

## 云端服务发力、业绩弹性可期

---对公司业绩预告和信贷基础资产转让公告的点评

核心观点:

### 1. 事件

2015年1月21日公司发布了2014年业绩预告,实现归属于上市公司股东净利润3.66-4.14亿元,比上年同期增长15-30%。

2015年1月22日公司发布公告,公司及其全资子公司“世联信贷”拟与南方资本管理有限公司签署《投资合作协议》。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 业绩略超预期、增速或见底回升

公司发布的2014年业绩预告相比去年三季报的预计提高了0.48亿元,略超出市场预期。主要是两点,一是因为四季度代理销售额表现亮眼,加快了代理销售收入的结算进展,二是公司金融服务业务“家圆云贷”产品的销售规模持续扩大,净利润贡献抵消了上半年代理销售规模下降的不利影响。公司的代理销售额在14年波动较大,下半年环比上半年增长46.8%,全年完成代理销售额3218亿元,同比增长1.35%,代理销售市场占有率达到4.2%,比上年增长0.3个百分点。市场的波动增大了销售难度,也提升了人工成本,公司代理销售业务的毛利率略有下滑。对于2015年,政策波动和市场震荡的空间显著缩小,我们预计公司代理销售的表现会更趋平稳,销售完成额的增速见底回升是大概率事件。

#### (二) 云端服务发力、高增速与高毛利并重

公司2014Q1-Q3金融服务业务实现收入1.59亿,同比增长208.7%,其中单第三季度就实现收入0.78亿元,毛利率62%。公司的小额贷款主打产品家圆云贷增长表现迅猛,通过依托主营业务的资源进行推广,公司将平台和流量结合起来,未来的增长空间巨大。我们预计在今后两年,金融服务收入和净利率贡献占比将会显著提升,16年金融服务净利率贡献或超过30%。

### 3. 投资建议

公司14年下半年金融服务增长迅猛、代理销售弹性显现,公司祥云战略成效初显,我们看好公司将地产服务线下团队资源和中台定制服务相结合的优势。我们预计公司2014-2016年的EPS分别为0.52、0.65和0.95元,考虑到标的稀缺性和金融服务的成长空间,按15年业绩给与35PE,目标价位22.75,给予买入评级。

### 4. 风险提示

房地产市场波动下行风险、信贷业务监管风险。

世联行 (002285.SZ)

推荐 首次评级

分析师

赵强

☎: 021-20252661

✉: zhaoqiang\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512050002

特此鸣谢

胡华如

☎: 0755-82837691

✉: huhuaru@chinastock.com.cn

市场数据

时间 2015.01.22

A股收盘价(元)	17.20
A股一年内最高价(元)	22.28
A股一年内最低价(元)	7.44
上证指数	3396.22
市净率	7.31
总股本(万股)	76377.60
实际流通A股(万股)	76352.17
限售的流通A股(万股)	25.43
流通A股市值(亿元)	124.91

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

中国地产综合服务行业第一股——公司深度报告 (2013.09.09)

## 一、代理销售的增长弹性

### (一) 15 年代理销售额增速有望见底回升

公司的代理销售额在 2014 前三季度是同比下滑 6.79%，创下增速低值后见底回升，四季度代理销售额同比增长 19.96%，创下公司季度代理销售额的高峰。前三季度代理销售额较差，排除市场的因素外，大部分营销资源分配在去化率较低的市场上也是重要因素。2015 年，我们预计房地产市场窄幅波动，全国销售额增速或好于 2014 年，营销资源分布的不利因素会相对减弱，公司的代理销售增速有望继续回升。

另外，从近几年情况来看，我们对比了全国商品住宅销售额、万科销售金额和公司代理销售额的绝对值和增速变化。很明确是，公司增速远高于行业增速。与万科相比，受制于代理合约和营销资源调整的刚性特征，在 2010 年、2014 年，增速落后于万科。但从复合增速来看，公司 2010-2014 代理销售额的年复合增速为 27.5%，明显高于万科的年复合增速 18.7%。我们认为，相比开发商而言，销售代理商没有可售资源和投资的约束，在营销资源和成本的均衡配置下，代理销售额的天花板效应会显著小于开发商。

图表 1 降息至今板块融资买入金额/成交总额比例横向对比

年份	2010 年		2011 年		2012		2013		2014	
	亿元	增速								
全国商品住宅销售 金额	44,121	14.4%	48,198	10.2%	53,467	10.9%	67,695	26.6%	62,396	-7.8%
万科销售金额	1,082	70.5%	1,215	12.4%	1,412	16.2%	1,709	21.0%	2,151	25.9%
世联代理销售额	1,216	44%	1,424	17%	2,111	48%	3,175	50.4%	3,218	1.35%

