

世联行 (002285)

证券研究报告

2018年09月06日

利润来源分散化，资产运营业务未来可期

事件：

公司发布半年度报告。上半年，公司实现营业收入 36.73 亿元，同比增长 10.04%；归属上市股东的净利润为 2.98 亿元，同比增长 4.55%。

金融服务、资产运营收入猛增，毛利来源分散化

公司上半年实现营业收入 36.73 亿元，同比增长 10.04%；归属上市股东的净利润为 2.98 亿元，同比增长 4.55%。主要原因是：1) 公司交易后服务(特别是金融服务业务)发展顺利，收入同比增加 3.1 亿元，同比增长 118.27%；2) 公寓管理、世联空间等资产运营业务快速发展，收入同比增加 1.7 亿元，同比增长 155.83%；3) 公司代理业务结算受国家金融政策的影响，收入同比减少 2.4 亿元。2018 年上半年公司综合毛利率 22.4%，较上期小幅下降 0.64%。毛利主要由代理销售业务、互联网+业务、金融服务业务分别贡献 46.9%、37.2%、29.5%，利润来源多样化、分散化。

代理销售业务走弱，但可供结转额充足

2018 年上半年公司代理销售业务结算受国家金融政策的影响，实现代理销售业务收入 14.1 亿元，同比减少 14.48%，但仍贡献了毛利的 46.9%。报告期内代理平均费率正常波动，上升了 0.01 个百分点，达到 0.83%。虽上半年代理销售业务收入走弱，但公司目前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，下半年收入增长动力充足。

互联网+业务持续增长，毛利率显著提高

报告期内，公司互联网+业务实现收入 10 亿元，同比增长 9.16%；毛利占比 37.2%，毛利率达到 30.4%，毛利率同比显著提高 8.3%。主要是因为公司互联网+业务持续增长，2018 年上半年在执行项目数达到 770 个，同比增速 15%；互联网+业务从团购到渠道再升级至总包平台，服务不断升级迭代，逐步形成规模效益。

金融服务营收大幅增长，毛利率高位稳定

报告期内，公司加强信贷业务审核与风控，提高信贷资产质量，公司加大了对新产品的研发和市场推广渠道的投入，金融服务收入 3.97 亿元，同比增长 88.86%，占营业收入比重 11%，毛利占比则达到了 29.5%，原因在于报告期内保持了高毛利率，毛利率达到 60.9%，较去年同期略降 2.2 个百分点。

长租公寓、工商资产运营营收增速迅猛

资产运营服务板块包括公寓管理、工商资产运营、小样社区等运营业务，2018 年上半年板块收入 2.85 亿，较去年同期增速 155.8%；其中公寓管理收入 1.67 亿，占资产运营板块比重 58.5%，同比增速 146.7%，工商资产运营收入 1 亿，占资产运营板块比重 35.4%，同比增速 217.4%，长租公寓、办公物业发展迅猛。毛利方面，资产运营业务板块亏损 1.6 亿元，同比下降 107.4%，主要原因系：1) 公司公寓管理、工商资产运营业务规模持续扩大，相关拓展成本和前期运营成本相应增加；2) 收房的租赁成本，公司按租赁会计准则规定的直线法进行核算，前期分摊的租赁成本比合同实际支付的租金高，导致前期的业务毛利较低。据此我们认为现阶段公寓业务目前暂时的亏损在公司可控制的范围内，资产运营服务发展未来可期。

经营性现金流改善，预期持续优化

报告期公司经营产生的现金流量净额同比增加了 82.11%，主要原因是报告期公司加强贷款回收，稳健放贷，产生的现金流量净额比上年同期增加 22.1 亿元。2018 年 7 月 13 日，公司公布 2018 年股票期权激励计划草案，业绩考核目标为 2018 和 2019 年 EBITDA 分别不低于 19.21 亿元和 22.09 亿元，或以 2017 年为基年，2018 年和 2019 年每股经营现金净流入额增长率不低于 50%。预期未来公司将持续通过调节业务开展速度和投资规模引导经营现金流净额为正。

投资建议：主营业务进一步均衡发展，一手代理市场增速虽下降但待结转额充足，互联网+业务联动线上线下，金融服务收入高速增长且保持高毛利率，资产运营业务发展迅猛、品牌定位明晰，现金流持续改善，我们认为公司综合实力好、成长性高。预计公司 18-20 年 EPS 分别为 0.63、0.81、0.91，对应 PE 分别为 9.76X、7.63X、6.78X，6 个月目标价 18.90 元，维持“买入”评级。

风险提示：资产运营利润无有效改善，金融服务违约风险。

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	6.04 元
目标价格	18.9 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,043.98
流通 A 股股本(百万股)	2,010.80
A 股总市值(百万元)	12,345.63
流通 A 股市值(百万元)	12,145.26
每股净资产(元)	2.57
资产负债率(%)	64.25
一年内最高/最低(元)	14.70/5.60

作者

陈天诚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110001
chentiancheng@tfzq.com

徐超 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070007
xuchao@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《世联行-年报点评报告:服务领域延伸，增长有质有量》2018-04-02
- 《世联行-首次覆盖报告:前三季度业绩亮眼，金融及互联网+业务保持高速增长》2017-11-02

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,269.92	8,211.55	10,644.63	13,352.62	16,150.00
增长率(%)	33.10	30.97	29.63	25.44	20.95
EBITDA(百万元)	1,141.22	1,543.23	1,954.40	2,385.91	2,667.32
净利润(百万元)	747.22	1,003.88	1,294.48	1,654.52	1,861.91
增长率(%)	46.69	34.35	28.95	27.81	12.53
EPS(元/股)	0.37	0.49	0.63	0.81	0.91
市盈率(P/E)	16.91	12.58	9.76	7.63	6.78
市净率(P/B)	3.02	2.49	2.04	1.62	1.37
市销率(P/S)	2.01	1.54	1.19	0.95	0.78
EV/EBITDA	10.23	13.49	4.03	3.19	2.15

资料来源: wind, 天风证券研究所

1. 事件

公司发布半年度报告。上半年，公司实现营业收入 36.73 亿元，同比增长 10.04%；归属上市股东的净利润为 2.98 亿元，同比增长 4.55%。

2. 金融服务、资产运营收入猛增，毛利来源分散化

公司上半年实现营业收入 36.73 亿元，同比增长 10.04%；归属上市股东的净利润为 2.98 亿元，同比增长 4.55%。净利润小幅增长，略低于营收增速，主要原因是：1) 公司交易后服务（特别是金融服务业务）发展顺利，收入同比增加 3.1 亿元，同比增长 118.27%；2) 公寓管理、世联空间等资产运营业务快速发展，收入同比增加 1.7 亿元，同比增长 155.83%；3) 公司代理业务结算受国家金融政策的影响，收入同比减少 2.4 亿元。2018 年上半年公司综合毛利率 22.4%，较上期小幅下降 0.64%。毛利主要由代理销售业务、互联网+业务、金融服务业务分别贡献 46.9%、37.2%、29.5%，利润来源多样化、分散化。

3. 代理销售业务走弱，但可供结转额充

2018 年上半年公司代理销售业务结算受国家金融政策的影响，实现代理销售业务收入 14.1 亿元，同比减少 14.48%，但仍贡献了毛利的 46.9%。报告期内代理平均费率正常波动，上升了 0.01 个百分点，达到 0.83%。虽上半年代理销售业务收入走弱，但公司目前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，下半年收入增长动力充足。

4. 互联网+业务持续增长，毛利率显著提高

报告期内，公司互联网+业务实现收入 10 亿元，同比增长 9.16%；毛利占比 37.2%，毛利率达到 30.4%，毛利率同比显著提高 8.3%。主要是因为公司互联网+业务持续增长，2018 年上半年在执行项目数达到 770 个，同比增速 15%；互联网+业务从团购到渠道再升级至总包平台，服务不断升级迭代，逐步形成规模效益。

5. 金融服务营收大幅增长，毛利率高位稳定

报告期内，公司加强信贷业务审核与风控，提高信贷资产质量，公司加大了对新产品的研发和市场推广渠道的投入，金融服务收入 3.97 亿元，同比增长 88.86%，占营业收入比重 11%，毛利占比则达到了 29.5%，原因在于报告期内保持了高毛利率，毛利率达到 60.9%，较去年同期略降 2.2 个百分点。

6. 长租公寓、工商资产运营营收增速迅猛

资产运营服务板块包括公寓管理、工商资产运营、小样社区等运营业务，2018 年上半年板块收入 2.85 亿，较去年同期增速 155.8%；其中公寓管理收入 1.67 亿，占资产运营板块比重 58.5%，同比增速 146.7%，工商资产运营收入 1 亿，占资产运营板块比重 35.4%，同比增速 217.4%，长租公寓、办公物业发展迅猛。毛利方面，资产运营业务板块亏损 1.6 亿元，同比下降 107.4%，主要原因系：1) 公司公寓管理、工商资产运营业务规模持续扩大，相关拓展成本和前期运营成本相应增加；2) 收房的租赁成本，公司按租赁会计准则规定的直线法进行核算，前期分摊的租赁成本比合同实际支付的租金高，导致前期的业务毛利较低。据此我们认为现阶段公寓业务目前暂时的亏损在公司可控制的范围内，资产运营服务发展未来可期。

7. 经营性现金流改善，预期持续优化

报告期公司经营活动产生的现金流量净额同比增加了 82.11%，主要原因是报告期公司加强贷款回收，稳健放贷，产生的现金流量净额比上年同期增加 22.1 亿元。2018 年 7 月 13 日，公司公布 2018 年股票期权激励计划草案，业绩考核目标为 2018 和 2019 年 EBITDA 分别不低于 19.21 亿元和 22.09 亿元，或以 2017 年为基年，2018 年和 2019 年每股经营现金净流入额增长率不低于 50%。预期未来公司将持续通过调节业务开展速度和投资规模引导经营现金流净额为正。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	3,271.49	2,521.84	3,748.95	4,053.39	5,967.23
应收账款	1,264.85	2,918.77	1,339.08	4,150.33	2,668.56
预付账款	225.03	456.20	67.94	549.19	138.01
存货	0.00	15.21	0.00	0.00	0.00
其他	1,384.96	5,205.39	2,892.35	3,306.49	3,855.09
流动资产合计	6,146.32	11,117.41	8,048.32	12,059.40	12,628.90
长期股权投资	32.22	27.67	36.89	42.98	46.57
固定资产	165.60	177.98	158.86	145.43	135.76
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	4.72	4.39	(6.61)	(20.09)	(37.88)
其他	1,435.29	2,306.05	1,859.36	2,105.65	1,963.72
非流动资产合计	1,637.83	2,516.09	2,048.49	2,273.97	2,108.16
资产总计	7,784.15	13,633.49	10,096.82	14,333.37	14,737.06
短期借款	480.00	2,447.33	400.00	594.98	400.00
应付账款	1,099.72	2,158.19	687.40	2,761.48	1,714.07
其他	1,935.95	3,839.31	2,595.64	2,895.80	3,022.74
流动负债合计	3,515.67	8,444.83	3,683.04	6,252.26	5,136.81
长期借款	0.00	0.00	0.00	14.13	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.58	0.00	15.14	5.24	6.79
非流动负债合计	0.58	0.00	15.14	19.37	6.79
负债合计	3,516.25	8,444.83	3,698.18	6,271.62	5,143.61
少数股东权益	79.16	120.22	192.39	278.00	376.83
股本	2,044.97	2,043.98	2,043.98	2,043.98	2,043.98
资本公积	579.53	597.02	594.69	819.31	707.00
留存收益	2,226.16	3,083.86	4,162.27	5,739.77	7,172.65
其他	(661.92)	(656.41)	(594.69)	(819.31)	(707.00)
股东权益合计	4,267.90	5,188.66	6,398.64	8,061.75	9,593.46
负债和股东权益总	7,784.15	13,633.49	10,096.82	14,333.37	14,737.06

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	782.90	1,055.84	1,294.48	1,654.52	1,861.91
折旧摊销	44.78	112.68	(4.90)	9.79	8.28
财务费用	113.59	128.68	46.81	(9.22)	(19.48)
投资损失	(18.42)	(30.50)	(19.03)	(20.00)	(24.10)
营运资金变动	2,127.68	(6,837.77)	2,029.90	(1,370.05)	451.46
其它	(756.22)	2,545.20	72.17	85.61	98.83
经营活动现金流	2,294.31	(3,025.87)	3,419.44	350.66	2,376.90
资本支出	5.51	36.06	(50.17)	(7.21)	(20.74)
长期投资	13.59	(4.55)	9.22	6.09	3.59
其他	(453.34)	(694.57)	97.33	(186.39)	172.75
投资活动现金流	(434.24)	(663.06)	56.39	(187.51)	155.60
债权融资	480.00	2,453.33	400.00	609.11	400.00
股权融资	181.27	(17.83)	23.20	246.80	(79.87)
其他	(2,130.04)	438.06	(2,671.93)	(714.60)	(938.78)
筹资活动现金流	(1,468.76)	2,873.56	(2,248.73)	141.31	(618.66)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	391.31	(815.37)	1,227.10	304.45	1,913.84

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,269.92	8,211.55	10,644.63	13,352.62	16,150.00
营业成本	4,524.91	6,032.76	7,862.12	9,891.62	12,127.03
营业税金及附加	114.06	60.42	142.64	243.02	364.34
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	491.55	494.24	642.40	827.86	999.68
财务费用	12.36	62.18	46.81	(9.22)	(19.48)
资产减值损失	45.42	139.39	57.20	34.00	24.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	18.42	30.50	19.03	20.00	24.10
其他	(36.84)	(79.02)	(38.06)	(40.00)	(48.20)
营业利润	1,100.05	1,471.08	1,912.48	2,385.34	2,678.52
营业外收入	16.76	24.46	4.90	6.30	10.20
营业外支出	2.76	4.44	2.50	4.30	3.50
利润总额	1,114.05	1,491.09	1,914.88	2,387.34	2,685.22
所得税	331.16	435.25	548.23	647.21	724.47
净利润	782.90	1,055.84	1,366.65	1,740.13	1,960.75
少数股东损益	35.68	51.96	72.17	85.61	98.83
归属于母公司净利润	747.22	1,003.88	1,294.48	1,654.52	1,861.91
每股收益(元)	0.37	0.49	0.63	0.81	0.91

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	33.10%	30.97%	29.63%	25.44%	20.95%
营业利润	47.15%	33.73%	30.01%	24.72%	12.29%
归属于母公司净利润	46.69%	34.35%	28.95%	27.81%	12.53%
获利能力					
毛利率	27.83%	26.53%	26.14%	25.92%	24.91%
净利率	11.92%	12.23%	12.16%	12.39%	11.53%
ROE	17.84%	19.81%	20.86%	21.26%	20.20%
ROIC	62.15%	342.13%	45.25%	118.84%	70.03%
偿债能力					
资产负债率	45.17%	61.94%	36.63%	43.76%	34.90%
净负债率	-8.16%	-4.53%	54.22%	-5.59%	16.77%
流动比率	1.75	1.32	2.19	1.93	2.46
速动比率	1.75	1.31	2.19	1.93	2.46
营运能力					
应收账款周转率	5.42	3.93	5.00	4.86	4.74
存货周转率	#DIV/0!	1,079.77	1,399.71	#DIV/0!	#DIV/0!
总资产周转率	0.83	0.77	0.90	1.09	1.11
每股指标(元)					
每股收益	0.37	0.49	0.63	0.81	0.91
每股经营现金流	1.12	-1.48	1.67	0.17	1.16
每股净资产	2.05	2.48	3.04	3.81	4.51
估值比率					
市盈率	16.91	12.58	9.76	7.63	6.78
市净率	3.02	2.49	2.04	1.62	1.37
EV/EBITDA	10.23	13.49	4.03	3.19	2.15
EV/EBIT	10.49	13.74	4.02	3.21	2.16

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com