

三支箭，再启航

最高管理层平稳交接，公司将步入发展新阶段。陈劲松先生因个人原因申请辞去公司董事长职务，但仍为公司董事。公司第五届董事会第十四次会议选举公司董事胡嘉先生为公司董事长，选举陈劲松先生为公司联席董事长。陈劲松先生为公司创始人，在公司发展的不同阶段均起到了关键作用并取得了优秀的成果。胡嘉先生具备丰富的管理经验，现任公司控股股东珠海大横琴集团有限公司董事长。由胡嘉先生任董事长，标志着公司进入了新的发展阶段，未来发展战略将更加清晰，而陈劲松先生任联席董事长则能确保公司战略调整的平稳。陈劲松先生仍然持有公司 29.6% 的股权，个人与公司的利益仍然高度一致。

优化世联集房资本结构，促进长租公寓战略转型。公司拟同意将对世联集房形成的 15.4 亿元债权向世联集房增资，即公司将增加世联集房注册资本 4.5 元，其余 10.9 亿元计入资本公积。本次增资完成后，世联集房注册资本增至 5 亿元，公司仍持有其 100% 的股权，世联集房仍为公司的全资子公司。债转股后，世联集房对母公司不再承担债务。这一变化，为世联集房后续向金融机构借贷、引入外部战略投资或者协议转让创造了条件，有利于世联集房进一步做大做强。

回购股份一举两得，既实现价值发现又建立长效激励机制。公司拟以自有资金 3.02 亿元回购股份，回购股份的价格为不超过人民币 7.40 元/股（含）。公司积极的回购显示了对于经营情况的信心。回购股份的实施，也有利于增强公司股票长期的投资价值，维护股东利益，推动公司股票价值的合理回归。更为重要的是，公司回购股份用于后期实施员工持股计划，充分调动公司中高级管理人员、核心骨干人员的积极性，将公司利益与员工利益统一起来，为公司建立完善的长效激励机制，有利于公司的长远发展。

维持买入评级。考虑资产管理和运营业务的改善，我们预测 2020-2022 年公司 EPS 为 0.05/0.05/0.06 元。

风险提示：交易服务下滑超预期；物业管理发展低于预期

重要财务指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,534	6,650	6,125	6,006	6,194
增长率(%)	-8.3	-11.7	-7.9	-2.0	3.1
净利润(百万元)	416	82	100	116	124
增长率(%)	-58.6	-80.3	21.7	16.6	6.3
EPS(元/股，摊薄)	0.20	0.04	0.05	0.06	0.06
P/E(倍)	19.3	98.0	80.5	69.1	65.0

世联行(002285)

维持
买入
竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

18621097792

SAC 执证编号：S1440519120002

SFC 中央编号：BPU491

发布日期：2020 年 09 月 19 日

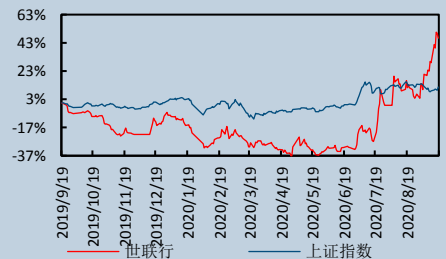
当前股价：5.98 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
26.16/29.43	113.57/100.0	46.57/34.76
12 月最高/最低价 (元)		6.26/2.52
总股本 (万股)		203,775.67
流通 A 股 (万股)		201,461.25
总市值 (亿元)		121.86
流通市值 (亿元)		120.47
近 3 月日均成交量 (万)		5,147.27
主要股东		
世联地产顾问(中国)有限公司		39.51%

股价表现



相关研究报告

- 20.08.21 【中信建投房地产】世联行(002285): 交易服务仍然稳健,物管业务未来有望成新亮点
- 20.08.04 【中信建投房地产】世联行(002285): 横琴国资成实控人,资源支持和治理优化初显
- 20.07.24 【中信建投房地产】世联行(002285): 积极拥抱国资,共享大湾区发展红利

1 新老董事长交接，公司进入发展新阶段

最高管理层平稳交接，公司将步入发展新阶段。公司董事会收到董事长陈劲松先生递交的书面辞职报告，陈劲松先生因个人原因申请辞去公司董事长职务，但仍为公司董事。公司第五届董事会第十四次会议选举公司董事胡嘉先生为公司董事长，选举陈劲松先生为公司联席董事长。陈劲松先生为公司创始人，在公司发展的不同阶段均起到了关键作用并取得了优秀的成果。胡嘉先生具备丰富的管理经验，现任公司控股股东珠海大横琴集团有限公司董事长，曾任珠海大横琴投资有限公司董事长、阳江市海陵岛琴海投资发展有限公司董事长。我们认为，由胡嘉先生任董事长，标志着公司进入了新的发展阶段，未来发展战略将更加清晰，而陈劲松先生任联席董事长则能确保公司战略调整的平稳。陈劲松先生仍然持有公司 29.6%的股权，个人与公司的利益仍然高度一致。

图表1：最高管理层基本情况

	胡嘉	陈劲松
年龄	53 岁	56 岁
任职	珠海大横琴集团有限公司董事长、世联行董事长	世联行联席董事长、董事
是否持有公司股份	目前未持有本公司股份	通过世联地产顾问（中国）有限公司持有公司 29.6%的股份，直接持有公司 18,299,610 股股票

资料来源：公司公告，中信建投

2 优化世联集房资产负债结构，促进长租公寓战略转型

优化世联集房资本结构，促进长租公寓战略转型。为优化世联集房资产负债结构，促进其战略转型，公司拟同意将对世联集房提供的借款形成的债权合计 15.4 亿元向世联集房增资，即公司将增加世联集房注册资本 4.5 亿元，其余 10.9 亿元计入资本公积。本次增资完成后，世联集房注册资本增至 5 亿元，公司仍持有其 100%的股权，世联集房仍为公司的全资子公司。本次债转股可以优化世联集房的资产负债结构，促进其良性运营和可持续发展，有利于世联集房战略转型和未来各项业务做大做强。从 5000 万元注册资本增至 5 亿元，变更后母公司仍持有世联集房 100%的股权，世联集房对母公司不再承担债务。这一变化，为世联集房后续向金融机构借贷、引入外部战略投资或者协议转让创造了条件，有利于世联集房进一步做大做强。

3 积极回购彰显信心，长效激励目光远大

回购股份一举两得，既实现价值发现又建立长效激励机制。公司拟以自有资金 3.02 亿元回购股份，回购股份的价格为不超过人民币 7.40 元/股（含）。公司积极的回购显示了对于经营情况的信心。回购股份的实施，也有利于增强公司股票长期的投资价值，维护股东利益，推动公司股票价值的合理回归。更为重要的是，公司回购股份用于后期实施员工持股计划，充分调动公司中高级管理人员、核心骨干人员的积极性，将公司利益与员工利益统一起来，为公司建立完善的长效激励机制，有利于公司的长远发展。公司引入大横琴以后不仅获得了资源加持，更迎来了公司治理的进一步优化。

4 盈利预测与投资建议：维持买入评级

考虑资产管理和运营业务的改善，我们预测 2020-2022 年公司 EPS 为 0.05/0.05/0.06 元。

5 风险提示

交易服务业务下滑超预期：新房分销市场竞争激烈，公司在激烈的竞争中可能持续丢失份额。

物业管理业务发展低于预期：公司的管理业态以商业、工业园区为主，项目拓展确定性较低。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	10386	8853	8906	9419	9359
现金	2499	2582	2604	3234	2876
应收票据及应收账款合计	2313	1805	1888	1776	1980
其他应收款	1278	1201	1083	1156	1153
预付账款	379	258	329	247	347
存货	11	13	9	13	10
其他流动资产	3906	2993	2993	2993	2993
非流动资产	2834	2814	2780	2738	2682
长期投资	56	154	251	349	446
固定资产	166	137	108	93	87
无形资产	4	5	-6	-19	-19
其他非流动资产	2609	2518	2427	2315	2168
资产总计	13220	11667	11686	12157	12041
流动负债	7637	5758	5581	5939	5755
短期借款	2463	1787	1787	1787	1787
应付票据及应付账款合计	492	544	238	610	216
其他流动负债	4682	3427	3556	3542	3752
非流动负债	166	486	583	662	670
长期借款	166	486	583	662	670
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	7803	6244	6164	6601	6425
少数股东权益	117	108	117	128	143
股本	2043	2038	2038	2038	2038
资本公积	555	534	534	534	534
留存收益	2739	2759	2852	2963	3084
归属母公司股东权益	5300	5315	5406	5427	5474
负债和股东权益	13220	11667	11686	12157	12041

现金流量表 (百万元)

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流					
净利润	967	1574	134	940	44
折旧摊销	454	97	109	128	138
财务费用	256	350	278	328	381
投资损失	135	123	97	81	75
经营性应收项目的减少	-29	-14	-15	-15	-15
经营性应付项目的增加	-338	792	-334	419	-534
其他经营现金流	489	226	-0	-0	-1
投资活动现金流	-572	-278	-229	-271	-310
资本支出	451	251	-131	-140	-153
长期投资	-152	-81	-98	-98	-98
其他投资现金流	-272	-108	-457	-508	-561
筹资活动现金流	-430	-1336	116	-39	-92
短期借款	16	-676	0	0	0
长期借款	166	320	97	79	8
普通股增加	-1	-5	0	0	0
资本公积增加	-42	-20	0	0	0
其他筹资现金流	-569	-954	19	-119	-100
现金净增加额	-34	-39	21	630	-358

资料来源: 公司公告, 中信建投

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7534	6650	6125	6006	6194
营业成本	5902	5806	5414	5309	5446
营业税金及附加	53	39	59	45	46
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	452	386	393	364	376
研发费用	87	96	40	49	63
财务费用	135	123	97	81	75
资产减值损失	238	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	33	48	25	31	34
投资净收益	29	14	15	15	15
营业利润	730	242	163	204	237
营业外收入	45	52	35	39	43
营业外支出	26	22	14	17	20
利润总额	749	271	183	226	260
所得税	295	174	75	98	122
净利润	454	97	109	128	138
少数股东损益	38	15	9	12	14
归属母公司净利润	416	82	100	116	124
EBITDA	1063	664	489	576	659
EPS (元)	0.20	0.04	0.05	0.06	0.06

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-8.3	-11.7	-7.9	-2.0	3.1
营业利润(%)	-50.4	-66.8	-32.8	25.4	16.1
归属于母公司净利润(%)	-58.6	-80.3	21.7	16.6	6.3
获利能力					
毛利率(%)	21.7	12.7	11.6	11.6	12.1
净利率(%)	5.5	1.2	1.6	1.9	2.0
ROE(%)	8.4	1.8	2.0	2.3	2.5
ROIC(%)	11.4	2.9	3.1	4.0	3.8
偿债能力					
资产负债率(%)	59.0	53.5	52.7	54.3	53.4
净负债比率(%)	2.6	-5.3	-1.6	-10.5	-2.9
流动比率	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6
速动比率	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	3.4	3.2	3.2	3.2	3.2
应付账款周转率	16.6	11.2	11.2	11.2	11.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.04	0.05	0.06	0.06
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.52	0.07	0.46	0.02
每股净资产(最新摊薄)	2.60	2.61	2.65	2.66	2.69
估值比率					
P/E	19.3	98.0	80.5	69.1	65.0
P/B	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA	7.8	11.8	16.5	13.2	12.1

分析师介绍

竺劲：房地产兼建筑行业首席，地产金融组组长

中信建投证券房地产兼建筑行业首席分析师、地产金融组组长。从事券商分析师十年。先后就职于申万、光大、东方证券，长期进入主要机构客户核心分析师派点名单，最新获得 2019 年最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），2019 年财新资本市场分析师成就奖（房地产）大陆区第三名，2019 年财新资本市场分析师成就奖（中小市值）大陆区第三名。本科毕业于南开大学经济学院国际经济与贸易专业，硕士毕业于北京大学国家发展研究院金融学专业。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话:(8610) 8513-0588
联系人:杨洁
邮箱: yangjie@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号上海证券大厦北塔22楼2201室
电话:(8621) 6882-1612
联系人:翁起帆
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
电话:(86755) 8252-1369
联系人:陈培楷
邮箱: chenpeikai@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱: charleneliu@csci.hk