

雪球访谈

大哥链家估值416亿，小弟世联行值多少？

2017年01月16日

雪球

聪明的投资者都在这里

免责声明

本报告由系统自动生成。所有信息和内容均来源于雪球用户的讨论，雪球不对信息和内容的准确性、完整性作保证，也不保证相关雪球用户拥有所发表内容的版权。报告采纳的雪球用户可能在本报告发出后对本报告所引用之内容做出变更。

雪球提倡但不强制用户披露其交易活动。报告中引用的相关雪球用户可能持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能与这些公司或相关利益方发生关系，雪球对此并不承担核实义务。

本报告的观点、结论和建议不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的任何操作建议。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，根据本报告做出的任何决策与雪球和相关雪球用户无关。

股市有风险，入市需谨慎。

版权声明

除非另有声明，本报告采用知识共享“署名 3.0 未本地化版本”许可协议进行许可（访问 <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/deed.zh> 查看该许可协议）。



访谈嘉宾



张健平

访谈简介

链家估值416亿，昆百大A拟收购我爱我家部分股权，房产经纪公司在资本市场里越来越火，那么大A股里150亿的\$世联行(SZ002285)\$是否值得关注？本期访谈我们请到了雪球人气用户@张健平来与大家交流探讨~

\$世联行(SZ002285)\$是全国知名的房地产综合服务提供商，业务范围覆盖房地产代理销售、顾问策划、资产服务、金融服务及经纪业务，2016年前三季度实现营业收入41.93亿，同比增长37.7%，净利3.8亿，同比增长50.89%，目前市盈率29.05倍，市净率3.95倍，ROE10.37%。

世联行目前的估值是否合理？房产经纪业务未来的增长空间有多大？和链家相比，世联行的空间在哪？速来提问吧~

[\(进入雪球查看访谈 \)](#)

本次访谈相关股票：世联行(SZ002285)

以下内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态？立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧！

[问] PSP2000:

关于[\\$世联行\(SZ002285\)\\$](#)，对[@张健平](#)说：世联行未来的定位是什么？长租公寓和老年公寓的业务是重点发展吗？

[答] 张健平:

就是一个资产管理公司，链接人与资产，人们拥有资产，租赁资产，运营资产，投资资产，都需要专业人士去代理操作。长租公寓和老年公寓，既可以销售和租赁，也可以参与运营，然后将其租金现金流证券化，再出售给投资者。

世联大规模参与公寓领域，就是在积累资产。一个公司想要起步，轻资产是最快的，但想要做大，必须在某个阶段重资产。你必须亲自下场运营资产，在业界树立一个优秀运营者的形象，日后才能运营别人的资产，重新轻资产化。万达自己做了几百个万达广场后，现在就是重新轻资产了。迪士尼一开始依靠轻资产的卡通形象起家，到了一定阶段后需要通过建立乐园的方式来将拥有的卡通形象重资产化。当这些工作做好了，就又可以通過品牌和形象授权的方式重新轻资产化了。

世联目前已经度过了轻资产的起步阶段，要继续做大做强，就必须亲自下场参与重资产的运营，树立一个优秀的资产运营者的形象，然后才能再度轻资产化。

[问] 峰--df1:

关于[\\$世联行\(SZ002285\)\\$](#)，对[@张健平](#)说：北上广深基本步入存量房时代。不做二手经纪比较可惜。当然二手收益/成本比新房要差

[答] 张健平:

肯定要做二手房的，只是通过什么方式切入罢了。当年搜房网转型时，我本来以为它会按照美国二十一世纪的形成，通过部分参股、统一品牌形象和财务管理的加盟模式转型的，没想到它选择了自营。我认为世联目前在铺垫的就是二十一世纪的加盟模式，互联网+和房联宝表面上是在一手房上的合作，但合作开了以后，随时都可以切入到存量房的合作中去。

但这里需要二手房的股东有紧迫感和危机感才愿意加盟，而我认为这两年就是好时机：一二线市场调控令成交剧减，链家大额融资逆市扩张则将市场上的中型二手房（有几家租赁的店铺，有数十个员工，而不是夫妻店）逼入困境。此外，在金融去杠杆的背景下，原来很容易获得的小贷支持也越发成本高涨，因此延伸的金融业务利

润也大减。而世联有上市公司品牌背景，有金融支持，有送塔装修等增值业务，也有一手代理资源可以分配。因此，吸引这些中型二手商加盟，应该是水到渠成的。。。

[问] 善思不随：

关于\$世联行(SZ002285)\$，对@张健平 说：世联行的几块业务中，最看好它的那一块，将来会成为不错的看点？

[答] 张健平：

最看好的必须是金融。去年初看今年股价的最大弹性就是金融，因为15年由于几方面因素令这块业务大幅低于预期，而16年这些影响因素都消失了，比如自有资金充足不用去借高成本资金、流程改造后坏账减少、业绩导向也是100亿的翻倍式增长、楼市大旺等等。这项业务是高毛利率的，世联比起其它金融机构具有天然优势，控制好坏账后也是高利润率的，是最性感的业务。

但没有想到的是，年初的链家事件转化为对首付贷的围剿，最终迫使世联将金融业务重点从扩张转为打造产品，并将资源转投放到不太性感的长租公寓上去。从年初的100亿目标，到最后不到50亿，业绩虽然增长了，但远远不达预期。

而评估这项业务价值除了业绩外，还有估值，影响估值最大的是风险溢价，从政策支持到全面打压，风险溢价成为了杀估值的关键。原本以为，10个亿投进去马上就可以得到两三个亿的净利润，现在是10个亿不投金融了，贷款不增长了，钱投到了长租公寓上去，而这一块的头两三年是成本中心，跟立马出业绩的金融业务有强烈的反差。

但我认为，2016年应该是代表了金融业务营收增速上最差的一年了，代表着市场对这项业务的风险溢价的底线，未来这项业务的估值很难再跌了——像今天这样的成长股泥沙俱下除外。

金融业务的弹性依然存在，而且压的更紧了，在整体降金融杠杆的背景下，世联持续增长的信贷能力，最终会在某个时刻表现出来的。这个时间窗口，需要市场风险和政策风险的消退之时。

[问] 开心的小行星：

关于\$世联行(SZ002285)\$，对@张健平 说：请问公司的小贷业务应该如何估值，2017年公司业务会更偏向发展长租公寓吗？

[答] 张健平：

小贷业务依然是最性感的业务，是天花板最高的业务，从长期看也是增长最快的业务，我认为一段相当长的时期内都继续适合用PEG的方式去估值。

2016-17年比较特殊，这项原本快速增长的业务受到了不同的冲击，既有自身的（坏账），也有外部的（政策）。今年这项业务的营收估计是没有了增速了，利润还是有增长的，但大大低于预期了，大家也不知道未来几年能不能恢复快速增长，所以就给了很低的估值了。

如果用普通的PE来估值，那就是受到了风险溢价下降的强烈冲击。风险溢价，说到底就是投资者对一项业务、资产的安全性的“感受”，如果符合政策鼓励方向的，即使不赚钱的业务也可以给很高的风险溢价，如果受到政策打击的业务，即使赚钱也给不了溢价。开发商很赚钱，但估值很低，大概就是这个原因。世联的小贷业务可放可收，无论如何都是很赚钱的性感业务，但目前市场给的估值也很低，就是政策打压影响了风险溢价。

[问] 烟酒糖茶：

关于\$世联行(SZ002285)\$，对@张健平 说：请问公司在价值的积累上有何想法，从客户数据上能否稳步获得利润增长源

[答] 张健平：

公司一直走在正确的道路上，只是环境因素变化太快，需要时间去调整。

从交易量来看，世联金融5000亿的额度是低于预期的，优秀的公司在市场井喷的时候往往增长只能跟市场同步，优秀的投资者也一样，巴菲特就是这样说自己的。世联往往在行业低迷的时候能够超越市场的悲观预期。

在我看来，一手房的客户资源其实是最优质的资源，因为这些都是规模化的、相对集中的、后续需求标准化的（买车位、装修、买家电、投资理财等），5000亿的流量价值并不仅仅反映在0.8%的代理佣金率上，还反映在延伸出来的各种业务上，这需要产品线的完善和强大的金融能力。

一旦产品线打造好，这些延伸的增量收入其实都是低成本高利润率的，配合世联本身的全国规模化布局和强执行力，可以不断的小幅提升提升公司整体的长期ROE水平，也就是提升估值。这就是我看到的客户数据价值所在。

[问] 女神漠漠：

关于[\\$世联行\(SZ002285\)\\$](#)，对[@张健平](#)说：链家何时登陆A股

[答] 张健平：

好像有说是今年，也有说是2020年以前，具体要看A股的节奏吧。

现在有一个趋势，就是好公司都尽量推迟IPO，因为优秀公司在一级市场的融资效率远远高于二级市场。在二级市场里，好公司和坏公司都要经历同样的审批流程，都要排长队，没有一年搞不下来，融资额度还不能太多，链家这种两年融百亿在二级市场上属于奇迹类。

二级市场由于有散户的参与，监管部门过份的注重公平，也就牺牲了效率，特别是牺牲了那些可以快速大额融资的优秀企业的再融资效率，世联也是深受其害的。世联上一轮定增从启动到最终收到10个亿，就花了足足两年时间。原本规划要花的钱早已花出去了，监管层还诘问说为啥融到的钱还在账上，并由此来刁难下一轮融资，这是很讽刺的！

链家快速融资，利用这些钱在行业不景气期逆市扩张，消灭对手形成寡头垄断，这种高效融资本身就是一种竞争优势。融创等投资者不怎么讲价，原因大概也是觉得效率比价格公平更重要（我在格力买银隆也是这样说的）。就如孙宏斌说乐视的合作，从长远看35元还是45元并不重要。当然了，二级市场都是短视思维的，融创的小股东觉得很重，所以今天股价就大跌了。。。

[问] 小Leonardo：

关于[\\$世联行\(SZ002285\)\\$](#)，对[@张健平](#)说：公司多年新房代理所积累的甲方资源，如何寻求在新的业务领域里有所贡献？

[答] 张健平：

就是政商资源，政府和开发商，他们都沉淀了大量的无效资源，特别是政府，急着希望通过合适的途径将其变现，无论是卖掉还是将资产的未来现金流证券化掉，这都需要“操盘手”。世联做养老、红璞公寓、小样社区等等，都是打造范本，同时锻炼自己的运营能力，从而可以从开发商和政府手里接盘这些有潜力但没有被体现出来的资源。重资产运营这一关肯定要过的，过了就可以重新轻资产扩张了。。。

[问] 五分：

关于[\\$世联行\(SZ002285\)\\$](#)，对[@张健平](#)说：首付贷被禁止，对家园云贷应该是有很大的影响，三季报页可以看出贷款额度大幅下降了，对公司金融业务发展很不利

[答] 张健平：

没办法，风口浪尖，如果没有链家事件的激发，也许也会禁止，但不是这种大张旗鼓的方式，那么就可以绕着弯做，比如通过开发商。但现在是碰都不敢碰了，媒体一发现就直接一票否决了。。。

但需求确实存在的，国外都是一成首付甚至零首付，中国也迟早的事情，但也许是下一轮周期的事了。将首付贷改造为装修贷、车位贷以及家电等其它消费贷，这种需求也是存在的，理论上可以迁移过去，毕竟面对的是同样的买房人。

但问题是，首付贷是开发商为了成交推着做的，而现在的装修贷等都是买房后的事情了，开发商不会为提供资源了（如贴息），那么推动业务的难度更高了，成本也高了，金融业务的增速自然比不上前两年了。。。

[问] scale：

关于[\\$世联行\(SZ002285\)\\$](#)，对[@张健平](#)说：未来看点在金融还是长租公寓？

[答] 张健平：

前面回答过了，长期看点必须是性感的金融，但一两年内只能是骨感的长租公寓了。但这样走也是没办法中最好的办法了，目前流动性收紧，美林时钟周期从注重流动性推动的复苏期逐渐过渡到通胀推动的过热期，积累重资产也是符合市场风向的。

目前商业地产过剩，但这仅仅是被规定了商业用途后才过剩的，如果可以将其变为居住用途，那是远远不够的。目前趁过剩积累这些重资产，未来通过长租公寓改变为居住用途，提升了租金回报率，这也可以算是“政策套利”了。

随着经济复苏带来的通胀率回升，重资产的价值发现应该也符合未来的“风口”的。。。

[问] 雁北的雪狼：

关于[\\$世联行\(SZ002285\)\\$](#)，对[@张健平](#)说：目前的业绩基本能反应股价吗？

[答] 张健平：

股价除了反映业绩，还反映业绩预期，以及政策等风险溢价带来的估值因素。

如果从估值角度，对比链家来看，世联的股价是偏低的。简单说说：从并购估值的角度，世联目前140亿的市值，扣除20亿左右的净现金（扣除借款和应付等）就是120亿。2015年的EBITD大约8亿多，今年我预计是11-12亿，也就是扣除净现金的市值

等于10-

11倍的EBITDA。这种估值方法一般用在成熟企业（如消费类、资产类）上，8-12X是合理，低于8是好价，高于12就太贵了。

从这个角度，世联是被看作是成熟企业而非快速成长型企业来定价的。可以这么说，如果链家是以这种方式定价，市值不会比世联高出多少的，但链家是以成长股而非成熟的方式定价的。成长股的定价，艺术成份比较多，一般是对标可比企业，或者根据上一轮的定价加成，甚至像孙宏斌说的，就看乐视缺多少钱再反过来定价。

因此，世联和链家目前的140亿和400亿估值，是根据不同的定价标准去执行的，但两者其实都属于同一类，就是成长型。我认为是二级市场错杀了，因为二级市场可以随时有脚投票，即使定价错误，以后买回来就行了，但在一级市场，你错过了就很难买回来了。

[问] 涣然资本：

关于[\\$世联行\(SZ002285\)\\$](#)，对[@张健平](#)说：世联行为和要完全抛弃二手房业务

[答] 张健平：

没有抛弃，而是一直在想用什么方式去切入。如果用传统链家中原的方式，就需要承受调控带来的剧烈波动，因为房租等是刚性成本，这样做不利于世联作为上市公司的价值稳定。

如果是用并购的方式，过去几年又没有找到合适的并购方。与链家不同，世联的文化多少带有创始人的傲气，喜欢独行和长跑，其实不太擅长于合作和整合。

更好的方式可能是参股加盟，但这需要说服人家愿意才行，这一方面需要市场不景气带来的危机感，另一方面也需要世联自身打造多样化的产品线能够给加盟者增值。。。

[问] jiancai：

关于[\\$世联行\(SZ002285\)\\$](#)，对[@张健平](#)说：您好，在您心里，有没有一个尺度，觉得房地产市场的景气度到什么程度，门店形式的中介会难以为继？现在一二手联动放大了中介的网络效应，中介行业会不会更加快速的集中，非连锁的门店价值越来越低？

[答] 张健平：

首先看一二线城市的楼市走向，可以参照过去几年的香港：香港在2010年底左右开始使用“辣招”对付急升的楼价的，用了一年多后，北水继续南流，于是就升级为“双辣招”，最终把北水挡住了，随着成交额的缩减，久盘必跌的楼价也在2014-15年调整了10-15%左右。但是，这种调控是无法挡住真正的需求的，因此2016年香港楼市收复跌幅再创新高，港府被迫再出辣招，将本地港人也列入征税行列。这个过程中，受伤害最大的就是二手商了，因为成交量大幅缩减了。

从这个例子可以看出，一二线城市的这轮调控，对房价的影响也就是10-15%的幅度，而且下跌时间不会太长——当然，你知道这点也无法抄底，因为没有资格。但是，对于成交量的打击是长期的，调控一次不行就两次，两次不够就三次，不会停，二手中介的困难不会因为价格回升而得到减缓，结果只能是被有钱且逆市扩张的链家淘汰，或者跟其他人合作来对抗。

其中，最困难的就是那些规模不高不低的连锁商，他们没有夫妻店的低成本，也没有链家的庞大资源，又必须养着3-10个铺和30-200个员工，这样的中型连锁店应该会非常困难。

[问] 梁高198：

关于\$世联行(SZ002285)\$，对@张健平 说：现在一手代理发生了深刻的变化，一手楼盘对分销公司越来越依赖，售楼部场内的销售成交份额变少，慢慢会不太受重视，世联本身也有房联宝做分销，请问这种变化对一手代理会有怎么样的影响？

[答] 张健平：

对于世联其实是好事，开发商毕竟不愿意面对众多的分销商，因为很难统一管理，它需要一个领头人。为此，开发商愿意提供一些额外的优惠来吸引分销商，这中间过了世联这一手，肯定要揩点油的，比如互联网+对世联的现金流提供了很大的支持。这种分销体系越是成熟，世联就越不用担心被开发商压款的问题了。而且，这种合作，有利于日后世联在存量房和资产管理业务上的合作开展。。。

[问] 非价值投资者：

关于\$世联行(SZ002285)\$，对@张健平 说：您好，您之前很清晰的分析了市场给予世联行的估值是偏低的，您是怎么理解市场的这种“偏见”的？还有，这家企业的核心优势您认为在哪？

[答] 张健平：

当时的逻辑是2016年金融业务的营收将有很大的增长，而利润更是报复性反弹。公司在2015年的贷款是50亿，年初定下来的2016年任务是100亿，所以营收翻番是预期内的。然后净利润方面，定增资金到位后不用高成本借钱放贷，修订流程后坏账率下降，还有楼市的火爆，这些都应该带来净利润的报复性反弹。

结果呢？2月出了链家事件，延伸到首付贷成为风口浪尖，媒体的追踪报道最终使得这种业务连拐弯的余地都没有了，全面封杀。只能尝试转型，比如年中开始开展的装修贷，但这种业务转型不能做到无缝连接，毕竟开发商对装修贷这些业务是不会强力推动的，因为这都是买房之后的事情了。

由此，2016年的金融业务的利润还是增长了，但不是预期中的报复式反弹。而营收更是大概率下降了，贷款额可能连年初任务一半都完成不了。只能说，年初熔断带来的市场偏见，最终在超预期的政策变化下合理化了。

[问] mjupjtdm:

[\\$世联行\(SZ002285\)\\$](#) 5年后，世联新房代理第一的名次怕是要被链家夺走。渠道太弱，重价值营销，但在互联网大数据发展背景下，营销策划的价值越来越弱，大数据填补了营销中模糊区域，营销更精准。世联目前的大数据系统最多算得上是个数据库，在做的电商其实也就是过账，电商运营很一般，房联宝的页面做的真不怎么样。而万科和链家是真正的在做大数据决策系统，加上已有的强渠道优势，开发商会越来越多选择营销精准，销售快速的链家，而非学究范的世联。

[答] 张健平:

回复@薛定谔的猫923: 每项业务都有时间窗口，比如小贷的窗口就只有14-15两年，16年初被打击后需要重新设计产品调整方向了。存量资产的积累，也需要时间窗口，比如近年商业地产过剩，那么通过红璞公寓的方式快速租赁这些资产，改变其用途为需求不足的租赁居住用途，就可以带来你说的“利润空间”了。接下来，将这些未来的租金现金流打包成资产实现证券化，也是顺理成章的了。。。//@薛定谔的

猫923:回复@张健平:世联行这种重点发展所谓“存量资产”和地产金融的，是不是要等到地产价格下降，有了潜在“利润空间”(比如那样的话，发地产信托基金才有较高价格差)，才有可能稳定、持续的较快速发展？求指教。

(完)

以上内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态?立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧!

没别的
就是比人聪明。



雪球

聪明的投资者都在这里