

证券研究报告

平安地产

强烈推荐 (维持)

证券分析师

王琳 投资咨询资格编号
S1060513090001
010-59730726
WANGLIN170@pingan.com.cn

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
0755-22621493
YANGKAN034@pingan.com.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。

世联行 (002285)

定增打开世联与搜房合作整合想象空间

事项：世联行发布非公开定增方案修订稿，同时与华润元大签订不超过 1.47 亿的基础信贷资产转让协议。

平安观点：

- **华居天下股权变更利于定增加速推进，莫天全承诺打开世联与搜房合作整合想象空间。**从公司公布的定增方案修订稿来看，最大改动为战投方华居天下（认购 9026 万股，占公司发行后总股本的 10%）实际控制人由搜房网变更为搜房网执行主席莫天全，此前由于搜房网注册地在海外，相关资质审核较慢，华居天下控制人变更为自然人莫天全，将利于加快公司定增方案的审批进度。同时，莫天全承诺“在华居天下持有世联 5% 以上股份期间，本人及本人控制的其他公司、企业或者其他经济组织未从事与世联行及其控制的其他公司、企业或者其他经济组织现有的业务相同或类似且构成竞争关系的业务。”此前世联与搜房利用双方在网络资源和线下销售的互补关系形成双赢，随着世联布局小额贷和互联网业务，与搜房网不可避免将存在业务重合和竞争关系，如世联的家圆云贷与搜房的天下贷。莫总的承诺打开了未来世联和搜房金融等相关重叠业务的合作整合想象空间。
- **定增提升资金实力，进一步夯实行业领导地位。**公司 2014 年先后收购厦门立丹行和青岛荣置地，并多次以资产证券化形式扩大小额贷款规模，本次定增公司合计将募集资金 11.4 亿，为未来公司业务规模扩张、收购兼并以及小额规模扩张提供充足弹药，有助于进一步夯实公司在传统代理销售和新兴小额贷款业务上的领先地位。
- **小贷业务持续爆发，P2P 方向值得期待。**公司与华润元大签订不超过 1.47 亿的基础信贷资产转让协议，目前累计转让信贷资产 7.66 亿，小额贷款业务持续爆发。从金融 P2P 发展来看，基本存在三个阶段，即 1) 以自有资金为主，主要赚利息差和服务费；2) 走规模化和资产证券化道路。通过证券化加大资金规模，降低自有资金占比。3) 最后一阶段为 P2P 阶段。对于 P2P 盈利模式主要也分三种，即 1) 通过平台赚利差、2) 通过平台赚服务费、3) 利差和服务费都赚。公司目前已处于第二阶段，随着未来步入 P2P 阶段，公司的小贷业务资金来源、客户资源和盈利来源均有望大幅扩张，带来的业绩贡献值得期待。
- **维持公司“强烈推荐”评级。**预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.51 元、0.61 元和 0.71 元，对应 PE 分别为 39.1 倍、32.7 倍和 28.1 倍。公司小贷业务发展迅速，未来 P2P 方向值得期待，传统代理业务重启收购扩张之路，有望迅速提升区域规模，未来与搜房合作想象空间巨大，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**P2P 业务进度不及预期风险；定增推进不及预期风险。

图表1 主要增发对象认购股数

认购人	认购数量（万股）	本次发行结束后持股比例
华居天下（莫天全控制）	9026.4	10%
众志联高	413.2	4.58%
林蔚	109.2	0.12%
王伟	109.2	0.12%
王正宇	109.2	0.12%
邢柏静	109.2	0.12%
袁鸿昌	109.2	0.12%
王海晨	91.0	0.10%
滕柏松	91.0	0.10%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 主要认购高管简介

认购人	公司职位	年龄	个人简介
朱敏（持有众志联高60% 2013年起任总经理、董事股权）		44	历任世联代理事业部总经理、世联地产副总经理
周晓华（持有众志联高35%股权）	2013年起任副董事长	47	历任北京世联总经理、世联中国副总经理、董事、世联副总经理、总经理、董事
杨承路（持有众志联高5% 股权）	董事长特别助理	-	
林蔚	副总经理	44	历任北京世联副总经理、北京区域总经理
王伟	2013年起任副总经理	43	历任代理事业部销售管理部总监；深圳世联经纪有限公司事业部营销总监、总经理；世联行深圳区域副总经理、代理事业部副总经理、总经理
王正宇	2013年起任副总经理	39	历任北京世联常务副总经理、世

认购人	公司职位	年龄	个人简介
			联华北区总经理
邢柏静	副总经理	40	历任顾问部总经理、世联行副总经理
袁鸿昌	2013年起任副总经理、董秘	42	历任上海世联总经理、华东区域总经理
王海晨	财务总监	39	历任公司财务管理中心总经理、财务总监
滕柏松	监事会主席	50	历任公司代理部总经理助理、副总经理、公司总经理助理

资料来源：公司公告，平安证券研究所

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	1837	2603	2998	3459
现金	958	1646	1782	2079
应收账款	463	613	824	971
其他应收款	164	170	168	169
预付账款	18	52	61	70
存货	0	0	0	0
其他流动资产	235	123	163	170
非流动资产	660	710	794	822
长期投资	56	67	67	67
固定资产	241	316	402	439
无形资产	1	-1	-2	-3
其他非流动资产	363	327	327	319
资产总计	2498	3313	3792	4281
流动负债	725	984	1073	1088
短期借款	1	0	0	0
应付账款	28	36	50	59
其他流动负债	695	948	1024	1029
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	725	984	1073	1088
少数股东权益	64	100	146	205
股本	424	764	764	764
资本公积	558	558	558	558
留存收益	726	907	1250	1666
归属母公司股东权益	1709	2229	2572	2988
负债和股东权益	2498	3313	3792	4281

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	463	689	365	491
净利润	351	429	509	601
折旧摊销	29	34	43	51
财务费用	-13	-6	-17	-19
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	60	214	-163	-140
其他经营现金流	37	21	-5	-0
投资活动现金流	-162	-138	-126	-86
资本支出	33	100	120	80
长期投资	-97	11	0	0
其他投资现金流	-227	-27	-6	-6
筹资活动现金流	-356	136	-103	-108
短期借款	-25	-1	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	98	339	0	0
资本公积增加	2	0	0	0
其他筹资现金流	-431	-202	-103	-108
现金净增加额	-55	687	136	297

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2563	3336	4375	5197
营业成本	1648	2178	2944	3510
营业税金及附加	143	183	244	288
营业费用	0	0	0	0
管理费用	269	376	484	574
财务费用	-13	-6	-17	-19
资产减值损失	50	32	39	39
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
营业利润	470	574	683	808
营业外收入	9	10	8	8
营业外支出	2	2	1	1
利润总额	477	582	690	816
所得税	127	153	181	215
净利润	351	429	509	601
少数股东损益	32	36	46	59
归属母公司净利润	318	393	463	542
EBITDA	486	601	709	840
EPS (元)	0.42	0.51	0.61	0.71

主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入 (%)	36.5	30.1	31.2	18.8
营业利润 (%)	56.7	22.0	19.1	18.3
归属于母公司净利润 (%)	50.6	23.4	17.9	17.1
获利能力				
毛利率 (%)	35.7	34.7	32.7	32.5
净利率 (%)	11.3	10.9	10.8	12.4
ROE (%)	18.6	17.6	18.0	18.1
ROIC (%)	58.7	105.6	76.6	71.6
偿债能力				
资产负债率 (%)	29.0	29.7	28.3	25.4
净负债比率 (%)	0.14	0.00	0.00	0.00
流动比率	2.54	2.65	2.79	3.18
速动比率	2.54	2.65	2.79	3.18
营运能力				
总资产周转率	1.06	1.15	1.23	1.29
应收账款周转率	6	6	6	6
应付账款周转率	69.09	67.49	68.48	64.68
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.42	0.51	0.61	0.71
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.61	0.90	0.48	0.64
每股净资产 (最新摊薄)	2.24	2.92	3.37	3.91
估值比率				
P/E	47.5	39.1	32.7	28.1
P/B	5.7	4.3	3.8	3.2
EV/EBITDA	18	14	12	10

平安证券综合研究所投资评级：

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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。

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：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（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它人。

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有限责任公司的立场。

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。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号 荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 25 楼	北京市西城区金融大街甲 9 号金 融街中心北楼 15 层
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100033
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	