

证券研究报告

公司研究——中报点评

世联行 (002285.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2016.7.15

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

吴松贝 研究助理

联系电话: +86 10 83326952

邮箱: wusongbei@cindasc.com

相关研究

《定增加码长租公寓构建大资管服务网络, 主营代
务发展势头良好》2016.7

《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

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

创新业务突破, 业务结构持续优化

世联行中报点评

2016年08月18日

事件: 2016年8月17日, 世联行发布2016年半年报。2016年上半年, 公司实现营业收入26.95亿元, 同比增长40.71%; 实现归母净利润20274.1万元, 同比增长24.42%; 实现基本每股收益0.10元, 同比增长11.11%。

点评:

- **一手房代销业务营收大增, 下半年业绩确定性好。** 上半年公司实现代理销售额2517亿元, 同比增长33.74%。其中, 已结算的代理销售额1786.82亿元, 同比增长31.56%, 实现代理销售收入14.7亿元, 同比增长31.87%, 代理收费平均费率稳定在0.82%左右。公司目前累计已实现但未结算的代理销售额3503亿元, 按照目前的费率计算, 在不远的未来可为公司带来约27-28亿元的收入, 公司下半年业绩确定性好。此外, 公司凭借自己在房屋定价方面的优势, 结合积累的客户资源, 开始寻求在存量房交易领域实现新的突破。上半年社区管家已经发展到全国21个地区, 约120个小区中, 开始为存量房交易提供服务。
- **资产服务业务已实现突破, 静待增发落地。** 公司原有的资产服务业务, 只是单纯的基础物业管理服务。公司从2015年开始, 瞄准存量房市场, 开始尝试进行一些创新型业务。包括青年创业园区“小样社区”的运营管理服务, 品牌公寓服务和养老社区服务等。2016年上半年, 基础物业管理服务营业收入2.24亿元, 同比增长25.75%, 创新型业务也实现了从0到1的突破。待增发完成, 公司品牌公寓业务将成为资产服务板块新的增长点。
- **金融服务业务产品结构优化, 营收大增, 毛利升高。** 公司的金融服务业务, 主要是家圆云贷小额贷款业务。2016年上半年, 受商品房市场销售火爆的影响, 小额贷款业务规模也发展迅速。上半年公司合计发放贷款16.46亿元, 同比增长47.69%, 实现营业收入2.6亿元, 同比增长47.32%, 平均单笔贷款从2015年的9.29万元下降到6.78万元。“小额、分散”的贷款结构优化了家圆云贷的资产结构, 提高了抗风险能力, 毛利率同比上升15个百分点。
- **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。随着公司“服务、入口、开放、平台”祥云战略的深入以及对产业链上下游的深度覆盖, 公司目前的快速发展仍将持续, 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8月17日收盘价(8.86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8月17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。

吴松贝：浙江大学土木工程学士学位，北京大学金融信息服务硕士学位，新加坡国立大学金融信息技术硕士学位。2016 年 7 月加入信达证券研发中心。

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。