

世联行

002285

买入 (维持)

## 世联行点评：剥离长租公寓业务，轻装上阵持续转型

2020年12月31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》2020-08-20

《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：

12月30日，公司拟与全资子公司世联集房、“华燕智辉”签署《关于转让深圳世联集房资产管理有限公司股权之股权转让协议》，拟向华燕智辉转让其持有的完成资产重组后世联集房100%的股权及对应权益，转让价格5.3亿元。

上述《股权转让协议》签署日起七个工作日内，公司拟与世联集房就世联集房控制下的43家子公司签署若干份《股权转让协议》，公司将以合计人民币2.2亿元的对价受让43家子公司的相关股权。

公司控股股东大横琴的全资子公司“大横琴创新”拟与“华燕智辉”及其他有限合伙人共同设立珠海横琴华琴实业投资合伙企业（“华琴实业”），作为承接华燕智辉在《股权转让协议》项下全部权利、义务的主体。其中，大横琴创新认缴前述主体49.5%的出资份额。

点评：

公司拟以5.3亿元转让世联集房，剥离长租公寓业务：

(1) 本次交易方案剥离长租公寓亏损业务。按照方案，世联行拟向“华燕智辉”转让其持有的完成资产重组后世联集房100%的股权及对应的所有权益，目标权益的转让价格5.3亿元。交易标的“完成资产重组后的世联集房100%股权”主要是公司原有包租模式公寓项目，交易对手方“华燕智辉”经营范围为实业投资，注册资本200万元。

(2) 控股股东大横琴集团的全资子公司“大横琴创新”将与“华燕智辉”设立子公司“华琴实业”，作为承接本次股权转让权利、义务的主体，其中“大横琴创新”持有49.5%的股份，并且“大横琴创新”作为优先级有限合伙人，“华燕智辉”作为普通合伙人，其他有限合伙人作为劣后级有限合伙人。

(3) 本次“华燕智辉”将受让世联集房资产重组后持有运营的114个项目（不包含协议拟剥离世联集房的43家公司）。世联行将与世联集房签订“43家子公司股权转让协议”，以2.2亿元的对价受让世联集房控制下43家子公司的相关股权。

剥离长租公寓亏损业务，收回资金，公司持续发展能力和盈利能力将全面提升。过去几年长租公寓业务亏损拖累公司业绩，此次剥离将大幅改善盈利。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。经测算，本次交易将对公司当期合并净利润产生的影响金额约为 6,500-7,500 万元（体现为明年的投资收益，未考虑相关的税赋影响，具体以履约当年财务报告为准）。此外，本次剥离将收回资金，有助于公司改善现金流、降低负债率，全面提升公司的持续发展能力和盈利能力。

**轻装上阵，持续转型，基本面实现困境反转。**公司通过本次交易剥离公司原有包租模式公寓项目，保留轻资产托管运营服务的公寓项目。此前，公司 12 月 9 日公告剥离 8 亿小贷资产。从公司一系列行为可以看出，公司不断卸下包袱，持续转型，轻装上阵，重新聚焦轻资产专业服务能力，公司基本面将实现困境反转。

**投资建议：**公司剥离长租公寓业务，轻装上阵持续转型，基本面实现困境反转。公司“大交易+大资管”主业定位清晰，背靠大横琴集团资源，“国有平台+上市平台”优势明显。由于剥离亏损业务并产生投资收益，我们上调公司 2021 盈利预测，预计 20-21 年 EPS 分别为 0.05 元、0.23 元，按照 12 月 30 日收盘价计算，PE 分别为 94 倍、21 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	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>流动资产</b>	8853	7864	10709	12761	
货币资金	2582	3687	5529	8040	
交易性金融资产	0	0	0	0	
应收账款	1324	1507	1139	1294	
其他应收款	1201	1449	1101	986	
存货	13	13	13	13	
<b>非流动资产</b>	2814	2497	2140	2092	
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	
<b>资产总计</b>	11667	10361	12850	14853	
<b>流动负债</b>	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	
<b>非流动负债</b>	486	817	1168	1546	
长期借款	486	817	1168	1546	
其他	0	0	0	0	
<b>负债合计</b>	6244	4813	6780	8185	
股本	2038	2034	2034	2034	
资本公积	534	534	534	534	
未分配利润	1899	1888	1828	1731	
少数股东权益	108	124	188	261	
<b>股东权益合计</b>	5423	5548	6070	6668	
<b>负债及权益合计</b>	11667	10361	12850	14853	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
净利润	82	106	470	578	
折旧和摊销	350	175	85	85	
资产减值准备	20	65	-84	26	
无形资产摊销	312	153	63	63	
公允价值变动损失	0	0	0	0	
财务费用	226	46	10	6	
投资损失	-14	-28	-70	-5	
少数股东损益	15	16	64	73	
营运资金的变动	792	2214	830	1743	
<b>经营活动产生现金流量</b>	1574	2563	1515	2370	
<b>投资活动产生现金流量</b>	-278	-100	2	-53	
<b>融资活动产生现金流量</b>	-1336	-1358	324	194	
现金净变动	-39	1104	1842	2511	
现金的期初余额	2409	2582	3687	5529	
现金的期末余额	2370	3687	5529	8040	

## 分析师声明

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>营业收入</b>	6650	7252	8221	9866	
营业成本	5806	6418	6536	7843	
营业税金及附加	39	109	132	168	
销售费用	0	0	0	0	
管理费用	386	442	501	602	
财务费用	123	46	10	6	
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	28	70	5	
<b>营业利润</b>	242	265	1112	1252	
营业外收入	52	49	50	50	
营业外支出	22	23	25	26	
<b>利润总额</b>	271	291	1137	1276	
所得税	174	169	603	625	
净利润	97	122	534	651	
少数股东损益	15	16	64	73	
<b>归属母公司净利润</b>	82	106	470	578	
<b>EPS(元)</b>	0.04	0.05	0.23	0.28	

## 主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长性(%)</b>				
营业收入增长率	-11.7%	9.0%	13.4%	20.0%
营业利润增长率	-66.8%	9.4%	320.1%	12.6%
净利润增长率	-80.3%	29.6%	342.9%	23.0%
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	12.7%	11.5%	20.5%	20.5%
净利率	1.2%	1.5%	5.7%	5.9%
ROE	1.5%	2.0%	8.0%	9.0%
<b>偿债能力(%)</b>				
资产负债率	53.5%	46.5%	52.8%	55.1%
流动比率	1.54	1.97	1.91	1.92
速动比率	1.54	1.96	1.91	1.92
<b>营运能力(次)</b>				
资产周转率	53.4%	65.8%	70.8%	71.2%
应收账款周转率	388.2%	420.2%	506.4%	663.0%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.04	0.05	0.23	0.28
每股经营现金	0.77	1.26	0.75	1.17
每股净资产	2.61	2.67	2.89	3.15
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	122.3	94.4	21.3	17.3
PB	1.9	1.8	1.7	1.6

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](http://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