

世联行 (002285.SZ) 买入 (首次评级)

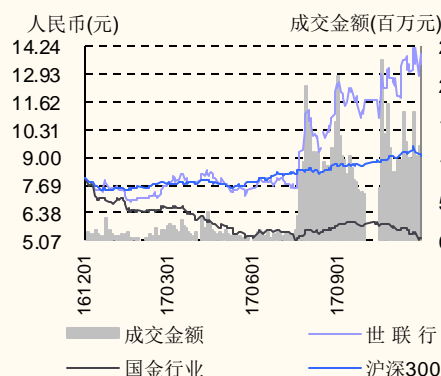
公司深度研究

市场价格 (人民币): 13.38 元

目标价格 (人民币): 16.31 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	1,702.04
总市值 (百万元)	27,348.43
年内股价最高最低 (元)	14.24/6.88
沪深 300 指数	4006.10
深证成指	10944.10



资源积累助新业务腾飞，长租崛起享政策红利

公司基本情况 (人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益 (元)	0.352	0.365	0.471	0.604	0.793
每股净资产 (元)	2.46	2.05	2.53	3.07	3.76
每股经营性现金流 (元)	0.31	1.11	-0.53	0.22	1.24
市盈率 (倍)	46.06	20.80	28.42	22.14	16.88
行业优化市盈率 (倍)	32.66	32.66	32.66	32.66	32.66
净利润增长率 (%)	29.22%	46.69%	28.79%	28.33%	31.17%
净资产收益率 (%)	14.35%	17.84%	18.59%	19.69%	21.08%
总股本 (百万股)	1,445.70	2,044.97	2,043.98	2,043.98	2,043.98

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司二十余年的代理策划服务积累了丰富的渠道资源，有力推动新业务的成长：公司代理服务、策划咨询服务的业务积累，达成的合作伙伴包括 2.1 万家开发企业、338 个政府机构、1318 万小业主以及 63 所金融机构，形成强大的资源生态圈。积累沉淀的全国范围内的 2B、2C 端资源，极大地推动了公司各项新业务的发展，形成全业务闭环。依托原有的全国性布局，公司的几项新兴业务虽然起步晚，但是都实现非常高速增长。房地产电商“房联宝”完美实现了公司线上线下资源的整合，采用营销总包模式，下沉三四线。2014-2016 年，房地产电商营业收入从 0.68 亿元增长至 14.5 亿元，年复合增长率 361%；毛利率水平从 14 年的 12% 上升至 2017 年上半年的 22%。现在强推的租赁业务，也在原有的资源布局下快速发展；
- 资源积淀造就集中式长租公寓龙头：公司主要发展集中式长租公寓——红璞公寓。集中式公寓最大的难点在房源获取环节。而公司二十余年的代理咨询服务得到政府、开发商、村集体的认可，能多渠道和低成本的获取房源，实现超过同行竞争者的发展增速。目前红璞公寓开业 4 万间左右，在手房源 10 万间，长远目标 100 万间。按照未来长租公寓总量在 2800 万间左右的假设，公司市占率能达到 3.6%。在低收益的租赁行业中，公司的长租业务净利率能达到 10%，单间房源一年净利润约 2000 元，若达到 100 万间则能贡献 20 亿净利润。公司的 2B 渠道资源、专业的营销能力、到位的服务水平，使其在拓展速度和盈利能力上超越大部分竞争者；
- 租赁消费入口拓展业务想象空间：未来 100 万间的长租公寓带来更多业务入口，比如租金贷、装修贷等产品，推动公司金融业务发展。另外，公司在改造长租公寓、进行重新装修的时候，发现这部分也是一个很大的业务量。之前公司有找一些装饰公司商谈合作，但后来发现自身有能力获取到较好的集采渠道，因此开始试水装修业务。这部分收入目前还没有体现在财报上，从明年开始，这个版块将是一个明显的增量。由租赁消费产生的流量入口未来有更多的变现可能。

投资建议

- 我们预测 17-19 年公司营业收入分别为 85.1/114.7/154.2 亿，归母净利润分别为 9.6/12.4/16.2 亿，EPS 分别为 0.47/0.60/0.79，对应当前目标价 17-19 年 PE 分别为 28.4/22.1/16.9 倍。

黄蔚

联系人
weihuang@gjzq.com.cn

张斌

分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)60230230
zhangbin@gjzq.com.cn

- 公司作为国内稀缺的集中式长租公寓标的，我们选取美国的集中式公寓运营商 EQR (33x) 和 AVB (29x) 作为对标。考虑到规模、成熟度和利润率，我们给予公司 18 年 PE 27 倍，对应未来 6-12 个月目标价 16.31 元，首次评级“买入”。

风险

- 政策不确定性，如长租公寓由国企主营，民企进入困难。
- 融资受阻，现金流紧张影响业务拓张。
- 房地产销售大幅下滑导致代理服务收入骤减，毛利率降低。
- 政策影响金融服务业务进展，收入下滑。

内容目录

公司简介	5
公司发展历程	5
股权结构	5
二十余年代理顾问积淀资源，构建公司全业务生态闭环	6
新房代理龙头，服务收入高增长	7
互联网和移动数据切入，线上线下完美结合	9
祥云战略：O2M，产品导向转集成服务	9
营销总包：用综合专业能力提升效率和盈利能力	9
领先同行：下沉三四线，链接线上数据线下资源	10
金融放款规模高增，严格把关风控管理	10
借力政策东风，租赁空间广阔	11
政策、资金助力租赁市场发展	11
机构化管理势在必行	12
万亿租赁市场规模	13
长租业务顺势而起，公寓业务大力推进	15
以集中式为核心，多模式发展	15
主要面向白领，未来拓展蓝领	16
IT平台高效管理，第三方支付节省手续费用	16
多渠道融资，推进长租布局	16
租赁市场群雄逐鹿，资源积淀造就龙头	16
渠道资源奠定龙头地位，旧改经验获多个城中村项目	16
全国布局，多地市占率榜首	18
公寓运营，服务是核心	18
长租业务可盈利，长远利润可观	19
租赁消费入口，延伸多项业务	19
盈利预测	19
风险提示	20

图表目录

图表 1：公司发展历程	5
图表 2：公司股权结构	6
图表 3：公司合作企业品牌	6
图表 4：公司全业务闭环	7
图表 5：公司收入结构变化	7
图表 6：代理服务收入	8
图表 7：公司新房代理市占率	8
图表 8：TOP10 房地产策划代理企业代理销售额及市场份额	9

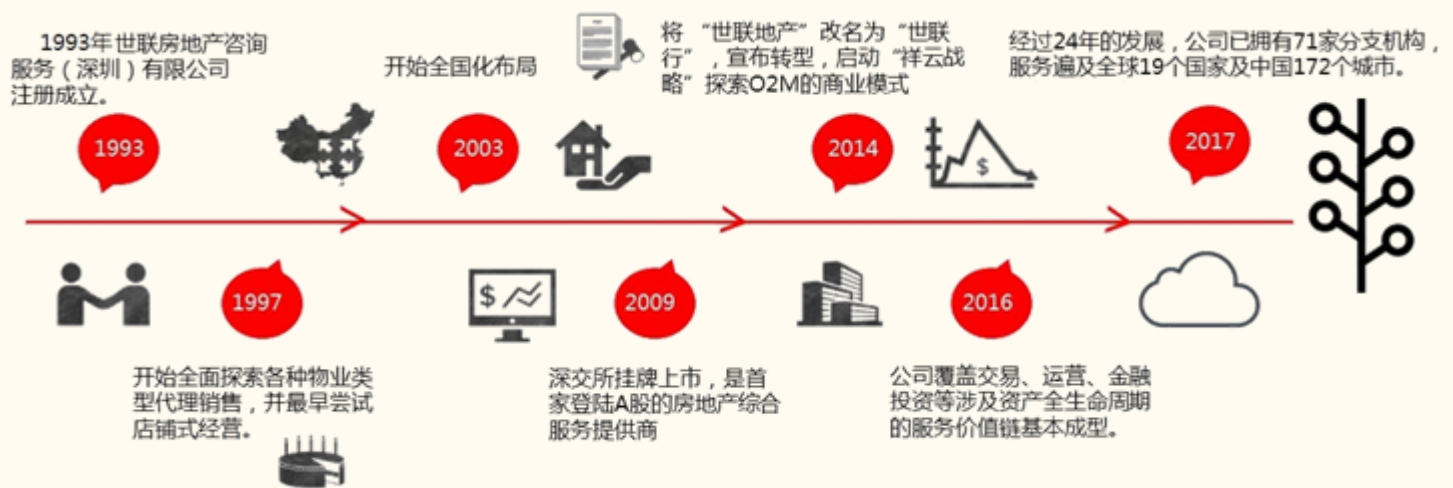
图表 9: 公司互联网+业务毛利率.....	10
图表 10: 公司互联网+业务收入 (万元)	10
图表 11: 金融服务业务收入.....	11
图表 12: 部分租赁市场支持政策.....	11
图表 13: 2012 年美国部分地区住宅租赁供给者类型.....	12
图表 14: 目前租房市场痛点.....	13
图表 15: 高校毕业生在校人数 (万人)	14
图表 16: 一线城市租金和房价分化加剧.....	14
图表 17: 租赁市场规模及长租公寓测算.....	15
图表 18: 集中式和分散式公寓.....	15
图表 19: 部分品牌长租公寓情况.....	17
图表 20: 公司旧城改造策划项目.....	17
图表 21: 广州红璞公寓房源结构.....	18
图表 22: 全国范围内红璞公寓房源结构.....	18
图表 23: 红璞公寓公共区域.....	19
图表 24: 红璞公寓内置简易厨房.....	19
图表 25: 四大板块收入及毛利率预测.....	20
图表 26: EQR 历史估值.....	20
图表 27: AVB 历史估值.....	20

公司简介

公司发展历程

- 世联行的前身是 1993 年 4 月成立的世联房地产咨询服务（深圳）有限公司。公司是国内最早从事房地产与业咨询、交易代理、价格评估、投资策划的服务机构。成立初期的主营业务为不动产估价，1997 年开始全面探索各种类型的代理销售，2003 年公司开始全国化布局。
- 公司 2009 年成功在深交所挂牌上市，成为首家登陆 A 股的房地产综合服务提供商。2014 年公司将“世联地产”改名为“世联行”，宣布转型，启动“祥云战略”探索 O2M 的商业模式。2016 年，公司覆盖交易、运营、金融投资等涉及资产全生命周期的服务价值链基本成型。
- 经过 24 年的发展，公司已拥有 71 家分支机构，服务遍及全球 19 个国家及中国 172 个城市。公司以“服务、入口、开放、平台”为原则，确立泛交易、类金融、大资管、互联网与数据服务四大核心业务板块，在保持传统业务高速增长的同时，积极布局房地产金融及存量市场，以全国领先的房地产综合服务提供商身份，继续领跑市场。

图表 1：公司发展历程

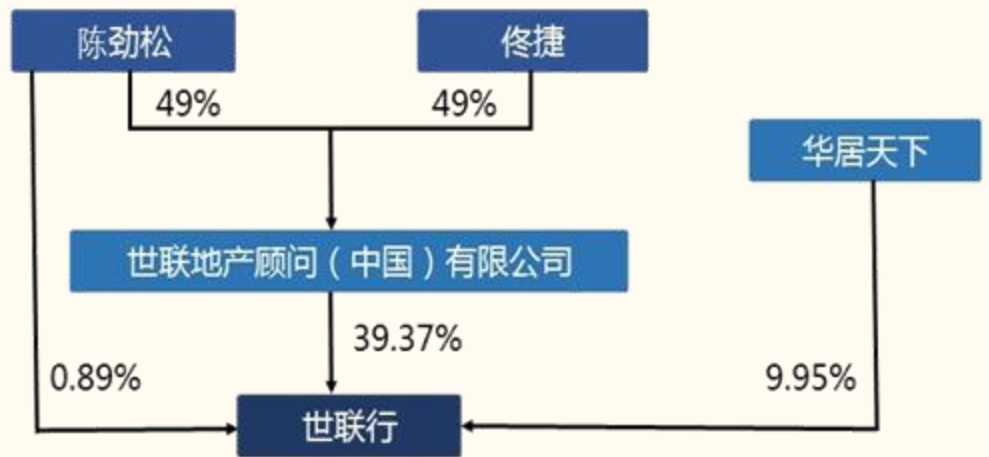


来源：公开信息、国金证券研究所

股权结构

- 公司母公司为世联地产顾问（中国）有限公司，持有公司 39.37% 的股份。公司实际控制人陈劲松、佟捷夫妇各持有母公司 49% 的股份。2015 年，搜房网子公司华居天下参与公司定增，当前持股比例 9.95%，为公司第二大股东。引入搜房网成为战略投资者也是符合当时公司的策略，通过打造互联网和大数据平台，将线下能力和线上资源完美结合。从后来公司在房地产电商、金融服务的发展看，公司成功地实现了 O2M 的转型。

图表 2：公司股权结构



来源：公司公告、国金证券研究所

二十余年代理顾问积淀资源，构建公司全业务生态闭环

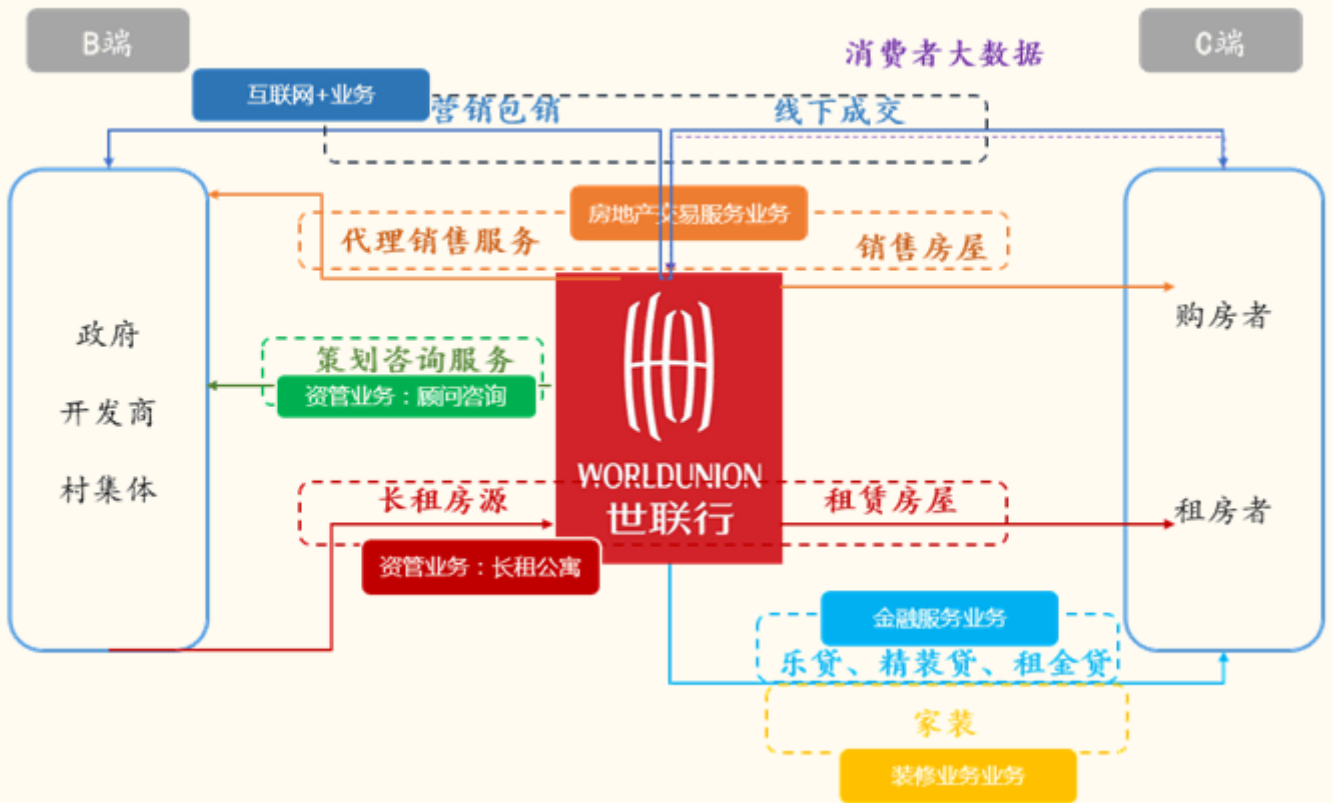
- 如上文所说，公司最早的主营业务主要为代理销售和顾问策划服务。二十余年的业务积累，公司形成了强大的线下资源。通过代理销售形成的线下资源是双向的，一边是 2B 端，和开发企业、政府、村集体等保持密切的联系，这为未来新业务获取资源（如长租公寓房源获取）做了铺垫；一方面是 2C 端，通过代理销售和购房业主进行深度接触，形成全面的消费者数据库。顾问策划服务使公司在许多具体项目上有较强的处理经验，包括旧改项目、城市更新项目等，这为后续公司的新业务开展提供了研究策划支持。
- 目前公司的合作伙伴包括 2.1 万家开发企业、338 个政府机构、1318 万小业主以及 63 所金融机构，形成强大的资源生态圈。由代理销售、顾问策划积累沉淀的 2B、2C 端资源，极大地推动了公司各项新业务的发展，形成公司全业务闭环。

图表 3：公司合作企业品牌



来源：公司官网、国金证券研究所

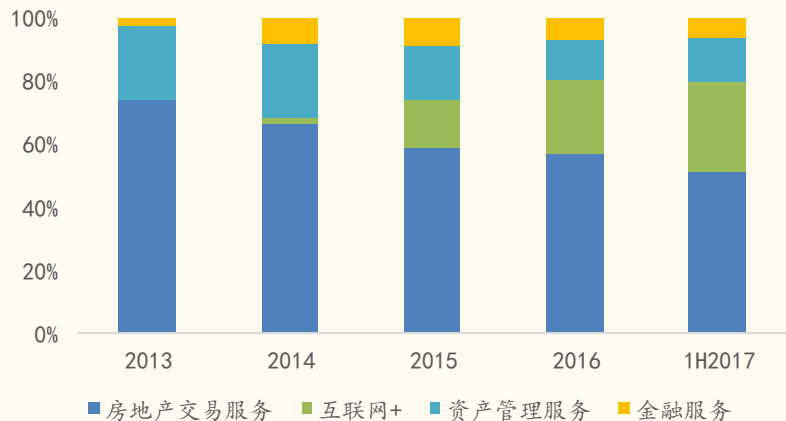
图表 4：公司业务闭环



来源：公开信息、国金证券研究所

- 公司当前的收入主要分为四大板块：1) 房地产交易服务业务；2) 互联网+业务；3) 资产管理服务业务；4) 金融服务业务。房地产交易服务包括原来的代理销售业务和经纪业务；互联网+指公司的房地产电商“房联宝”业务；资产管理服务包括公寓管理、基础物业、工商资产运营和顾问策划业务；金融服务包括各种小贷产品。其中互联网+和资产管理服务中的公寓管理业务是当前高速增长的新兴业务，在总体营业收入占比比例在提升。

图表 5：公司收入结构变化

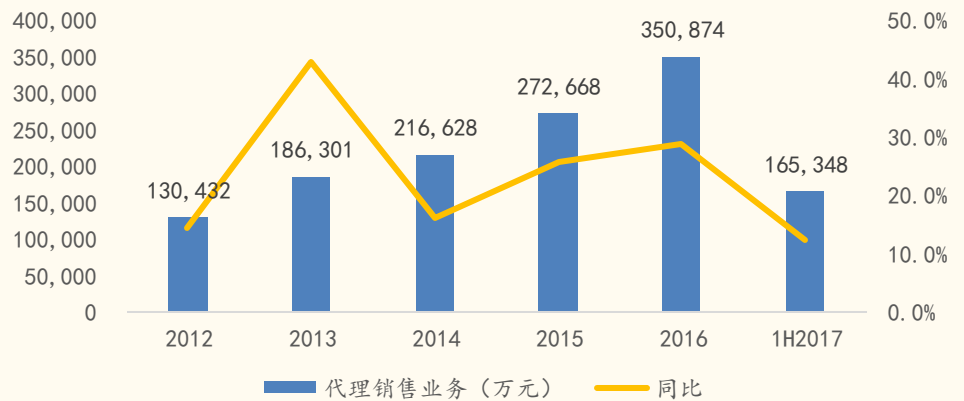


来源：公司公告、国金证券研究所

新房代理龙头，服务收入高增长

- 虽然代理交易服务收入总营收占比在下滑，但一直是公司的核心业务，并且通过代理交易，公司组织布局了强大的线下资源，具备有专业的营销能力以及优质的 2B 和 2C 端渠道。公司的代理销售业务的营收从 09 年的 5.1 亿，增长到 16 年的 35.1 亿，年复合增长率高达 31.7%，市占率也从 2011 年的 2.4% 上升至 2016 年的 4.3%。2017 年前三季度，公司实现代理销售套数 37.08 万套。公司目前累计已实现但未结算的代理销售额约 3,869 亿元，将在未来的 3 至 9 个月为公司带来约 29.7 亿元的代理费收入。公司在济南、深圳、合肥、惠州、厦门和珠海等城市代理销售规模都超过百亿，尤其济南、合肥公司的业务覆盖了全省。

图表 6：代理服务收入



来源：wind、国金证券研究所

图表 7：公司新房代理市占率

	代理销售金额 (亿元)	同比	全国销售规模 (亿元)	市场份额
2011 年	1,424	17.0%	59,119	2.4%
2012 年	2,111	48.2%	64,456	3.3%
2013 年	3,175	50.4%	81,410	3.9%
2014 年	3,218	1.4%	76,292	4.2%
2015 年	4,309	33.9%	87,281	4.9%
2016 年	5,108	18.5%	117,627	4.3%

来源：wind、国金证券研究所

- 交易服务业务涵盖新房、存量、电商、海外交易，当前新房交易代理服务业务仍占最高的比重。新房代理交易服务主要为开发商提供从土地规划，到市场定位、营销代理的一体化服务，通过代理销售新房获取佣金。目前全国范围内的新房销售代理龙头企业有世联行、房天下、中原地产、易居中国等。根据房天下统计，2015 年综合实力 TOP10 企业一手物业代理销售额均值为 1495 亿元，市场份额 17%。世联行 15 年代理销售金额超过 4000 亿元，市占率高达 4.9%，远超 top10 新房代理企业的平均值，处于新房代理行业的领先地位。

图表 8: TOP10 房地产策划代理企业代理销售额及市场份额



来源：房天下、国金证券研究所

互联网和移动数据切入，线上线下一完美结合

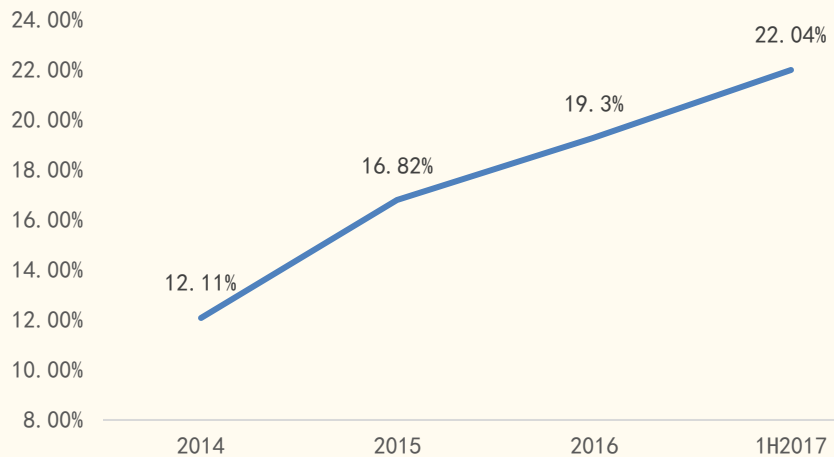
祥云战略：O2M，产品导向转集成服务

- 公司在 14 年提出启动“祥云战略”，探索 O2M 模式。其中，O 是 Offline、Organization，代表线下组织能力的建设与打造；M 是 Mobile Internet、Middle office，代表移动互联解决方案，和以数据分析、客户定制、产品设计构成的中台能力。同时，公司原名“世联地产”改为“世联行”。将“地产”两个字换掉，强调的是公司非重资产地产公司，不在公开市场拍地；公司主要采取轻资产模式，是服务型公司。“行”，一是代表“交易”，二是有专业聚集的意思。随着公司业务的多元化，需要积聚其他多种多样的服务，公司不仅仅做代理、咨询，还有金融服务、资产管理服务等等。做销售代理、做咨询顾问，这是产品导向。祥云战略的核心就是由产品导向转向以客户为中心的集成服务。这里的客户有两个，一个是机构客户，一个是 2C 的小业主。

营销总包：用综合专业能力提升效率和盈利能力

- 公司转型后，开始大力发展互联网+业务——房地产电商。房地产电商的业务模式，大致分为三个阶段。第一阶段团购模式，通过售卖打折券的方式从购房人手中获取电商服务费，利用这部分服务费帮助开发商进行网络及线下营销活动，包括利用其网络流量帮助开发商安排看房团等，典型的如搜房网。第二个阶段渠道平台，整合包括 C 端及渠道的客户来源输送给案场，进行撮合，收取的是佣金。渠道分销模式用的多的企业如房多多。第三个阶段是营销总包，除了整合渠道来源的客户之外，还对项目整体的营销进行整合，包括广告投放、现场活动等一切对促进成交有关的活动。这样就包括几个收入的来源，传统的信息服务费、开发商给的佣金和开发商为了服务进行的付费。
- 目前公司主要发展营销总包模式，截至今年上半年公司营销总包项目 235 个，占总项目数 35%，总包项目已产生创收占总营收 41%。营销总包对房地产电商来说，需要综合全面的能力：链接盘源、客源，内场、外场打造，线上、线下整合等等，而这些正是公司超越其他同行的核心竞争力。由于营销能力的专业性和全面性，公司通过发展营销总包业务有效提高运营效率，也提升了电商业务的利润率。公司电商业务的毛利率水平从 14 年的 12% 上升至 2017 年上半年的 22%，三年时间毛利润率上升近 10 个百分点。

图表 9：公司互联网+业务毛利率

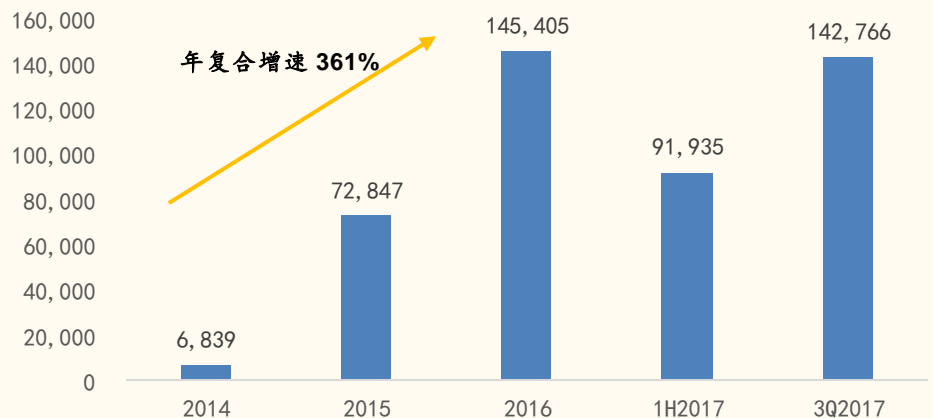


来源：公司公告、国金证券研究所

领先同行：下沉三四线，链接线上数据线下资源

- 依托公司 B 端渠道优势、营销专业水平、强大的数据支持和资金实力，房地产电商产品“房联宝”收入持续高增长。高效的房地产电商业务，与公司传统的交易代理业务互补。2014-2016 年，互联网+业务收入从 0.68 亿元增长至 14.5 亿元，年复合增长率 361%。今年前三季度房地产电商产品“房联宝”收入占总营业收入的 28%，达到 14.3 亿元，同比增长 61%。相比于大多数房地产电商仍旧局限于一二线，公司积极把握三四线市场热度和机会迅速布局，快速下沉三四线。另外“房联宝”推行“全民营销”。对公司联盟店成员输出 APP 平台，链接线下经纪人。所有联盟店成员可以通过移动 APP 共享公司的整个楼盘数据库，在促成交易后能获得平台的服务费分成。通过公司本身网店和联盟店的全国布局，再叠加“全民营销”的全面铺开，有效降低了电商业务的获客成本，迅速扩大电商营销规模。公司以一二线为中心，新增三四线城市 73 个，累计链接 2 万间经纪门店，接待直销咨询报名 40 多万人次、在 23 个大中城市实现市场份额 Top3。

图表 10：公司互联网+业务收入（万元）



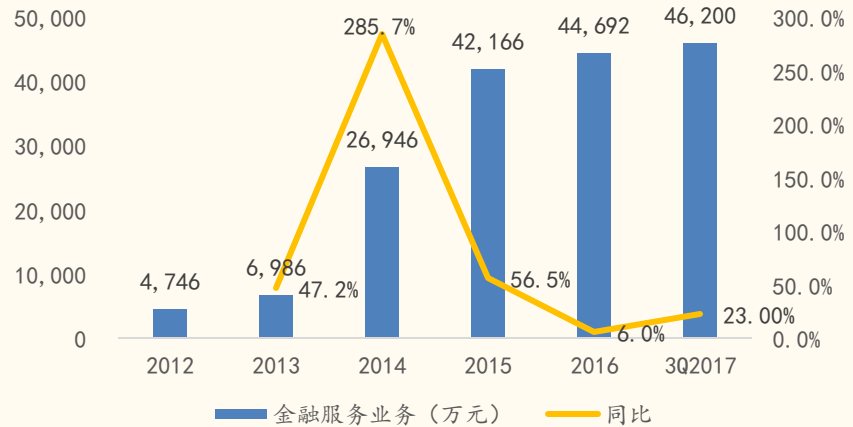
来源：wind、国金证券研究所

金融放款规模高增，严格把关风控管理

- 公司二十余年代理服务的积累，有着基于购房者的多方位数据。公司每年一千多个案场，30 万成交客户，而且与客户之间都是深度接触。对于客户的消费习惯、喜好、家庭构成，公司有全面的数据库。截至目前公司数据覆盖全国 22 个重点城市，7 万个存量小区。以大数据为基础，公司针对各类场景客户研发上线多款信贷产品。另外公司今年推进合伙策略，有效整

合了 200 家行业渠道，整合线上线下资源，集合进入存量市场。今年前三季度，公司各类信贷产品放款金额同比增加 75.5 亿，贷款余额同比增长 105.2%，带动金融服务业务同比增长 23%，毛利率上升 7.9 个百分点。16-17 年全国开始限制首付贷和消费贷入楼市，金融贷款方面增速较前两年有所放缓。另外，通过消费者大数据，公司还可以进行有效的风控管理，坏账率很低。17 年上半年，公司不良率同比降低 30%，确认核销的贷款占房贷额比例降到了 0.3%，防控能力强。

图表 11：金融服务业务收入



来源：公司公告、国金证券研究所

借力政策东风，租赁空间广阔

政策、资金助力租赁市场发展

- 今年被称为“租赁元年”，无论是在政策上密集出台相关指示文件，还是金融机构给与资金支持和产品创新，都在积极推动租赁市场的完善和发展。在 2016 年国务院印发《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》的顶层设计下，今年多地出台相应的住房租赁支持政策。7 月 20 日住建部等九部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。同时选取了广州、深圳、南京等 12 个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。

图表 12：部分租赁市场支持政策

时间	颁布单位	名称	内容
2017/9/15	上海市政府	《关于加快培育和发展本市住房租赁市场的实施意见》	加快培育和发展住房租赁市场；到 2020 年，基本形成多主体参与、多品种供应、规范化管理的住房租赁市场体系
2017/8/28	深圳市规土委	《深圳市住房租赁试点工作方案》(征求意见稿)	深圳各级政府、新区管委会应于 2017 年底前至少组织开展一项“城中村”规模化租赁试点工作。“十三五”期间，通过收购、租赁、改建等方式收储不低于 100 万套(间)村民自建房或村集体自有物业
2017/8/18	南京市政府	《南京市住房租赁试点工作方案》	研究出台符合条件的承租人享受与本地居民同样的基本公共服务政策措施，建立承租人权利清单，逐步实现 购租同权
2017/8/17	北京住建厅	《关于加快发展和规范管理本市住房租赁市场的通知(征求意见稿)》	强化住房租赁管理服务，增加租赁住房供应；承租人为非本市户籍家庭的，可根据住房租赁监管平台登记备案的信息，依法申请办理其适龄子女在出租住房所在区接受 义务教育的手续
2017/7/20	住建部等 9 部委	《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》	在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场，并选取了广州、深圳、南京等 12 大城市作为首批住房租赁试点
2017/7/17	广州市政府	《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》	到 2020 年，广州市要形成政府、企业和个人互相补充、协同发展的租赁住房供应体系；符合条件的 承租人子女将享有就近入学等公共服务权益
2017/6/3	国务院	《对于加速培养和打开居处租借商场的若干定见》	全面布置加速培养和打开居处租借商场工作
2017/5/19	成都市民政局	《成都市中心城区公共租赁	到 2017 年年底，将组建或改建 3 至 4 家国有住房租赁公司。更多

时间	颁布单位	名称	内容
2017/3/19	沈阳市政府	《2017年沈阳房屋租赁条例及管理办法》	<p>住房管理办法》</p> <p>的地方租赁平台在搭建</p> <p>今年12月底前将出台城市房屋租赁管理办法，并组建两家国有住房租赁平台公司，通过建设、改建、收购或长期租赁等方式取得房源并负责房源的租赁运营和管理。预计到2020年，沈阳市国有住房租赁平台公司形成一定的市场规模，持有的住房租赁房源占全市增量的20%、总量的10%</p>

来源：公开信息、国金证券研究所

- 除了政策支持外，今年在资本市场上也做了不少金融创新。2017年1月10日，“魔方公寓信托受益权资产支持专项计划”设立，募集资金总额为3.5亿元，底层资产为魔方中国及其魔方北京、魔方上海、魔方广州3个子公司经营的30处物业的部分公寓未来三年租金收入。相较业内10%的平均融资成本，魔方公寓融资成本仅为6-7%。这是中国ABS发行历史上首单公寓行业资产证券化产品，具有金融创新意义，更是给以轻资产运营为主的公寓行业打开了新的融资渠道。
- 10月23日，国内首单央企租赁住房REITs——中联前海开源-保利地产租赁住房一号资产支持专项计划（简称“保利租赁住房REITs”，募集规模50亿）获得上海证券交易所审议通过。此前，“新派公寓权益型房托资产支持专项计划”（募集规模2.7亿）也在深圳证券交易所正式获批发行。两单类REITs产品分别在深交所、上交所获批通过，为中国租赁住房证券化的风向标。资产证券化和REITs正成为住房租赁行业金融创新的重要手段，帮助其开拓融资渠道以及降低融资成本。随着相关政策的出台和明确，标准化的公募REITs有望破冰。
- 与此同时，银行也加大了对住房租赁的介入力度。11月3日，中国建设银行分别与万科、恒大、碧桂园等11家房企签署住房租赁战略合作协议，推出的包括“CCB建融家园”在内的长租房源共计5481套，并发布个人住房租赁贷款产品。10月30日，碧桂园与中信银行开启“购租并举”的第一单。双方签约长租住宅保障性基金战略合作，中信银行将为碧桂园在长租住宅领域提供300亿保障性基金，在长租住宅（碧桂园拟开发100万间）开发建设、投资孵化、持有运营、后期退出等方面展开。从金融机构的角度看，住房金融产品从售卖延伸到租赁。过去通过开发贷、个人按揭贷款等方式支持开发商建房、个人买房，如今则通过支持机构房东、发放租房贷等方式大力发展租赁消费场景。

机构化管理势在必行

- 我国租赁市场的机构渗透率目前仅为2%，远小于发达国家。在美国租赁供给主体中，专业化的公寓经营公司是出租企业中最重要主体。根据美国人口调查局统计，虽然美国不同区域比例略有不同，但在大部分地区公寓租赁占整体住房出租比例都在35%以上。在日本，租赁房屋有八成以上是由专业机构统一运营管理。

图表 13：2012年美国部分地区住宅租赁供给者类型

地区名称	产业名称	占住宅租赁业比例	占房地产业比例
Etowah County, Alabama	公寓出租业	78.3%	22.2%
Jefferson County, Alabama	公寓出租业	90.2%	15.4%
Lee County, Alabama	公寓出租业	92.2%	25.4%
Montgomery County, Alabama	公寓出租业	94.8%	20.5%
Pike County, Alabama	公寓出租业	67.4%	54.7%
Sumter County, Alabama	公寓出租业	51.5%	51.5%
Cochise County, Arizona	公寓出租业	78.0%	14.7%
Coconino County, Arizona	公寓出租业	92.5%	19.3%
Yuma County, Arizona	公寓出租业	36.5%	9.9%
Craighead County, Arkansas	公寓出租业	53.1%	12.0%
Drew County, Arkansas	公寓出租业	40.0%	17.0%

来源：Census Bureau、2012 Census Geographic Area Series、国金证券研究所

- 租赁市场机构化对稳定租金及租赁双方关系有重要意义。传统的租赁市场存在多个痛点，无论是租客端还是房东端。根据《北京青年人才住房状况调研报告》显示，在调研中仅有 26.31% 表示在租房过程中未遇到权益受损问题。通过机构化统一管理，能够解决不少租赁市场目前存在的问题。在租期上，机构相比个人房东在房屋出租业务的持续上将更为稳定。在租客匹配上，机构出于项目的整体定位、氛围营造、管理便捷性等角度考虑，会倾向于将同类型同层次的租客进行匹配。在信息上，机构定期的信息披露更能保障租客获取信息的真实性。在服务上，机构相比于个人更能发挥集约化优势，提供包括设备换修，清洁打扫等标准化服务。

图表 14：目前租房市场痛点



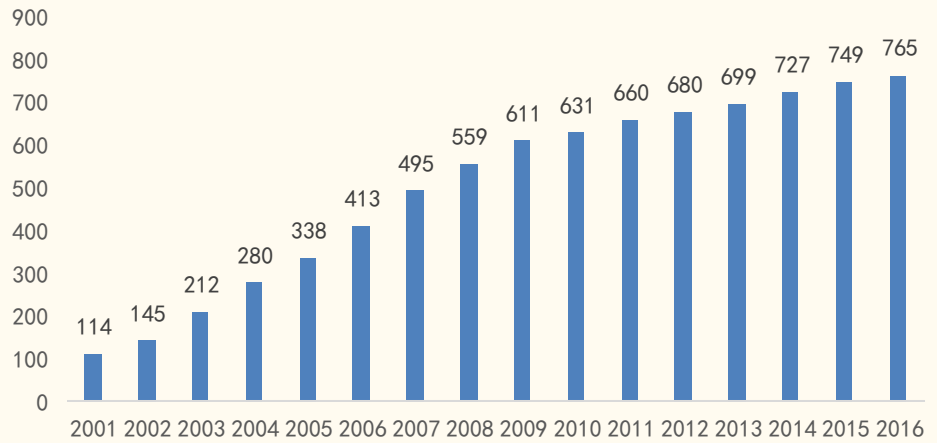
来源：国金证券研究所

- 发展租赁专业机构也多次在中央会议和相关文件中提及。2016 年中央经济会议提出“鼓励发展以住房租赁为主营业务的专业化企业”；2017 年中央经济会议提出“要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展”。2017 年 7 月 18 日，住建部、国家发改委、公安部等九部门联合发布《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，鼓励国有、民营的机构化、规模化住房租赁企业发展，鼓励房地产开发企业、经纪机构、物业服务企业设立子公司拓展住房租赁业务。在国家大力推行“租售并举”、规范我国租赁市场的宏观战略下，机构专业化管理势在必行。

万亿租赁市场规模

- 2016 年我国流动人口总数已达 2.45 亿。这部分人群受收入水平、户籍因素等限制，居住方式以租房为主，为我国租赁市场的主要群体。根据国家卫计委发布的《中国流动人口发展报告》，2013 年流动人口家庭中租赁住房的比例为 67.3%，我们按照流动人口中 68% 的比例租房计算，约有 1.67 亿流动人口需要租房。近五年的高校毕业生生人数约 0.36 亿人。假设其中 70% 在就业地落户且 80% 在租房，合计租房人数 0.2 亿。

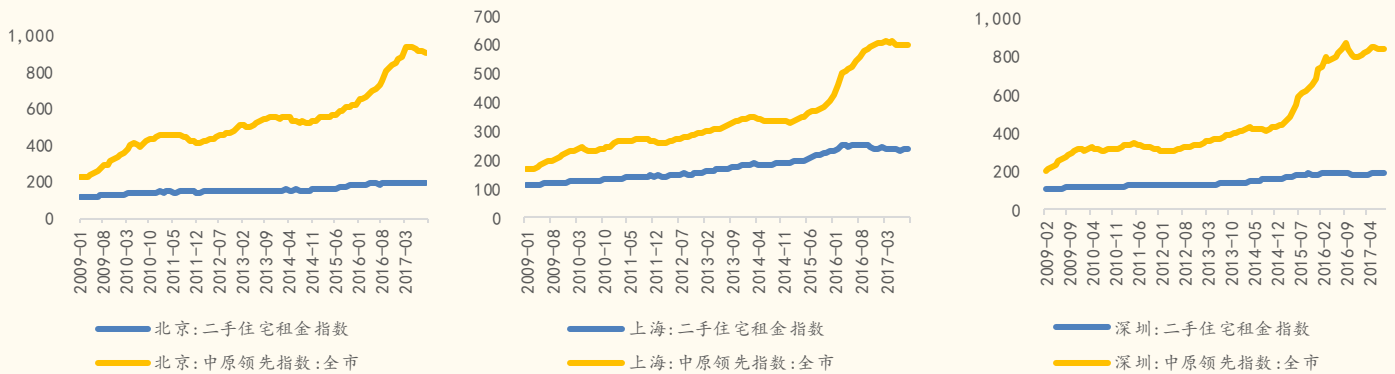
图表 15: 高校毕业生在校人数 (万人)



来源: 中国教育在线、国金证券研究所

- 近年来房价和租金涨幅的逐渐分化, 部分居住需求被动从购房市场外溢到租房市场, 购房者的首置年龄被推后, 流动人口、高校毕业生停留在租房市场的时间拉长。随着房价高企对购房者的挤出效应, 租房比例还会提升, 租房将成为未来城市新居民解决居住需求的主要途径。

图表 16: 一线城市租金和房价分化加剧



来源: wind、国金证券研究所

- 流动人口按照户均 (每户 2.6 人) 年租租金 2 万元、高校毕业生人均年租金 1.2 万元计算, 大致判断当前租金规模在 1.52 万亿水平, 对应 8400 万间的租赁房屋需求。未来五年按照租房比例和租金价格分别上涨 10% 的比例测算, 五年后全国租赁市场规模约 1.85 万亿, 租赁房屋 9240 万间。按照 30% 机构化的比例假设, 未来机构专业管理的长租公寓大约 2800 万间。

图表 17: 租赁市场规模及长租公寓测算

项目	项目	数值	计算公式
流动人口	流动人口 (亿人)	2.45	A
	流动人口租房比例	68%	B
	租房流动人口 (亿人)	1.67	C=A*B
	户均人数 (人/户)	2.6	D
	户数 (亿)	0.64	E=C/D
	户均租金 (万元/年)	2	F
	流动人口租金规模	1.28	G=E*F
高校毕业生	五年高校毕业生 (亿人)	0.36	H
	租赁比例	0.56	I=70%*80%
	高校租赁人口 (亿人)	0.20	J=H*I
	人均租金 (万元/年)	1.2	K
	高校毕业生租金规模	0.24	L=J*K
租金规模	当前总租金规模 (亿元)	1.52	M=G+L
	五年后租金规模 (亿元)	1.84	N=M*1.1*1.1
间数规模	租赁需求间数 (万间)	9240	O=(E+J)*10000*1.1
	机构比例	30%	P
	机构长租公寓间数 (万间)	2772	Q=O*P

来源: 国家统计局、国金证券研究所

长租业务顺势而起, 公寓业务大力推进

- 公司 2014 年开始试水公寓业务, 先从短租产品做起。在今年全国长效机制的战略指引以及自上而下租赁市场大力推动的宏观环境下, 公司着力发展长租公寓品牌——红璞公寓。

以集中式为核心, 多模式发展

- 长租公寓经营模式分为集中式及分散式。1) 集中式指的是企业通过包租、独立开发、收购或与物业持有方合作的方式获取整栋物业, 通过精细化的设计、改造与装修, 并采用标准化的品牌与服务, 最后对外整体出租公寓的模式。2) 分散式则指的是企业从分散的房东处获取物业, 再通过精细化和标准化装修, 最后对外出租的模式。由于各长租公寓的用户定位、运营方式和资金实力等方面各不相同, 因此采用的公寓模式差异较大。

图表 18: 集中式和分散式公寓

	集中式出租	分散式出租
物业获取	一般获取整栋物业, 获取方式比较多元化, 可以独立开发, 也可以采取收购、包租、与开发商合作等方式	一般从分散的个人业主处获得物业, 获取方式一般是签订长期租赁合同 (3-5 年)
现金流	前期的资金投入较大	前期资金投入较小, 且可通过控制租金支付频率来实现“滚雪球”式包租
管理成本	容易产生规模效应, 后期的管理成本, 特别是人力成本较低	在房源量较大的时候, 需要有强大的管理系统以控制成本
业态特点	标准化程度相对更强, 租客的集聚和公共空间的安排使得集中式公寓具备较强的社交属性	由于房源区位和形态差别较大, 公寓标准化程度较低, 社交属性较弱
典型品牌	万科泊寓、龙湖冠寓、世联红璞公寓等	链家自如、我爱我家相寓、优客逸家等

来源: 公开信息、国金证券研究所

- 公司在尝试了两种模式之后, 确定集中式为主要发展方向, 因为分散式管理中有几个问题不好解决: 1) 分散式对应的个人业主, 一般不愿意长租, 签约年份一般不超过 3 年。2) 业主违约。个人业主如果要卖房, 这个不可控。3) 分散式公寓管理中人房比较难提升。相较集中式, 不容易实现集约

化管理，人员成本偏大。4) 管理人员行为直接关系到利润，不好掌控。举个例子，分散式的“管家”是能够直接决定给业主的租金，这部分直接影响差价，差价直接影响利润。但是集中式则是直接由总部进行议价，对成本利润的控制直接有效。

- 除了集中式公寓包租，公司也发展一些不同的经营模式，如：合作建房，跟村委合作建房，持有一定的股权，这个是往更重的资产做；代理运营，收取托管服务费，这是往轻资产发展。公司的综合能力可以让公司在不同情况下选择较为合适的运营方式。但整体看，仍旧以集中式的包租为主要手段。

主要面向白领，未来拓展蓝领

- 红璞公寓的目标客群是城市“白领”，尤其是毕业不久的大学生。从规模上看，每年高校毕业生 700 万人，按前文的测算高校部分的租房人数 1300 万人。如果再加上专科等非本科的年轻人，这个数字还可以翻倍。2600 万人按照一年 2 万租金，那就是 0.5 万亿。所以这块是公司当前长租公寓的主要客群。另外，公司接下去还会发展“蓝领”公寓，这个面向的是收入更低的人口，包括一些工人、家政服务人员。这部分人因为收入因素，租期是很稳定的，他们可能一辈子不会在一二线买房，长期需要通过租赁解决租房问题。

IT 平台高效管理，第三方支付节省手续费用

- 公司人房比在 1:60，单人管理的熟练度还在提升中。另外公司的 IT 平台功能强大，保证公司的标准化运营和实时管控，实现了官网、微信和 APP 三方面服务入口。财务方面，平台实现了支付一体化，租金和账单都可以通过微信、支付宝和 apple pay。通过第三方支付平台，有效减轻财务对账压力。以广州为例，1 万间房运营只需要 1.5 个财务。同时利用第三方支付平台还可以节省手续费用，费率从 0.6% 减少到 0.3%-0.4%，意味着 4.5 万间房的运营量一年就能节省 225 万手续费。在合同签订方面，运用电子合同，方便快捷，成交一单只需半个小时，相比传统签约节省了人工成本。另外平台系统录入租金收入规模、客户来访渠道、投诉保修信息等，能够最快反馈，最及时处理。

多渠道融资，推进长租布局

- 公司拟公开发行 A 股可转换公司债券，总规模不超过 17.30 亿元，期限为自发行之日起六年。公司拟在经济相对发达、租房租赁需求强劲的城市采用租赁方式建设 5.32 万间长租公寓，项目总投资金额 19.17 亿元，其中募集资金投入金额 17.30 亿元。如果可转债顺利发行，将极大帮助解决资金瓶颈，助力长租公寓业务发展。
- 另外一些资本方也主动找到公司，在目前资管监管更为严格的宏观环境下，世联行这样的优质企业对资本方更具吸引力。公司也在探索一些 ABS 的融资途径，用更多元化的融资渠道支持长租公寓的发展。

租赁市场群雄逐鹿，资源积淀造就龙头

渠道资源奠定龙头地位，旧改经验获多个城中村项目

- 今年在政策和资金支持下，长租公寓遍地开花，开发商、创业企业纷纷加速公寓布局。根据中国饭店协会公寓委员会统计，到 2015 年底国内拥有规模公寓企业超过 500 家，全国的长租公寓规模大概在 300-500 万间。从规模上看，分散式企业较容易快速扩充房源数量，如从房地产服务中介出身的链家自如和我爱我家的相寓。但从运营角度看，分散式管理难度大，因此一般创业公司、开发商主要选择集中式模式。在集中式的长租公寓品牌中，世联行通过公司原有的资源基础，实现了超过同行竞争者的发展增速。目前公司开业 4 万间左右，在手房源 10 万间。

图表 19：部分品牌长租公寓情况

公司名称	房间数量	布局城市
主要集中式		
魔方公寓	3 万间	北上广深、南京、武汉、苏州等 15 个城市
YOU+	21 个社区 5000 间	北上广为主，布局杭州、福州、深圳、成都、大连、苏州等城市
世联行红璞公寓	在手房源超 10 万间 目前开业约 4 万间	广深、武汉、南京、合肥、杭州、宁波、成都等 29 个城市
万科泊寓	近 30000 间	已上线 25 个城市，广州、上海、北京、深圳、厦门、合肥、重庆、沈阳、乌鲁木齐、宁波等
龙湖冠寓	全年开业 15000 间	重庆、成都、西安、北京、厦门等 16 个城市
旭辉领寓	7000 间	北京、南京、无锡、苏州、上海、杭州、厦门、重庆等 13 座城市
主要分散式		
自如	40 万间	主要在北上深
相寓	50 万间	北京、上海、杭州、苏州、南京、太原、郑州、武汉、长沙等 11 个城市

来源：公开信息、国金证券研究所

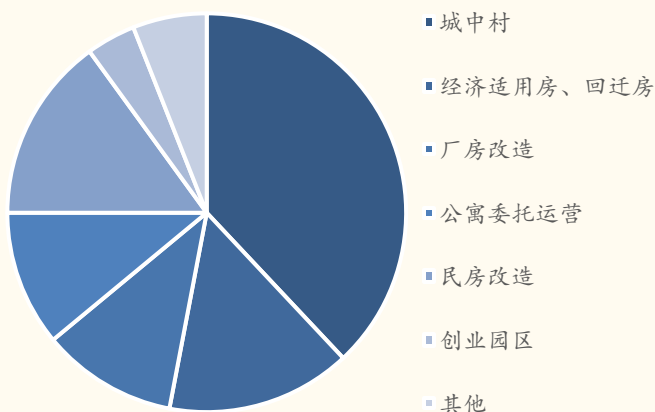
- 集中式公寓最大的难点在房源获取环节。而公司二十余年的代理咨询服务得到政府、开发商的认可，形成了公司强大的渠道优势。2007-2016 年，公司策划业务累计服务 388 个政府单位，7115 个开发商。公司具备优秀的综合服务能力，使得地方政府、国企、城中村希望与其合作，盘活资产，提升价值。尤其对于一些城中村项目，拥有所有权的村集体一般不具有改造能力，往往租不上价。而世联行在旧改方面有较广的资源以及经验。引进世联行，可以对房源进行整体改造，负责全面的专业管理，提升资产价值，获得品牌溢价。世联行取得房源，收取租金差价；城中村获得改造提升租住率，同时委托世联行管理解放人力成本，实现双赢。目前公司获取的房源中，最大比例即是来自城中村，占比达到 28%。作为公司最大市场份额的广州，城中村项目比例达到 38%。

图表 20：公司旧城改造策划项目

地区	项目	地区	项目
	深圳市水贝村旧城改造项目	海南	海口城发海甸溪北岸改造项目
	深圳市岗厦村旧村改造项目		三亚湾阳光海岸项目
	深圳市福田区委旧址改造	昆明	昆明六合村
	深圳市鹿丹村重建发展策划	合肥	合肥坝上街旧改项目
深圳	福田区 15 个城中村改造项目	广州	番禺雄峰钟村项目
	盐田三、四村和西山吓村旧城改造项目	佛山	佛山顺德陈村改造项目
	永庆村、小径墩村搬迁改造项目	南宁	南宁市三个城中村
	南山区大冲村	海南	海口城发海甸溪北岸改造项目
	罗湖区七个城中村		三亚湾阳光海岸项目
	南山区沙河五村项目		

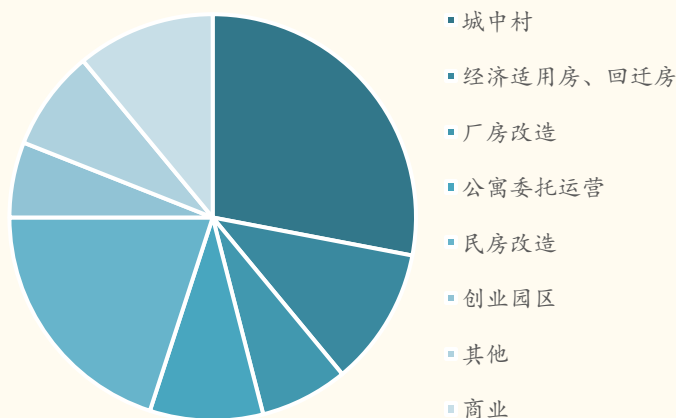
来源：公司资料、国金证券研究所

图表 21：广州红璞公寓房源结构



来源：公司资料、国金证券研究所

图表 22：全国范围内红璞公寓房源结构



来源：公司资料、国金证券研究所

- 国企开发商也将成为租赁市场的重要主体，但在运营方面的专业能力较为欠缺。而公司在代理交易服务的过程中，和各个开发商都形成良好的合作关系，能够提供从规划、定位到营销、运营等全方面的服务，所以在租赁市场上，国企地产开发商也通常会找公司进行合作。以武汉为例，公司从开发商获得的项目有 18 个，占武汉总项目数的 72%。另外，公司主要采取包租的模式，租约一般为 10、15 到 20 年。除了包租，公司也会尝试如与村集体合作建房（参股）、代理政府运营等运营模式，加速房源拓展。综上，公司较单纯的创业公司，在房源获取上有自身先天的优势。

全国布局，多地市占率榜首

- 公司的红璞公寓已布局 29 个城市，包括广州、杭州、武汉、济南等。公司目前在手房源超过 10 万间，房源 36%来自于超过 60 家知名开发商，42%来自于 90 个村 140 个项目。房源 72%集中在六大城市：广州、武汉、杭州、西安、郑州及成都。近期九部委公布的 12 个首批住房租赁试点城市，公司都有常设团队，并且在其中 10 个城市已经开展了长租公寓工作，公司的布局迎合了政策的推动。其中单独广州房源 2 万间，平均租金 1800 元/月。红璞公寓在广州的公寓市场、武汉和杭州的集中式公寓市场市占率都做到了第一，在成都、郑州、济南等城市市场排名也进入第一梯队。
- 公司长期的数量目标是 100 万间，根据前文推算，全国市场专业化管理公寓数量约 2800 万间，市占率约 3.6%，保持龙头领先地位（美国租赁房源的最大持有者 Greystar Real Estate Partners 市占率不到 2%）。

公寓运营，服务是核心

- 公司是做服务出身的，无论是交易代理，还是顾问咨询，都是给不同对象提供相应的服务。这和一些开发商从销售快周转到自持运营相比，有先天的运营基因和优势。
- 长租公寓的主要客群是“白领”，这部分人员的诉求主要包括要有好的服务、租金不能太贵、要住得有尊严。公司摒弃很多分散式公寓会造成的“群租”情况，打造的房源每个都很完整，一般大小在 30 平左右，都有自己的卫生间。另外每间房都配备电磁炉，满足一些客群的做饭需求。这些能很好的提高租住体验。公共空间上会安置一些例如跑步机之类的健身器材。

图表 23：红璞公寓公共区域



来源：公开信息、国金证券研究所

图表 24：红璞公寓内置简易厨房



来源：公开信息、国金证券研究所

- 对于未来可能发展的“蓝领”公寓，设计会不同，主要在面积上会明显缩小，可能只有 8 平方米左右，有个“住”的地方。并且公司仍旧会让每个租户有单独的房间，解决群租的电线乱拉、安全隐患、租住体验等方面的问题。这部分客群当前主要还住在一些农民房、棚户区，虽然公司提供的房源面积不大，但是整体环境和设施都优于他们现在的租住环境。
- 软件是公司非常核心的竞争力，公司一直是通过服务维护核心资产：在销售案场对业主进行综合服务、通过写字楼管理对企业进行物业服务、为政府和开发商做咨询顾问服务。作为集中式长租公寓的服务品牌，红璞公寓传承了公司的服务意识，产品逐渐被市场和客户认可。租户可以在公寓中享受 wifi、贴心保洁、专属管家和社区活动。良好的口碑加优秀的营销能力，使红璞公寓的出房率稳定在良好状态，开业一个月出租率达 91%，第二个月出租率能达到 94%。

长租业务可盈利，长远利润可观

- 市场上对当前快速发展的长租公寓业务并不是都看好，因为很多运营商实际上是不赚钱的。一般开发商通过重资产运营，从拿地到建成出租，投资回收期较长，一般都在八年以上。公司目前采用的集中式包租模式，是实现盈利的。房源成本按 1300 元每月的租金计算，转租后租金一般在 2000 元以上，保守扣掉两个月空置期，年租金差在 7000 元左右。装修成本 3 万元分七年摊销，当年分摊装修成本约 4000 元。扣除营业税费和所得税后，一年 2 万租金收入创造利润约 2000 元，净利率约 10%。未来公司要建 100 万间长租公寓，对应的年利润能达到 20 亿。

租赁消费入口，延伸多项业务

- 未来 100 万间的长租公寓带来更多业务入口，比如租金贷、装修贷等产品，推动公司金融业务发展。另外，公司在改造长租公寓、进行重新装修的时候，发现这部分也是一个很大的业务量。之前公司有找一些装饰公司商谈合作，但后来发现自身有能力获取到较好的集采渠道，因此开始试水装修业务。这块业务目前还没有体现在财报上，从明年开始，这个版块将是一个明显的增量。从集采看，公司可以整合一个区域范围内所有的装修需求，把订单量做上去，企业都会找上来，并且有较好的折扣优惠。对于装饰企业而言，获客成本占了很大比例，大约占总成本的 20%。相比之下公司做装饰有很大优势。通过装修业务的闭环，也可以降低整体公寓项目的装修成本，进一步提升利润率。

盈利预测

- 基于房地产市场增速放缓的宏观判断，公司房地产交易服务部分增速下滑，18、19 年增长率下降至 25%，同时毛利率略微下降，预测 17-18 年毛利率分别为 30%/29.8%/29.6%（此前公司的代理服务利润率都在 30%以上）。

- 资产管理服务中的公寓管理刚起步，前两年增速较缓。随着长租公寓的快速铺开，资产管理服务收入将迅速提升。今年长租公寓收入部分差不多能到2亿，顾问和物业管理在8亿左右收入，全年判断有10亿以上的资管服务收入。净利润率上半年由于公寓布局的前期支出为负，全年确认租金收入后会有所回升，18-19年公寓成熟后利润率还有上升空间（除公寓以外的顾问和物业管理毛利率在20%左右）。
- 金融服务今年虽然在报表上没确认为收入，但是由于放贷的高增长，明年会从收入端体现出来。预测未来三年同比增速20%，毛利率63%。
- 互联网+之前一直是高速增长，基数增大后判断增速有所回落，预测未来同比增速60%/55%/50%。毛利率在22%的水平。

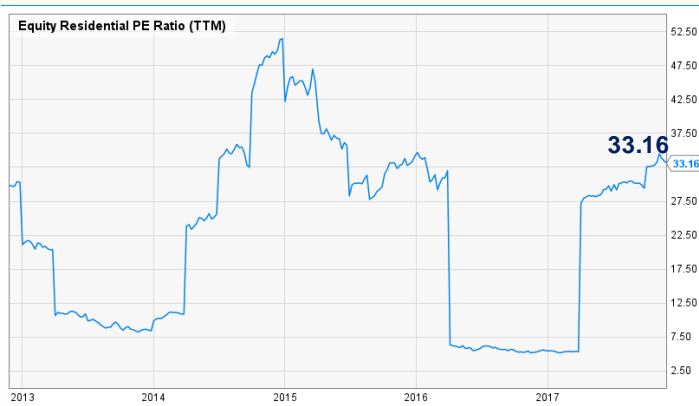
图表 25：四大板块收入及毛利率预测

	2016	1H2017	2017E	2018E	2019E
房地产交易服务	356,744	173,668	460,546	575,683	719,603
yoy	29.4%	12.5%	29.1%	25.0%	25.0%
毛利率	31.8%	28.5%	30.0%	29.8%	29.6%
资产管理服务	80,151	47,131	104,196	145,875	204,225
yoy	0.0%	25.4%	30.0%	40.0%	40.0%
毛利率	8.0%	-10.0%	5.0%	11.0%	12.0%
金融服务	44,692	21,029	53,630	72,401	97,741
yoy	6.0%	-19.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	55.2%	63.1%	63.0%	63.0%	63.0%
互联网+	145,405	91,935	225,378	333,559	466,983
yoy	99.6%	61.3%	60.0%	55.0%	50.0%
毛利率	19.3%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%

来源：公司公告、国金证券研究所

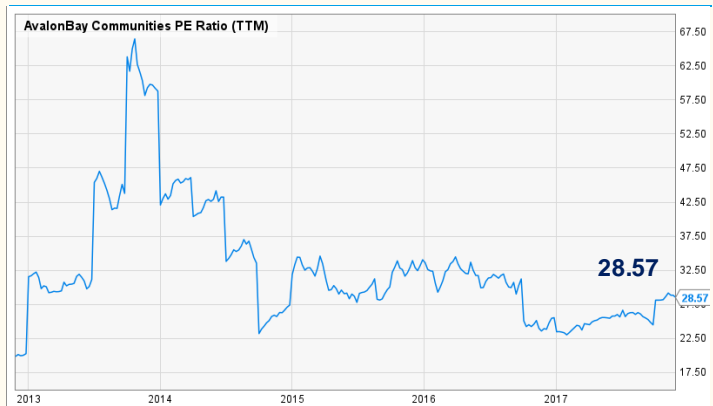
- 我们预测 17-19 年公司营业收入分别为 85.1/114.7/154.2 亿，归母净利润分别为 9.6/12.4/16.2 亿，EPS 分别为 0.47/0.60/0.79，对应当前目标价 17-19 年 PE 分别为 28.4/22.1/16.9 倍。
- 公司作为国内稀缺的集中式长租公寓标的，我们选取美国的龙头集中式公寓运营商 EQR (33x) 和 AVB (29x) 作为对标。考虑到规模、成熟度和利润率，我们给予公司 18 年 PE 27 倍，对应未来 6-12 个月目标价 16.31 元，首次评级“买入”。

图表 26：EQR 历史估值



来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表 27：AVB 历史估值



来源：Bloomberg、国金证券研究所

风险提示

- 政策不确定性，如长租公寓由国企主营，民企进入困难。
- 融资受阻，现金流紧张影响业务扩张。

- 房地产销售大幅下滑导致代理服务收入骤减，毛利率降低。
- 政策影响金融服务业务进展，收入下滑。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	3,308	4,711	6,270	8,511	11,465	15,420	货币资金	791	2,926	3,271	3,000	3,600	4,300
增长率		42.4%	33.1%	35.7%	34.7%	34.5%	应收账款	810	1,159	1,485	2,776	3,740	4,875
主营业务成本	-2,189	-3,178	-4,525	-6,227	-8,390	-11,368	存货	0	0	0	2	2	3
%销售收入	66.2%	67.5%	72.2%	73.2%	73.2%	73.7%	其他流动资产	38	63	241	5,695	7,048	7,678
毛利	1,119	1,533	1,745	2,284	3,075	4,052	流动资产	3,272	6,215	6,146	11,473	14,390	16,856
%销售收入	33.8%	32.5%	27.8%	26.8%	26.8%	26.3%	%总资产	66.0%	77.8%	75.3%	85.7%	87.2%	86.9%
营业税金及附加	-185	-268	-114	-224	-312	-490	长期投资	202	369	691	703	792	912
%销售收入	5.6%	5.7%	1.8%	2.6%	2.7%	3.2%	固定资产	212	182	166	152	225	590
营业费用	0	0	0	0	0	0	%总资产	8.6%	3.4%	2.5%	1.1%	1.4%	3.0%
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	236	366	360	629	623	619
管理费用	-318	-345	-492	-610	-894	-1,203	非流动资产	844	1,183	1,638	1,921	2,115	2,537
%销售收入	9.6%	7.3%	7.8%	7.2%	7.8%	7.8%	%总资产	34.0%	22.2%	24.7%	14.3%	12.8%	13.1%
息税前利润 (EBIT)	616	920	1,139	1,451	1,869	2,359	资产总计	4,116	7,398	7,784	13,394	16,505	19,393
%销售收入	18.6%	19.5%	18.2%	17.0%	16.3%	15.3%	短期借款	424	1,176	480	1,411	1,629	160
财务费用	0	-56	-12	-40	-82	-29	应付款项	234	606	1,173	2,784	3,768	5,098
%销售收入	0.0%	1.2%	0.2%	0.5%	0.7%	0.2%	其他流动负债	1,325	1,927	1,863	3,602	4,029	5,208
资产减值损失	-59	-122	-45	-13	-4	-6	流动负债	1,984	3,709	3,516	7,797	9,426	10,465
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	6	6	6
投资收益	2	5	18	5	5	5	其他长期负债	45	45	1	300	650	1,050
%税前利润	0.4%	0.7%	1.7%	0.4%	0.3%	0.2%	负债	2,028	3,754	3,516	8,103	10,082	11,521
营业利润	559	748	1,100	1,403	1,787	2,329	普通股股东权益	2,026	3,550	4,189	5,177	6,272	7,686
营业利润率	16.9%	15.9%	17.5%	16.5%	15.6%	15.1%	少数股东权益	61	94	79	115	151	186
营业外收支	4	7	14	3	3	3	负债股东权益合计	4,116	7,398	7,784	13,394	16,505	19,393
税前利润	563	755	1,114	1,406	1,790	2,332	比率分析						
利润率	17.0%	16.0%	17.8%	16.5%	15.6%	15.1%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-144	-211	-331	-408	-519	-676	每股指标						
所得税率	25.6%	27.9%	29.7%	29.0%	29.0%	29.0%	每股收益	0.516	0.352	0.365	0.471	0.604	0.793
净利润	419	544	783	998	1,271	1,656	每股净资产	2.653	2.455	2.048	2.531	3.067	3.759
少数股东损益	25	35	36	36	36	36	每股经营现金净流	-1.218	0.305	1.114	-0.527	0.223	1.236
归属于母公司的净利润	394	509	747	962	1,235	1,620	每股股利	0.060	0.040	0.080	0.100	0.110	0.120
净利率	11.9%	10.8%	11.9%	11.3%	10.8%	10.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	19.46%	14.35%	17.84%	18.59%	19.69%	21.08%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	9.58%	6.89%	9.60%	7.18%	7.48%	8.35%
净利润	419	544	783	998	1,271	1,656	投入资本收益率	18.25%	13.76%	16.86%	14.70%	15.24%	18.43%
少数股东损益	25	35	36	36	36	36	增长率						
非现金支出	86	152	74	33	26	56	主营业务收入增长率	29.07%	42.39%	33.10%	35.75%	34.71%	34.49%
非经营收益	-4	50	-72	138	69	79	EBIT增长率	22.62%	49.39%	23.84%	27.34%	28.79%	26.22%
营运资金变动	-1,431	-304	1,493	-2,247	-909	735	净利润增长率	25.13%	29.22%	46.69%	28.79%	28.33%	31.17%
经营活动现金净流	-930	442	2,278	-1,079	457	2,527	总资产增长率	64.79%	79.74%	5.22%	72.07%	23.22%	17.50%
资本开支	-30	-30	-139	-363	-84	-369	资产管理能力						
投资	-69	-179	-304	-12	-90	-120	应收账款周转天数	63.0	60.4	53.6	55.0	55.0	55.0
其他	2	4	9	5	5	5	存货周转天数	NA	NA	NA	0.1	0.1	0.1
投资活动现金净流	-97	-205	-434	-370	-169	-484	应付账款周转天数	3.9	2.6	2.1	3.0	2.6	2.6
股权募资	6	1,123	99	10	15	20	固定资产周转天数	23.4	14.1	9.6	6.4	4.3	13.9
债权募资	529	649	-687	1,236	568	-1,069	偿债能力						
其他	315	64	-881	-69	-270	-294	净负债/股东权益	-17.56%	-48.03%	-65.41%	-24.25%	-20.48%	-39.18%
筹资活动现金净流	850	1,837	-1,469	1,177	313	-1,343	EBIT利息保障倍数	-1,903.1	16.4	92.2	35.9	22.7	82.4
现金净流量	-178	2,073	375	-271	600	700	资产负债率	49.28%	50.74%	45.17%	60.50%	61.09%	59.41%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	7	12	13	31
增持	0	5	7	10	20
中性	1	2	2	3	5
减持	0	0	1	1	1
评分	3.00	1.64	1.64	1.70	1.58

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

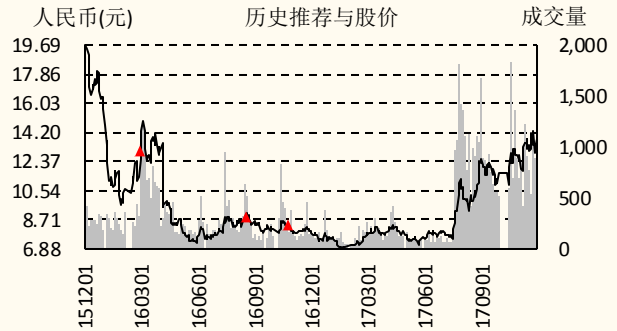
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-03-01	买入	12.56	N/A
2	2016-08-19	买入	8.93	11.00~12.00
3	2016-10-25	买入	8.43	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH