

## 业绩利空或出尽，基本面需外延突破

### 投资要点

- **事件:** 公司发布业绩快报, 2018年实现营业收入75.5亿元, 同比下滑8.0%; 实现归母净利润4.5亿元, 同比下降55.5%。
- **业绩利空或出尽, 公寓业务计提亏损超预期。** 上述业绩符合公司2019年1月31日发布的业绩预告修正公告(下滑40-60%), 此次业绩快报接近下限发布, 说明四季度单季确认的资产运营业务的成本和公司整体的费用摊销超出预期, 这降低了2019年业绩同比变化的基数压力。业绩下降的核心原因: 1) 报告期内公司代理销售业务受开发商回款速度降低及同行竞争的影响, 确认收入同比下降; 2) 过去两年公司公寓管理业务运营规模持续扩大, 新增公寓的装修改造等投入成本增加, 使得公寓管理业务成本和费用摊销显著抬升。
- **交易服务业务有所收缩, 但不会失速下行。** 公司在2018年前三季度交易服务实现营收35.0亿元, 同比下降10.0%, 营收占比65.3%, 同比下滑了近10个百分点。预计2019年销售额相比2018年小幅下行, 市场总量依然可观, 在市场持续分化的背景下, 开发商对公司的依赖度依然较高。考虑到宽信用对开发商销售回款的积极提振, 公司完成合约销售但尚未确认的收入对2019年业绩有一定的锁定性, 而互联网+业务也能对冲代理销售下行的影响, 我们预计公司交易服务业务的下行趋势会放缓, 不大可能出现失速下行的情形。
- **交易后服务、长租及资产管理有质有量, 但依旧承压。** 2018年前三季度公司在交易后服务和资产运营服务上发力显著, 交易后服务实现营收7.9亿元, 同比增长50.3%, 营收占比14.8%, 同比提升近5个百分点; 资产运营服务实现营收4.8亿元, 同比大幅增长133.3%, 营收占比8.9%, 同比提升近5个百分点。截止到2018年底, 预计公司公寓业务运营间数达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%; 工商资产(办公+商业物业)实际运营面积约28万平方米(含委托)。公司基本面依然存在较大的压力, 自有资源及内生协同性不足, 需要积极寻找外延式协同发展的可能。
- **盈利预测与评级。** 考虑到公司业绩明显下滑、行业竞争加剧, 我们预计公司2018-2020年EPS分别为0.22元、0.35元、0.47元, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 代理销售增速回落加快、长租业务成本压力加大等风险。

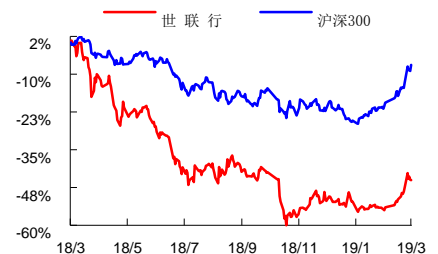
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8211.55	7536.95	7857.36	8695.90
增长率	30.97%	-8.22%	4.25%	10.67%
归属母公司净利润(百万元)	1003.88	451.20	719.64	957.98
增长率	34.35%	-55.05%	59.49%	33.12%
每股收益EPS(元)	0.49	0.22	0.35	0.47
净资产收益率ROE	20.35%	8.54%	12.10%	14.05%
PE	12	26	17	12
PB	2.30	2.15	1.91	1.67

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)	20.43
流通A股(亿股)	20.10
52周内股价区间(元)	4.25-10.8
总市值(亿元)	118.90
总资产(亿元)	142.03
每股净资产(元)	2.62

### 相关研究

1. 世联行(002285): 代销业务有所放缓, 公寓业务压力加大 (2018-10-26)
2. 世联行(002285): 交易服务增速回落, 非周期业务全面开花 (2018-08-23)
3. 世联行(002285): 迭代延伸、千帆隐现 (2018-04-01)

**关键假设：**

假设 1: 预计 2018-2020 年代理销售业务的确认合同金额增速分别为-18%、-9%和 5%，与之相关的互联网+业务带看量的增速分别为 0、10%和 15%；

假设 2: 公司金融服务业务进入质量增长阶段，预计 2018-2020 年的有效放贷规模增速 20%、7%、5%；

假设 3: 公司新增业务装修服务基数较低，增长迅速，预计装修服务业务的完工面积在 2018-2020 年增速分别为 65%、100%和 80%，毛利率假定稳定在 15%；

假设 4: 公司资产服务业务（主体是长租公寓业务）保持高增长，预计在 2018-2020 年的租赁规模增速分别为 90%、150%和 80%，在 2020 年实现毛利率回正；

假设 5: 公司物业管理业务保持平稳增长，预计在 2018-2020 年在管面积增速分别为 15%、13%和 10%。

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	7536.9	7857.3	8695.9
	增速	31.0%	-8.2%	4.3%	10.7%
	毛利率	26.5%	21.2%	24.8%	27.1%
代理销售业务	收入	3,779.47	3099.2	2820.2	2961.3
	增速	7.72%	-18.0%	-9.0%	5.0%
	毛利率	36.1%	33.0%	33.0%	33.0%
互联网+业务	收入	2,353.18	2353.2	2588.5	2976.8
	增速	61.84%	0.0%	10.0%	15.0%
	毛利率	22.6%	20.0%	20.0%	20.0%
金融服务业务	收入	725.18	870.2	931.1	977.7
	增速	62.26%	20.0%	7.0%	5.0%
	毛利率	63.5%	63.5%	63.5%	63.5%
装修服务业务	收入	-	175.0	350.0	630.0
	增速	-	65.0%	100.0%	80.0%
	毛利率	-	15.0%	15.0%	15.0%
资产服务业务	收入	-	456	1140	2052
	增速	-	90.0%	150.0%	80.0%
	毛利率	-	-25.0%	-20.00%	10.00%
物业管理业务	收入	-	462.5	522.7	574.9
	增速	-	15.0%	13.0%	10.0%
	毛利率	-	-15.0%	0.00%	10.0%
其他业务	收入	1,353.67	120.78	56.7	62.4
	增速	41.01%	-95.0%	-53.1%	10.1%
	毛利率	-27.1%	-	-	-

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	7536.95	7857.36	8695.90	净利润	1055.84	473.95	756.25	1006.56
营业成本	6032.76	5937.29	5907.83	6336.48	折旧与摊销	112.68	62.43	64.37	66.35
营业税金及附加	60.42	75.37	78.57	86.96	财务费用	62.18	103.85	49.71	47.84
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	139.39	230.00	236.90	244.01
管理费用	494.24	568.61	574.00	624.72	经营营运资本变动	-3128.12	4114.73	-45.81	3.32
财务费用	62.18	103.85	49.71	47.84	其他	-1267.83	-240.00	-246.90	-254.01
资产减值损失	139.39	230.00	236.90	244.01	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-3025.87</b>	<b>4744.96</b>	<b>814.52</b>	<b>1114.07</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>631.83</b>	<b>1020.35</b>	<b>1365.90</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>653.73</b>	<b>1043.10</b>	<b>1388.36</b>	股权融资	16.49	-1.01	0.00	0.00
所得税	435.25	179.77	286.85	381.80	支付股利	-163.60	-114.45	-54.01	-90.46
净利润	1055.84	473.95	756.25	1006.56	其他	1053.33	-109.71	-49.71	-47.84
少数股东损益	51.96	22.75	36.60	48.59	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>2873.56</b>	<b>-1672.50</b>	<b>96.28</b>	<b>161.70</b>
归属母公司股东净利润	1003.88	451.20	719.64	957.98	<b>现金流量净额</b>	<b>-815.95</b>	<b>2915.90</b>	<b>745.67</b>	<b>1109.19</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	5437.74	6183.41	7292.60	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	3684.94	2751.17	2948.74	3291.87	销售收入增长率	30.97%	-8.22%	4.25%	10.67%
存货	15.21	14.97	14.89	15.98	营业利润增长率	33.73%	-57.05%	61.49%	33.87%
其他流动资产	4895.41	376.85	412.51	479.36	净利润增长率	34.86%	-55.11%	59.56%	33.10%
长期股权投资	27.67	27.67	27.67	27.67	EBITDA 增长率	42.24%	-51.51%	42.14%	30.47%
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%	21.22%	24.81%	27.13%
无形资产和开发支出	280.61	295.82	309.50	321.61	三费率	6.78%	8.92%	7.94%	7.73%
其他非流动资产	1917.13	2022.89	2131.64	2243.46	净利率	12.86%	6.29%	9.62%	11.58%
<b>资产总计</b>	<b>13633.49</b>	<b>11200.94</b>	<b>12290.53</b>	<b>13921.01</b>	ROE	20.35%	8.54%	12.10%	14.05%
短期借款	2447.33	1000.00	1200.00	1500.00	ROA	7.74%	4.23%	6.15%	7.23%
应付和预收款项	2606.65	2293.43	2358.32	2554.19	ROIC	40.83%	23.85%	419.52%	388.83%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.04%	10.59%	14.44%	17.02%
其他负债	3390.85	2360.21	2482.68	2701.19	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>8444.83</b>	<b>5653.64</b>	<b>6041.00</b>	<b>6755.38</b>	总资产周转率	0.77	0.61	0.67	0.66
股本	2043.98	2042.97	2042.97	2042.97	固定资产周转率	47.80	44.00	49.77	60.19
资本公积	597.02	597.02	597.02	597.02	应收账款周转率	5.86	4.56	5.26	5.38
留存收益	2486.84	2823.59	3489.22	4356.74	存货周转率	793.27	393.47	395.65	410.52
归属母公司股东权益	5068.44	5404.33	6069.95	6937.47	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	142.97	179.58	228.16	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5188.66</b>	<b>5547.30</b>	<b>6249.53</b>	<b>7165.63</b>	资产负债率	61.94%	50.47%	49.15%	48.53%
负债和股东权益合计	13633.49	11200.94	12290.53	13921.01	带息债务/总负债	28.98%	17.69%	19.86%	22.20%
					流动比率	1.32	1.52	1.58	1.64
					速动比率	1.31	1.52	1.58	1.64
					股利支付率	16.30%	25.37%	7.51%	9.44%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.49	0.22	0.35	0.47
					每股净资产	2.54	2.72	3.06	3.51
					每股经营现金	-1.48	2.32	0.40	0.55
					每股股利	0.08	0.06	0.03	0.04
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1645.93	798.11	1134.43	1480.09					
PE	11.88	26.44	16.58	12.45					
PB	2.30	2.15	1.91	1.67					
PS	1.45	1.58	1.52	1.37					
EV/EBITDA	6.11	6.94	4.26	2.62					
股息率	1.37%	0.96%	0.45%	0.76%					

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn