

分析师:

阎常铭

S0190514110001

增持 (维持)

世联行 (002285)

研究助理:

李龔

liyansh@xyzq.com.cn

再融资正常推进,小贷资产证券化持续推进, 收购青岛“荣置地”提升代理市占率

2014年12月30日

投资要点

事件:

12月以来,世联行相继公告了非公开发行股票材料正在证监会审核过程中、今年以来代理销售额超3000亿元、拟收购青岛荣置地顾问有限公司51%股权和公司小额贷信贷基础资产转让的公告。

点评:

- **非公开发行股票材料正在证监会审核过程中,增发方案的推进备受关注,增发成功对于公司发展意义重大。**按照公司之前的公告等信息,如果再融资取得成功,基于大数据的O2M平台建设项目、房地产代理业务的并购拓展、房地产资产服务业务的并购拓展都将进一步获得有力的支持。公司将在持续扩大代理销售业务规模的基础上,加快转型业务的发展步伐,未来有望实现利润更加快速增长。
- **小贷业务的资产证券化持续。**2014年7月以来,世联行相继与赣州远发、华润元大、平安汇通等金融机构签署协议,共出售约4.68亿元的小额贷款基础资产,在本次平安汇通相关的资产证券化之前,世联行超过小贷存量规模的30%就已经进行了证券化,而本次证券化之后,证券化的比例将有进一步提升。当前世联行进行的资产证券化,由于世联行提供了担保,所以并未出表。随着小贷的持续证券化,公司能够快速回笼资金,进一步扩大小贷规模。我们认为,世联行的小贷本身是极为优质的资产,有着市场规模足够大、投资回报率高、违约率低等特点。同时世联行由于最接近客户,其在发放小贷的过程中相对于搜房、易居等线上公司及平安等金融公司具有明显的优势。在一定时期内,我们认为世联行仍能在小贷业务领域取得较快发展。
- **代理主业持续收购,提升市占率的战略持续推进。**收购青岛“荣置地”51%股权,青岛“荣置地”公司从事地产代理业务超过12年,连续多年蝉联青岛代理行第一名,2012年进入济南,2013年,荣置地济青两地实现百亿跨越,其中青岛区域销售额超出第二名代理公司20亿。本次世联行收购“荣置地”51%的股权后,其代理业务将在青岛取得领先地位,进一步贯彻了公司多次表述的持续提升市占率的战略,而代理市占率的进一步提升,将有利于公司小贷业务战略的发展。
- **销售代理业务近期反弹明显。**公司公告截至2014年12月17日,公司累计实现代理销售金额3,002亿元(2013年度累计实现代理销售金额3,175亿元)。2014年10月,公司单月实现代理销售金额超过400亿元,创历史新高。可见近期中、二线城市房地产市场的回升明显提振了公司代理销售金额,公司业绩将有直接体现。当然由于当前股价考虑了较多的新业务成分,导致公司股价相对于代理销售的弹性有所

请阅读最后一页信息披露和重要声明

降低。

- 世联行代理销售的市占率提升正在逐步兑现，而小贷业务在资产证券化、与其他公司合作扩大资本金等方式下，规模有望进一步扩大。未来随着物业管理业务的持续做大相关附加服务提供的想象空间也值得关注。互联网对于房地产销售端的整合无疑将持续深入的进行，而世联行基本可以认为是 A 股中参与这一整合竞赛的唯一选手，同时与其他代理公司，世联行的管理层在贴近互联网和金融探索方面无疑反应是相对较为迅速的。2014-2016 年 EPS 分别为 0.50、0.63 和 0.75 元，对应 PE 为 28、22 和 19 倍，我们看好世联行在小贷业务及其他与房地产销售密切相关的业务方面的持续发展能力，维持“增持”评级。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1837	2105	2639	3238
货币资金	958	1144	1363	1790
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	463	583	708	855
其他应收款	164	304	373	399
存货	0	0	0	0
非流动资产	660	706	696	701
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	56	56	56	56
投资性房地产	52	52	52	52
固定资产	241	221	200	179
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1	1	1	1
资产总计	2498	2811	3335	3938
流动负债	725	669	726	771
短期借款	1	1	1	1
应付票据	0	0	0	0
应付账款	28	28	40	48
其他	695	641	685	723
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	725	669	726	771
股本	424	764	764	764
资本公积	558	388	388	388
未分配利润	539	661	1031	1469
少数股东权益	64	95	134	184
股东权益合计	1773	2142	2609	3167
负债及权益合计	2498	2811	3335	3938

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	318	381	479	571
折旧和摊销	29	21	21	21
资产减值准备	20	-12	14	9
无形资产摊销	8	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-13	-21	-25	-31
投资损失	-1	-3	-3	-2
少数股东损益	32	30	39	50
营运资金的变动	141	161	272	135
经营活动产生现金流量	215	204	242	457
投资活动产生现金流量	-146	3	3	2
融资活动产生现金流量	-116	-21	-26	-32
现金净变动	-47	186	219	427
现金的期初余额	1019	958	1144	1363
现金的期末余额	972	1144	1363	1790

利润表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2563	3227	3919	4736
营业成本	1648	2136	2593	3134
营业税金及附加	143	182	221	267
销售费用	0	0	0	0
管理费用	269	342	416	502
财务费用	-13	-21	-25	-31
资产减值损失	50	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	3	3	2
营业利润	470	591	717	866
营业外收入	9	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	477	591	717	866
所得税	127	180	198	244
净利润	351	411	518	622
少数股东损益	32	30	39	50
归属母公司净利润	318	381	479	571
BPS(元)	0.42	0.50	0.63	0.75

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长性(%)				
营业收入增长率	36.5%	25.9%	21.5%	20.8%
营业利润增长率	56.7%	25.7%	21.4%	20.8%
净利润增长率	50.6%	19.6%	25.9%	19.3%
盈利能力(%)				
毛利率	35.7%	33.8%	33.8%	33.8%
净利率	12.4%	11.8%	12.2%	12.1%
ROE	18.6%	18.6%	19.4%	19.2%
偿债能力(%)				
资产负债率	29.0%	23.8%	21.8%	19.6%
流动比率	2.54	3.14	3.64	4.20
速动比率	2.54	3.14	3.64	4.20
营运能力(次)				
资产周转率	106.0%	121.6%	127.5%	130.2%
应收帐款周转率	5.85	5.98	5.89	5.87
每股资料(元)				
每股收益	0.42	0.50	0.63	0.75
每股经营现金	0.61	0.27	0.32	0.60
每股净资产	2.24	2.68	3.24	3.91
估值比率(倍)				
PE	33.2	27.8	22.0	18.5
PB	6.2	5.2	4.3	3.5

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。