

买入 (维持)

世联行

002285

世联行三季报点评：三季度业绩正增长，大横琴成为实控人，城市服务异地扩张

2020年11月01日

相关报告

《秋天也是收获的季节——世联行公告点评》2020-09-20

《世联行中报点评：二季度利润转正，公司实控人变更》2020-08-21

《世联行点评：15.9%股份转让已完成过户登记》2020-08-20

分析师：

阎常铭

yanchangming@xyzq.com.cn

S0190514110001

郭毅

guoyiyjs@xyzq.com.cn

S0190518010003

徐鸥鹭

xuoulu@xyzq.com.cn

S0190519080008

靳璐瑜

jinluyu@xyzq.com.cn

S0190520080003

投资要点

事件：10月30日晚，公司发布三季报，三季度单季，公司实现营收16.78亿元，同比增长6.78%；实现归母净利润0.06亿元，同比增长89.11%；2020年前三季度公司实现营业收入44.78亿元，同比下降4.21%，归母净利润-0.69亿元，同比下降204.48%。

点评：

三季度业绩正增长，公司经营持续好转。三季度单季，公司实现营收16.78亿元，同比增长6.78%（Q2同比-2.9%），增速转正；归母净利润0.06亿元，同比增长89.11%（Q2同比+1.5%），经营持续好转。前三季度公司实现营业收入44.78亿元，同比下降4.21%（2020H1同比-9.8%），归母净利润-0.69亿元，同比下降204.48%（2020H1同比-218.8%），降幅有所收窄。

分业务看：（1）交易服务业务保持稳定增长。前三季度交易服务业务实现营收30.44亿元，同比+6.55%，主要是公司积极整合渠道，发展扩大分销、直销业务规模，本期互联网+业务收入同比增长28.54%，较上半年增速持续提升。

（2）交易后服务业务降幅收窄。前三季度交易后服务业务营收2.91亿元，同比下降54.03%，主要是公司持续严控风险、稳健放贷，金融服务收入同比下降54.99%；受疫情影响，装修业务收入同比下降52.34%，降幅较上半年收窄。

（3）资产管理和资产运营业务略有下滑。前三季度资产运营服务业务收入6.33亿元，同比下降0.82%。资产管理服务收入4.55亿元，同比下降5.05%，主要是受疫情和市场影响，公司资产投资服务收入减少所致。

大横琴成为公司实控人，回购股份彰显信心。7月1日和7月19日，世联中国和华居天下分别向大横琴转让股份，两次转让完成后，大横琴合计持有公司15.9%的股份；8月4日，大横琴与公司签订表决权委托协议，大横琴拥有公司29.9%的表决权，成为公司单一拥有表决权比例的最高股东，公司发展迈入新阶段。9月23日，公司公告拟回购1-2%股份用于员工激励，截至10月16日，公司已完成1.0873%的股票回购，公司回购进程过半。

城市服务异地扩张，“国有平台+上市平台”优势明显。大横琴入主后，公司定位“大交易+大资管”，向城市综合运营商方向发展，业务边界有所突破。近期，公司接连发布了与赣州市南康区人民政府、盐城市城南新区开发建设有限公司签署战略合作协议，就文旅综合开发、城市大资管业务、产业招商引资等方面开展深度合作，公司城市服务开启异地扩张，城市大资管业务将驶入快车道。

投资建议：世联行“大交易+大资管”主业定位清晰，“国有平台+上市平台”优势明显，背靠大横琴集团资源，在异地扩张方面的实力突出。我们预计世联行2020年、2021年EPS分别为0.05元、0.07元，按照10月30日收盘价计算，PE分别为107倍、76倍，维持“买入”评级。

风险提示：交易服务业务不及预期；公寓管理业务持续亏损风险。

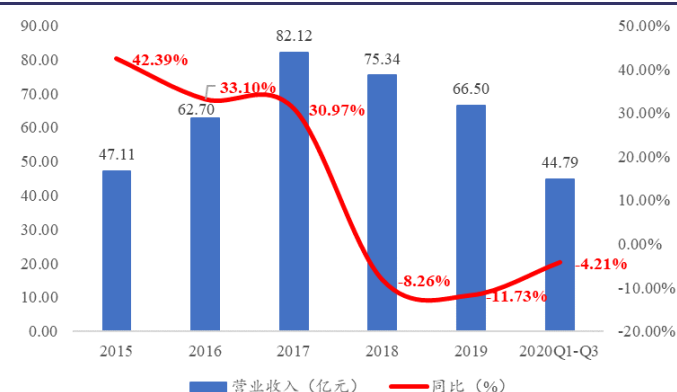
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

