1837	-573	990	-4
短期借款	752	-544	1150	154
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	682	0	0	0
资本公积增加	562	0	0	0
其他	-159	-29	-160	-158
<b>现金净增加额</b>	2082	-16	1655	738

**利润表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	4711	6765	8684	11096
营业成本	3178	4696	6132	8014
营业税金及附加	268	385	494	631
营业费用	0	0	0	0
管理费用	345	619	755	931
财务费用	56	35	48	78
资产减值损失	122	122	122	122
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	0	0	0
<b>营业利润</b>	748	909	1134	1321
营业外收入	11	11	11	11
营业外支出	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	755	916	1141	1328
所得税	211	256	318	370
<b>净利润</b>	544	661	823	957
少数股东损益	35	46	57	66
<b>归属母公司净利润</b>	509	615	765	891
EBITDA	843	974	1211	1428
EPS (元)	0.35	0.43	0.53	0.62

**主要财务比率**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	42.4%	43.6%	28.4%	27.8%
营业利润	33.7%	21.6%	24.7%	16.5%
归属于母公司净利润	29.2%	20.7%	24.5%	16.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	32.5%	30.6%	29.4%	27.8%
净利率	10.8%	9.1%	8.8%	8.0%
ROE	14.3%	14.8%	15.9%	15.8%
ROIC	44.6%	42.8%	49.2%	49.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	50.7%	33.6%	41.1%	38.3%
净负债比率	31.33%	29.03%	50.93%	52.81%
流动比率	1.68	2.60	2.17	2.38
速动比率	1.68	2.60	2.17	2.38
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.82	0.97	1.16	1.23
应收账款周转率	6	7	11	14
应付账款周转率	138.73	139.80	132.72	132.79
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.43	0.53	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.29	0.52	0.51
每股净资产(最新摊薄)	2.46	2.88	3.33	3.89
<b>估值比率</b>				
P/E	38.00	31.49	25.29	21.73
P/B	5.45	4.65	4.02	3.44
EV/EBITDA	21	18	14	12

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
2016-04-05	《世联行-首付贷阴霾散去，销售回暖超预期》
2016-02-29	《世联行-超预期发展，转型成效显著》
2016-02-15	《世联行-利益捆绑，定增打开成长空间》
2016-01-29	《世联行-创新业务崛起，新利润增长点涌现》
2015-08-26	《世联行-代理收入稳增，创新业务放量可期》
2015-04-21	《世联行-成长中的“互联网+房地产服务”行业巨头》

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

李少明,中国中投证券研究总部房地产行业首席分析师,工商管理硕士,20年证券研究从业经验。

主要覆盖公司:万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海控股、金融街、北京城建、首开股份、世联行、中航地产、荣盛发展、外高桥、陆家嘴、张江高科、上实发展、天健集团、福星股份、中南建设、中国国贸、世茂股份、苏宁环球、滨江集团、华发股份等。

王修宝,中投证券房地产行业分析师,毕业于中国人民大学,经济学硕士。

郭泰,中投证券房地产行业实习生,毕业于伦敦城市大学卡斯商学院,理学硕士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：( 0755 ) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：( 010 ) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：( 021 ) 62171434