

2016年10月25日

世联行 (002285.SZ)

三季度业绩靓丽 多元业务协同增长

——世联行 2016 年三季度报点评

■ **事件:** 1) 公司 24 日公布三季度报, 1-3 季度实现营收 41.93 亿元, 同比+37.7%, 实现归属净利润 3.8 亿元, 同比+50.89%, EPS 为 0.19 元。2) 公司拟使用自有资金 3 亿元缴纳世联小贷的注册资本, 实缴资本增至 8 亿;

■ **业绩高奏凯歌, 互联网+业务渐成规模。** 公司 2016 年前三季度实现营收增长 37.7%, 主要由代理销售、互联网+以及(家圆云贷)金融业务的收入高增长推动, 三项业务同比分别增长 33.25%、103.53%、36.45%。公司 Q3 单季实现营收 15 亿, 同比+32.6%, 其中代理销售与互联网+单季业务收入同比分别增 35.6%和 64.70%。截至三季度末, 公司综合毛利率为 23.15%, 同比下降 4.16 个 pct, 主要由于代销业务中人力成本以及互联网+业务规模扩张致营销费用增加。目前互联网+业务占收入比例已达到了 21% (去年同期为 14.3%), 预计未来传统业务的占比将继续下降, 而金融及存量服务等新业务的占比则会提升。

■ **传统代理销售收入平稳, 未来业绩锁定性强。** 公司传统代销业务前三季实现营收 23.6 亿, 同比增长 33.21%, 其中三季度代销结算收入略超预期。1-9 月, 公司累计实现代理销售金额 4003 亿元, 同比增长 34.06%, 主要由于公司侧重的核心城市市场景气度较高, 其中 9 月实现代销金额 575 亿, 创单月最高水平。目前公司传统代销费率趋于稳定, 上半年平均费率 0.82% (基本与 15 年一致), 业绩高增长仍主要受益于 Q3 破纪录的代销金额。截至三季末, 公司累计已实现但未结算的代理销售额约 3724 亿元, 预计在未来的 3 至 9 个月带来 28.8 亿元的代理费结算, 锁定性较强。

■ **投资设立不动产基金, 多元业务协同并进。** 9 月底公司公告旗下世联投资与同创锦绣、世联同创签署合作协议, 由世联同创发起设立契约型不动产基金, 初始规模不超 10 亿元, 世联投资或其关联公司出资不超 6 亿元, 用于收购不动产销售权与投资资产证券化类项目等。世联同创为世联投资与同创锦绣上年 4 月投资设立, 世联投资占 49% 股权。今年 930 调控后, 预计地产市场成交的热度将会减退, 公司借助自身 C 端入口优势, 有利于缓解年末代销量下行的压力, 加速存量交易、金融及互联网+等服务的发展, 实现多元化的盈利模式。

■ **小贷业务资本运作展开探索, 存在多种探索可能。** 9 月 13 日公告, 公司旗下世联小贷拟与公司参股共享投资 (公司占 18% 权益) 签署协议, 共享投资拟通过不定期分批次的形式受让世联小贷持有的信贷基础资产, 并以投资回款循环投资于世联小贷持有的贷款债权。另外, 共享投资委托世联小贷作为基础资产的服务机构, 提供对基础资产的贷款管理服务。10 月 24 日, 公司公告拟使用自有资金 3 亿元增资世联小贷的注册资本 (实缴资本增至 8 亿)。公司通过合作方式增加了外部投资者比例, 实现基础资产风险分散, 未来存在向资产证券化等探索的可能性, 加速金融业务发展。

■ **金融业务风控能力优化, 不良贷款减少。** 公司三季度金融风控水平提升, 第三季度回收前期不良贷款 1600 万元, 减记资产减值损失 599 万, 风险减值准备减少, 同时发放和回收贷款而产生的现金净流入同比增 5.5 亿。主要由于公司近年金融业务部门大量引入领域专才, 板块组织架构、风控和渠道均大幅改善。

■ **投资建议:** 公司三季度业绩亮眼, 各板块均有不俗表现, 其中互联网+业务规模效应显著, 公司多元业务协同并进; 公司利用原有 B 端优势和社区管家业务, 存量资产运营能力强, 小样社区和红璞公寓两大 IP 已经建立。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 26.1X、21.1X、17.3X, 维持“买入-A”评级, 6 个月目标价 14 元。

■ **风险提示:** 调控政策导致地产销售下滑、存量市场扩张受阻。

公司动态分析

证券研究报告

房地产服务

投资评级 **买入-A**

维持评级

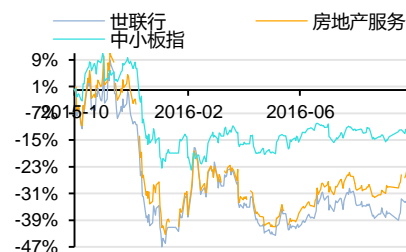
6 个月目标价: **14 元**

股价 (2016-10-24) **8.43 元**

交易数据

总市值 (百万元)	17,239.09
流通市值 (百万元)	14,306.62
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	0.63	-2.46	-19.25
绝对收益	3.31	-2.43	-29.71

陈天诚

分析师

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

相关报告

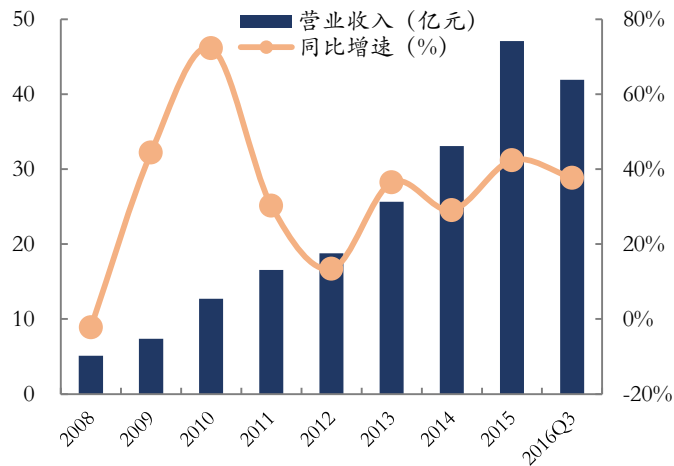
世联行: ——世联行半年报点评	2016-08-20
世联行: 世联行公司动态分析	2016-07-12
世联行: ——世联行 2015 年年报点评	2016-03-01
世联行: 传统业务超预期增长, 创新业务跨越式发展	2015-10-30

摘要(百万元)					
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)	43.7	33.8	26.1	21.1	17.3
市净率(倍)	8.5	4.9	3.7	3.2	2.7
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%	0.7%
ROIC	66.8%	44.4%	58.2%	55.7%	81.1%

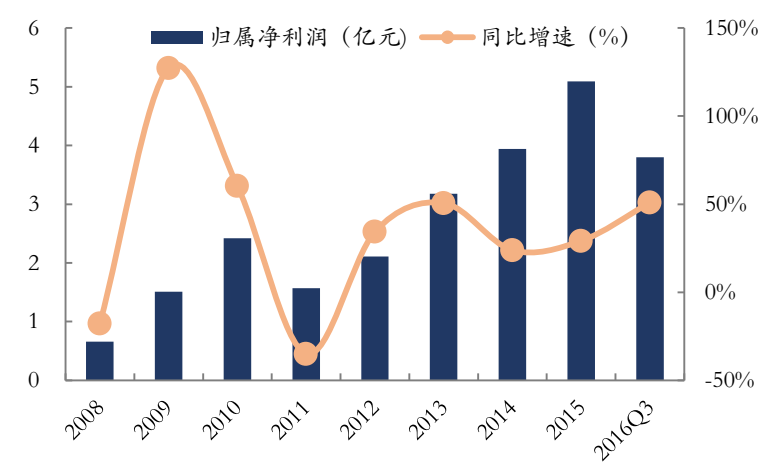
数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

图 1：公司三季度实现营收 41.93 亿元，同比增长 37.7%



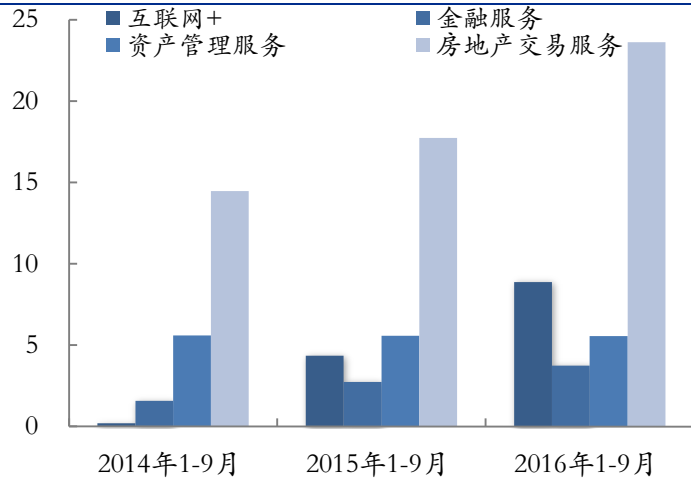
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 2：实现归属净利润 3.8 亿元，同比增长 50.89%



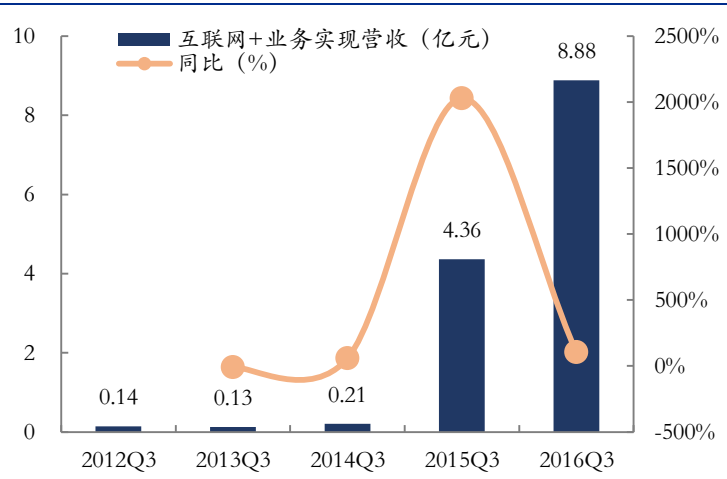
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 3：过去三年各项业务营收稳步增长（亿元）



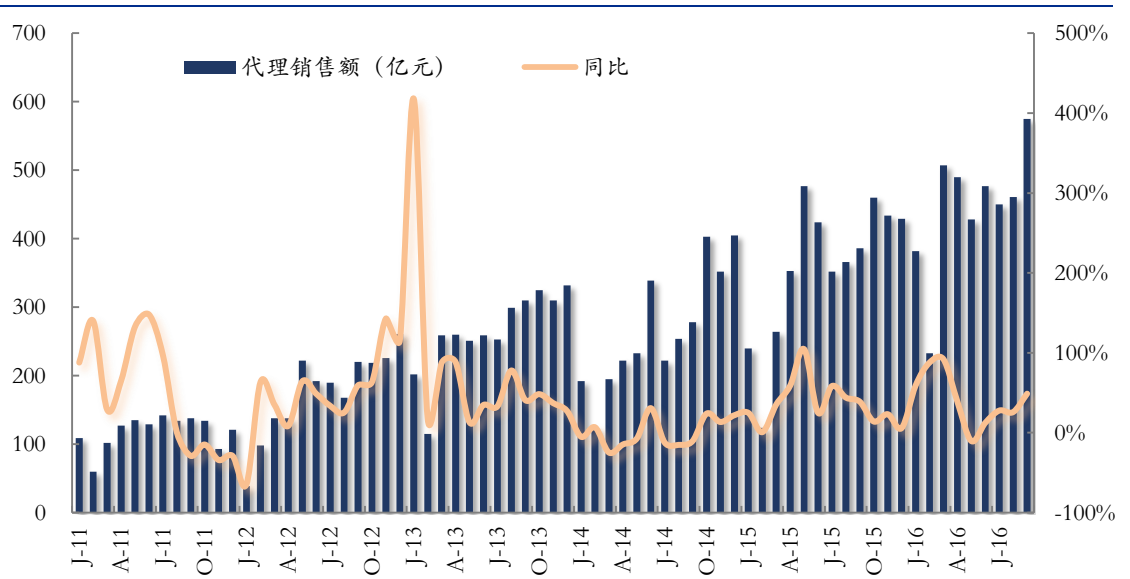
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 4：互联网+业务实现高速增长



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 5：房地产代理销售额屡创新高



资料来源：Wind、安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,308.2	4,710.6	5,845.8	7,140.6	8,550.9	成长性					
减:营业成本	2,189.3	3,177.8	3,829.0	4,784.2	5,900.1	营业收入增长率	29.1%	42.4%	24.1%	22.2%	19.8%
营业税费	184.7	267.8	328.6	364.2	467.6	营业利润增长率	19.0%	33.7%	31.6%	22.7%	7.3%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	23.9%	29.2%	29.7%	23.6%	22.3%
管理费用	318.2	344.9	495.2	563.8	699.7	EBITDA 增长率	22.9%	42.6%	25.9%	21.1%	7.0%
财务费用	-0.3	56.1	32.4	27.0	25.2	EBIT 增长率	23.1%	43.9%	26.4%	21.5%	7.0%
资产减值损失	59.3	121.6	179.0	193.0	164.5	NOPLAT 增长率	23.8%	39.3%	26.2%	21.5%	7.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	109.8%	-3.7%	26.9%	-26.5%	62.5%
投资和汇兑收益	2.1	5.1	1.8	-1.3	1.9	净资产增长率	17.7%	74.6%	32.1%	16.9%	16.7%
营业利润	559.1	747.6	983.5	1,207.2	1,295.6	利润率					
加:营业外净收支	3.9	7.0	4.6	5.2	190.5	毛利率	33.8%	32.5%	34.5%	33.0%	31.0%
利润总额	563.0	754.5	988.1	1,212.3	1,486.1	营业利润率	16.9%	15.9%	16.8%	16.9%	15.2%
减:所得税	144.0	210.5	276.7	339.5	416.1	净利润率	11.9%	10.8%	11.3%	11.4%	11.7%
净利润	394.3	509.4	660.6	816.5	998.7	EBITDA/营业收入	17.7%	17.7%	18.0%	17.8%	15.9%
						EBIT/营业收入	16.9%	17.1%	17.4%	17.3%	15.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	25	15	10	6	3
						流动资产周转天数	59	64	60	52	56
						流动营业资本周转天数	278	363	543	554	485
						应收账款周转天数	77	70	74	72	73
						存货周转天数					
						总资产周转天数	360	440	611	606	528
						投资资本周转天数	105	98	88	70	65
						投资回报率					
						ROE	19.5%	14.3%	14.1%	15.0%	15.9%
						ROA	10.2%	7.4%	5.7%	7.5%	7.9%
						ROIC	66.8%	44.4%	58.2%	55.7%	81.1%
						费用率					
						销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						管理费用率	9.6%	7.3%	8.5%	7.9%	8.2%
						财务费用率	0.0%	1.2%	0.6%	0.4%	0.3%
						三费/营业收入	9.6%	8.5%	9.0%	8.3%	8.5%
						偿债能力					
						资产负债率	49.3%	50.7%	61.1%	50.8%	50.4%
						负债权益比	97.2%	103.0%	157.1%	103.3%	101.7%
						流动比率	1.65	1.68	4.77	3.23	4.32
						速动比率	1.65	1.68	4.77	3.23	4.32
						利息保障倍数	-1,726.2	14.32	31.40	45.79	52.37
						分红指标					
						DPS(元)	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06
						分红比率	11.6%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%
						股息收益率	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	419.0	544.0	660.6	816.5	998.7	EPS(元)	0.19	0.25	0.32	0.40	0.49
加:折旧和摊销	34.6	39.7	34.9	38.8	41.7	BVPS(元)	0.99	1.74	2.28	2.65	3.08
资产减值准备	59.3	121.6	76.9	85.9	94.8	PE(X)	43.7	33.8	26.1	21.1	17.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.5	4.9	3.7	3.2	2.7
财务费用	36.1	133.9	32.4	27.0	25.2	P/FCF	128.6	13.2	3.4	-11.3	11.4
投资损失	-2.1	-5.1	-1.8	1.3	-1.9	P/S	5.2	3.7	2.9	2.4	2.0
少数股东损益	24.6	34.6	50.9	56.4	71.2	EV/EBITDA	18.4	25.4	13.5	10.2	9.4
营运资金的变动	-2,171.1	-183.2	-358.5	275.0	-879.0	CAGR(%)	27.7%	25.3%	26.6%	27.7%	25.3%
经营活动产生现金流量	-921.9	450.6	495.3	1,300.8	350.8	PEG	1.6	1.3	1.0	0.8	0.7
投资活动产生现金流量	-97.4	-205.2	39.0	-44.0	3.0	ROIC/WACC	8.9	5.9	7.7	7.4	10.7
融资活动产生现金流量	849.9	1,836.5	5,242.0	-2,768.5	1,185.0	REP	0.9	2.9	1.2	1.5	0.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	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
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	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

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