1、公司三季度业绩正增长，经营持续改善

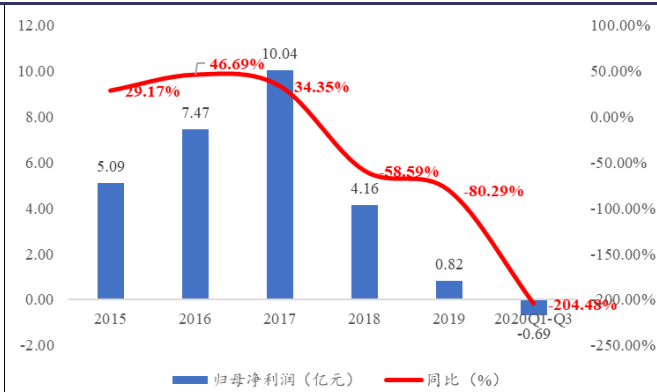
三季度营收增速转正，经营持续改善。三季度单季，公司实现营收 16.78 亿元，同比增长 6.78% (Q2 同比-2.9%)，营收增速转正；实现归母净利润 0.06 亿元，同比增长 89.11% (Q2 同比+1.5%)，持续修复业绩。2020 年前三季度公司实现营业收入 44.78 亿元，同比下降 4.21% (上半年同比下降 9.8%)，归母净利润-0.69 亿元，同比下降 204.48% (上半年同比下降 218.8%)，相较上半年整体降幅收窄。

图表 1、公司前三季度营收同比下降 4.21%



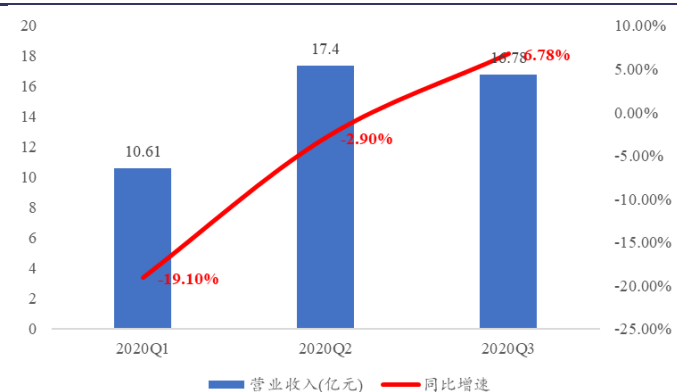
数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 2、公司前三季度归母净利润同比下降 204.5%



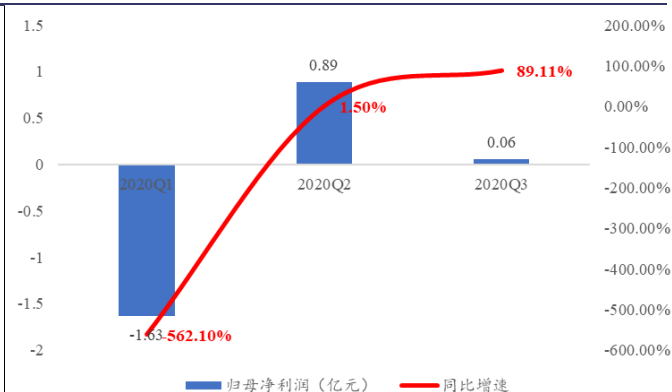
数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3、公司三季度营收增速回正



数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4、公司三季度归母净利润增速快速增长



数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

交易服务业务保持稳定增长。前三季度交易服务业务实现营收 30.44 亿元，同比 +6.55% (2020H1 同比 0.56%)，主要是公司积极整合渠道，发展扩大分销、直销业务规模，实现营收增长。本期互联网+业务收入同比增长 28.54% (2020H1 同比 17.33%)，增速加快。三季度单季，交易服务业务实现营收 11.54 亿元，同比增长

18.06%，增速较二季度 12.7%的增速进一步扩大。前三季度，交易服务业务占总营收的比例为 68.83%，较去年同期上升 6.82 个百分点，交易服务业务仍然是公司最大基本盘，其经营水平快速恢复，表明公司并未出现实质经营危机。

交易后服务业务降幅收窄。前三季度交易后服务业务营收 2.91 亿元，同比下降 54.03%(2020H1 同比下降 64.92%)，主要是公司持续严控风险、稳健放贷，金融服务收入同比下降 54.99% (2020H1 同比下降 66.64%)；受疫情影响，装修业务收入同比下降 52.34% (2020H1 同比下降 61.86%)，整体降幅较上半年收窄，经营快速恢复。

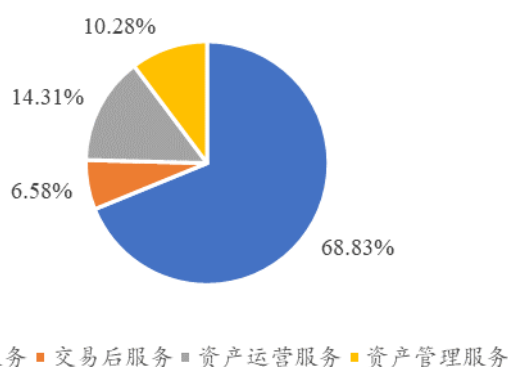
资产运营和资产管理服务业务下滑。前三季度资产运营服务业务收入 6.33 亿元，同比下降 0.82%；前三季度资产管理服务收入 4.55 亿元，同比下降 5.05%，主要是受疫情和市场影响，公司资产投资服务收入减少所致。

图表 5、2020 年 1-9 月各业务经营情况

时间	业务	交易服务	交易后服务	资产运营服务	资产管理服务
2020 年 1-9 月	营业收入	30.44	2.91	6.33	4.55
	同比增速	6.55%	-54.03%	-0.82%	-5.05%
2020 年一 季度	营业收入	6.44	0.66	2.11	1.36
	同比增速	-16.75%	-65.48%	15.96%	-3.18%
2020 年二 季度	营业收入	12.46	0.99	1.9	1.62
	同比增速	12.70%	-64.50%	-12.70%	-4.00%
2020 年三 季度	营业收入	11.54	1.26	2.32	1.57
	同比增速	18.06%	-22.71%	-2.81%	-7.63%

数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 6、前三季度各业务收入占比



数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

2、大横琴成为实控人，公司发展进入新阶段

大横琴成为公司实控人，公司发展进入新阶段。7月1日，世联中国向大横琴集团转让其持有的世联行 201,812,441 股股份，占世联行股份总数的 9.90%；7月19日华居天下向大横琴集团转让其持有的世联行 122,265,400 股股份，占世联行股份总数的 6.00%，两次转让后大横琴合计持有世联行 15.9% 的股份；8月4日，大横琴集团与世联中国签署《股份表决权委托协议》和《股份转让协议书之补充协议》，由大横琴集团行使世联中国持有的世联行 285,285,934 股股份（占世联行股份总数的 14%）对应的表决权，协议生效后，大横琴集团表决权比例为 29.9%，成为世联行单一拥有表决权比例最高的股东。9月18日，公司最高管理层平稳交接，大横琴董事长胡嘉当选公司董事长，公司创始人陈劲松成为公司联席董事长，公司发展迈入新阶段。

公司回购股份完善激励机制，彰显对未来的信心。9月23日，公司拟以自有资金回购公司股份，并将全部用于实施员工持股计划。回购股份价格为不超过人民币 7.4 元/股，回购股份资金总额不超过人民币 3.02 亿元，回购数量的上限为公司已发行总股本的 2%，下限为总股本的 1%。公司回购股份反映了管理层对公司内在价值的肯定，一方面进一步完善了公司长效激励机制，另一方面有利于增强公众投资者信心、维护公司股价并提升公司的资本市场形象，为公司未来进一步发展创造良好条件。截至 10 月 16 日，公司已完成回购 1.0873% 的股票的回购，回购股票进程过半。

图表 7：预计回购方案实施完毕后公司股权变动情况（按 2% 回购上限）

股份种类	回购前		回购后	
	股份数量(股)	占比	股份数量(股)	占比
有限售条件股份	23,404,659	1.15%	64,159,759	3.15%
无限售条件股份	2,014,352,013	98.85%	1,973,596,913	96.85%
总股本	2,037,756,672	100.00%	2,037,756,672	100.00%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 8：预计回购方案实施完毕后公司股权变动情况（按 1% 回购下限）

股份种类	回购前		回购后	
	股份数量(股)	占比	股份数量(股)	占比
有限售条件股份	23,404,659	1.15%	43,782,259	2.15%
无限售条件股份	2,014,352,013	98.85%	1,993,974,413	97.85%
总股本	2,037,756,672	100.00%	2,037,756,672	100.00%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

大横琴集团是横琴岛最主要的城市开发运营主体。珠海大横琴集团是横琴新区国资委的全资子公司，实际控制人为珠海横琴新区管理委员会。根据大横琴所发债券评级报告，大横琴股份公司负责开发的区域总面积为 19.7 平方公里，可开发

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

面积,其中 13.8 平方公里为可开发面积,占 2020 年前横琴新区可开发总面积 28.0 平方公里的 49.4%。

横琴岛毗邻澳门,战略地位显著。横琴岛具有独特的区位优势,与澳门一河之隔,最近处只有 187 米,通过港珠澳大桥、莲花大桥与港澳两个国际自由贸易港互联互通。

图表 9、横琴岛区位优势明显



数据来源:互联网、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 10、横琴各片区功能规划



数据来源:互联网、兴业证券经济与金融研究院整理

大横琴资源丰富,助力公司城市大资管业务发展。横琴新区是物业城市先行者。2018 年横琴新区率先提出“物业城市”概念,通过“专业服务+智慧平台+行政力量”相融合的方式,对城市公共空间与资源实行全流程“管理+服务+运营”。而公司本身资产管理基础扎实,并且具备全国化布局能力。目前,大横琴承诺向上市公司提供不低于 5 亿元人民币的借款,用于支持上市公司发展物业管理、商业管理等资产管理业务。世联行已计划将资产管理业务总部搬迁至横琴,实现与横琴相关业务形成更紧密的协同和整合。发挥联动效应,进一步强化优势。预计未来公司将及进一步整合横琴新区及其一体化区域资源,打造创新型城市管家范本,并逐步向全国推广。

3、城市服务异地扩张,“国有平台+上市平台”优势明显

城市服务异地扩张,“国有平台+上市平台”优势明显。三季度以来,公司接连发布了与赣州市南康区人民政府、盐城市城南新区开发建设有限公司签署战略合作协议的公告,大横琴入主公司后联动发展效应初显。根据协议内容,世联行与当地政府将就赣州市南康区文旅综合开发、城市大资管业务、产业招商引资等方面开展深度合作;就盐南新区城市大资管业务战略、招商企业管家服务业务、大文旅产业发展等领域开展全方位深度合作。以上战略合作协议的签订,标志着大横琴与公司资源业务协同模式逐渐落地,城市大资管项目开启异地扩张模式,将进入快速发展期。

图表 11、城市大资管业务合作框架协议内容

事件	协议内容
与赣州市南康区人民政府、珠海大横琴集团签署《战略合作框架协议》	<p>三方同意就文旅综合开发业务、城市大资管业务、产业投资及招商等工作全方位深度合作：</p> <p>(一) 由公司单独或于大横琴集团共同参与星乐度·露营小镇、低密度文旅住宅项目开发，并探讨合作开发大山脑景区生态旅游、龙回飞翔小镇（滑翔基地）等项目；</p> <p>(二) 公司通过增资扩股或股权转让等形式成为地方政府旗下物管公司单一最大股东，掌握经营管理权；</p> <p>(三) 赣州市南康区政府将政府持有或控股的大资管业务授予公司进行运营（包括但不限于城市地标空间管理与资产运营、产业空间管理与资产运营、政府国企空间管理与资产运营、城市公共资源管理、城市市场馆物业管理、文化旅游综合体物业管理等）；</p> <p>(四) 公司在赣州市南康区设立区域总部，并深度参与赣州市南康区的城市建设及不动产开发咨询、招商服务等工作。</p> <p>(五) 由大横琴或世联行发起产业投资基金，南康区政府积极通过该基金进行产业投资。</p>
与盐城市城南新区开发建设投资有限公司、珠海大横琴集团有限公司、广州振远文化创意产业有限公司签署《战略合作框架协议》	<p>就盐南新区城市大资管业务战略、招商企业管家服务业务、大文旅产业发展等领域开展全方位深度合作：</p> <p>(一) 与当地政府设立合资公司，开展盐南新区城市大资管业务战略全方位合作，包括城市公共资源空间的管理与运营，提供招商服务等</p> <p>(二) 世联行在盐南新区设立苏北区域总部，提供全面专业性、国际化的大资管服务；</p> <p>(三) 结合项目设立投资建设公司，联合拓展江苏省城市大资管、大文旅业务</p> <p>(四) 开展线上与线下文旅营销活动、品牌整合宣传、数字营销等业务的全面合作；</p> <p>(五) 引进“星乐度”品牌开展中华海棠园·水上星乐度投资运营合作</p>

数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

世联行“大交易+大资管”定位清晰，协同发展。根据赣州项目协议内容，大横琴或以大横琴集团为实控人的世联行将共同参与低密度文旅住宅项目开发。同时，共同开拓城市大资管业务，改善城市运营管理水平，提升城市物业资产价值。根据盐城项目协议内容，双方将设立合资公司，开展盐南新区城市大资管业务战略全方位合作，包括产业园空间管理与资产运营、地方政府国企的空间管理与资产运营、城市公共资源管理等，共同开拓盐南新区产业发展新空间，全面提升运营管理与资产价值。公司以大资管业务为入口，开展顾问策划、招商服务等业务，资管入口的变现能力值得期待，公司未来有望成为“城市服务的综合运营商”。

投资建议：世联行实际控制人已变更为横琴国资委。大横琴集团是横琴岛最主要

的城市开发运营主体，横琴岛毗邻澳门，目前已形成六大产业协同发展的格局。我们预计世联行 2020 年、2021 年 EPS 分别为 0.05 元、0.07 元，按照 10 月 30 日收盘价计算，PE 分别为 107 倍、76 倍，维持“买入”评级。

风险提示：交易服务业务不及预期；公寓管理业务持续亏损风险。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	8853	7660	10126	11737
货币资金	2582	2954	4362	6422
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1324	1707	1365	1552
其他应收款	1201	1641	1320	1182
存货	13	13	13	13
非流动资产	2814	2701	2341	2320
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	154	121	132	128
投资性房地产	409	419	416	417
固定资产	137	114	92	69
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	5	2	-0	-3
资产总计	11667	10361	12466	14056
流动负债	5758	3996	5612	6640
短期借款	1787	0	0	0
应付票据	4	3	3	3
应付账款	540	310	510	671
其他	3427	3684	5099	5966
非流动负债	486	817	1168	1546
长期借款	486	817	1168	1546
其他	0	0	0	0
负债合计	6244	4813	6780	8185
股本	2038	2038	2038	2038
资本公积	534	534	534	534
未分配利润	1899	1888	1862	1834
少数股东权益	108	123	141	163
股东权益合计	5423	5548	5687	5871
负债及权益合计	11667	10361	12466	14056

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	82	102	133	177
折旧和摊销	350	266	284	287
资产减值准备	20	111	-78	31
无形资产摊销	312	243	262	264
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	226	51	24	27
少数股东损益	15	15	18	22
营运资金的变动	792	1435	774	1700
经营活动产生现金流量	1574	1939	1360	2102
投资活动产生现金流量	-278	-208	-262	-254
融资活动产生现金流量	-1336	-1359	311	211
现金净变动	-39	371	1408	2059
现金的期初余额	2409	2582	2954	4362
现金的期末余额	2370	2954	4362	6422

利润表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6650	8213	9855	11826
营业成本	5806	7235	8672	10407
营业税金及附加	39	123	158	201
销售费用	0	0	0	0
管理费用	386	558	710	830
财务费用	123	51	24	27
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	14	10	5	5
营业利润	242	254	296	366
营业外收入	52	49	50	50
营业外支出	22	23	25	26
利润总额	271	281	321	390
所得税	174	163	170	191
净利润	97	118	151	199
少数股东损益	15	15	18	22
归属母公司净利润	82	102	133	177
EPS(元)	0.04	0.05	0.07	0.09

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
营业收入增长率	-11.7%	23.5%	20.0%	20.0%
营业利润增长率	-66.8%	5.2%	16.3%	23.7%
净利润增长率	-80.3%	25.0%	29.6%	33.2%
盈利能力(%)				
毛利率	12.7%	11.9%	12.0%	12.0%
净利率	1.2%	1.2%	1.3%	1.5%
ROE	1.5%	1.9%	2.4%	3.1%

偿债能力(%)

资产负债率	53.5%	46.5%	54.4%	58.2%
流动比率	1.54	1.92	1.80	1.77
速动比率	1.54	1.91	1.80	1.77

营运能力(次)

资产周转率	53.4%	74.6%	86.3%	89.2%
资产周转率	388.2%	444.4%	522.9%	663.0%

每股资料(元)

每股收益	0.04	0.05	0.07	0.09
每股经营现金	0.77	0.95	0.67	1.03
每股净资产	2.61	2.66	2.72	2.80

估值比率(倍)

PE	134	107	76	59
PB	2.0	2.0	2.0	1.9

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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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.xyzq.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。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。

特别声明

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。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn