

2014年08月28日

世联行 (002285)

——市占率稳步提升、祥云战略继续突破

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

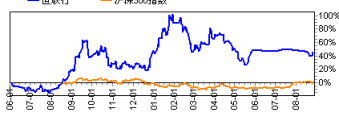
维持

市场数据:	2014年08月27日
收盘价(元)	10.91
一年内最高/最低(元)	22.28/7.44
上证指数/深证成指	2207/7814
市净率	4.61
息率(分红/股价)	0.92
流通A股市值(百万元)	7574

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年06月30日
每股净资产(元)	2.37
资产负债率%	29.58
总股本/流通A股(百万)	764/764
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《世联行(002285)定增方案点评——搜房入股 将实现“技术互补+战略互助”》 2014/07/11

《世联行(002285)2014年一季报点评——代理销售额略有下降,盈利能力仍有保障》 2014/04/28

证券分析师

韩思怡 A0230513060002

hansy@swsresearch.com

研究支持

陈天诚 A0230113080001
chentc@swsresearch.com

联系人

齐东
(8621)23297818x7260
qidong@swsresearch.com

地址:上海市南京东路99号
电话:(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位:百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	2,563	37	318	51	0.75	35.7	18.6	20	12
2014H1	1,417	32	141	35	0.18	30.9	7.8		
2014E	3,678	43	419	32	0.55	38	20	20	
2015E	4,711	28	545	30	0.71	38	22	15	
2016E	5,810	23	665	22	0.87	38	22	13	

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点:

世联行发布 2014 年半年报,上半年公司实现营收 14.17 亿元,同比增长 32.13%;净利润 1.41 亿元,同比增长 34.89%;基本每股收益 0.18 元,业绩符合预期。

● **弱市中更显优势,代理销售市占率继续提升。**上半年公司实现代理销售额 1304 亿元,同比略降 3.12%;实现新增签约代理项目销售面积 5801 万方,同比增长 85.58%,公司代理销售费率稳定在 0.84%。公司代理销售业务市占率达到 4.2%,同比微升 0.2 个百分点。我们认为在弱市中,开发商更会对代理商形成依赖,公司的议价能力不降反升。维持全年 4000 亿代理销售额的预测。

● **资产服务业务和金融服务业务大幅增长,同比增幅分别为 194%和 139%。**公司资产服务业务和金融服务业务爆发式增长,营业收入同比增幅分别为 194%和 139%。公司物业委托数较上年末增加 10 个,物业收费面积也对应大幅增长。金融服务方面,受公司“祥云战略”推动,公司小贷业务迅速增长,同比增长 267%,是公司各细分业务中增速最快业务。公司传统业务(代理销售及顾问策略)占比由 13 年同期的 91.13%下降至 84.07%,公司新拓展业务(资产服务及金融服务)初具规模。公司金融服务业务毛利率高达 61.87%,同比增长 4.54%。

● **与搜房合作将助祥云战略再突破、出资南电云商谋局新平台。**世联与搜房的合作将实现“线上+线下,一手+二手”的战略互补,也给彼此打开了战略空间,双方也承诺结成跨业务线的“相互首选战略合作伙伴”,包括广告、电子商务、房源上市、新房代理、房地产金融等业务,公司将借助搜房的互联网资源帮助祥云战略再突破。同时,公司与南方电网、洲明科技、家易通达组建南电云商,参与 LED 照明 O2O 服务型平台的搭建。

● **投资建议:公司的代理销售能力在弱市中更具价值,市占率稳步提升,资产和金融服务均大幅增长,同时通过与搜房的合作将助力祥云战略再突破,维持盈利预测和增持评级。**下半年房地产行业去库存已经成为主旋律,在此背景下世联有望从中受益,公司累计已实现但未结算的代理销售额 2022 亿元,维持全年 4000 亿代理额的预测,维持盈利预测,因股本变动,公司 14-16 年 EPS 变为 0.55、0.71、0.87 元,对应 PE 分别为 20X、15X、13X,维持“增持”评级。

1、上半年代理销售额略降，但公司代理规模大幅增长

世联行发布 2014 年半年报，上半年公司实现营收 14.17 亿元，同比增长 32.13%；净利润 1.41 亿元，同比增长 34.89%；基本每股收益 0.18 元，业绩符合预期。

图 1：上半年营收同比增长 32.1%

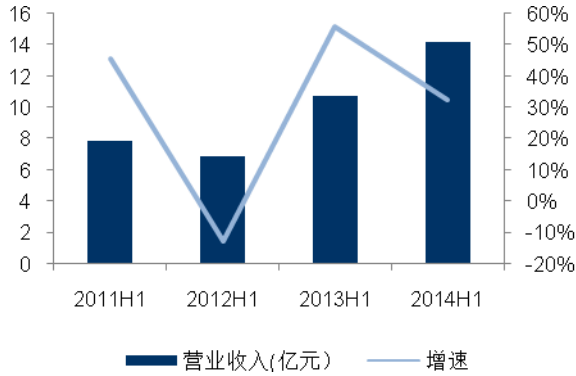
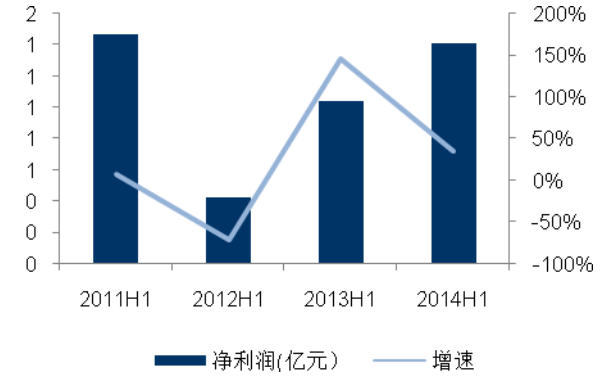


图 2：上半年净利润同比增长 34.9%



资料来源：公司公告、申万研究

资料来源：公司公告、申万研究

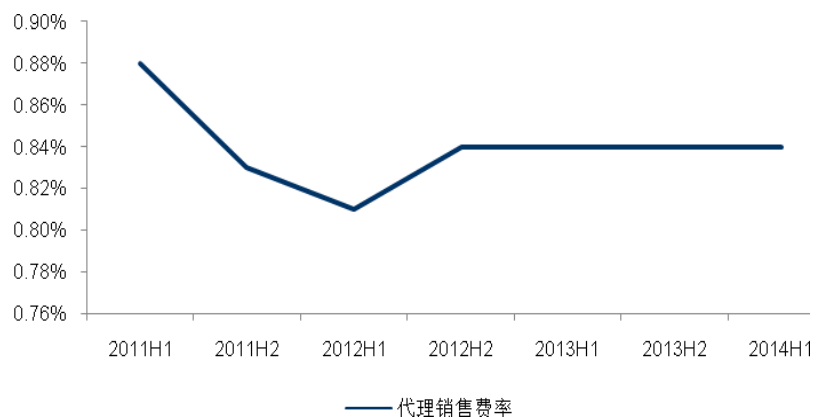
上半年公司实现代理销售额 1304 亿元，同比略降 3.12%；实现新增签约代理项目销售面积 5801 万方，同比增长 85.58%，公司代理销售费率稳定在 0.84%。公司代理销售业务市占率持续提高。

表 1 公司上半年实现代理销售额 1304 亿元

月份	1月	2月	3月	4月	5月	6月	合计
2014 年已实现的代理销售额(亿元)	192	123	195	222	233	339	1,304

资料来源：申万研究

图 3：公司代理销售费率稳定在 0.84%



资料来源：公司公告、申万研究

2、上半年公司毛利率 30.85%，同比小幅下降 0.87%

上半年公司毛利下降主要因代理销售业务毛利下降较多，毛利同比下降 1.74%至 28.86%。公司金融服务业务毛利率高达 61.87%，同比增长 4.54%，对冲了部分代理销售业务毛利下降。

表 2 公司各项业务毛利率情况

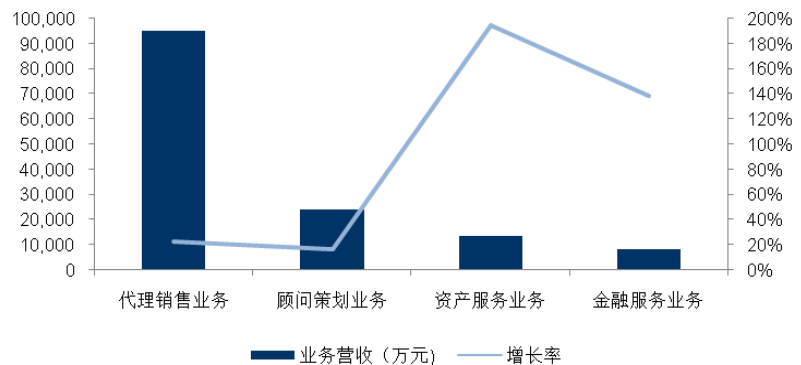
业务	毛利率	较 2013 年同期变化
代理销售业务	28.86%	-1.74%
顾问策划业务	21.02%	1.94%
资产服务业务	17.43%	-0.18%
金融服务业务	61.87%	4.54%
合计	30.85%	-0.87%

资料来源：公司公告、申万研究

3、资产服务业务和金融服务业务爆发式增长

公司资产服务业务和金融服务业务爆发式增长，营业收入同比增幅分别为 194%和 139%。公司物业委托数较上年末增加 10 个，物业收费面积也对应大幅增长。金融服务方面，受公司“祥云战略”推动，公司小贷业务迅速增长，同比增长 267%，是公司各细分业务中增速最快业务。

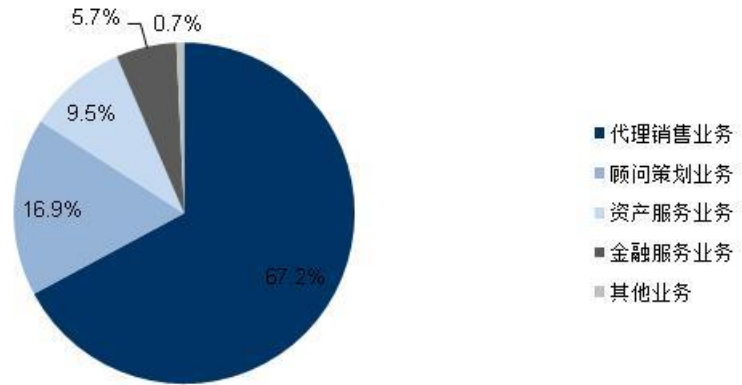
图 4：公司资产服务业务和金融服务业务爆发式增长



资料来源：公司公告、申万研究

上半年，公司传统业务（代理销售及顾问策略）占比由 13 年同期的 91.13% 下降至 84.07%，公司新拓展业务（资产服务及金融服务）初具规模。

图 4：公司各项业务收入占比



资料来源：公司公告、申万研究

4、搜房入股 将实现“技术互补+战略互助”

世联与搜房的合作将实现“线上+线下，一手+二手”的战略互补，也给彼此打开了战略空间，双方也承诺结成跨业务线的“相互首选战略合作伙伴”，包括广告、电子商务、房源上市、新房代理、房地产金融等业务，公司将借助搜房的互联网资源帮助祥云战略再突破。同时，公司与南方电网、洲明科技、家易通达组建南电云商，参与LED照明O2O服务型平台的搭建。

表 3 公司定向增发方案

定增对象	定增目的	定增价格	数量	总募集资金	资金用途
华居天下、众志联高、林蔚、王伟、王正宇、邢柏静、袁鸿昌、王海晨和滕柏松	进一步提高公司资本实力，通过引入互联网电商行业领先的战略合作伙伴、募集资金投资项目的实施以及增加流动资金来落实公司制定的“祥云战略”，进一步增强公司对移动互联网、电子商务的理解和业务创新能力，从而提升公司未来的发展潜力。同时，本次非公开发行对提升公司盈利能力和抗风险能力有十分积极的意义。	8.23	1.39 亿	11.43 亿元	O2M 平台建设、补充流动资金

资料来源：申万研究

5、盈利预测表

利润表 (百万元、元)	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	1,272	1,656	1,878	2,563	3,678	4,711	5,810
二、营业总成本	959	1,387	1,580	2,098	3,083	3,933	4,859
其中：营业成本	689	1,004	1,223	1,648	2,282	2,906	3,602
营业税金及附加	70	94	107	143	210	269	331
加							
销售费用	0	0	0	0	0	0	0
管理费用	208	271	231	269	527	652	784
财务费用	-14	-19	-16	-13	-14	-22	-30
资产减值损失	7	37	35	50	79	128	172
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	3	4	1	3	3	2
三、营业利润	315	272	300	470	598	781	954
加：营业外收入	18	6	7	9	10	8	9
减：营业外支出	1	3	2	2	2	2	2
四、利润总额	331	275	305	477	605	786	960
减：所得税	85	106	80	127	157	204	249
五、净利润	247	169	225	351	449	582	711
少数股东损益	5	11	14	32	29	38	46
归属于母公司所有者的净利润	242	157	211	318	419	545	665
六、基本每股收益	0.57	0.37	0.5	0.75	0.55	0.71	0.87
全面摊薄每股收益	0.57	0.37	0.5	0.75	0.55	0.71	0.87

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。市场有风险，投资需谨慎。

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，属于非公开资料。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。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。