

2016年04月29日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元) 9.6

### 公司基本信息

产业别	房地产
A 股价(2016/4/28)	8.50
深证成指(2016/4/28)	10149.91
股价 12 个月高/低	35.96/8.33
总发行股数(百万)	2023.97
A 股数(百万)	1697.12
A 市值(亿元)	144.26
主要股东	世联地产顾问(中国)有限公司 (39.78%)
每股净值(元)	1.73
股价/账面净值	4.93
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-10.1 21.9 -45.1

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2016-2-16	10.75	买入

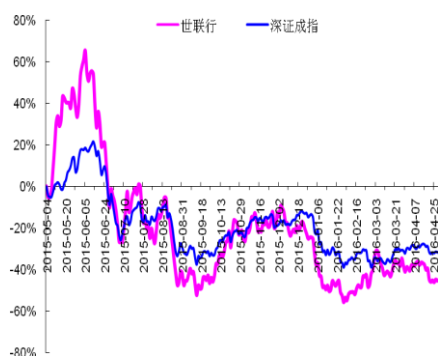
### 产品组合

代理销售业务	67.3%
顾问策划业务	16.9%
资产服务业务	9.5%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	14.1%
一般法人	56.2%

### 股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	318	394	509	649	781
同比增减	%	50.6%	23.9%	29.2%	27.4%	20.4%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.42	0.52	0.35	0.32	0.39
同比增减	%	-35.1%	23.8%	-32.2%	-9.0%	20.4%
市盈率 (P/E)	X	20.2	16.3	24.1	26.5	22.0
股利 (DPS)	RMB 元	0.1	0.06	0.04	0.05	0.06
股息率 (Yield)	%	1.18%	0.71%	0.47%	0.59%	0.71%

## 世联行(002285.SZ)

BUY 买入

Q1 净利润同比增长 22%，符合预期，电商业务规模增长明显

### 结论与建议：

- 公司业绩：**公司发布一季报，公司 2016Q1 实现营业收入 11.5 亿元，同比增长 39.5%；实现净利润 6133 万元，同比增长 21.8%，EPS 为 0.03 元，公司业绩处于业绩预告的中位，符合预期。
- 电商业务规模增长明显，毛利率有所下滑：**公司营收高速增长主要是由于：（1）公司 Q1 互联网+业务增长较快，同比增长 272.6%，营收规模已达到 2.1 亿，在营收中的占比也达到了 18.8%；（2）在 2015 年代理销售额快速增长（YOY+33.9%）的背景下，公司 Q1 代理销售结算量也同比增长 20.6%；（3）公司资产服务业务、金融服务业务收入也同比增长 49.7% 和 37.8%。从毛利率来看，公司 Q1 毛利率同比下降 1.4 个百分点至 24.2%。毛利率下滑主要是由于处于扩展期的电商业务营收占比增加以及代理销售规模快速增长导致人工成本略有提升所致。从费用率来看，公司管理费用和财务费用均有所下降，带动三项费用率同比下降 1.7 个百分点至 7.7%。而公司本期净利润增速低于营收增速主要是公司 Q1 所得税率同比提升 14 个百分点至 48.1%侵蚀了利润。
- 1Q 代理销售额大幅增长，市场份额继续提升：**公司 2016Q1 共实现代理销售额 1122 亿元（其中 1 月 382 亿元，2 月 233 亿元，3 月 507 亿元），同比增长大幅增长 78.7%。从绝对的量值来看，公司 Q1 代理销售业绩已接近去年 Q2 旺季时的 1254 亿，市占率也继续提升至 6.1%。公司 Q1 代理销售额大幅增长主要是由于一线城市火热持续，二线城市销售不断回暖所致。近期各一线城市虽发文提高了购房门槛，但公司主要销售区域二线城市的销售仍在恢复，将会带动公司销售业绩继续增长，我们预计公司 2016H1 代理销售将会超过 2500 亿（YOY+32%）。公司代理销售业务是其他业务的入口，代理销售额的快速增长将会对公司其他业务产生较好的协同作用。
- 盈利预测与投资建议：**公司在服务业务方向以及存量市场做了大量布局，已具备较大规模并且仍保持快速增长的代理销售业务又能够为公司这些业务提供宽广的入口，我们看好公司在行业下半场的发展。我们预计公司 2016/2017 年实现净利润 6.5/7.8 亿元，YOY 分别+27.4%/+20.4%，EPS 分别为 0.45 元/0.54 元，对应 PE 分别为 25 倍/21 倍。公司发展前景广阔，目前公司的估值水平处于可投资范围，我们维持“买入”评级。

预期报酬 (Expected Return; ER) 为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	2563	3308	4711	5795	6980
经营成本	1223	2189	3178	3905	4728
营业税金及附加	143	185	268	327	389
销售费用	--	0	0	0	1
管理费用	269	318	345	435	524
财务费用	-13	0	56	75	91
资产减值损失	50	59	122	100	100
投资收益	1	2	5	3	3
营业利润	470	559	748	956	1152
营业外收入	9	7	11	6	6
营业外支出	2	3	4	4	4
利润总额	477	563	755	958	1154
所得税	127	144	211	263	317
少数股东损益	32	25	35	46	55
归属于母公司所有者的净利润	318	394	509	649	781

附二: 合并资产负债表

百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
货币资金	958	791	2926	2690	2850
应收账款	463	679	881	790	800
存货	--	0	0	0	0
流动资产合计	1837	3272	6215	5450	5690
长期股权投资	56	0	19	4	4
固定资产	241	212	182	210	210
在建工程	--	0	0	0	0
非流动资产合计	660	844	1183	1050	1094
资产总计	2498	4116	7398	6500	6784
流动负债合计	725	1984	3709	2134	1668
非流动负债合计	--	45	45	100	100
负债合计	725	2028	3754	2234	1768
少数股东权益	64	61	94	140	195
股东权益合计	1773	2088	3644	4266	5016
负债及股东权益合计	2498	4116	7398	6500	6784

附三: 合并现金流量表

百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
经营活动产生的现金流量净额	463	-922	451	-644	-400
投资活动产生的现金流量净额	-163	-97	-205	-124	-120
筹资活动产生的现金流量净额	-356	850	1837	590	680
现金及现金等价物净增加额	-55	-169	2082	-178	160

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证| @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证| @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。

