

中國：房地產

2016年7月26日

投資建議：
買進 (維持評等)

 目標價隱含漲/跌幅：**30.8%**

 日期 **2016/07/25**

收盤價	RMB8.79
十二個月目標價	RMB11.50
前次目標價	RMB11.50
深圳 A 股指數	2,113.1

資訊更新：

- ▶ 世聯行宣佈將擴大其公寓租賃業務，預計可望受惠於強勁的住屋租賃需求與優惠政策支持。
- ▶ 世聯行發佈正面獲利預警，預估 2016 年上半年稅後純益將年增 0-30%。

本中心觀點：

- ▶ 本中心認為其公寓租賃業務雖然勢必將使未來兩年營業費用增加，但長期而言將產生獲利貢獻。
- ▶ 考量政府優惠政策及相關住房租賃商機，我們認為目前為理想的進場買點。

公司簡介： 深圳世聯行在中國提供房地產專業諮詢服務，並參與房地產代理銷售、資產管理和金融服務。

股價相對深圳 A 股指數表現


市值	RMB17,975.3 百萬
六個月平均日成交量	RMB296.0 百萬元
總股本股數 (百萬股)	1,697.1
流通 A 股股數比例	83.0%
自由流通股數比例	38.4%
大股東：持股比率	世聯地產顧問 (中國) 有限公司, 39.4%
淨負債比率 (2016F)	(23.4%)
每股淨值 (2016F)	RMB1.96
股價淨值比 (2016F)	4.47 倍

簡明損益表 (RMB 百萬元)

年初至 12 月	2015A	2016F	2017F	2018F
營業收入	4,711	5,850	6,772	7,924
營業利益 **	920	966	1,046	1,177
稅後純益 *	509	551	657	767
每股盈餘 (元)	0.38	0.27	0.32	0.38
每股盈餘年增率 (%)	(26.4)	(28.3)	19.1	16.8
每股股利 (元)	0.04	0.03	0.04	0.05
本益比 (倍)	23.1	32.3	27.1	23.2
殖利率 (%)	0.5	0.4	0.4	0.5
股東權益報酬率 (%)	17.8	14.3	15.1	15.4

* 歸屬母公司稅後純益

** 經研究員調整

報告分析師：
蘇育慧

+886 2 3518 7963

claire.su@yuanta.com

以下研究人員對本報告有重大貢獻：

鄭妙儀

+886 2 3518 7930

hannah.cheng@yuanta.com

<http://research.yuanta.com>

Bloomberg code: YUTA

世聯行 (002285 CH)

優惠政策嘉惠住宅租賃市場

請點此參與今年 AsiaMoney 票選，將您寶貴的一票投給元大！

重申買進評等，目標價維持人民幣 11.5 元：世聯行宣佈將擴大其公寓租賃業務，印證本中心於[前次報告](#)中提出之觀點，亦即公司將運用其物業管理專長，把握中國房地產租賃市場需求增溫的商機。我們認為此舉可望激勵其近期股價攀升，係因 1) 住房租賃業務擴張可望帶動長期獲利成長；2) 政府近期實施推廣房地產租賃的政策；及 3) 世聯行股價已修正至合理水準，目前評價相當於 27 倍本益比，低於其歷史平均值 32 倍。我們認為目前為理想的進場買點，並重申買進目標價人民幣 11.5 元，係以 35 倍 2017 年預估每股盈餘推得。

長租公寓租賃業務可望帶動未來成長：在中國一線城市，公寓租賃需求隨著住宅房價攀升而增溫。上述趨勢與近期政府推廣房地產租賃的政策均印證本中心看法無誤，亦即租賃業務可望成為未來成長動能。世聯行已透過以下方式擴展其物業管理業務，包括 1) 建立新入口網站紅璞 (Homeplus.cn)，側重於中階長租公寓市場；及 2) 收購上海晟曜行，鎖定高階公寓租賃市場。我們認為其長租公寓租賃業務雖然在未來兩年勢必將導致營業費用增加，但長期而言將創造獲利。

2016 年第二季財測與預估值調整：近期而言，2016 上半年稅後純益年增 0-30% 的正面獲利預警大致合乎預期。長期而言，本中心 2016/17 年預估每股盈餘分別下修 1%，以反映租賃業務營業費用升高，並預期此業務 2018 年可望有可觀營收貢獻。我們預估 2018 年每股盈餘年增 17% 至人民幣 0.38 元。

分析師聲明及重要披露事項請參見附錄 A。

元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。本報告原係以英文做成，並翻譯為中文。若投資人對於中文譯文之內容正確性有任何疑問，請參考原始英文版。

中國住宅公寓租賃市場成長

中國一線城市住宅公寓租賃正處於高需求期

中國人口移入一線城市以追求就業機會及較佳社福系統的趨勢正在進行中。至 2015 年為止，非戶籍人口佔一線城市人口比例為 44%，且人口持續流入，刺激一線城市公寓租賃需求成長 (參見圖 1)。在 1) 高住房租賃需求；2) 有利政策支持帶動下，我們預期未來數年，中國公寓租賃市場將在目前低基期上出現爆發性成長。

中國公寓租賃市場現況為何？

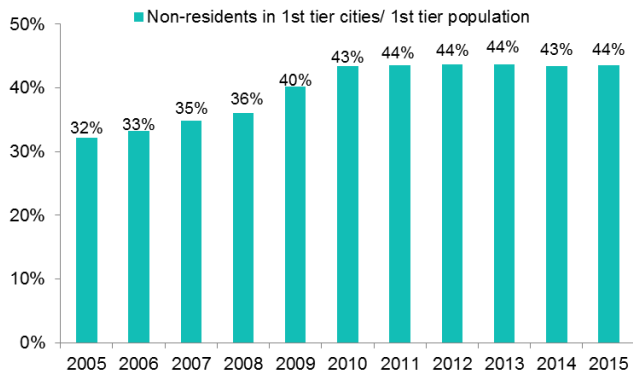
過去數年來，外來人口的可觀需求已推升一線城市的租賃價格 (參見圖 2)。根據美景集團的數據，2015 年上海 39% 的房客平均房租落在人民幣 1,000-2,000 元之間 (2012 年為 28%)。2014 年上海租屋者的薪水中位數區間為人民幣 8,000-11,999 元，隱含房租對收入比為溫和的 30% (參見圖 3、圖 4)。我們認為平均收入提升可望支撐房租上漲預期。

與過去相較，今日的中高端住宅公寓租賃市場提供更良好的居住品質，以及更佳의 清潔服務、居家修繕與安全管理。更重要的是，標準化的租賃契約有助於解決過往令人詬病的房東任意中止租約的問題。我們認為公寓租賃服務公司將受惠於 20-35 歲白領階級 (參見圖 5、圖 6) 強勁的住房租賃需求，以及當前個人可支配所得提升後，隨之而來的生活水平升級趨勢。

中國公寓租賃業者有哪些？

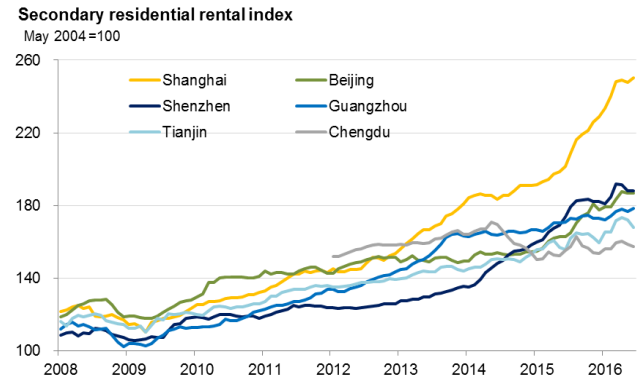
就公寓租賃業者而言，房地產開發商 (萬科)、房屋代銷業者 (世聯行、鏈家、我愛我家)、及酒店集團 (首旅酒店) 均從事公寓租賃業務。此外，尚有約 10 家住宅公寓租賃入口運營商取得/正在向天使投資人募資 (參見圖 7)。我們認為如世聯行等具備 1) 多元化線上線下行銷管道；2) 足夠的房源；及 3) 跨城市擴張等優勢的業者可望勝出。

圖 1：一線城市非戶籍人口逐漸增加



資料來源：Wind、元大投顧

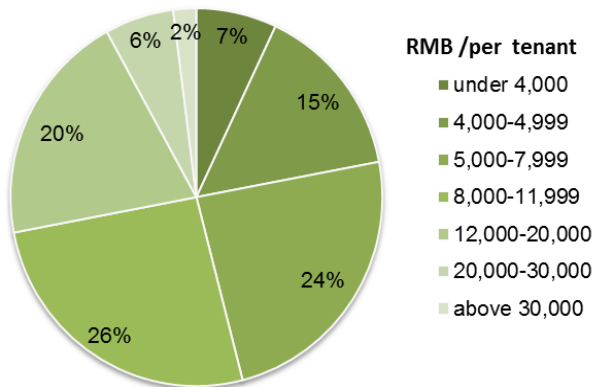
圖 2：一線城市租屋成本攀升



資料來源：Wind、元大投顧

圖 3：2014 年上海 70% 租屋族月薪介於人民幣 5,000 至 2 萬元

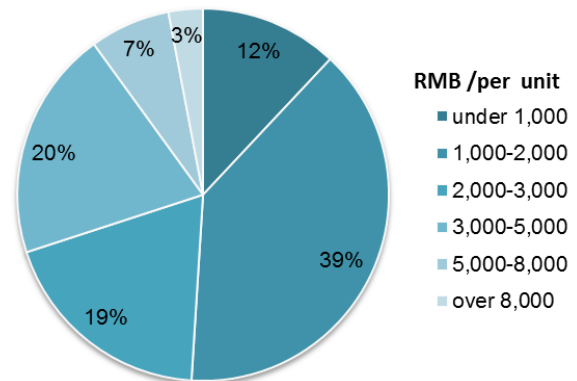
Shanghai tenants' monthly salary level



資料來源：MJ Group、元大投顧

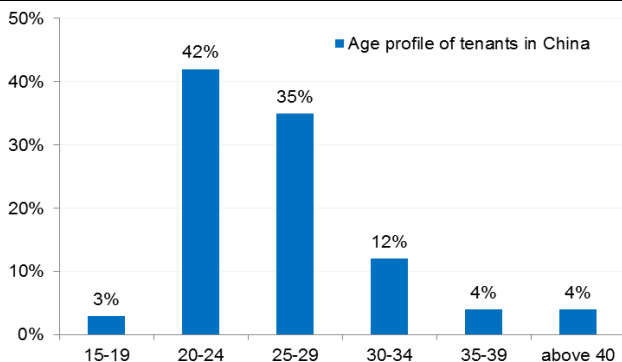
圖 4：2015 年上海 78% 租屋族每月房租介於人民幣 1,000 至 5,000 元

Shanghai tenants' monthly rental payment



資料來源：MJ Group、元大投顧

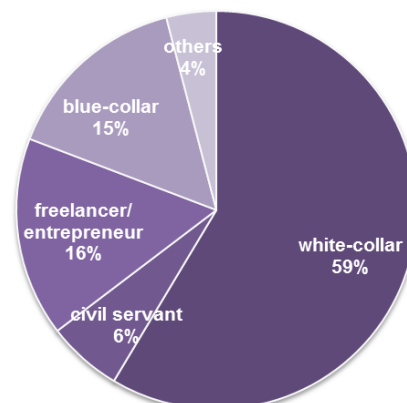
圖 5：35 歲以下族群是公寓租賃的主要需求來源



資料來源：MJ Group、元大投顧

圖 6：白領族是公寓物業業者的主要目標租客

Occupation types of tenants in Shanghai in 2014



資料來源：MJ Group、元大投顧

圖 7：中國公寓租賃市場主要業者

品牌名稱	連結	公司/創投資本	成立時間	重點城市	房間數量	月客均價
集中式						
 紅璞青年公寓	http://homeplus.cn/	世聯行	2016	一線城市： 深圳、廣州 二線城市： 武漢、合肥、南京和杭州	超過 1,000 間	1,500-2,500
 晟曜行服務公寓	http://www.chengyao.com/	世聯行	2005	上海	約 1,500 間	11,000
 逗號公寓	http://www.douhaogongyu.com/	首旅酒店集團	2015	一線城市： 上海、深圳、廣州 二線城市： 西安、珠海、大連、昆明、蘇州、無錫、南京	超過 600 間	1,400-2,800
 城家公寓	http://www.cjia.com/	華住集團	2014	一線城市：所有一線城市 二線城市： 蘭州、廈門、西安、南京與成都	--	1,800-5,000
 窩趣輕社區	http://www.wowqu.cc/	鉅濤集團	2014	一線城市： 北京、上海、廣州	--	2,000-3,600
 漫果公寓連鎖	http://www.mangqi.cn/	住友集團 (Podinns Group)	2014	二線城市： 杭州、溫州、南京、成都	約 1,200 間	900-1,150
 魔方公寓	http://www.52mf.com.cn/#	華平投資 德同資本	2009	一線城市：所有一線城市 二線城市： 南京、蘇州、杭州與武漢	超過 10,000 間	2,000-3,000
 YOU+國際青年社區	www.youplus.cc/	順為資本	2012	一線城市： 廣州、北京、上海	4,860 間	2,200
 新派公寓	http://www.cypalife.com/	賽富基金	2012	北京	150 間	7,500-8,200
 泊寓	http://demo.dsartisan.com/	萬科集團	2016	一線城市：所有一線城市 二線城市： 合肥、廈門、佛山	--	1,780
分布式						
 自如寓	http://www.ziroomapartment.com/	鏈家集團	2011	一線城市： 北京、上海	超過 150,000 間	2,000-5,000
 蘑菇公寓	http://www.mogoroom.com/index.shtml	海通開元資本 IDG Capital Partners 平安創投	2014	一線城市： 北京、上海與深圳	5,000 間	1,500-5,000
 優客逸家	http://www.uoko.com/	經緯創投 君聯資本	2012	一線城市：北京 二線城市： 杭州、成都、武漢	超過 3,000 間	800-3,200
 上海寓見	http://www.yujianongyu.com/	聯創策源 順為資本	2014	上海	6,000 間	1,000-1,700
 青客公寓	http://www.qk365.com/	紐信創投 達晨創投 賽富基金	2012	上海、蘇州	超過 9,000 間	500-3,700

資料來源：公司資料、元大投顧

中國政府實施優惠政策支持住宅租賃市場

中國住房和城鄉建設部於 2016 年 6 月 3 日發佈加快住房租賃市場發展的若干意見 (參見附錄)。國務院目標為在房價高漲、各大城市土地供給有限的情況下，於 2020 年以前建立監管有力、規範明確的住房租賃市場體系。政府將針對租屋族及住房供應業者 (包括房地產開發商及世聯行等物業管理業者) 實施優惠政策。

本中心認為，上述舉措對物業管理業者具有三大意涵：

- 1) **優惠稅率促進住房租賃業務**：住房租賃業務的增值稅率從 11% 降至 6%。我們認為，優惠稅率可望促進物業管理業者住房租賃業務成長。
- 2) **活化閒置商業資產**：政府實施優惠政策，調降電費、水費與瓦斯費，藉此鼓勵現有商業房地產變更為租賃住宅。並鼓勵地方政府將政府管理的公有公寓管理權轉移給世聯行等專業住房租賃公司代為管理。此舉目標在於活化閒置公有或商業房地產，可望提高裝修公寓的供給量。
- 3) **推廣不動產投資信託試行計畫**：政府也鼓勵金融機構為從事住房租賃業務的企業提供財務支援，並允許合格住房租賃企業發行公司債、不動產投資信託，以及將旗下租賃資產證券化。

世聯行在中國公寓租賃市場中頗具競爭力

世聯行透過 1) 新開發的入口網站紅璞(鎖定中階市場)；2)收購上海晟曜(提供高檔公寓租賃服務)擴大其房地產管理業務。本中心認為認為公寓租賃業務可望長期貢獻獲利，但未來兩年營業費用增加將難以避免。

紅璞 - 專為一線及熱點二線城市白領青年打造的租屋入口網站

紅璞(<http://homeplus.cn>)為線上長租公寓網站。目前有逾 1,000 間物件可供租賃，大多數的物件均位於一線城市(深圳與廣州)以及熱點二線城市(武漢、合肥、南京、杭州)。

世聯行運用其現有線下佈局(通路與業務團隊)以及與當地政府/住宅仲介的緊密關係，具有取得多元化房源的競爭優勢，房屋來源包括個體戶、政府資產活化及商用不動產翻修。管理層預估在三年內增加可租賃長租公寓套數至 130,000 個物件，並在 2021 年達到損益兩平，內部報酬率估算達 14.6%。

公司計畫在一線城市採用分布式營運系統，係因這些城市的空屋率偏低(每棟樓只有少數公寓出租)。

而在二線城市則將採用集中式營運系統(參見圖 8)。在集中式系統下，世聯行將向政府或第三方租下整棟樓，加以整修後再分租雅房、套房或整層公寓。集中式系統預計將創造較高租金回報率。管理層表示目前在武漢運營的長租公寓的租金回報率近 100%。

圖 8：營運系統比較 - 集中式與分布式

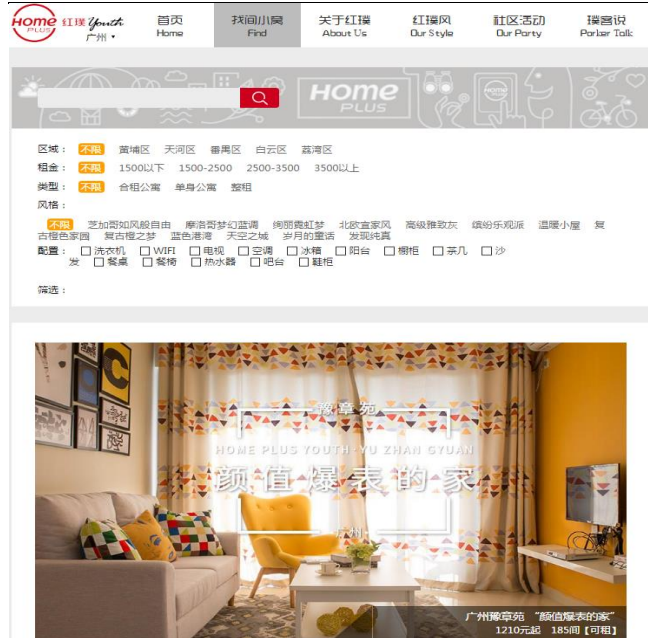
比較項目	集中式	分布式
住房供給來源	來自法人(來自企業或政府)	來自個體戶(來自個別房東)
擴張速度	較慢	較快
租金差	較高	較低
投入的裝修成本	較高	較低
租約	較長	較短
回收期	較慢	較快

資料來源：世聯行、元大投顧

晟曜行 - 在上海高階公寓市場享有穩固地位

世聯行於 2015 年第四季收購晟曜行 70% 股份；晟曜行為上海高級公寓租賃與管理物業公司。該公司目前管理超過 1,500 間房，平均每房月租金為人民幣 1.1 萬元。晟曜行將成為世聯行在中國一線城市進一步跨足與發展高階公寓租賃市場的平台。

圖 9：紅璞的公寓租賃入口網站



資料來源：紅璞、元大投顧

圖 10：晟曜行的網站



資料來源：晟曜行、元大投顧

獲利預估值

本中心認為世聯行市場定位佳，可利用其與地方政府、存量房仲介及地產開發商的緊密連結，取得充足房源，掌握中國住宅租賃市場需求成長的商機。儘管房地產代理銷售本業營運成長趨緩，但本中心認為擴大公司業務範圍，跨入住宅租賃市場是明智之舉。我們預估公寓租賃業務營收分別佔 2016/17/18 年總營收 1%/8%/11%。儘管未來兩年營業費用勢必增加，但本中心認為公寓租賃業務長線可望持續貢獻獲利。本中心因此將 2016/17 年每股盈餘估值各下修 1%以反映租賃業務投入的營業費用較高。

圖 11：世聯行 - 2016 年第二季財報預覽

人民幣百萬元	2Q15 實際值	1Q16 實際值	2Q16 估計值	季增率	年增率
淨營業收入	1,093	1,148	1,432	24.7%	31.1%
營業毛利(實際公佈)	319	277	420	51.2%	31.7%
營業毛利(扣除增值稅)	260	213	340	59.2%	30.8%
營業利益(調整後)	186	132	238	80.5%	27.6%
營業利益(實際公佈)	148	111	193	72.9%	29.9%
稅前純益	149	112	193	72.7%	29.3%
稅後純益 - 總計	116	58	150	158.7%	29.2%
稅後純益 - 歸屬於普通股股東	113	61	143	132.7%	26.7%
每股盈餘	0.09	0.03	0.07	132.7%	-21.5%
重要比率					
營業毛利率(實際公佈)	29.2%	24.2%	29.3%		
營業毛利率(扣除增值稅)	23.8%	18.6%	23.7%		
營業利益率(調整後)	17.1%	11.5%	16.6%		
營業利益率(實際公佈)	13.6%	9.7%	13.5%		
稅前純益率	13.7%	9.7%	13.5%		
稅後純益率 - 總計	10.6%	5.1%	10.5%		
稅後純益率 - 歸屬於普通股股東	10.3%	5.3%	10.0%		

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：世聯行 - 2016/17 年獲利預估調整，並加入 2018 年預估值

人民幣百萬	FY15 實際值	FY16 預估值	FY16 預估值	FY17 預估值	FY17 預估值	FY18 預估值	FY16 預估值	FY17 預估值
		調整前	調整後	調整前	調整後	新加入	差異	差異
淨營業收入	4,711	5,785	5,850	6,565	6,772	7,924	1%	3%
營業毛利(實際公佈)	1,533	1,708	1,729	1,882	1,899	2,154	1%	1%
營業毛利(扣除增值稅)	1,265	1,379	1,395	1,511	1,516	1,701	1%	0%
營業利益(調整後)	920	971	966	1,064	1,046	1,177	-1%	-2%
營業利益(實際公佈)	748	808	802	956	949	1,109	-1%	-1%
稅前純益	755	813	805	966	956	1,115	-1%	-1%
稅後純益 - 總計	544	586	579	706	698	816	-1%	-1%
每股盈餘	0.38	0.28	0.27	0.33	0.32	0.38	-1%	-1%
重要比率 (%)								
營業毛利率(實際公佈)	33%	30%	30%	29%	28%	27%		
營業毛利率(扣除增值稅)	27%	24%	24%	23%	22%	21%		
營業利益率(調整後)	20%	17%	17%	16%	15%	15%		
營業利益率(實際公佈)	16%	14%	14%	15%	14%	14%		
稅前純益率	16%	14%	14%	15%	14%	14%		
稅後純益率 - 總計	12%	10%	10%	11%	10%	10%		

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 13：世聯行 - 季度簡明損益表(合併)

(人民幣百萬)	1Q2016A	2Q2016F	3Q2016F	4Q2016F	FY2016F	1Q2017F	2Q2017F	3Q2017F	4Q2017F	FY2017F
營業收入	1,148	1,432	1,363	1,906	5,850	1,306	1,734	1,530	2,202	6,772
銷貨成本	(935)	(1,093)	(1,072)	(1,355)	(4,121)	(1,058)	(1,349)	(1,231)	(1,618)	(4,872)
營業毛利	213	340	291	551	1,395	247	385	299	584	1,516
營業費用	(82)	(102)	(97)	(150)	(430)	(89)	(118)	(104)	(159)	(470)
營業利益	132	238	194	402	966	159	267	195	425	1,046
業外利益	(20)	(45)	(28)	(68)	(161)	(8)	(32)	(16)	(34)	(90)
稅前純益	112	193	166	334	805	151	236	179	391	956
少數股東權益	3	(8)	(7)	(16)	(28)	(8)	(9)	(8)	(17)	(42)
所得稅費用	(54)	(43)	(42)	(87)	(225)	(51)	(57)	(45)	(105)	(258)
歸屬母公司稅後純益	61	143	116	231	551	91	170	126	269	657
每股盈餘(依加權稀釋股數)(元)	0.03	0.07	0.06	0.11	0.27	0.05	0.08	0.06	0.13	0.32
加權平均股數	2,024	2,024	2,024	2,024	2,024	2,024	2,024	2,024	2,024	2,024
獲利能力分析										
營業毛利率	18.6%	23.7%	21.4%	28.9%	23.9%	19.0%	22.2%	19.6%	26.5%	22.4%
營業利益率	11.5%	16.6%	14.3%	21.1%	16.5%	12.2%	15.4%	12.8%	19.3%	15.4%
稅前純益率	9.7%	13.5%	12.2%	17.5%	13.8%	11.6%	13.6%	11.7%	17.7%	14.1%
有效所得稅率	48.1%	22.2%	25.3%	26.0%	28.0%	33.8%	24.3%	25.1%	26.8%	27.0%
季增率(%)										
營業收入	(31.0%)	24.7%	(4.9%)	39.9%	24.2%	(31.5%)	32.8%	(11.8%)	43.9%	15.8%
營業利益	(72.3%)	80.5%	(18.4%)	106.8%	5.0%	(60.5%)	68.5%	(27.0%)	117.5%	8.3%
稅後純益	(76.2%)	132.7%	(18.4%)	98.3%	8.2%	(60.4%)	85.3%	(25.5%)	113.2%	19.1%
每股稀釋盈餘	(84.24%)	132.67%	(18.43%)	98.31%	(28.33%)	(60.36%)	85.33%	(25.49%)	113.17%	19.12%

資料來源：公司資料、元大投顧預估

註：標“A”為元大投顧彙整之歷史數據。

圖 14：世聯行 - 12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 15：世聯行 - 12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

資產負債表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
現金與短期投資	791	2,926	2,249	2,347	1,771
存貨	0	0	0	0	0
應收帳款及票據	701	990	1,126	1,323	1,542
其他流動資產	1,781	2,299	2,765	3,060	3,626
流動資產	3,272	6,215	6,140	6,730	6,939
長期投資	202	369	1,030	1,700	2,370
固定資產	212	182	167	148	125
什項資產	429	631	631	631	631
其他資產	844	1,183	1,828	2,479	3,125
資產總額	4,116	7,398	7,968	9,209	10,065
應付帳款及票據	19	27	28	37	40
短期借款	424	1,176	1,297	1,439	1,399
什項負債	1,541	2,506	2,527	3,039	3,257
流動負債	1,984	3,709	3,852	4,515	4,695
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	45	45	45	45	45
長期負債	45	45	45	45	45
負債總額	2,028	3,754	3,897	4,560	4,740
股本	764	1,446	2,024	2,024	2,024
資本公積	354	915	507	507	507
保留盈餘	909	1,189	1,446	2,024	2,699
換算調整數	0	0	0	0	0
歸屬母公司之權益	2,026	3,550	3,977	4,555	5,230
少數股權	61	94	94	94	94
股東權益總額	2,088	3,644	4,071	4,649	5,324

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
本期純益	419	544	579	698	816
折舊及攤提	35	40	39	43	48
本期營運資金變動	(767)	166	(580)	29	(565)
其他營業資產	(2)	(5)	0	(10)	(10)
營運活動之現金流量	(315)	744	38	761	289
資本支出	4	7	(9)	(9)	(9)
本期長期投資變動	(93)	(162)	(660)	(660)	(660)
其他資產變動	(128)	(218)	(15)	(15)	(16)
投資活動之現金流量	(216)	(373)	(684)	(684)	(685)
股本變動	(105)	1,013	(152)	(121)	(141)
本期負債變動	468	752	121	141	(39)
其他調整數	0	0	0	0	0
融資活動之現金流量	364	1,764	(31)	21	(180)
本期產生現金流量	(168)	2,135	(677)	98	(576)
自由現金流量	(531)	371	(646)	77	(396)

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
營業收入	3,308	4,711	5,850	6,772	7,924
銷貨成本	(2,374)	(3,446)	(4,121)	(4,872)	(5,770)
營業毛利	934	1,265	1,395	1,516	1,701
營業費用	(318)	(345)	(430)	(470)	(524)
營業利益	616	920	966	1,046	1,177
利息收入	0	0	0	0	0
利息費用	0	56	40	36	36
利息收入淨額	0	56	40	36	36
投資利益(損失)淨額	2	5	0	10	10
其他業外收入(支出)淨額	(55)	(227)	(202)	(136)	(107)
非常項目淨額	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
稅前純益	563	755	805	956	1,115
所得稅費用	(144)	(211)	(225)	(258)	(299)
少數股權淨利	(25)	(35)	(28)	(42)	(49)
歸屬母公司之淨利	394	509	551	657	767
稅前息前折舊攤銷前淨利	651	960	1,004	1,089	1,225
每股盈餘 (RMB)	0.52	0.38	0.27	0.32	0.38
每股盈餘 - 調整員工分紅 (RMB)	0.52	0.38	0.27	0.32	0.379

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
年成長率 (%)					
營業收入	29.1	42.4	24.2	15.8	17.0
營業利益	21.9	49.4	5.0	8.3	12.5
稅前息前折舊攤銷前淨	21.7	47.5	4.7	8.5	12.5
稅後純益	23.9	29.2	8.2	19.1	16.8
每股盈餘	(31.17)	(26.40)	(28.33)	19.12	16.83
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	28.2	26.9	23.9	22.4	21.5
營業利益率	18.6	19.5	16.5	15.4	14.9
稅前息前折舊攤銷前淨利率	19.7	20.4	17.2	16.1	15.5
稅後純益率	11.9	10.8	9.4	9.7	9.7
資產報酬率	12.7	9.4	7.5	8.1	8.5
股東權益報酬率	20.4	17.8	14.3	15.1	15.4
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	20.3	32.3	31.9	30.9	26.3
淨負債比率 (%)	(17.6)	(48.0)	(23.4)	(19.5)	(7.0)
利息保障倍數 (倍)	1,744.0	(12.4)	(18.9)	(25.6)	(30.0)
利息及短期債	1.3	0.6	0.6	0.7	0.8
現金流量對利息保障倍數 (倍)	N.A.	(13.3)	(0.9)	(21.1)	(8.0)
現金流量對利息及短期債保障倍數 (倍)	N.A.	0.7	0.0	0.5	0.2
流動比率 (倍)	1.6	1.7	1.6	1.5	1.5
速動比率 (倍)	1.6	1.7	1.6	1.5	1.5
淨負債 (百萬元)	(367)	(1,750)	(952)	(908)	(371)
每股淨值 ()	2.65	2.65	1.96	2.25	2.58
評價指標 (倍)					
本益比	17.0	23.1	32.3	27.1	23.2
股價自由現金流量比	(12.6)	31.8	(27.5)	230.9	(45.0)
股價淨值比	3.3	3.3	4.5	3.9	3.4
股價稅前息前折舊攤銷前淨利比	10.3	12.3	17.7	16.3	14.5
股價營收比	2.0	2.5	3.0	2.6	2.2

資料來源：公司資料、元大投顧

Appendix: Circular regarding residential rental market

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

国办发〔2016〕39号

一、总体要求

(一) 指导思想。全面贯彻党的十八大和十八届三中、四中、五中全会以及中央城镇化工作会议、中央城市工作会议精神，认真落实国务院决策部署，按照“五位一体”总体布局和“四个全面”战略布局，牢固树立和贯彻落实创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，以建立购租并举的住房制度为主要方向，健全以市场配置为主、政府提供基本保障的住房租赁体系。支持住房租赁消费，促进住房租赁市场健康发展。

(二) 发展目标。到2020年，基本形成供应主体多元、经营服务规范、租赁关系稳定的住房租赁市场体系，基本形成保基本、促公平、可持续的公共租赁住房保障体系，基本形成市场规则明晰、政府监管有力、权益保障充分的住房租赁法规制度体系，推动实现城镇居民住有所居的目标。

二、培育市场供应主体

(三) 发展住房租赁企业。充分发挥市场作用，调动企业积极性，通过租赁、购买等方式多渠道筹集房源，提高住房租赁企业规模化、集约化、专业化水平，形成大、中、小住房租赁企业协同发展的格局，满足不断增长的住房租赁需求。按照《国务院办公厅关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》(国办发〔2015〕85号)有关规定，住房租赁企业享受生活性服务业的相关支持政策。

(四) 鼓励房地产开发企业开展住房租赁业务。支持房地产开发企业拓展业务范围，利用已建成住房或新建住房开展租赁业务；鼓励房地产开发企业出租库存商品住房；引导房地产开发企业与住房租赁企业合作，发展租赁地产。

(五) 规范住房租赁中介机构。充分发挥中介机构作用，提供规范的居间服务。努力提高中介服务质量，不断提升从业人员素质，促进中介机构依法经营、诚实守信、公平交易。

(六) 支持和规范个人出租住房。落实鼓励个人出租住房的优惠政策，鼓励个人依法出租自有住房。规范个人出租住房行为，支持个人委托住房租赁企业和中介机构出租住房。

三、鼓励住房租赁消费

(七) 完善住房租赁支持政策。各地要制定支持住房租赁消费的优惠政策措施，引导城镇居民通过租房解决居住问题。落实提取住房公积金支付房租政策，简化办理手续。非本地户籍承租人可按照《居住证暂行条例》等有关规定申领居住证，享受义务教育、医疗等国家规定的基本公共服务。

(八) 明确各方权利义务。出租人应当按照相关法律法规和合同约定履行义务，保证住房和室内设施符合要求。住房租赁合同期限内，出租人无正当理由不得解除合同，不得单方面提高租金，不得随意克扣押金；承租人应当按照合同约定使用住房和室内设施，并按时缴纳租金。

四、完善公共租赁住房

(九) 推进公租房货币化。转变公租房保障方式，实物保障与租赁补贴并举。支持公租房保障对象通过市场租房，政府对符合条件的家庭给予租赁补贴。完善租赁补贴制度，结合市场租金水平和保障对象实际情况，合理确定租赁补贴标准。

(十) 提高公租房运营保障能力。鼓励地方政府采取购买服务或政府和社会资本合作（PPP）模式，将现有政府投资和管理的公租房交由专业化、社会化企业运营管理，不断提高管理和服务水平。在城镇稳定就业的外来务工人员、新就业大学生和青年医生、青年教师等专业技术人员，凡符合当地城镇居民公租房准入条件的，应纳入公租房保障范围。

五、支持租赁住房建设

(十一) 鼓励新建租赁住房。各地应结合住房供需状况等因素，将新建租赁住房纳入住房发展规划，合理确定租赁住房建设规模，并在年度住房建设计划和住房用地供应计划中予以安排，引导土地、资金等资源合理配置，有序开展租赁住房建设。

(十二) 允许改建房屋用于租赁。允许将商业用房等按规定改建为租赁住房，土地使用年限和容积率不变，土地用途调整为居住用地，调整后用水、用电、用气价格应当按照居民标准执行。允许将现有住房按照国家和地方的住宅设计规范改造后出租，改造中不得改变原有防火分区、安全疏散和防火分隔设施，必须确保消防设施完好有效。

六、加大政策支持力度

(十三) 给予税收优惠。对依法登记备案的住房租赁企业、机构和个人，给予税收优惠政策支持。落实营改增关于住房租赁的有关政策，对个人出租住房的，由按照 5% 的征收率减按 1.5% 计算缴纳增值税；对个人出租住房月收入不超过 3 万元的，2017 年底之前可按规定享受免征增值税政策；对房地产中介机构提供住房租赁经纪代理服务，适用 6% 的增值税税率；对一般纳税人出租在实施营改增试点前取得的不动产，允许选择适用简易计税办法，按照 5% 的征收率计算缴纳增值税。对个人出租住房所得，减半征收个人所得税；对个人承租住房的租金支出，结合个人所得税改革，统筹研究有关费用扣除问题。

(十四) 提供金融支持。鼓励金融机构按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则，向住房租赁企业提供金融支持。支持符合条件的住房租赁企业发行债券、不动产证券化产品。稳步推进房地产投资信托基金（REITs）试点。

(十五) 完善供地方式。鼓励地方政府盘活城区存量土地，采用多种方式增加租赁住房用地有效供应。新建租赁住房项目用地以招标、拍卖、挂牌方式出让的，出让方案和合同中应明确规定持有出租的年限。

七、加强住房租赁监管

(十六) 健全法规制度。完善住房租赁法律法规，明确当事人的权利义务，规范市场行为，稳定租赁关系。推行住房租赁合同示范文本和合同网上签约，落实住房租赁合同登记备案制度。

(十七) 落实地方责任。省级人民政府要加强本地区住房租赁市场管理，加强工作指导，研究解决重点难点问题。城市人民政府对本行政区域内的住房租赁市场管理负总责，要建立多部门联合监管体制，明确职责分工，充分发挥街道、乡镇等基层组织作用，推行住房租赁网格化管理。加快建设住房租赁信息服务与监管平台，推进部门间信息共享。

(十八) 加强行业管理。住房城乡建设部门负责住房租赁市场管理和相关协调工作，要会同有关部门加强住房租赁市场监管，完善住房租赁企业、中介机构和从业人员信用管理制度，全面建立相关市场主体信用记录，纳入全国信用信息共享平台，对严重违法失信主体实施联合惩戒。公安部门要加强出租住房治安管理和住房租赁当事人居住登记，督促指导居民委员会、村民委员会、物业服务企业以及其他管理单位排查安全隐患。各有关部门要按照职责分工，依法查处利用出租住房从事违法经营活动。

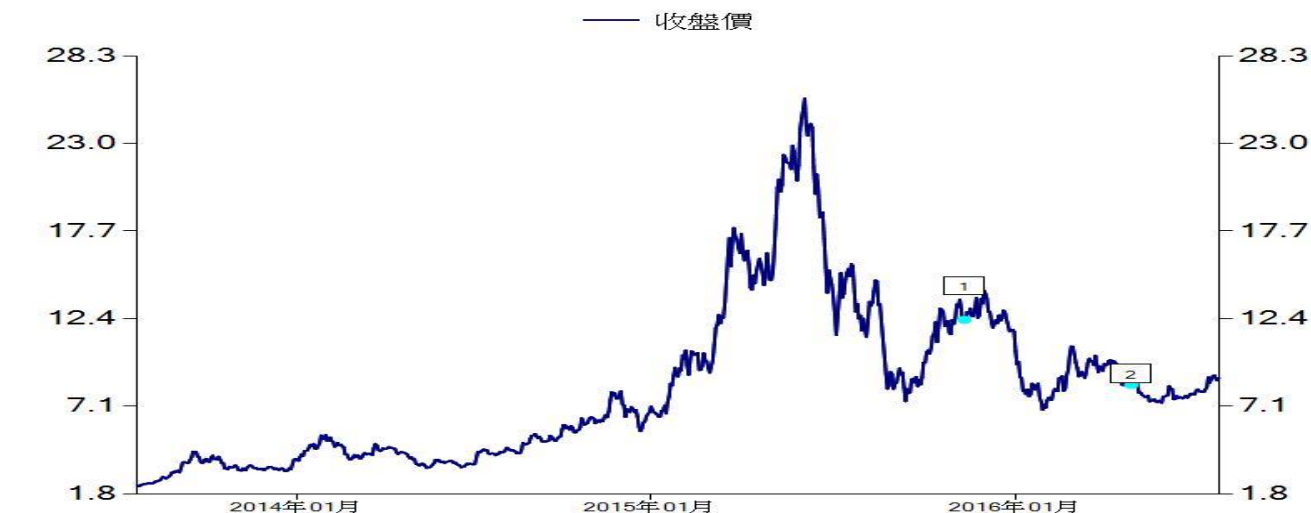
各地区、各有关部门要充分认识到加快培育和发展住房租赁市场的重要意义，加强组织领导，健全工作机制，做好宣传引导，营造良好环境。各地区要根据本意见，研究制定具体实施办法，落实工作责任，确保各项工作有序推进。住房城乡建设部要会同有关部门对本意见落实情况进行督促检查。

附錄 A：重要披露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

世聯行 (002285 CH) - 投資建議與目標價三年歷史趨勢



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	2015/11/16	17.23	20.00	20.00	買進	蘇育慧
2	2016/04/29	8.37	11.50	11.50	買進	蘇育慧

資料來源：Bloomberg，元大投顧

註：A = 依據股票股利與現金股利調整後之股價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

目前元大研究分析個股評等分佈

評等	追蹤個股數	%
買進	223	47%
持有-超越同業	116	24%
持有-落後同業	44	9%
賣出	12	3%
評估中	79	17%
限制評等	1	0%
總計：	475	100%

資料來源：元大投顧

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2016 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名
元大證券投資顧問股份有限公司
台灣台北市 104 南京東路三段
225 號 4 樓

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之香港人士，應透過下列方式聯絡元大證券(香港)有限公司：

致：研究部
元大證券(香港)有限公司
香港夏愨道 18 號
海富中心 1 座 23 樓