

## 证券研究报告

### 公司研究——年报点评

#### 世联行 (002285.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2016.8.18

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

#### 相关研究

- 《创新业务突破, 业务结构持续优化》2016.8
- 《定增加码长租公寓构建大资管服务网络, 主营代  
销业务发展势头良好》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
- 《代理业务收入持续回升》2012.10
- 《受调控影响较大, 长期趋势未变》2012.8
- 《发展势头良好, 全国布局逐步形成》2011.8
- 《增长超预期, 逐步实现全国布局》2011.3

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

## 代理业务保持快速增长, 盈利能力明显回升

### 世联行年报点评

2017年4月5日

**事件:** 报告期内, 公司实现营业收入 62.70 亿, 同比增 33.10%; 归属上市公司股东的净利润为 7.47 亿, 同比增 46.69%, 略超预期; 经营活动产生的现金流量净额为 22.94 亿, 同比增 409.17%; 基本每股收益为 0.37 元, 同比增 37.04%; 加权平均净资产收益率为 19.47%, 同比提升 1.8 个百分点。报告期末, 公司总资产 77.84 亿, 较上年末增 5.22%; 归属上市公司股东的净资产为 41.89 亿, 较上年末增 18.00%。

#### 点评:

- **代理销售业务保持快速稳定增长。**得益于 2016 年前三个季度房屋销售的火爆, 公司本期的代理销售业务得到快速增长, 创造的收入达到 35.09 亿元, 同比增长 36.68%。新房交易继续聚焦核心城市和大客户, 销售套数突破 50 万套, 服务客户超过 40 万。公司已布局 25 个城市, 168 个社区, 开设 101 个 4S 店, 销售过百亿的公司突破 20 家, 突破 200 亿的公司增至 9 家。

公司目前累计已实现但未结算的代理销售额约 3,251 亿元, 将在未来的 3 至 9 个月为公司带来约 25.0 亿元的代理费收入。

**表 1: 本期代理销售业务收入的具体情况**

项目	2016 年	2015 年	2014 年
已结算代理销售额 (亿元)	4,249.86	3,314.45	2,593.83
增长率	28.22%	27.78%	16.98%
已结算代理销售面积 (万平方米)	4,038.42	3,515.86	3,024.52
增长率	14.86%	16.25%	20.76%
代理销售业务收入 (万元)	350,874.10	272,668.04	216,627.64
增长率	28.68%	25.87%	16.28%
代理收费平均费率	0.83%	0.82%	0.84%

资料来源: 公司公告, 信达证券研究开发中心

- **配合代理销售业务, 互联网+业务增长近翻番。**互联网+业务于 2014 年下半年开始运营, 主要是通过建立综合平台, 整合营销渠道, 运用世联集系列线上 App 或者网站及联接中介机构、经纪人等线下资源, 向开发商、渠道、购房者所提供的

服务。2016 年创造的收入实现 99.6%的同比增长，至 14.54 亿元。互联网+业务在 2016 年顺利完成 105 个城市的服务布局，全国在执行项目 848 个，提升公司 O2O 直销，进一步整合平台营销资源。该业务与公司代理销售业务相互融合、相互促进，预计将获得更为迅速的发展。

截至本报告期末，账面上尚有未结转的预收款金额 2.40 亿元，这部分预收款金额将根据合同的约定结转为公司的收入或退还给未购房的客户，对未来收入增加有一定帮助。

**表 2: 本期互联网+业务收入的具体情况**

项目	2016 年	2015 年	2014 年
在执行项目数 (个)	848	597	154
未结转的预收费金额 (亿元)	2.40	1.47	0.59
互联网+业务收入 (亿元)	14.54	7.28	0.68

资料来源: 公司公告, 信达证券研究开发中心

- **资产服务业务增长速度趋缓，顾问策划业务大幅下滑，板块重组整合资源。** 资产服务业务 2016 年实现 5.03 亿元营业收入，同比增长 15.87%，较 2015 年 41.59%、2014 年 132.30% 的高速增长来看，增长速度明显下滑。与此同时，顾问策划业务 2016 年实现 2.99 亿元的营业收入，同比大幅减少 19.12%，而且是该业务板块连续第三年呈现负增长。基于上述板块的业务发展情况，公司于 2016 年重组世联资管板块，形成咨询顾问、工商物业运营和物业管理三大服务内容，世联资管服务平台完成股份制改制，改名为“深圳世联君汇不动产运营管理股份有限公司”，成功挂牌新三板。咨询顾问叠加运营、物管业务，继续贯彻“咨询+实施”，使各业务线互相创造场景，带来更多的业务机会。

资产服务业务板块收入增速放缓主要是由于板块主体基础物业管理 2016 年创收同比仅增长了 1.75%，收入增长较小的主要是因为本报告期公司转让了青岛雅园的全部股权后，从 6 月份起不再纳入公司合并范围所致。公司长租公寓业务快速上量，2016 年实现营业收入 0.43 亿元，同比增长 768.59%。已落地 20 个城市，世联红璞全国签约间数超过 2 万间，基本覆盖核心一二线城市。广州、武汉拓展较快，世联红璞在广州收房逾 1 万间，广州长租公寓市场中份额排名第一；武汉年度签约超 7,000 间，通过光谷 APP 广场项目，迅速奠定世联红璞在武汉的片区品牌地位。

顾问策划业务由于执行合约数同比减少 46 个，收入同比下降 19.12%，合同项目的减少主要有以下两个原因引起：1、2015 年房地产开发企业土地购置面积同比下降 31.7%，2016 年房地产开发企业土地购置面积 22,025 万平方米，同比下降 3.4%，受此影响，房地产顾问策划市场的整体需求下降，尤其是中小房地产开发企业的需求下降较多；2、随着房地产市场的发展，市场日趋规模化和成熟化，开发商倾向对开发项目的整体解决方案，而对纯咨询服务的需求减少，因此本报告期公司顾问策划业务的单个合约的金额也有所下降。

**表 3: 顾问策划业务收入的具体情况**

项目	2016 年	2015 年	2014 年
顾问业务年度执行合约数 (个)	947	993	1120
其中: 地方政府或土地运营机构策划项目数 (个)	37	37	15
房地产开发商策划项目数 (个)	910	956	1105
顾问策划业务收入 (亿元)	2.99	3.69	4.67

资料来源: 公司公告, 信达证券研究开发中心

- **主要产品家圆云贷单笔贷款额大幅下降, 金融服务业务增长幅度大幅放缓。**相较于前两年金融服务板块 50%以上的高增长, 本期金融服务业务实现的营业收入仅为 4.47 亿元, 同比增速大幅放缓到了 5.99%。公司金融服务业务收入主要来源于家圆云贷产品的收入, 本期家圆云贷产品的放贷共计 39,843 笔, 放贷金额为 30.19 亿元, 同比分别增长 23.70%和 0.89%, 平均单笔贷款金额从 2015 年的 9.29 万元下降到 7.58 万元。为降低贷款风险, 产品结构向着“小额、分散”转变。

**表 4: 金融服务业务收入的具体情况**

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额 (亿元)	增长率	金额 (亿元)	增长率	金额 (亿元)	增长率
小额贷款	4.41	6.21%	4.15	58.45%	2.62	492.08%
其中: 家圆云贷	4.36	5.13%	4.15	69.54%	2.45	27.4469
投资管理	0.06	88.92%	0.03	-49.91%	0.07	-22.95%

资料来源: 公司公告, 信达证券研究开发中心

- **各地区业务普遍增长, 华南地区收入占比保持第一。**主要得益于互联网+业务的迅速发展, 同时受房地产交易市场回暖的影响, 华南区域、华东区域、华北区域、华中及西南区域营业收入稳步增长, 同比分别增长 22.74%、27.58%、30.31%和 83.32%。华南地区的收入占比保持在第一位, 依然是公司最主要的经营区域; 自公司 2015 年下半年并购青岛荣置地以来, 山东地区业务增长较快, 本报告期山东区域实现收入 4.49 亿元, 同比增长 59.08%。
- **盈利能力明显回升, 财务状况稳健。**公司 2016 年摊薄净资产收益率 17.84%, 比上期增加 3.49 个百分点; 公司 16 年的资产负债率为 45.17%, 较上期下降 5.57 个百分点, 近三年基本维持在 45%-50%的水平, 资本结构比较稳定, 且资产负债率在行业内较低、财务比较稳健。
- **盈利预测及评级:** 我们预计公司 2017 年至 2019 年归属母公司净利润分别为 8.54 亿元、11.53 亿元和 14.64 亿元, 按照公司最新股本计算, 对应的每股收益分别为 0.42 元、0.56 元和 0.72 元, 对应的 2017 年 3 月 31 日收盘价 (7.86 元) 的市盈率分别为 19 倍、14 倍和 11 倍, 维持“增持”评级。

➤ **风险因素:** 货币政策收紧; 房地产调控严厉程度超预期。

### 公司主要财务数据及预测

主要财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	4,710.55	6,269.92	7,949.20	9,488.62	11,837.67
增长率 YoY%	42.39%	33.10%	26.78%	19.37%	24.76%
归属母公司净利润 (百万元)	509.39	747.22	854.37	1,153.43	1,464.32
增长率 YoY%	29.17%	46.69%	14.34%	35.00%	26.95%
毛利率%	32.54%	27.83%	26.14%	27.98%	28.09%
净资产收益率 ROE%	14.35%	17.84%	17.14%	19.00%	19.66%
每股收益 EPS(元)	0.38	0.37	0.42	0.56	0.72
市盈率 P/E (倍)	20.68	21.51	18.81	13.94	10.98
市净率 P/B (倍)	3.20	3.84	3.22	2.65	2.16

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2017 年 3 月 31 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	6,215.43	6,146.32	7,740.32	9,284.73	11,647.78
货币资金	2,926.14	3,271.49	3,900.86	4,701.72	5,930.18
应收票据	989.99	1,179.61	1,589.84	1,897.72	2,367.53
应收账款	169.07	305.83	381.56	455.45	568.21
预付账款	62.63	225.03	278.22	332.10	414.32
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,067.59	1,164.37	1,589.84	1,897.72	2,367.53
<b>非流动资产</b>	1,182.59	1,637.83	1,923.15	2,161.76	2,525.86
长期投资	18.62	32.22	32.22	32.22	32.22
固定资产	574.49	535.75	715.43	853.98	1,065.39
无形资产	51.61	4.72	0.00	0.00	0.00
其他	537.86	1,065.14	1,175.50	1,275.57	1,428.25
<b>资产总计</b>	7,398.02	7,784.15	9,663.47	11,446.48	14,173.64
<b>流动负债</b>	3,709.04	3,515.67	4,560.25	5,205.04	6,492.51
短期借款	1,176.00	480.00	698.00	635.94	795.32
应付账款	27.08	24.30	31.70	36.90	45.97
其他	2,505.96	3,011.37	3,830.54	4,532.20	5,651.22
<b>非流动负债</b>	44.84	0.58	0.79	0.95	1.18
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	44.84	0.58	0.79	0.95	1.18
<b>负债合计</b>	3,753.88	3,516.25	4,561.04	5,205.99	6,493.69
少数股东权益	94.27	79.16	117.14	168.42	233.52
归属母公司股东权益	3,549.87	4,188.74	4,985.28	6,072.07	7,446.42
<b>负债和股东权益</b>	7,398.02	7,784.15	9,663.47	11,446.48	14,173.64

**重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,710.55	6,269.92	7,949.20	9,488.62	11,837.67
同比	42.39%	33.10%	26.78%	19.37%	24.76%
归属母公司净利润	509.39	747.22	854.37	1,153.43	1,464.32
同比	29.17%	46.69%	14.34%	35.00%	26.95%
毛利率	32.54%	27.83%	26.14%	27.98%	28.09%
ROE	14.35%	17.84%	17.14%	19.00%	19.66%
每股收益(元)	0.38	0.37	0.42	0.56	0.72
P/E	20.68	21.51	18.81	13.94	10.98
P/B	3.20	3.84	3.22	2.65	2.16
EV/EBITDA	9.05	10.72	13.58	10.18	8.21

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	4,710.55	6,269.92	7,949.20	9,488.62	11,837.67
营业成本	3,177.83	4,524.91	5,871.28	6,833.70	8,512.47
营业税金及附加	267.79	114.06	151.03	180.28	224.92
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	344.86	491.55	620.04	740.11	923.34
财务费用	56.11	12.36	-0.58	-9.04	-6.09
资产减值损失	121.56	45.42	63.59	75.91	94.70
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.14	18.42	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	747.55	1,100.05	1,243.83	1,667.65	2,088.34
营业外收入	10.58	16.76	0.00	0.00	0.00
营业外支出	3.59	2.76	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	754.55	1,114.05	1,243.83	1,667.65	2,088.34
所得税	210.54	331.16	348.27	458.60	553.41
<b>净利润</b>	544.01	782.90	895.56	1,209.05	1,534.93
少数股东损益	34.62	35.68	41.20	55.62	70.61
<b>归属母公司净利润</b>	509.39	747.22	854.37	1,153.43	1,464.32
EBITDA	803.66	1,112.40	1,243.25	1,658.61	2,082.25
EPS (摊薄)	0.38	0.37	0.42	0.56	0.72

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	450.60	2,294.31	651.29	1,063.26	1,369.64
净利润	509.39	747.22	854.37	1,153.43	1,464.32
折旧摊销	29.10	34.63	39.00	41.00	41.00
财务费用	56.11	12.36	-0.58	-9.04	-6.09
投资损失	-5.14	-18.42	0.00	0.00	-5.14
营运资金变动	44.21	871.67	-201.65	-112.59	-101.21
其它	-183.07	646.85	-39.85	-9.54	-28.38
<b>投资活动现金流</b>	-205.24	-434.24	-179.68	-138.55	-211.41
资本支出	-126.36	38.74	-179.68	-138.55	-211.41
长期投资	870.04	827.46	-1,073.32	89.05	11.39
其他	-948.92	-1,300.44	1,073.32	-89.05	-11.39
<b>筹资活动现金流</b>	1,836.53	-1,468.76	157.76	-123.84	70.23
吸收投资	1,122.97	99.05	125.06	535.00	793.00
借款	649.45	59.23	698.00	632.00	796.00
支付利息或股息	-224.90	-1,627.04	-665.30	-1,290.84	-1,518.77
<b>现金净增加额</b>	2,081.95	391.38	629.36	800.87	1,228.46

## 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。

## 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	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@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
国际	王小乐	010-63081122	18301418636	wangxiaole@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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 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。