

世联行 (002285)

推荐

行业：房地产开发

## 资产服务重要载体申请新三板挂牌

事件：13日公司发布公告称，控股子公司世联兴业拟引入深圳恒睿进行改制，设立股份有限公司，并申请在新三板挂牌并公开转让。

### 投资要点：

✧ **引入深圳恒睿，改制股份有限公司，申请新三板挂牌。**深圳恒睿汇创投资管理合伙企业(有限合伙)拟向公司全资子公司世联兴业增资人民币989万元以获得10%的股权，其中824万元计入世联兴业的注册资本，165万元计入资本公积。本次交易完成后，公司及深圳恒睿分别持有世联兴业90%、10%的股权。之后世联兴业整体变更改制为股份有限公司，变更后股权比例不变。改制股份有限公司后，世联兴业拟申请新三板挂牌。

✧ **资产服务重要载体挂牌新三板，增厚资产服务业务运营实力。**世联行依托于“祥云战略”，通过逐步转型已形成房地产交易服务、资产管理服务、互联网+、金融服务四大业务板块。世联兴业作为世联行旗下子公司，主要从事商办物业的顾问咨询、物业管理和物业运营等业务，是**资产管理服务业务板块中面向写字楼、产业园、众创空间、街区商业等非住宅类物业所有者及使用者提供服务的重要载体**。世联兴业致力于以构建资产运营管理的完整产业链为核心竞争力，将在商办物业领域成为具备物业管理、物业运营、顾问咨询等综合服务提供商，在商业模式、专业服务能力上具有一定优势。

✧ **挂牌新三板对公司影响积极。**鉴于世联兴业与公司各自独立核算，独立承担责任和风险，挂牌新三板不会影响公司独立上市地位，也不会对公司的持续经营运作构成实质性影响。世联兴业若成功在新三板挂牌，将有利于其进一步完善法人治理结构，促进业务规范发展；也有利于树立公司品牌形象，促进市场开拓。此外，挂牌后股份可以公开转让，提高了股权流动性，并形成了有效的股份退出机制，有利于引进战略投资者。因此，世联兴业挂牌后将对其自身、公司及股东利益产生积极的影响。**挂牌事项尚需取得公司股东大会和相关监管部门的审核批准，具有不确定性。**

✧ **一季度资产服务业务营收同比大增49.7%，成长持续超预期，正如我们预期成为新利润增长引擎。**预计此次世联兴业挂牌新三板将增厚资产服务业务板块的运营实力，融资能力将得到显著提高，有利于业务加速布局，迅速把握资产端切入存量市场。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PE26、20、18倍，受市场风险偏好下降、波动较剧烈的影响，下调6个月目标价至9.5元，对应16年PE32倍，下调至“推荐”评级。

✧ **风险提示：**市场波动剧烈、子公司新三板挂牌受阻、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

请务必阅读正文之后的免责条款部分

### 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：9.5

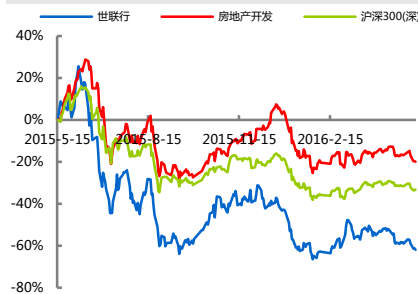
当前股价：7.72

评级调整：下调

### 基本资料

总股本(百万股)	2,045
流通股本(百万股)	1,697
总市值(亿元)	158
流通市值(亿元)	131
成交量(百万股)	14.73
成交额(百万元)	112.52

### 股价表现



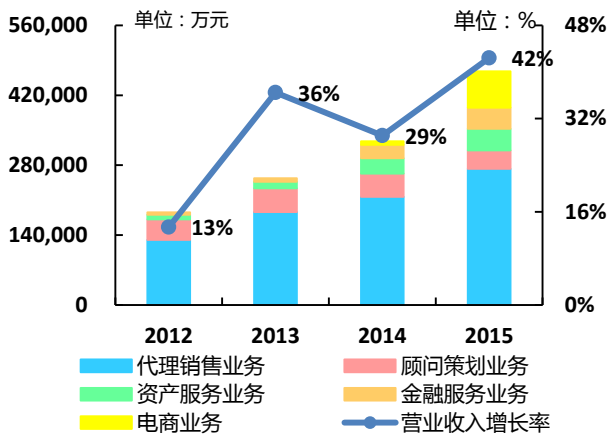
### 相关报告

《世联行-创新业务大超预期，继续高增长态势》2016-05-03

《世联行-一季度代销金额大超预期破千亿》2016-04-07

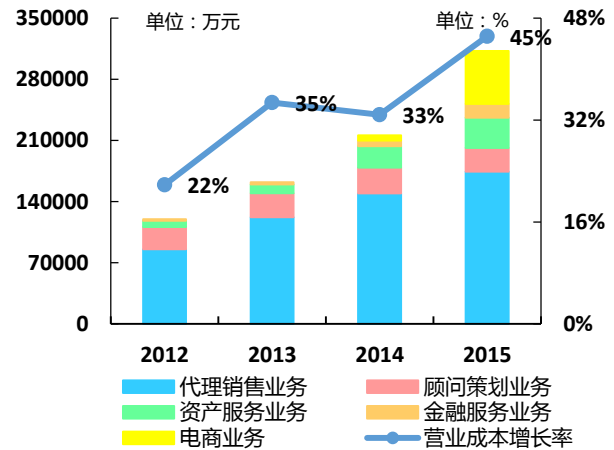
《世联行-首付贷阴霾散去，销售回暖超预期》2016-04-05

图 1 各业务营业收入历年变化



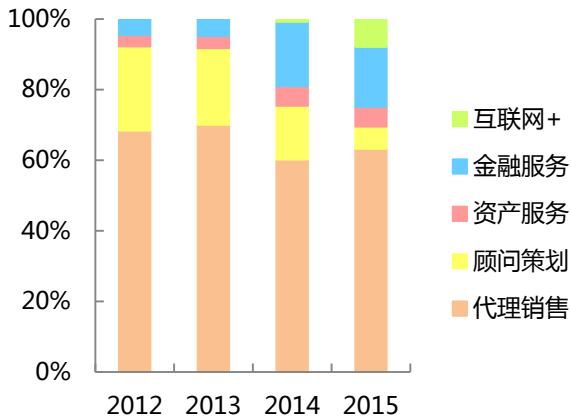
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 2 各业务营业成本历年变化



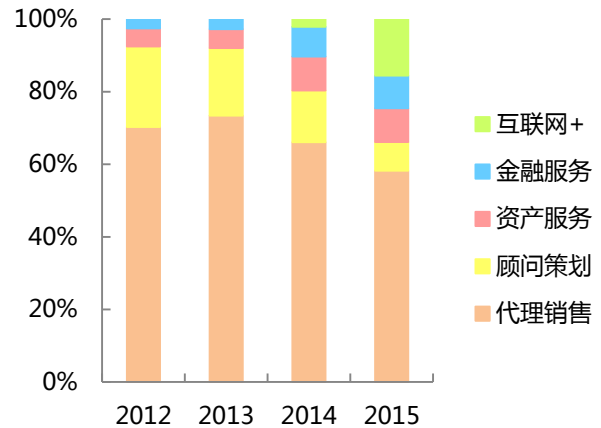
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 3 各业务毛利占比



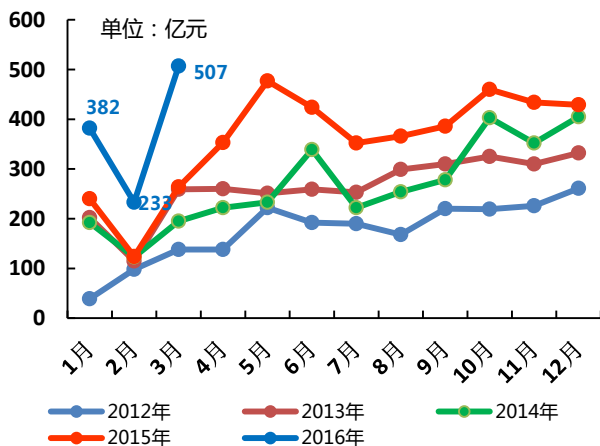
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 4 各业务营业收入占比



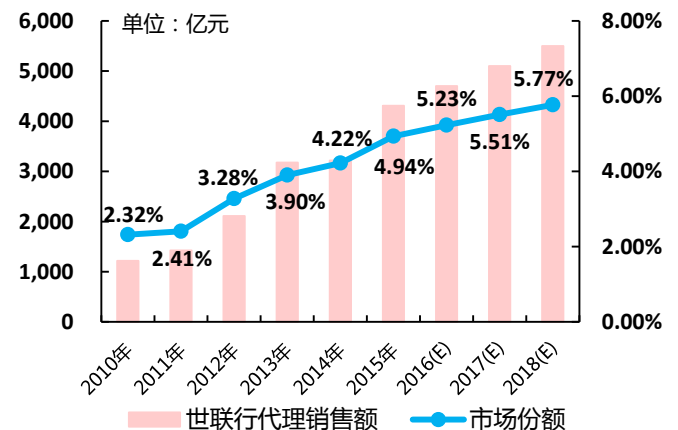
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 5 2012-2015 年已实现的代理销售额



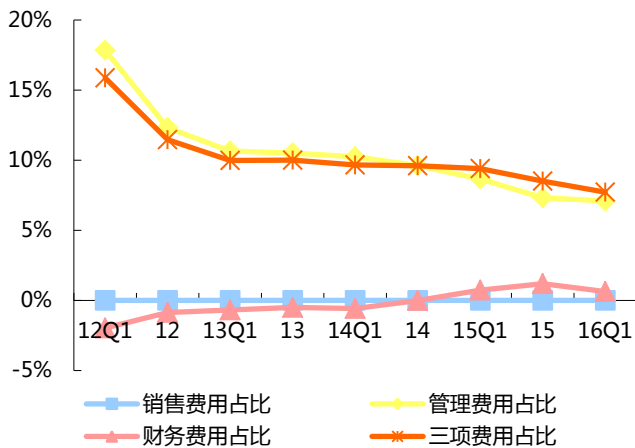
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 6 代理销售市场份额



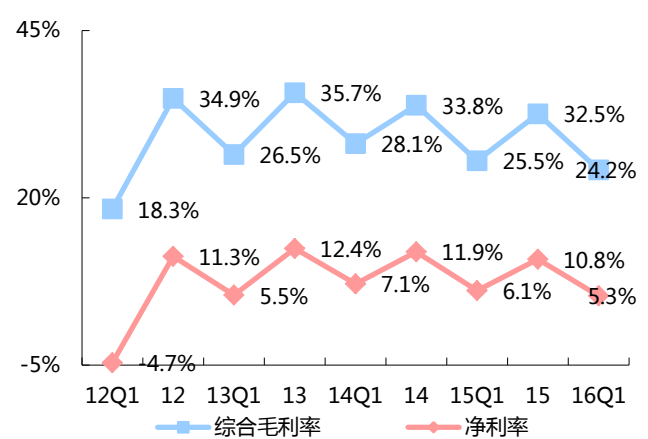
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 7 三费水平



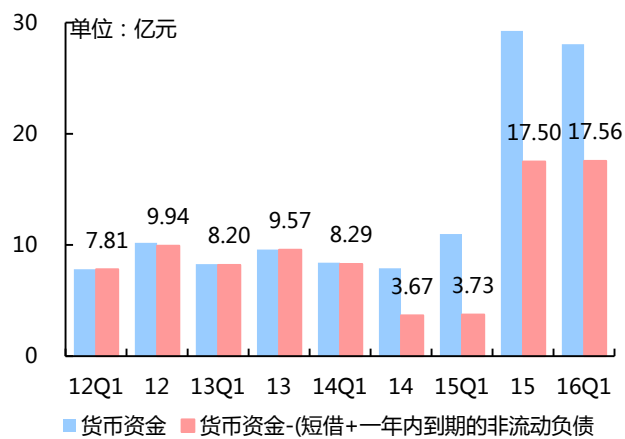
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 8 综合毛利率和净利率



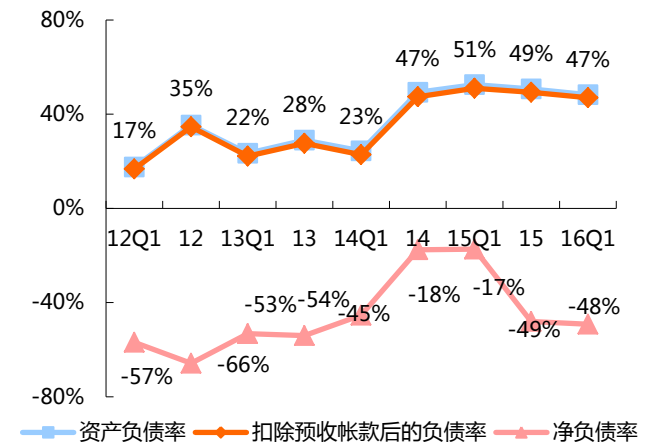
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 9 货币资金和短期负债



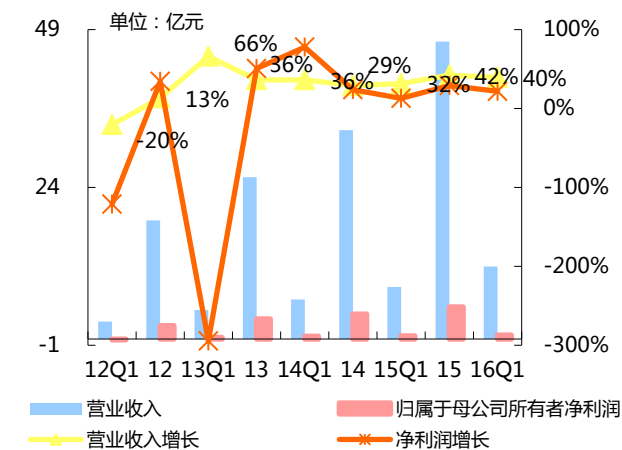
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 10 负债水平



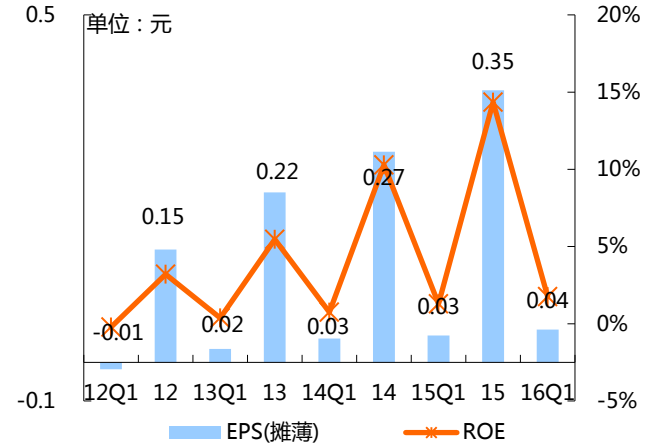
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

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
<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	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
<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	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
<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	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
<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	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
<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	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
<b>营业利润</b>	748	908	1130	1316
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	915	1137	1323
所得税	211	255	317	369
<b>净利润</b>	544	659	820	954
少数股东损益	35	46	57	66
<b>归属母公司净利润</b>	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
<b>成长能力</b>				
营业收入	42.4%	43.6%	28.4%	27.8%
营业利润	33.7%	21.4%	24.5%	16.4%
归属于母公司净利润	29.2%	20.5%	24.3%	16.3%
<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%	14.9%	16.1%	16.1%
ROIC	44.6%	42.8%	49.2%	49.2%
<b>偿债能力</b>				
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
<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)	0.25	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
<b>估值比率</b>				
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
2016-05-03	《世联行-创新业务大超预期，继续高增长态势》
2016-04-07	《世联行-一季度代销金额大超预期破千亿》
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