

世联行 (002285.SZ) 互联网金融行业

评级：买入 维持评级

公司研究

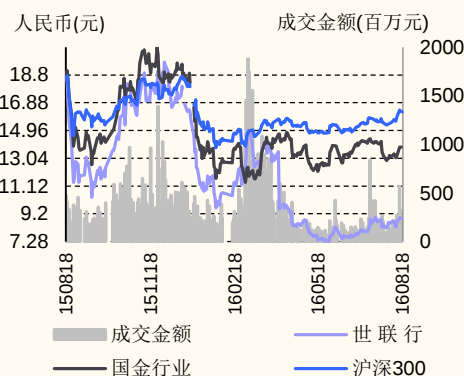
市场价格 (人民币): 8.86 元

目标价格 (人民币): 11.00-12.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	1,697.11
总市值 (百万元)	18,118.43
年内股价最高最低 (元)	19.70/7.28
沪深 300 指数	3364.49
深证成指	10890.69



相关报告

1. 《传统业务龙头地位巩固，创新业务多点开花》，2016.3.1
2. 《主业稳定，转型创新业务有序推进-世联行业绩点评》，2015.8.25

胡华如 分析师 SAC 执业编号: S1130516010001
(86755)83831622
huhuaru@gjzq.com.cn

宁远贵 联系人
(8621)61038200
ningyuangui@gjzq.com.cn

立足代理和资管、不断开拓增值服务

公司基本情况 (人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益 (元)	0.516	0.352	0.356	0.481	0.604
每股净资产 (元)	2.65	2.46	2.83	3.38	4.11
每股经营性现金流 (元)	-1.21	0.31	0.41	0.98	1.21
市盈率 (倍)	29.14	46.06	24.87	18.41	14.66
行业优化市盈率 (倍)	350.62	261.29	144.54	144.54	144.54
净利润增长率 (%)	25.13%	29.22%	43.04%	35.10%	25.51%
净资产收益率 (%)	19.46%	14.35%	17.81%	20.14%	20.82%
总股本 (百万股)	763.78	1,445.70	2,044.97	2,044.97	2,044.97

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- ❖ **代理销售额受益价格攀升、业绩增速再超预期:** 公司在 2016 上半年实现营收 27.0 亿, 同比增长 41%, 实现归属上市公司股东净利润 2.0 亿, 同比增长 24%, 相比去年同期增速提高了 8 个百分点。上半年完成代理销售额 2517 亿, 同比增长 34%, 延续了 2015 年以来的高增速。值得说明的是, 代理销售额的增长并不是基于人力资源的扩张, 而是受益市场量价的增长, 公司代理销售的毛利率预计依旧维持在 36% 左右的高位。
- ❖ **收入比例更趋合理、互联网+增长迅速:** 2016 年上半年, 公司传统的房地产交易服务业务收入占比从去年同期的 59% 回落到 55%, 互联网+业务营收占比从去年同期的 13% 增长到 21%, 金融服务业务收入占比进一步提升至 10%。值得说明的是, 在政策面打压首付贷等背景下, 公司的金融服务业务依然维持高增长, 上半年放贷笔数增长 84%、放贷金额增长 48%。
- ❖ **发力长租市场、资管服务拓展进入新阶段:** 代理、资管服务是公司终端置业提供产品和服务的入口, 代理规模领先、资管业务扩大是公司创新服务业务的基石。在真实交易场景不断延伸的基础上, 公司凭借对行业发展的理解和客户需求的认知, 不断叠加多项增值服务。公司旗下拥有红璞长租公寓品牌, 已成功运营多个项目, 目前拟通过定增募集资金 20 亿在一二线城市采用租赁方式建设 13 万间长租公寓, 满足客户对优质房源和全方位服务的需求。此外, 公司的社区管家和养老服务也在积极培育阶段。
- ❖ **股权激励与业绩直接关联、经营效率有望再提升:** 2016 年 3 月, 公司授予 402 名高管和业务骨干 0.21 亿股限制性股票, 股份解锁与个人绩效考核和公司业绩直接挂钩, 锁定期内归属上市公司股东净利润及扣非后净利润不得低于近三个会计年度的平均水平, 且每年还需要满足收入和利润的相关要求。公司的发展以优秀的管理团队和业务人才为驱动力, 对核心人员的股权激励将股东和经营层的诉求统一起来, 有望加快公司各项业务特别是创新业务的迸发和成长, 公司的经营效率有望再提升。

投资建议

- ❖ 我们预计公司 2016-2017 年实现 EPS 分别为 0.36 和 0.48 元, 当前股价对应 P/E 倍数分别为 25X 和 18X, 维持买入评级。

风险提示

- ❖ 代理销售增速低于预期、大资产业务拓展缓慢。

内容目录

过去，公司已成为新房代理市场龙头	3
新房市场依旧火爆	3
公司代理销售龙头地位稳固	3
新房代理是公司新型业务的拓展基础	4
未来，公司或成为最重要的地产服务平台	4
新型业务占比迅速提升	4
金融服务业务依旧高速增长	5
资产管理大格局逐步显现	5
核心，关注股权激励+业务创新+或有外延	6
股权激励与业绩挂钩、管理层和股东利益高度统一	6
以代理和资管服务作为产品和服务的入口，不断叠加增值服务	6
容易被忽视的外延增长	7
盈利预测	7
各业务板块毛利率	7
收入分拆预测	8
投资建议	8
风险提示	8

图表目录

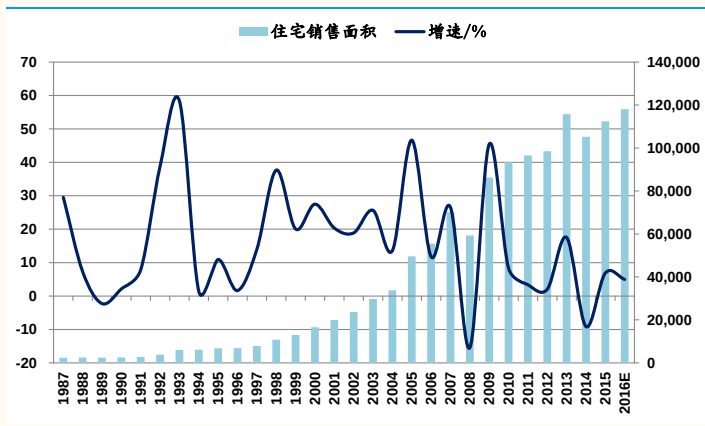
图表 1：新房交易量高位盘整，预计 2016 年突破 11.8 亿方	3
图表 2：今年百城平均价格指数明显上涨，住房消费进入信贷推升新阶段	3
图表 3：2016H1 代理销售额延续高增长态势（亿元）	4
图表 4：新房销售代理费率基本稳定	4
图表 5：公司资管、互联网+等新型业务营收占比快速提升（万元）	4
图表 6：新型资产服务业务不断迸发（万元）	5
图表 7：限制性股票的各年度考核目标	6
图表 8：分业务收入预测	8

过去，公司已成为新房代理市场龙头

新房市场依旧火爆

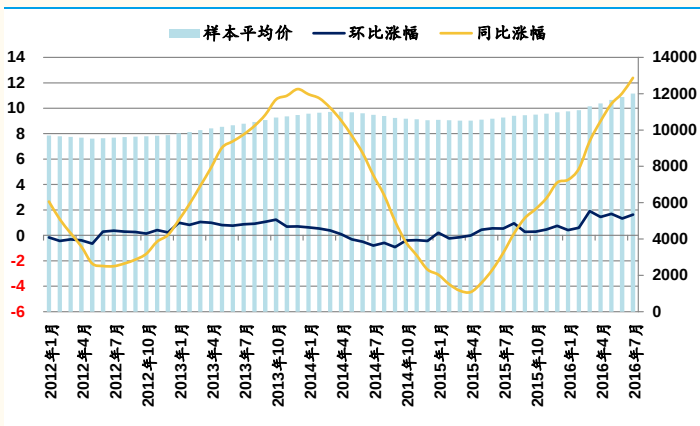
- 我国是从 1979 年开始试行向居民全价售房，截至到 1985 年底，全国共出售住房 1093 万方。1986 年，我国城镇住房制度改革取得重大突破，1986-2016E（按 5%增速估计）全国住宅销售面积合计 1,259,987 万方，截止到 2016 年底预计住宅销售面积合计 126.1 亿方。
- 2016 年 1-7 月全国实现住宅销售面积 67,153 万方，同比增长 26.7%，将 1-2 月合并考虑之后的月均为 11,192 万方，乐观估计 2016 全年可实现销售面积 123,114 万方，但考虑到三四季度增速相比回落，我们按 5%增速保守预计全年销售面积 11.8 亿方，略超过 2013 年的水平。
- 从销售单价来看，2016 年 7 月全国住宅销售均价 7427 元每平米，同比增长 7.7%；从百城价格指数上看，2016 年 7 月样本平均价 12009 元每平米，同比增长 12.4%，我们预计下半年价格增长的趋势还会延续，假定平均价格增长 11%（基本上与上半年月均增速吻合），2016 年住宅销售额预计增长 16.6%，达到 8.5 万亿。

图表 1：新房交易量高位盘整，预计 2016 年突破 11.8 亿方



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：今年百城平均价格指数明显上涨，住房消费进入信贷推升新阶段

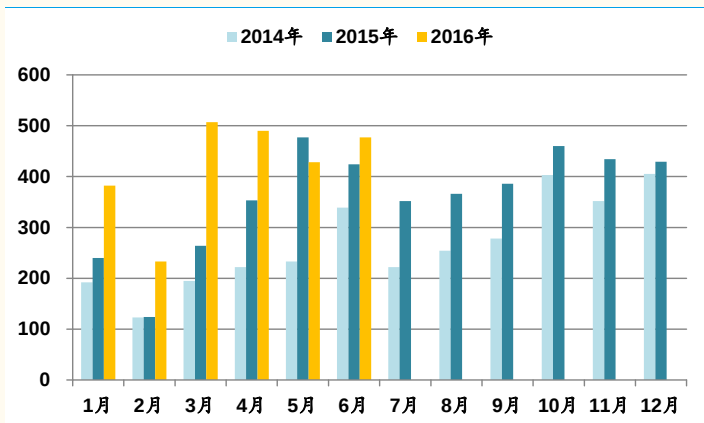


来源：Wind，国金证券研究所

公司代理销售龙头地位稳固

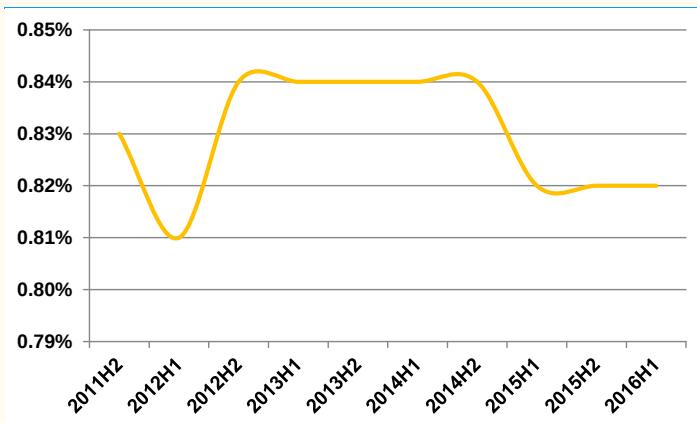
- 世联行（以下简称“公司”）经过 20 年的房展，已经成为全国性的房地产服务提供商，业务覆盖了 30 多个区域和 164 个城市，城市布局和区域深耕已经完成。
- 公司在 2015 年实现代理销售 4309 亿，同比增长 33.9%，从 2010-2015 六年的复合增速高达 32.4%，2015 年在 14 个城市销售额超过百亿，按全国住宅销售口径市占率为 5.9%，按商品房销售口径市占率 4.9%，位于地产服务行业新房代理销售第一，明显领先于中原地产、易居、伟业、合富辉煌等。
- 2016 年上半年，公司完成代理销售额 2517 亿，同比增长 33.7%，增速延续了 2015 年的高增长。从代理费率上看，和 2015 年保持一致，因而收入的增速较为明确（代理收费平均费率=代理销售业务收入/已结算代理销售额）。
- 截止到 2016 上半年末，公司累计实现但未结算的代理销售额约 3503 亿元，将在未来 3-9 个月为公司带来约 27.1 亿元的代理费收入，其中公司全资子公司占比 87.6%，剩余部分为归属于山东世联、四川嘉联、厦门立丹行、青岛荣置地的未结算代理销售额。

图表 3：2016H1 代理销售额延续高增长态势（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：新房销售代理费率基本稳定



来源：公司公告，国金证券研究所

新房代理是公司新型业务的拓展基础

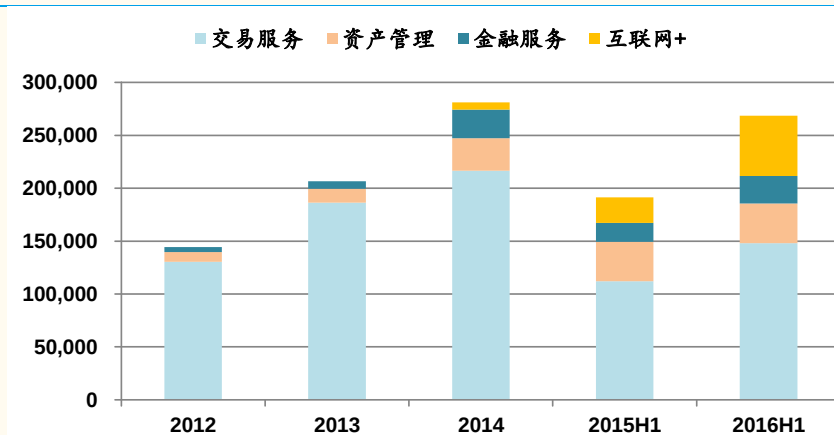
- 公司在代理销售业务规模的绝对领先，为公司叠加新业务、构建房地产服务平台、步入存量房市场打下坚实基础。
- 公司当前的金融服务业务、互联网+业务均和新房交易服务业务有着非常紧密的联系，能够起到互相促进、相得益彰的效果。未来，公司还可能基于对 C 端购房客户的控制介入 toC 端的资产管理和存量房交易服务，也可能利用和开发商的委托合作关系，介入 toB 端的金融服务。

未来，公司或成为最重要的地产服务平台

新型业务占比迅速提升

- 公司业务分为房地产交易服务、资产管理服务、金融服务和互联网+业务四大板块。房地产交易服务包括原来的代理销售业务和经纪业务；资产管理服务包括原来的资产服务业务和顾问策划业务；互联网+业务目前主要通过建立综合平台，整合营销渠道，收取团购服务费获取购房团购优惠等方式，向开发商、渠道、购房者所提供的服务，以后可能会涉及到新的内容。
- 公司在 2016 年上半年营收构成继续优化，新型业务（非代理销售）收入占比继续提升。传统的房地产交易服务实现收入 14.8 亿，占营收之比降低到 55.1%，相比去年同期减少了 3.5 个百分点。新型业务中，互联网+业务实现收入 5.7 亿，增长 134.4%，占收入之比达到 21.2%，金融服务业务实现收入 2.6 亿，增长 47.3%，占收入之比为 9.7%。

图表 5：公司资管、互联网+等新型业务营收占比快速提升（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

金融服务业务依旧高速增长

- 公司在 2012 年通过股权收购的方式涉足金融服务领域，当年实现收入 0.47 亿，占公司营收的 2.5%。
- 2013 年全年放贷 1.5 亿，进驻 11 个城市、覆盖项目 197 个，成交物业价值 8 亿，实现收入 0.70 亿，占公司营收的 2.7%。
- 2014 年公司家园云贷放贷达 19.7 亿，增长非常迅猛，当年实现收入 2.69 亿，占公司营收的 8.2%。
- 2015 年公司家园云贷放贷共计 3.22 万笔，金额 29.9 亿，同比分别增长 65.1%和 51.9%，实现收入 4.15 亿，占公司营收的 9.0%。
- 2016 年上半年公司家园云贷放贷 2.43 万笔，金额 16.5 亿，同比分别增长 84.2%和 47.7%，实现收入 2.6 亿，占公司营收的 9.7%。为更好地控制风险，持续稳健的增长，公司将平均单笔贷款金额从 2015 年的 9.29 万下降到 6.78 万。
- 我们认为，公司当前的金融服务对象大部分是位于二三四线城市的刚性购房需求，而非投资投机客。在政策的规范指引下，公司以家园云贷为代表的消费贷增速有望先抑后扬，在后期再次爆发。

资产管理大格局逐步显现

- 大资管板块包括资产服务业务和顾问咨询业务，两者在上半年实现营收 3.76 亿元，同比增 0.90%。大资管板块中的咨询服务与土地出让市场和中小房企的市场活跃度密切相关，近几年景气度有所下滑。公司的咨询服务向运营服务积极转型，部分人员转入资产服务领域。
- 公司的资产服务业务除了原有的基础物业管理服务外，2015 年开始尝试了一些新的业务类型，逐步聚焦房地产存量市场，这些新业务包括：小样社区的运营管理服务、公寓管理、养老服务等，目前这些新业务尚处于初期发展阶段。从收入构成来看，目前基础物业管理占比 90.5%，但从增速上看，公寓管理、小样社区增速很高，是公司未来资产管理拓展的重要看点。

图表 6：新型资产服务业务不断迸发（万元）

业务类型	2016H1		2015H2		2015H1		2014		2013	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
基础物业管理	22408	25.8%	23527	36.3%	17819	33.0%	30658	132.3%	13198	43.3%
公寓管理	1138	1473%	419	-	72	-	-	-	-	-
小样社区	507	-	1378	-	-	-	-	-	-	-
其他资产服务	696	5429%	180	-	13	-	-	-	-	-
合计	24749	38.2%	25504	47.7%	17904	33.7%	30658	132.3%	13198	43.3%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司创新的存量资产服务如小样社区和红璞公寓完成了从 0 到 1，占资产服务收入的比例已从 0.47%提升至 9.46%。上半年小样社区累计牵手 10 个城市，落地项目累计达到 15 个，入驻企业逾 300 家，服务创业者超 2 万人；红璞公寓业务落地广州、深圳、武汉、合肥、厦门、南京、杭州等城市，为开发商存量资产服务找到新的解决方案。
- 公司拟非公开发行募集资金 20 亿，投入到长租公寓的建设项目，实现从 1 到 100 的规模突破。具体而言，拟在经济相对发达、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，通过标准化、精致化的软硬装修、差异化的定位，满足不同客户对优质房源和全方位服务的需求。
- 我们认为长租市场的发展空间很大，其一是信贷扩张房价上涨之后租赁需求的强劲增长，其二是当前租赁市场的零散化、短期化和不规范，其三是非标准住宅、公寓或酒店等存量资源有很大的盘活需求。通过长租市场介入存量市场是比较适宜的策略，存量房市场体量巨大，交易撮合、资产

管理、金融服务、平台服务等业务无论是在模式还是在空间都很难看到局限性或天花板。

- 住建部数据显示，目前我国通过市场租赁解决居住问题的总人口中 1 亿人以上，年租金已突破 1 万亿；而流动人口总数和每年新增量还在增加（预计在 2020 年达到 2.9 亿人，年均增加 600 万人），租赁需求和租金总额有增无减。
- 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、广州鹤洞红璞公寓、武汉曙光星城红璞公寓、南京热河红璞公寓等项目。公司积累了公寓运营管理经验，为项目实施奠定了较为坚实基础。

核心，关注股权激励+业务创新+或有外延

股权激励与业绩挂钩、管理层和股东利益高度统一

- 2016 年 3 月 11 日，公司授予 402 名激励对象 2099 万股限制性股票，授予价格为 3.94 元每股。
- 激励对象当年实际可解锁的限制性股票数量同时与其个人上一年度的绩效考核挂钩，具体比例依据激励对象个人绩效考核结果确定，只有考核中前三档（共五档）才有资格解锁。
- 若第一、第二、第三个解锁期内未达公司业绩条件目标时，该部分标的股票可以递延到下一年，在下一年达到业绩考核目标条件时解锁。若下一年仍未达到公司业绩条件目标时，该部分股票不得解锁，由公司回购注销。第四个解锁期内未达公司业绩条件目标时，该部分标的股票不得解锁，由公司回购注销。

图表 7：限制性股票的各年度考核目标

解锁期	业绩考核目标	解锁时间/比例
第一次解锁	锁定期内归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负。 公司还需满足下列两个条件之一： ①公司 2016 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润不低于 6 亿元；或 ②公司 2016 年营业收入不低于 65 亿元。	自授予日起满 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日止； 解锁比例为 25%
第二次解锁	公司需满足下列两个条件之一： ①公司 2017 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润不低于 7.2 亿元；或 ②公司 2017 年营业收入不低于 84.5 亿元。	自授予日起满 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日止； 解锁比例为 25%
第三次解锁	公司需满足下列两个条件之一： ①公司 2018 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润不低于 8.7 亿元；或 ②公司 2018 年营业收入不低于 110 亿元。	自授予日起满 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日止； 解锁比例为 25%
第四次解锁	公司需满足下列两个条件之一： ①公司 2019 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润不低于 10.4 亿元；或 ②公司 2019 年营业收入不低于 143 亿元。	自授予日起满 48 个月后的首个交易日起至授予日起 60 个月内的最后一个交易日止； 解锁比例为 25%

来源：公司公告，国金证券研究所

以代理和资管服务作为产品和服务的入口，不断叠加增值服务

- 新房代理销售、各类资管服务是公司作为终端置业者提供产品和服务的入口，公司的核心工作就是保持新房代理市场的规模领先，不断扩大资管业务的

内涵、内容和规模，为其他增值创新业务打下坚实的基础。夯实传统业务后，公司可以在真实交易场景不断延伸的基础上，凭借对行业发展的理解和客户需求的认知，叠加多项增值服务。

- 2015 年公司开始尝试了一些新的业务类型，逐步聚焦房地产存量市场，这些新业务包括：小样社区的运营管理服务、社区管家、公寓管理、养老服务等，目前这些新业务尚处于初期发展阶段，其中长租公寓的发展在定增完成后有望加速。

容易被忽视的外延增长

- 房地产交易具有金额大、冷交易热生活、流程繁时间长、价格个别形成、地域属性和深度服务五大特征。而新房交易与存量房交易差别非常明显，无论是对房源的获取（新房是批量获取房源，与开发商对接，二手房是业主挂出，需要维护跟踪房源的真实性）、销售额的结算周期（新房一般是半年，二手房相对较短）、还是销售的核心策略（新房走量为主，利好后期价格的抬升，储客、开盘价低于心理预期非常重要，而存量房交易服务更多是利用信息不对称促成成交）、佣金费率（新房一般在 0.8%，存量房一般在 1.5-3%，存量房经纪人难以满意新房的佣金率）等等，这些注定了在新房代理市场，公司的规模龙头优势还将持续存在，零利率佣金策略、一二手经纪人联动等没有真正解决房源、效率和规模化的问题，难以对世联行形成实质性的挑战。
- 同理，存量房市场的交易服务介入过程也较为困难，不同区域的市场格局已然形成，立足于规模化地铺之上的房源真实、随时看房、安全保障和金融服务等才能彰显竞争力。
- 我们认为链家、中原、世联行、搜房等房地产服务业巨头，还有主流城市的中介公司，并不完全是竞争和对立的关系，而是一种竞合关系，当双方的能力边界发生碰撞后很可能引发合作并激发新的模式和交易行为。我们认为公司存在很大的外延增长的可能性。

盈利预测

各业务板块毛利率

- 由于公司还处于成长期，季度之间收入确认并不均衡，总体而言下半年特别是四季度各业务板块确认收入比重较高，而期间产生的费用成本实现均摊，导致上半年综合毛利率明显低于全年。另外值得说明的是，今年房地产行业销量增速可能会高位回落，但价格增速依然会维持高位，我们判断今年毛利率相比去年整体来看依然会有小幅的爬升。
- 公司当前的业务板块毛利率差异显著，泛交易板块 2015 年毛利率 36.1%，相比 2014 年提升了 5 个百分点。考虑到公司泛交易主要是新房代理贡献，而代理销售额增长更多源于市场价格的扬升而非案场个数和人力资源的扩张，我们认为毛利率在 2016 和 2017 还会维持在较高位置。
- 类金融板块，2014 和 2015 年在产品放量过程中，也适度优化了资金来源配比和放贷产品的结构，毛利率逐步趋于稳定，2015 年毛利率为 63%。我们考虑到资金端对无风险利率的敏感，而产品端对利率的容忍相对较高，我们认为 2016-2018 的毛利率可能会维持小幅上行的趋势。
- 大资管板块方面，传统的顾问业务毛利率在持续下滑，2015 年毛利率从前年的 37% 下滑到 27%，但收入规模下降的更快。而资管服务毛利率相对稳定，2015 年为 20%，收入增长的稳定性更高，此消彼长，我们认为整体毛利率下滑幅度和趋势有限。
- 互联网+板块方面，毛利率上升趋势明显，2015 年为 17%，相比前年提升了 4.7 个百分点，考虑到互联网平台方面成本端扩张有限，这一块业务毛利率提升是最为确定的。

收入分拆预测

- 泛交易板块，今年上半年收入增长 32%，上半年代理销售额增速 34%，考虑到代理费率的稳定，我们预计 2016 年收入增速为 33%。2017 年的收入增速与 2016H2 和 2017H1 代理额销售增速密切相关，尽管我们预计今年下半年和明年上半年销售量的增速同比会趋回落，但销售价格在信贷宽松的推动和地价等刚性锚固标准下会继续维持增长，销售额增速下滑幅度有限，我们预计的增速为 30%。而从 2017H2 开始，随着地产和金融的融合，地产流动性的增强，公司代理销售的市占率有望进一步提升，也可能会新增非标准住宅产品的交易服务业务，增速或再次回升，我们预计 2018 年交易板块收入增速 35%。
- 类金融板块，公司的收入增速大概率会先抑后扬，政策打压的存量房市场的过度投机对价格预期的推升，而并非二三四线城市的新房交易。从内容构成上看，随着公司社区管家和长租市场的快速落地，存量市场金融服务业务也会逐步成长，我们保守预计 2016-2018 年的增速分别为 35%、40% 和 50%。
- 大资管板块，传统的顾问业务占比会逐步减少，新型资管服务业务会迅速崛起，特别是长租市场经营管理等，我们预计从 2017 下半年会逐步放量，预计 2016-2018 的增速分别为 2%、25% 和 40%。
- 互联网+业务板块，由于平台效应的推升，公司近几年都将维持高增速，我们预计 2016-2018 年的增速分别为 80%、50% 和 50%。

图表 8：分业务收入预测

业务类别	2015			2016H1			2016E		2017E		2018E	
	收入	增速	毛利率	收入	增速	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
泛交易	27.27	26%	36%	14.70	32%	26%	36.27	38%	47.15	38%	63.65	36%
类金融	4.22	56%	63%	2.60	47%	65%	5.70	65%	7.96	65%	11.96	65%
大资管	8.03	4%	25%	3.76	1%	14%	8.19	23%	10.24	20%	14.33	25%
互联网+	7.28	965%	17%	5.70	134%	8%	13.10	21%	19.66	25%	29.48	28%
合计	47.11	42%	33%	26.86	40%	23%	63.26	35.0%	85.01	35.4%	119.42	35.6%

来源：公司公告，国金证券研究所

投资建议

我们预计公司 2016-2017 年实现 EPS 分别为 0.36 和 0.48 元，对应当前股价 P/E 倍数分别为 25X 和 18X，我们维持买入评级。

风险提示

代理销售增速低于预期、大资产业务拓展缓慢。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	2,563	3,308	4,711	6,326	8,501	11,942
增长率		29.1%	42.4%	34.3%	34.4%	40.5%
主营业务成本	-1,648	-2,189	-3,178	-4,112	-5,772	-7,977
%销售收入	64.3%	66.2%	67.5%	65.0%	67.9%	66.8%
毛利	915	1,119	1,533	2,214	2,729	3,965
%销售收入	35.7%	33.8%	32.5%	35.0%	32.1%	33.2%
营业税金及附加	-143	-185	-268	-443	-425	-836
%销售收入	5.6%	5.6%	5.7%	7.0%	5.0%	7.0%
营业费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-269	-318	-345	-538	-650	-1,015
%销售收入	10.5%	9.6%	7.3%	8.5%	7.7%	8.5%
息税前利润 (EBIT)	502	616	920	1,234	1,653	2,114
%销售收入	19.6%	18.6%	19.5%	19.5%	19.5%	17.7%
财务费用	13	0	-56	-67	-90	-167
%销售收入	-0.5%	0.0%	1.2%	1.1%	1.1%	1.4%
资产减值损失	-50	-59	-122	-91	-128	-157
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	2	5	7	8	8
%税前利润	0.3%	0.4%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%
营业利润	467	559	748	1,082	1,443	1,798
营业利润率	18.2%	16.9%	15.9%	17.1%	17.0%	15.1%
营业外收支	7	4	7	8	9	10
税前利润	474	563	755	1,090	1,452	1,808
利润率	18.5%	17.0%	16.0%	17.2%	17.1%	15.1%
所得税	-127	-144	-211	-309	-409	-510
所得税率	26.7%	25.6%	27.9%	28.3%	28.2%	28.2%
净利润	347	419	544	782	1,042	1,298
少数股东损益	32	25	35	53	58	63
归属于母公司的净利润	315	394	509	729	984	1,236
净利率	12.3%	11.9%	10.8%	11.5%	11.6%	10.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	351	419	544	782	1,042	1,298
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	79	94	161	122	162	198
非经营收益	-27	-4	50	356	138	206
营运资金变动	60	-1,431	-304	-670	73	40
经营活动现金净流	463	-922	451	590	1,415	1,742
资本开支	-31	-30	-30	-207	-35	-43
投资	-134	-69	-179	180	-2,080	-2,277
其他	3	2	4	7	8	8
投资活动现金净流	-162	-97	-205	-20	-2,107	-2,312
股权募资	0	6	1,123	0	0	0
债权募资	-242	529	649	145	234	1,082
其他	-114	315	64	-141	-342	-412
筹资活动现金净流	-356	850	1,837	4	-108	670
现金净流量	-55	-169	2,082	574	-800	100

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	958	791	2,926	3,500	2,700	2,800
应收款项	628	810	1,159	1,627	2,440	3,655
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	251	1,672	2,130	105	146	201
流动资产	1,837	3,272	6,215	5,232	5,286	6,656
%总资产	73.6%	79.5%	84.0%	63.9%	51.6%	48.2%
长期投资	107	202	369	2,235	4,281	6,515
固定资产	241	212	182	134	124	113
%总资产	9.7%	5.2%	2.5%	1.6%	1.2%	0.8%
无形资产	191	236	366	587	554	511
非流动资产	660	844	1,183	2,958	4,961	7,142
%总资产	26.4%	20.5%	16.0%	36.1%	48.4%	51.8%
资产总计	2,498	4,116	7,398	8,190	10,247	13,798
短期借款	1	424	1,176	1,310	1,544	2,626
应付款项	119	234	606	860	1,203	1,702
其他流动负债	604	1,325	1,927	1,703	2,294	3,114
流动负债	724	1,984	3,709	3,873	5,041	7,442
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	45	45	56	56	56
负债	724	2,028	3,754	3,929	5,097	7,498
普通股股东权益	1,709	2,026	3,550	4,091	4,887	5,935
少数股东权益	64	61	94	170	263	366
负债股东权益合计	2,498	4,116	7,398	8,190	10,247	13,798

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.742	0.516	0.352	0.356	0.481	0.604
每股净资产	4.027	2.653	2.455	2.829	3.380	4.105
每股经营现金净流	1.092	-1.207	0.312	0.408	0.979	1.205
每股股利	0.100	0.060	0.040	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	18.44%	19.46%	14.35%	17.81%	20.14%	20.82%
总资产收益率	12.61%	9.58%	6.89%	8.90%	9.55%	8.89%
投入资本收益率	20.74%	18.25%	13.76%	15.72%	17.59%	16.90%
增长率						
主营业务收入增长率	36.47%	29.07%	42.39%	34.30%	34.38%	40.48%
EBIT 增长率	58.66%	22.62%	49.39%	34.08%	34.04%	27.84%
净利润增长率	48.13%	25.13%	29.22%	43.04%	35.10%	25.51%
总资产增长率	6.97%	64.80%	79.74%	10.70%	25.12%	34.65%
资产管理能力						
应收账款周转天数	60.5	63.0	60.4	65.0	75.0	80.0
存货周转天数	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	5.3	3.9	2.6	2.5	2.5	2.5
固定资产周转天数	34.3	23.4	14.1	9.2	7.9	6.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-54.00%	-17.56%	-48.03%	-50.09%	-21.36%	-1.87%
EBIT 利息保障倍数	-39.3	-1,903.1	16.4	18.5	18.3	12.6
资产负债率	29.01%	49.28%	50.74%	47.97%	49.46%	53.96%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-06-16	买入	30.16	40.00~45.00
2	2015-07-07	买入	17.70	N/A
3	2015-08-25	买入	14.05	N/A
4	2016-03-01	买入	12.56	N/A

来源：国金证券研究所


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD