

世联行 股票代码：002285.SZ

## 代理收入稳步增长，业务结构进一步优化

### 事项：

3月27日，世联行发布2016年年报，公告实现营业收入62.7亿元，同比增长33.1%；实现归属上市公司股东净利润7.5亿元，同比增长46.7%；每股收益0.37元，比上年增长37.04%。拟按每10股派送现金红利0.80元。

### 主要观点

#### 1. 代理销售业务及互联网+业务快速增长推动公司业绩略超预期

公司2016年实现营业收入62.7亿元，同比增长33.1%；实现归属上市公司股东净利润7.5亿元，同比增长46.7%。每股收益0.37元，同比增长37.0%。营收及净利润快速增长主要归功于：1) 公司从2015年四季度至2016年三季度实现的代理销售金额同比增长28.5%，其于本报告期结转收入。2) 公司互联网+业务发展迅速，收入同比增长99.6%，对全年业绩形成有力支撑。

#### 2. 传统代销收入再创新高，未结代销额达3,251亿元，充分保障明年业绩

公司2016年实现代理销售金额5,108亿，同比增长18.54%；结算代理销售额4,250亿，同比增长28.2%；截至2016年末未结算的代理销售额3,251亿元，将在2017年为公司带来约25.0亿元的代理费收入。公司代理平均费率较上年略升0.01个百分点，基本保持稳定。

#### 3. 互联网+业务增长势头强劲，营收占比进一步提升至23.2%

互联网+业务2016年共实现营收14.5亿元，同比增长99.6%，营收占比较15年进一步提升7.7个百分点至23.2%。互联网+业务于2014年下半年开始运营，目前已顺利完成105个城市的服务布局，在执行项目达848个，累计联接经纪门店5万多个，经纪人逾50万。5个地区实现了营收过亿，并且在15个大中城市电商市场份额居前三。

#### 4. 家圆云贷产品结构进一步优化，重视风控下毛利率有所降低

金融服务业务2016年共实现营收4.5亿，同比增长6.0%，其收入主要来源于家圆云贷产品，2016年共计放贷次数和金额分别同比增长23.70%和0.89%，平均单笔贷款金额从2015年的9.3万元下降到7.6万元，产品结构进一步呈现“小额、分散”的特点，贷款风险进一步降低。此外该业务毛利率同比下降7.4个百分点，主要系公司加强金融业务风控推动成本上升所致。

#### 5. 长租公寓业务快速扩张，世联红璞品牌已初具规模

长租公寓业务快速扩张，其主打品牌世联红璞已发展成为全国最大的集中式公寓运营商之一。目前业务已布局全国20个城市，签约超过2万间，基本覆盖核心一二线城市。在资本助力下，公司计划2017年目标签约总量达10万间，打造公司首个完整的ToC产品。

#### 6. 投资建议：代理销售稳步增长，业务结构持续优化，维持推荐评级

公司在传统业务稳步增长的基础上，互联网+、小贷业务、长租公寓、装修、小样社区、社区管家等新业务迅速发展，其营收占比已从三年前的27%提升至接近50%，业务结构持续优化。我们预期2017-19年EPS分别为0.42元、0.50元和0.60元，对应PE分别为18、16、13。考虑目前公司基础业务和多元化领域发展速度，给予企业2017年25倍市盈率，目标价格上调至10.50元，评级维持为推荐。

#### 7. 风险提示：

房地产市场下行风险。

目标价：10.50RMB

当前股价：7.83RMB

投资评级 推荐

评级变动 维持

### 证券分析师



证券分析师：袁豪

执业编号：S0360516120001  
电话：021-20572598  
邮箱：yuanhao@hcyjs.com



联系人：鲁星泽

电话：021-20572575  
邮箱：luxingze@hcyjs.com

### 公司基本数据

总股本(万股)	204,497
流通A股/B股(万股)	169,711/-
资产负债率(%)	45.2
每股净资产(元)	2.0
市盈率(倍)	25.25
市净率(倍)	4.53
12个月内最高/最低价	10.16/6.62

### 市场表现对比图(近12个月)



### 相关研究报告

《世联行(002285)：代理销售增长强劲 业务结构持续优化》

2016-10-25

## 一、公司业绩略超预期，受营改增影响综合毛利率有所降低

公司 2016 年实现营业收入 62.7 亿元，同比增长 33.1%；实现归属上市公司股东净利润 7.5 亿元，同比增长 46.7%。每股收益 0.37 元，同比增长 37.0%。营收及净利润快速增长主要归功于：1) 公司从 2015 年四季度至 2016 年三季度实现的代理销售金额同比增长 28.5%，其将于本报告期结转收入。2) 公司互联网+业务发展迅速，收入同比增长 99.6%，对全年业绩形成有力支撑。公司三费占比 8.0%，比上年下降 0.5 个百分点，其中管理费用和财务费用分别占比 7.8%、0.2%，分别较上年提升 0.52、下降 0.99 个百分点。

公司综合毛利率为 27.8%，同比下降 4.7 个百分点，毛利率降幅较大主要由于：1) 增值税作为价外税直接影响收入减少，拖累毛利率下降 3.1 个百分点；2) 公司大力拓展资产服务业务致成本增加；3) 薪酬水平的提升而导致工资支出增加。分业务来看，其代理业务、互联网+业务、金融服务业务、顾问业务及资产服务业务的毛利率分别为 33.73%、19.28%、55.20%、14.64%及 8.04%。公司净利率为 11.9%，较上年略升 1.1 个百分点。加权平均净资产收益率为 19.47%，同比提升 1.8 个百分点。截至 2016 年年末公司总资产 77.8 亿，较上年末增 5.2%；归属上市公司股东的净资产为 41.9 亿，较上年末增 18.0%。

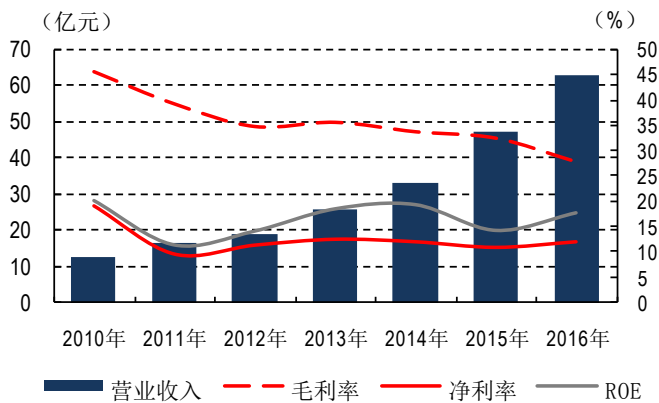
公司经营活动产生的现金流量净额为 22.94 亿，同比增 409.17%，主要原因系：1) 2016 年公司发放和回收贷款而产生的现金净流入同比增加 13.9 亿元；2) 互联网+业务为公司带来经营性现金流量同比增加 8,203 万元；3) 公司收回了上年同期支付的业务合作意向金 5,000 万元以及公司因到期偿还贷款而收回质押存款 5800 万元。

图表 1 世联行 2016 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2015 年	2016 年	同比变动 (%)
营业收入	4,711	6,270	33.1
营业成本	(3,178)	(4,525)	42.4
营业税	(268)	(114)	(57.4)
毛利润	1,265	1,631	28.9
其他收入	(122)	(45)	(62.6)
销售费用	0	0	#DIV/0!
管理费用	(345)	(492)	42.5
营业利润	799	1,094	37.0
投资收益	5	18	258.0
财务费用	(56)	(12)	(78.0)
营业外收支	7	14	100.3
税前利润	755	1,114	47.6
所得税	(211)	(331)	57.3
少数股东权益	(35)	(36)	3.1
归属上市公司股东净利润	509	747	46.7
主要比率(%)			百分点增减 (%)
毛利率	26.9	26.0	(0.8)
经营利润率	17.0	17.4	0.5
净利率	10.8	11.9	1.1

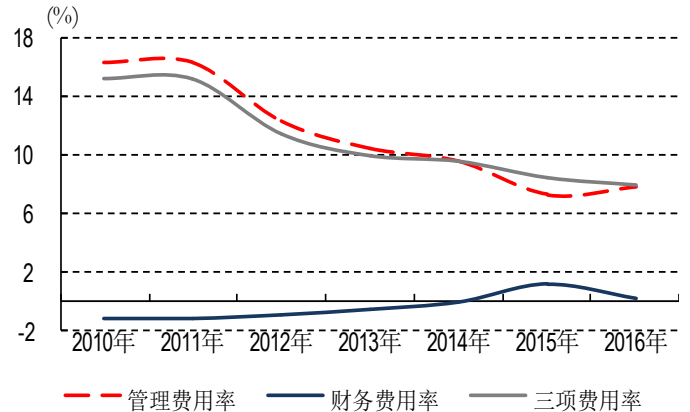
资料来源：公司数据，华创证券

图表 2 公司营收稳步增长，毛利率降幅较大



资料来源：公司数据，华创证券

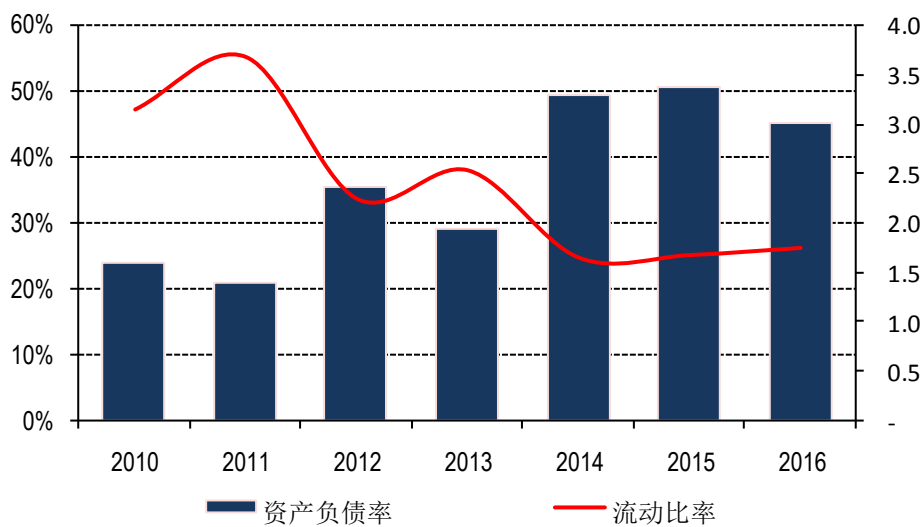
图表 3 三费占比略降，财务费用维持低位



资料来源：公司数据，华创证券

公司资产负债率为 45.2%，较年初下降了 5.6 个百分点，主要是由于报告期内公司降低了借款、证券化的融资规模。

图表 4 资产负债率较年初下降 5.6 个百分点

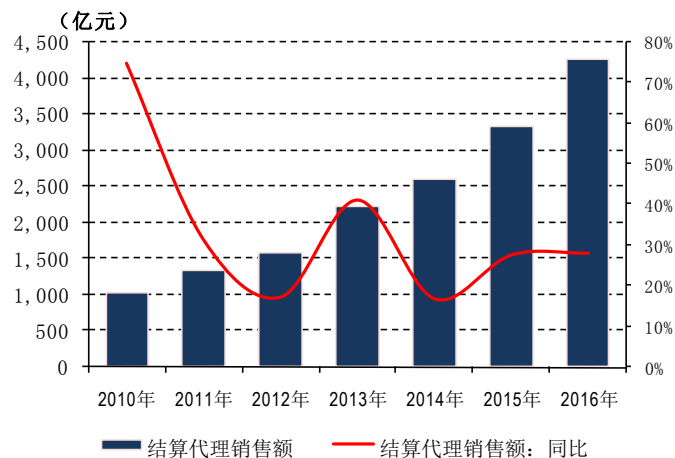


资料来源：公司数据，华创证券

## 二、传统代销收入再创新高，未结代销额达 3,251 亿元，充分保障明年业绩

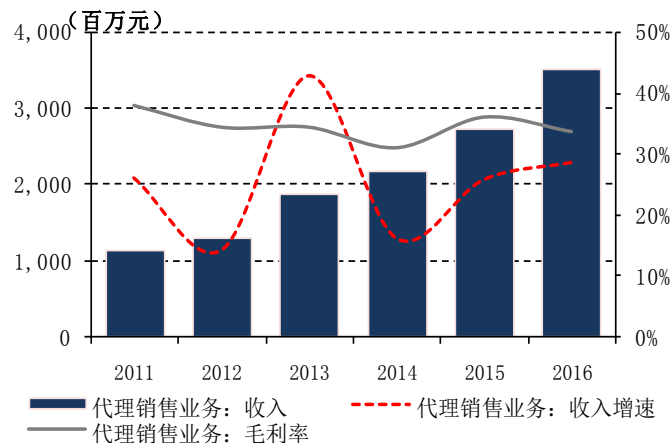
公司 2016 年实现代理销售金额 5,108 亿，同比增长 18.54%；结算代理销售额 4,250 亿，同比增长 28.2%；截至 2016 年末未结算的代理销售额 3,251 亿元，将在 2017 年为公司带来约 25.0 亿元的代理费收入。公司代理平均费率较上年略升 0.01 个百分点，基本保持稳定。

图表 5 结算代理销售额及同比



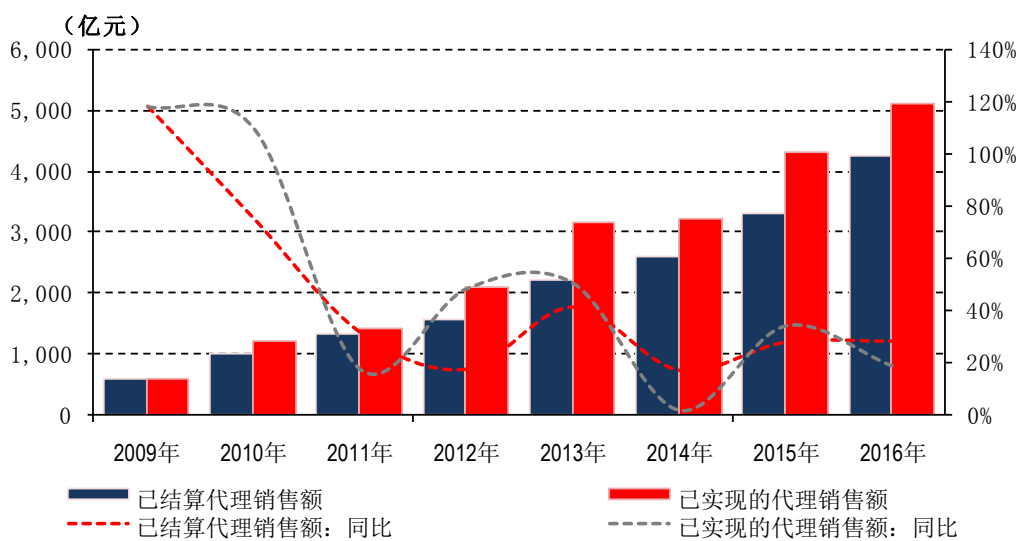
资料来源: 公司数据, 华创证券

图表 6 代理销售业务收入及同比

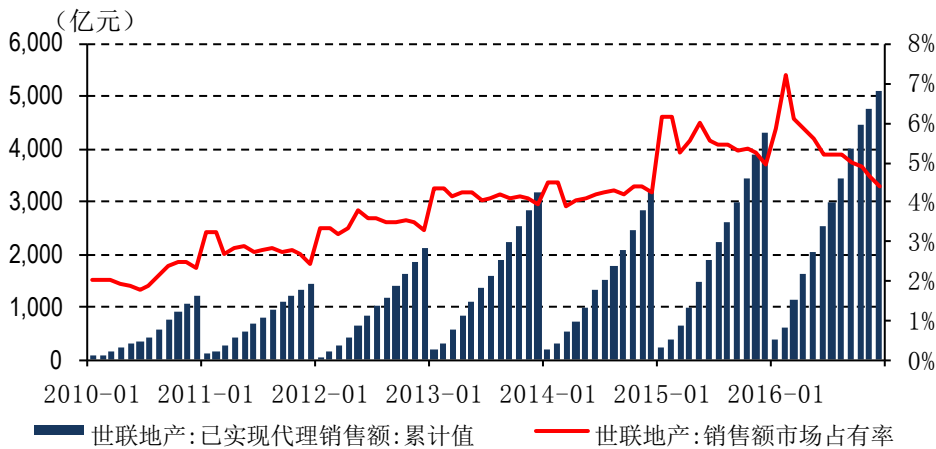


资料来源: 公司数据, 华创证券

图表 7 亿结算代理销售金额 vs 已实现代理销售金额



资料来源: 公司数据, 华创证券

**图表 8 公司累计已实现代理销售金额及其市场占有率**


资料来源: 公司数据, 华创证券

### 三、公司业务结构持续优化, 新业务营收占比进一步提升至接近 50%。

公司在传统业务稳步增长的基础上, 互联网+、小贷业务、长租公寓、装修、小样社区、社区管家等新业务迅速发展, 其营收占比已从三年前的 27% 提升至接近 50%; 另一方面, 公司逐渐将单一互相分割的业务打造成多种业务交叉融合的一站式综合服务平台, 以期各业务之间协同发展, 实现 1+1 大于 2 的效果。目前看来公司发展符合预期, 营收年均复合增长率从 2009-2013 年的 36.50% 提升至 2014-2016 年的 37.67%, 归属上市公司股东净利润年均复合增长率从 20.53% 跃升至 37.67%。

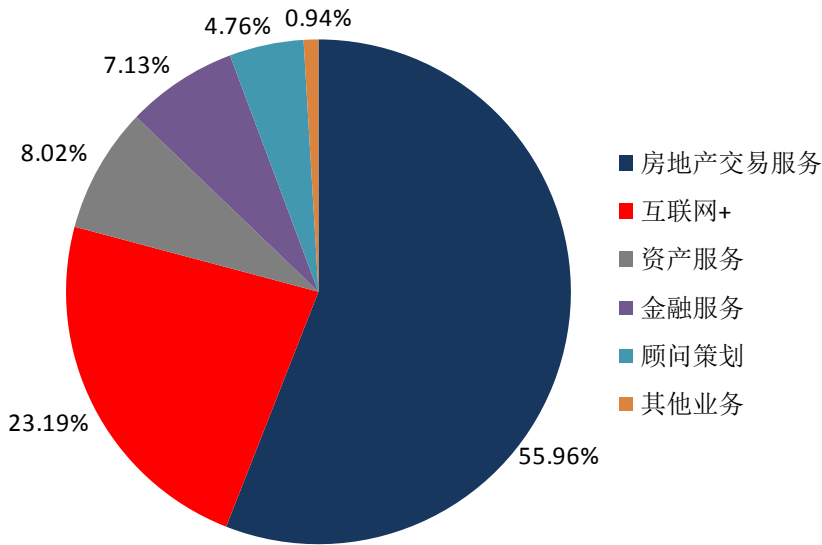
#### 分业务来看:

物联网+业务 2016 年共实现营收 14.5 亿元, 同比增长 99.6%, 营收占比较 15 年进一步提升 7.7 个百分点至 23.2%。互联网+业务于 2014 年下半年开始运营, 目前已顺利完成 105 个城市的服务布局, 在执行项目达 848 个, 累计联接经纪门店 5 万多个, 经纪人逾 50 万。5 个地区实现了营收过亿, 并且在 15 个大中城市电商市场份额居前三。

金融服务业务 2016 年共实现营收 4.5 亿, 同比增长 6.0%, 其收入主要来源于家圆云贷产品, 2016 年共计放贷次数和金额分别同比增长 23.70% 和 0.89%, 平均单笔贷款金额从 2015 年的 9.3 万元下降到 7.6 万元, 产品结构进一步呈现“小额、分散”的特点, 贷款风险进一步降低。此外该业务毛利率同比下降 7.4 个百分点, 主要系公司加强金融业务风控推动成本上升所致。

资产管理业务旗下的长租公寓业务快速扩张, 其主打品牌世联红璞已发展成为全国最大的集中式公寓运营商之一。目前世联行的公寓业务已布局全国 20 个城市, 签约超过 2 万间, 基本覆盖核心一二线城市, 其中以广州、武汉拓展较快, 世联红璞在广州收房逾 1 万间, 在广州市场中份额排名第一, 同时公司今年在武汉签约超 7000 间。长租公寓是叠加租赁金融、消费金融、装修等重要场景, 与公司现有的业务形成良好的协同作用。在资本助力下, 公司计划 2017 年目标签约总量达到 10 万间, 并以集中式公寓为主要体现, 通过专业有效的租客及社区生活的大数据积累, 成为公司首个完整的 To C 产品。而世联装饰、资产投资等新业务也获得了快速发展。

图表 9 公司各类业务 2016 年营收占比



资料来源：华创证券

#### 四、投资建议：代理销售稳步增长，业务结构持续优化，维持推荐评级

公司在传统业务稳步增长的基础上，互联网+、小贷业务、长租公寓、装修、小样社区、社区管家等新业务迅速发展，其营收占比已从三年前的 27% 提升至接近 50%，业务结构持续优化。我们预期 2017-19 年 EPS 分别为 0.42 元、0.50 元和 0.60 元，对应 PE 分别为 18、16、13。考虑目前公司基础业务和多元化领域发展速度，给予企业 2017 年 25 倍市盈率，目标价格上调至 10.50 元，评级维持为推荐。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,271	5,903	7,019	8,358
应收票据	221	0	0	0
应收账款	959	0	0	0
预付账款	225	272	326	392
存货	0	0	0	0
其他流动资产	1,470	1,832	2,191	2,633
流动资产合计	6,146	8,007	9,536	11,383
其他长期投资	659	162	162	162
长期股权投资	32	32	32	32
固定资产	172	149	132	116
在建工程	0	0	0	0
无形资产	5	4	4	4
其他非流动资产	770	886	1,005	1,152
非流动资产合计	1,638	1,233	1,336	1,466
<b>资产合计</b>	<b>7,784</b>	<b>9,240</b>	<b>10,871</b>	<b>12,850</b>
短期借款	480	581	696	837
应付票据	0	0	0	0
应付账款	24	29	35	42
预收款项	73	90	108	129
其他应付款	606	731	874	1,050
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	2,333	2,777	3,279	3,899
流动负债合计	3,516	4,208	4,991	5,958
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	1
非流动负债合计	1	1	1	1
<b>负债合计</b>	<b>3,516</b>	<b>4,209</b>	<b>4,992</b>	<b>5,959</b>
归属母公司所有者权益	4,189	4,920	5,729	6,695
少数股东权益	79	111	150	196
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,268</b>	<b>5,031</b>	<b>5,879</b>	<b>6,891</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,784</b>	<b>9,240</b>	<b>10,871</b>	<b>12,850</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,294</b>	<b>969</b>	<b>1,177</b>	<b>1,410</b>
现金收益	391	972	1,177	1,415
存货影响	0	0	0	0
经营性应收影响	403	(394)	(413)	(509)
经营性应付影响	1,090	466	526	649
其他影响	410	(76)	(112)	(145)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(434)</b>	<b>91</b>	<b>109</b>	<b>129</b>
资本支出	140	0	0	0
股权投资	(304)	0	0	0
其他长期资产变化	(270)	91	109	129
<b>融资活动现金流</b>	<b>(1,469)</b>	<b>(88)</b>	<b>(111)</b>	<b>(128)</b>
借款增加	(687)	101	114	141
财务费用	186	190	225	269
股东融资	99	0	0	0
其他长期负债变化	(1,067)	(379)	(451)	(538)

**利润表**

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>6,270</b>	<b>7,731</b>	<b>9,247</b>	<b>11,114</b>
营业成本	4,525	5,479	6,558	7,890
营业税金及附加	114	425	509	611
销售费用	0	0	0	0
管理费用	492	564	675	811
财务费用	12	(65)	(77)	(91)
资产减值损失	45	56	67	81
公允价值变动收益	0	0	1	2
投资收益	18	20	22	25
<b>营业利润</b>	<b>1,100</b>	<b>1,292</b>	<b>1,537</b>	<b>1,835</b>
营业外收入	17	7	7	7
营业外支出	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	<b>1,114</b>	<b>1,296</b>	<b>1,541</b>	<b>1,839</b>
所得税	331	389	462	552
<b>净利润</b>	<b>783</b>	<b>907</b>	<b>1,079</b>	<b>1,287</b>
少数股东损益	36	41	49	59
<b>归属母公司净利润</b>	<b>747</b>	<b>866</b>	<b>1,030</b>	<b>1,229</b>
NOPLAT	801	884	1,055	0
EPS(摊薄) (元)	0.37	0.42	0.50	0.60

**主要财务比率**

	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	33%	23%	20%	20%
EBIT 增长率	24%	11%	19%	20%
归母净利润增长率	47%	16%	19%	19%
<b>获利能力</b>				
毛利率	28%	29%	29%	29%
净利率	12%	11%	11%	11%
ROE	18%	18%	18%	18%
ROIC	68%	584%	-188%	0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	45%	46%	46%	46%
债务权益比	0.8	0.8	0.8	0.9
流动比率	1.7	1.9	1.9	1.9
速动比率	1.7	1.9	1.9	1.9
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	83%	91%	92%	0%
应收帐款周转天数	77.0	78.3	79.4	nm
应付帐款周转天数	96.7	111.2	111.8	nm
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	nm
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.37	0.42	0.50	0.60
每股经营现金流	1.12	0.47	0.58	0.69
每股净资产	2.05	2.41	2.80	3.27
<b>估值比率</b>				
P/E	21.4	18.5	15.6	13.0
P/B	3.8	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	13.73	11.18	9.17	7.47

资料来源：公司报表、华创证券

## 房地产组分析师介绍

### 华创证券房地产组组长、高级分析师：袁豪

复旦大学理学硕士。曾任职于戴德梁行、中银国际。2016年加入华创证券研究所。

### 华创证券助理分析师：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	崔文涛	销售副总监	010-66500827	cuiwentao@hcyjs.com
	温雪姣	销售经理	010-66500852	wenxuejiao@hcyjs.com
	黄旭东	销售助理	010-66500801	huangxudong@hcyjs.com
	杜飞	销售助理	010-66500827	dufei@hcyjs.com
	王小婷	销售助理	010-63214683	wangxiaoting@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理兼广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	高级销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	李梦雪	销售经理	0755-82027731	limengxue@hcyjs.com
	罗颖茵	销售助理	0755 83479862	luoyingyin@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	销售副总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-20572582	liyinyin@hcyjs.com
	沈晓瑜	高级销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	陈晨	销售经理	021-20572597	chenchen@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址:北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址:深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址:上海浦东银城中路 200 号 3402 室 华创证券
邮编:100033	邮编:518034	邮编:200120
传真:010-66500801	传真:0755-82027731	传真:021-50581170
会议室:010-66500900	会议室:0755-82828562	会议室:021-20572500