

线上线下优势联动，存量风口势头正劲

房地产行业证券研究报告
 2017年09月01日

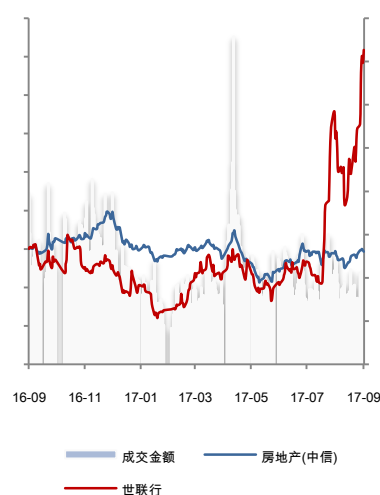
——世联行（002285）2017上半年业绩点评

分析师 韩笑
 电话 010-56511912
 邮箱 hanxiao@sczq.com.cn
 执业证书 S0110517070001

行业数据 2017/09/01

总市值(亿元)	257.46
总股本(亿)	20.45
PE (TTM)	31.05
PB (MRQ)	5.95
PS (TTM)	3.72
12个月价格区间(元)	6.81-12.59

一年内股价走势



业绩回顾

2017H1 公司实现营业收入 33.38 亿元，同比增长 23.83%；归属上市公司股东的净利润 2.85 亿元，同比增长 40.49%；归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.72 亿元，同比增长 37.47%；经营活动产生的现金流量净额-19.38 亿元，同比减少 325.85%；基本每股收益/稀释每股收益 0.14 元/股，同比增长 40.00%；加权平均净资产收益率 6.70%，较去年增加 1.06 个百分点。

业绩点评

代理销售灵活切换布局，互联网+业务亮点突出。上半年公司传统交易业务实现代理销售 26.7 万套、销售面积 2317.5 万平米。报告期代理销售业务实现营收 16.53 亿元，同比增长 12.46%。总营收占比 49%，首次降到 50% 以下。毛利率 28.50%，同比提升 2.90pct。依托公司 B 端拿盘优势、品牌保障和资金实力，公司互联网+业务（房联宝）持续发展新房营销供应链平台，线上引流的导入进一步丰富代理案场，上半年互联网+业务营收同比增长 61.25%至 9.19 亿元，实现毛利 2.03 亿元，同比增长 319.98%。毛利率大幅提升 13.56pct 至 22.04%。

有别于此前对代理销售业务同房地产景气度高度相关的传统认识，未来增量市场依然是分化的格局，相比开发商重资产布局的惯性和滞后性，公司在上半年借助线上线下优势快速下沉三四线的表现证明其在区域间灵活切换布局的能力（上半年顺利完成 178 个城市的服务布局，新增三四线城市布局 73 个，累计链接 2 万多家经纪门店，在 23 个大中城市市场份额 TOP3），因此下半年代理销售业务有望展现出一定的抗周期属性。我们认为公司整个服务闭环的搭建未来也将成为争取代理销售市场份额的优势所在，未来代理市场同样面临马太效应下市场集中度的提升，同时随着下半年销售预期的回落，佣金率有望突破回升。

金融科技、风控建设提升信贷业务质量，弥补调控周期下居民端杠杆率的不足。公司小额信贷产品体系升级为乐贷、利用场景、开发3大系列、22项产品，同时加速风控和大数据系统建设，进一步优化业务系统，不良贷款率同比降低30%。上半年公司放贷金额63.41亿元，同比增长285.26%。贷款余额32.98亿元，同比增长105.22%。报告期共实现营收2.10亿元，同比减少18.98%，毛利率下降2.32pct至63.07%。在经历过去2年连续快速发展之后盈利增速有所回落，主要受限于新产品的推出周期以及期末贷款余额的增长。

虽然房地产交易领域的小额信贷业务依然面临着高压监管，同时拖累公司资产负债结构，但是我们认为新一轮调控周期对居民端杠杆率的限制存在一定的释放需求，叠加线上线下新房交易的入口优势，公司相关信贷业务预期有进一步的渗透空间。此外创新金融工具的使用也在一定程度上缓解了公司现金流压力，为相关业务规模扩张提供资金支撑。

资产管理规模优势稳步扩大，奠定衍生业务发展基础。公司资管业务主体世联君汇年初成功挂牌新三板，并成功进入创新层。上半年资管业务合计实现营收3.35亿元，同比增长35.24%。受限于公寓管理业务较高的拓展成本和前期运营成本，本期毛利亏损3337万元。报告期物业管理业务实际在管面积增加103.61万平米，覆盖基础物业、公寓、工商资产、小样社区、其他资产等多种业态类型，在管项目实际收费面积达到368.78万平米。同时小样社区和世联空间积极涉足共享办公领域，共进入14个城市，运营项目达到30个。此外，咨询顾问业务上半年执行合约约420个，同比增长3%，收入增长6.32%，毛利同比增长68.29%。

作为社区最后一公里业务，资产管理覆盖着房屋的全产权周期，为社区服务的开展锁定用户基础。公司近几年覆盖管理面积增长迅速，积极抢占市场份额。虽然当前业务依然处于亏损阶段，但是未来预期成为公司发展存量业务和衍生模式的关键载体，同金融科技、长租公寓等其他业务产生良好的协同效应。

长租公寓政策利好密集，轻资产布局初见成效。上半年鼓励租赁业发展的利好政策密集出台，从顶层设计到模式探索，再从城市试点到产权改革，作为房地产长效机制起点建设的重要内容，租赁业被寄予厚望，预期发挥丰富市场供给体系、改善一致性预期、加速所有权向使用权让渡的重要作用。

公司自2015年末开始采用轻资产模式部署集中式公寓业务，截止到报告期末，公司旗下的红璞公寓已经进入深圳、广州、杭州、武汉、厦门等27个热点城市，全国签约房屋4万多间，并且占据广州、杭州、武汉集中式公寓市场的第一名。在12个首批住房租赁试点城市中，公司已经在其中10个开展长租业务。即使同龙头房企相比，公司在长租公寓的布局力度也并未落下风。上半年实现营收6767.28万元，同比增长494.78%。虽然长租公寓拖累资产服务板块总体业绩表现，但是随着出租率的培养和溢价能力的挖掘，未来有望为公司提供稳定的收益水平。

公司当前业务结构既能在一定程度上规避短期行政调控所带来的负面影响（轻资产模式灵活适应区域分化节奏，小额信贷业务弥补当前居民端杠杆空间的不足），又能在长效机制建设方面把握资产管理和租赁市场两大痛点，各板块业务协同效应逐渐显现，我们持续看好公司未来的发展空间。预测未来2年EPS分别为0.486和0.666元/股，对应当前股价的PE25.90、18.91，PB5.04、4.05。鉴于当前估值基本反映业绩兑现预期，维持“增持”评级。

➤ 风险提示

销售模式变革；小额信贷业务监管收紧；资金实力较弱，难以快速铺展长租公寓业务。

表 1：盈利预测—数据摘要

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3308.17	4710.55	6269.92	7950.26	9977.58	12471.97
增长率(%)	29.07%	42.39%	33.10%	26.80%	25.50%	25.00%
归属母公司股东净利润	394.34	509.39	747.22	994.16	1361.64	1739.96
增长率(%)	23.90%	29.17%	46.69%	33.05%	36.96%	27.78%
每股收益(EPS)	0.193	0.249	0.365	0.486	0.666	0.851
每股股利(DPS)	0.021	0.022	0.028	0.038	0.052	0.066
每股经营现金流	-0.451	0.220	1.122	0.477	0.676	0.848
销售毛利率	33.82%	32.54%	27.83%	27.50%	28.80%	29.00%
销售净利率	12.66%	11.55%	12.49%	13.10%	14.30%	14.62%
净资产收益率(ROE)	19.46%	14.35%	17.84%	19.47%	21.40%	21.84%
投入资本回报率(ROIC)	23.44%	24.36%	19.59%	24.78%	27.50%	28.88%
市盈率(P/E)	65.29	50.54	34.46	25.90	18.91	14.80
市净率(P/B)	12.71	7.25	6.15	5.04	4.05	3.23
股息率(分红/股价)	0.002	0.002	0.002	0.003	0.004	0.005

资料来源：Wind、首创证券研发部

表 2：盈利预测—利润表

利润表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3308.17	4710.55	6269.92	7950.26	9977.58	12471.97
减: 营业成本	2189.32	3177.83	4524.91	5763.94	7104.03	8855.10
营业税金及附加	184.74	267.79	114.06	144.63	181.51	226.89
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	318.25	344.86	491.55	623.28	782.22	977.78
财务费用	-0.32	56.11	12.36	-37.04	-59.00	-85.12
资产减值损失	59.28	121.56	45.42	75.42	75.42	75.42
加: 投资收益	2.06	5.14	18.42	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.14	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	559.11	747.55	1100.05	1380.03	1893.39	2421.91
加: 其他非经营损益	3.89	6.99	14.01	8.82	8.82	8.82
利润总额	563.00	754.55	1114.05	1388.84	1902.21	2430.72
减: 所得税	144.03	210.54	331.16	347.21	475.55	607.68
净利润	418.97	544.01	782.90	1041.63	1426.66	1823.04
减: 少数股东损益	24.63	34.62	35.68	47.47	65.02	83.08
归属母公司股东净利润	394.34	509.39	747.22	994.16	1361.64	1739.96

资料来源：Wind、首创证券研发部

表 3：盈利预测—资产负债表

资产负债表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	790.78	2926.14	3271.49	3975.13	4988.79	6541.25
应收和预付款项	835.37	1221.69	1710.46	1883.15	2014.90	2125.48
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	1646.02	2067.59	1164.37	1164.37	1164.37	1164.37
长期股权投资	0.00	18.62	32.22	32.22	32.22	32.22
投资性房地产	74.53	91.98	112.75	105.50	98.26	91.01
固定资产和在建工程	212.23	181.99	165.60	147.65	125.95	100.50
无形资产和开发支出	216.71	345.72	280.94	278.17	276.22	276.22
其他非流动资产	340.31	544.28	1046.33	1006.72	967.12	967.12
资产总计	4115.95	7398.02	7784.15	8592.90	9667.81	11298.16
短期借款	424.20	1176.00	480.00	315.88	62.26	0.00
应付和预收款项	234.13	605.65	1172.69	1181.20	1188.90	1193.71
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1370.09	1972.24	1863.56	1863.56	1863.56	1863.56
负债合计	2028.42	3753.88	3516.25	3360.64	3114.72	3057.26
股本	763.78	1445.70	2044.97	2044.97	2044.97	2044.97
资本公积	353.82	915.39	496.90	496.90	496.90	496.90
留存收益	908.55	1188.78	1646.88	2563.77	3819.57	5424.30
归属母公司股东权益	2026.15	3549.87	4188.74	5105.63	6361.44	7966.16
少数股东权益	61.39	94.27	79.16	126.63	191.65	274.74
股东权益合计	2087.54	3644.14	4267.90	5232.27	6553.09	8240.90
负债和股东权益合计	4115.95	7398.02	7784.15	8592.90	9667.81	11298.16

资料来源：Wind、首创证券研发部

表 4：盈利预测—现金流量表

现金流量表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	-921.86	450.60	2294.31	976.38	1382.49	1733.23
投资性现金净流量	-97.37	-205.24	-434.24	-68.39	-68.39	-68.39
筹资性现金净流量	849.86	1836.53	-1468.76	-204.35	-300.44	-112.38
现金流量净额	-169.37	2081.95	391.38	703.64	1013.66	1552.46

资料来源：Wind、首创证券研发部

分析师简介

韩笑，房地产行业分析师，伦敦大学学院巴特莱特建筑学院房地产理学硕士，1年房地产行业从业经历，2年证券行业研究经历。

免责声明

本报告由首创证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
行业投资评级	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现