

传统业务稳增长，新型业务快发展

—世联行 2016 年中报点评

核心观点：

- ❖ **事件：**公司公告 2016 年中报，实现营收 26.95 亿 (+40.7%)，归母净利润 2.03 亿 (+24.42%)。
- ❖ **代理业务平稳增长，新型业务比重不断提升。**上半年公司主要收入来源依然是代理业务，实现收入 14.8 亿元 (+32%)，代理费率维持 0.82% 的水平，累计未结算代理销售额 3503 亿元 (+39%)，预计未来 3-9 个月带来代理费收入 27.1 亿。新型业务收入比重由去年同期的 41.4% 提升至 44.9%，其中增速最快的为互联网+业务，实现收入 5.7 亿元 (+134%)，首度成为第二大收入来源；资管实现收入 3.8 亿元 (+1%)，主要受土地市场低迷、中小房企及纯咨询需求下降导致顾问策划业务收缩拖累，而公寓管理、小样社区等新型资管业务逐步兑现受益；金融业务实现收入 2.6 亿元 (+47%)，家圆云贷产品放贷金额 16.5 亿元 (+48%)，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。
- ❖ **受毛利率下降拖累 ROE 水平小幅下滑。**上半年公司 ROE 5.6%，同比下降约 0.6 个百分点，主要是受毛利率下降拖累，上半年公司毛利率 23.5%，同比下降超 4 个百分点，其中代理业务毛利率下降近 6 个百分点，主要由人力成本增加导致。而三费率有所改善，同比下降 1%，表明公司管控能力有所提升。负债方面，二季度末资产负债率 46.4%，基本与去年同期持平，相比 2015 年末降低 4 个百分点。
- ❖ **坚持“服务、入口、开放、平台”的祥云战略。**代理业务方面，公司将推进存量资产业务，打造泛交易板块，上半年公司社区管家累计落地 21 个地区，累计进驻逾 120 个小区；而资管业务将转向大资管业务，由单纯的咨询服务向运营服务转型，包括小样社区等，公司 2016 年 7 月公告定增预案投资长租公寓，助力公司大资管快速扩张；而互联网+业务将协同交易、金融和资管开展叠加业务，旨在实现链接式快速增长。
- ❖ **维持“推荐”评级：**公司代理业务稳步增长，大资管、类金融、互联网+等新型业务逐步落地，定增长租公寓的预案也有望助力公司快速转型资产管理服务。我们预计公司 16-17 年 EPS 为 0.32 及 0.39 元，对应 8 月 22 日收盘价的静态 PE 为 28.3X 及 23.3X，维持“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**新业务拓展不及预期、行业竞争加剧。

世联行 (002285.SZ)

推荐 维持评级

分析师

沈海兵

☎: 021-20252609

✉: shenhaibing@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514060002

特此鸣谢

陈智旭 021-20252629

(chenzhixu@chinastock.com.cn)

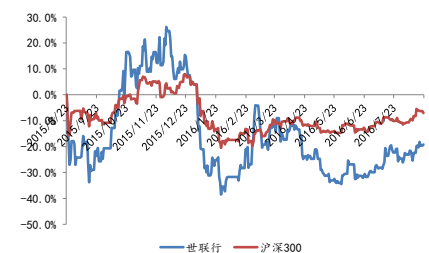
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2016-8-22

A 股收盘价(元)	8.99
A 股一年内最高价(元)	11.54
A 股一年内最低价(元)	6.70
上证指数	3,084.81
市净率	5.06
总股本(亿股)	20
实际流通 A 股(亿股)	17
限售的流通 A 股(亿股)	3
流通 A 股市值(亿元)	153

