

## 代理销售火热、存量市场加码

■事件：公司公布 2016 年半年报，上半年实现营业收入 26.95 亿元，同比增长 40.71%，归属于上市公司股东的净利润为 2.03 亿元，同比增长 24.42%。

■三大板块并驾齐驱：公司 1-6 月四大业务板块中，房地产交易服务、互联网+、金融服务均实现大幅增长，收入同比分别增长 31.93%、134.36%和 47.32%。从收入构成看，传统地产交易服务占比继续下降，但仍占 55.11%；互联网+收入占比达到 21.23%，同比增 8.52 个 pct，而资产管理服务略降 5.47 个 pct。

■代理销售及结算增幅扩大，未来业绩锁定性强：核心业务方面，上半年公司代理销售额达 2,517 亿，同比+33.74%，结算代理销售额 1,786.82 亿，同比+31.56%；代理销售收入 14.7 亿，同比+31.87%，受惠于核心市场新房销售火热，公司 1-6 月结算及收入均创下下半年新高。目前公司累计已实现但未结算的代理销售额约 3,503 亿，将在未来的 3 至 9 个月带来 27.1 亿元的代理费收入，业绩锁定性较强。

■大资管板块逐步转型，期待由 1 到 100 的腾飞：上半年公司资产服务板块收入 3.76 亿，同比仅增长 0.9%，但公司积极探索的存量资产服务（小样社区和红璞公寓）占资产服务收入的比例已从 0.47%提升至 9.46%，逐步实现 0-1 的积累。公司提出资产管理板块逐步实现由咨询向运营转型，积极布局存量交易市场。上半年小样社区落地项目累计达到 15 个，入驻企业逾 300 家；红璞公寓业务继续落地广州、深圳、南京等核心城市。公司今年拟进行定增募集 20 亿元，并采用租赁方式建设 13 万间长租公寓，实现长租公寓业务从 1 到 100 的突破。由于我国存量租赁市场尚不成熟，机构参与度低，高端租赁市场较为空白。公司有望凭借自身此前在 C 端入口优势及市场占有率，率先完成长租公寓的全国布局。打破传统较租房房源分散分布的格局，打造社区化分布模式。

■金融服务实现资金周转加快，毛利率稳步提升：金融服务业务实现毛利 1.697 亿，同比+91.35%。由于利息成本同比-35.95%，毛利率同比+15.05pct，主要受益于贷款单笔金额更小（主要产品圆云贷平均单笔贷款金额从 15 年的 9.29 万降至 6.78 万）、期限更短，资金的周转速度加快，效率更高，降低了公司的融资需求。

■投资建议：公司上半年业绩靓丽，房地产代理销售屡创新高，各板块业务均有不俗表现。公司通过长租公寓率先切入存量市场并实现全国布局，有望在长租蓝海率先起航。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.32、0.40 和 0.49，对应当前股价 PE 为 27.6X、22.4X、18.3X，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 14 元。

■风险提示：地产销量系统性下滑、存量市场扩张遇阻。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	3,308.2	4,710.6	5,845.8	7,140.6	8,550.9
净利润	394.3	509.4	660.6	816.5	998.7
每股收益(元)	0.19	0.25	0.32	0.40	0.49
每股净资产(元)	0.99	1.74	2.28	2.65	3.08

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	46.3	35.8	27.6	22.4	18.3
市净率(倍)	9.0	5.1	3.9	3.4	2.9
净利润率	11.9%	10.8%	11.3%	11.4%	11.7%
净资产收益率	19.5%	14.3%	14.1%	15.0%	15.9%
股息收益率	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%
ROIC	66.8%	44.4%	58.2%	55.7%	81.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

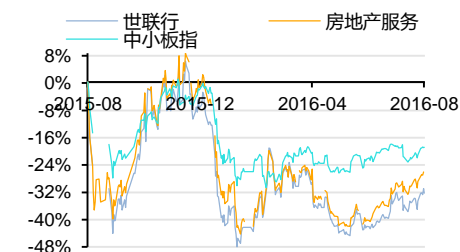
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6 个月目标价： **14 元**  
股价 (2016-08-19) **8.93 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	18,261.57
流通市值(百万元)	15,155.18
总股本(百万股)	2,044.97
流通股本(百万股)	1,697.11
12 个月价格区间	7.28/19.70 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.15	9.91	-23.94
绝对收益	-0.22	20.19	-37.7

陈天诚 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450515100001  
chentc@essence.com.cn  
021-35082325

### 相关报告

世联行：世联行公司动态分析	2016-07-12
世联行：——世联行 2015 年年报点评	2016-03-01
世联行：传统业务超预期增长，创新业务跨越式发展	2015-10-30

## 1. 事件

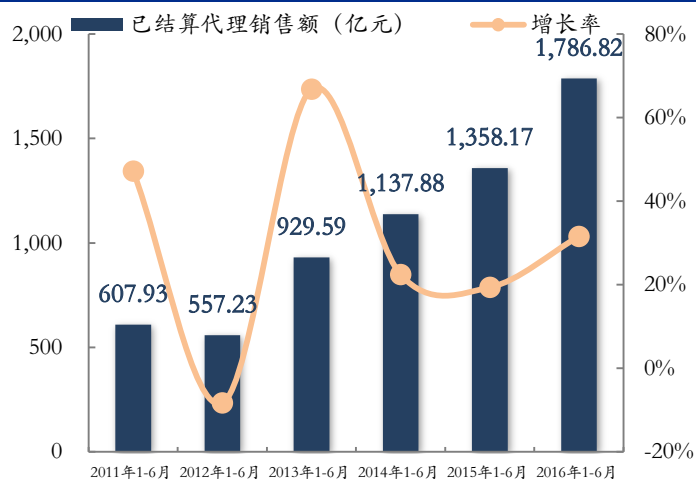
公司公布 16 年半年报数据，实现营收 26.95 亿元，同比增加 40.71%，归属上市公司股东净利润 2.03 亿元，同比增加 24.42%，每股收益为 0.1 元，同比增加 11.11%；

## 2. 公司总体业绩靓丽，现金实力增强

房地产交易业务 16 年上半年实现已结算代理销售额 1,786.82 亿元，同比增长 31.56%，销售金额突破百亿城市数量为 9 个，新增城市为武汉、珠海、厦门、惠州、东莞、济南。实现已结算代理销售面积 1,710.63 万平方米，同比增长 14.49%，已结算代理销售额与销售面积均创半年新高。

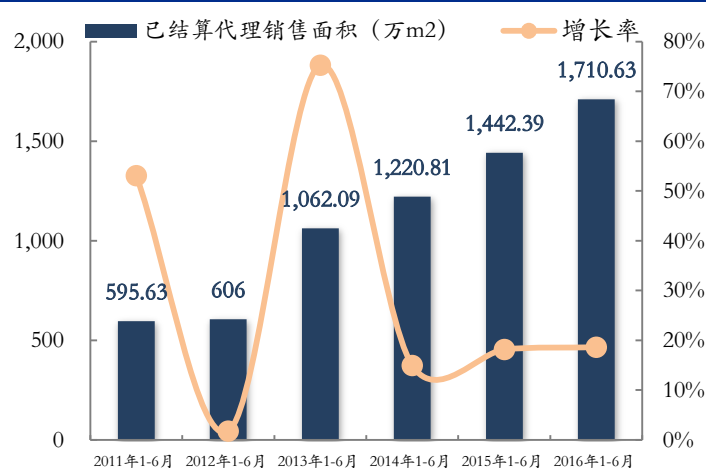
代理收费平均费率仍为 0.82%，与去年全年费率持平，保持稳定。16 年上半年维持了公司 15 年的业绩上升态势，虽代收费率未变，但代理销售额与代理销售面积均有大幅增长，公司代理销售业务表现抢眼。

图 1：已结算代理销售额与同比均大幅上升



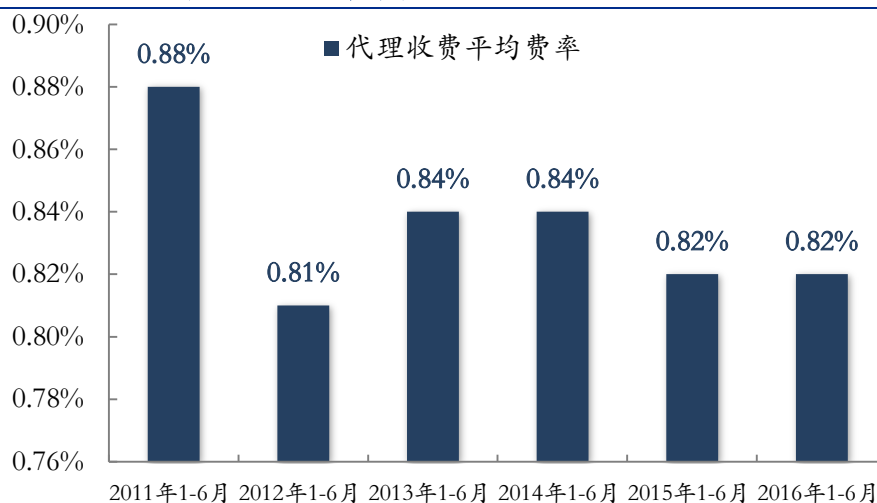
资料来源：wind、公司公告、安信证券研究中心

图 2：已结算代理销售面积稳中有升



资料来源：wind、公司公告、安信证券研究中心

图 3：代理收费平均费率与上年持平



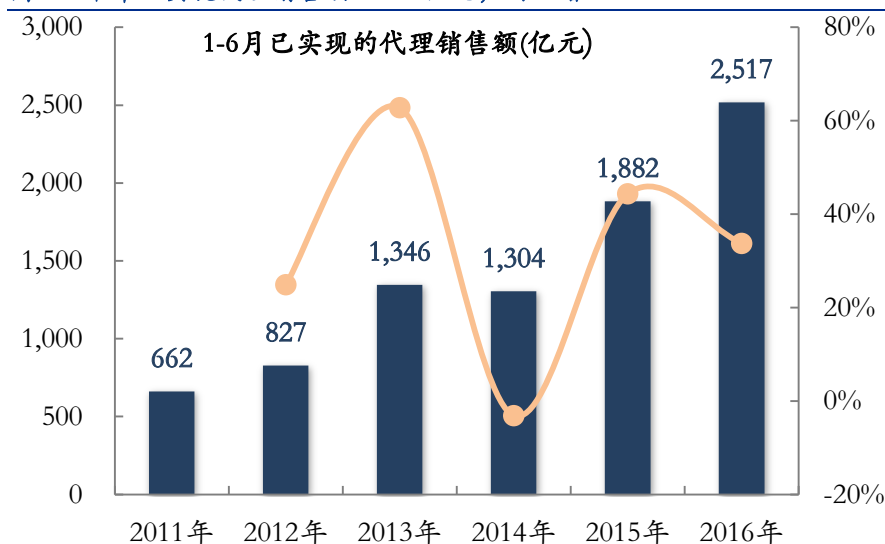
资料来源：wind、公司公告、安信证券研究中心

公司 1-6 月累计已实现代理销售额 2517 亿元，同比增长 33.74%，今年上半年单月已实现代理销售额，除 5 月外，其余月份基本上相较于去年同期均有较大涨幅。公司目前累计已实

现但未结算的代理销售额约 3,503 亿元，将在未来的 3 至 9 个月为公司带来约 27.1 亿元的代理费收入，业绩锁定性较强。

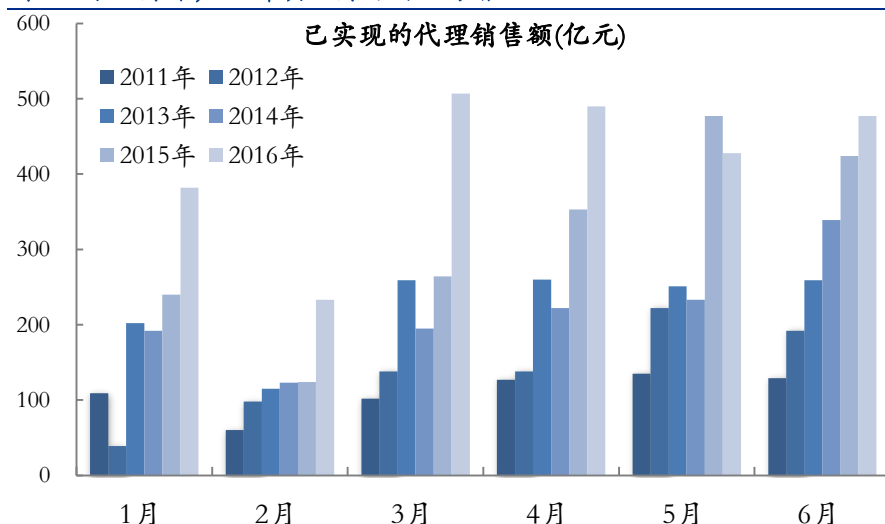
上半年，公司代理业务毛利为 376.4 亿元，同比增长 7.74%，毛利率同比下降 5.74% 至 25.6%，主要是由于销售业务成本中人力成本增加较快。一方面，公司代理销售业务规模快速增长而导致对人员规模需求加大，工资水平提升，工资支出增加。另一方面，绩效相关奖金也随业绩同向增加。

**图 4：半年已实现代理销售额 2517 亿元，同比增加 33.74%**



资料来源：wind、公司公告、安信证券研究中心

**图 5：除 5 月外，16 年其他月份同比均增**

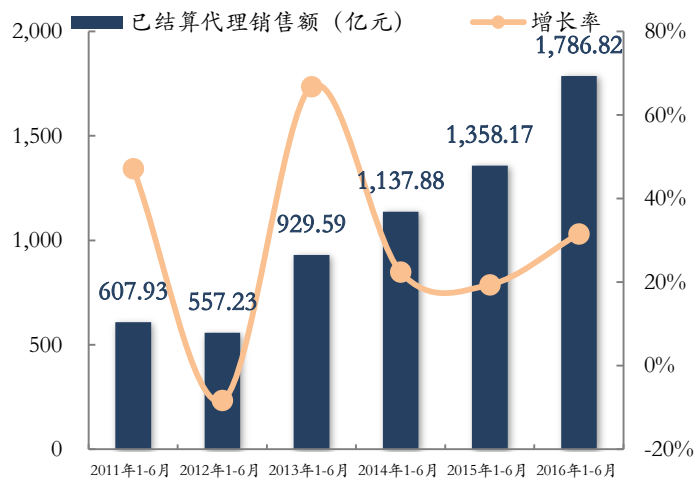


资料来源：wind、公司公告、安信证券研究中心

除房地产交易服务业务以外的三大板块，资产管理服务、金融服务和互联网+业务业绩均有不俗表现。资产管理服务业务上半年累计收入 2.5 亿元，同比增长 38.23%，其中基础物业管理业务贡献了 2.2 亿元，同比增长 25.75%，占该板块收入比重的 90%，上半年新增 6 个全托管项目，收费面积增加 13.47 万平方米。公司 15 年新增业务，如公寓管理、养老服务仍处于发展阶段。金融服务板块上半年实现收入 2.6 亿元，同比增长 47.32%，平均单笔贷款金额下降 27% 至 6.78 万元，贷款风险随之降低。互联网+业务板块与公司地产代理销

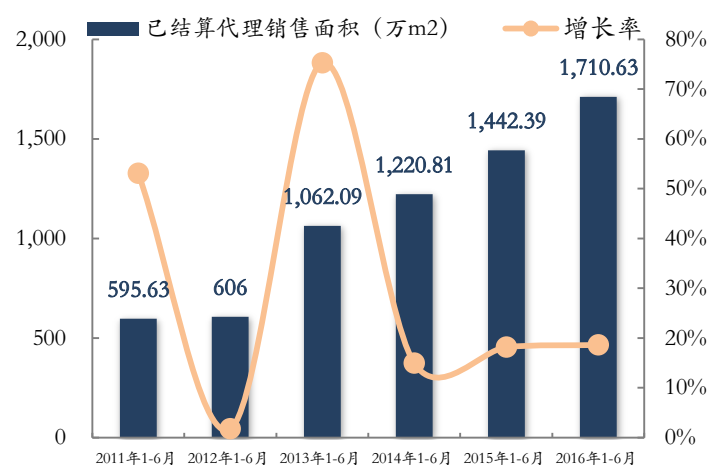
售业务相辅相成，依然处于高速发展通道，上半年累计收入 5.7 亿元，同比增加 134.36%。

图 6：已结算代理销售额与同比均大幅上升



资料来源：wind、公司公告、安信证券研究中心

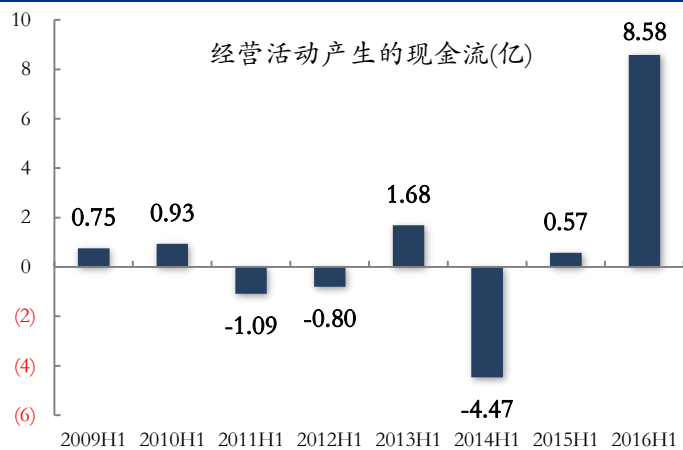
图 7：已结算代理销售面积稳中有升



资料来源：wind、公司公告、安信证券研究中心

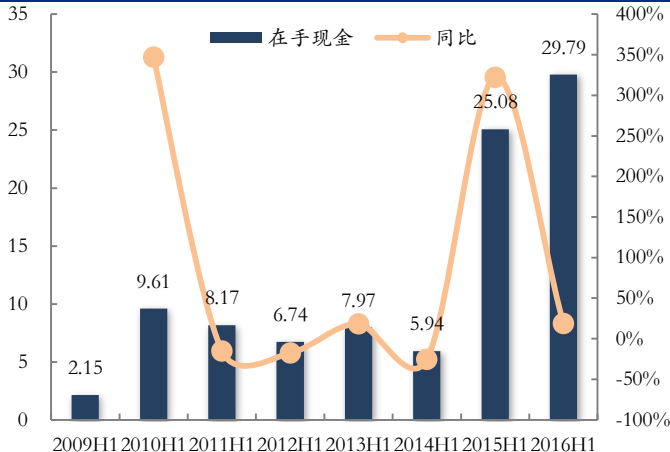
**公司现金实力大幅增强。**上半年公司经营活动产生的现金流量净额同比增长 1,4 倍，在手现金提高至 29.79 亿元，主要原因是：1) 贷款的发放和回收产生的现金净流入同比增加 2.34 亿元；2) 公司通过 P2P 平台等方式盘活信贷资产，产生的现金净流入同比增加 1.78 亿元；3) 公司金融服务业务收到的利息和服务费款项同比增加 1.68 亿元；4) 上年同期公司支付了业务合作意向金 5 亿元并在本报告期内收回。

图 8：经营活动产生的现金流量净额同比增长 1,4 倍



资料来源：wind、公司公告、安信证券研究中心

图 9：在手现金 29.79 亿



资料来源：wind、公司公告、安信证券研究中心

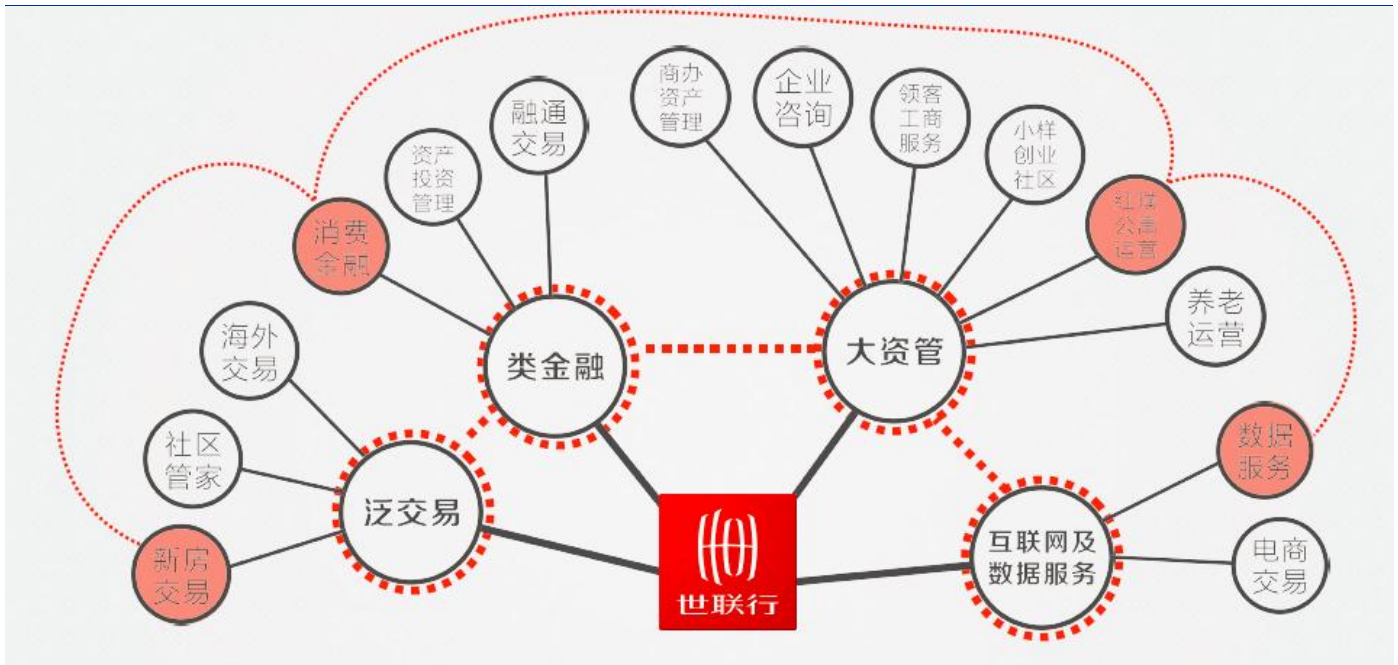
### 3. 转型存量服务市场，长租蓝海扬帆可待

长租公寓是近年租赁市场中的一个新兴领域，主要是采取“化零为整”的方式将个人业主房屋租赁下来，进行标准化改造，并以单间的形式出租白领等中高端人士。公司此前拟以不低于 7.01/元/股的价格募集资金总额不超过 20 亿元，全部用于增资世联集房以开展长租公寓项目，项目总投资 24.79 亿元。公司拟通过本项目的实施在经济相对发达、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。

公司作为全国最早的专业咨询的服务机构，经过了 23 年的发展，已从专业化咨询走向全国化、集成化发展，并逐步向资产运营转变。公司通过小样创业社区、养老（世松颐家）

和红璞公寓运营，积累了丰富的公寓运营管理经验，公司全资子公司深圳红璞公寓管理有限公司已运营了广州横沙红璞公寓、广州人和红璞公寓、武汉曙光星城红璞公寓、南京热河红璞公寓等项目。公司已经于 14 年起着手布局公寓管理等一系列可配套长租市场的服务，未来有望通过 C 端布局的全国铺开，从目前较易实现长租公寓市场切入，打造存量市场从上的下的全链条服务（包括生活服务 O2O、二手交易、购房融资等）。

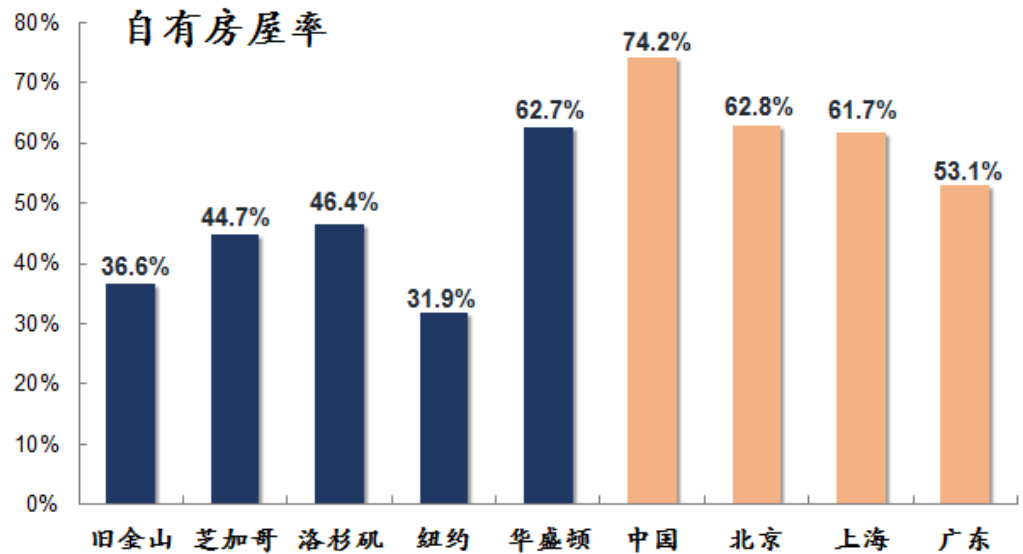
图 10：公司逐步打造地产全链条服务



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

租赁市场前景宽广，公司长租项目发展潜力巨大。上半年全国土地竞价一线、二线城市“地王”频出，城市房价预计持续上涨，外加全国各地限购政策频出，首付比率不断上升，购房负担不断提高，购房需求或大量转移至租赁市场。根据 2010 年人口普查数据，目前我国的自有房产率高达 74.2%，大大高于美国。同时，我国存量房租赁市场尚处于初级阶段，体现为机构的参与度较低，同时高端客户需求未得到满足（当达到一定收入水平后一般只会选择买房）。未来随着存量租赁市场的不断成熟，未来我国通过租赁解决住房需求的占比有望逐步提高。公司凭借自身在一、二线城市的基础，已先一步完成长租公寓的全国布局，摒弃了传统较分散的租房房源分布，打造了房源社区化分布，将有望切入存量蓝海。

图 11：中美核心城市自有房产率对比



资料来源：美国统计局、中国人口普查、安信证券研究中心

今年 5 月，国务院办公厅发布《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》，提出要培育市场供应主体等一系列政策扶持租赁市场。公司通过“房屋托管+标准装修+管理服务”模式，达到整合个人房源“化零为整”，有望直击传统租房模式痛点，在长租蓝海中率先扬帆起航。

#### 4. 金融服务实现资金周转加快，毛利率稳步提升：

根据公司半年报披露，公司上半年金融服务业务 2.6 亿元，同比增长 47.32%，占比 26.96%。主要受益于家圆云贷产品的收入稳步推进。1-6 月家圆云贷产品的放贷共计 24,270 笔，放贷金额为 16.5 亿元，同比分别增长 84.17%、47.69%，平均单笔贷款金额从 2015 年的 9.29 万元下降到 6.78 万元，产品结构进一步呈现小额、分散的特点。

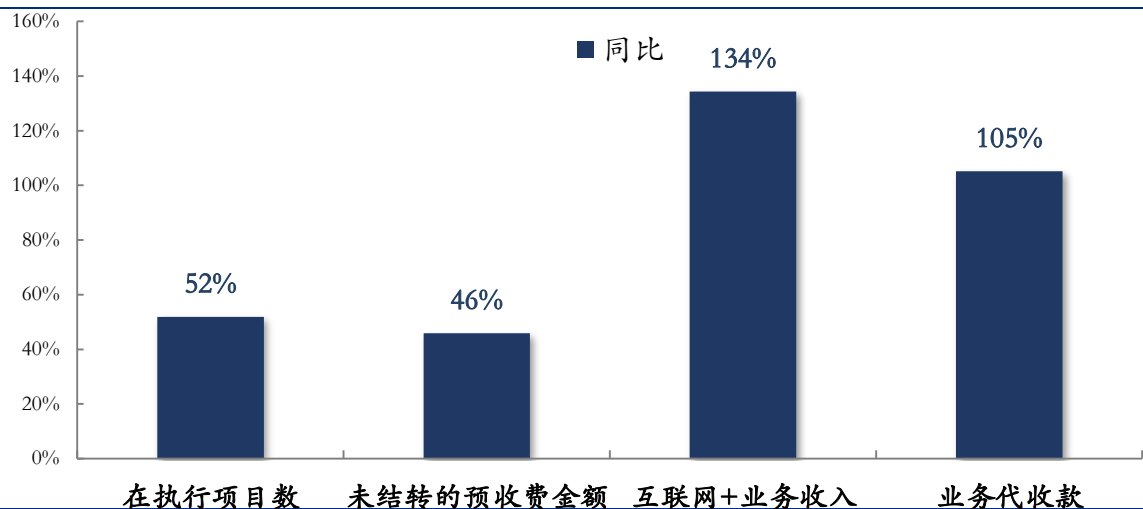
金融服务业务实现毛利 1.697 亿，同比+91.35%，占比公司毛利比例提升 10 个百分点到 27%。由于利息成本同比减少导致毛利率同比上升 15 个百分点至 65.39%，毛利率同比+15.05pct，主要受益于贷款单笔金额更小、期限更短，资金的周转速度加快，效率更高，降低了公司的融资需求。

#### 5. 互联网+实现式快速增长

互联网+业务盈利模式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。公司实现入口快速，针对房地产交易的拓展环节，公司利用互联网工具整合线下渠道及提供金融服务；上半年，公司互联网+业务协同交易、金融和资管开展叠加业务，链接经纪门店近万间，链接经纪人逾 7 万人，链接集房会员累计超 200 万。在执行项目达到 547 个，增长 52%。

1-6 月，公司互联网+业务（渠道叠加数据）实现链接式快速增长。上半年互联网+业务实现营收 5.7 亿元，同比增 134.36%，占公司收入比重提高 12.71% 升至 21.23%。由于公司目前互联网+业务仍然处于入口扩大阶段，支付给第三方的营销费用有所增加，上半年公司成本同比增加 2.99 亿元，占成本增长总额的 44.56%。

图 12：互联网+业务增长



资料来源：wind、公司公告、安信证券研究中心

由于互联网+业务主要通过预先支付团购费方式，当购房者参加团购活动并最终成交后，公司根据合同约定，将购房者预先支付的团购费确认为收入。今年上半年，公司预收的服务费以及应付未付的第三方费用比期初合计增加了 1.81 亿元，业务代收款 2.36 亿，同比增长 105%；账面上尚有未结转的预收费金额 1.53 亿元，同比增加 46%；由于预收费金额确认的比例较为平稳，因此可以预期公司全年互联网+结算规模将继续扩大。

## 6. 投资建议

公司上半年业绩靓丽，房地产代理销售屡创新高，各板块业务均有不俗表现，快速发展势头延续。公司长租公寓业务布局全国，综合竞争实力靠前，有望在长租蓝海中率先起航。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.32、0.40 和 0.49，对应当前股价 PE 估值为 27.6X、22.4X、18.3X，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 14 元。

## 7. 风险提示：

地产销量系统性下滑、存量市场扩张受阻。





## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

陈天诚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034