

购房人入口价值凸显，互联网金融业务成焦点



- 10月31日搜房与同策签署两项重大协议：1、搜房以3.81亿元获得同策16%股权；2、搜房与同策分别出资6000万和4000万，组建金融公司。

核心观点

- 房地产互联网巨头搜房网 (SFUN.N) 线下布局加速，高估值购买同策股权认同购房人的入口价值。**今年以来搜房网相继参股合富辉煌、世联行、CTC这些线下传统代理公司及二手中介公司，近期收购同策股权表明公司布局加速。我们认为，搜房高估值购买同策股权是对购房人入口价值的强烈认可。以3.81亿元收购同策16%的股权，意味着同策市值在24亿元，我们预计同策2014年的合同销售额约为世联行的1/4，目前世联行市值为102亿元，同策估值接近世联行二级市场估值。
- 互联网金融业务是入口价值变现的主渠道，成为房地产O2O领域的核心战场。**搜房与同策出资建立金融公司，旨在解决购房人首付短缺和理财等需求；易居房金所推出的一宝(买房宝)六贷(房险贷、房保贷、房抵贷、房惠贷、房装贷、房金贷)也是为了解决购房人这两大问题。我们认为，购房人入口价值的变现将通过金融尤其是互联网金融的渠道完成，包括首付贷、装修贷为代表的金融产品将成为房地产互联网公司和代理经纪公司新的利润增长点。
- 世联行产品领先，资产证券化空间巨大。**世联行去年8月开始投放家园云贷，在产品设计、风险控制上远远领先于市场，截至3季度末，余额达到10亿元，并通过ABS进行资产证券化。我们认为，伴随家园云贷规模增长及去年投放的贷款陆续到期带来的大数据资源，公司在资产证券化方向上会更进一步，也存在向易居房金所P2P模式发展的可能。

财务预测与投资建议

- 维持买入评级和18.09元目标价。**我们维持对公司2014-2016年EPS0.50/0.67/0.91元的预测。市场对公司的认识正发生进一步转变，公司的可比公司应为彩生活、三六五网等服务类平台公司，给予公司2015年27X估值，对应目标价为18.09元。

风险提示

- 销售大幅低于预期；公司转型进度低于预期；再融资受阻。

公司主要财务信息					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	1,878	2,563	3,689	4,511	5,874
同比增长	13.4%	36.5%	43.9%	22.3%	30.2%
营业利润 (百万元)	300	470	556	745	996
同比增长	10.1%	56.7%	18.3%	33.9%	33.8%
归属母公司净利润 (百万元)	211	318	381	512	695
同比增长	34.3%	50.6%	19.8%	34.3%	35.7%
每股收益 (元)	0.28	0.42	0.50	0.67	0.91
毛利率	34.9%	35.7%	34.5%	35.9%	36.9%
净利率	11.3%	12.4%	10.3%	11.4%	11.8%
净资产收益率	14.8%	19.9%	20.3%	22.5%	24.7%
市盈率 (倍)	45.7	30.3	25.3	18.8	13.9
市净率 (倍)	6.5	5.7	4.7	3.9	3.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2014年10月31日)	13.36元
目标价格	18.09元
52周最高价/最低价	21.56/7.59元
总股本/流通A股 (万股)	76,378/76,352
A股市值 (百万元)	10,204
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2014年11月02日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现 (%)	6.0	15.2	42.0	-1.8
相对表现 (%)	1.1	12.8	35.3	-7.4
沪深300 (%)	4.9	2.3	6.7	5.7



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	竺劲
	021-63325888*6084
	zhujing1@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S086051406003

相关报告	
业绩增速放缓，迎来行业整合契机	2014-10-28
销售走出低谷，转型步伐加速	2014-10-14
盈利增长符合预期，金融业务推进迅速	2014-08-26

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,019	958	1,107	1,353	1,762	营业收入	1,878	2,563	3,689	4,511	5,874
应收账款	386	463	738	902	1,175	营业成本	1,223	1,648	2,414	2,890	3,706
预付账款	39	18	74	90	117	营业税金及附加	107	143	207	253	329
存货	0	0	0	0	0	营业费用	0	0	0	0	0
其他	414	398	483	542	638	管理费用	231	269	443	541	705
流动资产合计	1,859	1,837	2,401	2,887	3,693	财务费用	(16)	(13)	19	74	129
长期股权投资	12	56	56	56	56	资产减值损失	35	50	55	13	13
固定资产	224	241	254	265	274	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	4	1	2	2	2
无形资产	0	1	0	0	0	其他	(1)	3	3	3	3
其他	243	363	1,242	2,242	3,242	营业利润	300	470	556	745	996
非流动资产合计	479	660	1,551	2,562	3,571	营业外收入	7	9	8	8	8
资产总计	2,338	2,498	3,953	5,449	7,264	营业外支出	2	2	2	2	2
短期借款	26	1	939	1,792	2,786	利润总额	305	477	562	751	1,002
应付账款	20	28	36	43	56	所得税	80	127	146	195	261
其他	782	695	831	969	1,113	净利润	225	351	416	555	742
流动负债合计	827	725	1,806	2,805	3,954	少数股东损益	14	32	34	43	46
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	211	318	381	512	695
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.28	0.42	0.50	0.67	0.91
其他	0	0	0	0	0						
非流动负债合计	0	0	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	827	725	1,806	2,805	3,954		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
少数股东权益	24	64	99	142	188	成长能力					
股本	326	424	764	764	764	营业收入	13.4%	36.5%	43.9%	22.3%	30.2%
资本公积	556	558	388	388	388	营业利润	10.1%	56.7%	18.3%	33.9%	33.8%
留存收益	604	726	896	1,351	1,969	归属于母公司净利润	34.3%	50.6%	19.8%	34.3%	35.7%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,511	1,773	2,147	2,645	3,310	毛利率	34.9%	35.7%	34.5%	35.9%	36.9%
负债和股东权益	2,338	2,498	3,953	5,449	7,264	净利率	11.3%	12.4%	10.3%	11.4%	11.8%
						ROE	14.8%	19.9%	20.3%	22.5%	24.7%
						ROIC	14.3%	20.3%	17.5%	16.1%	15.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债率	35.4%	29.0%	45.7%	51.5%	54.4%
净利润	225	351	416	555	742	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	16.6%	30.9%
折旧摊销	28	20	18	19	21	流动比率	2.25	2.54	1.33	1.03	0.93
财务费用	(16)	(13)	19	74	129	速动比率	2.25	2.54	1.33	1.03	0.93
投资损失	(4)	(1)	(2)	(2)	(2)	营运能力					
营运资金变动	185	(28)	(272)	(94)	(241)	应收账款周转率	6.0	6.0	6.1	5.5	5.7
其它	(192)	134	175	13	13	存货周转率	-	-	-	-	-
经营活动现金流	225	463	355	566	663	总资产周转率	0.9	1.1	1.1	1.0	0.9
资本支出	(29)	(41)	(30)	(30)	(30)	每股指标(元)					
长期投资	37	(54)	0	0	0	每股收益	0.28	0.42	0.50	0.67	0.91
其他	(72)	(68)	(1,053)	(1,011)	(1,012)	每股经营现金流	0.30	0.61	0.47	0.74	0.87
投资活动现金流	(64)	(162)	(1,083)	(1,041)	(1,042)	每股净资产	1.95	2.24	2.68	3.28	4.09
债权融资	5	(8)	0	0	0	估值比率					
股权融资	(18)	100	170	0	0	市盈率	45.7	30.3	25.3	18.8	13.9
其他	(32)	(447)	706	722	788	市净率	6.5	5.7	4.7	3.9	3.1
筹资活动现金流	(45)	(356)	876	722	788	EV/EBITDA	28.7	18.7	15.1	10.7	7.8
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBIT	31.5	19.5	15.5	10.9	7.9
现金净增加额	116	(55)	148	247	409						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn