

投资评级 优于大市 维持

## 房产中介服务发力，双轮驱动前行

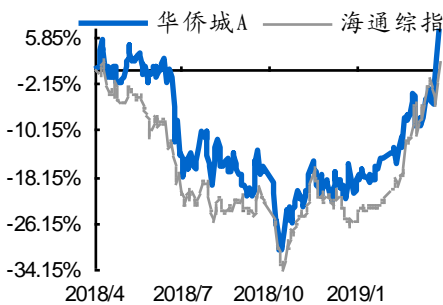
### 股票数据

05月08日收盘价(元)	5.17
52周股价波动(元)	3.70-8.96
总股本/流通A股(百万股)	916/486
总市值/流通市值(百万元)	4737/2512

### 相关研究

《顺利完成重组，切入房产中介服务》  
2018.05.10

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	24.7	36.3	45.8
相对涨幅(%)	17.5	12.4	10.2

资料来源：海通证券研究所

分析师:涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tl5535@htsec.com

证书:S0850510120001

分析师:杨凡

Tel:(021)23219812

Email:yf11127@htsec.com

证书:S0850518070003

### 投资要点:

- 践行“双轮驱动”发展战略，深化业务全方位布局。**公司贯彻沥青业务与房地产中介服务业务双轮驱动的发展战略。在房地产中介服务业务方面，公司在稳定珠三角市场的前提下，重点扩张长三角区域，并进行城市高效外拓。一方面深耕深圳、上海、广州、杭州、南京、青岛等重点城市，持续深化线下营销网点的广度与密度；另一方面在惠州、东莞、昆山、扬州、嘉兴等围绕核心大城市的城市区域进行扩张。目前公司形成以华南地区为核心，逐步向华东、华北和华中扩展的业务网络体系。通过全方位的布局及品牌拓展，公司业绩迎来快速增长。
- “深耕”与“扩张”并举，开辟租赁业务新市场。**公司基于“模式升级、精耕二手、提升服务”三大策略，进行产业结构调整。精耕二手房，突出经纪门店和信息平台优势，快速提升市场占有率，并深耕新房业务，针对三大都市圈周边城市，重点开展新房包销业务。在夯实两大业务的基础上，以住房租赁业务为切口，有效推进公司业务链延伸，挖掘二三级市场联动价值，为培育公司新的业绩增长点奠定基础。
- 推进O2O发展模式，发挥一二手联动效应。**公司积极建设房地产互联网交易平台，建立的楼盘字典数据涵盖了结构数据、图片数据和分析数据等，利于提供精准化的运营服务。此外，公司持续扩张线下业务，目前在全国12个城市布局了近1500间门店，合作经纪人超过2万人。基于O2O模式积累的渠道资源，充分发挥一二手联动效应，把房源信息更广泛传递给新房潜在客户，并让拥有大量客户资源的二手房经纪人参与到新房销售，促进业务的整体提升。
- 房地产中介业务持续发力，推动公司业绩新增长。**2018年度，公司主营业务收入45.52亿元，同比增长78.39%，其中房地产中介服务业务实现营收36.25亿元，同比上升16.18%，贡献了79.64%的营收；归属于上市公司股东的净利润为3.12亿元，同比增长627.24%；业绩增长的主要原因为深圳云房良好的经营业绩导致公司整体经营业绩大幅上升。2018年深圳云房实现的归母净利润为3.23亿元，高于承诺业绩0.27%。
- 投资建议：“优于大市”。**我们认为公司重组后，房地产中介服务业务保持增速发展，推动公司整体业绩向好，此外公司积极布局全国业务，开辟租赁业务市场，助力公司可持续发展。我们预测公司2019年EPS为0.40元每股，给予公司2019年14-16倍PE，对应市值约为51-59亿元，对应合理价值区间为5.61-6.42元，对应2019年的PEG为0.86-0.98。
- 风险提示：**产业政策变动风险，行业周期性与业务季节性波动风险。

### 主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2573	4572	5721	6491	7385
(+/-)YoY(%)	291.2%	77.7%	25.1%	13.4%	13.8%
净利润(百万元)	43	312	367	422	485
(+/-)YoY(%)	722.7%	627.2%	17.7%	14.8%	15.0%
全面摊薄EPS(元)	0.05	0.34	0.40	0.46	0.53
毛利率(%)	13.4%	16.7%	16.8%	16.9%	16.9%
净资产收益率(%)	0.9%	6.1%	6.7%	7.2%	7.6%

资料来源：公司年报(2017-2018)，海通证券研究所 请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明  
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	2017	2018	Ppt	海通分析
毛利率	13.39%	16.68%	3.29	
净利率	1.82%	6.83%	5.01	
资产负债率	25.54%	22.47%	-3.07	
有息负债率	7.43%	6.75%	-0.68	
三项费用占收入比	9.06%	6.38%	-2.67	
(百万元)	2017	2018	YOY%	海通分析
总资产	6618.24	6749.96	1.99%	
净资产	4795.84	5100.94	6.36%	
货币现金	1060.54	1046.54	-1.32%	
预收账款	168.63	145.33	-13.82%	
经营活动现金流净额	257.98	217.22	-15.80%	

资料来源: 公司 2018 年报, 海通证券研究所

表 2 公司利润表对比

单位: 百万元	2017	2018	YOY%	海通分析
<b>一、营业总收入</b>	2573.42	4571.93	77.66%	房地产服务收入占比较高
<b>二、营业总成本</b>				
营业成本	2228.80	3809.31	70.91%	房地产服务成本占比较高
营业税金及附加	14.82	29.48	98.93%	
销售费用	34.96	20.54	-41.24%	主要是运费减少
管理费用	167.09	242.82	45.32%	
财务费用	30.99	28.47	-8.12%	
资产减值损失	20.95	33.79	61.25%	计提贷款损失准备及应收款坏账
投资净收益	0.76	3.42	346.87%	购买银行理财产品产生的收益
<b>三、营业利润</b>	64.94	350.39	439.58%	
加: 营业外净收入	1.12	-0.74	-166.25%	赔偿金、违约金及罚款支出增加
<b>四、利润总额</b>	66.06	349.65	429.29%	
减: 所得税	19.23	37.49	94.95%	
<b>五、净利润</b>	46.83	312.15	566.61%	
减: 少数股东损益	3.91	0.05	-98.67%	
归属母公司净利润	42.92	312.10	627.24%	
<b>六、每股收益</b>				
基本每股收益(元)	0.08	0.34	325.00%	

资料来源: 公司 2018 年报, 海通证券研究所

**表 3 公司盈利预测表**

	2018	2019E	2020E	2021E
一、营业总收入 (百万元)	4572	5721	6491	7385
二、营业总成本 (百万元)	3809	4759	5397	6139
三、营业利润 (百万元)	350	488	560	645
加: 营业外收支 (百万元)	-1	3	3	3
四、利润总额 (百万元)	350	490	563	647
五、净利润 (百万元)	312	368	422	485
减: 少数股东损益 (百万元)	0	0	0	0
六、归属母公司所有者净利润 (百万元)	312	367	422	485
股本 (百万股)	916	916	916	916
每股收益 (元/股)	0.34	0.40	0.46	0.53

资料来源: Wind、公司 2018 年年报、海通证券研究所

**表 4 可比公司估值表**

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PEG (2019) 2019PE/(2018-20 年净利润复合增速)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
02048.HK	易居企业控股	127	0.81	0.86	1.06	10.71	10.09	8.19	0.70
002285.SZ	世联行	101	0.20	0.29	0.36	24.65	17.00	13.69	0.50
000560.SZ	我爱我家	138	0.27	0.33	0.39	21.70	17.76	15.03	0.88
	均值		0.43	0.49	0.60	19.02	14.95	12.30	0.79
002377.SZ	国创高新	47	0.34	0.40	0.46	15.18	12.89	11.23	0.79

注: 收盘价为 2019 年 05 月 08 日价格, 国创高新 EPS 为海通预测外其余可比公司 EPS 为 Wind 一致预期。可比公司根据公司业务进行了调整, 表中可比公司主营业务均为新房代理、二手房交易等存量市场业务, 和国创高新相比更具有可比性。

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>4572</b>	<b>5721</b>	<b>6491</b>	<b>7385</b>
每股收益	0.34	0.40	0.46	0.53	营业成本	3809	4759	5397	6139
每股净资产	5.57	5.97	6.43	6.96	毛利率%	16.7%	16.8%	16.9%	16.9%
每股经营现金流	0.24	0.41	0.49	0.55	营业税金及附加	29	34	39	44
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	21	29	32	37
P/E	15.18	12.89	11.23	9.76	营业费用率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
P/B	0.93	0.87	0.80	0.74	管理费用	243	286	325	369
P/S	1.04	0.83	0.73	0.64	管理费用率%	5.3%	5.0%	5.0%	5.0%
EV/EBITDA	8.01	6.83	5.48	4.27	EBIT	394	527	601	685
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	28	21	21	20
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.6%	0.4%	0.3%	0.3%
毛利率	16.7%	16.8%	16.9%	16.9%	资产减值损失	34	33	34	35
净利率	6.8%	6.4%	6.5%	6.6%	投资收益	3	1	1	1
净资产收益率	6.1%	6.7%	7.2%	7.6%	<b>营业利润</b>	<b>350</b>	<b>488</b>	<b>560</b>	<b>645</b>
资产回报率	4.6%	5.0%	5.3%	5.6%	营业外收支	-1	3	3	3
投资回报率	7.6%	8.4%	9.4%	10.6%	<b>利润总额</b>	<b>350</b>	<b>490</b>	<b>563</b>	<b>647</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	517	565	639	724
营业收入增长率	77.7%	25.1%	13.4%	13.8%	所得税	37	123	141	162
EBIT 增长率	277.4%	33.9%	13.9%	14.0%	有效所得税率%	10.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	627.2%	17.7%	14.8%	15.0%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>312</b>	<b>367</b>	<b>422</b>	<b>485</b>
资产负债率	22.5%	23.8%	24.4%	25.0%					
流动比率	1.6	1.7	1.9	2.0	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
速动比率	1.3	1.4	1.5	1.7	货币资金	1047	1359	1743	2186
现金比率	0.7	0.8	0.9	1.0	应收账款及应收票据	590	705	800	911
<b>经营效率指标</b>					存货	194	222	251	286
应收账款周转天数	45.7	45.0	45.0	45.0	其它流动资产	586	699	782	878
存货周转天数	17.0	17.0	17.0	17.0	流动资产合计	2417	2985	3577	4260
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	31.5	46.8	68.2	108.7	固定资产	136	109	82	54
					在建工程	185	235	285	335
					无形资产	193	198	202	205
					非流动资产合计	4333	4361	4387	4413
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>6750</b>	<b>7345</b>	<b>7964</b>	<b>8673</b>
净利润	312	367	422	485	短期借款	454	480	510	540
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	600	717	813	925
非现金支出	157	71	73	74	预收账款	145	172	195	222
非经营收益	22	24	26	27	其它流动负债	295	354	401	456
营运资金变动	-275	-87	-75	-82	流动负债合计	1494	1722	1919	2142
<b>经营活动现金流</b>	<b>217</b>	<b>375</b>	<b>445</b>	<b>505</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-185	-64	-64	-64	其它长期负债	23	23	23	23
投资	76	0	0	0	非流动负债合计	23	23	23	23
其他	3	1	1	1	<b>负债总计</b>	<b>1517</b>	<b>1745</b>	<b>1941</b>	<b>2165</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-106</b>	<b>-63</b>	<b>-63</b>	<b>-63</b>	实收资本	916	916	916	916
债权募资	-37	26	30	30	普通股股东权益	5101	5468	5890	6376
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	132	132	132	132
其他	19	-27	-28	-30	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>6750</b>	<b>7345</b>	<b>7964</b>	<b>8673</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-19</b>	<b>-1</b>	<b>2</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>93</b>	<b>312</b>	<b>385</b>	<b>442</b>					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 08 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

涂力磊 房地产行业  
杨凡 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：我爱我家,中国恒大,浦东金桥,华侨城 A,光大嘉宝,中国国贸,新潮中宝,世茂股份,光明地产,中华企业,绿城服务,天健集团,合景泰富集团,旭辉控股集团,中骏集团控股,华发股份,中国海外发展,招商蛇口,金融街,蓝光发展,龙湖集团,融创中国,天保基建,融信中国,外高桥,北辰实业,电子城,张江高科,中南建设,万科 A

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。