

证券研究报告—动态报告

房地产

地产服务 II

世联行(002285)

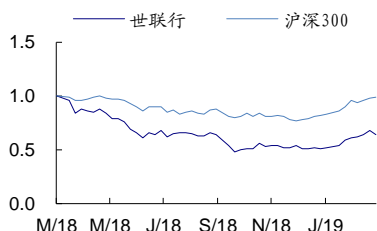
买入

2018 年报点评

(维持评级)

2019 年 03 月 31 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	2,043/2,010
总市值/流通(百万元)	11,829/11,638
上证综指/深圳成指	3,091/9,907
12 个月最高/最低(元)	9.62/4.16

相关研究报告:

《世联行-002285-重大事件快评: 2018 年中报解读会议纪要》——2018-08-27
 《世联行-002285-2018 年中报点评: 综合服务增长提速, 维持“买入”评级》——2018-08-24
 《世联行-002285-2017 年年报点评: 地产服务龙头彰显风采》——2018-04-02
 《世联行-002285-2017 年系列研报之二: 五大业务稳步增长, 维持“买入”评级》——2017-08-25
 《世联行-002285-房地产细分领域龙头研究: 地产服务龙头, 受益集中度提升》——2017-07-20

证券分析师: 区瑞明

电话: 0755-82130678
 E-MAIL: ourm@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120051

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业务“一降三升”, 贯彻“祥云战略”

● 净利同比下降, EPS0.2 元/股

2018 年公司实现收入 75 亿元, 同比下降 8%; 归母净利润 4 亿元, 同比下降 59%; EPS 为 0.2 元/股。营收和利润同比下降的主要原因包括: 政策限制、下半年市场转冷、开发商回款减慢等。

● 四大业务“一降三升”

2018 年公司四大业务营收“一降三升”: ①交易服务: 代理服务业务营收 33 亿元, 同降 12%; 互联网+业务营收 17 亿元, 同降 29%; 顾问策划业务营收 3 亿元, 同降 20%; ②交易后服务: 金融服务营收 8 亿元, 同增 6%; 装修服务营收 2 亿元, 同增 108%; ③资产运营: 公寓业务营收 4 亿元, 同增 95%; 工商资产运营业务营收 2 亿元, 同增 118%; ④资产管理: 物业管理服务营收 5 亿元, 同增 13%。

● 财务状况较好, 未结资源充足

2018 年公司资产负债率为 59%; 净负债率为 2.6%, 货币资金/(短期借款+一年内到期的非流动负债)为 1 倍, 短期偿债能力较好。2018 年公司累计实现代理销售套数 33.9 万套, 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 31 亿元的代理费收入。

● 坚持贯彻“祥云战略”, 不断提升综合服务能力

面对 2019 年的房地产市场, 公司将依托综合型业务, 坚持轻资产模式运营, 提升能力, 来应对市场的不确定性。同时, 公司将坚持贯彻实施以“服务、入口、开放、平台”为核心的祥云战略, 将业务融入到“入口、场景、服务”的发展战略体系。公司以交易服务和资产运营服务为入口, 丰富场景和服务, 提升“资管+交易+金融”平台的综合能力, 为客户提供综合型解决方案。目前已推出包括代理服务、房地产电商服务、以“房”为场景的金融服务、装修服务、资产运营服务、物业管理服务、房地产基金管理和投资服务。

● “代理+综合服务”龙头, 维持“买入”评级

中国房地产行业依旧拥有巨大的体量, 需要用综合型的服务来解决客户和市场出现的问题, 公司作为“代理+综合服务”龙头, 我们依旧看好公司未来的发展。预计 2019、2020 年 EPS 分别为 0.32、0.39 元, 对应 PE 为 18.6、15.6X, 维持“买入”评级。

● 风险

若行业再度升温、过热引发新一轮调控预期, 导致公司代理销售额大幅下滑。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,212	7,534	7,986	8,625	10,177
(+/-%)	31.0%	-8.3%	6.0%	8.0%	18.0%
净利润(百万元)	1,004	416	662.18	802.85	994.23
(+/-%)	34.3%	-58.6%	59.3%	21.2%	23.8%
摊薄每股收益(元)	0.49	0.20	0.32	0.39	0.49
EBIT Margin	18.9%	11.7%	14.4%	15.7%	16.0%
净资产收益率(ROE)	20.0%	7.8%	11.4%	12.5%	13.7%
市盈率(PE)	13.1	29.7	18.6	15.4	12.4
EV/EBITDA	13.1	17.7	17.1	13.7	12.4
市净率(PB)	2.6	2.3	2.13	1.92	1.71

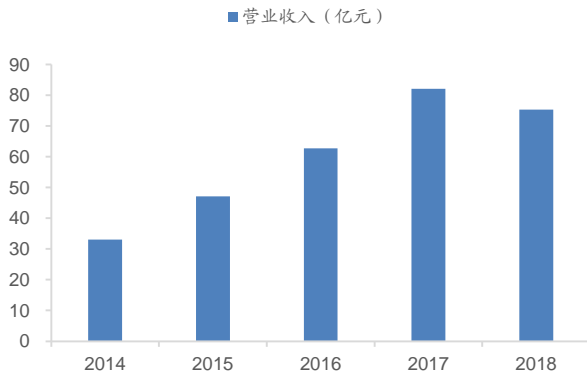
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

净利同比下降，EPS0.2元/股

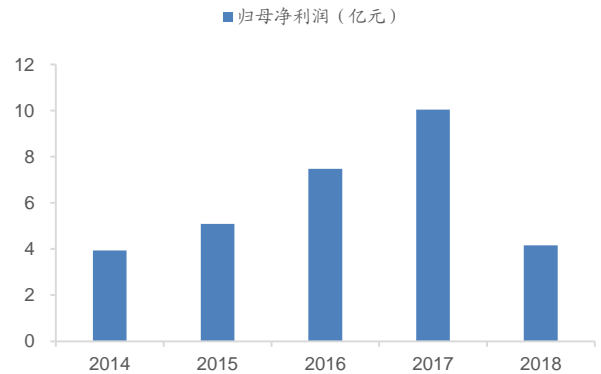
2018年公司实现收入75亿元，同比下降8%；归母净利润4亿元，同比下降59%；EPS为0.2元/股。营收和利润同比下降的主要原因包括：政策限制、下半年市场转冷、开发商回款减慢等。

图 1：公司营业收入



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司归母净利润



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

四大业务“一降三升”

2018年公司四大业务营收“一降三升”：

①交易服务板块主要包含：代理服务业务、互联网+业务和顾问策划业务。

代理服务业务实现营业收入33亿元，同降12%，由于公司代理服务业务的收入确认方式是以开发商全款到账之后确认收入，而报告期内开发商受到政府备案时间延长、银行减少贷款放款规模和自身流动性降低等因素的影响，公司代理服务业务的结算进度变缓。随着公司加快结算进度，代理服务业务2018年度的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。

互联网+业务营收17亿元，同降29%，由于全国各城市对房地产电商政策持续收紧，公司互联网+业务的拓展受到限制。

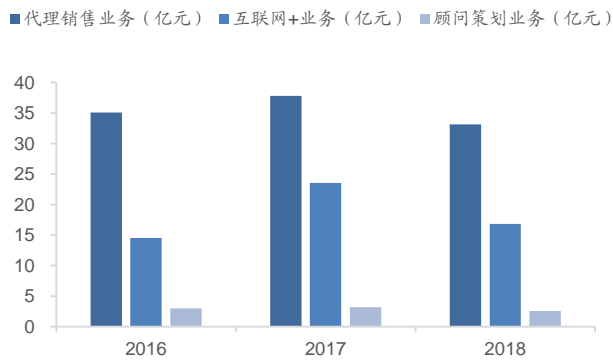
顾问策划业务营收3亿元，同降20%，主要由于2018年受政策调控影响，开发商拿地意愿谨慎，全国重点城市土地流拍达到1808宗，从而对顾问策划业务的需求降低。

②交易后服务板块主要包含：金融服务业务和装修服务业务。

金融服务营收8亿元，同增6%，公司积极响应国家金融去杠杆政策，主动控制业务规模，严格把控业务风险，降低非场景类金融业务比例，提升资产质量。

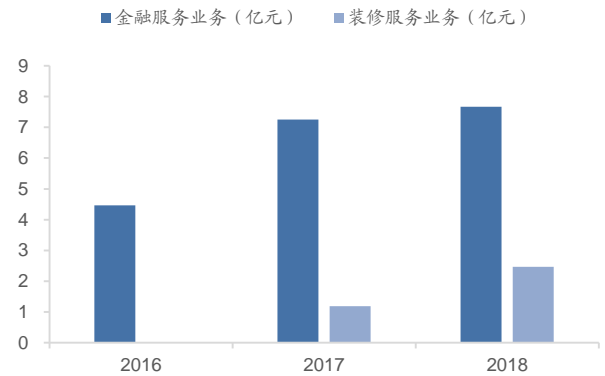
装修服务营收2亿元，同增108%，装修服务业务受益于公司代理、金融和资产运营等业务的场景延伸，其业务覆盖46个城市，并完成设计、集采、施工、软装及售后的全链条服务，签约面积超过70余万平方米。

图 3: 公司交易服务板块营收



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司交易后服务板块营收



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

③ 资产运营板块主要包括公寓业务和工商资产运营业务。

公寓业务营收 4 亿元, 同增 95%, 历经三年多的发展, 公寓业务已覆盖 30 个城市, 公司红璞公寓品牌荣获“2018 中国长租公寓品牌 TOP10”、“2018 长租公寓卓越运营商奖”、“美好公寓”、“安选品质典范企业”、“资管新势力——新居住典范”等荣誉奖项。截至报告期末, 公司运营项目已达到 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% 以上的出租率。家寓产品落地武汉、苏州、广州三个城市, 稳定出租率 90% 以上, 续租率持续上升, 保持在 50% 左右, 同比涨幅 24%。

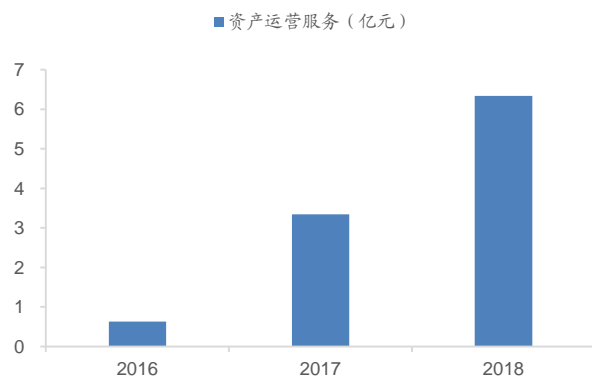
工商资产运营业务营收 2 亿元, 同增 118%, 公司工商资产运营业务的办公品牌世联空间, 已布局 15 个城市, 累计落地项目 52 个, 总体面积近 60 万平方米。

④ 资产管理板块主要包括物业管理服务业务和资产投资服务业务。

报告期内, 资产投资服务业务以普通合伙人 (GP) 发行基金的方式收购一线及强二线城市核心地段潜力物业, 打造围绕资产增值收益和资产运营收益的“双引擎”精品资产管理项目, 目前公司管理的大宗投资项目, 主要集中在上海地区的商业写字楼, 项目累计达到 18 个, 管理资产总值逾 60 亿。

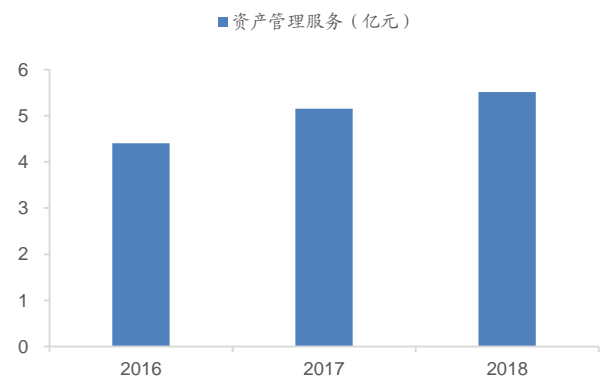
物业管理服务营收 5 亿元, 同增 13%, 多年来保持稳定增长, 截至报告期末, 物业管理服务业务实际在管的全委托项目达到 116 个, 较上年同期增加 29 个, 在管理项目实际收费面积达到 593 万平方米, 收费面积增加 83 万平方米。

图 5: 公司资产运营板块营收



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司资产管理板块营收



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

财务状况较好，未结资源充足

2018 年公司资产负债率为 59%；净负债率为 2.6%，货币资金/（短期借款+一年内到期的非流动负债）为 1 倍，短期偿债能力较好。2018 年公司累计实现代理销售套数 33.9 万套，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 31 亿元的代理费收入。

坚持贯彻“祥云战略”，不断提升综合服务能力

面对 2019 年的房地产市场，公司将依托综合型业务，坚持轻资产模式运营，提升能力，来应对市场的不确定性。同时，公司将坚持贯彻实施以“服务、入口、开放、平台”为核心的祥云战略，将业务融入到“入口、场景、服务”的发展战略体系。公司以交易服务和资产运营服务为入口，丰富场景和服务，提升“资管+交易+金融”平台的综合能力，为客户提供综合型解决方案。目前已推出包括代理服务、房地产电商服务、以“房”为场景的金融服务、装修服务、资产运营服务、物业管理服务、房地产基金管理和投资服务。

“代理+综合服务”龙头，维持“买入”评级

中国房地产行业依旧拥有巨大的体量，需要用综合型的服务来解决客户和市场中出现的问题，公司作为“代理+综合服务”龙头，我们依旧看好公司未来的发展。预计 2019、2020 年 EPS 分别为 0.32、0.39 元，对应 PE 为 18.6、15.6X，维持“买入”评级。

风险

若行业再度升温、过热引发新一轮调控预期，导致公司代理销售额大幅下滑。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	2499	5452	4251	4403	营业收入	7534	7986	8625	10177
应收款项	3591	3501	3781	4461	营业成本	5902	6245	6641	7938
存货净额	11	14	0	0	营业税金及附加	53	96	95	102
其他流动资产	4285	1996	2415	4071	销售费用	0	0	0	0
流动资产合计	10386	10962	10446	12935	管理费用	452	495	535	509
固定资产	166	345	306	268	财务费用	135	117	118	117
无形资产及其他	4	3	3	2	投资收益	29	20	20	20
投资性房地产	2609	2609	2609	2609	资产减值及公允价值变动	(238)	0	0	0
长期股权投资	56	56	56	56	其他收入	(53)	0	0	0
资产总计	13220	13975	13420	15870	营业利润	730	1052	1256	1531
短期借款及交易性金融负债	2476	2500	2500	2450	营业外净收支	19	0	0	0
应付款项	492	259	275	219	利润总额	749	1052	1256	1531
其他流动负债	4669	5097	3832	5530	所得税费用	295	337	389	459
流动负债合计	7637	7855	6607	8199	少数股东损益	38	53	64	78
长期借款及应付债券	166	166	166	166	归属于母公司净利润	416	662	803	994
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	166	166	166	166	现金流量表 (百万元)				
负债合计	7803	8021	6773	8365	净利润	416	662	803	994
少数股东权益	117	157	208	270	资产减值准备的增加(减少)	98	(219)	(2)	(2)
股东权益	5300	5796	6439	7234	折旧摊销	41	41	41	41
负债和股东权益总计	13220	13975	13420	15870	公允价值变动损失	238	0	0	0
					财务费用	135	117	118	117
关键财务与估值指标					营运资本变动	(327)	2352	(1935)	(696)
	2018	2019E	2020E	2021E	其它	(109)	259	53	64
每股收益	0.20	0.32	0.39	0.49	经营活动现金流	357	3095	(1041)	401
每股红利	0.26	0.08	0.08	0.10	资本开支	113	0	0	0
每股净资产	2.59	2.84	3.15	3.54	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	9%	11%	14%	14%	投资活动现金流	85	0	0	0
ROE	8%	11%	12%	14%	权益性融资	11	0	0	0
毛利率	22%	22%	23%	22%	负债净变化	166	0	0	0
EBIT Margin	12%	14%	16%	16%	支付股利、利息	(530)	(166)	(161)	(199)
EBITDA Margin	15%	15%	16%	16%	其它融资现金流	252	24	0	(50)
收入增长	-8%	6%	8%	18%	融资活动现金流	(465)	(142)	(161)	(249)
净利润增长率	-59%	59%	21%	24%	现金净变动	(23)	2953	(1201)	152
资产负债率	60%	59%	52%	54%	货币资金的期初余额	2522	2499	5452	4251
息率	4.3%	1.3%	1.3%	1.6%	货币资金的期末余额	2499	5452	4251	4403
P/E	29.7	18.6	15.4	12.4	企业自由现金流	510	3174	(960)	484
P/B	2.3	2.1	1.9	1.7	权益自由现金流	928	3118	(1042)	353
EV/EBITDA	17.7	17.1	13.7	12.4					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032