世联行（002285） 强烈推荐

行业：房地产开发

创新业务大超预期，继续高增长态势

公司公布一季报，一季度营收 11.5 亿元(+39.5%)，归母净利润 0.6 亿元(+21.8%)，一季度实现代理销售金额 1122 亿元(+78.7%)，预计公司仍将受益核心城市的销售回暖。

投资要点：

✧ **创新业务全线大增，传统业务不负众望，经营管理效率持续提升，杠杆空间加大。一季度营业收入 11.5 亿元(+39.5%)，其中互联网+业务 2.1 亿元(+272.56%)，**资产管理服务 1.9 亿元(包含资产服务业务及顾问策划业务，整体同比增 15.2%，**资产服务业务大增 49.7%)，金融服务业务 1.3 亿元(+37.8%)，房地产交易服务(包含代理销售业务及经纪业务，整体同比增 20.8%)。**营业成本 8.7 亿元(+42.1%)，毛利率 24.2%(同比降 1.3 个百分点，主要由于新兴业务仍处于布局阶段，需要较大投入)。1-3 月经营活动现金流净额大增至 3.5 亿元(+273.88%)，主要原因：1）盘活信贷资产，贷款业务发放和回收，现金净流入同比增 4.4 亿元；2）收回贷款质押存款 0.6 亿元；3）互联网+业务带来经营性现金净流量同比增 0.5 亿元。一季度末现金增至 28.1 亿元，净负债率持续为负，净负债率同比降 32 个百分点至-49%。资产负债率较 15 年末降 3 个百分点至 48%。三费费率较 15 年末降 0.8 个百分点至 7.7%。

✧ **持续受益去库存政策红利，代理销售业务一季度大超预期，实现代销金额 1122 亿元(+78.66%)。**16 年地产市场主基调仍是去库存，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，核心城市销售回暖在政策保驾护航下持续扩散，公司作为代理销售行业龙头，直接受益。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。一季度末累计已实现未结算的代销额 3,213 亿元，将在未来 3 至 9 个月为公司带来约 24.1 亿元的代理费收入。

✧ **资管业务加速布局，把握资产端切入存量市场。**公司以高净值客户快速切入存量住宅资产服务布局，叠加金融、互联网+等服务，一季度资产业务大增 49.7%。至 1 月末进入上海 80 个中高端社区，管理公寓超 1300 套/住宅面积 15 万方，服务业主 6 万名。

✧ **公司布局的消费力强的主要城市销售回暖带动代理销售业务稳定发展，创新业务成长超预期，资管服务正如我们预期的成为新利润增长引擎。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 EPS0.3、0.38、0.44 元，三年复合增速 20%，对应当前股价 PE 28、22、19 倍，6 个月目标价 12.7 元，对应 16 年 PE42 倍，维持“强烈推荐”评级。**

✧ 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	614	763	887
净利润同比(%)	29%	20%	24%	16%
毛利率(%)	32.5%	30.6%	29.4%	27.8%
ROE(%)	14.3%	14.9%	16.1%	16.1%
每股收益(元)	0.25	0.30	0.38	0.44
P/E	33.26	27.61	22.21	19.09
P/B	4.77	4.13	3.57	3.07
EV/EBITDA	18	15	12	10

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：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： 12.7

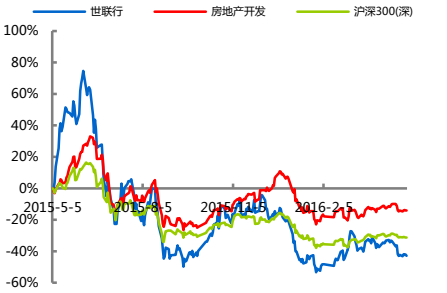
当前股价： 8.77

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	2,024
流通股本(百万股)	1,697
总市值(亿元)	178
流通市值(亿元)	149
成交量(百万股)	23.37
成交额(百万元)	200.24

股价表现



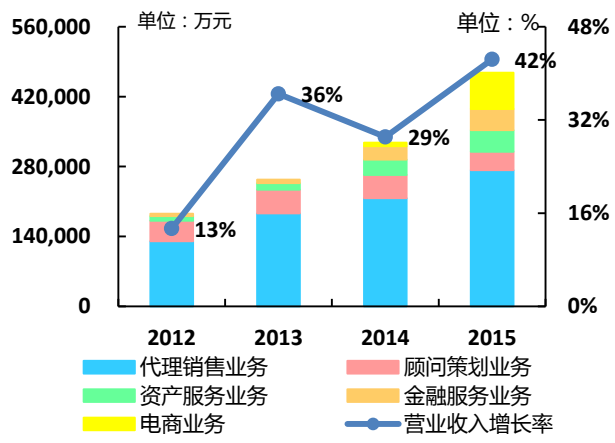
相关报告

《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

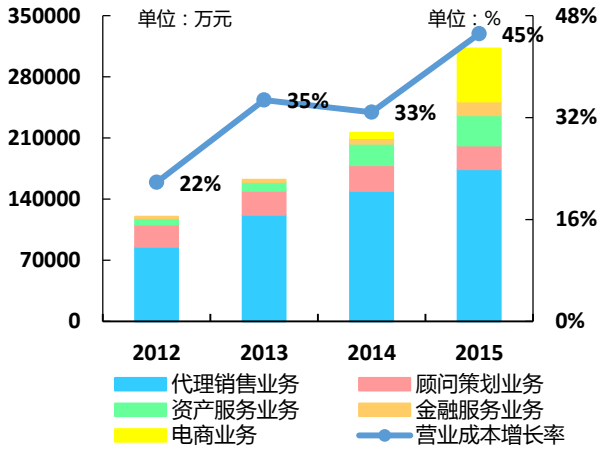
《世联行-利益捆绑，定增打开成长空间》2016-02-15

图 1 各业务营业收入历年变化



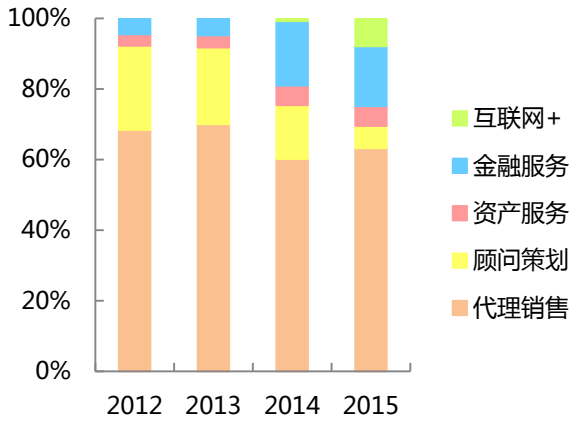
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 2 各业务营业成本历年变化



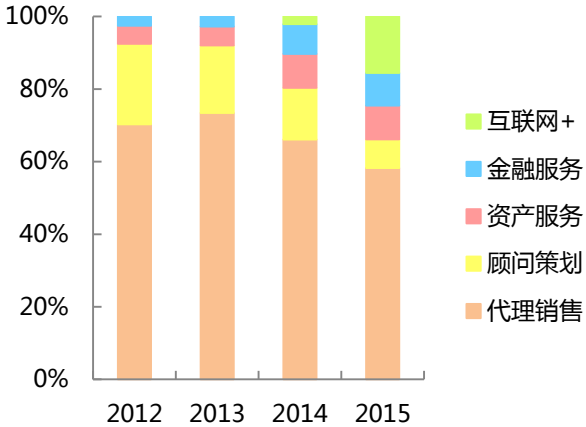
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 3 各业务毛利占比



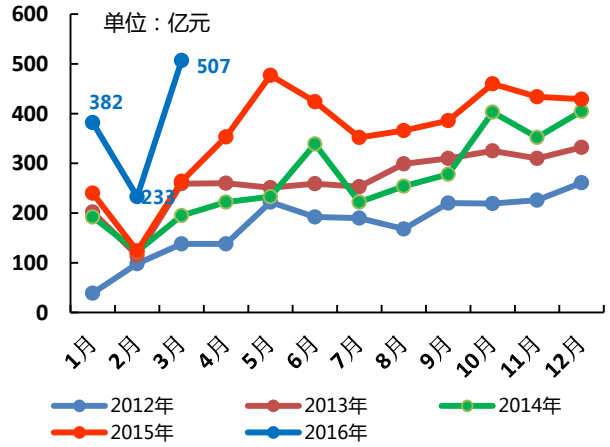
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 4 各业务营业收入占比



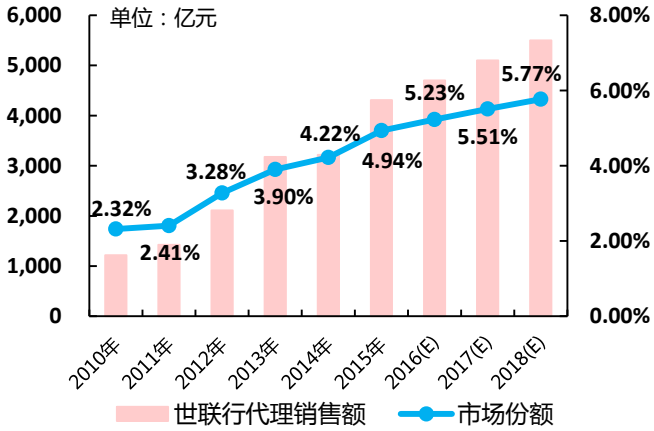
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 5 2012-2015 年已实现的代理销售额



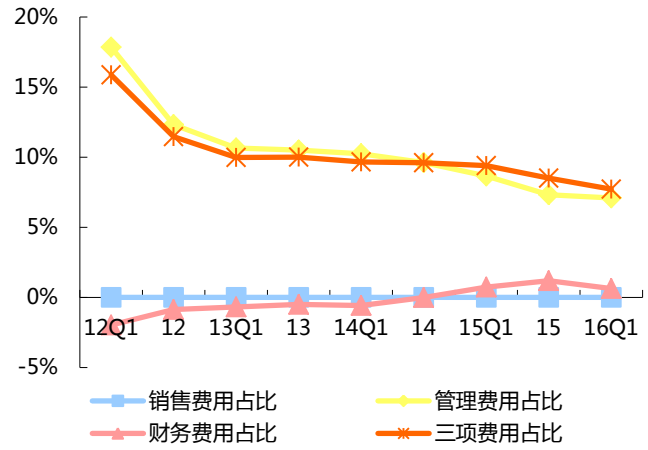
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 6 代理销售市场份额



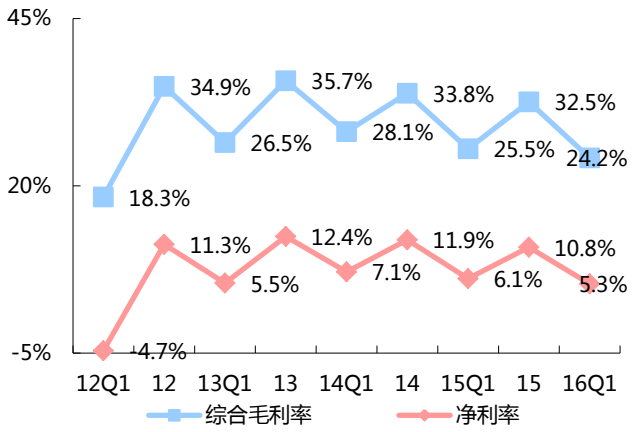
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 7　三费水平



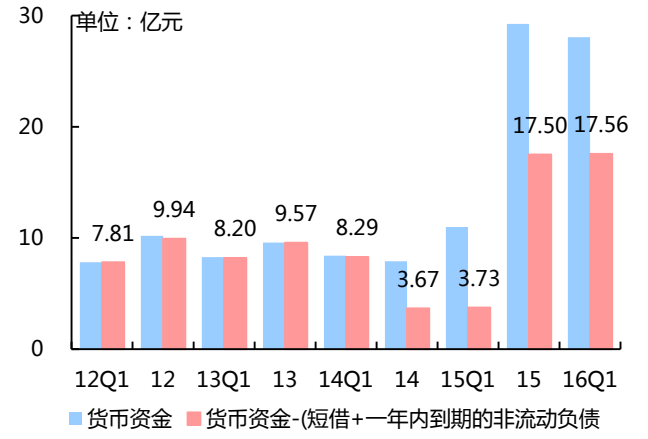
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 8　综合毛利率和净利率



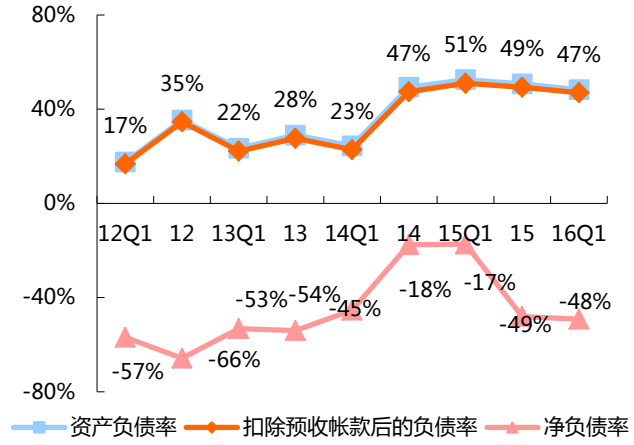
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 9　货币资金和短期负债



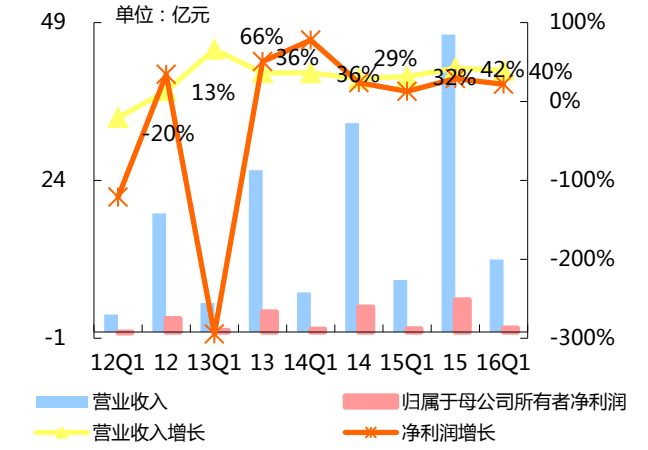
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 10　负债水平



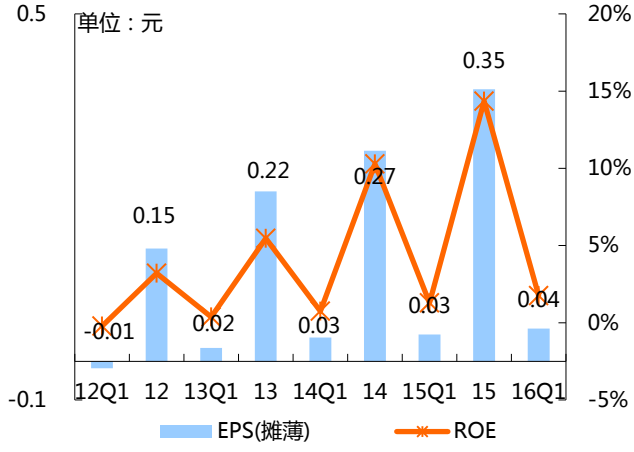
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

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
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	7398	6482	8516	9558
流动负债	3709	2191	3533	3730
短期借款	1176	691	1861	2045
应付账款	27	40	52	68
其他	2506	1460	1620	1616
非流动负债	45	45	45	45
长期借款	0	0	0	0
其他	45	45	45	45
负债合计	3754	2236	3578	3775
少数股东权益	94	140	197	263
股本	1446	2024	2024	2024
资本公积	915	568	568	568
留存收益	1189	1513	2149	2928
归属母公司股东权益	3550	4106	4742	5521
负债和股东权益	7398	6482	8516	9558

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	451	420	755	732
净利润	544	659	820	954
折旧摊销	40	29	29	29
财务费用	56	37	51	83
投资损失	-5	0	0	0
营运资金变动	-304	-266	-126	-344
其它	120	-40	-20	10
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	1837	-573	988	-6
短期借款	752	-485	1170	184
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	682	578	0	0
资本公积增加	562	-347	0	0
其他	-159	-320	-181	-190
现金净增加额	2082	-16	1655	738

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	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	37	51	83
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
营业利润	748	908	1130	1316
营业外收入	11	11	11	11
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	755	915	1137	1323
所得税	211	255	317	369
净利润	544	659	820	954
少数股东损益	35	46	57	66
归属母公司净利润	509	614	763	887
EBITDA	843	974	1211	1428
EPS（元）	0.35	0.30	0.38	0.44

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	42.4%	43.6%	28.4%	27.8%
营业利润	33.7%	21.4%	24.5%	16.4%
归属于母公司净利润	29.2%	20.5%	24.3%	16.3%
获利能力				
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%	14.9%	16.1%	16.1%
ROIC	44.6%	42.8%	49.2%	49.2%
偿债能力				
资产负债率	50.7%	34.5%	42.0%	39.5%
净负债比率	31.33%	30.90%	52.01%	54.18%
流动比率	1.68	2.53	2.12	2.31
速动比率	1.68	2.53	2.12	2.31
营运能力				
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
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.30	0.38	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.21	0.37	0.36
每股净资产(最新摊薄)	1.75	2.03	2.34	2.73
估值比率				
P/E	33.26	27.61	22.21	19.09
P/B	4.77	4.13	3.57	3.07
EV/EBITDA	18	15	12	10

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，旨为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