

买入 (维持)

世联行

002285

世联行点评：大股东资源加持，携手格力电器，大资管业务腾飞有望

2020年11月16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：11月13日，公司发布关于与大横琴集团签署资产管理委托服务框架协议暨日常关联交易的公告，世联行拟就大横琴委托事项开展横琴新区资产管理服务，预计未来三年交易金额不超过5.8亿元。

11月13日，公司发布关于与珠海格力电器股份有限公司签署《战略合作框架协议》的公告，双方在各自经营范围内开展广泛、深度合作，共享行业资源，进行优势互补。

11月13日，公司全资子公司世联小贷拟向云南信托转让贷款债权资产。初始转让信贷资产不超过人民币1.45亿元，期限不超过60个月（以实际为准）。公司将世联小贷承担预计不超过人民币1.6亿元的担保责任金额。

点评：

大股东资源加持，大资管业务腾飞有望。根据协议，公司将为大横琴持有或者管辖的各类业态提供城市运营服务、企业落地服务、物业管理服务等资产管理服务，预计未来三年的交易金额不超过5.8亿元（第一年不超过1.6亿元，第二年不超过1.8亿元，第三年不超过2.4亿元）。本次框架协议体现大股东优质资源开始向上市公司倾斜，公司大资管业务有望腾飞。

携手格力电器，优势互补助力增长。根据约定，格力电器在自建拟建及在建工业园区基地，企业总部等将优先采购世联行物业管理、营销策划等顾问服务；而世联行则在新房交易、资产管理等场景下优先推荐或集中采购格力电器产品。本次跨界合作整合优质资源，有助于实现双方共赢，一方面格力获得优质产品推广渠道；另一方面，世联行资管和顾问策划业务获得流量，公司各业务实现协同发展。

转让信贷资产，加快资金回笼。公司全资子公司世联小贷拟向云南信托转让贷款债权资产，初始转让金额不超过1.45亿元，信托期限不超过60个月。本次交易有利于其回笼资金，有利于世联小贷进一步的业务发展。

投资建议：大横琴优质资源持续落地，公司资管业务成长性增强。公司已有业务构成安全边界，业绩有支撑。我们预计世联行2020年、2021年EPS分别为0.05元、0.07元，按照11月13日收盘价计算，PE分别为125倍、89倍，维持“买入”评级。

风险提示：大横琴资源落地不及预期，交易服务业务恢复缓慢。



报告正文

1、 大股东资源加持，大资管业务腾飞有望

11月13日，公司发布关于与大横琴集团签署资产管理委托服务框架协议暨日常关联交易的公告。根据协议，公司将为大横琴持有或者管辖的各类业态提供各类资产管理服务，服务内容包括但不限于：1) 城市运营服务,包括政务外包、文化活动举办、城市管理咨询、装修服务等；2) 企业落地服务，包括招商支持、政策服务、企业入驻等；3) 物业管理服务：包括商办、公寓、园区、公建、政府相关楼宇等各业态的物业管理服务。本次合作预计未来三年交易金额（收入）不超过5.8亿元（第一年不超过1.6亿元，第二年不超过1.8亿元，第三年不超过2.4亿元）。

大股东资源加持，大资管业务腾飞有望。本次框架协议落地，体现大横琴优质资源已经开始向上市平台倾斜，预计公司大资管业务将步入快速发展期。截至2020Q1，大横琴旗下子公司珠海大横琴城市公共资源经营管理有限公司（简称“城资公司”）在管面积为132万平方米，在管项目包括横琴总部大厦、粤澳中科技园、横琴新家园、横琴创意谷等；其中，可租项目面积为2.83万平方米，包括横琴总部服务中心、横琴口岸以及横琴科技创新中心。此外，大横琴在建拟建项目仍有很大投资规模，随横琴岛进入快速发展期，这部分物业将持续变现。截至2020Q1，大横琴集团在建拟建项目仍有很大投资规模，在建拟建项目的概算总投资合计为786.35亿元，已投资241.54亿元，其物业类型主要以商业办公类为主，绝大多数预计3-5年内竣工，这部分物业将在未来持续变现。

图表 1、截至 2020 年 3 月大横琴集团在管项目明细

项目名称		建筑面积（万平方米）	业态
在管项目	横琴总部大厦	132	商办
	粤澳中医药科技产业园		产业园区
	横琴新家园		住宅
	横琴创意谷		产业园区
	横琴总部服务中心		商办
	横琴口岸		公建
	横琴大桥二线通道		公建
	国际商务中心		商办
	国际科创中心		商办

可收租金项目	横琴总部服务中心二期	0.75	办公
	横琴口岸	0.17	办公
	横琴国际科技创新中心二期	1.91	办公

资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 2、截至 2020 年 3 月大横琴集团在建拟建项目明细

项目名称		预计竣工时间	业态	概算总投资(亿元)	已投资额(亿元)
在建项目	横琴天湖酒店	-	酒店、商业	9.11	2.86
	横琴新区高级人才公寓(二期)	2020/6/30	住宅	12.55	11.01
	横琴新区市民服务中心	2020/12/30	行政办公及配套设施	18.27	7.73
	长隆宿舍一期	2020/11/30	住宅	17.09	6.27
	横琴科学城一期	2022/7/21	住宅、商业、酒店、幼儿园等	174.24	79.73
	横琴科学城二期	2023/7/5	写字楼、商业物业、公寓、相关配套	167.31	36.35
	横琴科学城三期	2023/9/15	写字楼、商业物业、公寓、相关配套	128.73	28.22
	横琴国际科技创新中心	2020/10/1	商业、办公、公寓	36.18	40.28
	天沐琴台项目	2023/9/1	文化设施、酒店、办公、商业	40.53	9.52
	横琴国际商务中心(二期、三期)	2024/12/1	商业、办公、酒店、	93.19	4.4
	大横琴大厦	2026/7/9	办公、商业、社会停车场、电信设施、	40.13	8.29
	横琴露营乐园(汽车营地二期)	-	酒店、商业	5.98	3.53
	城市新中心保障房项目(一期)	-	住宅、商业及相关配套	7.98	3.35
拟建项目	勤政公寓	-	住宅	6.95	/
	城市新中心保障房二期	-	住宅、商业及相关配套	23.1	/
	中国自贸区信息港总部大厦	-	办公、商业、酒店	5.01	/
合计				786.35	241.54

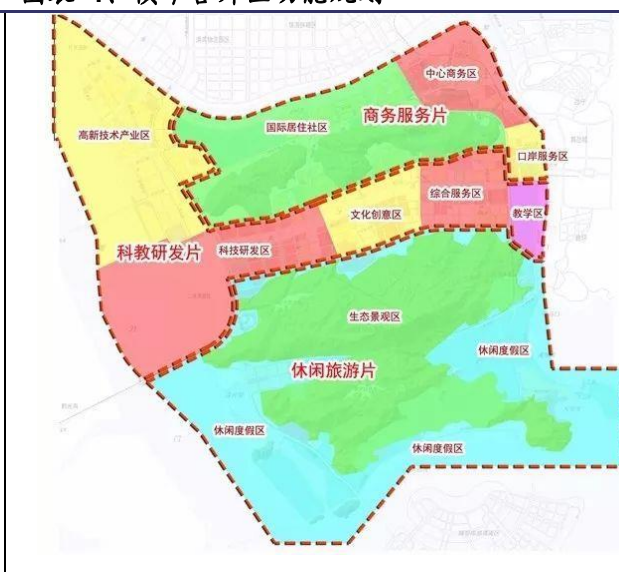
资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3、横琴岛地理位置



数据来源：百度地图、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4、横琴各片区功能规划



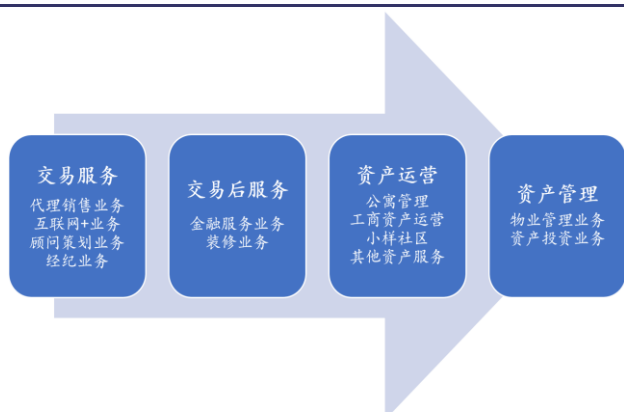
数据来源：互联网、兴业证券经济与金融研究院整理

2、携手格力电器，优势资源互补助力增长

11月13日，公司发布关于与珠海格力电器股份有限公司签署《战略合作框架协议》的公告。1) 格力电器自建制造业基地，拟建及在建工业园区，企业总部等优先采购世联行物业管理、营销策划等顾问服务；2) 世联行通过新房营销场景，新房交易渠道平台，资管全链条服务场景优先推荐或集中采购格力电器生产的空调等电器产品。

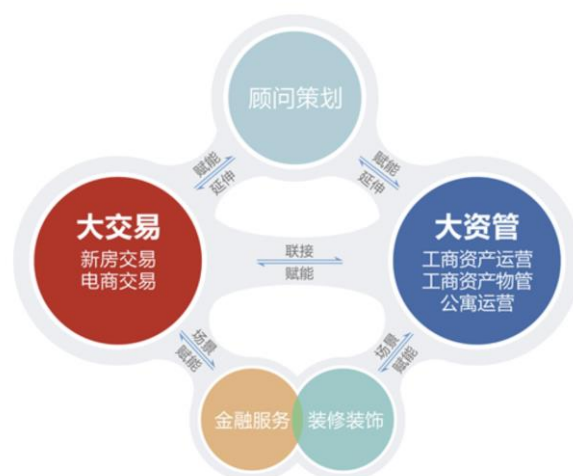
双方此次强强联合，跨界整合优质资源，有助于双方实现互利共赢。格力电器收获优质产品推广渠道，而对世联行来说，可以为公司的资管业务及顾问策划业务带来流量，实现公司大交易及大资管业务之间的赋能和延伸，各个业务协同发展。

图表 5、世联行主要业务板块



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、世联行业务逻辑图



数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

3、 转让信贷资产，加速现金回笼

11月13日，公司发布关于为深圳市世联小额贷款有限公司(云联16号)提供担保的公告。公司全资子公司世联小贷拟向云南信托发行设立的“云南信托-云联16号单一资金信托”转让贷款债权资产，初始转让信贷资产不超过人民币1.45亿元，本次信托期限不超过60个月（具体金额和时间以实际为准）。本次世联小贷通过资金信托出售信贷基础资产，有利于其回笼资金，加快资金周转，拓宽融资渠道及降低融资成本，同时其出售资产所得资金将用于世联小贷进一步的业务发展。

投资建议：大横琴优质资源持续落地，公司资管业务增长性增强。公司已有业务构成安全边界，业绩有支撑。我们预计世联行2020年、2021年EPS分别为0.05元、0.07元，按照11月13日收盘价计算，PE分别为125倍、89倍，维持“买入”评级。

风险提示：大横琴资源落地不及预期，交易服务业务恢复缓慢。

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	8853	7660	10126	11737	营业收入	6650	8213	9855	11826
货币资金	2582	2954	4362	6422	营业成本	5806	7235	8672	10407
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	39	123	158	201
应收账款	1324	1707	1365	1552	销售费用	0	0	0	0
其他应收款	1201	1641	1320	1182	管理费用	386	558	710	830
存货	13	13	13	13	财务费用	123	51	24	27
非流动资产	2814	2701	2341	2320	资产减值损失	0	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	154	121	132	128	投资收益	14	10	5	5
投资性房地产	409	419	416	417	营业利润	242	254	296	366
固定资产	137	114	92	69	营业外收入	52	49	50	50
在建工程	0	0	0	0	营业外支出	22	23	25	26
油气资产	0	0	0	0	利润总额	271	281	321	390
无形资产	5	2	-0	-3	所得税	174	163	170	191
资产总计	11667	10361	12466	14056	净利润	97	118	151	199
流动负债	5758	3996	5612	6640	少数股东损益	15	15	18	22
短期借款	1787	0	0	0	归属母公司净利润	82	102	133	177
应付票据	4	3	3	3	EPS(元)	0.04	0.05	0.07	0.09
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					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	2022E
净利润	82	102	133	177	成长性(%)				
折旧和摊销	350	266	284	287	营业收入增长率	-11.7	23.5%	20.0%	20.0%
资产减值准备	20	111	-78	31	营业利润增长率	-66.8	5.2%	16.3%	23.7%
无形资产摊销	312	243	262	264	净利润增长率	-80.3	25.0%	29.6%	33.2%
公允价值变动损失	0	0	0	0					
财务费用	226	51	24	27	盈利能力(%)				
投资损失	-14	-10	-5	-5	毛利率	12.7	11.9%	12.0%	12.0%
少数股东损益	15	15	18	22	净利率	1.2%	1.2%	1.3%	1.5%
营运资金的变动	792	1435	774	1700	ROE	1.5%	1.9%	2.4%	3.1%
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	偿债能力(%)				
融资活动产生现金流量	-1336	-1359	311	211	资产负债率	53.5	46.5%	54.4%	58.2%
现金净变动	-39	371	1408	2059	流动比率	1.54	1.92	1.80	1.77
现金的期初余额	2409	2582	2954	4362	速动比率	1.54	1.91	1.80	1.77
现金的期末余额	2370	2954	4362	6422					

运营能力(次)				
资产周转率	53.4	74.6%	86.3%	89.2%
资产周转率	53.4	74.6%	86.3%	89.2%
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	155.8	124.6	89.0	69.2
PB	2.4	2.3	2.3	2.2

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