

## 迭代延伸、千帆隐现

### 投资要点

- **事件:** 公司发布年报, 2017 年实现营业收入 82.1 亿 (+31.0%), 实现归属于上市公司股东的净利润 10.1 亿 (+34.4%), 加权 ROE 为 21.9%, 相比 2016 年提升了 2.4 个百分点。
- **新业务收入大幅增长, 净利润首破 10 亿。** 公司收入大幅增长, 主要是因为互联网+业务 (占营业收入之比为 29.2%) 收入同比增长 61.8%、金融服务 (占营业收入之比为 9.0%) 收入同比增长 62.3%、公寓等资产服务业务 (占营业收入之比为 10.3%) 收入同比增长 68.8% 等所致。
- **巩固整合线上线下优势, 互联网+业务不断迭代。** 公司的互联网+业务通过建立综合平台, 整合营销渠道, 打通线上线下, 收取团购服务费获取购房团优惠等方式, 向开发商、渠道和购房者提供相关服务。该业务与公司的代理销售业务相互融合和促进, 进一步巩固和发扬公司在新房销售领域地推团队的优势, 与代理销售额的增速回落表现出不同的高增长趋势。截止到 2017 年末, 互联网+业务完成了 186 个城市的布局, 新增三四线城市 81 个, 合作项目累计超过 1,000 个, 累计链接超过 23,000 家供应商, 实现了从链接营销资源平台到营销总包平台的转变。
- **金融服务影响力大幅提升。** 世联金融在严格的监管环境和调控政策下, 不断升级和创新, 目前形成了 26 项产品, 在大数据风控、反欺诈及决策引擎建设等方面取得了关键进展, 行业影响力不断提升。2017 年公司放贷额达到 114.9 亿, 增长高达 280.8%, 收入 7.3 亿, 同比增长 62.3%。截止报告期末金融服务贷款余额 49.5 亿, 同比增长了 317.7%。
- **长租公寓业务进入集中式第一梯队。** 长租公寓市场是目前国家政策鼓励和引领的重要领域。公司的“世联红璞公寓”以集中式公寓为主要体现, 产品标准在 2017 年升级到 2.0, 在广州、武汉、杭州、郑州、西安等地不断落地。截止到报告期末, 公司签约数突破 10 万间, 在管运营房间约 3.5 万间, 平均出租率 81%。
- **盈利预测与评级。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.61 元、0.75 元、0.90 元, 未来三年归母净利润将保持 22% 的复合增长率。给予公司 2018 年 22 倍估值, 对应目标价 13.42 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 代理销售增速回落加快、金融业务面临去杠杆压力等。

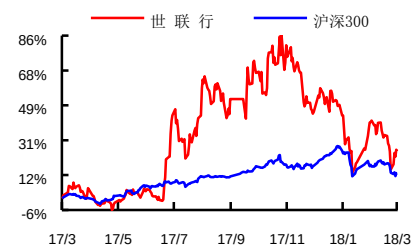
| 指标/年度          | 2017A   | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|----------------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元)     | 8211.55 | 10461.06 | 13115.91 | 16063.51 |
| 增长率            | 30.97%  | 27.39%   | 25.38%   | 22.47%   |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 1003.88 | 1252.86  | 1524.63  | 1831.02  |
| 增长率            | 34.35%  | 24.80%   | 21.69%   | 20.10%   |
| 每股收益 EPS (元)   | 0.49    | 0.61     | 0.75     | 0.90     |
| 净资产收益率 ROE     | 20.35%  | 20.59%   | 20.43%   | 20.09%   |
| PE             | 19      | 16       | 13       | 11       |
| PB             | 3.77    | 3.06     | 2.49     | 2.04     |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如  
 执业证号: S1250517060001  
 电话: 0755-23900571  
 邮箱: hhr@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|              |            |
|--------------|------------|
| 总股本(亿股)      | 20.44      |
| 流通 A 股(亿股)   | 17.02      |
| 52 周内股价区间(元) | 7.18-14.24 |
| 总市值(亿元)      | 195.61     |
| 总资产(亿元)      | 114.06     |
| 每股净资产(元)     | 2.24       |

### 相关研究

1. 世联行 (002285): 业绩符合预期, 资管金融有望爆发 (2018-02-28)
2. 世联行 (002285): 业绩增速亮眼, 盈利能力稳步回升 (2017-10-31)
3. 世联行 (002285): 长租公寓加速布局, 新业务多点开花 (2017-09-16)
4. 世联行 (002285): 持续站在政策风口, 股权激励彰显信心 (2017-08-30)
5. 世联行 (002285): 深耕地产服务链, 创新业务已成规模 (2017-08-24)

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2017A           | 2018E           | 2019E           | 2020E           | 现金流量表 (百万元)       | 2017A           | 2018E           | 2019E          | 2020E          |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|
| 营业收入          | 8211.55         | 10461.06        | 13115.91        | 16063.51        | 净利润               | 1055.84         | 1316.03         | 1602.18        | 1923.88        |
| 营业成本          | 6032.76         | 7759.40         | 9826.97         | 12107.97        | 折旧与摊销             | 112.68          | 54.57           | 56.51          | 58.48          |
| 营业税金及附加       | 60.42           | 76.97           | 96.50           | 118.19          | 财务费用              | 62.18           | 12.15           | 15.94          | 19.74          |
| 销售费用          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 资产减值损失            | 139.39          | 40.00           | 41.20          | 42.44          |
| 管理费用          | 494.24          | 789.21          | 958.15          | 1154.01         | 经营营运资本变动          | -3128.12        | 4427.70         | 601.12         | 526.99         |
| 财务费用          | 62.18           | 12.15           | 15.94           | 19.74           | 其他                | -1267.83        | -50.00          | -51.20         | -52.44         |
| 资产减值损失        | 139.39          | 40.00           | 41.20           | 42.44           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>-3025.87</b> | <b>5800.45</b>  | <b>2265.74</b> | <b>2519.09</b> |
| 投资收益          | 30.50           | 10.00           | 10.00           | 10.00           | 资本支出              | 30.32           | -20.00          | -20.40         | -20.81         |
| 公允价值变动损益      | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 其他                | -693.38         | -136.56         | -144.73        | -145.77        |
| 其他经营损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-663.06</b>  | <b>-156.56</b>  | <b>-165.13</b> | <b>-166.58</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>1471.08</b>  | <b>1793.32</b>  | <b>2187.16</b>  | <b>2631.17</b>  | 短期借款              | 1967.33         | -1447.33        | 200.00         | 300.00         |
| 其他非经营损益       | 20.02           | 21.89           | 22.75           | 22.46           | 长期借款              | 0.00            | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>1491.09</b>  | <b>1815.21</b>  | <b>2209.91</b>  | <b>2653.63</b>  | 股权融资              | 16.49           | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 435.25          | 499.18          | 607.72          | 729.75          | 支付股利              | 0.00            | -114.45         | -149.98        | -191.64        |
| 净利润           | 1055.84         | 1316.03         | 1602.18         | 1923.88         | 其他                | 889.73          | -18.01          | -15.94         | -19.74         |
| 少数股东损益        | 51.96           | 63.17           | 77.55           | 92.86           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>2873.56</b>  | <b>-1579.80</b> | <b>34.08</b>   | <b>88.62</b>   |
| 归属母公司股东净利润    | 1003.88         | 1252.86         | 1524.63         | 1831.02         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-815.95</b>  | <b>4064.09</b>  | <b>2134.70</b> | <b>2441.14</b> |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   | 2017A           | 2018E           | 2019E           | 2020E           | 财务分析指标            | 2017A           | 2018E           | 2019E          | 2020E          |
| 货币资金          | 2521.84         | 6585.93         | 8720.63         | 11161.77        | <b>成长能力</b>       |                 |                 |                |                |
| 应收和预付款项       | 3684.94         | 3786.29         | 4919.77         | 6108.68         | 销售收入增长率           | 30.97%          | 27.39%          | 25.38%         | 22.47%         |
| 存货            | 15.21           | 19.56           | 24.78           | 30.53           | 营业利润增长率           | 33.73%          | 21.91%          | 21.96%         | 20.30%         |
| 其他流动资产        | 4895.41         | 523.05          | 688.59          | 885.50          | 净利润增长率            | 34.86%          | 24.64%          | 21.74%         | 20.08%         |
| 长期股权投资        | 27.67           | 27.67           | 27.67           | 27.67           | EBITDA 增长率        | 42.24%          | 13.01%          | 21.48%         | 19.91%         |
| 投资性房地产        | 112.70          | 109.26          | 110.99          | 110.70          | <b>获利能力</b>       |                 |                 |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 177.98          | 169.97          | 161.96          | 153.95          | 毛利率               | 26.53%          | 25.83%          | 25.08%         | 24.62%         |
| 无形资产和开发支出     | 280.61          | 298.29          | 314.44          | 329.01          | 三费率               | 6.78%           | 7.66%           | 7.43%          | 7.31%          |
| 其他非流动资产       | 1917.13         | 2022.89         | 2131.64         | 2243.46         | 净利率               | 12.86%          | 12.58%          | 12.22%         | 11.98%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>13633.49</b> | <b>13542.92</b> | <b>17100.46</b> | <b>21051.27</b> | ROE               | 20.35%          | 20.59%          | 20.43%         | 20.09%         |
| 短期借款          | 2447.33         | 1000.00         | 1200.00         | 1500.00         | ROA               | 7.74%           | 9.72%           | 9.37%          | 9.14%          |
| 应付和预收款项       | 2606.65         | 3067.99         | 3928.24         | 4814.91         | ROIC              | 40.83%          | 58.71%          | -5222.72 %     | -625.70%       |
| 长期借款          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | EBITDA/销售收入       | 20.04%          | 17.78%          | 17.23%         | 16.87%         |
| 其他负债          | 3390.85         | 3084.55         | 4129.63         | 5161.53         | <b>营运能力</b>       |                 |                 |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>8444.83</b>  | <b>7152.54</b>  | <b>9257.87</b>  | <b>11476.44</b> | 总资产周转率            | 0.77            | 0.77            | 0.86           | 0.84           |
| 股本            | 2043.98         | 2043.98         | 2043.98         | 2043.98         | 固定资产周转率           | 47.80           | 60.13           | 79.03          | 101.69         |
| 资本公积          | 597.02          | 597.02          | 597.02          | 597.02          | 应收账款周转率           | 5.86            | 5.40            | 5.74           | 5.64           |
| 留存收益          | 2486.84         | 3625.25         | 4999.90         | 6639.28         | 存货周转率             | 793.27          | 446.29          | 443.27         | 437.88         |
| 归属母公司股东权益     | 5068.44         | 6206.99         | 7581.64         | 9221.02         | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 97.24%          | —               | —              | —              |
| 少数股东权益        | 120.22          | 183.39          | 260.94          | 353.80          | <b>资本结构</b>       |                 |                 |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>5188.66</b>  | <b>6390.38</b>  | <b>7842.58</b>  | <b>9574.83</b>  | 资产负债率             | 61.94%          | 52.81%          | 54.14%         | 54.52%         |
| 负债和股东权益合计     | 13633.49        | 13542.92        | 17100.46        | 21051.27        | 带息债务/总负债          | 28.98%          | 13.98%          | 12.96%         | 13.07%         |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 1.32            | 1.53            | 1.55           | 1.58           |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 1.31            | 1.52            | 1.55           | 1.58           |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 0.00%           | 9.14%           | 9.84%          | 10.47%         |
|               |                 |                 |                 |                 | <b>每股指标</b>       |                 |                 |                |                |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股收益              | 0.49            | 0.61            | 0.75           | 0.90           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股净资产             | 2.54            | 3.13            | 3.84           | 4.68           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股经营现金            | -1.48           | 2.84            | 1.11           | 1.23           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股股利              | 0.00            | 0.06            | 0.07           | 0.09           |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                |                |
| 业绩和估值指标       | 2017A           | 2018E           | 2019E           | 2020E           |                   |                 |                 |                |                |
| EBITDA        | 1645.93         | 1860.04         | 2259.61         | 2709.39         |                   |                 |                 |                |                |
| PE            | 19.49           | 15.61           | 12.83           | 10.68           |                   |                 |                 |                |                |
| PB            | 3.77            | 3.06            | 2.49            | 2.04            |                   |                 |                 |                |                |
| PS            | 2.38            | 1.87            | 1.49            | 1.22            |                   |                 |                 |                |                |
| EV/EBITDA     | 10.74           | 6.46            | 4.39            | 2.82            |                   |                 |                 |                |                |
| 股息率           | 0.00%           | 0.59%           | 0.77%           | 0.98%           |                   |                 |                 |                |                |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名      | 职务     | 座机            | 手机          | 邮箱                 |
|----|---------|--------|---------------|-------------|--------------------|
| 上海 | 蒋诗烽     | 地区销售总监 | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn    |
|    | 黄丽娟     | 机构销售   | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn    |
|    | 邵亚杰     | 机构销售   | 02168416206   | 15067116612 | syj@swsc.com.cn    |
|    | 张方毅     | 机构销售   | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn   |
|    | 欧阳倩威    | 机构销售   | 021-68416206  | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn   |
| 北京 | 蒋诗烽     | 地区销售总监 | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn    |
|    | 王雨珩     | 机构销售   | 010-88091748  | 18811181031 | wyhg@swsc.com.cn   |
|    | 路剑      | 机构销售   | 010-57758566  | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn |
|    | 陈乔楚     | 机构销售   | 18610030717   | 18610030717 | cqc@swsc.com.cn    |
|    | 刘致莹     | 机构销售   | 010-57758619  | 17710335169 | liuzy@swsc.com.cn  |
|    | 贾乔真     | 机构销售   | 18911542702   | 18911542702 | jqz@swsc.com.cn    |
| 广深 | 张婷      | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
|    | 王湘杰     | 机构销售   | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn    |
|    | 熊亮      | 机构销售   | 0755-26820395 | 18666824496 | xl@swsc.com.cn     |
|    | 刘雨阳     | 机构销售   | 0755-26892550 | 18665911353 | liuyuy@swsc.com.cn |
|    | 刘予鑫(广州) | 机构销售   | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn  |