

# 业绩明显改善，交易与物管稳中向好

## ——2020 年年报点评

业绩增长符合预期，投资收益增厚业绩。公司 2020 年实现营业收入 67.2 亿元，同比增长 1.1%，归母净利润 1.1 亿元，同比增长 35.3%，符合公司业绩预告中 0.98~1.23 亿元的预期。公司归母净利润增速高于收入增速主要因为：1) 公司投资收益为 0.89 亿元，较 2019 年增加 0.75 亿元；2) 交易服务业务稳中有进，收入同比增长 11.4%，毛利率为 19.3%，基本与 2019 年持平。

**代理销售业务盈利能力提升明显，互联网+业务实现收入高增。**2020 年，公司交易服务板块实现收入 47.8 亿元，同比增长 11.4%，占总收入比重为 72.0%，较 2019 年提升 7.1 个百分点。交易服务作为公司收入占比最高的基本业务，其稳健增长确保了公司的基本盘。拆分交易服务来看，代理销售业务实现收入 29.9 亿元，同比增长 4.9%，互联网+业务实现收入 15.8 亿元，同比增长 30.9%，两者共同驱动交易服务实现双位数增长。2020 年，代理销售业务毛利率为 27.2%，较 2019 年提升 3.6 个百分点。

**管理面积增加驱动收入平稳增长，盈利能力明显改善。**2020 年，公司物业管理业务实现收入 6.3 亿元，同比增长 6.5%，占收入比重为 9.4%，较 2019 年提升 0.5 个百分点。毛利率为 14.8%，较 2019 年提升 2.4 个百分点，贡献毛利 0.94 亿元，占比 11.7%，较 2019 年提升 2.9 个百分点。截至 2020 年底，公司实际在管全委托项目个数 101 个，较上年同期净增加 3 个。在管理项目实际收费面积 557.0 万平方米，面积净增加 70.9 万平方米。根据收入测算单价为 9.5 元/㎡/月，同比下降 7.1%。

**维持买入评级。**由于资产运营服务板块工商资产和长租公寓在管面积的大幅减少，2020 年已实现但未结算的代理销售额明显下降，我们下调盈利预测。我们预测 2021-2023 年公司 EPS 为 0.13/0.14/0.15 元（原预测 2021-2022 年为 0.17/0.20）。

**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

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,650	6,723	5,872	6,521	7,225
增长率(%)	-11.7	1.1	-12.7	11.0	10.8
净利润(百万元)	82	111	264	281	297
增长率(%)	-80.3	35.3	137.9	6.6	5.5
EPS(元/股，摊薄)	0.04	0.05	0.13	0.14	0.15
P/E(倍)	103.5	76.5	32.1	30.2	28.6

# 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

**马晓东**

maxiaodong@csc.com.cn

18616545252

SAC 执证编号：S1440521010001

发布日期：2021 年 03 月 31 日

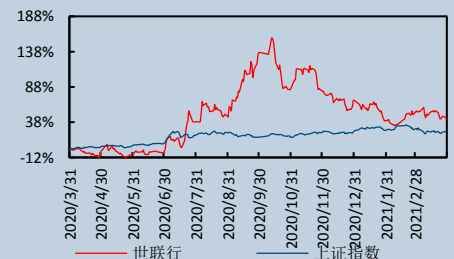
当前股价：4.17 元

### 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
	-3.7/-2.2	-15.42/-16.65	39.0/13.18
12 月最高/最低价 (元)			7.5/2.52
总股本 (万股)			203,357.91
流通 A 股 (万股)			201,373.64
总市值 (亿元)			84.8
流通市值 (亿元)			83.97
近 3 月日均成交量 (万股)			1,886.68
主要股东			
世联地产顾问(中国)有限公司			29.66%

### 股价表现



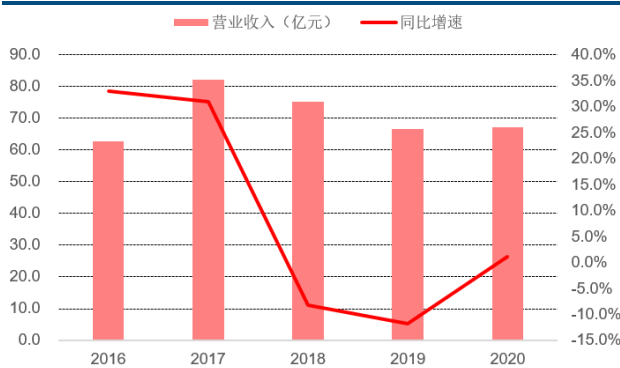
### 相关研究报告

- 21.01.31 【中信建投房地产】世联行(002285): 业绩增长符合预期, 战略聚焦轻装前行
- 20.12.31 【中信建投房地产】世联行(002285):

## 收入平稳增长，业绩大幅改善

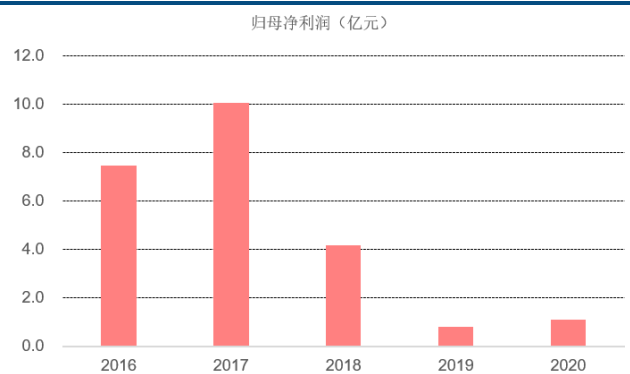
交易服务稳定收入，投资收益增厚业绩。公司 2020 年实现营业收入 67.2 亿元，同比增长 1.1%，归母净利润 1.1 亿元，同比增长 35.3%。疫情对线下案场业务造成一定影响，公司主动推进数字化智慧案场，增加线上流量提升客户运营能力，积极铺排扩大互联网+业务，有效缓解了疫情的冲击，从而保证了收入的平稳增长。业绩出现大幅改善主要因为公司确认的投资收益增加，增厚了当期利润。2020 年，公司投资收益为 0.89 亿元，较 2019 年增加 0.75 亿元。盈利能力方面，毛利率保持稳定，2020 年公司毛利率为 11.9%，较 2019 年小幅下滑 0.8 个百分点。费用率有所改善，2020 年公司期间费用率为 8.3%，较 2019 年下降 0.8 个百分点。

图表1： 公司营业收入稳中有进



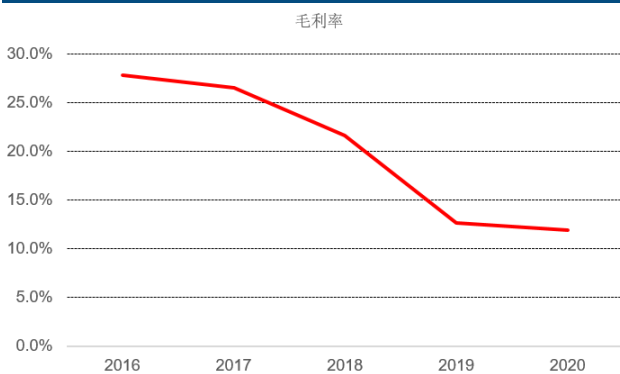
资料来源: Wind, 中信建投

图表2： 业绩明显改善



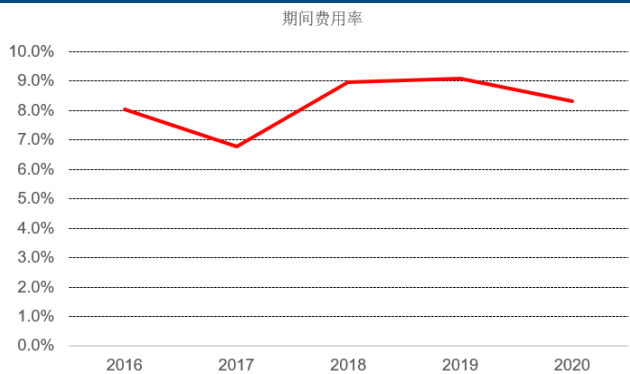
资料来源: Wind, 中信建投

图表3： 毛利率保持稳定



资料来源: Wind, 中信建投

图表4： 费用率有所下降

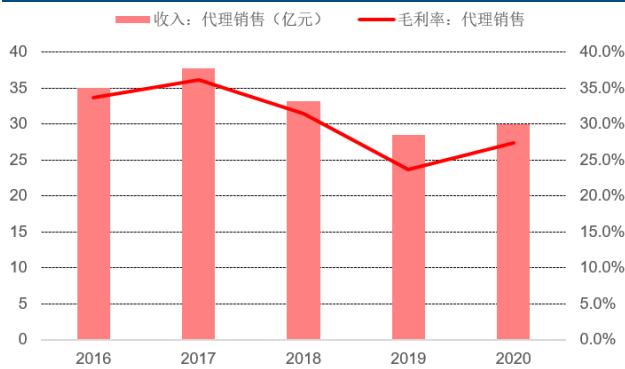


资料来源: Wind, 中信建投

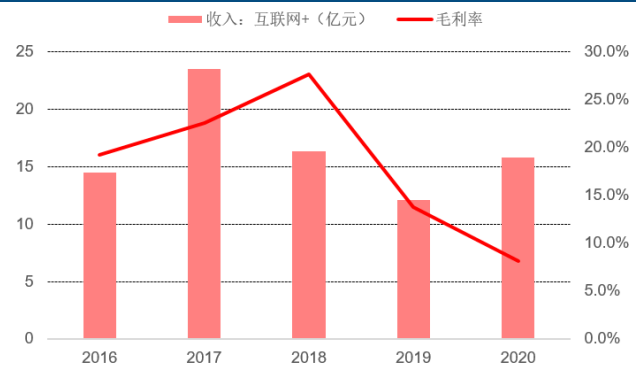
## 交易服务改善明显，收入实现较快增长

代理销售业务盈利能力提升明显，互联网+业务实现收入高增。2020 年，公司交易服务板块实现收入 47.8 亿元，同比增长 11.4%，占总收入比重为 72.0%，较 2019 年提升 7.1 个百分点。交易服务作为公司收入占比最

高的基本业务，其稳健增长确保了公司的基本盘。拆分交易服务来看，代理销售业务实现收入 29.9 亿元，同比增长 4.9%，互联网+业务实现收入 15.8 亿元，同比增长 30.9%，两者共同驱动交易服务实现双位数增长。从盈利能力来看，2020 年，代理销售业务毛利率为 27.2%，较 2019 年提升 3.6 个百分点。毛利率的改善进一步提高了代理销售业务的利润贡献，2020 年代理销售业务毛利占比为 101.6%，较 2019 年提高 21.7 个百分点。2020 年，互联网+业务毛利率为 8.1%，较 2019 年下降 5.7 个百分点，毛利占比为 16.1%，较 2019 年下降 3.7 个百分点。

**图表5：代理销售业务盈利改善**


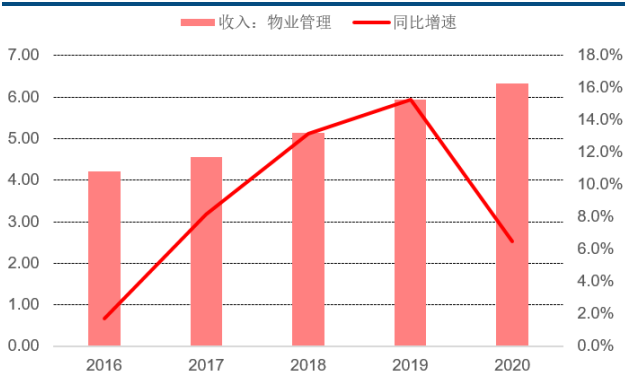
资料来源：Wind，中信建投

**图表6：互联网+业务收入大幅增长**


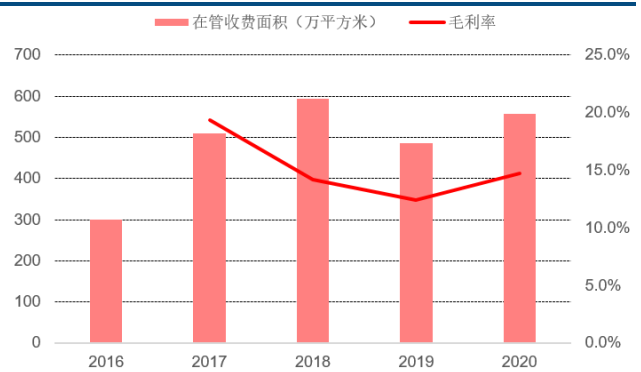
资料来源：Wind，中信建投

## 物业管理业务稳健增长，未来将成公司核心业务

管理面积增加驱动收入平稳增长，盈利能力明显改善。2020 年，公司物业管理业务实现收入 6.3 亿元，同比增长 6.5%，占收入比重为 9.4%，较 2019 年提升 0.5 个百分点。毛利率为 14.8%，较 2019 年提升 2.4 个百分点，贡献毛利 0.94 亿元，占比 11.7%，较 2019 年提升 2.9 个百分点。截至 2020 年底，公司实际在管全委托项目个数 101 个，较上年同期净增加 3 个。在管理项目实际收费面积 557.0 万平方米，面积净增加 70.9 万平方米。根据收入测算单价为 9.5 元/m<sup>2</sup>/月，同比下降 7.1%。随着大横琴集团成为公司实际控制人，未来物业管理业务的发展在大横琴的支持下将进入快车道。公司也明确了“大资管+大交易”的战略，物业管理未来将成为公司的核心业务。

**图表7：物业管理业务收入平稳增长**


资料来源：Wind，中信建投

**图表8：在管面积和毛利率均有提升**


资料来源：Wind，中信建投

## 盈利预测与投资建议

由于资产运营服务板块工商资产和长租公寓在管面积的大幅减少，2020 年已实现但未结算的代理销售额明显下降。我们调降盈利预测，2021-2023 年 EPS 为 0.13/0.14/0.15 元（原预测 2021-2022 年为 0.17/0.20 元）。

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

- 1) 代理销售业务仍然是公司收入的主要来源，我们预计公司 2021-2023 年代理销售业务收入增速分别为 -16.4%/14.7%/11.1%。
- 2) 互联网+业务持续增长，我们预计公司 2021-2023 年互联网+业务收入增速分别为 0.7%/5.9%/11.1%。
- 3) 物业管理业务发展将会加速，我们预计公司 2021-2023 年物业管理业务收入增速分别为 33.9%/28.8%.23.6%。

## 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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	8853	8277	7842	9273	8919
现金	2582	2260	3337	2576	3652
应收票据及应收账款合计	1805	2293	1315	2676	1754
其他应收款	1201	1433	868	1687	1143
预付账款	258	135	208	173	250
存货	13	45	3	50	8
其他流动资产	2993	2112	2112	2112	2112
<b>非流动资产</b>	2814	2614	2330	2065	1724
长期投资	154	52	-104	-259	-414
固定资产	137	108	72	66	56
无形资产	5	3	-9	-4	3
其他非流动资产	2518	2452	2370	2261	2079
<b>资产总计</b>	11667	10891	10172	11338	10643
<b>流动负债</b>	5758	5627	4806	6014	5219
短期借款	1787	1721	1721	1721	1721
应付票据及应付账款合计	544	563	318	665	414
其他流动负债	3427	3343	2766	3628	3083
<b>非流动负债</b>	486	0	-83	-367	-551
长期借款	486	0	-83	-367	-551
其他非流动负债	0	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	6244	5627	4723	5647	4668
少数股东权益	108	103	137	179	228
股本	2038	2034	2034	2034	2034
资本公积	534	522	522	522	522
留存收益	2759	2860	3054	3251	3436
归属母公司股东权益	5315	5160	5312	5512	5747
<b>负债和股东权益</b>	11667	10891	10172	11338	10643

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	单位:百万元				
<b>经营活动现金流</b>	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1574	758	1292	-346	1315
折旧摊销	97	133	298	323	346
财务费用	350	362	206	229	248
投资损失	123	90	61	47	49
经营性应收项目的减少	-14	-89	39	39	39
经营性应付项目的增加	792	154	691	-984	634
其他经营现金流	226	108	-1	-0	-1
<b>投资活动现金流</b>	-278	123	40	-2	55
资本支出	251	91	-129	-110	-186
长期投资	-81	123	155	155	155
其他投资现金流	-108	336	67	43	25
<b>筹资活动现金流</b>	-1336	-1314	-255	-413	-294
短期借款	-676	-66	0	0	0
长期借款	320	-486	-83	-284	-184
普通股增加	-5	-4	0	0	0
资本公积增加	-20	-12	0	0	0
其他筹资现金流	-954	-747	-172	-128	-110
<b>现金净增加额</b>	-39	-433	1078	-761	1076

资料来源: 公司公告, 中信建投

### 利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	6650	6723	5872	6521	7225
营业成本	5806	5921	4827	5325	5880
营业税金及附加	39	35	37	40	42
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	386	396	348	385	425
研发费用	96	74	54	75	84
财务费用	123	90	61	47	49
资产减值损失	0	-18	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	48	71	42	49	53
投资净收益	14	89	-39	-39	-39
<b>营业利润</b>	242	305	549	659	759
营业外收入	52	62	46	51	53
营业外支出	22	47	25	30	31
<b>利润总额</b>	271	320	570	680	781
所得税	174	187	273	357	435
<b>净利润</b>	97	133	298	323	346
少数股东损益	15	23	34	42	49
<b>归属母公司净利润</b>	82	111	264	281	297
EBITDA	684	719	795	917	1024
EPS (元)	0.04	0.05	0.13	0.14	0.15

### 主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-11.7	1.1	-12.7	11.0	10.8
营业利润(%)	-66.8	26.2	80.0	19.9	15.2
归属于母公司净利润(%)	-80.3	35.3	137.9	6.6	5.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	12.7	11.9	17.8	18.3	18.6
净利率(%)	1.2	1.6	4.5	4.3	4.1
ROE(%)	1.8	2.5	5.5	5.7	5.8
ROIC(%)	3.1	4.4	12.1	9.7	13.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	53.5	51.7	46.4	49.8	43.9
净负债比率(%)	-5.3	-10.2	-31.2	-21.5	-41.5
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.5	1.7
速动比率	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	3.2	3.3	3.3	3.3	3.3
应付账款周转率	11.2	10.7	10.7	10.7	10.7
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.04	0.05	0.13	0.14	0.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.34	0.64	-0.17	0.65
每股净资产(最新摊薄)	2.61	2.54	2.61	2.71	2.83
<b>估值比率</b>					
P/E	103.5	76.5	32.1	30.2	28.6
P/B	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	12.1	11.2	8.7	8.1	6.1

## 分析师介绍

**竺劲：**房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，10 年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得 2020 年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020 年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020 年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第 5 名。

**马晓东：**本科毕业于中国矿业大学土木工程系，硕士毕业于复旦大学金融专业，曾任东方证券研究所地产研究员，2020 年加入中信建投证券研究发展部房地产组。



## 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:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 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:曹莹  
 邮箱:caoying@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