

世联行

002285

买入 (维持)

世联行年报点评：大横琴入主带来基本面困境反转

2021年04月02日

相关报告

《世联行点评：剥离长租公寓业务，轻装上阵持续转型》2020-12-31

《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》2020-08-20

《15.9%股份转让已完成过户登记》2020-08-20

《打造城市管家范本，逐步向全国推广》2020-08-17

《世联行实际控制人变更为横琴国资委》2020-08-05

《世联行公告点评：控股股东筹划表决权委托事项，可能涉及控制权转移和实际控制人变更》2020-08-02

《世联行点评：珠海横琴国资委继续增持股份，且不排除继续增持可能》2020-07-22

分析师：

阎常铭

yanchangming@xyzq.com.cn

S0190514110001

徐鸥鹭

xuoulu@xyzq.com.cn

S0190519080008

靳璐瑜

jinluyu@xyzq.com.cn

S0190520080003

投资要点

事件：公司发布2020年报，2020年全年实现营业收入67.23亿元，同比增长1.10%，归母净利润1.11亿元，同比增长35.33%。

点评：

业绩增速转正，股权处置收益增厚利润。公司2020年全年实现营收67.2亿元，同比增长1.1%，实现归母净利润1.1亿元，同比增长35.3%，公司业绩明显改善，增速转正。归母净利增速高于营收增速，主要由于20年公司股权处置确认投资收益0.89亿元，较19年增长0.75亿元。

大交易业务稳健增长，大资管业务未来可期。20年公司确认“大交易+大资管”的双主营战略，正稳步推进：

1) 交易服务业务：代理业务平稳增长，互联网+业务营收大幅提升。20年交易服务业务营收为47.79亿元，同比增长11.43%，占总营收的72%，仍为公司最大基本盘。其中，代理销售业务实现营收29.95亿元，同比增长4.92%，主要受益于公司积极推进大客户战略，出售存在排他性合作条款的上海更赢有限公司获得更多流量；互联网+业务实现收入15.84亿元，同比大幅增长30.91%，主要受公司整合线上线下资源，拓宽渠道影响。

2) 资产管理业务：物业管理在管面积提升，叠加控股股东资源未来发展可期。20年公司资产管理实现收入6.65亿元，同比增长3.71%，其中物业管理业务截至20年末在管面积557万方，净增加70.9万方，全年实现营收6.32亿元，同比增长6.48%。考虑大资管业务依托粤澳深度合作区，承接大横琴资源，已成功在赣州和南康开展城市资管业务，未来发展有望步入快车道。

3) 交易后服务及资产运营服务：受业务结构调整及疫情影响，营收下滑。2020年金融服务实现收入2.45亿元，同比下降48.56%，装修业务实现收入1.17亿元，同比下降56.03%。资产运营服务中，公寓管理业务实现收入5.46亿元，同比下降11.24%；工商资产运营营收2.67亿元，同比下降5.47%。

卸掉包袱轻装上阵，基本面有望持续改善。报告期内，公司剥离中资产模式的长租公寓，聚焦轻资产运营，长租公寓对业绩拖累作用将减小；同时，2020年公司剥离8亿小贷资产，现金流和负债率均有改善。公司持续卸下包袱，轻装上阵，持续转型，盈利能力有望持续改善。

投资建议：公司轻装上阵持续转型，基本面实现困境反转。根据年报，我们预计21-22年EPS分别为0.20元、0.24元，按照4月2日收盘价计算，PE分别为22倍、18倍，维持“买入”评级。

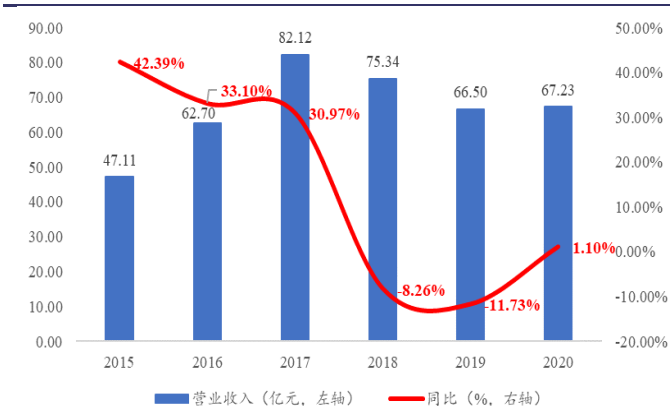
风险提示：交易服务业务持续下行，轻资产转型过于缓慢

报告正文

1、业绩增速转正，投资收益增厚利润

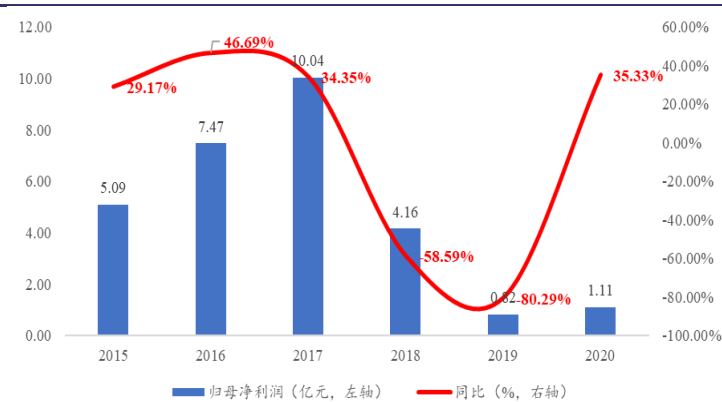
业绩增速转正，投资收益增厚利润。公司 2020 年全年实现营收 67.2 亿元，同比增长 1.1%，实现归母净利润 1.1 亿元，同比增长 35.3%。其中，交易服务业务实现营业收入 47.79 亿元，同比增长 11.43%；交易后服务实现营业收入 3.62 亿元，同比下降 51.24%，资产运营服务实现营业收入 8.35 亿元，同比下降 10.65%，资产管理服务实现营业收入 6.65 亿元，同比上升 3.71%。归母净利增速高于营收增速主要由于 20 年公司股权处置确认投资收益 0.89 亿元，较 19 年增长 0.75 亿元。

图 1、世联行营业收入及同比增速



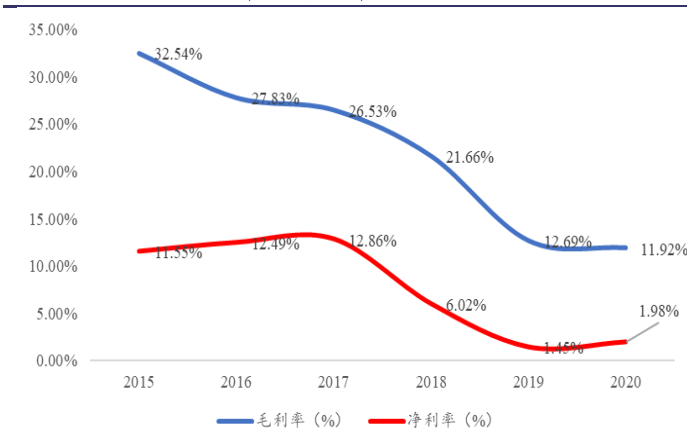
资料来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、世联行归母净利润及同比增速



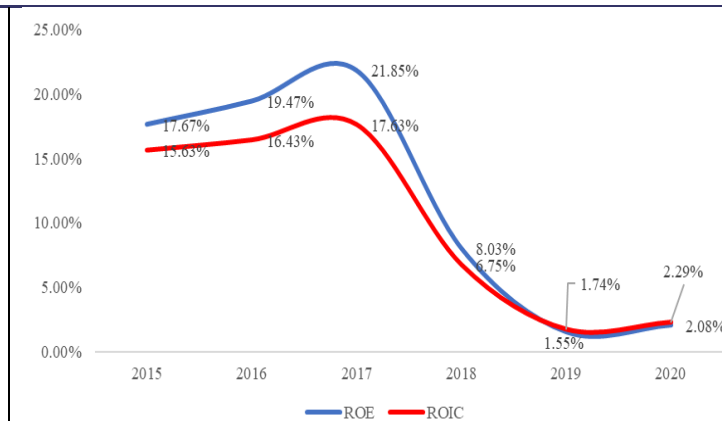
资料来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、世联行毛利率及净利率



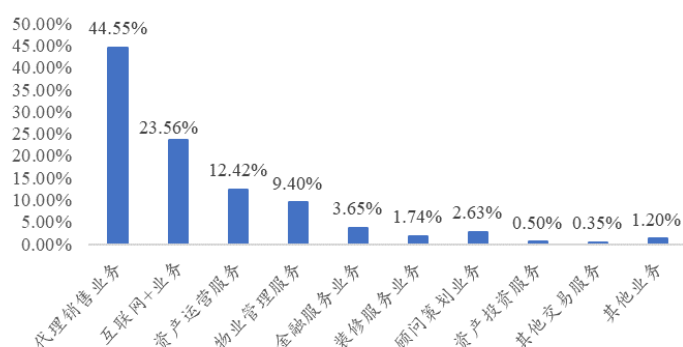
资料来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、世联行 ROE 及 ROIC

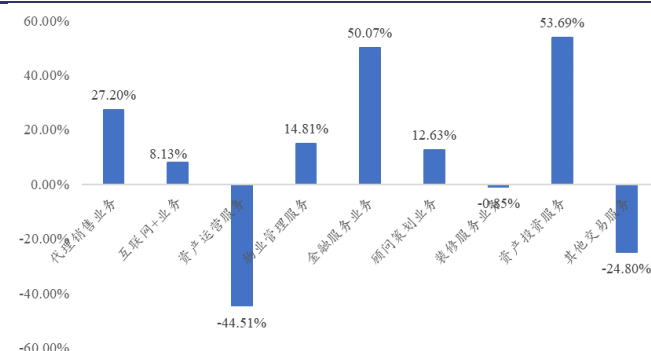


资料来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 5、各业务收入占比



图表 6、各业务毛利率



数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

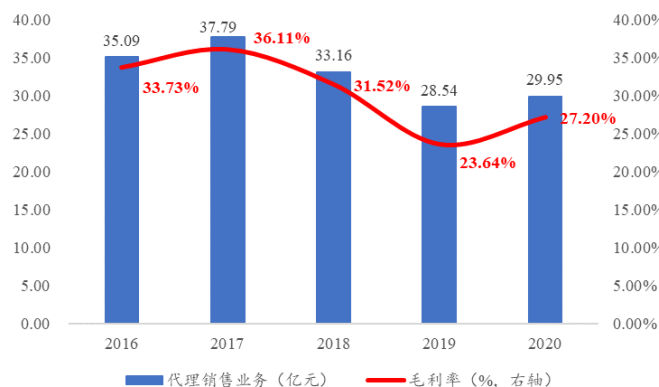
2、大交易业务稳健增长，大资管业务未来可期

2020 年随大横琴集团成为公司实控人，公司确认了“大交易+大资管”的双主营业务战略。大交易业务以案场新房代理为核心，大资管面向地方政府和企业提供城市运营服务和资产管理服务。公司大交易和大资管业务正稳步推进。

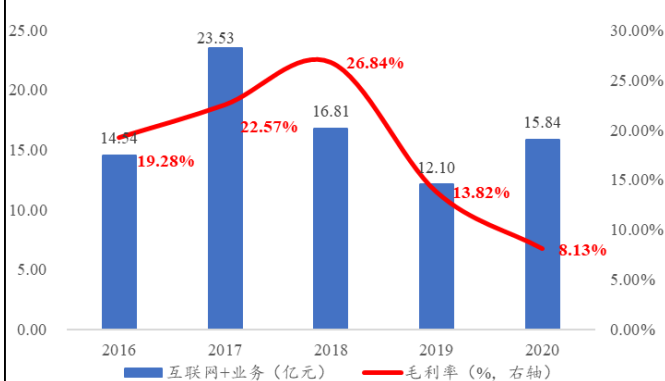
分业务看：

(1)交易服务业务：代理业务平稳增长，互联网+业务营收大幅提升。20 年公司交易服务业务营收为 47.79 亿元，同比增长 11.43%，占总营收的 72%，仍为公司最大基本盘。其中，代理销售业务实现营收 29.95 亿元，同比增长 4.92%，主要受益于公司积极推进大客户战略，出售存在排他性合作条款的上海更赢有限公司获得更多流量；互联网+业务实现收入 15.84 亿元，同比大幅增长 30.91%，主要受益于公司整合线上线下资源，拓宽渠道。

图表 7、代理销售业务盈利能力提升



图表 8、互联网+业务增长较快



数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

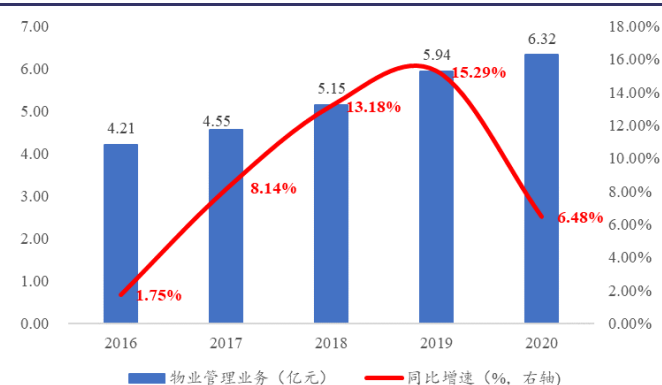
数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

(2) 资产管理业务：物管在管面积提升，叠加控股股东资源发展可期。20 年公司资产管理实现收入 6.65 亿元，同比增长 3.71%，其中物业管理业务共实现营收 6.32 亿元，同比增长 6.48%，截至 20 年末公司物业管理布局达 20 个城市，实际在管的全委托项目数量 101 个，较上年同期净增加 3 个，在管合约面积 557 万平方米，面积净增加 70.87 万平方米。新签约全委托项目数量 20 个，新签约面积 93 万平方米。考虑大资管业务依托粤澳深度合作区，控股股东赋能后发展有望步入快车道。

(3) 交易后服务业务：受业务调整及疫情影响，交易后服务业务营收略有下滑。公司金融服务实现收入 2.45 亿元，同比下降 48.56%，主要是公司主动严控风险主动收缩放贷规模；装修业务实现收入 1.17 亿元，同比下降 56.03%，未来将调整成为“大资管”提供配套装修服务。

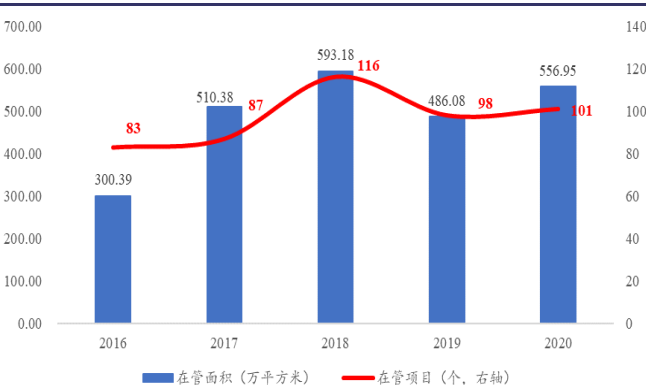
(4) 资产运营服务业务：受业务调整及疫情影响，资产运营营收略有下滑。资产运营服务实现 8.35 亿元，同比下降 10.65%，其中，公寓管理业务实现收入 5.46 亿元，同比下降 11.24%；工商资产运营营收 2.67 亿元，同比下降 5.47%。

图表 9、物管收入稳步提升



数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 10、在管面积和数量均有所提升



数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

3、卸掉包袱轻装上阵，基本面有望持续改善

公司卸下包袱持续转型，盈利能力有望进一步提升。1) 剥离中资产模式公寓业务，长租公寓对业绩拖累作用减弱。由于过去几年租赁市场租金价格上涨不及预期，加上前期装修改造投入摊销等，过去几年长租公寓业务亏损拖累公司业绩，根据此前公告，世联集房 2019 年度、2020 年 1-9 月经审计净利润为-3.2 亿元、-2.1 亿元。2020 年公司通过股权转让方式出售了中资产模式公寓业务，保留轻资产托管运营服务的公寓项目，有利于公司聚焦优势业务，进一步改善现金流，未来长租公寓业务对公司的业绩拖累作用将减弱；2) 转让小贷资产，收回现金。2020

年12月9日，公司转让8亿小贷资产，有助于公司改善现金流、降低负债率，基本面有望进一步改善。

投资建议：公司轻装上阵持续转型，基本面实现困境反转。根据年报，我们预计21-22年EPS分别为0.20元、0.24元，按照4月2日收盘价计算，PE分别为22倍、18倍，维持“买入”评级。

风险提示：交易服务业务持续下行，轻资产转型过于缓慢

附表

资产负债表					单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E				
流动资产	8277	10393	12613	15383				
货币资金	2260	6313	7998	11112				
交易性金融资产	4	2	2	3				
应收账款	1594	1524	1151	1309				
其他应收款	1433	1466	1114	997				
存货	45	29	32	33				
非流动资产	2614	1732	1999	1777				
可供出售金融资产	0	0	0	0				
长期股权投资	52	86	74	78				
投资性房地产	589	529	549	543				
固定资产	108	87	65	44				
在建工程	0	0	0	0				
油气资产	0	0	0	0				
无形资产	3	-0	-4	-7				
资产总计	10891	12125	14612	17159				
流动负债	5627	5929	7653	9158				
短期借款	1721	2105	2019	2500				
应付票据	0	1	1	1				
应付账款	563	310	510	671				
其他	3343	3513	5123	5986				
非流动负债	0	200	400	750				
长期借款	0	200	400	750				
其他	0	0	0	0				
负债合计	5627	6129	8053	9908				
股本	2034	2034	2034	2034				
资本公积	522	522	522	522				
未分配利润	1856	1742	1578	1383				
少数股东权益	103	182	278	396				
股东权益合计	5264	5996	6559	7251				
负债及权益合计	10891	12125	14612	17159				

现金流量表					单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E				
净利润	111	398	488	596				
折旧和摊销	362	174	84	84				
资产减值准备	18	78	-85	26				
无形资产摊销	324	153	63	63				
公允价值变动损失	0	0	0	0				
财务费用	150	30	9	3				
投资损失	-89	-25	-44	-45				
少数股东损益	23	78	97	118				
营运资金的变动	154	1876	1469	1596				
经营活动产生现金流量	758	3197	1623	2447				
投资活动产生现金流量	123	-102	-22	-12				
融资活动产生现金流量	-1314	959	84	679				
现金净变动	-433	4054	1685	3114				
现金的期初余额	2370	2260	6313	7998				
现金的期末余额	1936	6313	7998	11112				

利润表					单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E				
营业收入	6723	7331	8311	9974				
营业成本	5921	5690	6404	7633				
营业税金及附加	35	40	44	53				
销售费用	0	0	0	0				
管理费用	396	430	488	586				
财务费用	90	30	9	3				
资产减值损失	-18	0	-6	-4				
公允价值变动	0	0	0	0				
投资收益	89	25	44	45				
营业利润	305	1166	1415	1748				
营业外收入	62	59	60	60				
营业外支出	47	23	25	26				
利润总额	320	1201	1450	1781				
所得税	187	725	865	1067				
净利润	133	477	585	715				
少数股东损益	23	78	97	118				
归属母公司净利	111	398	488	596				
EPS(元)	0.05	0.20	0.24	0.29				

主要财务比率				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长性(%)				
营业收入增长率	1.1%	9.0%	13.4%	20.0%
营业利润增长率	26.2%	281.9%	21.4%	23.5%
净利润增长率	35.3%	259.2%	22.5%	22.3%
盈利能力(%)				
毛利率	11.9%	22.4%	22.9%	23.5%
净利率	1.6%	5.4%	5.9%	6.0%
ROE	2.1%	6.9%	7.8%	8.7%

偿债能力(%)				
资产负债率	51.7%	50.5%	55.1%	57.7%
流动比率	1.47	1.75	1.65	1.68
速动比率	1.46	1.75	1.64	1.68
营运能力(次)				
资产周转率	59.6%	63.7%	62.2%	62.8%
应收帐款周转率	388.2%	393.0%	506.4%	663.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.05	0.20	0.24	0.29
每股经营现金	0.37	1.57	0.80	1.20
每股净资产	2.54	2.86	3.09	3.37
估值比率(倍)				
PE	79.2	22.1	18.0	14.7
PB	1.7	1.5	1.4	1.3

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发送、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