中国平安 金融·科技
平安证券 PING AN SECURITIES

地产
2019 年 03 月 29 日

世联行 (002285)

多因素致业绩承压，未结资源依旧充足

推荐（维持）

现价：5.79 元

主要数据

行业	地产
公司网址	www.worldunion.com.cn
大股东/持股	世联地产顾问（中国）有限公司/39.41%
实际控制人	陈劲松
总股本(百万股)	2,043
流通 A 股(百万股)	2,010
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	118.29
流通 A 股市值(亿元)	116.38
每股净资产(元)	2.59
资产负债率(%)	59.02

行情走势图

相关研究报告

《世联行*002285*业绩平稳增长，收入结构优化》 2018-08-22
《世联行*002285*业绩大幅增长，金融业务持续放量》 2018-04-01

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号 S1060514080002
0755-22621493
YANGKAN034@PINGAN.COM.CN

研究助理

郑茜文 一般从业资格编号 S1060118080013
ZHENGXIWEN239@PINGAN.CON.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项：公司公布 2018 年年报，全年实现营业收入 75.3 亿元，同比下降 8.3%，净利润 4.2 亿元，同比下降 58.6%，实现 EPS0.2 元，略低于业绩快报，公司拟每 10 股派发现金红利 0.21 元（含税）。

平安观点：

- **交易服务板块收入下滑导致营收下降。**公司期内实现营业收入 75.3 亿元，同比下降 8.3%；净利润 4.2 亿元，同比下降 58.6%。利润下降主要因：1）交易服务板块受金融去杠杆的宏观政策、各地房地产调控政策、市场转冷等因素影响，实现营收 52.9 亿元，同比下降 18.6%，其中代理服务同比下降 12.3%、互联网+业务同比下降 28.6%、顾问策划业务同比下降 20.4%；2）资产运营业务持续投入致前期运营账面亏损增加。相较而言，其他业务板块均实现增长，交易后服务板块营收 10.1 亿元，同比增长 20.1%，资产运营服务板块营收 6.3 亿元，同比增长 89.8%，资产管理板块营收 5.5 亿元，同比增长 7.1%。
- **未结算资源丰富，奠定未来释放基础。**2018 年公司累计实现代理销售套数 33.9 万套，目前累计已实现但未结算的代理销售额约 3948 亿元，将在未来的 3 至 9 个月为公司带来约 30.5 亿元的代理费收入；其中属于公司 100%控股子公司的未结算代理销售额约 3406 亿元，将在未来的 3 至 9 个月为公司带来约 24.9 亿元的代理费收入。同时截至期末，公司互联网+业务尚有未结转的预收款金额 1 亿元，奠定未来业绩释放基础。
- **长租公寓持续升级，资管服务稳步增长。**公司针对青年、企业、商务三大客户群体需求，持续升级产品体系，已开发出红璞公寓、红璞家寓和红璞礼遇三大产品；历经三年多发展，现已覆盖 30 余座城市，运营项目达 191 个（包括包租及托管模式），运营间数近 3 万间，运营半年以上项目实现 90%以上出租率。期内公司资管服务实际在管的全委托项目个数较上年同期增加 29 个，收费面积增加 82.8 万平方米，基础物业管理服务收入同比增长 13.2%，保持稳步增长。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8212	7,534	9,131	10,968	12,986
YoY(%)	31.0	-8.3	21.2	20.1	18.4
净利润(百万元)	1004	416	719	919	1,091
YoY(%)	34.3	-58.6	72.9	27.9	18.6
毛利率(%)	26.5	21.7	23.9	23.9	23.6
净利率(%)	12.2	5.5	7.9	8.4	8.4
ROE(%)	20.3	8.4	12.4	13.9	14.3
EPS(摊薄/元)	0.49	0.20	0.35	0.45	0.53
P/E(倍)	11.8	28.5	16.5	12.9	10.8
P/B(倍)	2.3	2.2	2.0	1.7	1.5

- **投资建议：**由于长租公寓业务规模扩张较快，造成的前期拓展成本和运营成本支出超出此前预期，叠加楼市遇冷带来的代理收入下滑，下调公司业绩预期。预计2019、2020年EPS分别为0.35（-0.35）元和0.45（-0.39）元，当前股价对应PE分别16.5倍和12.9倍。尽管长租公寓短期仍难以贡献业绩，但中长期来看，公司坚定转型存量服务市场，资管服务链日趋完善，金融服务版块强化风控，率先布局长租公寓市场，维持“推荐”评级。

- **风险提示：**1）当前房地产市场在不同地区的发展水平不均衡，尽管目前公司代理顾问业务的全国布局已经基本完成，但各地区公司尚处在不同的发展阶段，可能存在某个地区市场突然出现了市场机会，但当地公司的经营团队因缺乏经验而无法把握时机，或无法及时规避突然出现的市场风险；2）政府下一阶段执行的房地产政策存在不确定性，从而对市场成交及公司代理销售产生影响；3）目前一二线楼市逐步回温，购房者置业积极度提升或影响房企代理销售依赖度，进而影响代理销售表现。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	10386	13961	12956	17219
现金	2499	3723	3510	5270
应收账款	1571	2569	2404	3485
其他应收款	0	1301	262	1589
预付账款	379	633	583	857
存货	11	17	13	20
其他流动资产	5926	5717	6182	5999
非流动资产	2834	2804	2737	2638
长期投资	56	85	113	141
固定资产	166	199	223	243
无形资产	4	3	-6	-17
其他非流动资产	2609	2517	2406	2272
资产总计	13220	16765	15692	19858
流动负债	7637	10452	8546	11694
短期借款	2463	2463	2710	2981
应付账款	0	260	52	319
其他流动负债	5174	7729	5784	8395
非流动负债	166	131	88	49
长期借款	166	131	88	49
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	7803	10583	8635	11743
少数股东权益	117	164	222	296
股本	2043	2043	2043	2043
资本公积	555	555	555	555
留存收益	2739	3409	4264	5308
归属母公司股东权益	5300	6019	6836	7819
负债和股东权益	13220	16765	15692	19858

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	967	1567	44	2010
净利润	454	765	978	1164
折旧摊销	256	253	304	364
财务费用	135	121	140	129
投资损失	-29	-16	-19	-20
营运资金变动	-338	444	-1359	373
其他经营现金流	489	0	0	0
投资活动现金流	-572	-207	-218	-245
资本支出	451	-58	-96	-127
长期投资	-152	-28	-32	-28
其他投资现金流	-272	-294	-345	-401
筹资活动现金流	-430	-136	-39	-5
短期借款	16	0	246	271
长期借款	166	-35	-43	-40
普通股增加	-1	0	0	0
资本公积增加	-42	0	0	0
其他筹资现金流	-569	-101	-243	-236
现金净增加额	-34	1224	-213	1760

利润表 单位：百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7534	9131	10968	12986
营业成本	5902	6950	8350	9928
营业税金及附加	53	183	110	130
营业费用	0	0	0	0
管理费用	452	548	680	786
财务费用	135	121	140	129
资产减值损失	238	183	219	260
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	29	16	19	20
营业利润	730	1162	1487	1774
营业外收入	45	24	28	30
营业外支出	26	26	11	12
利润总额	749	1177	1504	1791
所得税	295	412	526	627
净利润	454	765	978	1164
少数股东损益	38	46	58	74
归属母公司净利润	416	719	919	1091
EBITDA	1090	1491	1860	2198
EPS（元）	0.20	0.35	0.45	0.53

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入(%)	-8.3	21.2	20.1	18.4
营业利润(%)	-50.4	59.3	28.0	19.3
归属于母公司净利润(%)	-58.6	72.9	27.9	18.6
获利能力				
毛利率(%)	21.7	23.9	23.9	23.6
净利率(%)	5.5	7.9	8.4	8.4
ROE(%)	8.4	12.4	13.9	14.3
ROIC(%)	6.4	9.3	10.5	11.0
偿债能力				
资产负债率(%)	59.0	63.1	55.0	59.1
净负债比率(%)	2.6	-17.7	-9.6	-27.2
流动比率	1.4	1.3	1.5	1.5
速动比率	1.4	1.3	1.5	1.5
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	4.4	4.4	4.4	4.4
应付账款周转率	53.5	53.5	53.5	53.5
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.35	0.45	0.53
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.77	0.02	0.98
每股净资产(最新摊薄)	2.59	2.95	3.35	3.83
估值比率				
P/E	28.5	16.5	12.9	10.8
P/B	2.2	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	11.1	7.3	6.1	4.5

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。

中国平安 金融 · 科技

平安证券 PING AN SECURITIES

平安证券研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033