

买入 维持

世联行 (002285)

2015年1月27日

## 定增重要推进，行业有望加速双寡头格局

2015年1月26日收盘价：19.95元  
6个月目标价：23.1元

房地产行业首席分析师：涂力磊  
SAC 执业证书编号：S0850510120001  
tll5535@htsec.com  
021-23219747

房地产行业分析师：谢 盐  
SAC 执业证书编号：S0850511010019  
xiex@htsec.com  
021-23219436

### 事件：

公司公布非公开增发方案（第二次修订稿），战投方华居天下的股东关系、华居天下实际控制人莫天全承诺函有所更新。

### 投资建议：

1. **第二版定增修改稿意义重大。**我们认为第二版修改稿基本将前期定增难点突破，标志公司融资工作顺利推进。

1) **战投华居天下转为搜房董事长莫天全全资控股内资企业。**最新定增方案显示，华居天下已从此前境外股权结构划转为搜房董事长莫天全 100% 控股。考虑莫天全属中国国籍无境外居留权，本次股权变更实质意义将使华居天下从外资企业转为内资。从业务发展和资金进出角度看，内资身份更有利于促成本次定增最终成功。

2) **莫天全承诺函带来业务整合想象空间。**作为华居天下唯一股东、实际控制人，搜房董事长兼控股股东莫天全承诺：其控制公司或者其他经济组织将尽量减少与世联之间的同业竞争和关联交易。从目前世联、搜房业务线机构看，主要包括 1) 线上电商和衍生业务；2) 线下交易、信息和研究业务。3) 金融业务。我们认为世联和搜房目前在 1、2) 项业务中重合度相对较少，但是在 3) 项业务中双方存在交集。未来双方在金融业务上如何资源共享、实现平台整合，值得高度期待。

2. **未来发展：市场集中度和整合速度将进一步加快，多寡头局面将加速形成**

1) **大同盟已显雏形，强强联姻将加速市占率提升和同业间并购。**除世联外，搜房此前已成为合富辉煌第二大股东。我们认为不论是搜房、世联还是合富辉煌都是地产服务产业链“Top Player”。地产下半场，巨头企业本身在业务上具备优势。如果顶级豪门之间再相互参股，形成战略大联盟，其结果将是大公司不断提高行业门槛，中小中介行生存空间被不断挤压的过程。

2) **并购和整合有望加剧。**本次战略联盟形成，除有效补充世联资金外，也将加大双方业务合作潜力，大公司强者恒强不断并购和整合中小中介行局面有望加剧。

3) **市场有望转向双寡头阵营转变。**目前地产服务产业链市场基本划分为两大阵营，即专业化线上平台（代表企业平安好房网、房多多、房金所）和线下线上一体化企业（代表企业易居、搜房-世联联合体）。考虑中国房地产新房 8 万亿潜在市场，短期不论哪方都很难绝对意义压倒另外一方。从当前业务模式和市场发展角度看，两大阵营将逐步形成双寡头格局，分别占据各自市场。

**投资建议：维持“买入”评级。**我们重申目前公司地产服务产业链核心标的，长期看好。公司当前资金面优秀，传统经纪业务发展稳定，将为未来兼并收购产业链上下游，实现对产业链的整合和新业务（O2O、P2P、资产服务）拓展提供支持。考虑 2015 年行业基本面有望复苏，公司传统代销和新兴业务均有望极大程度受益。公司 2014 和 2015 年 EPS 预计在 0.55 和 0.66 元。截至 1 月 26 日，公司股价在 19.95 元，对应 2014 和 2015 年 PE 在 36.27 和 30.23 倍。考虑新业务发展持续放量，给予 2015 年 35 倍市盈率，对应股价 23.1 元，维持“买入”评级。

**主要内容:**
**1. 第二版定增修改稿意义重大**

公司此前已公告拟以不低于 8.23 元/股价格，向华居天下和关联方众志成城、林蔚、王伟、王正宇、邢柏静、袁鸿昌、王海晨和滕柏松等 9 名特定对象非公开发行 1.39 亿股。本次非公开增发预计累计募集资金 11.43 亿元，相关费用主要用于公司 O2M 建设和补充流动资金。我们认为第二版修改稿基本将前期定增难点突破，标志公司融资工作顺利推进。

**表 1 本次非公开发行参与情况**

认购人	认购数量 (股)	认购比例 (%)	认购金额 (万元)	本次发行结束后持股比例	在世联行职务
华居天下	90264297	65.00%	74287.5	10.00%	
众志成城	41321993	29.76%	898.8	4.58%	由公司总经理朱敏、副董事长周晓华、总裁特别助理杨承路出资组成
林蔚	1092102	0.79%	898.8	0.12%	副总经理
王伟	1092102	0.79%	898.8	0.12%	代理事业部总经理
王正宇	1092102	0.79%	898.8	0.12%	副总经理
邢柏静	1092102	0.79%	898.8	0.12%	顾问部总经理
袁鸿昌	1092102	0.79%	898.8	0.12%	副总经理、董事会秘书
王海晨	910085	0.66%	749	0.10%	财务总监
滕柏松	910085	0.66%	749	0.10%	监事会主席
总计	138866970	100.00%	114287.5	15.38%	

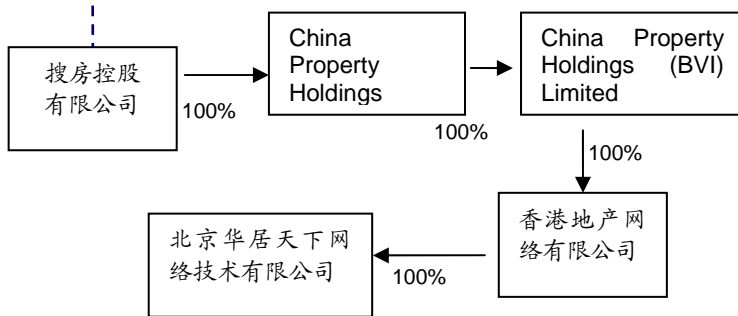
资料来源：公司 2015.1.26 日非公开增发预案、海通证券研究所

**1) 战投华居天下转为搜房董事长莫天全全资控股内资企业**

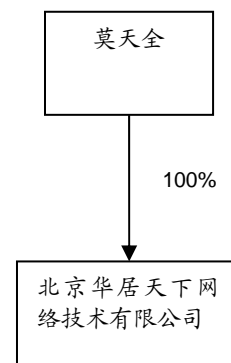
最新定增方案显示，华居天下已从此前境外股权结构划转为搜房董事长莫天全 100% 控股。

**图 1 本次修改方案显示莫天全直接控股北京华居天下**

下属搜房网为全球最大的房地产家居网络平台，主要业务涵盖新房、二手房、家居、房地产研究四大业务板块



华居天下为搜房控股有限公司旗下主要负责二手房业务的平台公司，即负责经营国内二手房和租房市场网络信息平台。



本次调整后

资料来源：公司 2015.1.26 日非公开增发预案、海通证券研究所

考虑莫天全属中国国籍无境外居留权，本次股权变更实质意义将使华居天下从外资企业转为内资。从业务发展和资金进出角度看，内资身份更有利于促成本次定增最终成功。

## 2) 莫天权承诺函带来业务整合想象空间

莫天权作为华居天下的唯一股东、实际控制人，搜房网董事长兼控股股东莫天全承诺：其控制公司或者其他经济组织将尽量减少与世联之间的同业竞争和关联交易。从目前世联、搜房网业务线机构看，主要包括 1) 线上电商和衍生业务；2) 线下交易、信息和研究业务。3) 金融业务。

我们认为世联和搜房网目前在 1、2) 项业务中重合度相对较少，我们预计未来双方更多将在各自现有领域加大发展实现共赢，但是在 3) 项业务中双方存在交集。未来双方在金融业务上如何资源共享、实现平台整合，值得高度期待。

**表 2 易居、搜房、世联产品线**

方向	易居	搜房	世联	
线上电商和衍生业务	1) 网络平台	新浪易居网	搜房网	无
	2) 地图业务	克尔瑞地理信息系统	无	无
	3) 手机平台	乐居网	搜房手机平台	无
	4) 房屋估价业务	房价点评网	无	世联评估，主要线下服务
	5) 家居业务	家居网络平台	搜房装修家居网	无
	6) 其他平台	微信，与腾讯战略合作	无	无
	7) 二手房	新浪易居网	搜房网	无
线下交易、信息和研究业务	1) 研究平台	易居研究院	中国指数研究院	世联研究
	2) 坐销代理	坐销代理。	部分扩张	世联代理，行业龙头
	3) 地产公关业务	太立德仁，负责地产公关业务	无	无
	4) 大数据业务	克尔瑞房地产信息系统。	指数数据系统	华房数据(世联大股东资产)
	5) 二手房门店	易居臣信	无	少数
房地产金融	1) 房地产金融平台	新浪易居合作成立房产所 (www.fangjs.com)	拥有搜房宝 (bao.soufun.com) 和天下贷 (txdai.com) 两大金融平台，主要是导流	无
	2) 房地产基金业务	易居资本	暂无	无
	3) 小贷业务	乐居贷，抵押贷性质，与银行合作，公司主要做客户推荐	家天下，消费贷	世联小贷

资料来源：海通证券研究所

## 3) 后续流程

本次方案修改之后，我们认为相关难点工作已获得实质突破。流程看后续需要等待中国证监会核准，并向交易所、登记结算中心等部门申请上市和变更等工作。

**表 3 定增工作后续流程**

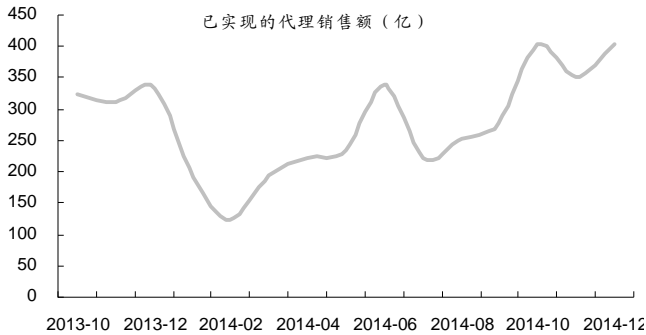
时间	事项
2014 年 7 月 23 日	公司第三届董事会第十五次会议审议通过本次非公开发行相关议案
2014 年 8 月 8 日	公司 2014 年度第二次临时股东大会审议并批准本次非公开发行相关议案
2015 年 1 月 26 日	公司第三届董事会第二十八次会议审议通过《非公开发行 A 股股票预案（二次修订稿）》
	本次调整后的非公开发行事项尚须中国证监会核准
后续	在获得中国证监会核准后，公司将向深圳证券交易所和登记结算公司申请办理股票发行和上市事宜，并向深圳市经济贸易和信息化委员会办理法律文件变更手续，完成本次非公开发行 A 股股票全部呈报批准程序

资料来源：海通证券研究所

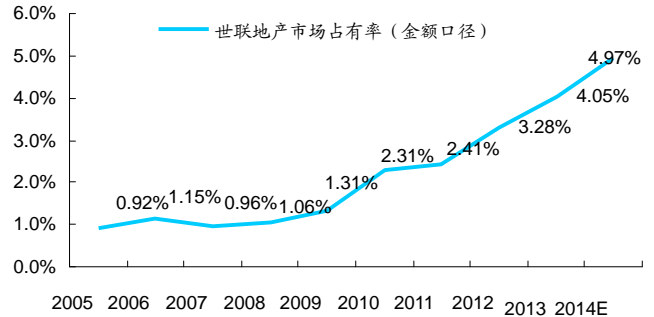
## 2. 未来发展：市场集中度和整合速度将进一步加快，多寡头局面将加速形成

### 1) 大同盟已显雏形，强强联姻将加速市占率提升和同业间并购

除世联外，搜房此前已成为合富辉煌第二大股东。我们认为不论是搜房、世联还是合富辉煌都是地产服务产业链“Top Player”。地产下半场，巨头企业本身在业务上具备优势。如果顶级豪门之间再相互参股，形成战略大联盟，其结果将是公司不断提高行业门槛，中小中介行生存空间被不断挤压的过程。我们认为类似搜房参股世联类型的战略合作最终结果将是中介行大公司市占率不断提升。预计后期行业内会形成更多类似联盟，中小中介行被整合趋势将加剧。

**图 2 公司代理销售跑赢大市**


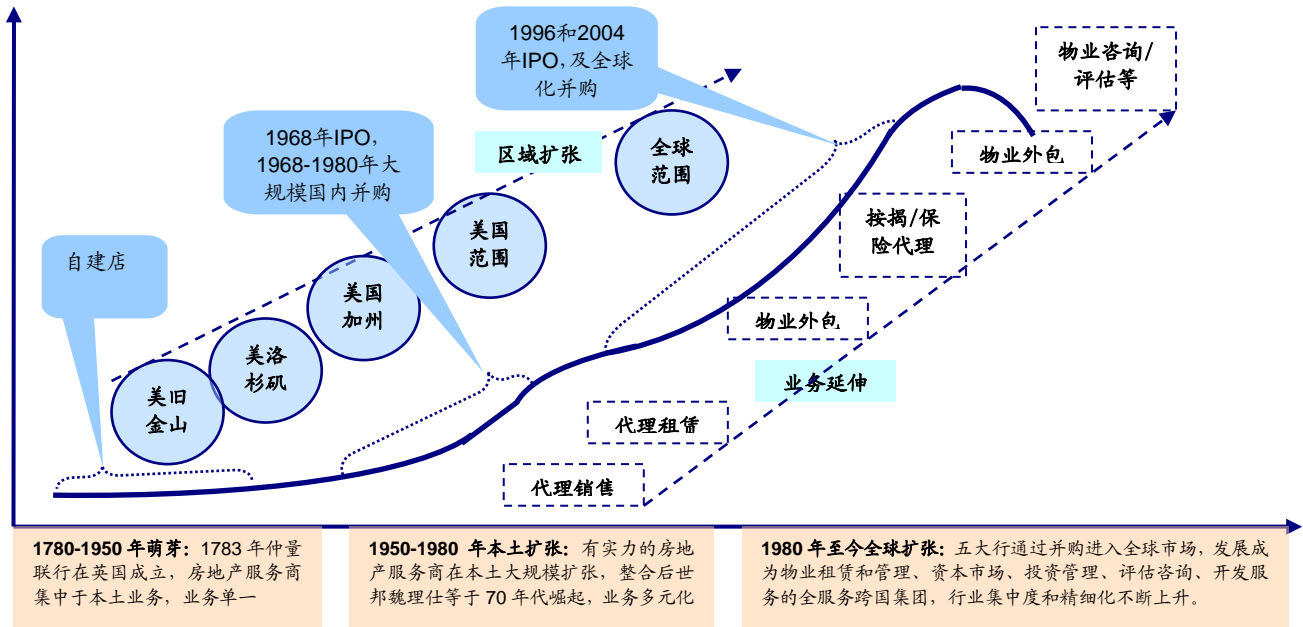
资料来源：公司代理销售报告，海通证券研究所

**图 3 公司市场占有率情况**


资料来源：公司 2005-2013 年年报，海通证券研究所

## 2) 并购和整合有望加剧

我们在公司深度报告《世联行，站在公司与行业发展的双重拐点》中明确指出，并购是世联等中介企业发展的必由之路。从全球最大中介企业世邦魏理仕的发展历史看，对于以服务为内核的综合地产商，上下游产业链并购或者原有主业内整合是公司壮大和常青的核心。本次战略联盟形成，除有效补充世联资金外，也将加大双方业务合作潜力，大公司强者恒强不断并购和整合中小中介行局面有望加剧。

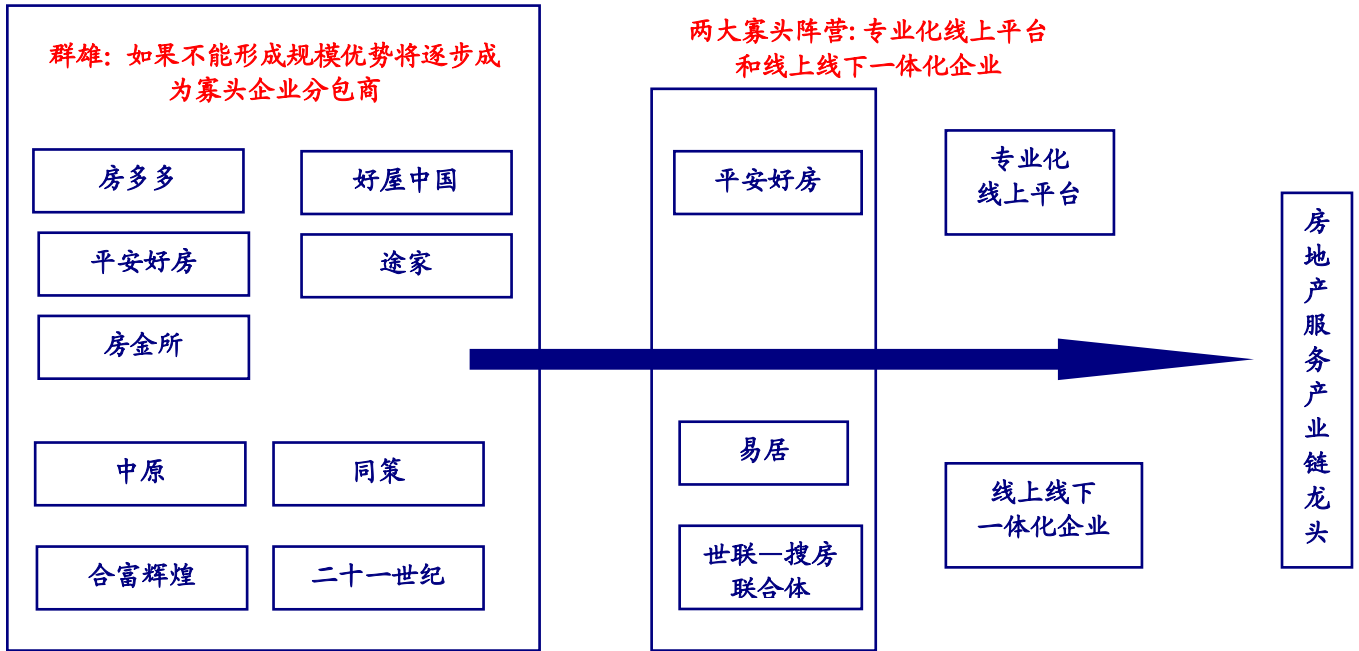
**图 4 房地产服务业和世邦魏理仕发展阶段**


资料来源：公开网站资料，海通证券研究所

## 3) 市场有望转向双寡头阵营转变

目前房地产服务产业链市场基本划分为两大阵营，即专业化线上平台（代表企业平安好房网、房多多、房金所）和线下线上一体化企业（代表企业易居、搜房-世联联合体）。考虑中国房地产新房8万亿潜在市场，短期不论哪方都很难绝对意义压倒另外一方。从当前业务模式和市场发展角度看，两大阵营将逐步形成双寡头格局，分别占据各自市场。

图5 市场有望转向双寡头局面

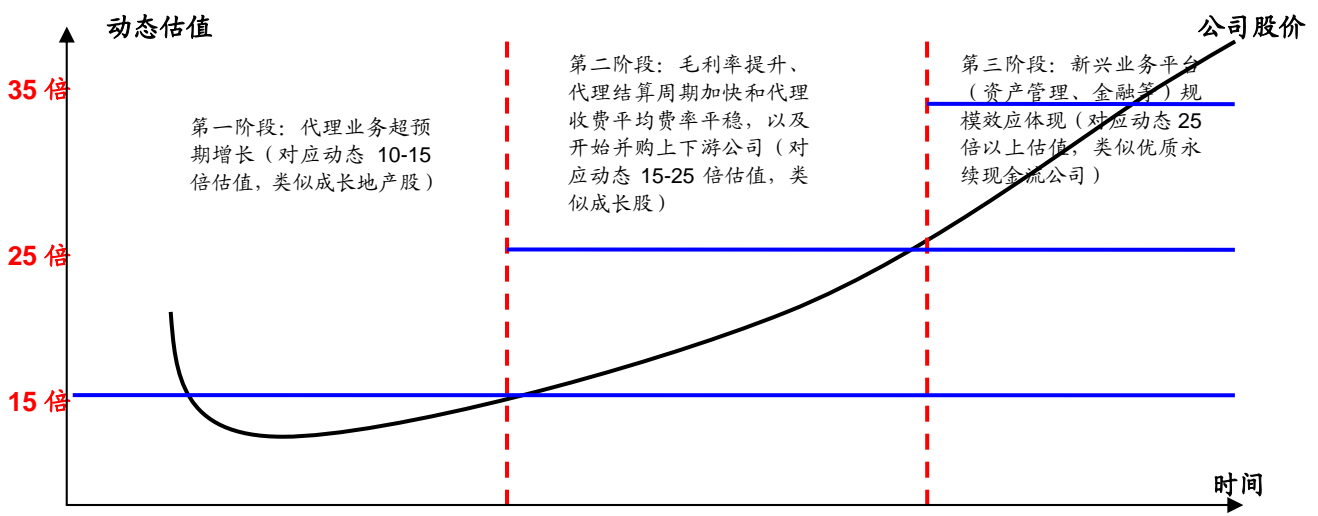


资料来源：海通证券研究所

### 3. 重申海通地产“中介行估值三段论”模型。

我们继续重申海通首创、且一直推广强调的“中介行估值三段论”。

图6 海通中介行估值“三阶段”论



资料来源：海通证券研究所

所谓介行估值三段论指中介企业成长三阶段所对应的合理估值提升区间，即：第一段：动态 15 倍以下。公司基本面表现为代理业务超预期增长，类似成长地产股的初期阶段。第二段：动态估值 15 到 25 倍之间。该阶段公司基本面将表现为毛利率提升、代理结算周期加快和代理收费平均费率平稳，同时开始并购上下游公司。第三阶段：动态估值 25 倍以上。公司新兴业务平台（资产管理、金融、电商平台等）规模效应体现，发展成为类似优质永续现金流公司。本次定增方案标志公司在转型道路上坚定前行。考虑公司小贷放量、O2O 有序推进，我们认为公司可以给予 35 倍估值。

**4. 投资建议：维持“买入”评级。我们重申目前公司房地产服务产业链核心标的，长期看好。公司当前资金面优秀，传统经纪业务发展稳定，将为未来兼并收购产业链上下游，实现对产业链的整合和新业务（O2O、P2P、资产服务）拓展提供支持。考虑 2015 年行业基本面有望复苏，公司传统代销和新兴业务均有望极大程度受益。公司 2014 和 2015 年 EPS 预计在 0.55 和 0.66 元。截至 1 月 26 日，公司股价在 19.95 元，对应 2014 和 2015 年 PE 在 36.27 和 30.23 倍。考虑新业务发展持续放量，给予 2015 年 35 倍市盈率，对应股价 23.1 元，维持“买入”评级。**

图 7 当前一二线城市销售积极恢复中



资料来源：Wind、海通证券研究所

**风险提示：**行业面临复苏不达预期风险。



**损益表(单位:百万元)**

	2011	2012	2013	2014E	2015E
<b>营业总收入</b>	<b>1,656</b>	<b>1,878</b>	<b>2,563</b>	<b>3,352</b>	<b>4,153</b>
增长率	30.2%	13.4%	36.5%	30.8%	23.9%
营业成本	-1,004	-1,223	-1,648	-2,164	-2,653
%销售收入	60.6%	65.1%	64.3%	64.6%	63.9%
毛利	652	655	915	1,187	1,500
%销售收入	39.4%	34.9%	35.7%	35.4%	36.1%
营业税金及附加	-94	-107	-143	-179	-245
%销售收入	5.7%	5.7%	5.6%	5.4%	5.9%
营业费用	0	0	0	-2	-2
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
管理费用	-271	-231	-269	-473	-602
%销售收入	16.3%	12.3%	10.5%	14.1%	14.5%
<b>息税前利润(EBIT)</b>	<b>287</b>	<b>317</b>	<b>502</b>	<b>534</b>	<b>651</b>
%销售收入	17.4%	16.9%	19.6%	15.9%	15.7%
财务费用	19	16	13	13	17
%销售收入	-1.1%	-0.9%	-0.5%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	-37	-35	-50	0	-11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	4	1	0	0
%税前利润	1.2%	1.2%	0.3%	0.0%	0.0%
营业利润	272	301	467	547	657
营业利润率	16.5%	16.0%	18.2%	16.3%	15.8%
营业外收支	2	5	7	0	0
税前利润	275	306	474	547	657
利润率	16.6%	16.3%	18.5%	16.3%	15.8%
所得税	-106	-80	-127	-126	-151
所得税率	38.6%	26.0%	26.7%	23.0%	23.0%
净利润	169	226	347	421	506
少数股东损益	11	14	32	3	2
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>157</b>	<b>213</b>	<b>315</b>	<b>418</b>	<b>504</b>
净利率	9.5%	11.3%	12.3%	12.5%	12.1%

**现金流量表(单位:百万元)**

	2011	2012	2013	2014E	2015E
净利润	169	226	347	421	506
少数股东损益	0	0	0	3	2
非现金支出	68	66	79	54	47
非经营收益	5	-46	-27	0	0
营运资金变动	-241	-19	60	-113	-107
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1</b>	<b>226</b>	<b>459</b>	<b>365</b>	<b>448</b>
资本开支	30	36	31	-85	1
投资	-48	-29	-134	56	-1
其他	1	1	3	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-78</b>	<b>-64</b>	<b>-162</b>	<b>141</b>	<b>-2</b>
股权募资	9	0	0	0	0
债权募资	0	51	-242	-1	0
其他	-59	-96	-114	0	-764
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-49</b>	<b>-45</b>	<b>-356</b>	<b>-1</b>	<b>-764</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-126</b>	<b>117</b>	<b>-59</b>	<b>505</b>	<b>-318</b>

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**资产负债表(单位:百万元)**

	2011	2012	2013	2014E	2015E
货币资金	895	1,019	958	1,460	1,140
应收款项	238	389	464	240	308
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	216	308	193	395	473
流动资产	1,349	1,717	1,616	2,095	1,922
%总资产	76.8%	73.6%	64.7%	66.8%	74.4%
长期投资	90	53	107	48	46
固定资产	209	224	241	228	218
%总资产	11.9%	9.6%	9.7%	7.3%	8.5%
无形资产	70	111	191	290	330
非流动资产	407	479	660	688	716
%总资产	23.2%	20.5%	26.4%	21.9%	27.7%
<b>资产总计</b>	<b>1,756</b>	<b>2,335</b>	<b>2,498</b>	<b>3,137</b>	<b>2,583</b>
短期借款	0	26	1	0	0
应付款项	57	307	119	164	108
其他流动负债	309	492	604	424	523
流动负债	366	824	724	588	631
长期贷款	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	1
<b>负债</b>	<b>366</b>	<b>824</b>	<b>724</b>	<b>588</b>	<b>633</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,372</b>	<b>1,487</b>	<b>1,709</b>	<b>2,483</b>	<b>1,459</b>
少数股东权益	18	24	64	67	69
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,756</b>	<b>2,335</b>	<b>2,498</b>	<b>3,137</b>	<b>2,583</b>

**比率分析**

	2011	2012	2013	2014E	2015E
<b>每股指标</b>					
每股收益(元)	0.482	0.652	0.742	0.548	0.660
每股净资产(元)	4.204	4.555	4.027	3.250	1.910
每股经营现金净流(元)	0.001	0.690	1.092	0.474	0.584
每股股利(元)	0.240	0.600	0.900	0.000	1.000
<b>回报率</b>					
净资产收益率	11.46%	14.30%	18.44%	16.88%	34.55%
总资产收益率	8.96%	9.11%	12.61%	13.33%	19.51%
投入资本收益率	43.60%	50.51%	51.95%	39.46%	56.02%
<b>增长率</b>					
营业总收入增长率	30.22%	13.38%	36.47%	30.77%	23.91%
EBIT增长率	-5.85%	10.14%	58.66%	6.22%	22.05%
净利润增长率	-34.93%	35.19%	48.13%	32.77%	20.52%
总资产增长率	10.00%	32.94%	6.97%	25.61%	-17.65%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数(天)	17.3	45.0	35.8	26.0	27.0
存货周转天数(天)	11.0	15.0	13.0	9.0	0.0
应付账款周转天数(天)	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7
固定资产周转天数(天)	45.5	42.0	33.1	16.4	4.9
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	-64.38%	-65.78%	-54.00%	-57.27%	-74.43%
EBIT利息保障倍数	-15.2	-19.5	-39.3	-40.3	-37.9
资产负债率	20.83%	35.29%	29.01%	18.73%	24.51%

## 信息披露

### 分析师声明

涂力磊：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科 A、保利地产、招商地产、金地集团、华侨城 A、金融街、首开股份、北京城建、苏宁环球、万通地产、荣盛发展、滨江集团、广宇集团、亿城股份和新潮实业。

### 投资评级说明

类别	评级	说明	
1. 投资评级的比较标准	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；	
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；	
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；	
卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。		
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；	
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。