

证券研究报告

公司研究——事项点评

世联行 (002285.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2015.8.27

崔娟 房地产行业分析师

执业编号: S1500512050002

联系电话: +86 10 83326867

邮箱: cuijuan1@cindasc.com

相关研究

《代理业务增速提升, 创新业务稳步推进》2015.8

《步入快速发展期》2015.3

《业绩靓丽, 大数据平台打开想象空间》2014.3

《行业发展前景广阔, 看好公司长期投资价值》

2013.12

《代理业务大幅增长, 顾问业务稳步复苏》2013.8

《业务结构调整, 长期看好》2013.3

《代理业务收入持续回升》2012.10

《受调控影响较大, 长期趋势未变》2012.8

《发展势头良好, 全国布局逐步形成》2011.8

《增长超预期, 逐步实现全国布局》2011.3

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

定增加码长租公寓构建大资管服务网络, 主营代销业务发展势头良好

世联行公告点评

2016年07月15日

事件: 1. 2016年7月11日, 世联行发布非公开发行股票预案。本次非公开发行募集资金总额不超过20亿元, 拟将募集资金全部投入到长租公寓建设项目。2. 2016年7月11日, 世联行发布2016年第二季度代理销售情况公告。公司2016年第二季度累计实现代理销售金额1394亿元, 2016年1-6月份公司累计实现代理销售金额2516亿元, 比上年同期增长33.76%。

点评:

- **定增加码长租公寓, 大资管服务网络建设迈出坚实一步。**本次非公开发行, 公司拟以底价7.01元的价格发行不超过2.85亿股, 募集资金不超过20亿元, 并拟将全部募集资金投入到长租公寓建设项目上来。本项目计划在经济发达、流动性人口占比高、租房需求旺盛的部分一、二线城市, 3年内完成布局, 以租赁的方式, 建设13万间长租公寓。在资产服务业务板块, 公司目前正在尝试推进的创新业务类型包括小样社区、公寓管理、社区管家、养老服务等, 长租公寓与其一道构成了公司大资管服务网络的一环。公司在这一领域下一步的方向是形成包括互联网企业总部服务、创业空间运营服务和白领居住空间运营服务在内的资管全链条整合服务能力。这也符合公司“打破单一互相分割的房地产服务业务, 打造多元业务交叉融合的一站式服务平台”这一战略目标。我们看好公司未来在这一领域的发展。
- **着力打造特色可复制的资管服务体系。**在夯实传统新房代售业务的基础上, 公司凭借自己对行业发展和客户需求的认知, 开发创新多项包括长租公寓在内的增值服务。公司现有的长租公寓是由其全资子公司深圳红璞公寓管理有限公司运营的。公司希望凭借旗下“红璞公寓”品牌, 打造特色可复制的长租公寓服务。目前公司已经在广州、武汉、南京等地运营了5家红璞公寓, 积累了比较丰富的公寓运营管理经验。经公司测算, 本项目投资回收期为6.01年, 内部收益率为14.69%, 项目本身具备相当的经济效益。
- **长租公寓新蓝海市场前景广阔, 公司业务扩张可期。**近年来, 国务院出台了一系列政策和文件, 支持鼓励住房租赁市场的健康发展。在消费结构升级的今天, 住房租赁市场的规模化和标准化成为未来的发展趋势。根据住建部的数据, 目前我国租住人口有1亿人以上, 年租金已突破1万亿元。但是可以满足客户高层次需求的长租公寓市场尚处在初级阶段, 随着国家鼓励政策的逐步落实, 公司业务未来将有极大的发展空间。根据中国饭店协会公寓委员会统计, 预计长租公寓在2016、2017年底将分别达到200万间、400万间, 2020年底品牌公寓将超过1000万间。
- **公司传统主营业务发展势头良好。**新房代销业务是公司目前最重要的营业收入来源。虽然自2013年起代销业务收入占总营业收入的比重在逐年下降, 但是到2015年占比仍达到57.88%, 因此代销业务的经营情况直接影响公司业绩。2016

年第二季度公司累计实现代理销售金额 1394 亿元，2016 年 1-6 月份公司累计实现代理销售金额 2516 亿元，比上年同期增长 33.76%。相比较 2014、2015 年公司代销业务同比增速 16.28%、25.87%，可以看到公司在这一业务领域保持了很好的增长势头。

- ◆ **盈利预测及评级：**我们认为房地产中介服务业发展空间巨大，公司具备较强的品牌优势和规模优势，具备较强的创新能力。移动互联战略以及产业链的深度覆盖，将助推公司快速发展，看好公司的长期投资价值。暂不考虑非公开增发事项带来的业绩摊薄，我们预计公司 16-18 年归属母公司净利润分别为 6.71 亿元、8.00 亿元和 10.12 亿元，按照公司最新股本计算，对应的每股收益分别为 0.33 元、0.39 元和 0.49 元，对应的 2016 年 7 月 14 日收盘价（8.83 元）的市盈率分别为 27 倍、23 倍和 18 倍，维持“增持”评级。
- ◆ **风险因素：**房地产市场销售增速不及预期；创新业务开展情况不及预期；住房租赁市场鼓励政策推广不及预期。

公司主要财务数据及预测

主要财务指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	3,308.17	4,710.55	6,053.33	7,531.06	9,601.47
增长率 YoY%	29.07%	42.39%	28.51%	24.41%	27.49%
归属母公司净利润（百万元）	394.34	509.39	670.81	799.74	1,011.86
增长率 YoY%	23.90%	29.17%	31.69%	19.22%	26.52%
毛利率%	33.82%	32.54%	30.93%	30.15%	30.09%
净资产收益率 ROE%	19.46%	14.35%	16.11%	16.34%	17.36%
每股收益 EPS(元)	0.52	0.25	0.33	0.39	0.49
市盈率 P/E（倍）	16.98	35.45	26.92	22.58	17.85
市净率 P/B（倍）	3.33	5.09	4.34	3.69	3.10

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2016 年 7 月 14 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	3,272.18	6,215.43	7,849.00	9,639.94	11,816.51
货币资金	790.78	2,926.14	4,325.96	5,256.86	6,228.45
应收票据	700.82	989.99	1,210.67	1,506.21	1,920.29
应收账款	108.70	169.07	423.73	527.17	672.10
预付账款	25.85	62.63	72.64	90.37	115.22
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,646.02	2,067.59	1,816.00	2,259.32	2,880.44
非流动资产	843.78	1,182.59	1,519.62	1,800.39	2,193.77
长期投资	0.00	18.62	18.62	18.62	18.62
固定资产	448.13	574.49	908.00	1,129.66	1,440.22
无形资产	46.96	51.61	0.00	0.00	0.00
其他	348.69	537.86	593.00	652.11	734.92
资产总计	4,115.95	7,398.02	9,368.62	11,440.33	14,010.27
流动负债	1,983.58	3,709.04	5,000.31	6,275.69	7,830.78
短期借款	424.20	1,176.00	1,998.00	2,534.00	3,059.80
应付账款	18.73	27.08	41.81	52.60	67.12
其他	1,540.65	2,505.96	2,960.50	3,689.09	4,703.86
非流动负债	44.84	44.84	72.64	90.37	115.22
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	44.84	44.84	72.64	90.37	115.22
负债合计	2,028.42	3,753.88	5,072.95	6,366.07	7,946.00
少数股东权益	61.39	94.27	132.81	178.75	236.88
归属母公司股东权益	2,026.15	3,549.87	4,162.86	4,895.51	5,827.40
负债和股东权益	4,115.95	7,398.02	9,368.62	11,440.33	14,010.27

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,308.17	4,710.55	6,053.33	7,531.06	9,601.47
同比	29.07%	42.39%	28.51%	24.41%	27.49%
归属母公司净利润	394.34	509.39	670.81	799.74	1,011.86
同比	23.90%	29.17%	31.69%	19.22%	26.52%
毛利率	33.82%	32.54%	30.93%	30.15%	30.09%
ROE	19.46%	14.35%	16.11%	16.34%	17.36%
每股收益(元)	0.52	0.25	0.33	0.39	0.49
P/E	16.98	35.45	26.92	22.58	17.85
P/B	3.33	5.09	4.34	3.69	3.10
EV/EBITDA	12.94	17.46	20.80	18.08	14.64

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,308.17	4,710.55	6,053.33	7,531.06	9,601.47
营业成本	2,189.32	3,177.83	4,181.04	5,260.45	6,712.39
营业税金及附加	184.74	267.79	332.93	414.21	528.08
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	318.25	344.86	441.89	549.77	700.91
财务费用	-0.32	56.11	-0.58	-9.04	-6.09
资产减值损失	59.28	121.56	127.12	158.15	201.63
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.06	5.14	0.00	0.00	0.00
营业利润	559.11	747.55	970.93	1,157.53	1,464.55
营业外收入	6.84	10.58	0.00	0.00	0.00
营业外支出	2.95	3.59	0.00	0.00	0.00
利润总额	563.00	754.55	970.93	1,157.53	1,464.55
所得税	144.03	210.54	257.30	306.74	388.11
净利润	418.97	544.01	713.63	850.78	1,076.45
少数股东损益	24.63	34.62	42.82	51.05	64.59
归属母公司净利润	394.34	509.39	670.81	799.74	1,011.86
EBITDA	558.65	803.66	970.35	1,148.49	1,458.46
EPS (摊薄)	0.52	0.25	0.33	0.39	0.49

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-921.86	450.60	945.05	661.98	811.85
净利润	394.34	509.39	670.81	799.74	1,011.86
折旧摊销	29.10	34.63	39.00	41.00	41.00
财务费用	-0.32	56.11	-0.58	-9.04	-6.09
投资损失	-2.06	-5.14	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-825.82	44.21	108.40	-278.81	-377.32
其它	-517.10	-188.60	127.42	109.09	142.40
投资活动现金流	-97.37	-205.24	-333.51	-221.66	-310.56
资本支出	-16.11	-126.36	-333.51	-221.66	-310.56
长期投资	-658.32	870.04	64.19	-387.21	-98.51
其他	577.06	-948.92	-64.19	387.21	98.51
筹资活动现金流	849.86	1,836.53	788.27	490.59	470.30
吸收投资	6.12	1,122.97	1,998.00	2,534.00	3,059.80
借款	528.93	649.45	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	-75.72	-224.90	-1,209.73	-2,043.41	-2,589.50
现金净增加额	-169.37	2,081.95	1,399.82	930.90	971.59

研究团队简介

崔娟：毕业于天津财经大学国际金融专业和加拿大曼尼托巴大学精算专业，先后在民族证券和信达证券从事金融和房地产行业研究。曾在《中国证券报》、《中国房地产报》、《证券市场周刊》等刊物发表研究文章多篇。能够准确把握行业和公司的发展脉络，并具备一定的前瞻性。荣获 2015 年华尔街见闻金牌分析师评选房地产中线第三名。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。