

交易服务拖累业绩，综合服务蓄力未来

投资要点：

1. 事件

公司发布了2018年年度报告。报告期内，公司实现营业收入75.3亿元，同比下降8.26%；公司实现归属上市公司股东的净利润4.2亿元，同比下降58.59%，扣非后归属上市公司股东的净利润为3.7亿元，同比下降61.69%；公司基本每股收益为0.2元，同比下降59.18%，低于预期。公司2018年度利润分配预案为：以2018年末公司总股份数2,042,970,972股计算，每10股派送人民币0.21元（含税）现金股息。

2. 我们的分析与判断

（一）受一手房市场转冷影响，营收和归母净利润双双下滑

2018年对公司来讲是艰难的一年，也是公司自2009年上市以来第一次营业收入和归母净利润均下降的一年。主要原因是交易服务板块受到金融去杠杆的宏观政策、各地房地产调控政策叠加、市场转冷等因素影响，公司第一大业务板块交易服务板块营业收入为52.87亿元，同比下降18.63%。

整体来看，全面放松调控的基础不存在，全局政策见底、区域松紧不一，市场情绪各异、企业积极出货，库存与市场情绪将推动因城施策持续深化，价格不具有大面积下行的条件，货量的增长推动销量触底上扬是更可能的结果。预期来年全局价格稳定，上半年全国销售面积增速将有一定的下行，下半年或有回升的可能，全年市场销售额基本持平于去年。这将有助于公司交易服务板块业务的回升。

（二）其他三大业务同比增长，四大业务板块营收“三升一降”

虽然公司的交易服务板块2018年收入下滑明显，但其他主营业务板块均实现了同比增长。交易后服务板块实现营业收入10.13亿元，同比增长20.12%；资产运营服务板块实现营业收入6.34亿元，同比增89.83%；资产管理板块实现营业收入5.52亿元，同比增长7.12%。公司四大业务板块营收的“三升一降”，表明了依靠单一的房地产销售服务以及不能够满足市场的多样化需求。中国地产市场需要综合型服务来解决客户及市场中出现的问题。

（三）未结算资源丰富，未来业绩释放有保障

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。

世联行 (002285.SZ)

推荐 维持评级

分析师

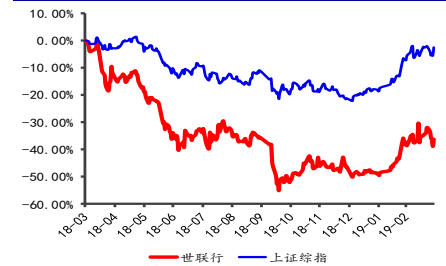
潘玮 房地产行业分析师

☎: (8610) 6656 8212

✉: panwei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511070002

相对上证指数表现图



资料来源: wind

市场数据 时间 2019.03.29

A股收盘价(元)	6.04
A股一年内最高价(元)	6.60
A股一年内最低价(元)	4.60
上证指数	3090.76
市净率	2.3
总股本(百万股)	2042.97
实际流通A股(百万股)	2010.01
限售的流通A股(百万股)	32.96
流通A股市值(亿元)	121.40

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 3,948 亿元，将在未来的 3 至 9 个月为公司带来约 30.50 亿元的代理费收入。2018 年，代理服务业务持续深耕都市圈，并以强有力的组织下沉优势加速渗透三四线城市市场，目前共进驻 200 多个地级以上城市，在执行业务覆盖 2500 多个案场，代理案场作为公司居住领域立体分发网络的线下流量入口和基础节点，触达客户超过 230 万人。

（四）长租公寓业务稳步升级

2018 年，公司公寓业务营业收入为 4.06 亿，同比增长 94.85%。历经三年多的发展，长租公寓业务覆盖 30 个城市，并且杭州、广州、郑州等 7 个二线城市成为公司公寓业务 7 大重点发展城市。截止 2018 年底，公司运营项目达到 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。

（五）资产管理业务保持稳定增长

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。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。

物业管理服务业务实现营业收入 5.15 亿元，同比增长 13.18%，多年来保持稳定增长。2018 年底，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 593.18 万平方米，收费面积增加 82.80 万平方米。

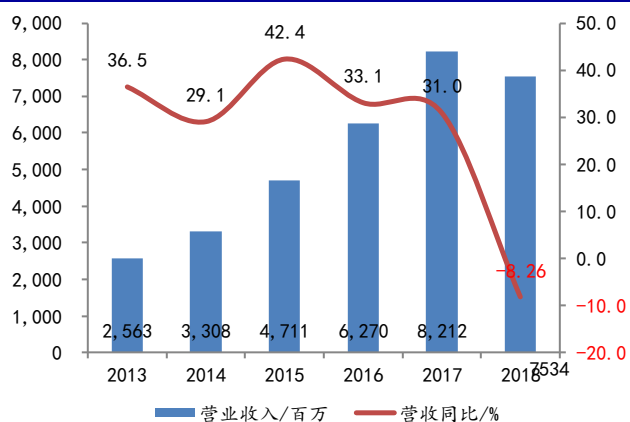
3. 投资建议

我们预计公司 2019-2020 年的每股收益分别为 0.35、0.45 元。以 3 月 29 日 6.04 元的收盘价计算，对应的动态市盈率分别为 17 倍、13.4 倍，市净率 2.3 倍。作为首家登陆 A 股的地产综合服务商，公司具有唯一性和独特性。公司实施以“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。面对 2018 年的市场转变，公司坚持“回归根本、为客户创造价值”的理念，为 2019 年提高效率、能力共享和赋能地区的目标做出全局部署。维持“推荐”评级。

4. 风险提示

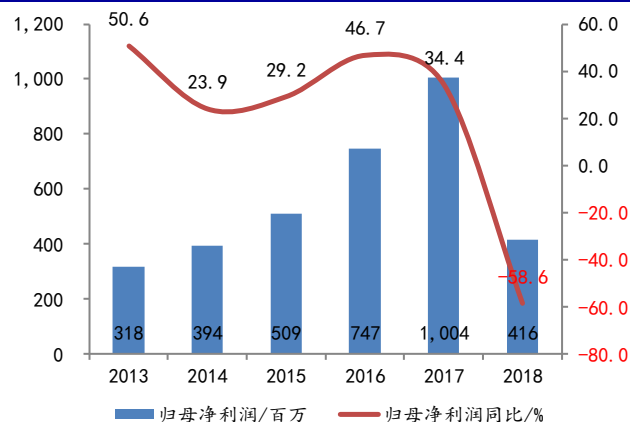
房价大幅下跌风险，棚改不及预期风险等。

图 1: 世联行营业收入及同比增速



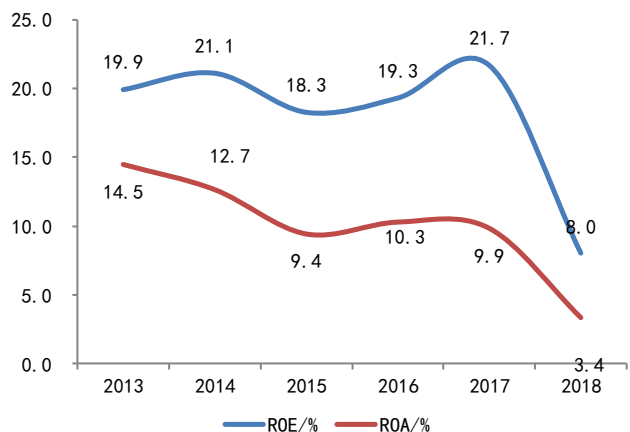
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 2: 世联行归母净利润及同比增速



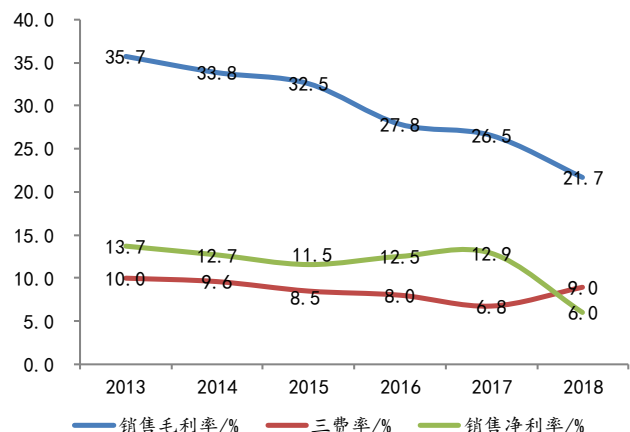
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 3: 世联行 AROE 及 ROA 历年变化



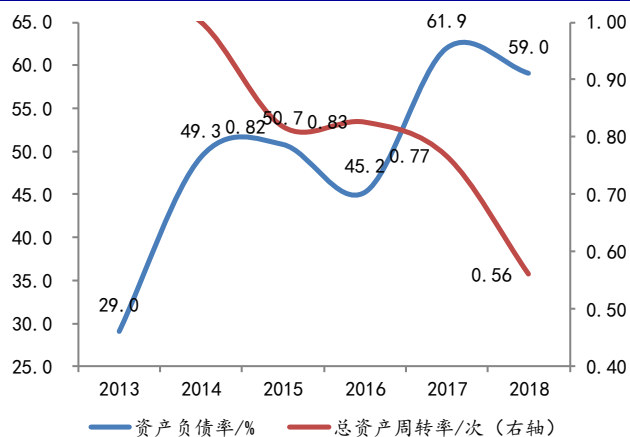
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 4: 世联行销售毛利率、三费率及销售净利率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 5: 世联行资产负债率及总资产周转率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

潘玮，房地产行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰	0755-83471963	cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇	010-66568479	gengyouyou@chinastock.com.cn