相对沪深 300 表现



资料来源：中国银河证券研究部

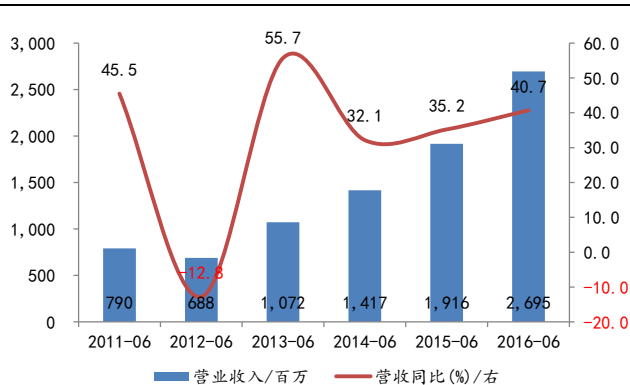
相关图表

图表 1 2016 年中期利润表

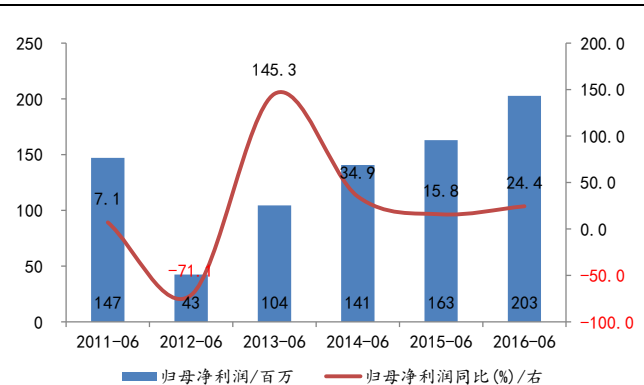
百万元	2015-06	2016-06	同比
营业收入	1,916	2,695	40.7%
房地产交易服务	1,122	1,480	31.9%
互联网+	243	570	134.4%
资产管理服务	373	376	0.9%
金融服务	176	260	47.3%
营业成本	1,387	2,062	48.7%
营业税金及附加	104	91	-12.2%
销售费用	0	0	N/A
管理费用	145	180	24.7%
财务费用	14	16	14.1%
资产减值损失	39	36	-8.5%
投资净收益	5	5	0.2%
营业利润	232	314	35.7%
加：营业外收入	2	5	195.3%
减：营业外支出	3	1	-73.3%
利润总额	231	319	38.1%
减：所得税	61	108	76.9%
净利润	170	211	24.3%
减：少数股东损益	7	9	20.6%
归母净利润	163	203	24.4%

资料来源：wind、公司公告、中国银河证券研究部

图表 2 中期营收及增速

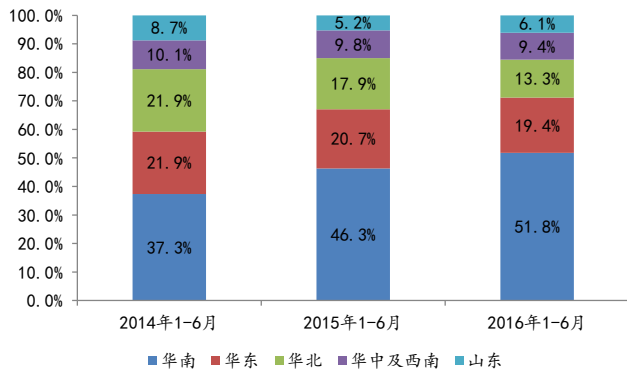


图表 3 中期归母净利润及增速

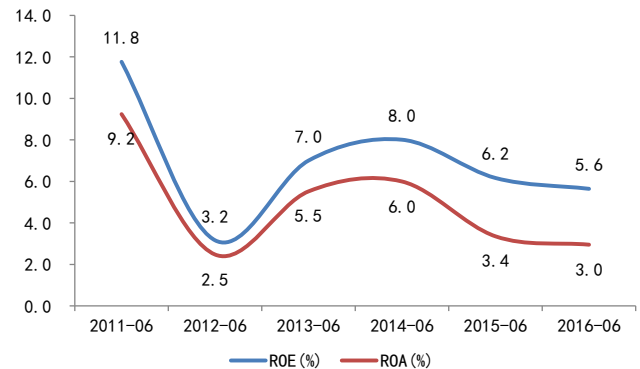


资料来源：wind、公司公告、中国银河证券研究部

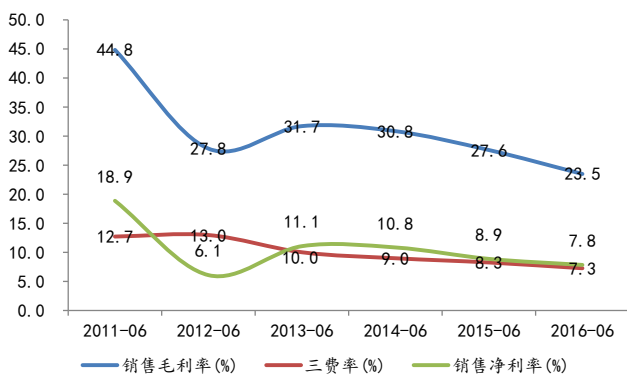
图表 4 中期主营业务收入构成（按区域）



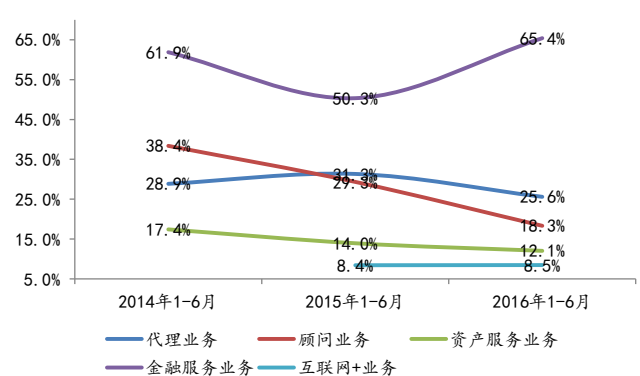
图表 5 中期 ROE 及 ROA



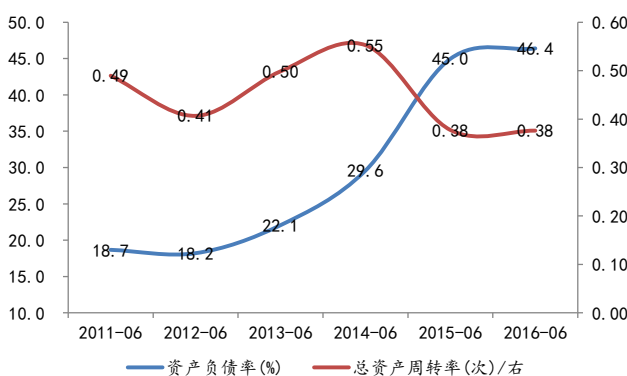
图表 6 中期毛利率、三费率及净利率



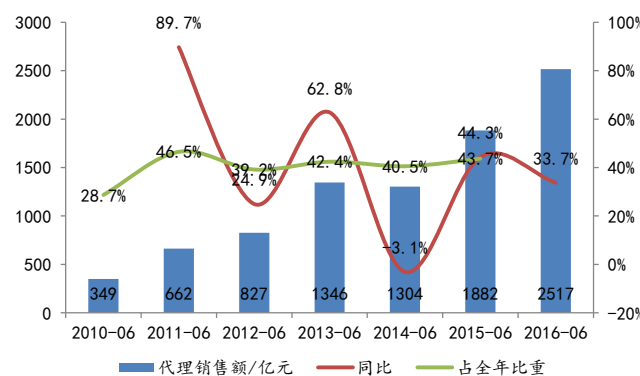
图表 7 中期毛利率（按业务）



图表 8 中期资产负债率及总资产周转率

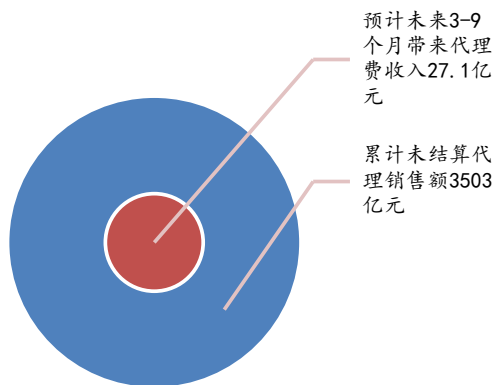


图表 9 房地产交易服务-中期代理销售额

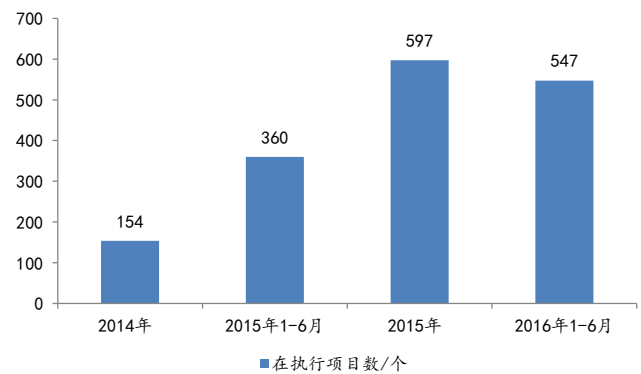


资料来源: wind、公司公告、中国银河证券研究部

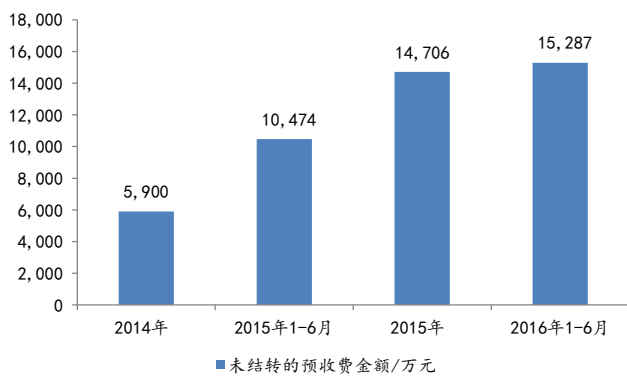
图表 10 房地产交易服务-累计未结算代理销售额



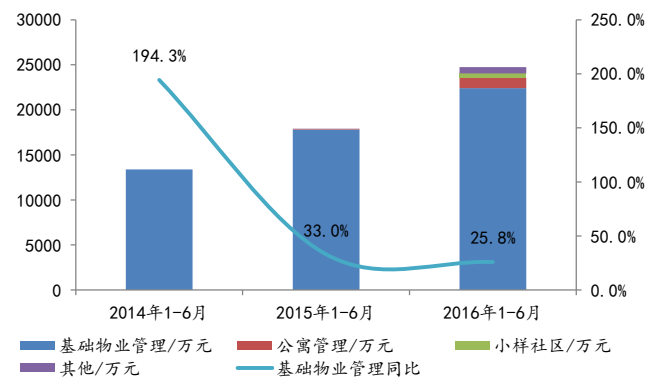
图表 11 互联网+在执行项目个数



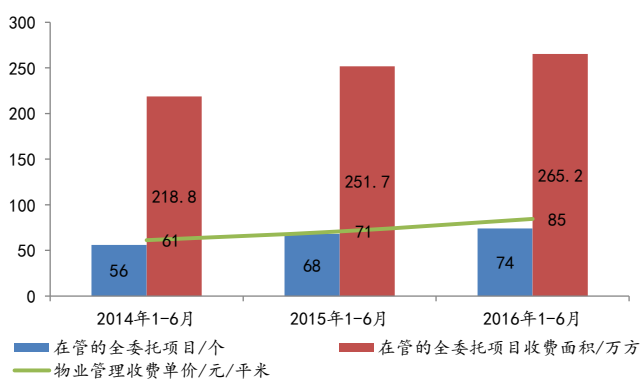
图表 12 互联网+未结转的预收费金额



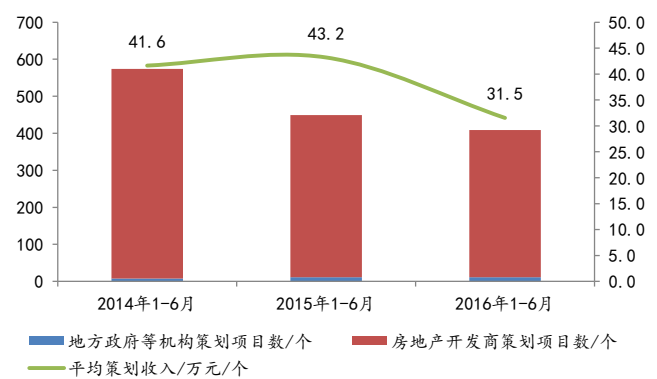
图表 13 资产管理服务-资产服务-收入构成



图表 14 资产管理服务-资产服务-在管项目情况

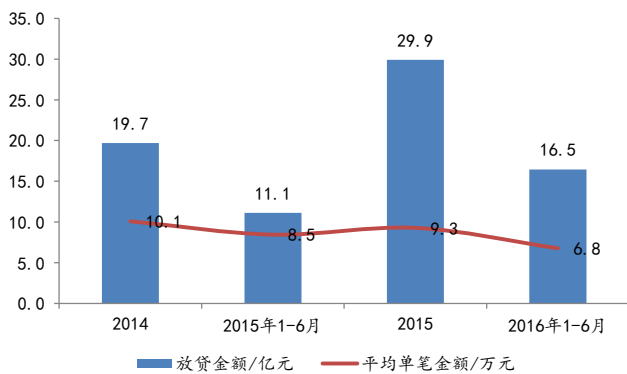


图表 15 资产管理服务-顾问策划-项目数及收入



资料来源: wind、公司公告、中国银河证券研究部

图表 16 金融服务-放贷金额



资料来源: wind、公司公告、中国银河证券研究部

图表 17 主营业务收入构成(按业务)

业务板块	2016年1-6月		2015年1-6月		2014年1-6月	
	金额/亿元	比例	金额/亿元	比例	金额/亿元	比例
房地产交易服务	14.8	55.1%	11.2	58.6%	9.6	67.8%
增长率	31.9%		17.0%		22.2%	
互联网+	5.7	21.2%	2.4	12.7%	--	--
增长率	134.4%		--		--	
资产管理服务	3.8	14.0%	3.7	19.5%	3.7	26.4%
增长率	0.9%		-0.2%		49.0%	
金融服务	2.6	9.7%	1.8	9.2%	0.8	5.8%
增长率	47.3%		116.7%		138.6%	
合计	26.9	100.0%	19.1	100.0%	14.1	100.0%

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

图表 18 金融业务收入构成

产品类型	2014年1-6月			2015年1-6月			2016年1-6月		
	金额/万元	比重	增长率	金额/万元	比重	增长率	金额/万元	比重	增长率
小额贷款	7,386	90.8%	267.2%	17,615	100.0%	138.5%	25,665	98.9%	45.7%
其中: 家圆云贷	5,999	73.8%	--	17,625	100.0%	193.8%	25,665	98.9%	45.6%
投资管理	648	8.0%	51.2%	--	--	--	289	1.1%	--
现金赎楼	97	1.2%	-89.5%	2	0.0%	-97.7%	--	--	-100.0%
合计	8131	100.0%	138.6%	17,618	100.0%	116.7%	25,954	100.0%	47.3%

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

图表 19 公司未来战略

泛交易板块	<ul style="list-style-type: none"> • 巩固增量的同时，切入二手房市场
类金融板块	<ul style="list-style-type: none"> • 强化风控，实现有质量的增长
大资管板块	<ul style="list-style-type: none"> • 咨询服务向运营服务积极转型 • 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 • 拟定增20亿元投资长租公寓实现1到100的规模突破
互联网+板块	<ul style="list-style-type: none"> • 协同交易、金融和资管开展叠加业务 • 实现链接式快速增长，链接经纪门店，链接经纪人，链接集房会员

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

图表 20 2016.7 定增预案

公告时间	2016/7/11
发行价格	不低于 7.01 元
发行股数	不超过 2.85 亿股
募资金额	不超过 20 亿元
募资用途	长租公寓建设
限售期	12 个月
实际控制人持股	按上限测算由 39.37% 降至 34.55%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

图表 21 2016.3 完成限制性股权激励计划

授予日	2016/3/11	
授予数量	2099.44 万股 (1.04%)	
授予价格	3.936 元/股	
有效期	最长不超过 5 年	
锁定期	1 年，分四次解锁	
解锁条件	第一个解锁期	2016 年归母扣非净利润不低于 6 亿元；或 2016 年营收不低于 65 亿元
	第二个解锁期	2017 年归母扣非净利润不低于 7.2 亿元；或 2017 年营收不低于 84.5 亿元
	第三个解锁期	2018 年归母扣非净利润不低于 8.7 亿元；或 2018 年营收不低于 110 亿元

第四个解锁期 2019 年归母扣非净利润不低于 10.4 亿元；或
 2019 年营收不低于 143 亿元

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

图表 22 盈利预测

百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4,711	6,684	8,823	11,294
营业成本	3,178	4,766	6,485	8,470
营业税金及附加	268	381	503	644
销售费用	0	0	0	
管理费用	345	434	547	678
财务费用	56	40	37	35
资产减值损失	122	110	100	100
投资净收益	5	5	5	5
营业利润	748	958	1,156	1,372
加：营业外收入	11	0	0	
减：营业外支出	4	0	0	
利润总额	755	958	1,156	1,372
减：所得税	211	267	323	383
净利润	544	691	834	989
减：少数股东损益	35	40	45	49
归母净利润	509	651	789	940
EPS/元	0.25	0.32	0.39	0.46

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

沈海兵，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn