

# 世联行 (002285)

证券研究报告  
2017年11月02日

## 前三季度业绩亮眼，金融及互联网+业务保持高增长

**事件：**世联行发布三季报，2017年前三季度实现营业收入51.95亿元，同比增长23.88%；归属上市公司股东的净利润为5.32亿元，同比增长40.2%；每股收益0.26元，同比增长36.84%；全年业绩预期同比增长20%-50%。

### 前三季度业绩增长超四成，互联网+业务发展迅猛为主因

2017年前三季度业绩增长较快，主要原因是互联网+业务（房联宝）发展迅猛，前三季度实现收入14.28亿元，同比增长60.73%，在所有业务中占比28%，同时，毛利率同比上升15.04个百分点，贡献业绩大幅增加，公司互联网+业务落地178城、B端的良好品牌和入口，交易达成极为顺畅。房联宝项目和代理项目重合的占3成，互联网+业务成为公司业务的重要增长点。

### 金融业务放贷规模持续扩大，收入超去年全年

公司金融服务业务在全国范围内为有房及租房人士提供短期资金融通服务，积极进入存量市场，截止到2017年6月30日，贷款余额为32.98亿元，比上年同期增长105.22%，2017年前三季度金融服务收入4.62亿，超过去年全年，同比增长23%，在所有业务中占比9.04%。公司金融服务业务毛利率较高，2016年超过55%，预计17年全年金融业务将贡献更多利润。

### 未结算代理资源丰富，锁定未来收入

2017年前三季度，公司累计实现代理销售套数37.08万套，已实现但未结算的代理销售额约3869亿元，其中属于公司全资子公司的未结算代理销售额约3284亿元，将在未来的3至9个月为公司带来约24.8亿元的代理费收入，公司链接盘源及客源能力较强，未结算代理费较多，17年四季度及18年上半年代理收入确定性较强。

### 集中式长租公寓龙头，运营管理能力较强

公司大力布局长租公寓业务，通过“房屋托管+标准装修+管理服务”模式，将碎片化的房源个人房源整合，截止至2017年6月30日，公司旗下的红璞公寓已经进入了深圳、广州、杭州、武汉、厦门、合肥、成都、济南、宁波等27个城市，全国签约间数4万多间，为目前国内集中式长租公寓的龙头企业，其中公司占据了广州、杭州、武汉的集中式公寓市场的第一名。目前公寓的出租率已稳定在良好状态，公寓构建后一个月出租率达91.2%，第二个月出租率为94.5%，租赁服务运营能力较强。

### 投资建议

公司2017前三季度业绩同比增长超四成，其中互联网+业务规模效应显著，毛利率同比提升；金融服务业务进展顺利，公司多元业务协同并进。我们看好公司作为集中式长租公寓的龙头规模快速增长以及运营管理能力提升。我们预计公司2017-2019年EPS为0.47元，0.63元和0.81元，对应PE分别为27X，20X和16X，首次覆盖，给予“买入”评级，6个月内目标价18.90元。

**风险提示：**金融服务业务开展受阻，长租公寓业务进展不达预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,710.55	6,269.92	8,445.58	10,979.26	13,614.28
增长率(%)	42.39	33.10	34.70	30.00	24.00
EBITDA(百万元)	834.35	1,141.22	1,428.50	2,164.33	2,727.13
净利润(百万元)	509.39	747.22	971.17	1,294.85	1,665.00
增长率(%)	29.17	46.69	29.97	33.33	28.59
EPS(元/股)	0.25	0.37	0.47	0.63	0.81
市盈率(P/E)	51.27	34.95	26.89	20.17	15.68
市净率(P/B)	7.36	6.23	5.34	4.37	3.61
市销率(P/S)	5.54	4.17	3.09	2.38	1.92
EV/EBITDA	25.37	10.23	15.92	10.08	7.79

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	房地产/房地产开发
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	12.57元
目标价格	18.90元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	2,044.97
流通A股股本(百万股)	1,702.04
A股总市值(百万元)	25,705.26
流通A股市值(百万元)	21,394.59
每股净资产(元)	2.24
资产负债率(%)	59.03
一年内最高/最低(元)	13.56/6.62

### 作者

王茜	分析师
SAC执业证书编号：S1110516090005	
wangqian@tfzq.com	
付雅婷	联系人
fuyating@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告



## 1. 前三季度业绩增长超四成，互联网+业务发展迅猛为主因

2017 年前三季度业绩增长较快，主要原因是互联网+业务（房联宝）发展迅猛，前三季度实现收入 14.28 亿元，同比增长 60.73%，在所有业务中占比 28%，同时，毛利率同比上升 15.04 个百分点，贡献业绩大幅增加，公司互联网+业务落地 178 城、B 端的良好品牌和入口，交易达成极为顺畅。房联宝项目和代理项目重合的占 3 成，互联网+业务成为公司业务的重要增长点。

## 2. 金融业务放贷规模持续扩大，收入超去年全年

公司金融服务业务在全国范围内为有房及租房人士提供短期资金融通服务，积极进入存量市场，截止到 2017 年 6 月 30 日，贷款余额为 32.98 亿元，比上年同期增长 105.22%，2017 年前三季度金融服务收入 4.62 亿，超过去年全年，同比增长 23%，在所有业务中占比 9.04%。公司金融服务业务毛利率较高，2016 年超过 55%，预计 17 年全年金融业务将贡献更多利润。

## 3. 未结算代理资源丰富，锁定未来收入

2017 年前三季度，公司累计实现代理销售套数 37.08 万套，已实现但未结算的代理销售额约 3869 亿元，其中属于公司全资子公司的未结算代理销售额约 3284 亿元，将在未来的 3 至 9 个月为公司带来约 24.8 亿元的代理费收入，公司链接盘源及客源能力较强，未结算代理费较多，17 年四季度及 18 年上半年代理收入确定性较强。

## 4. 集中式长租公寓龙头，运营管理能力较强

公司大力布局长租公寓业务，通过“房屋托管+标准装修+管理服务”模式，将碎片化的房源个人房源整合，截止至 2017 年 6 月 30 日，公司旗下的红璞公寓已经进入了深圳、广州、杭州、武汉、厦门、合肥、成都、济南、宁波等 27 个城市，全国签约间数 4 万多间，为目前国内集中式长租公寓的龙头企业，其中公司占据了广州、杭州、武汉的集中式公寓市场的第一名。目前公寓的出租率已稳定在良好状态，公寓构建后一个月出租率达 91.2%，第二个月出租率为 94.5%，租赁服务运营能力较强。

## 5. 股权激励计划行权条件较高，彰显管理层业务发展信心

公司拟向激励对象授予 6000 万份股票期权，约占公司股本总额 2,044,969,122 股的 2.93%；涉及的激励对象共计 746 人；行权价格为每股 11.95 元；股票期权的行权条件为公司 2017~2019 年的营业收入分别不低于 80 亿元、110 亿元和 143 亿元。2017 年行权条件为营收不低于 80 亿元，假设能实现 17 年公司收入将同比增长达 27.6%，2018 年和 2019 年如能达到行权条件，营收增长率将分别达到 37.5%和 30%，连续三年较高速增长，可见公司对现有房联宝、金融服务等公司业务发展速度的信心。

## 6. 投资建议

公司 2017 前三季度业绩同比增长超四成，其中互联网+业务规模效应显著，毛利率同比提升；金融服务业务进展顺利，公司多元业务协同并进。我们看好公司作为集中式长租公寓的龙头规模快速增长以及运营管理能力提升。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.47 元，0.63 元和 0.81 元，对应 PE 分别为 27X，20X 和 16X，首次覆盖，给予“买入”评级，6 个月内目标价 18.90 元。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,926.14	3,271.49	5,489.63	7,136.52	8,849.28
应收账款	1,050.27	1,264.85	1,941.91	2,169.48	2,964.22
预付账款	62.63	225.03	49.45	376.50	107.14
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,176.39	1,384.96	1,651.49	1,994.30	1,631.07
<b>流动资产合计</b>	<b>6,215.43</b>	<b>6,146.32</b>	<b>9,132.48</b>	<b>11,676.80</b>	<b>13,551.72</b>
长期股权投资	18.62	32.22	24.41	32.55	37.19
固定资产	181.99	165.60	132.60	99.58	68.65
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	51.61	4.72	19.66	650.42	441.19
其他	930.37	1,435.29	1,179.98	1,282.57	1,266.05
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,182.59</b>	<b>1,637.83</b>	<b>1,356.65</b>	<b>2,065.12</b>	<b>1,813.08</b>
<b>资产总计</b>	<b>7,398.02</b>	<b>7,784.15</b>	<b>10,489.13</b>	<b>13,741.92</b>	<b>15,364.80</b>
短期借款	1,176.00	480.00	1,188.12	1,452.37	1,920.94
应付账款	501.20	1,099.72	583.98	1,887.87	991.69
其他	2,031.85	1,935.95	1,980.61	2,004.04	2,147.55
<b>流动负债合计</b>	<b>3,709.04</b>	<b>3,515.67</b>	<b>3,752.71</b>	<b>5,344.28</b>	<b>5,060.17</b>
长期借款	0.00	0.00	1,683.49	2,191.01	2,748.28
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	44.84	0.58	30.09	25.17	18.61
<b>非流动负债合计</b>	<b>44.84</b>	<b>0.58</b>	<b>1,713.58</b>	<b>2,216.18</b>	<b>2,766.89</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,753.88</b>	<b>3,516.25</b>	<b>5,466.28</b>	<b>7,560.46</b>	<b>7,827.06</b>
少数股东权益	94.27	79.16	136.77	212.23	303.95
股本	1,445.70	2,044.97	2,044.97	2,044.97	2,044.97
资本公积	915.39	579.53	435.94	507.74	471.84
留存收益	2,104.19	2,226.16	2,841.11	3,924.26	5,188.82
其他	(915.41)	(661.92)	(435.94)	(507.74)	(471.84)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,644.14</b>	<b>4,267.90</b>	<b>5,022.84</b>	<b>6,181.45</b>	<b>7,537.74</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>7,398.02</b>	<b>7,784.15</b>	<b>10,489.13</b>	<b>13,741.92</b>	<b>15,364.80</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	544.01	782.90	971.17	1,294.85	1,665.00
折旧摊销	39.66	44.78	14.10	218.33	218.33
财务费用	133.95	113.59	13.41	52.55	68.13
投资损失	(5.14)	(18.42)	(21.30)	(25.80)	(21.84)
营运资金变动	(183.21)	2,127.68	(1,069.69)	405.57	(925.18)
其它	(78.67)	(756.22)	57.61	75.46	91.72
<b>经营活动现金流</b>	<b>450.60</b>	<b>2,294.31</b>	<b>(34.69)</b>	<b>2,020.97</b>	<b>1,096.17</b>
资本支出	148.08	5.51	(33.47)	820.99	(15.27)
长期投资	18.62	13.59	(7.80)	8.14	4.64
其他	(371.94)	(453.34)	189.74	(1,710.73)	69.96
<b>投资活动现金流</b>	<b>(205.24)</b>	<b>(434.24)</b>	<b>148.47</b>	<b>(881.60)</b>	<b>59.33</b>
债权融资	1,176.00	480.00	2,871.61	3,643.39	4,669.22
股权融资	1,195.20	181.27	(62.03)	31.83	(91.44)
其他	(534.68)	(2,130.04)	(705.22)	(3,167.70)	(4,020.51)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,836.53</b>	<b>(1,468.76)</b>	<b>2,104.36</b>	<b>507.52</b>	<b>557.26</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>2,081.88</b>	<b>391.31</b>	<b>2,218.14</b>	<b>1,646.89</b>	<b>1,712.76</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>4,710.55</b>	<b>6,269.92</b>	<b>8,445.58</b>	<b>10,979.26</b>	<b>13,614.28</b>
营业成本	3,177.83	4,524.91	6,004.81	7,795.27	9,638.91
营业税金及附加	267.79	114.06	368.47	384.27	408.43
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	344.86	491.55	640.21	846.51	1,040.85
财务费用	56.11	12.36	13.41	52.55	68.13
资产减值损失	121.56	45.42	39.00	33.00	39.14
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	21.30	25.80	21.84
其他	(10.29)	(36.84)	(42.60)	(51.60)	(43.68)
<b>营业利润</b>	<b>747.55</b>	<b>1,100.05</b>	<b>1,400.98</b>	<b>1,893.45</b>	<b>2,440.66</b>
营业外收入	10.58	16.76	11.40	12.91	19.29
营业外支出	3.59	2.76	3.10	3.15	3.00
<b>利润总额</b>	<b>754.55</b>	<b>1,114.05</b>	<b>1,409.28</b>	<b>1,903.22</b>	<b>2,456.95</b>
所得税	210.54	331.16	380.51	532.90	700.23
<b>净利润</b>	<b>544.01</b>	<b>782.90</b>	<b>1,028.77</b>	<b>1,370.32</b>	<b>1,756.72</b>
少数股东损益	34.62	35.68	57.61	75.46	91.72
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>509.39</b>	<b>747.22</b>	<b>971.17</b>	<b>1,294.85</b>	<b>1,665.00</b>
每股收益(元)	0.25	0.37	0.47	0.63	0.81

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	42.39%	33.10%	34.70%	30.00%	24.00%
营业利润	33.70%	47.15%	27.36%	35.15%	28.90%
归属于母公司净利润	29.17%	46.69%	29.97%	33.33%	28.59%
<b>获利能力</b>					
毛利率	32.54%	27.83%	28.90%	29.00%	29.20%
净利率	10.81%	11.92%	11.50%	11.79%	12.23%
ROE	14.35%	17.84%	19.88%	21.69%	23.02%
ROIC	44.36%	62.15%	325.36%	92.86%	106.67%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	50.74%	45.17%	52.11%	55.02%	50.94%
净负债率	22.32%	-8.16%	-4.68%	-46.83%	-42.71%
流动比率	1.68	1.75	2.43	2.18	2.68
速动比率	1.68	1.75	2.43	2.18	2.68
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.13	5.42	5.27	5.34	5.30
存货周转率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
总资产周转率	0.82	0.83	0.92	0.91	0.94
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.25	0.37	0.47	0.63	0.81
每股经营现金流	0.22	1.12	-0.02	0.99	0.54
每股净资产	1.74	2.05	2.39	2.92	3.54
<b>估值比率</b>					
市盈率	51.27	34.95	26.89	20.17	15.68
市净率	7.36	6.23	5.34	4.37	3.61
EV/EBITDA	25.37	10.23	15.92	10.08	7.79
EV/EBIT	26.34	10.49	16.08	11.22	8.47

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com