来源：公司公告、统计局、中国银河证券研究部

### (二) 代理销售业绩锁定性较强

公司代理销售额的实现和结算一般相差两个季度，2014 年下半年代理销售额相比上半年大幅增长 46.78%，公司在 15 年上半年即便维持 14 年下半年的销售额水平，累计年度结算额的增速也有 22% 的增速，相应的业绩增长是十分确定的。

## 二、小贷业务增长空间广阔

公司今日发布的公告显示，公司及其全资子公司深圳市世联小额贷款有限公司（以下简称“世联信贷”）拟与南方资本管理有限公司（以下简称“南方资本”）签署《投资合作协议》，世联信贷拟与南方资本签署《标的资产转让协议》。南方资本拟发起设立资管计划并以资管计划实际募集资金受让经世联信贷确认、南方资本认可的信贷资产不超过人民币 15,100 万元，并以基础资产的全部或部分收入回款买断式循环投资于世联信贷的信贷资产。同时南方资本拟委托世联信贷作为基础资产的服务机构，提供对基础资产的贷后管理服务。

此外，在 2014 年 7 月，公司及其全资子公司世联信贷与招商致远资本投资有限公司签订

了《关于“家圆云贷”资产包交易及委托管理的合作框架协议》；2014年9月，公司及其全资子公司世联信贷与深圳华润元大资产管理有限公司签署《华润元大资产世联小贷专项资产管理计划资产买卖协议》、《华润元大资产世联小贷专项资产管理计划服务协议》等协议；2014年11月，公司及其全资子公司世联信贷与深圳平安大华汇通财富管理有限公司签署《投资合作协议》；2014年12月，公司及其全资子公司世联信贷与平安汇通签署《投资合作协议》。上述协议涉及的信贷基础资产金额已经达到6.19亿。

我们认为，得益于公司对于客户流量和信贷需求的精准把握，公司设计和管理的信贷资产日趋获得市场认同，表现为流动性越来越好，我们预计在15年信贷资产会加速增长和流通。在公司P2P平台投入运营后，公司的平台效益将会迅速放大，信贷资产规模有望呈现指数级别的增长。

### 三、祥云战略的核心竞争力

公司在2013年制定了第三个十年的战略规划，关注重点从产品供应端转移到客户需求端，这与房地产行业从卖方市场进入买方市场相契合。房地产行业营销代理商必须要通过终端消费客户资源的抓取和固化来强化自身优势，即从B2B到B2C2B的转变。公司的祥云战略深刻反映了这一趋势，将线下的销售团队的建设和中台能力（移动互联网解决方案、数据分析、客户定制和产品设计）的挖掘相结合，占领房地产行业变革的高点。

我们认为，公司在线下销售团队的建设 and 整合能力毋庸置疑，目前的主要关注点在中台能力的挖掘以及两者的结合互动。相比其他行业，房地产的大金额消费属性、交易流程复杂、交付时间漫长、交易标的不同质化，传统的电商模式难以直接复制到房地产行业。对需求的收集和反应均需要联合线上和线下的资源共同进行，因此线下资源和中台建设缺一不可，公司在未来房地产电商浪潮中将大有可为。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	1837.48	2376.58	2968.29	3603.68	<b>营业收入</b>	2563.03	3370.49	4405.12	5510.32
现金	958.46	1282.59	1711.61	2017.26	营业成本	1648.10	2226.13	2955.40	3530.77
应收账款	462.82	654.02	805.66	1020.24	营业税金及附加	143.35	188.51	246.38	308.19
其它应收款	163.73	396.54	417.38	534.95	营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	17.73	24.17	17.65	10.59	管理费用	269.32	330.31	414.08	523.48
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-12.78	-14.56	-17.81	-22.83
其他	234.74	19.25	16.00	20.66	资产减值损失	49.81	68.00	85.56	108.43
<b>非流动资产</b>	660.17	729.50	827.78	916.10	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	1.62	2.86	3.82	投资净收益	1.47	2.80	2.62	2.30
固定资产	241.07	317.14	414.09	501.67	<b>营业利润</b>	469.95	574.90	724.14	1064.58
无形资产	0.74	0.54	0.36	0.14	营业外收入	9.03	7.18	7.71	7.98
其他	418.36	410.21	410.46	410.48	营业外支出	1.78	2.48	2.20	2.15
<b>资产总计</b>	2497.64	3106.08	3796.07	4519.79	<b>利润总额</b>	477.20	579.60	729.65	1070.40
<b>流动负债</b>	724.54	949.65	1156.23	1159.70	所得税	126.66	153.84	193.66	284.10
短期借款	1.00	8.83	11.78	7.20	<b>净利润</b>	350.55	425.77	535.99	786.30
应付账款	28.14	33.80	41.22	55.18	少数股东损益	32.26	31.37	40.48	63.22
其他	695.40	907.01	1103.23	1097.32	<b>归属母公司净利润</b>	318.29	394.40	495.51	723.08
<b>非流动负债</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	480.01	586.43	728.25	1070.38
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (摊薄)	0.75	0.52	0.65	0.95
其他	0.00	0.00	0.00	0.00					
<b>负债合计</b>	724.54	949.65	1156.23	1159.70	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	64.24	95.60	136.08	199.31	<b>会计年度</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
归属母公司股东权益	1708.86	2060.83	2503.76	3160.78	<b>成长能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	2497.64	3106.08	3796.07	4519.79	营业收入增长率	36.47%	31.50%	30.70%	25.09%
					营业利润增长率	56.68%	22.33%	25.96%	47.01%
					归属于母公司净利润增长率	50.64%	23.91%	25.63%	45.93%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率	35.70%	33.95%	32.91%	35.92%
					净利率	13.68%	12.63%	12.17%	14.27%
					ROE	19.77%	19.74%	20.30%	23.40%
					ROIC	19.37%	19.49%	20.12%	23.64%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	29.01%	30.57%	30.46%	25.66%
					净负债比率	0.06%	0.41%	0.45%	0.21%
					流动比率	2.54	2.50	2.57	3.11
					速动比率	2.54	2.50	2.57	3.11
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.06	1.20	1.28	1.33
					应收账款周转率	6.04	6.04	6.04	6.04
					应付账款周转率	69.09	71.88	78.79	73.25
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.75	0.52	0.65	0.95
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.59	0.78	0.64
					每股净资产(最新摊薄)	4.18	2.82	3.46	4.40
					<b>估值比率</b>				
					P/E	25.03	33.31	26.51	18.17
					P/B	4.66	6.37	5.25	4.16
					EV/EBITDA	14.74	20.39	15.89	10.58
					永续增长率	3.00%		WACC	10.57%
					终值	5699.49		Ke	10.60%
					企业价值	9382.36		Kd	4.41%
					非核心资产价值	1391.44		t	26.54%
					债务价值	8.83		Rf	4.00%
					股权价值	10669.37		Rm	10.00%
					股本	763.78		Rm-Rf	6.00%
					每股价值	13.97		Beta	1.10

  

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	217.70	448.06	595.64	490.17
净利润	350.55	425.77	535.99	786.30
折旧摊销	29.10	37.35	39.16	50.68
财务费用	-12.78	-14.56	-17.81	-22.83
投资损失	-1.47	-2.80	-2.62	-2.30
营运资金变动	-117.69	2.30	40.93	-321.69
其它	-30.01	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	-178.62	-103.88	-134.80	-136.71
资本支出	96.94	67.72	97.03	87.37
长期投资	12.07	-1.62	-1.25	-0.95
其他	-69.62	-37.78	-39.03	-50.29
<b>筹资活动现金流</b>	-107.89	-20.04	-31.83	-47.80
短期借款	-24.50	7.83	2.94	-4.57
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-83.39	-27.88	-34.77	-43.23
<b>现金净增加额</b>	-68.81	324.13	429.01	305.65

  

重要财务指标				
单位:百万元				
主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2563.03	3370.49	4405.12	5510.32
同比(%)	36.47%	31.50%	30.70%	25.09%
归属母公司净利润	318.29	394.40	495.51	723.08
同比(%)	50.64%	23.91%	25.63%	45.93%
毛利率(%)	35.70%	33.95%	32.91%	35.92%
ROE(%)	19.77%	19.74%	20.30%	23.40%
每股收益(元)	0.75	0.52	0.65	0.95
P/E	25.03	33.31	26.51	18.17
P/B	4.66	6.37	5.25	4.16
EV/EBITDA	14.74	20.39	15.89	10.58

数据来源: 港澳资讯、中国银河证券研究部

## 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。

**赵强，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。

### 覆盖股票范围：

万科 A、保利地产、招商地产、华侨城 A、金地集团、世联行、南国置业、建发股份、泰禾集团、华发股份、华夏幸福、荣盛发展、滨江集团、首开股份、金融街、金科股份、苏宁环球、中南建设、世茂股份、金丰投资、新湖中宝、中天城投、凤凰股份、鲁商置业、中华企业等。

## 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，并不构成对客户的投资建议，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。

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 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
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](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)  
北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)