

世联行 (002285)

推荐

行业：房地产开发

核心业务持续高增长，坚定转型存量服务

公司16年上半年实现营收26.95亿元(+40.7%)，归母净利润2.02亿元(+24.4%)。

投资要点：

◇ **16年公司将在保持新房代理销售额高增长的基础上，坚定地向存量服务转型，聚焦核心城市圈，重视电商服务。**上半年营业收入26.95亿元(+40.7%)，毛利率23.5%(同比降4.1个百分点，主要由于公司业务规模扩大，相应投入增加)。一季度末现金增至30.1亿元，净负债率持续为负，净负债率同比降10个百分点至-58%。资产负债率较15年末降5个百分点至46%。三费率持续下降，较15年末降1.2个百分点至7.3%。

◇ **代理销售保持高增长，二季度实现代理销售额1394亿元(+11.2%)，创造单季度销售高峰，上半年实现代理销售额2516亿，同比大增33.8%，市场份额5.2%，与15年持平。**上半年代理销售营收14.7亿元(+31.9%)，毛利率25.6%(-5.7个百分点)。目前累计已实现未结算的代销额3503亿元，将在未来3至9个月为公司带来约27.1亿元的代理费收入。预计16年全年代销金额达到5625亿元(+25%)，实现营收约46亿。

◇ **资产服务业务营收2.5亿元(+38.2%)，毛利率12.1%(-1.9个百分点)。**上半年小样社区累计进入10个城市，落地项目15个，入驻企业300家，服务创业者超2万人；红璞公寓业务落地广深等7城，**坚定转型存量服务，定增募集20亿元将投入长租公寓。**新定增方案拟发行2.85亿股，发行底价7.01元/股，募集资金总额20亿元，用于建设13万间长租公寓，总投资约24.8亿，项目投资回收期6.01年，内部收益率为14.69%。公司顺应行业发展趋势，扩大长租公寓管理规模，有助于完善资管服务链条。

◇ **金融业务营收2.6亿元(+47.3%)，毛利率65.4%，引入专业产品设计和风控团队后毛利率同比提升15个百分点，**上半年放贷共24270笔(+84.2%)，放贷金额16.5亿元(+47.7%)，平均单笔贷款金额6.78万元。**互联网+业务协同代理销售、金融和资管开展叠加业务，**营收5.7亿元(+134.4%)，毛利率8.5%，同比持平；链接经纪门店近万间，经纪人约7万人，集房会员累计超200万。在执行项目达到547个。顾问策划业务营收1.3亿元(-33.6%)，毛利率18.3%(-11个百分点)。

◇ **公司重点布局的城市销售回暖带动代理销售业务持续高增长，布局长租公寓坚定转型存量服务，创新业务保持高速增长，各业务协同效应日益增强。**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PE28、22、19倍，6个月目标价12.7元，对应16年PE42倍，维持“推荐”评级。

◇ 风险提示：市场波动剧烈、创新业务发展不及预期，长租公寓布局不及预期。

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：12.7

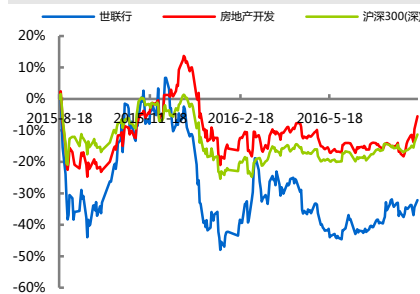
当前股价：8.94

评级调整：维持

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)	183
流通市值(亿元)	152
成交量(百万股)	36.17
成交额(百万元)	324.81

股价表现



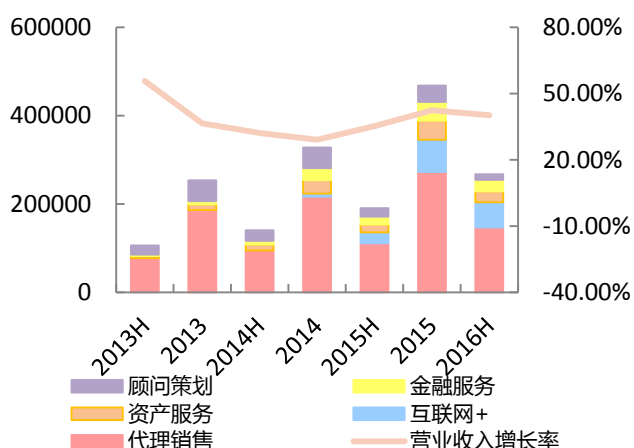
相关报告

《世联行-资产服务重要载体申请新三板挂牌》2016-05-13

《世联行-创新业务大超预期，继续高增长态势》2016-05-03

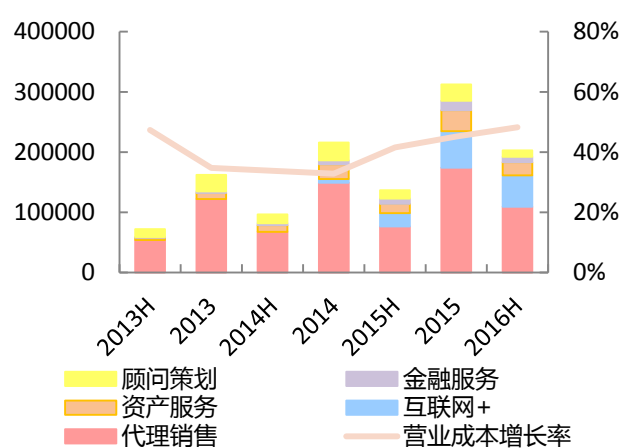
《世联行-一季度代销金额大超预期破千亿》2016-04-07

图 1 各业务营业收入历年变化



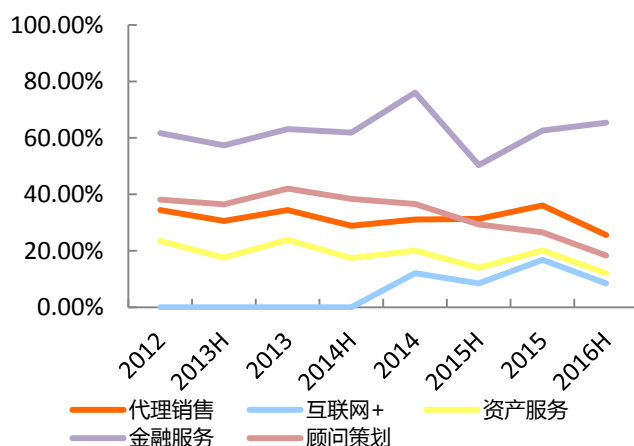
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 2 各业务营业成本历年变化



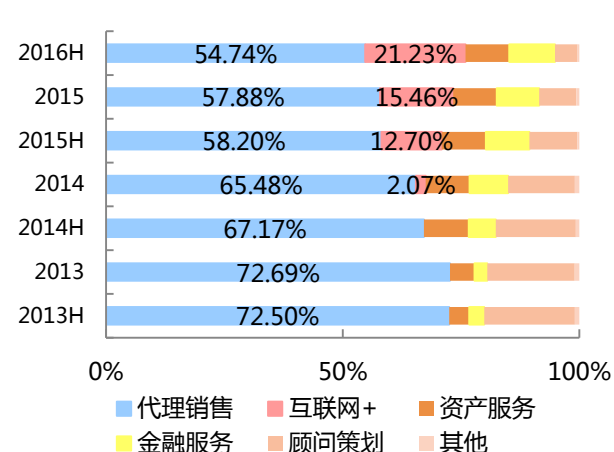
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 3 各业务毛利变化



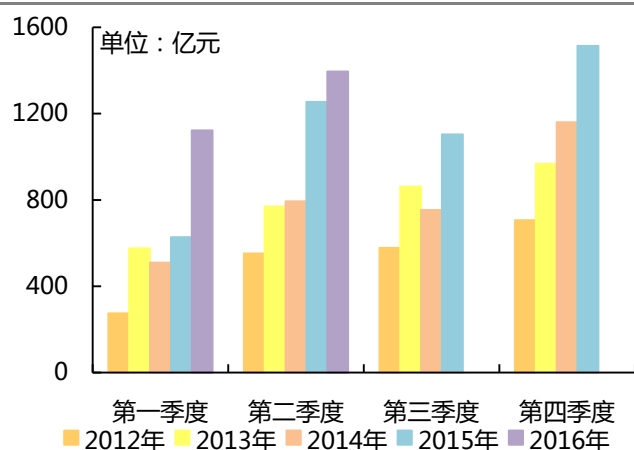
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 4 各业务营业收入占比



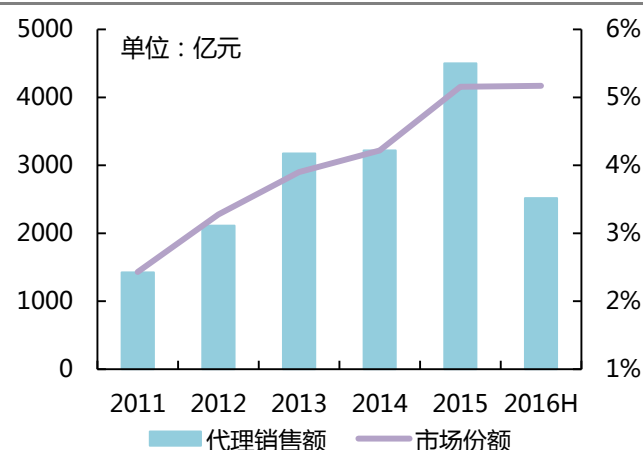
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 5 2012-2016 年已实现的代理销售总额



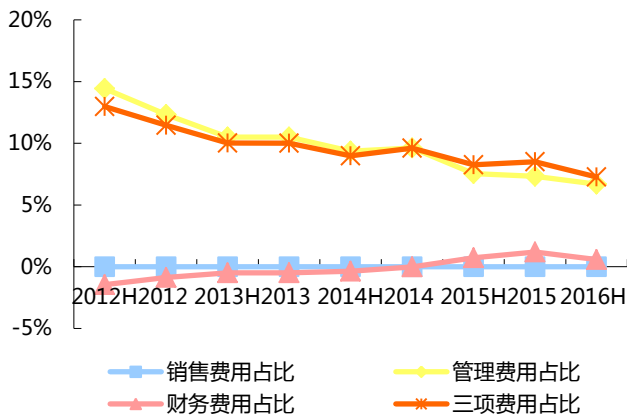
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 6 代理销售市场份额



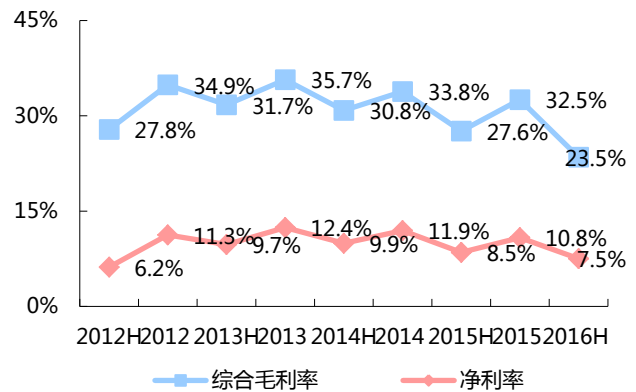
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 7 三费水平



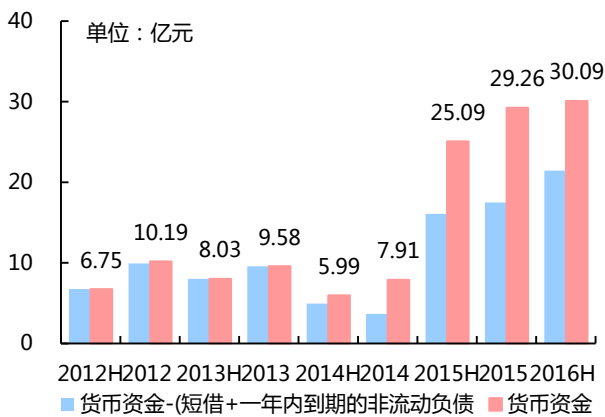
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 8 综合毛利率和净利率



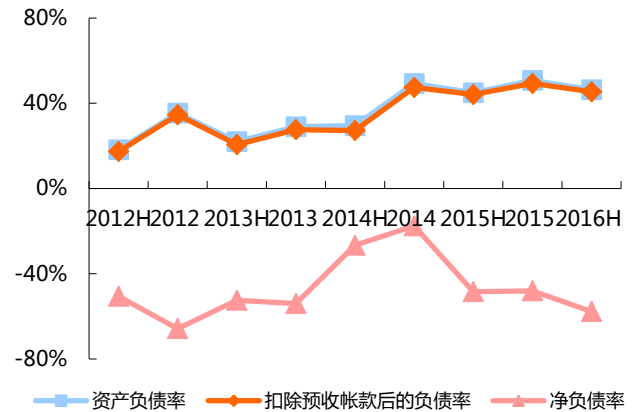
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 9 货币资金和短期负债



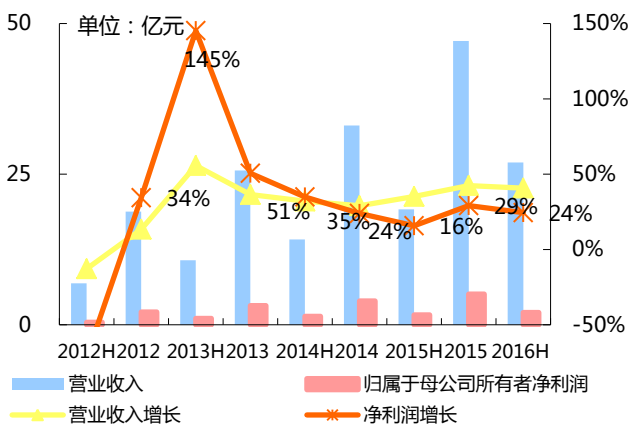
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 10 负债水平



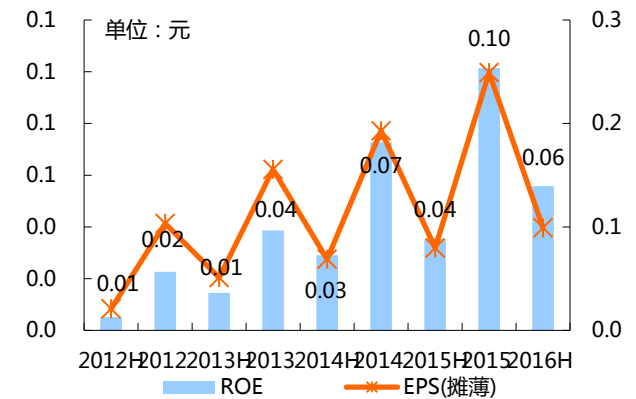
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

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
2016-05-13	《世联行-资产服务重要载体申请新三板挂牌》
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、城投控股、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,中国人民大学经济学硕士。

郭泰,中投证券房地产行业分析师,伦敦城市大学卡斯商学院理学硕士。

谢余胤,中投证券房地产行业分析师,香港科技大学商学院经济学硕士。

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