

投资评级：增持（调低评级）

当前价格(元): 6.04
合理价格区间(元): 6.16~6.60

陈慎 执业证书编号: S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com

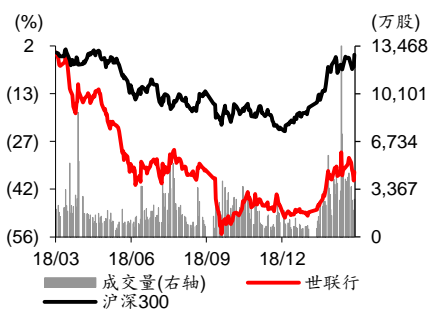
韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 hanxiao012792@htsc.com

林正衡 021-28972087
联系人 linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1《世联行(002285,买入): 代理销售放缓, 综合服务提速》2018.08
- 2《世联行(002285,买入): 新房代销龙头, 打造综合服务》2018.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,043
流通A股 (百万股)	2,010
52周内股价区间 (元)	4.25-9.57
总市值 (百万元)	12,340
总资产 (百万元)	13,220
每股净资产 (元)	2.59

资料来源: 公司公告

“三升一降” 强化转型定力

世联行(002285)

核心观点

公司发布年报, 2018年实现营收75.3亿元, 同比下滑8.3%; 实现归母净利润4.2亿元, 同比下滑58.6%; 拟每10股派发现金红利0.21元; 业绩略低于业绩快报数值。公司业绩虽然受交易服务结算放缓和资产运营前期投入等因素拖累出现下滑, 但四大业务板块营收实现“三升一降”, 综合服务能力进一步增强。我们预测公司2019-2021年EPS为0.22、0.26、0.31元, 下调为“增持”评级。

交易服务结算放缓+资产运营前期投入拖累业绩, 业务板块“三升一降”

公司业绩下滑, 主要原因为: 1.交易服务板块结算进度受去杠杆和房地产行业现金流偏紧的影响, 结算收入同比下滑18.6%, 代理销售业务毛利率同比下降4.6个百分点至31.5%; 2.资产运营业务持续投入, 导致前期运营账面亏损增加; 3.管理、研发和财务费用提升使得期间费用同比增长1.2亿元; 4.贷款和应收账款坏账损失同比增长1.0亿元。除交易服务板块营收下滑之外, 交易后服务、资产运营、资产管理板块营收分别同比增长20.1%、89.8%、7.1%, 四大业务板块营收实现“三升一降”, “祥云战略”转型效果逐渐显现, 综合服务能力进一步增强。

“一降”: 交易服务受到行业环境拖累

2018年公司代理服务业务受开发商结算进度放缓影响, 实现营收33.2亿元, 同比下滑12.3%。互联网+业务受房地产电商政策收紧影响, 实现营收16.8亿元, 同比下滑28.6%。顾问策划业务受开发商拿地意愿下降影响, 实现营收2.6亿元, 同比下滑20.4%。2018年公司加速渗透三四线城市市场, 已进驻200个地级以上城市, 代理服务覆盖2500个案场, 销售额的61%来自百强房企, 2018年末累计已实现但未结算代理销售额约3948亿元, 将在未来3-9个月为公司贡献30.5亿元收入; 互联网+链接经纪公司超4万家, 链接经纪人超20万人, 为综合服务协同变现打造流量基础。

“三升”: 多元业务夯实综合服务基础

交易后服务方面, 金融服务增强场景服务, 主动控制规模, 实现营收7.7亿元, 同比增长5.7%; 装修业务受益其它业务场景延伸, 实现营收2.5亿元, 同比增长108.1%。资产运营方面, 红璞公寓已覆盖30个城市, 运营项目191个、2.91万间, 运营半年以上项目实现超90%出租率, 实现营收4.1亿元, 同比增长94.9%; 世联空间已布局15个城市, 落地项目52个、55.5万平, 实现营收1.9亿元, 同比增长118.0%。资产管理方面, 资产投资服务在管项目集中于上海地区, 18个项目管理资产总值超60亿元; 物业管理在管面积达到593.2万平, 实现营收5.2亿元, 同比增长13.2%。

“三升一降” 强化转型定力, 下调为“增持”评级

公司交易服务业务受行业环境影响超出我们预期, 金融、长租业务拓展速度放缓, 我们下调预测营收和毛利率, 预测公司2019-2021年EPS为0.22、0.26、0.31元(前值2019-2020年0.75、0.98)。参考可比公司2019年19.78倍PE估值, 我们认为公司作为坚定转型的房地产综合服务龙头, 应该享有一定估值溢价, 2019年合理PE估值为28-30倍, 目标价6.16-6.60元(前值7.54-8.12), 下调为“增持”评级。

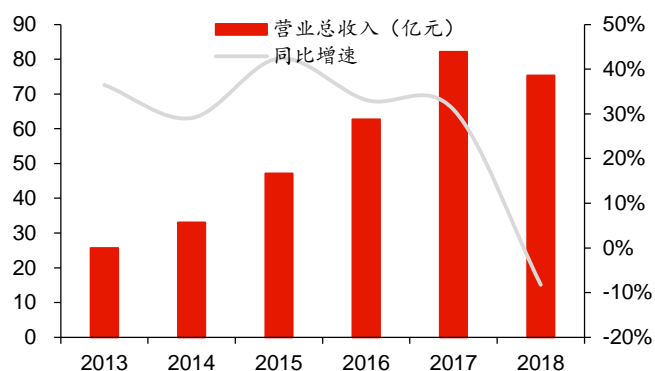
风险提示: 交易服务可能受到行业下行和竞争加剧的不利影响; 长租业务拓展速度、盈利进度低于预期; 金融业务受监管政策影响较大。

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	8,212	7,534	7,934	8,799	10,065
+/-%	30.97	(8.26)	5.31	10.90	14.39
归属母公司净利润 (百万元)	1,004	415.72	458.71	530.41	640.65
+/-%	34.35	(58.59)	10.34	15.63	20.79
EPS (元, 最新摊薄)	0.49	0.20	0.22	0.26	0.31
PE (倍)	12.29	29.68	26.90	23.26	19.26

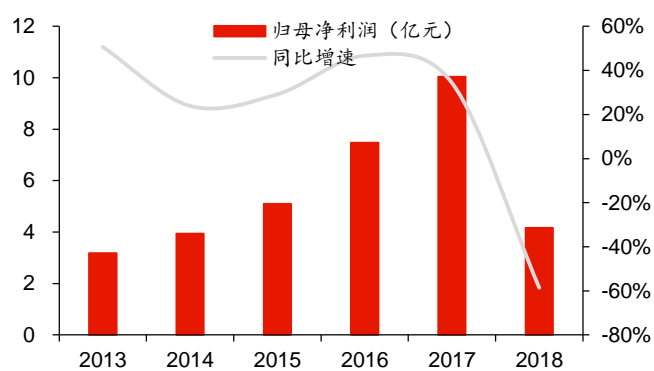
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：2018年公司营收出现下滑



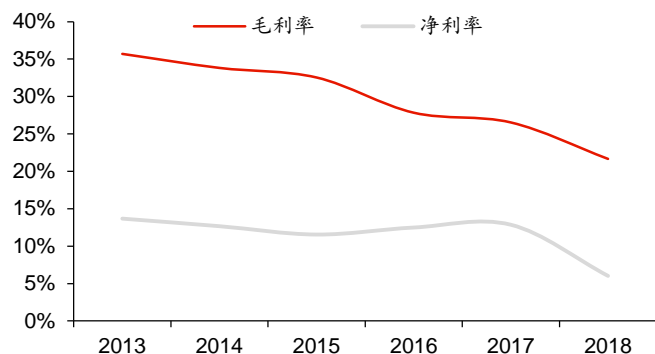
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：2018年公司归母净利润出现下滑



