

## 交易服务增速回落, 非周期业务全面开花

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2018H1实现营业收入36.7亿元, 同比增长10.0%; 实现归母净利润3.0亿元, 同比增长4.6%。
- **交易服务增速回落, 其他业务增长显著。** 公司上半年代理销售业务实现营收14.1亿元, 同比下降14.5%, 主要原因一是报告期内公司代理销售业务结算受国家金融政策的影响, 二是行业内代理服务竞争加剧, 使公司市占率一定程度下滑。公司上半年累计已实现但未结算的代理销售额约4268亿元, 将在未来的3至9个月为公司带来约32.7亿元的代理费收入, 为全年的代理销售营收提供了保障, 且公司代理费率继续稳定在0.8%左右的行业平均水平, 预计今年全年代理销售业务收入的增速在9%左右。目前公司已进驻201个地级以上城市, 同增22.6%。公司互联网+业务上半年实现营收10.0亿元, 同比增长9.2%, 较去年末下降了52.6%。但是公司在交易后服务和资产运营业务上发力显著, 合计实现营收8.5亿元(占总营收23.1%), 其中金融服务同比增长88.9%, 装修业务同比增长241.8%, 资产运营服务同比增长155.8%。
- **长租业务大幅增长, 其他资产运营业务值得关注。** 公司上半年资产运营服务实现营收2.9亿元, 同比大幅增长155.8%。其中, 公寓业务营收1.7亿元, 同比增长146.7%, 目前已经布局30个城市, 运营间数近3万间, 覆盖核心一二线城市, 运营6个月以上项目平均出租率超过90%, 并形成三大产品体系: 红璞公寓(青年群体), 红璞家寓(企业群体), 以及红璞礼遇(酒店用户)。办公物业方面, 公司成功创立“世联空间”办公品牌, 布局全国15个城市, 累计签约及立项项目48个, 并荣获“2017年度最具影响力十大共享办公品牌”。截至本报告期末, 工商资产(办公+商业物业)实际运营面积约26.2万平方米(含委托), 平均出租率61%, 实现收入1.0亿元, 同比增长217.4%。
- **金融服务持续高增长。** 公司金融服务业务自2017年开始见底回升, 上半年实现营收3.97亿元(+88.9%), 目前四大系列共22项产品已顺利落地。
- **盈利预测与评级。** 考虑到公司业绩增速放缓、行业竞争加剧, 我们适度下调公司盈利预测, 预计2018-2020年EPS分别为0.58元、0.73元、0.90元。给予公司2018年13倍估值, 对应目标价7.54元, 下调至“增持”评级。
- **风险提示:** 代理销售增速回落加快、金融业务面临监管压力等。

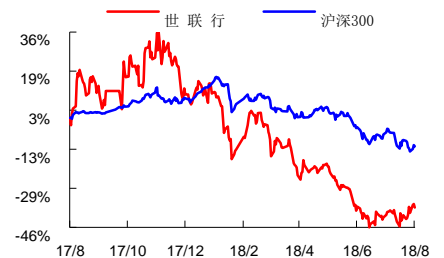
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8211.55	9922.67	12804.34	16403.87
增长率	30.97%	20.84%	29.04%	28.11%
归属母公司净利润(百万元)	1003.88	1185.44	1483.32	1832.02
增长率	34.35%	18.09%	25.13%	23.51%
每股收益EPS(元)	0.49	0.58	0.73	0.90
净资产收益率ROE	20.35%	19.70%	20.15%	20.32%
PE	13	11	9	7
PB	2.57	2.11	1.72	1.41

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  
联系人: 杨雨蕾  
邮箱: yangyul@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)	19.93
52周内股价区间(元)	5.66-14.24
总市值(亿元)	136.54
总资产(亿元)	140.31
每股净资产(元)	2.46

### 相关研究

1. 世联行(002285): 迭代延伸、千帆隐现 (2018-04-01)
2. 世联行(002285): 业绩符合预期, 资管金融有望爆发 (2018-02-28)
3. 世联行(002285): 业绩增速亮眼, 盈利能力稳步回升 (2017-10-31)
4. 世联行(002285): 长租公寓加速布局, 新业务多点开花 (2017-09-16)
5. 世联行(002285): 持续站在政策风口, 股权激励彰显信心 (2017-08-30)
6. 世联行(002285): 深耕地产服务链, 创新业务已成规模 (2017-08-24)

**关键假设：**

假设 1：公司上半年累计已实现但未结算的代理销售额 4268 亿能够在今年下半年顺利结算，预计带来约 32.7 亿元的佣金收入；

假设 2：公司通过风险把控以及科技赋能可以获得稳定受益，金融服务业务近两年能够进入高速增长期，给予 2018-2020 年增速 90%、70%、50%；

假设 3：公司新增业务分类如装修服务、资产运营均进入高速发展期，装修服务目前覆盖 45 城，预计未来覆盖城市数量持续增加；在管运营房间目前近 3 万间，预计未来 3 年内达到近 10 万间。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	8211.5	9922.6	12804.3	16403.8
	增速	31.0%	20.8%	29.0%	28.1%
	毛利率	26.5%	31.5%	31.6%	31.6%
代理销售业务	收入	3,779.47	4119.6	4449.2	4760.6
	增速	7.72%	9.0%	8.0%	7.0%
	毛利率	36.1%	29.0%	28.0%	27.0%
互联网+业务	收入	2,353.18	2588.5	2847.3	3132.1
	增速	61.84%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	22.6%	30.0%	32.0%	32.0%
金融服务业务	收入	725.18	1377.8	2342.3	3513.5
	增速	62.26%	90.0%	70.0%	50.0%
	毛利率	63.5%	63.5%	63.5%	63.5%
装修服务业务	收入	-	350.0	700.0	1260.0
	增速	-	230.0%	100.0%	80.0%
	毛利率	-	15.0%	15.0%	15.0%
资产运营服务	收入	-	600.0	1500.0	2700.0
	增速	-	150.0%	150.0%	80.0%
	毛利率	-	15.0%	15.0%	15.0%
物业管理业务	收入	-	458.1	517.6	569.4
	增速	-	13.9%	13.0%	10.0%
	毛利率	-	15.0%	0.0%	0.0%
资产投资服务	收入	-	39.0	42.9	47.1
	增速	-	-	10.0%	10.0%
	毛利率	-	15.0%	15.0%	15.0%
顾问策划业务	收入	321.92	338.0	348.2	358.6
	增速	7.84%	5.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	31.7%	16.5%	16.5%	16.5%
其他业务	收入	1,031.80	51.6	56.7	62.4
	增速	83.70%	-95.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	-27.1%	12.0%	12.0%	12.0%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	8211.55	9922.67	12804.34	16403.87	净利润	1055.84	1245.21	1558.76	1924.93
营业成本	6032.76	6796.96	8758.48	11216.14	折旧与摊销	112.68	62.43	64.37	66.35
营业税金及附加	60.42	198.45	256.09	328.08	财务费用	62.18	198.57	109.52	109.44
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	139.39	150.00	154.50	159.14
管理费用	494.24	893.04	1408.48	1968.46	经营营运资本变动	-3128.12	4014.36	464.43	456.48
财务费用	62.18	198.57	109.52	109.44	其他	-1267.83	-160.00	-164.50	-169.14
资产减值损失	139.39	150.00	154.50	159.14	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-3025.87</b>	<b>5510.57</b>	<b>2187.08</b>	<b>2547.20</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>1695.64</b>	<b>2127.27</b>	<b>2632.61</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>1717.53</b>	<b>2150.02</b>	<b>2655.08</b>	股权融资	16.49	0.00	0.00	0.00
所得税	435.25	472.32	591.26	730.15	支付股利	-163.60	-114.45	-141.91	-186.45
净利润	1055.84	1245.21	1558.76	1924.93	其他	1053.33	-204.43	-109.52	-109.44
少数股东损益	51.96	59.77	75.45	92.91	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>2873.56</b>	<b>-1766.21</b>	<b>-51.43</b>	<b>4.11</b>
归属母公司股东净利润	1003.88	1185.44	1483.32	1832.02	<b>现金流量净额</b>	<b>-815.95</b>	<b>3587.80</b>	<b>1970.53</b>	<b>2384.73</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2521.84	6109.64	8080.17	10464.90	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	3684.94	3553.70	4744.55	6158.98	销售收入增长率	30.97%	20.84%	29.04%	28.11%
存货	15.21	17.14	22.08	28.28	营业利润增长率	33.73%	15.27%	25.46%	23.76%
其他流动资产	4895.41	496.13	672.23	904.26	净利润增长率	34.86%	17.94%	25.18%	23.49%
长期股权投资	27.67	27.67	27.67	27.67	EBITDA 增长率	42.24%	18.88%	17.61%	22.04%
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	164.58	151.17	137.76	毛利率	26.53%	31.50%	31.60%	31.63%
无形资产和开发支出	280.61	295.82	309.50	321.61	三费率	6.78%	11.00%	11.86%	12.67%
其他非流动资产	1917.13	2022.89	2131.64	2243.46	净利率	12.86%	12.55%	12.17%	11.73%
<b>资产总计</b>	<b>13633.49</b>	<b>12796.83</b>	<b>16250.00</b>	<b>20397.62</b>	ROE	20.35%	19.70%	20.15%	20.32%
短期借款	2447.33	1000.00	1200.00	1500.00	ROA	7.74%	9.73%	9.59%	9.44%
应付和预收款项	2606.65	2775.31	3632.96	4641.37	ROIC	40.83%	57.09%	408.68%	764.91%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.04%	19.72%	17.97%	17.12%
其他负债	3390.85	2701.95	3680.62	4781.35	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>8444.83</b>	<b>6477.26</b>	<b>8513.58</b>	<b>10922.72</b>	总资产周转率	0.77	0.75	0.88	0.90
股本	2043.98	2043.98	2043.98	2043.98	固定资产周转率	47.80	57.93	81.11	113.55
资本公积	597.02	597.02	597.02	597.02	应收账款周转率	5.86	5.27	5.81	5.75
留存收益	2486.84	3557.83	4899.23	6544.80	存货周转率	793.27	420.26	446.65	445.44
归属母公司股东权益	5068.44	6139.57	7480.98	9126.55	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	179.99	255.44	348.35	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5188.66</b>	<b>6319.56</b>	<b>7736.42</b>	<b>9474.90</b>	资产负债率	61.94%	50.62%	52.39%	53.55%
负债和股东权益合计	13633.49	12796.83	16250.00	20397.62	带息债务/总负债	28.98%	15.44%	14.10%	13.73%
					流动比率	1.32	1.57	1.59	1.61
					速动比率	1.31	1.57	1.59	1.60
					股利支付率	16.30%	9.65%	9.57%	10.18%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.49	0.58	0.73	0.90
					每股净资产	2.54	3.09	3.78	4.64
					每股经营现金	-1.48	2.70	1.07	1.25
					每股股利	0.08	0.06	0.07	0.09
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1645.93	1956.64	2301.16	2808.40					
PE	13.28	11.24	8.98	7.27					
PB	2.57	2.11	1.72	1.41					
PS	1.62	1.34	1.04	0.81					
EV/EBITDA	6.95	3.20	1.88	0.75					
股息率	1.23%	0.86%	1.06%	1.40%					

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
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn