

世联行 (002285.SZ) 买入 (维持评级)

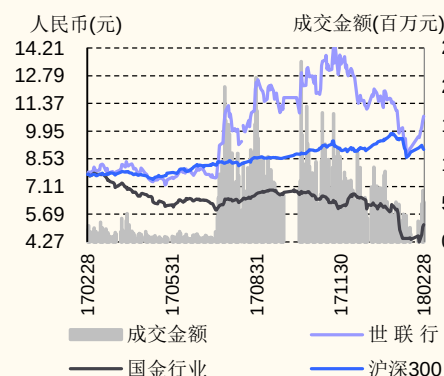
公司点评

市场价格 (人民币): 10.72 元

目标价格 (人民币): 14.49 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)	21,911.45
年内股价最高最低(元)	14.24/7.18
沪深 300 指数	4023.64
深证成指	10828.73



相关报告

1.《资源积累助新业务腾飞,长租崛起享政策红利-世联行公司深度研究》, 2017.12.1

盈利能力增强,持续受益租赁市场发展

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	0.491	0.628	0.861
每股净资产(元)	2.46	2.05	2.48	3.11	3.87
每股经营性现金流(元)	0.31	1.11	-0.72	0.33	1.44
市盈率(倍)	30.42	29.34	21.85	17.07	12.46
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%	34.24%	27.99%	37.03%
净资产收益率(%)	14.35%	17.84%	19.23%	20.18%	22.23%
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

业绩简评

■ **业绩高增长, 利润率提升:** 2017 年公司营业收入和归母净利润分别同比增加 31.63%、34.24%, 实现高速增长。同时, 归母净利率 12.2% 为近四年最高值。加权平均 ROE 21.92%, 同比增加 2.45 个百分点。营收方面, 增长比较突出的是公司房联宝电商业务, 通过较高壁垒的营销总包模式发展, 保持高增速; 盈利能力增强一个是互联网+业务的利润率提高, 另外高利润率的金融服务业务 2017 年占比会有所提升。长租业务当前还未直接贡献利润, 主要还是在战略布局阶段, 加速规模的扩张, 提高市占率。

■ **“租售同权”受益标的, 集中式公寓龙头:** 受益“租售同权”的推行, 在如今“房住不炒”、回归房屋使用属性的环境下, 资金和资源都对租赁运营企业有所倾斜。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, 能多渠道和低成本获取房源, 实现超过同行竞争者的发展增速。2017 年世联行红璞公寓进入 27 个城市, 开业 4 万间左右, 广州、武汉、杭州红璞公寓在当地集中式公寓中市占率排第一位。在手房源 10 万间, 长远目标 100 万间, 将持续受益于租赁市场的完善和发展。

投资建议

■ 预测 18/19 年归母净利润分别为 12.8/17.6 亿, EPS 分别为 0.63/0.86。公司为 A 股稀缺的集中式长租公寓标的, 目前 18 年对应 PE 仅 17 倍。对比美国集中式公寓运营商龙头 EQR 和 AVB 分别为 34/24 倍。考虑到公司长租业务还未真实体现利润, 金融业务高增速受到监管未来预期会有所放缓, 下调公司 18 年估值至 23 倍, 对应目标价 14.49 元。维持买入评级。

风险提示

- 长租业务开拓前期垫付较多资金, 现金流紧张影响业务进一步扩张。
- 房地产销售大幅下滑导致代理服务收入骤减, 利润率降低。
- 政策严控金融服务业务, 收入和利润率下滑。

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

事件

- 世联行发布 2017 年度业绩快报，2017 年度公司营业收入 82.5 亿元，同比增长 31.63%；归母净利润 10 亿元，同比增长 34.24%。基本每股收益为 0.49 元。

点评

业绩高增长，利润率提升

- 2017 年公司营业收入和归母净利润分别同比增加 31.63%、34.24%，实现高速增长。同时，归母净利率 12.2% 为近四年最高值。加权平均 ROE 21.92%，同比增加 2.45 个百分点。营收方面，增长比较突出的是公司房联宝电商业务，通过较高壁垒的营销总包模式发展，保持高增速（15-16 年同比增速分别为 965%、100%）；盈利能力增强一个是互联网+业务的利润率提高，另外高利润率的金融服务业务 2017 年占比会有所提升。
- 房联宝电商业务，前三季度公司新增三四线城市 73 个，累计链接 2 万多间经纪门店，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。长租业务当前还未直接贡献利润，主要还是在战略布局阶段，加速规模的扩张，提高市占率。金融业务 2017 年有较大的增长，前三季度贷款金额同比增长 207%。

“租售同权”受益标的，集中式公寓龙头

- 受益“租售同权”的推行，在如今“房住不炒”、回归房屋使用属性的环境下，资金和资源都对租赁运营企业有所倾斜。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，能多渠道和低成本获取房源，实现超过同行竞争者的发展增速。2017 年世联行红璞公寓进入 27 个城市，开业 4 万间左右，广州、武汉、杭州红璞公寓在当地集中式公寓中市占率排第一位。在手房源 10 万间，长远目标 100 万间，将持续受益于租赁市场的完善和发展。

投资建议

- 预测 18/19 年归母净利润分别为 12.8/17.6 亿，EPS 分别为 0.63/0.86。公司为 A 股稀缺的集中式长租公寓标的，目前 18 年对应 PE 仅 17 倍。对比美国集中式公寓运营商龙头 EQR 和 AVB 分别为 34/24 倍。考虑到公司长租业务还未真实体现利润，金融业务高增速受到监管未来会有所放缓，下调公司 18 年估值至 23 倍，对应目标价 14.49 元。维持买入评级。

风险提示

- 长租业务开拓前期垫付较多资金，现金流紧张影响业务进一步扩张。
- 房地产销售大幅下滑导致代理服务收入骤减，利润率降低。
- 政策严控金融服务业务，收入和利润率下滑。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	3,308	4,711	6,270	8,253	11,259	15,420
增长率		42.4%	33.1%	31.6%	36.4%	37.0%
主营业务成本	-2,189	-3,178	-4,525	-5,875	-8,067	-11,123
%销售收入	66.2%	67.5%	72.2%	71.2%	71.7%	72.1%
毛利	1,119	1,533	1,745	2,378	3,192	4,296
%销售收入	33.8%	32.5%	27.8%	28.8%	28.3%	27.9%
营业税金及附加	-185	-268	-114	-217	-306	-490
%销售收入	5.6%	5.7%	1.8%	2.6%	2.7%	3.2%
营业费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-318	-345	-492	-591	-878	-1,203
%销售收入	9.6%	7.3%	7.8%	7.2%	7.8%	7.8%
息税前利润 (EBIT)	616	920	1,139	1,570	2,007	2,603
财务费用	18.6%	19.5%	18.2%	19.0%	17.8%	16.9%
财务费用	0	-56	-12	-56	-106	-30
%销售收入	0.0%	1.2%	0.2%	0.7%	0.9%	0.2%
资产减值损失	-59	-122	-45	-12	-5	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	5	18	5	5	5
%税前利润	0.4%	0.7%	1.7%	0.3%	0.3%	0.2%
营业利润	559	748	1,100	1,507	1,902	2,572
营业利润率	16.9%	15.9%	17.5%	18.3%	16.9%	16.7%
营业外收支	4	7	14	2	3	3
税前利润	563	755	1,114	1,510	1,905	2,575
利润率	17.0%	16.0%	17.8%	18.3%	16.9%	16.7%
所得税	-144	-211	-331	-438	-552	-747
所得税率	25.6%	27.9%	29.7%	29.0%	29.0%	29.0%
净利润	419	544	783	1,072	1,353	1,828
少数股东损益	25	35	36	69	69	69
归属于母公司的净利润	394	509	747	1,003	1,284	1,759
净利率	11.9%	10.8%	11.9%	12.2%	11.4%	11.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	419	544	783	1,072	1,353	1,828
少数股东损益	25	35	36	69	69	69
非现金支出	86	152	74	32	26	57
非经营收益	-4	50	-72	154	93	81
营运资金变动	-1,431	-304	1,493	-2,723	-798	976
经营活动现金净流	-930	442	2,278	-1,465	673	2,941
资本开支	-30	-30	-139	-364	-84	-369
投资	-69	-179	-304	-12	-90	-120
其他	2	4	9	5	5	5
投资活动现金净流	-97	-205	-434	-371	-169	-484
股权募资	6	1,123	99	10	15	20
债权募资	529	649	-687	1,638	375	-1,438
其他	315	64	-881	-84	-294	-295
筹资活动现金净流	850	1,837	-1,469	1,564	96	-1,713
现金净流量	-178	2,073	375	-271	600	744

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	791	2,926	3,271	3,000	3,600	4,344
应收款项	810	1,159	1,485	2,750	3,672	4,875
存货	0	0	0	2	2	3
其他流动资产	38	63	241	5,943	7,251	7,653
流动资产	3,272	6,215	6,146	11,695	14,526	16,876
%总资产	79.5%	84.0%	79.0%	85.9%	87.3%	86.9%
长期投资	202	369	691	703	792	912
固定资产	212	182	166	152	225	590
%总资产	5.2%	2.5%	2.1%	1.1%	1.3%	3.0%
无形资产	236	366	360	629	623	619
非流动资产	844	1,183	1,638	1,921	2,115	2,537
%总资产	20.5%	16.0%	21.0%	14.1%	12.7%	13.1%
资产总计	4,116	7,398	7,784	13,616	16,641	19,413
短期借款	424	1,176	480	1,813	1,838	0
应付款项	234	606	1,173	2,641	3,639	5,010
其他流动负债	1,325	1,927	1,863	3,490	3,930	5,147
流动负债	1,984	3,709	3,516	7,945	9,407	10,157
长期贷款	0	0	0	6	6	6
其他长期负债	45	45	1	300	650	1,050
负债	2,028	3,754	3,516	8,251	10,063	11,213
普通股股东权益	2,026	3,550	4,189	5,217	6,361	7,915
少数股东权益	61	94	79	148	217	286
负债股东权益合计	4,116	7,398	7,784	13,616	16,641	19,413

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.516	0.352	0.365	0.491	0.628	0.861
每股净资产	2.653	2.455	2.048	2.481	3.111	3.870
每股经营现金净流	-1.218	0.305	1.114	-0.716	0.329	1.438
每股股利	0.060	0.040	0.080	0.100	0.110	0.120
回报率						
净资产收益率	19.46%	14.35%	17.84%	19.23%	20.18%	22.23%
总资产收益率	9.58%	6.89%	9.60%	7.37%	7.71%	9.06%
投入资本收益率	18.25%	13.76%	16.86%	14.90%	15.71%	19.97%
增长率						
主营业务收入增长率	29.07%	42.39%	33.10%	31.63%	36.42%	36.95%
EBIT 增长率	22.62%	49.39%	23.84%	37.82%	27.82%	29.69%
净利润增长率	25.13%	29.22%	46.69%	34.24%	27.99%	37.03%
总资产增长率	64.79%	79.74%	5.22%	74.92%	22.21%	16.66%
资产管理能力						
应收账款周转天数	63.0	60.4	53.6	55.0	55.0	55.0
存货周转天数	NA	NA	NA	0.1	0.1	0.1
应付账款周转天数	3.9	2.6	2.1	3.0	2.6	2.6
固定资产周转天数	23.4	14.1	9.6	6.6	4.4	13.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-17.56%	-48.03%	-65.41%	-16.42%	-16.82%	-40.10%
EBIT 利息保障倍数	-1,903.1	16.4	92.2	28.2	19.0	86.1
资产负债率	49.28%	50.74%	45.17%	60.60%	60.47%	57.76%

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	3	4	5	6	21
增持	1	1	2	4	15
中性	0	0	0	1	3
减持	0	0	0	0	1
评分	1.25	1.20	1.29	1.55	1.60

来源：朝阳永续

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
4	2017-12-01	买入	13.38	11.50~16.31

来源：国金证券研究所

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


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为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