2016 年 07 月 12 日

世联行（002285.SZ）

公司动态分析

证券研究报告

房地产服务

代理销售再创新高，大手笔进军长租市场

■事件：公司 7 月 10 日晚发布定增公告：拟以不低于 7.01 元/股的价格向不超过 10 名特定对象发行股份不超过 2.85 亿股，募集资金总额不超过 20 亿元，锁定期不超过 12 个月。**公司发布第二季度代理销售情况：**公司 4 月-6 月分别实现代理销售金额同比分别增长 38.81%、-10.27%和 12.50%，1-6 月累计代理创历史新高；

■转型存量服务市场，进军长租蓝海：本次募集资金将增资世联集房以开展长租公寓项目，项目总投资 24.79 亿元。公司拟通过本项目在一线、二线城市采用租赁方式建设 13 万间长租公寓，通过“房屋托管+标准装修+管理服务”模式，达到整合个人房源“化零为整”，直击传统租房模式痛点。若按照中国饭店协会公寓委员 2020 年底品牌公寓 1,000 万间的预计测算，市场规模有望达 2500 亿以上。目前公司已通过“红璞公寓”品牌积累了经验，有望在抢占市场中占得先机。

■长期有望增厚业绩：公司本次投资项目预计可实现年营业收入 23.4 亿，净利润 2.75 亿，分别约占上市公司 2015 年财务数字的 49.7%和 50.6%，项目内部收益率达 14.69%。按照上限测算，本次发行后公司股份总数由 20.24 亿股增加至 20.45 亿股，在 2016 年扣非后归母净利润同比增长 20%和 30%的假设下，EPS 分别为 0.29 和 0.32。即使保守估计下短期有摊薄的可能性，但长期看有望持续增厚业绩。

■借力资本市场，实现飞跃发展：公司近年确定交易、资管、金融和电商四大板块，打造全国领先的地产服务商。今年 5 月 13 日，深圳恒睿汇创投拟向公司资产管理服务板块中的世联兴业增 989 万元以获得 10%的股权，其后世联兴业拟申请新三板挂牌。另外公司参股子公司中城投资也已经于 15 年 10 月在新三板正式挂牌。本次增资后不排除有后续资本运作的可能，以实现长租业务外延式扩张。

■代理销售额屡创单月新高，继续聚焦核心城市：公司 4-6 月分别实现代理销售金额 490 亿元、428 亿元和 477 亿元，1-6 月份公司累计销售金额同比增长 33.76%。今年除 5 月外均创下了单月新高；目前公司销售金额突破百亿的城市 9 个，今年新进武汉、珠海、厦门等 6 市，继续聚焦核心城市圈，代理销售额有望持续突破。

■投资建议：公司新房交易服务龙头地位稳固，代理销售屡创新高，本次定增实现“祥云战略”加速布局，有望分享长租市场巨大空间。在不考虑本次定增的情况下，我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.35、0.46 和 0.58，对应当前股价 PE 估值为 23X、17.5X、14X，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 14 元。

■风险提示：地产销量系统性下滑、存量市场扩张遇阻。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	3,308.2	4,710.6	5,845.8	7,140.6	8,550.9
净利润	394.3	509.4	507.9	661.2	833.1
每股收益(元)	0.19	0.25	0.35	0.46	0.58
每股净资产(元)	0.99	1.74	2.72	3.15	3.65

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	41.4	32.1	22.7	17.5	13.9
市净率(倍)	8.1	4.6	2.9	2.5	2.2
净利润率	11.9%	10.8%	8.7%	9.3%	9.7%
净资产收益率	19.5%	14.3%	12.9%	14.5%	15.8%
股息收益率	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%
ROIC	66.8%	44.4%	44.5%	43.2%	56.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

维持评级

6 个月目标价： 14 元

股价（2016-07-11） 7.94 元

交易数据

总市值（百万元）	16,237.05
流通市值（百万元）	13,579.76
总股本（百万股）	2,044.97
流通股本（百万股）	1,710.30
12 个月价格区间	7.28/21.95 元

股价表现

资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.64	-20.08	-27.65
绝对收益	-1.72	-18.47	-36.94

陈天诚 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515100001
chentc@essence.com.cn
021-35082325

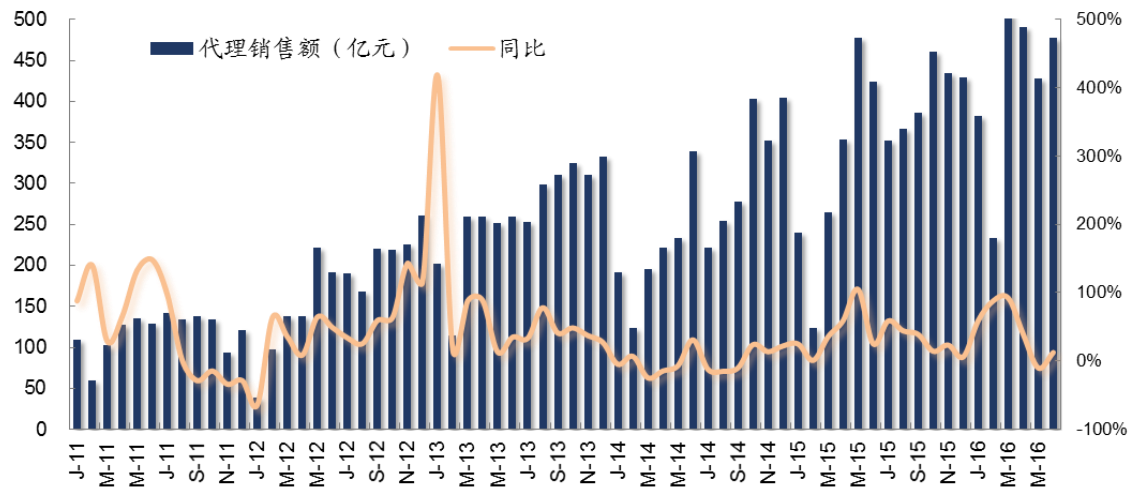
相关报告

世联行：——世联行 2015 年年报点评	2016-03-01
世联行：传统业务超预期增长，创新业务跨越式发展	2015-10-30

1. 代理销售屡创新高，继续聚焦核心城市

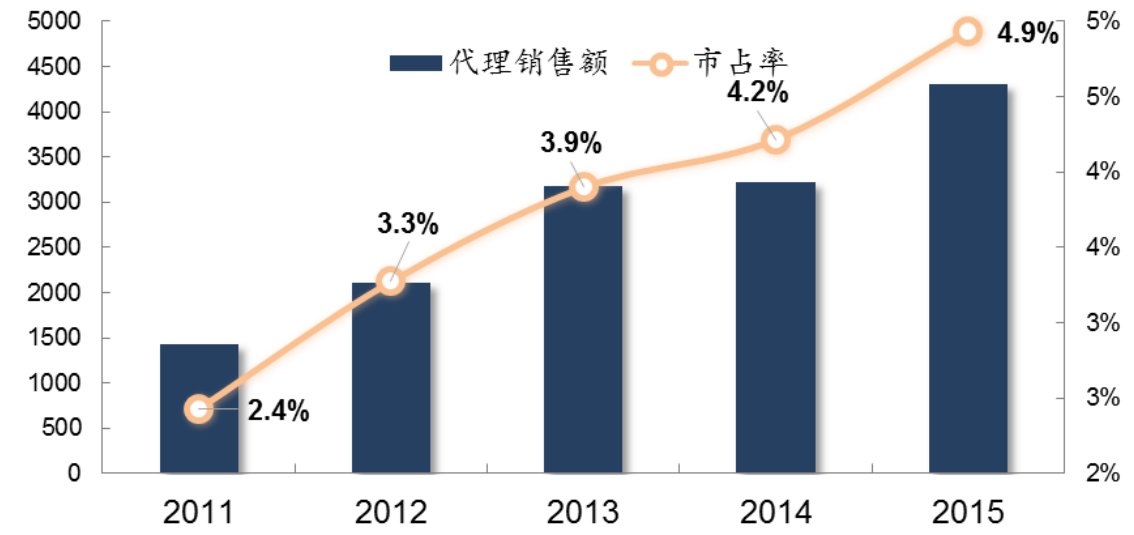
公司公布第二季度代理销售情况：公司 4 月-6 月分别实现代理销售金额 490 亿元、428 亿元和 477 亿元，同比分别增长 38.81%、-10.27%和 12.50%；1-6 月份公司累计实现代理销售金额 2,516 亿元，比上年同期增长 33.76%。今年除 5 月外（上年基数较高）均创下了历史单月新高；截至 6 月底，公司代理销售金额突破百亿的城市数量为 9 个，新进百亿城市分别为武汉、珠海、厦门、惠州、东莞、济南 6 个，在实现代理销售不断突破的同时，坚定聚焦核心城市圈。

图 1：世联行代理销售额及同比



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 2：代理销售额及市占率不断提高（单位：亿）



资料来源：wind、安信证券研究中心

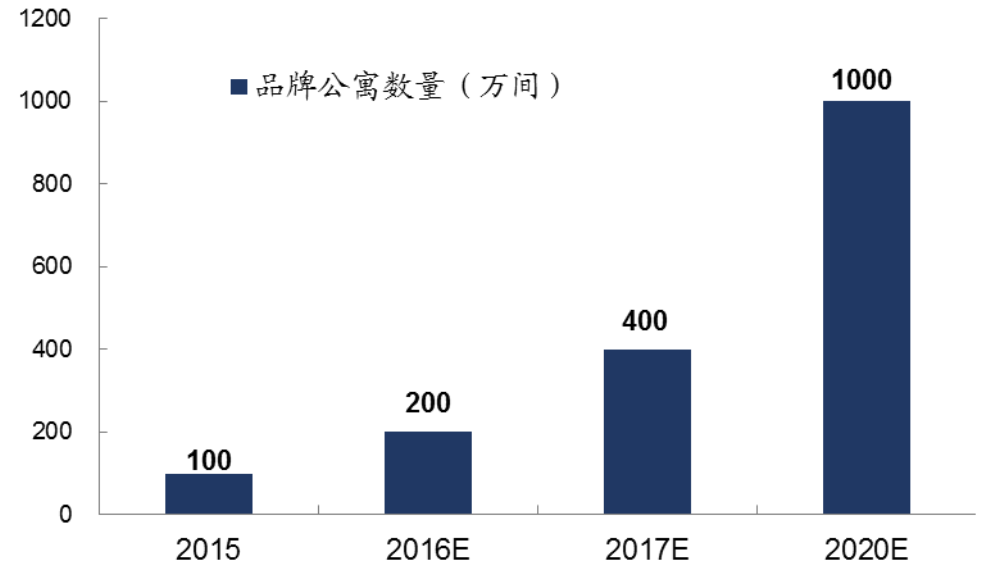
2. 积极转型存量服务市场，进军长租蓝海

公司 7 月 10 日晚发布定增公告：拟以不低于 7.01/元/股的价格向不超过 10 名特定对象发行股份不超过 2.85 亿股，募集资金总额不超过 20 亿元。本次募集资金全部用于增资世联集

房以开展长租公寓项目，项目总投资 24.79 亿元。公司拟通过本项目的实施在经济相对发达、租房租赁需求强劲的一线、二线城市采用租赁方式建设 13 万间长租公寓，并通过标准化、精致化软硬装修投入与管理、保洁、维修等人员引进。

目前扶持租赁市场发展已上升至国家政策高度。今年 5 月，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，提出要培育市场供应主体；鼓励住房租赁消费；完善公共租赁住房；支持租赁住房建设等多项要求，其中住建部提出允许将商业用房按规定改建为租赁住房，同时允许将现有的住房按照安全、舒适、便利等要求改造后按间出租。

图 3：品牌长租公寓的数量预测



资料来源：中国饭店协会公寓委员、安信证券研究中心

长租公寓是近年租赁市场中的一个新兴领域，主要是采取“化零为整”的方式将个人业主房屋租赁下来，进行标准化改造，并以单间的形式出租白领等中高端人士。若按照中国饭店协会公寓委员 2020 年底品牌公寓 1,000 万间的预计测算，届时市场规模有望达到 2500 亿以上，并将出现 5-10 家公寓数量超过 100 万的企业。目前我国长租市场尚处于初级阶段，公司通过“房屋托管+标准装修+管理服务”模式，达到整合个人房源“化零为整”，有望直击传统租房模式痛点目前公司全资子公司深圳红璞公寓管理有限公司旗下拥有“红璞公寓”长租公寓品牌，并已运营了广州横沙红璞公寓、广州人和红璞公寓、武汉曙光星城红璞公寓、南京热河红璞公寓等项目。公司已经积累了丰富的公寓运营管理经验，有望在长租蓝海中占得先机。

3. 长期有望增厚业绩

公司本次投资项目预计可实现年营业收入 23.4 亿，净利润 2.75 亿，分别约占上市公司 2015 年财务数字的 49.7%和 50.6%，项目内部收益率达 14.69%。按照上限测算，本次发行后公司股份总数由 20.24 亿股增加至 20.45 亿股，假设 2016 年扣非后归母净利润在同比增长 20%和 30%的情况下，公司 EPS 分别为 0.29 和 0.32。即使保守估计下短期可能有所摊薄，但本次投资有望在长期将持续增厚公司业绩。

表 1：本次项目实施对公司利润影响的测算

	假设一	2016 年度归属于上市公司股东的净利润比 2015 年度假设的财务数据增长 20%	
	2015 年度	本次发行前	本次发行后
总股本（亿股）	20.24	20.45	23.30
期末净资产（亿元）	35.50	40.95	60.95
基本每股收益（元）	0.26	0.30	0.29
稀释每股收益（元）	0.26	0.30	0.29
加权平均净资产收益率	17.43%	15.82%	15.15%
	假设二	2016 年度归属于上市公司股东的净利润比 2015 年度假设的财务数据增长 20%	
总股本（亿股）	20.24	20.45	23.30
期末净资产（亿元）	35.50	41.45	61.45
基本每股收益（元）	0.26	0.32	0.32
稀释每股收益（元）	0.26	0.32	0.32
加权平均净资产收益	17.43%	17.02%	16.31%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 2：本次项目的经济效益分析

序号	项目名称	金额（亿元）	占公司 2015 年的比重
1	年营业收入（正常年平均）	23.42	49.7%
2	年净利润（正常年平均）	2.75	50.6%
3	税后财务内部收益率	14.69%	
4	税后投资回收期（静态、含建设期）	6.01	

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

4. 投资建议

公司新房交易服务龙头地位稳固，代理销售屡创新高，本次定增实现“祥云战略”加速布局，有望分享长租市场巨大空间。在不考虑本次定增的情况下，我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.35、0.46 和 0.58，对应当前股价 PE 估值为 23X、17X、14X，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 14 元。

5. 风险提示：

地产销量系统性下滑、存量市场扩张遇阻。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,308.2	4,710.6	5,845.8	7,140.6	8,550.9
减:营业成本	2,189.3	3,177.8	4,066.9	4,998.4	6,156.7
营业税费	184.7	267.8	328.6	402.0	482.7
销售费用	-	-	-	-	-
管理费用	318.2	344.9	495.2	563.8	699.7
财务费用	-0.3	56.1	22.8	5.4	-
资产减值损失	59.3	121.6	179.0	193.0	164.5
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	2.1	5.1	1.8	-1.3	1.9
营业利润	559.1	747.6	755.1	976.6	1,049.2
加:营业外净收支	3.9	7.0	4.6	5.2	190.5
利润总额	563.0	754.5	759.7	981.8	1,239.7
减:所得税	144.0	210.5	212.7	274.9	347.1
净利润	394.3	509.4	507.9	661.2	833.1

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	790.8	2,926.1	7,231.8	5,325.2	6,556.3
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	787.6	1,050.3	1,339.5	1,513.0	1,942.8
应收票据	22.0	108.8	35.7	76.4	82.3
预付帐款	25.9	62.6	34.5	94.8	58.3
存货	-	-	-	-	-
其他流动资产	1,646.0	2,067.6	1,315.6	1,676.4	1,686.5
可供出售金融资产	127.5	258.9	193.2	226.0	209.6
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	18.6	20.8	9.2	12.3
投资性房地产	74.5	92.0	108.9	128.1	145.9
固定资产	212.2	182.0	144.5	94.9	46.8
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	47.0	51.6	65.7	67.3	71.0
其他非流动资产	382.5	579.5	497.7	523.3	526.8
资产总额	4,116.0	7,398.0	10,988.0	9,734.5	11,338.7
短期债务	424.2	1,176.0	-	-	-
应付帐款	156.6	501.2	143.4	770.0	280.4
应付票据	-	-	45.2	24.2	27.1
其他流动负债	1,402.8	2,031.8	1,392.0	1,667.8	1,728.9
长期借款	-	-	309.7	-	-
其他非流动负债	44.8	44.8	5,029.9	2,539.9	3,788.2
负债总额	2,028.4	3,753.9	6,920.1	5,002.0	5,824.6
少数股东权益	61.4	94.3	133.4	179.1	238.5
股本	763.8	1,445.7	1,445.7	1,445.7	1,445.7
留存收益	1,262.4	2,104.2	2,488.8	3,107.8	3,829.9
股东权益	2,087.5	3,644.1	4,067.8	4,732.5	5,514.1

财务指标

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长性					
营业收入增长率	29.1%	42.4%	24.1%	22.2%	19.8%
营业利润增长率	19.0%	33.7%	1.0%	29.3%	7.4%
净利润增长率	23.9%	29.2%	-0.3%	30.2%	26.0%
EBITDA 增长率	22.9%	42.6%	-2.6%	25.6%	6.9%
EBIT 增长率	23.1%	43.9%	-3.2%	26.2%	6.8%
NOPLAT 增长率	23.8%	39.3%	-3.3%	26.2%	6.8%
投资资本增长率	109.8%	-3.7%	30.2%	-18.6%	59.4%
净资产增长率	17.7%	74.6%	11.6%	16.3%	16.5%
利润率					
毛利率	33.8%	32.5%	30.4%	30.0%	28.0%
营业利润率	16.9%	15.9%	12.9%	13.7%	12.3%
净利润率	11.9%	10.8%	8.7%	9.3%	9.7%
EBITDA/营业收入	17.7%	17.7%	13.9%	14.3%	12.8%
EBIT/营业收入	16.9%	17.1%	13.3%	13.8%	12.3%
运营效率					
固定资产周转天数	25	15	10	6	3
流动营业资本周转天数	59	64	59	52	55
流动资产周转天数	278	363	498	470	400
应收帐款周转天数	77	70	74	72	73
存货周转天数					
总资产周转天数	360	440	566	522	444
投资资本周转天数	105	98	89	75	73
投资回报率					
ROE	19.5%	14.3%	12.9%	14.5%	15.8%
ROA	10.2%	7.4%	5.0%	7.3%	7.9%
ROIC	66.8%	44.4%	44.5%	43.2%	56.6%
费用率					
销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用率	9.6%	7.3%	8.5%	7.9%	8.2%
财务费用率	0.0%	1.2%	0.4%	0.1%	0.0%
三费/营业收入	9.6%	8.5%	8.9%	8.0%	8.2%
偿债能力					
资产负债率	49.3%	50.7%	63.0%	51.4%	51.4%
负债权益比	97.2%	103.0%	170.1%	105.7%	105.6%
流动比率	1.65	1.68	6.30	3.53	5.07
速动比率	1.65	1.68	6.30	3.53	5.07
利息保障倍数	-1,726.2	14.32	34.17	181.21	
分红指标					
DPS(元)	0.02	0.03	0.04	0.05	0.07
分红比率	11.6%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%
股息收益率	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	419.0	544.0	507.9	661.2	833.1
加:折旧和摊销	34.6	39.7	34.9	38.8	41.7
资产减值准备	59.3	121.6	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	36.1	133.9	22.8	5.4	-
投资损失	-2.1	-5.1	-1.8	1.3	-1.9
少数股东损益	24.6	34.6	39.1	45.7	59.4
营运资金的变动	-2,171.1	-183.2	-323.8	242.2	-843.3
经营活动产生现金流量	-921.9	450.6	279.1	994.6	89.1
投资活动产生现金流量	-97.4	-205.2	39.0	-44.0	3.0
融资活动产生现金流量	849.9	1,836.5	3,987.6	-2,857.3	1,139.0

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.19	0.25	0.35	0.46	0.58
BVPS(元)	0.99	1.74	2.72	3.15	3.65
PE(X)	41.4	32.1	22.7	17.5	13.9
PB(X)	8.1	4.6	2.9	2.5	2.2
P/FCF	121.8	12.5	2.7	-6.3	8.9
P/S	4.9	3.5	2.0	1.6	1.4
EV/EBITDA	18.4	25.4	11.4	8.2	7.7
CAGR(%)	19.0%	17.9%	16.0%	19.0%	17.9%
PEG	2.2	1.8	1.4	0.9	0.8
ROIC/WACC	8.7	5.8	5.8	5.6	7.4
REP	0.9	2.9	1.0	1.1	0.5

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

陈天诚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3楼

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034