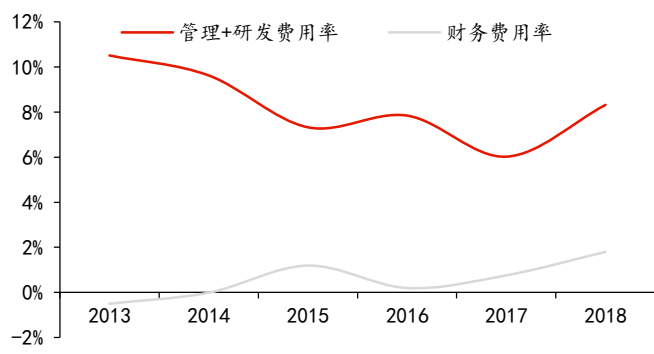
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：2018年公司毛利率和净利率双双下滑



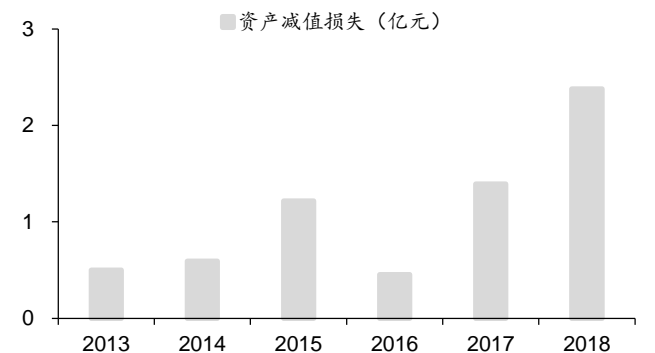
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：2018年公司期间费用率同比增长



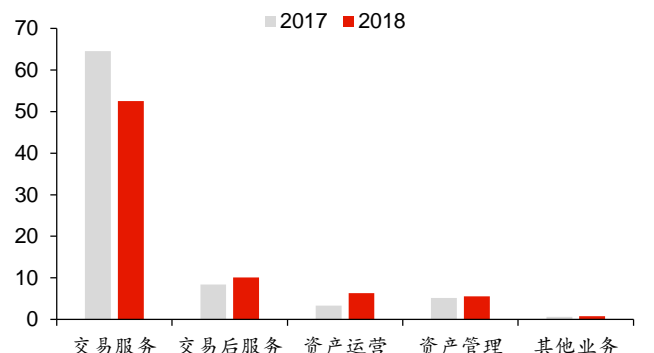
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表5：2018年公司资产减值损失增加



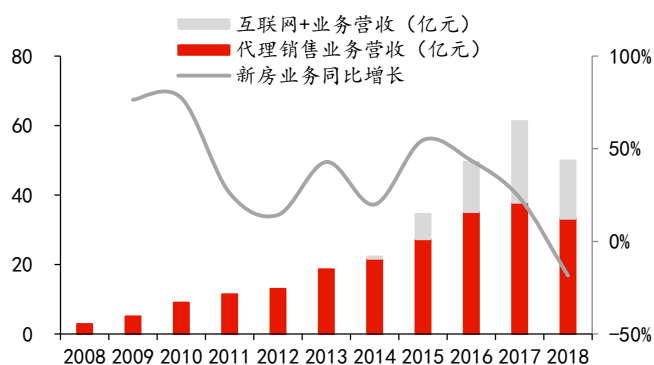
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6：2018年公司四大业务板块营收“三升一降”（单位：亿元）



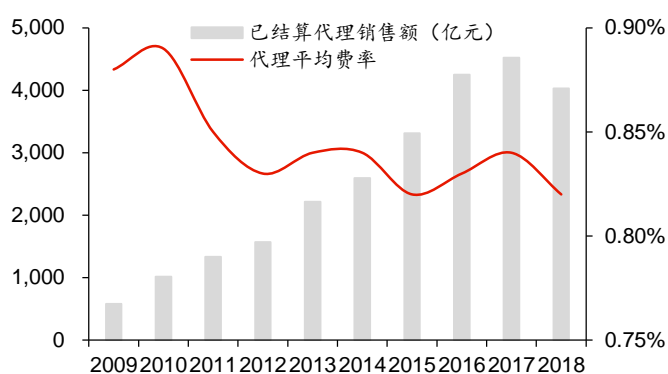
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7: 2018年代理销售和互联网+两大新房销售业务均下滑



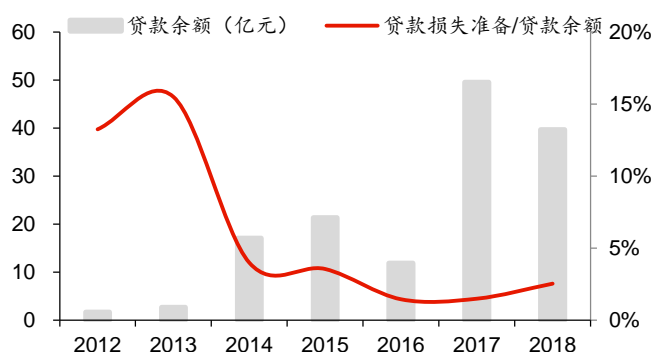
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表8: 2018年结算代理销售额和平均费率均下滑



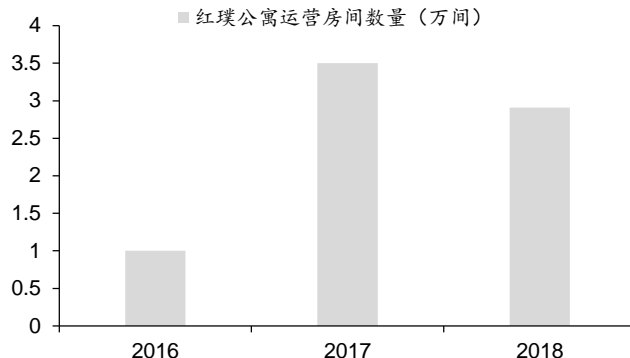
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表9: 2018年公司主动控制金融服务业务规模



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表10: 2018年红璞公寓运营房间数量有所下滑



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表11: 关键假设对照表 (单位: 亿元, 特殊注明除外)

	原盈利预测		调整后盈利预测		
	2019E	2020E	2019E	2020E	2021E
营业收入	137.12	169.68	79.34	87.99	100.65
YoY	28.43%	23.74%	5.31%	10.90%	14.39%
其中: 代理销售	44.20	44.50	33.44	35.76	39.65
互联网+	49.42	64.24	14.79	14.05	14.05
顾问策划	3.42	3.52	2.56	2.69	2.96
交易后服务	17.21	23.12	12.24	14.32	16.59
资产运营	13.22	24.00	9.18	13.12	18.29
资产管理	9.65	10.30	6.30	7.22	8.29
其他业务	-	-	0.82	0.82	0.82
毛利率	24.60%	25.11%	21.88%	21.97%	22.58%
其中: 代理销售	35.00%	35.00%	32.37%	32.83%	32.89%
互联网+	30.00%	33.00%	26.00%	26.00%	26.00%
顾问策划	32.00%	32.00%	13.00%	14.00%	15.00%
交易后服务	43.29%	41.56%	36.68%	33.28%	28.15%
资产运营	-30.00%	-10.00%	-30.00%	-15.00%	0.00%
资产管理	22.70%	22.45%	16.32%	16.23%	15.96%
其他业务	-	-	-50.00%	-50.00%	-50.00%
归母净利润	15.38	19.98	4.59	5.30	6.41
YoY	30.29%	29.90%	10.34%	15.63%	20.79%
EPS (元)	0.75	0.98	0.22	0.26	0.31

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

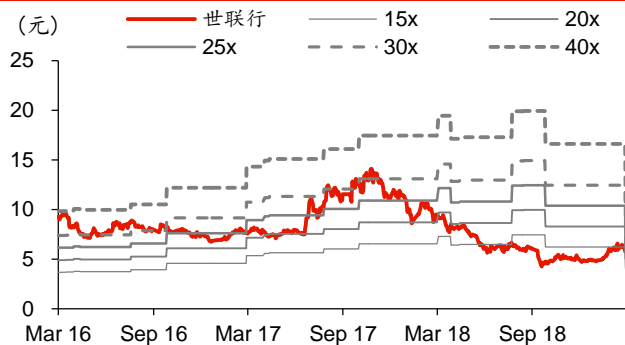
图表12: 可比公司估值表 (截至2019年3月29日, 盈利预测数据来自Wind一致预期)

股票名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS(元)				P/E			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
南都物业	25.86	25.06	1.26	0.88	1.14	1.49	19.89	28.42	21.97	16.87
我爱我家	171.48	7.28	0.06	0.28	0.32	0.36	116.85	25.94	22.75	20.04
国创高新	61.94	6.76	0.08	0.34	0.46	0.58	84.50	19.84	14.63	11.74
平均							73.75	24.73	19.78	16.22

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

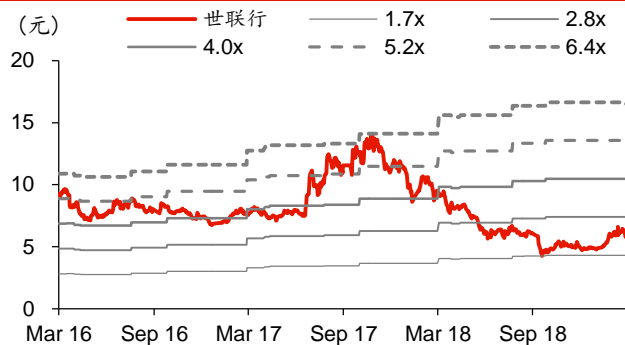
PE/PB - Bands

图表13: 世联行历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表14: 世联行历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

房地产行业销售存在下滑风险, 公司交易服务业务可能受到拖累。若调控政策未出现较大力度放松, 行业经历 2008 年以来最长上行周期后, 需求存在一定透支, 叠加居民加杠杆空间和能力的收窄, 本轮下行期的持续时间和程度存在超出预期的可能。公司交易服务业绩与商品房销售、开发商拿地息息相关, 可能受到行业下行不利影响。

交易服务业务可能面临更为激烈的竞争。链家、我爱我家、中原地产、Q 房网等传统经纪公司凭借线下门店分销能力陆续切入新房代销领域, 易居、合富辉煌等传统竞争对手引入龙头房企股东增强实力, 可能对公司交易服务业务造成不利影响。

长租公寓业务拓展速度、盈利进度低于预期。长租公寓业务虽然受到政策支持, 但目前商业模式下尚未实现盈利, 未来发展路径存在不确定性。

金融服务业务受监管影响较大, 同时存在坏账风险。2016 年公司金融服务业务曾经受到政策严查首付贷影响, 业绩出现下滑。公司目前开展的小额贷款等业务仍可能受到政策调整的不利影响。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	11,117	10,386	11,333	12,046	13,002
现金	2,522	2,499	2,658	2,505	2,507
应收账款	1,845	1,571	1,728	1,901	2,091
其他应收账款	1,074	1,278	1,406	1,546	1,701
预付账款	456.20	379.32	417.25	458.98	504.87
存货	15.21	10.92	10.92	10.92	10.92
其他流动资产	5,205	4,648	5,113	5,624	6,186
非流动资产	2,516	2,834	2,999	3,192	3,343
长期投资	27.67	56.11	56.11	56.11	56.11
固定投资	177.98	165.68	160.87	153.23	142.76
无形资产	4.39	3.53	0.38	(2.69)	(5.52)
其他非流动资产	2,306	2,609	2,782	2,985	3,150
资产总计	13,633	13,220	14,332	15,238	16,345
流动负债	8,445	7,637	8,214	8,602	9,079
短期借款	2,447	2,463	2,500	2,322	2,172
应付账款	220.52	491.62	540.79	594.87	654.35
其他流动负债	5,777	4,682	5,174	5,685	6,253
非流动负债	0.00	165.88	166.02	165.89	165.91
长期借款	0.00	165.83	165.83	165.83	165.83
其他非流动负债	0.00	0.06	0.19	0.06	0.09
负债合计	8,445	7,803	8,380	8,768	9,245
少数股东权益	120.22	117.20	155.99	200.85	255.03
股本	2,044	2,043	2,043	2,043	2,043
资本公积	597.02	554.84	554.84	554.84	554.84
留存公积	2,487	2,739	3,198	3,672	4,247
归属母公司股东权益	5,068	5,300	5,796	6,270	6,845
负债和股东权益	13,633	13,220	14,332	15,238	16,345

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(3,026)	967.49	308.99	331.01	474.60
净利润	1,056	453.68	497.50	575.26	694.83
折旧摊销	112.68	255.82	134.13	166.65	186.02
财务费用	62.18	135.43	130.62	126.93	117.97
投资损失	(30.50)	(28.93)	(28.93)	(28.93)	(28.93)
营运资金变动	(4,229)	(337.63)	(394.00)	(475.26)	(458.43)
其他经营现金	2.48	489.12	(30.34)	(33.65)	(36.86)
投资活动现金	(663.06)	(572.15)	(97.24)	(127.01)	(143.79)
资本支出	396.12	451.41	20.00	20.00	20.00
长期投资	313.52	151.60	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	46.58	30.86	(77.24)	(107.01)	(123.79)
筹资活动现金	2,874	(430.02)	(53.00)	(357.00)	(327.93)
短期借款	1,967	16.00	36.66	(178.35)	(149.27)
长期借款	0.00	165.83	0.00	0.00	0.00
普通股增加	(0.99)	(1.01)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	17.48	(42.18)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	889.73	(568.67)	(89.67)	(178.65)	(178.66)
现金净增加额	(815.95)	(34.06)	158.74	(153.00)	2.87

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,212	7,534	7,934	8,799	10,065
营业成本	6,033	5,902	6,198	6,866	7,793
营业税金及附加	60.42	52.72	55.52	61.58	70.43
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	420.99	452.42	571.25	633.53	774.99
财务费用	62.18	135.43	130.62	126.93	117.97
资产减值损失	139.39	237.63	261.40	274.47	288.19
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	30.50	28.93	28.93	28.93	28.93
营业利润	1,471	729.63	746.10	865.73	1,050
营业外收入	24.46	45.13	45.13	45.13	45.13
营业外支出	4.44	25.84	25.84	25.84	25.84
利润总额	1,491	748.92	765.39	885.02	1,069
所得税	435.25	295.24	267.89	309.76	374.14
净利润	1,056	453.68	497.50	575.26	694.83
少数股东损益	51.96	37.96	38.79	44.86	54.18
归属母公司净利润	1,004	415.72	458.71	530.41	640.65
EBITDA	1,646	1,121	1,011	1,159	1,354
EPS (元, 基本)	0.49	0.20	0.22	0.26	0.31

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	30.97	(8.26)	5.31	10.90	14.39
营业利润	33.67	(50.40)	2.26	16.03	21.25
归属母公司净利润	34.35	(58.59)	10.34	15.63	20.79
获利能力 (%)					
毛利率	26.53	21.66	21.88	21.97	22.58
净利率	12.23	5.52	5.78	6.03	6.37
ROE	19.81	7.84	7.91	8.46	9.36
ROIC	27.37	11.42	11.25	11.43	12.33
偿债能力					
资产负债率 (%)	61.94	59.02	58.47	57.54	56.56
净负债比率 (%)	29.05	33.86	31.97	28.52	25.43
流动比率	1.32	1.36	1.38	1.40	1.43
速动比率	1.31	1.36	1.38	1.40	1.43
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.56	0.58	0.60	0.64
应收账款周转率	5.46	3.96	4.14	4.18	4.34
应付账款周转率	49.28	16.57	12.01	12.09	12.48
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.20	0.22	0.26	0.31
每股经营现金流(最新摊薄)	(1.48)	0.47	0.15	0.16	0.23
每股净资产(最新摊薄)	2.48	2.59	2.84	3.07	3.35
估值比率					
PE (倍)	12.29	29.68	26.90	23.26	19.26
PB (倍)	2.43	2.33	2.13	1.97	1.80
EV_EBITDA (倍)	6.96	10.22	11.34	9.88	8.46

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com