

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

交易服务领军者，开启业务新篇章

发行价格及数量

发行价格	14.38 港元
网下发行数量	
网上发行数量	2366 万股

股本结构

总股本 (百万股)	1467
流通 A 股 (百万股)	0
B 股/H 股 (百万股)	1467

分析师:涂力磊
 Tel:(021)23219747
 Email:tl5535@htsec.com
 证书:S0850510120001
 联系人:杨凡
 Tel:(021)23219812
 Email:yf11127@htsec.com

投资要点:

- 退美赴港 IPO，开启新征程。** 易居中国是基于大数据的房地产交易服务商，主要有易居营销（新房交易）、克而瑞（大数据）和房友（二手房经纪）三大业务。公司于 2000 年在上海成立，短时间内从区域新房代理商迅速拓展到全国，并屡获业内殊荣。2002 年公司推出 CRIC 数据平台，业内领先开始房地产大数据的建设。2007 年公司赴美上市并在此后 10 年间不断实现业务规模突破和房地产交易服务全产业链布局，成为子行业中的全能型领军者。
- 引入百强房企成为战投股东。** 公司从 2016 年美股退市后，经历了一年股权梳理并引入多家百强房地产企业成为其股东。截至此次赴港 IPO 前，万科、碧桂园和恒大集团分别持有公司 15% 股份，成为公司并列第二大股东。其余房地产开发商或开发商创始人持有公司股份的有十多个。由于易居中国的新房代理和克而瑞数据平台系统主要服务房地产开发商，这种“客户+股东”的模式可以为公司业务带来多重利好：1) 在同行竞争中可以优先获得项目代理和咨询服务；2) 在行业集中度不断提升的行情下和房地产开发商领先者共同成长，带动公司代理规模和收入增速超过行业平均。
- 三项主业相辅相成，形成竞争壁垒。** 易居中国旗下新房交易、二手房交易和大数据平台三大业务之间具有较强的协同效应，既可以不断增强服务内容的丰富性和专业性，也可以互通客户。例如新房代理和二手房代理可以为数据库不断补充房地产项目信息，而数据库可以根据更完善的数据为开发商客户提供权威分析。再例如，新房购买者未来可以转化成为二手房购买者或者未来的二手房出售者。公司三项业务之间的良性协同效应为公司在业内树立了较强的品牌形象。而良好的品牌既为公司带来更多代理和咨询业务又为公司形成较强的竞争壁垒，巩固其业内领先地位。
- 上市获得充足资金助力再成长。** 此次公司赴港上市，发行价格最终确定为 14.38 港元，全球发售 3.23 亿股，总股本约为 14.67 亿股。其中香港公开发售股份约 2366 万股，其余为国际发售。根据公司 7 月 19 日最近公告，公司净募集资金约 44.34 亿港元。公司拟将募集资金用于拓展新城市、提高服务能力以及建立综合服务平台。我们认为，上市后的易居企业控股可以借助境内外资本实现业务规模再成长，进一步做大做强，保持业内领先者地位。
- 投资建议。** 综上所述，我们认为易居企业控股在子行业中有独特的竞争优势和竞争壁垒，此外公司和股东密切的合作关系使得公司业绩增速更具确定性。结合 DCF 和 PE 估值方法，选取最谨慎的估值区间，给予易居企业控股 2018 年 15 - 19 倍 PE 估值，对应市值为 236-298 亿港元，对应合理价值区间为 16.06 - 20.34 港元，对应 (2018) PEG 约为 0.12-0.16。(本文非特别标注货币均为人民币计价，汇率为人民币：港元=1:0.8166) **风险提示。** 房地产行业限购政策持续加码降低新房和二手房成交量。

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	3996.13	4633.36	6122.35	7562.72	9148.35
(+/-) YoY (%)	47.11%	15.95%	32.14%	23.53%	20.97%
归母净利润 (百万元)	486.97	352.02	1282.76	1742.46	2259.07
(+/-) YoY (%)	174.88%	-27.71%	264.40%	35.84%	29.65%
全面摊薄 EPS (元)	0.33	0.24	0.87	1.19	1.54
毛利率 (%)	29.29%	31.95%	35.33%	36.70%	37.81%
净资产收益率 (%)	33.30%	16.28%	39.24%	35.12%	30.13%

资料来源：公司《全球发售》公告，海通证券研究所。假设发行后总股本为 14.67 亿股。
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 易居中国介绍	5
1.1 2016 年以前发展历程: 从上海发家走向全国	5
1.2 引入销售百强房企成为战略股东	6
1.3 全球发售 3.23 亿股, 募集资金用于持续做强	8
2. 主要业务: 三大业务覆盖房地产交易平台全产业链	10
2.1 新房代理业务: 覆盖全国, 具备规模优势	10
2.2 房地产大数据和咨询业务: 十年大数据搭建, 业内强口碑	12
2.2.1 数据服务	13
2.2.2 测评及排名服务	14
2.2.3 咨询服务	15
2.3 易居房友: 为中小微经纪人赋能	16
2.3.1 什么是 S2B2C 业务	16
2.3.2 易居房友业务模式	17
2.3.3 易居房友竞争格局分析	18
2.3.4 房友对易居的重要意义: 轻资产补充线下网络, 扩大场外业务	19
2.4 小结	20
3. 财务情况	21
4. 盈利预测	23
5. 估值及投资建议	27
5.1 估值	27
5.2 投资建议	30
6. 风险提示	30
财务报表分析和预测	31

图目录

图 1	易居各业务线发展历程梳理	6
图 2	易居企业控股截至港股 IPO 前公司结构	8
图 3	2015-2017 年易居总收入稳定增长 (百万元)	10
图 4	2017 年易居收入构成	10
图 5	易居新房代理服务业务内容	11
图 6	2015-2017 年易居新房代理服务收入 (百万元)	12
图 7	2015-2017 年易居新房代理销售面积 (万平方米)	12
图 8	2015-2017 年易居新房代理销售物业价值 (百万元)	12
图 9	2015-2017 年易居新房代理费率 (%)	12
图 10	易居房地产大数据及咨询服务	13
图 11	易居克而瑞系统提供的数据服务	14
图 12	易居房地产大数据及咨询服务——易楼 APP	16
图 13	二手房经纪业务 S2B2C 模式	17
图 14	易居房友业务模式	18
图 15	房地产新房代销产业链	19
图 16	易居新房代销产业链	20
图 17	易居企业控股三项业务协同效应强	20
图 18	净利润及净利润率	21
图 19	经营成本占收入比重	21
图 20	资本负债率 (%)	21
图 21	流动比率 (倍)	21
图 22	中国住宅销售面积累计同比 (%)	24
图 23	预测经营成本拆分项各占营业成本比重	27
图 24	预测经营成本拆分项各占收入比重	27

表目录

表 1	易居发展历程总结.....	5
表 2	截至港股 IPO 前易居企业控股股东列表.....	7
表 3	易居企业控股 (02048.HK) 全球发售情况 (初步提呈).....	8
表 4	易居企业控股募集资金用途.....	9
表 5	易居企业控股赴港 IPO 募集资金用途——新进城市分线总结.....	9
表 6	易居新房代理收入分解.....	11
表 7	易居测评及排名服务产品.....	15
表 8	易居企业控股利润表.....	22
表 9	易居 2015-2017 年现金和银行借款.....	23
表 10	易居地产公司股东 2018H1 销售情况.....	24
表 11	易居新房代理销售收入预测.....	25
表 12	易居分项业务预测.....	25
表 13	易居盈利预测表.....	26
表 14	员工成本/营业收入变动对年度预测净利润影响的敏感性分析.....	26
表 15	毛利率变动对年度预测净利润影响的敏感性分析.....	27
表 16	可比公司业务对比.....	28
表 17	可比公司估值表.....	28
表 18	公司现金流和股票价值测算.....	29
表 19	公司价值敏感性分析.....	29

1. 易居中国介绍

1.1 2016 年以前发展历程：从上海发家走向全国

易居中国成立于 2000 年，前身是上海地产住宅消费服务有限公司，主要从事房地产营销代理业务。2002-2003 年公司在上海新房代理行业中名列前茅，之后开始布局全国业务，并持续蝉联房地产营销代理行业前列。与此同时，公司在 2002 年成立 CRIC 系统用于支持新房代理服务。

2004 年公司引入战略投资¹并在开曼群岛正式成立易居（中国）控股，开启和国际资本对接的新格局。随着公司新房代理业务规模不断扩大，CRIC 系统日趋完善，克而瑞顺势成立。公司确立了克而瑞信息采集、技术研发、成果研究三大板块的战略发展方向。

2007 年易居中国成功登录美国纽交所（NYSE: EN.J 易居中国（退市））。易居中国成功赴美上市后的十年时间里（2007-2016 年），不断突破现有业务并增加新业务形成房地产服务平台全产业链覆盖：

- 1) 主营业务新房代理规模不断实现突破：2009 年、2013 年和 2015 年，房地产代理销售总额分别突破 1000 亿元、2500 亿元和 3000 亿元。
- 2) 积极布局上下游产业链：“克而瑞”大数据平台规模和服务内容不断得到充实；公司在 2008 年和新浪合作成立新浪乐居，为公司数据、建立在大数据上的研究提供了媒体窗口。
- 3) 设立二手房经纪平台：2015 年公司成立易居企业（中国）集团，开始发展二手房经纪平台业务，形成新房代理+二手房代理+大数据三大业务格局。三大业务在信息和服务方面互补，形成良性协同效应。

表 1 易居发展历程总结

时间节点	事件
2000 年	以易居管理（当时亦称为上海地产住宅消费服务有限公司）的名义开始运营
2002 年	推出 CRIC 系统最初版本
2003 年	将新房代理业务从上海扩展至中国其他城市
2004 年	业务的前控股公司易居（中国）控股成立
2006 年	荣获中国房地产估价师与房地产经纪人学会授予的「全国优秀房地产经纪机构」 荣获中国房地产 Top10 研究组授予的「中国房地产策划代理行业领先公司品牌」
2007 年	易居（中国）控股（我们业务的前控股公司）于 2007 年 8 月在纽约证券交易所上市
2008 年	易居（中国）控股连续第四年被中国房地产协会、国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所及中国指数研究院列为中国房地产策划代理百强企业第一名
2009 年	中国房产信息集团（我们房地产大数据及咨询服务业务的当时控股公司）部分从易居（中国）控股分拆出来，并于 2009 年 10 月在纳斯达克上市
2010 年	中国房产信息集团开始提供房地产测评与排名服务
2012 年	根据中国房产信息集团合并协议，中国房产信息集团成为易居（中国）控股的全资附属公司
2016 年	推出「房友」二手房经纪平台 易居（中国）控股私有化，并从纽约证券交易所退市
2017-2018 年	在港股 IPO 前引入战略投资者

资料来源：2018 年 4 月 26 日《易居（中国）企业控股有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）》P86²，海通证券研究所

¹ 沈南鹏在 2004 年作为天使投资人入股易居中国

² 资料来源的页码对应公告 PDF 文件总页数，非文件内每页页面上印刷的页码数字。

图1 易居各业务线发展历程梳理



资料来源：易居企业集团官方网站，海通证券研究所

1.2 引入销售百强房企成为战略股东

2016年8月易居（中国）控股通过私有化正式从纽交所退市。合并的买方财团主要为1）创始人周忻先生和其控股公司（富兴、On Chance和Jun Heng）；2）沈南鹏先生和其控制的公司（Smart Create Group Limited和Smart Master International Limited）；以及3）新浪网。

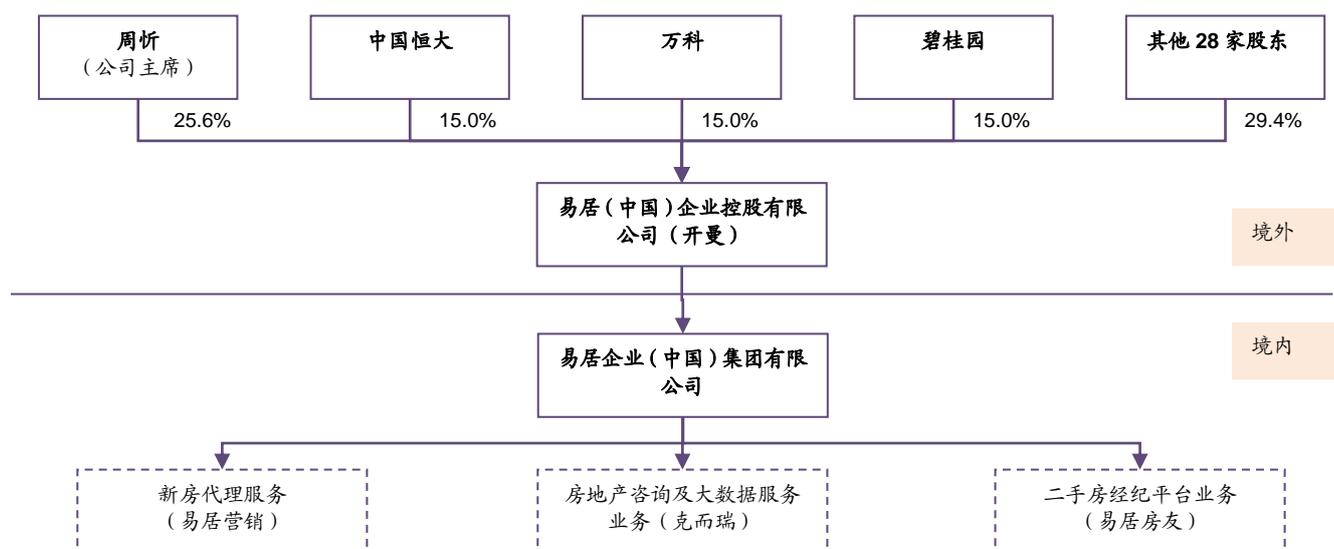
此次退市，公司撤销每股已发行普通股的发售价6.85美元（每股美国存托股份6.8美元），对应市值为9.87亿美元。随后，2016年12月易居控股以乐居30%的普通股和现金1.29亿美元作为对价回购新浪网持有的全部股份。2016年12月30日起，新浪网不再是易居控股或其附属公司的股东，创始人周先生和沈南鹏及其各自控股公司分别持有易居控股90.54%和9.46%的股份。随后沈南鹏先生通过股权转让，不再直接持有公司股份，而是间接通过Smart Master Croup Limited间接持有。

私有化后，易居中国在 2017-2018 年期间经历一系列股权变动后引入多家战投，其中不少是中国前百强的上市房地产公司（详见表 2）。其中万科、碧桂园和恒大规模排名前三大地产开发商分别持有公司 15% 股份，成为公司并列第二大股东。

表 2 截至港股 IPO 前易居企业控股股东列表

投资者	普通股 (股)	所有权占比 (%)	买入时间	总对价 (百万港元)	每股成本 (港元)	备注
中国房产信息集团	228920000	20.00%	—	—	—	属易居中国
Captain Valley (Cayman) Limited	171690000	15.00%	2017 年 11 月 17 日	1781.00	10.37	属万科 (000002.SZ、02202.HK)
碧桂园 (香港) 发展有限公司	171690000	15.00%	2017 年 11 月 17 日	1781.00	10.37	属碧桂园 (02007.HK)
乐意发展有限公司	171690000	15.00%	2017 年 11 月 17 日	1781.00	10.37	属中国恒大 (03333.HK)
富兴	45784000	4.00%	—	—	—	周先生控股公司
Paving Stone Holding Limited	29451000	2.57%	2018 年 3 月 16 日	305.36	10.37	卓福民先生控股公司
黄文仔先生	24952280	2.18%	2018 年 3 月 16 日	259.00	10.38	独立第三方
Advance Power International Limited	22892000	2.00%	2018 年 2 月 3 日	246.00	10.75	夏海钧先生控股公司
Smart Master International Limited	22892000	2.00%	2018 年 3 月 16 日	237.46	10.37	沈南鹏先生及 Jingxin Yong 女士控股公司
Dragon Power Group Holdings Limited	22527535	1.97%	2018 年 3 月 16 日	233.58	10.37	李新炎先生及倪银英女士控股公司
鸿昕投资有限公司	20030500	1.75%	2018 年 3 月 16 日	208.00	10.38	属雅居乐 (03383.HK)
翠亨投资有限公司	20030500	1.75%	2018 年 3 月 16 日	208.00	10.38	李思廉先生控股公司
荣愿投资有限公司	20030500	1.75%	2018 年 3 月 16 日	208.00	10.38	属融创中国 (01918.HK)
Regal Ace	18566975	1.62%	—	—	—	周先生控股公司
Spectron Enterprises Limited	14994260	1.31%	2018 年 3 月 16 日	155.50	10.37	属旭辉 (00884.HK)
润洋有限公司	14994260	1.31%	2018 年 3 月 16 日	155.50	10.37	属阳光城集团 (000671.SZ)
Foruis (BVI) Limited	14994260	1.31%	2018 年 3 月 16 日	155.50	10.37	属复星国际 (00656.HK)
腾福有限公司	14994260	1.31%	2018 年 3 月 16 日	155.50	10.37	属建业地产 (00832.HK)
Dingxin Company Limited	9958020	0.87%	2018 年 3 月 16 日	155.50	15.62	欧式家族信托受托人 TMF (Cayman) Ltd. 控股公司 (融信中国创始人)
恒地发展有限公司	9958020	0.87%	2018 年 3 月 16 日	155.50	15.62	属宝龙地产 (01238.HK)
Zhenro International Limited	9958020	0.87%	2018 年 3 月 16 日	155.50	15.62	属正荣地产 (06158.HK)
Joy Town Inc	7497130	0.66%	2018 年 3 月 16 日	78.00	10.40	Huang Yanping 女士控股公司
泰禾集团发展有限公司	7497130	0.66%	2018 年 3 月 16 日	78.00	10.40	属泰禾集团 (000732.SZ)
Faithful Gem Limited	5036240	0.44%	2018 年 3 月 16 日	52.00	10.33	属景瑞控股 (01862.HK)
香港福晟国际投资有限公司	5036240	0.44%	2018 年 3 月 16 日	52.00	10.33	邓国洪先生控股公司
香港俊发地产有限公司	5036240	0.44%	2018 年 1 月 2 日	52.00	10.33	李文斌先生间接全资拥有
香港澳铭企业管理有限公司	5036240	0.44%	2018 年 12 月 26 日	52.00	10.33	属新力地产
弘源国际控股有限公司	5036240	0.44%	2018 年 1 月 2 日	52.00	10.33	Zhu Guoling 女士控股公司
同新有限公司	5036240	0.44%	2018 年 3 月 16 日	52.00	10.33	肖众先生控股公司
亿佳投资有限公司	5036240	0.44%	2018 年 12 月 26 日	52.00	10.33	属中骏置业
君悦环球企业投资有限公司	4769170	0.42%	2018 年 3 月 16 日	50.00	10.48	Jiang Mei 女士控股公司
达海集团有限公司	2861500	0.25%	2018 年 1 月 2 日	30.00	10.48	属禹洲地产 (03380.HK)
跃盛有限公司	2861500	0.25%	2018 年 2 月 8 日	30.00	10.48	纪海鹏先生控股公司
Rome Max Investment Limited	2861500	0.25%	2018 年 1 月 30 日	30.00	10.48	属江苏中南建设 (000961.SZ)
合计	1144600000					

资料来源：2018 年 4 月 26 日《易居 (中国) 企业控股有限公司聆讯后资料集 (第一次呈交)》P96-102，海通证券研究所

图2 易居企业控股截至港股 IPO 前公司结构


资料来源：2018年4月26日《易居(中国)企业控股有限公司聆讯后资料集(第一次呈交)》P93和P102结合，海通证券研究所

备注：周忻通过 On Chance Inc.、Jun Heng Investment Limited、富兴集团有限公司、易居控股有限公司、易居(中国)控股有限公司及中国房产信息集团持有。中国恒大通过乐意发展有限公司持有。万科通过 Captain Valley (Cayman) Limited 持有。碧桂园通过碧桂园(香港)发展有限公司持有。

1.3 全球发售 3.23 亿股，募集资金用于持续做强

根据公司《全球发售》公告，易居中国此次将向全球发行约 3.23 亿股，每股面值为 0.00001 美元，发行价格区间为 14.38-17.68 港元。假设不行使超额配售权，公司向全球发售的股份中，香港发售的股份计划为 3228 万股（占 10%），国际发售为 2.91 亿股（占 90%）。上市后，公司在香港的总流动股本（如果不超额配售）约为 14.67 亿股。

根据公司 7 月 19 日《发售价及配发结果公告》，公司最终发行价格为 14.38 港元（不包括 1% 经纪佣金 + 0.0027% 证监会交易征费和 0.005% 联交所交易费），有效申请认购香港发售股份数量为 2366 万股，为香港公开发售项下初步可供认购香港发售股份 3228 万股的 73%。未获认购的香港公开发售项将重新分配到国际发售。根据最终确定的发行价格 14.38 港元和总股本 14.67 亿股计算，公司对应市值约为 211 亿港元。

表 3 易居企业控股 (02048.HK) 全球发售情况 (初步提呈)

	7月10日《全球发行》		7月19日《发售价及配发结果公告》	
		假设超额配售权未行使 占已发行股份的比例 (%)		假设超额配售权未行使 占已发行股份的比例 (%)
全球发行股份 (股)	322836000	22.0%	322836000	22.0%
香港发行 (股)	32283600	2.2%	23662500	1.6%
国际发售 (股)	290552400	19.8%	299173500	20.4%
已发行股份 (股)	1467436000		1467436000	
发售价格 (港元)	14.38-17.68		14.38	
发售价格对应总市值 (亿港元)	211-259		211	
超额配售总计 (股, 最多)	48425400		公告计划未变	

资料来源：2018年7月10日《全球发行》公告 P18 和 P336-337、2018年7月19日《发售价及配发结果公告》，海通证券研究所

此次公开发售的基石投资者为淘宝中国控股 (认购 2728.80 万股/占全球发售股份 8.45%/占总股本 1.86%)、Successful Lotus Limited (2086.23 万股/6.46%/1.42%)、华昌国际有限公司 (7337.19 万股/22.73%/5.00%)、Educado Company Limited (1653.75 万股/5.12%/1.13%)³。

根据 7 月 19 日披露的公司发行价格 14.38 港元计算,公司净募集资金约为 44.34 亿港元⁴。募集资金将具体使用在以下几个方面:1)进一步拓展新城市,扩大公司全国覆盖力度;2)继续深耕公司已经覆盖的部分城市,提高服务能力;3)加强员工培训,提高服务能力;4)增加市场营销渠道,进一步提高品牌知名度;5)建立综合服务平台,提供一站式房地产交易服务能力。(详见表 4)。

我们认为,易居企业中国此次赴港上市可以充分利用香港上市平台实行境内外融资,使得融资渠道更加多元和通畅,助力公司增加市占率和强化品牌影响力,保持公司在子行业的领先地位,利好公司长期发展。

表 4 易居企业控股募集资金用途

预计金额 (亿港元)	占募集资金比 (%)	用途
12.41	28.0%	①扩张现有数据系统所覆盖行业部门及分部;②开发及升级房地产数据系统;③扩张咨询服务的范围;
11.62	26.2%	①进入 52 座其他城市(详见表 5),扩张易居在中国新房代理服务的地理覆盖范围;②提高目前所覆盖 186 座城市中 38 座城市的服务能力;
10.33	23.3%	未来三年成立另外 173 个易居房地产交易服务中心(包括一线城市的 47 个中心、二线城市的 88 个中心及三四线城市的 38 个中心);进一步扩张房地产经纪网络服务的地理覆盖范围;
3.24	7.3%	员工培训,不断提高服务能力;
1.51	3.4%	多种市场营销及品牌推广活动,提高品牌知名度;
0.80	1.8%	建立综合服务管理平台提高提供一站式房地产交易服务的能力;
4.43	10.0%	补充营运资金及作一般企业用途。
合计	100.0%	

资料来源:2018 年 7 月 10 日《全球发行》公告 P315-318,海通证券研究所

表 5 易居企业控股赴港 IPO 募集资金用途——新进城市分线总结

	拟租赁办公空间 (平方米)	占比 (%)	拟招聘雇员人数 (人)	占比 (%)
二线城市	200	3%	226	3%
三线城市	1200	18%	1368	18%
四线城市	5400	79%	5820	79%
合计	6800	100%	7414	100%

资料来源:2018 年 7 月 10 日《全球发行》公告 P316,海通证券研究所

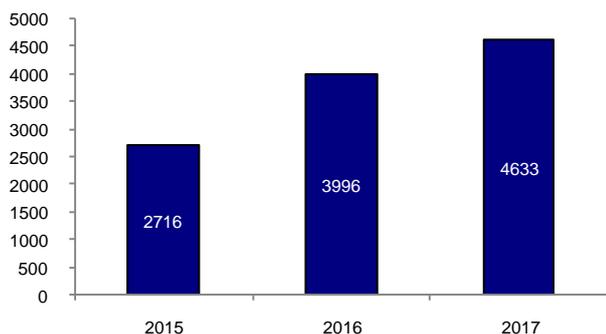
³ 2018 年 7 月 19 日《发售价及配发结果公告》公告 P7。基石投资者中 Successful Lotus Limited 为李家杰全资拥有、华昌国际为华侨城全资拥有、Educado Company Limited 为新加坡城市发展集团全资拥有。

⁴ 2018 年 7 月 10 日《全球发行》公告 P315

2. 主要业务：三大业务覆盖房地产交易平台全产业链

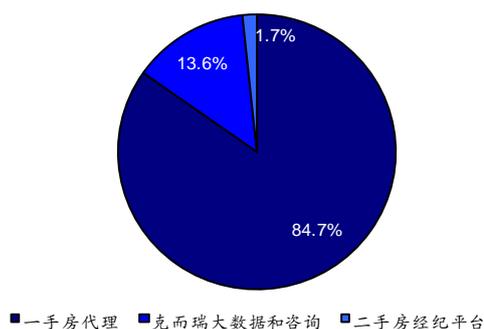
易居中国的主营业务主要分为易居营销（新房交易）、克而瑞（大数据和咨询）和房友（二手房经纪）。2015-2017 年公司总收入稳定增长，2017 年总收入达到 46.33 亿元，其中新房代理占比 84.7%、克而瑞大数据和咨询占比 13.6%、房友二手房经纪业务占比占 1.7%。

图3 2015-2017 年易居总收入稳定增长（百万元）



资料来源：2018 年 4 月 26 日《易居（中国）企业控股有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）》P224，海通证券研究所

图4 2017 年易居收入构成



资料来源：2018 年 4 月 26 日《易居（中国）企业控股有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）》P224，海通证券研究所

2.1 新房代理业务：覆盖全国，具备规模优势

新房代理历来是公司的核心业务。该业务 2015、2016、2017 年收入占比分别为 86.0%、89.3%和 84.7%。截至 2017 年 12 月 31 日，公司的新房销售网络覆盖全国 30 个省份、直辖市和自治区的 186 个城市，共有超过 16000 名销售和营销雇员⁵。

新房代理业务主要为客户开发的房地产项目制定和执行营销和销售策略、向有意购买者推广项目以及促成销售交易。通常公司受聘于房地产开发商后，会为项目量身定制营销计划（帮助开发商打造品牌）、在有一项购买者中建立对项目的长期意识以便在未来二手市场出售、凭借克而瑞数据库向开发商提供广告建议。当销售项目准备就绪进入销售阶段，易居中国会在案场配备培训好的销售人员，向购房者提供物业、设计、施工、周边配套等信息并提供适当户型。

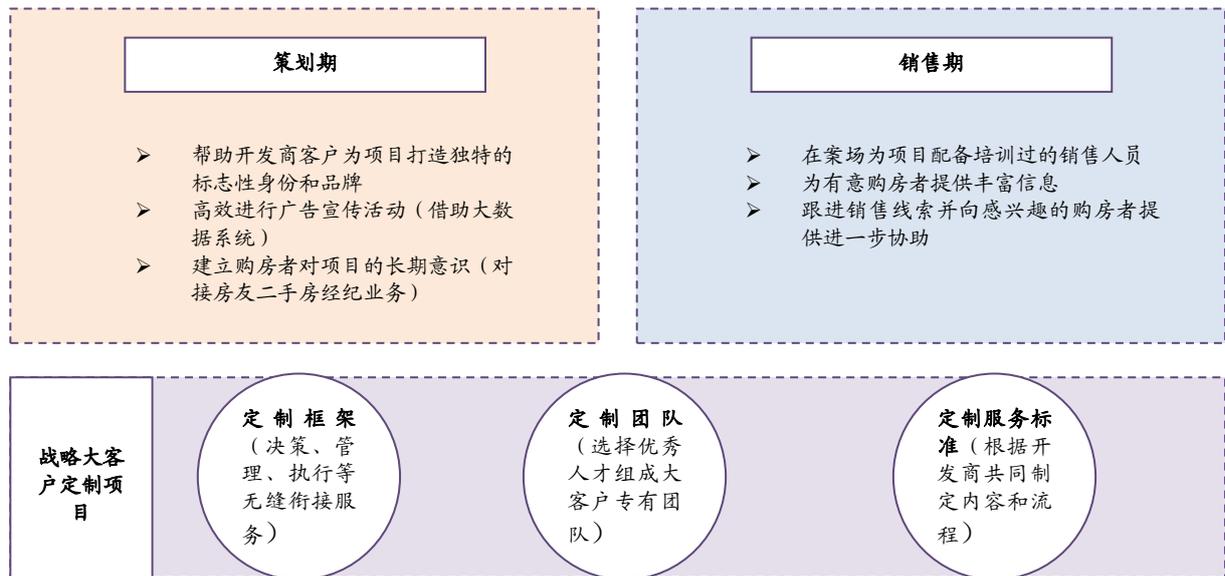
公司庞大的业务规模和高效的项目管理使其有优先获取开发商项目的优势。公司已经成功执行过多个年交易额在 50 亿元以上的项目，例如恒大海上海威尼斯楼盘 2016 年出售面积 69.81 万平方米的总价值为 46 亿元、2017 年出售 76.86 万平方米的总价值为 65 亿元。

截至发行前，公司已经和中国 42 家领先房地产开发商订立战略合作协议⁶，期限 1-6 年不等。根据协定，公司将向开发商提供咨询、数据及销售服务，包括通过房友经纪网络销售。公司在 2017-2018 年引入了多个前 100 强房地产开发商。对于这些股东关联方的合作协议，双方一致同意优先在新房代理服务领域展开合作，努力达成不具约束力的年度销售目标。这些战略合作关系使得公司的储备项目大幅增加，并有助于公司进入新城市。

⁵ 2018 年 4 月 26 日《易居（中国）企业控股有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）》P116

⁶ 2018 年 4 月 26 日《易居（中国）企业控股有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）》P109 第三段

图5 易居新房代理服务业务内容



资料来源：2018年4月26日《易居（中国）企业控股有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）》P116-117，海通证券研究所

虽然公司和房地产开发商的战略合作不是独家的，但是公司会担任开发商旗下若干项目的独家销售代理、或获得独家销售代理的优先权。锁定部分项目的独家代理或优先代理权有助于稳定公司的新房收入来源。

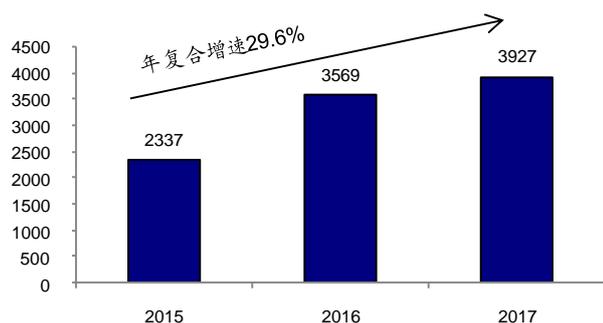
在战略协议框架下，公司会和开发商就每个特定的房地产项目签订具体的代理协议，部分代理协议有固定期限（通常为1年），并定期续签。其他代理协议没有固定期限，公司分配的代理出售完毕即结束。

易居中国的新房代理业务营收主要是按照固定比例或根据销售业绩按阶梯比例收取佣金，部分协议会就超出预定水平的销售量提供奖励佣金。公司2017年销售物业面积达到3720万平，销售物业总价值约4330亿元，新房代理收入达到39.27亿元，平均佣金费率为0.91%（同比提升了0.03个百分点）。

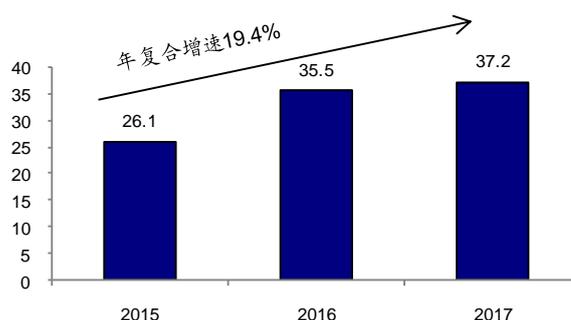
表6 易居新房代理收入分解

	2015	2016	2017
已售新物业建筑面积（百万平方米）	26.1	35.5	37.2
已售新物业总价值（百万元人民币）	267468	406078	432982
年末已签订储备物业（百万平方米）	160.7	165.4	206.0
新房代理收入（百万元）	2337	3569	3927
平均佣金费率(代理收入/已售新物业总价值)	0.87%	0.88%	0.91%

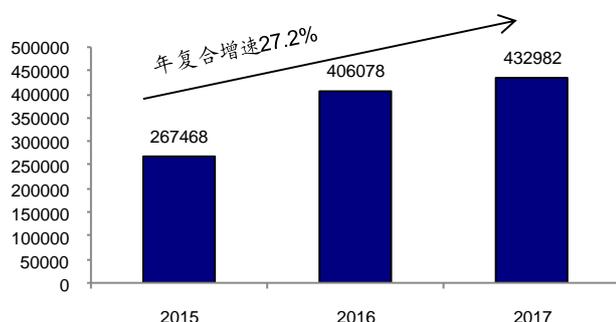
资料来源：2018年4月26日《易居（中国）企业控股有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）》P218，海通证券研究所

图6 2015-2017年易居新房代理服务收入(百万元)


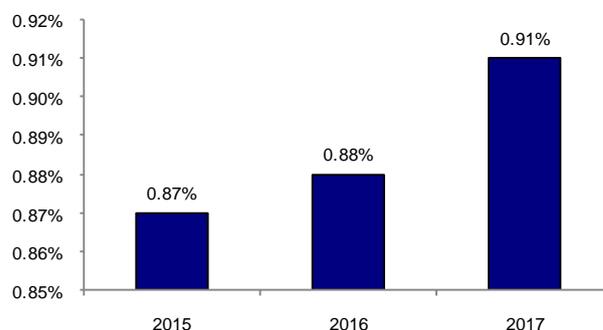
资料来源: 2018年4月26日《易居(中国)企业控股有限公司聆讯后资料集(第一次呈交)》P218, 海通证券研究所

图7 2015-2017年易居新房代理销售面积(万平方米)


资料来源: 2018年4月26日《易居(中国)企业控股有限公司聆讯后资料集(第一次呈交)》P218, 海通证券研究所

图8 2015-2017年易居新房代理销售物业价值(百万元)


资料来源: 2018年4月26日《易居(中国)企业控股有限公司聆讯后资料集(第一次呈交)》P218, 海通证券研究所

图9 2015-2017年易居新房代理费率(%)


资料来源: 2018年4月26日《易居(中国)企业控股有限公司聆讯后资料集(第一次呈交)》P218, 海通证券研究所

2.2 房地产大数据和咨询业务: 十年大数据搭建, 业内强口碑

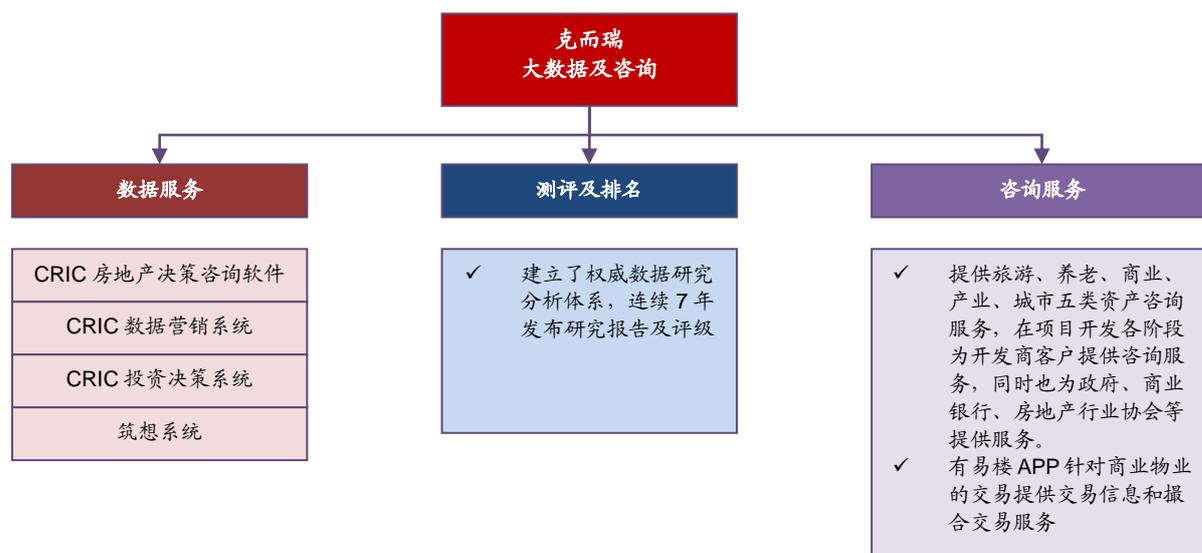
克而瑞(又称CRIC)是公司的房地产大数据业务,自2002年推出以来经历多年数据积累和品牌宣传,克而瑞系统已经成为业内知名的房地产大数据系统。截至2017年底,克而瑞系统已经录入了超过8.3万个住宅项目、2万个商业项目和73.63万幅地块,信息涵盖中国367个城市。⁷除了房地产信息外,克而瑞系统还包括房地产相关新闻、宏观经济、人口统计学和房地产行业研究报告等。

克而瑞系统的数据来源主要是通过易居中国新房代理的销售员工及其他职员在现场拜访获得。我们认为,这些数据搜集工作较繁琐,需要人力和时间的积累才能达到一定规模。公司十多年对克而瑞系统的持续增添信息和系统维护,完成了对中国大部分城市的覆盖,这种数据库的全面性是竞争对手短时间难以复制的。

公司依托大数据,为房地产开发商提供数据服务、测评及排名服务和咨询服务。

⁷易居中国 IPO 首次申请公告 P117

图10 易居房地产大数据及咨询服务



资料来源：2018年4月26日《易居（中国）企业控股有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）》P117，海通证券研究所

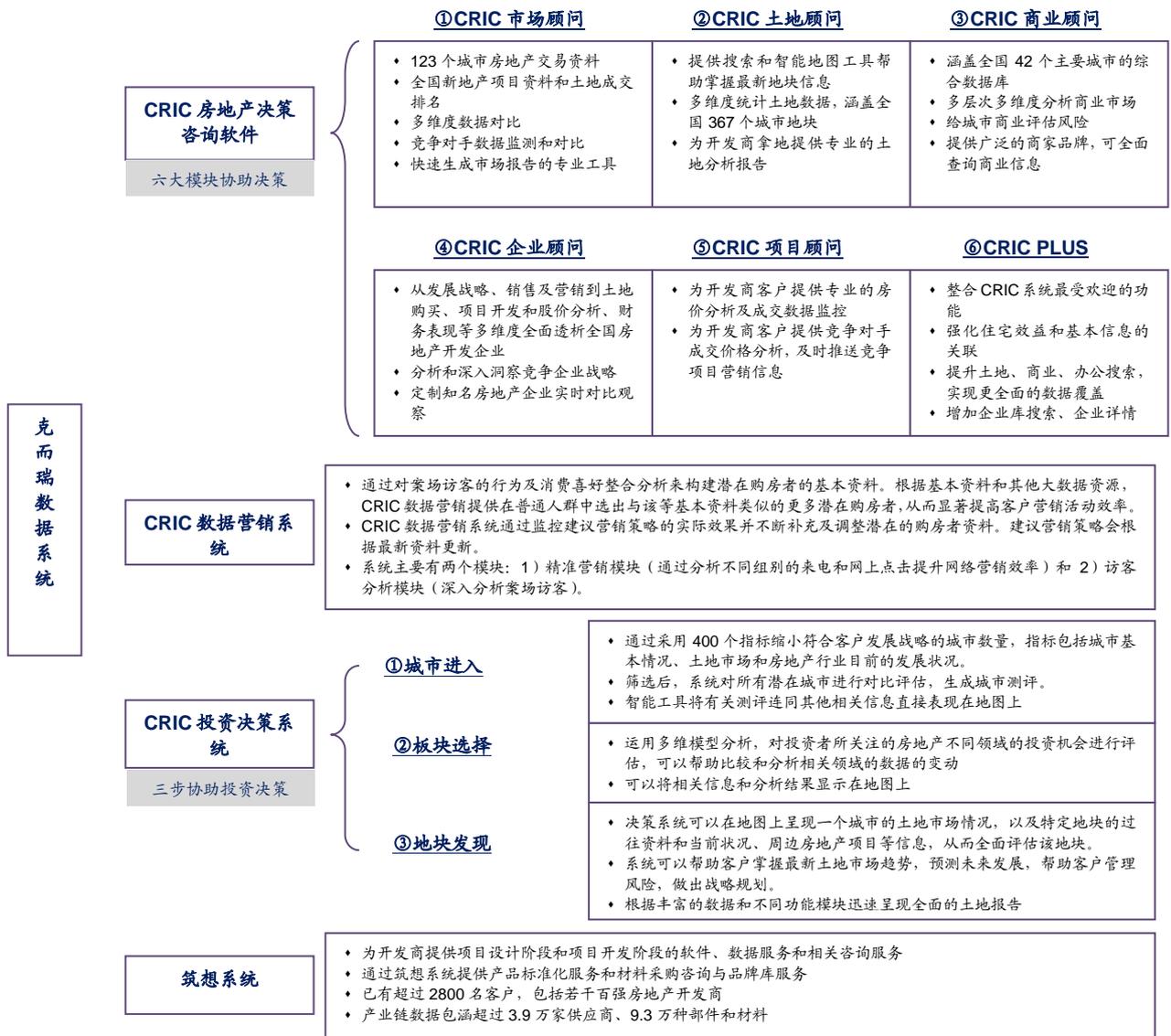
2.2.1 数据服务

克而瑞系统依托十多年积累和打造的大数据平台，为房地产开发商提供全面、细致的数据和咨询服务，从项目投资、企业运营、竞争对手分析、购房者信息分析，再到装修标准化和采购服务，几乎涵盖了房地产开发商从拿地到销售全链条咨询需求。

大数据服务的核心产品是克而瑞房地产决策咨询软件，其他产品还包括克而瑞数据营销系统、克而瑞投资决策系统以及筑想系统（详见图 11）。

作为公司客户的房地产开发商可以订阅易居中国内部研究团队基于数据库的若干局部分析报告。报告可以通过分析大量数据为客户提供关于某些热门领域的详细分析。

图11 易居克而瑞系统提供的数据服务



资料来源: 2018 年 4 月 26 日《易居 (中国) 企业控股有限公司聆讯后资料集 (第一次呈文)》P118-119; 海通证券研究所

2.2.2 测评及排名服务

公司利用房地产数据方面的优势提供房地产测评及排名服务。公司基于超过十年对房地产行业的深入研究和分析, 建立了权威数据研究分析体系, 连续七年发布研究报告和测评。公司的研究报告和排名在行业内具有较高影响力。

研究报告和排名本身不收取费用, 但是通过具有行业影响力的报告, 公司可以获得更多增值服务机会: 例如帮助房地产开发商整理测评排名、对客户展开深入研究补充测评报告、帮助客户分析市场定位和品牌知名度。此类增值服务签订期限不超过一年, 签订后客户需要在短期内支付所有或大部分服务费。

表 7 易居测评及排名服务产品

测评研究报告	主要内容
《中国房地产开发企业 500 强测评研究报告》	从 7 个方面对中国房地产开发 500 强企业进行综合研究, 包括企业规模、风险管理、盈利水平、发展潜力、运营绩效、创新及社会责任
《中国房地产上市公司测评研究报告》	从 8 个方面在中国内地、香港、新加坡及美国等上市的中国房地产公司进行综合研究, 包括经营规模、抗风险能力、盈利水平、发展潜力、管理效率、创新能力、社会责任及资本市场表现
《中国房地产企业品牌价值测评研究报告》	对房地产开发企业及产业链中其他相关企业的品牌价值进行科学研究
《中国三四线城市房地产发展潜力测评研究报告》	基于对因城市发展需要及各种外部因素导致的房地产业供求的分析, 对中国三四线城市房地产市场的发展潜力进行综合研究
排行榜	频次
《中国房企销售排行榜 Top200》	每月一次
《中国房地产企业新增货值排行榜 Top30》	每月一次
《中国房地产企业品牌传播力排行榜 Top100》	每月一次
《中国房企运营收入排行榜 Top30》	每季度一次
《中国房地产项目销售排行榜 Top100》	每月一次

资料来源: 2018 年 4 月 26 日《易居(中国)企业控股有限公司聆讯后资料集(第一次呈交)》P122, 海通证券研究所

2.2.3 咨询服务

公司的咨询服务基于大数据系统为开发商提供设计、开发及销售阶段的特定咨询服务。此外, 公司还向商业银行、房地产行业协会、政府物业和规划机构、及有意投资房地产行业的投资者提供房地产咨询服务。

核心房地产咨询服务主要专注于五类地产:

1) 旅游地产: 为开发商客户提供一站式咨询服务, 协助投资决策、销售和长期运营, 帮助客户实现战略目标。

2) 养老地产: 向开发商客户提供养老地产市场战略研究、养老产品线研究、市场可行性研究、策划定位、项目开发运营及提供商管理。

3) 商业地产: 向开发商提供全方位咨询服务, 包括前期市场研究和项目定位分析、中期商业顾问与招商咨询及后期运营管理咨询。

4) 工业地产: 向政府和房地产开发商提供园区整体战略定位和制定开发及运营策略的服务。

5) 城市运营: 向政府和开发商提供城市开发及运营策略相关的高度集成专业服务, 例如新城区开发的城市发展规划、运营模式以及投资、经济预算。

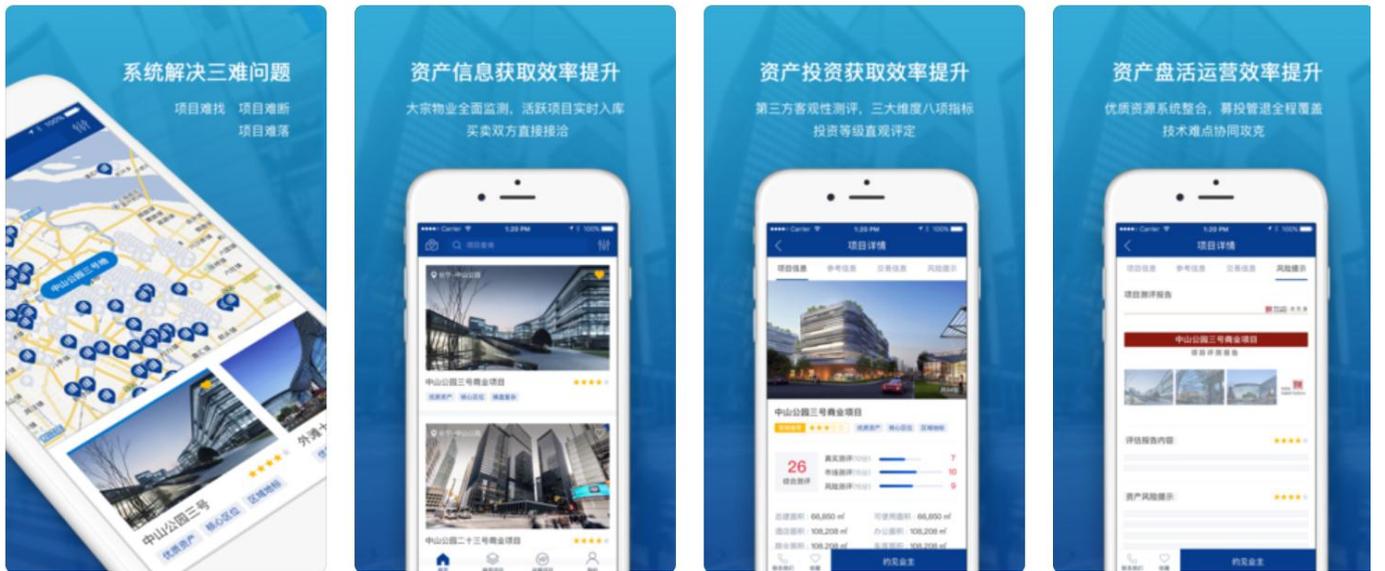
以上咨询服务通常为一年期协议, 服务费按照服务内容、人力资源和时间投入预先协定固定金额。服务费可以一次性结清或根据项目的特定重要阶段完成后分期支付。

此外, 公司向房地产开发商提供综合交易咨询服务, 协助其与其他开发商完成房地产交易。服务内容包括项目相关调研与分析(如市场调研和开发项目战略定位、物色特定投资者并起草、协商及执行交易协议)。交易结算对价后, 公司向委托客户收取佣金。

针对商业物业的交易服务, 公司于 2018 年 1 月推出 APP “易楼”。易楼是一个信息平台, 潜在卖家可以通过公司在 APP 上发布待售商业物业的相关信息, 潜在买家的代理

商可以免费访问项目基本信息、卖家详细信息以及物业相关风险警报。若买家对任何发布的信息有意向,可以和公司接洽。公司的调研团队可应要求出具有关物业的评估报告。公司会就评估报告和安排买卖双方面对面商讨协商收取费用。

图12 易居房地产大数据及咨询服务——易楼 APP



资料来源: Apple Store, 海通证券研究所

2.3 易居房友: 为中小微经纪人赋能

易居房友是易居企业集团旗下房地产中介服务平台,主要立足中小微中介企业品牌授权,系统支持,交易服务和资源提供等工作。公司将其定位于轻资产 S2B2C 业务模式。根据公司《全球发售》公告,截至 2017 年 12 月 31 日房友全国网络覆盖 22 座城市的 4075 家房友品牌门店,与其他品牌自营店和加盟店展开竞争。

2.3.1 什么是 S2B2C 业务

S2B2C 业务模式最初来自电商领域,指集合供货商赋能于分销商并共同服务于顾客的全新电子商务营销模式。一方面,将优秀的供货商筛选出来供分销商集中采购,另一方面,提供 SaaS 工具、技术支持、培训给分销商使其能更好地为顾客服务。

我们认为传统电商业务 B2C 模式最大优点在于节省中间渠道,为客户提供更标准化、更节省成本的生态服务。

但是房地产销售与传统电商之间存在巨大差异,这使得 B2C 模式在房地产交易中存在先天不足,包括:

- 1) 低频次(对大部分客户而言,一生中房产交易次数大幅低于传统零售电商);
- 2) 重体验(现场讲解和现场参观对消费者具有较大影响);

3) 产品非标准化(房屋类产品因为地点、朝向、装修标准、配套等因素造成所有产品都非标准化。因此很难通过简单互联网营销模式完成全部销售过程。更多客户仍然

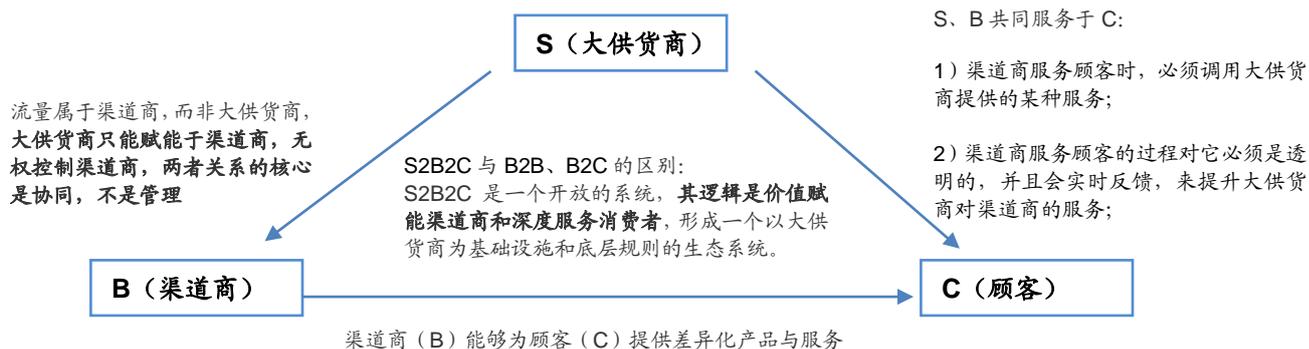
需要现场参观, 获得直观体验);

4) 入口粘性低 (因为消费频次少, 因此消费者对入口忠诚度低);

5) 单位价值高 (以上原因造成消费者交易更谨慎);

以上因素造成, S2B2C 的电商业务较纯粹的 B2C 模式而言, 更符合房地产中介交易特征。

图13 二手房经纪业务 S2B2C 模式



资料来源: 海通证券研究所

2.3.2 易居房友业务模式

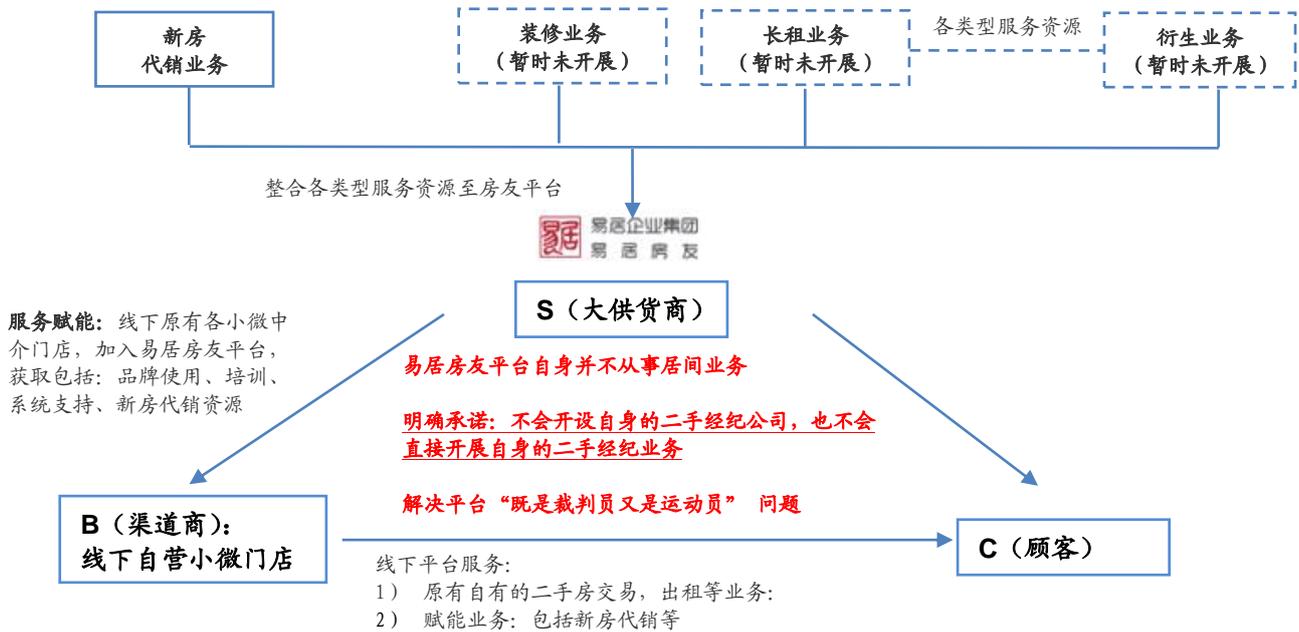
易居房友是 S2B2C 电商业务模式在房地产营销领域的现实应用。从本质上而言, 易居房友属于模型中的 S (大供货商)。房友通过自有品牌和业务优势, 从外部获取新房代理销售、装修 (暂时未开展)、长租 (暂时未开展)、衍生 (暂时未开展) 等服务资源。

与此同时, 易居房友开放平台端口, 吸纳社会原有线下中小门店进入房友平台。房友在提供品牌使用、培训和系统支持后, 为原有小微企业进行服务赋能。各线下小微门店可以参与此前没有机会参与的新房代理销售、装修 (暂时未开展)、长租 (暂时未开展)、衍生 (暂时未开展) 等服务资源。

更为重要的是, 房友平台明确承诺: 不会开设自身的二手经纪公司, 也不会直接开展自身的二手经纪业务。以上承诺的重要意义在于, 保障自身经营的轻资产化, 同时打消中小门店加盟后的顾虑, 防止平台出现“既是裁判员又是运动员”问题。

与此同时, 因为房友不直接开展二手经纪业务, 也不会开设二手经纪公司, 所以原有线下门店二手房交易等居间业务可以顺利保留。房友平台不参与, 也不会提成。

图14 易居房友业务模式



资料来源: 2018年4月26日《易居(中国)企业控股有限公司聆讯后资料集(第一次呈交)》P124-127整合, 海通证券研究所

2.3.3 易居房友竞争格局分析

从房地产新房代销产业链而言, 主要分为场内业务和场外业务。

所谓场内业务, 又称为坐销。主要是中介服务机构与开发商签订代销合同后, 在销售案场等待客户上门。从服务内容看, 包括现场咨询, 信息反馈, 事后跟踪和协助签约等等。近年来开发商多采取联合代理模式, 以上因素使得坐销业务市场相对稳定。包括世联行、易居等大型代理行对市场把控能力强。场内业务目前所面临的主要压力在于: 1) 佣金率低; 2) 受市场波动影响; 3) 行业格局相对稳定, 难出现较大突破。

所谓场外业务, 主要指各类型平台向场内进行客户导流。我们认为从导流方式分类可以大体分为: 1) 电商; 2) 线下门店, 一二手联动两大类。

场外电商包括网络平台、移动端、平面和电视媒体以及 Call 中心等。市场比较知名的电商平台包括房天下、安居客等。2014 年中介领域曾试图将房地产电商与金融衍生产品结合, 创造如购房宝之类创新营销。但目前相关产品已经明显走弱, 且存在政策监管风险。从目前趋势看电商导流业务在一二线受一房一价影响, 佣金率不高。但是在三四线佣金率有保障。

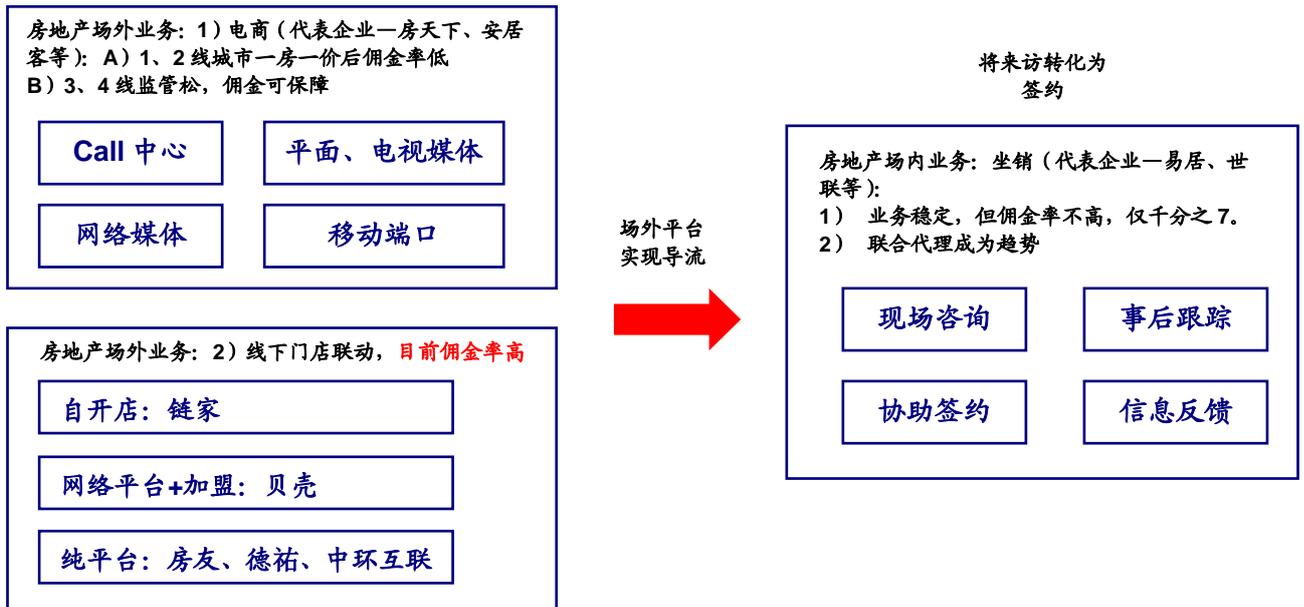
线下导流平台, 按照开店模式可以分为:

- 1) 自开店, 包括链家、我爱我家、Q 房。自开店模式对门店可控能力强, 具备网点优势和战略统一性。自开店模式的主要压力来自资金投入大。
- 2) 网络平台+自营, 如贝壳、房天下(前期曾有尝试)。目的在于整合线上、线下所有资源, 希望能够构建闭环生态圈。但是从目前情况看, 由于平台对加盟店存在强管控(包括现金流等), 而自营门店与加盟店之间存在潜在利益冲突, 线下门店担忧该类型平台存在“既当裁判员又当运动员”的潜在风险。因此, 部分线下门店对该类型平台进行集体抵制。

- 3) 纯平台,包括房友、德祐和中环互联等。平台核心目的在于整合上游服务资源,再分包至下游各类型中小加盟中介公司。平台不过多干预门店原有二手房销售、租赁等业务,更多是叠加此前无机会参与的新房代理、长租等业务。

按照以上产业链定位,考虑房友平台目前仅提供新房代销业务资源,可以理解为采取轻资产模式进入一二手联动代销领域。从产业链划分看,房友业务与目前市场存在的世联行、链接、我爱我家、贝壳等不在同一领域。与房友构成主要竞争的是德祐、中环互联。

图15 房地产新房代销产业链



资料来源: 海通证券研究所

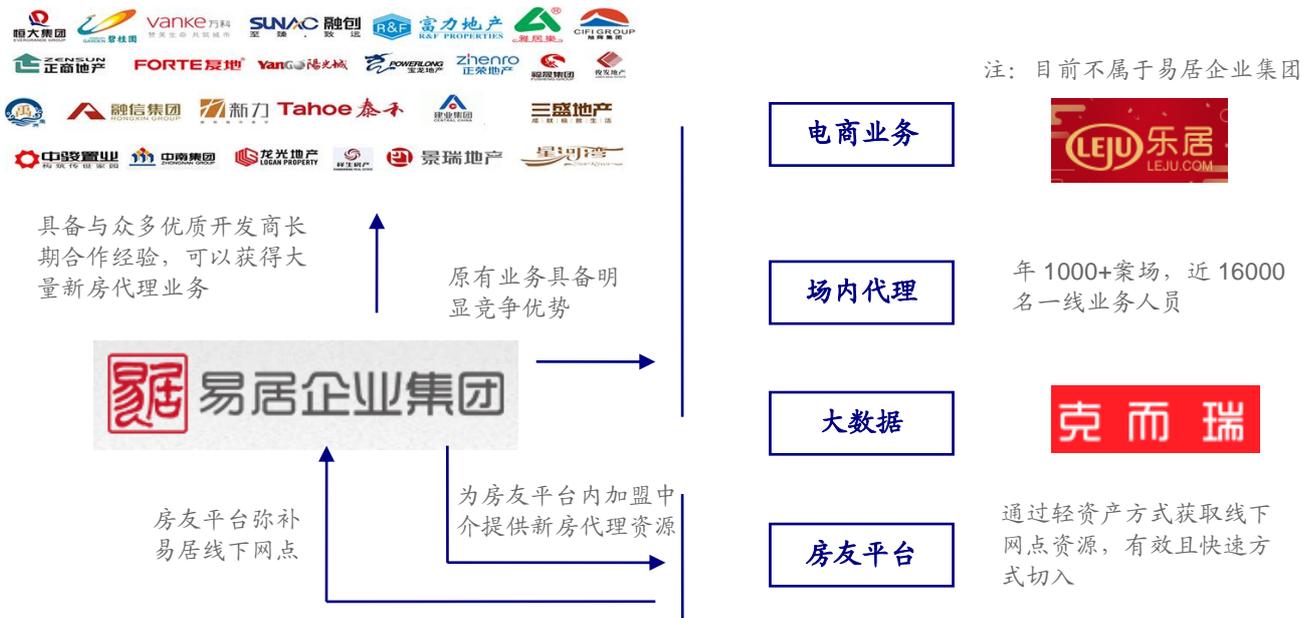
2.3.4 房友对易居的重要意义: 轻资产补充线下网络, 扩大场外业务

基于以上分析, 我们可以大致看出房友平台目前的主要盈利思路在于从易居原有的场内业务(坐销代理), 切入到更广阔的场外业务。易居此前仅仅只有电商业务, 缺乏线下门店联动。通过房友平台, 易居实现对线下门店资源的轻资产化整合。与此同时, 考虑截至 2017 年 12 月 31 日房友全国网络覆盖 22 座城市的 4075 家房友品牌门店, 易居可以通过以上优势抢夺更多开发商代理销售资源。

更为重要的是, 目前场内业务佣金率偏低, 且当前环境下存在持续压制。但是场外业务因为属于引流模式, 佣金率可以保持在 2%左右。从盈利模式看, 房友平台与加盟店之间按照“二八分成”原则进行利润分配⁸。只要房友平台实现“左手扩房源, 右手扩加盟店数”, 易居在新房代理环节的核心竞争优势将不断扩大。

⁸ 2018 年 4 月 26 日《易居(中国)企业控股有限公司聆讯后资料集(第一次呈交)》P127

图16 易居新房代销产业链



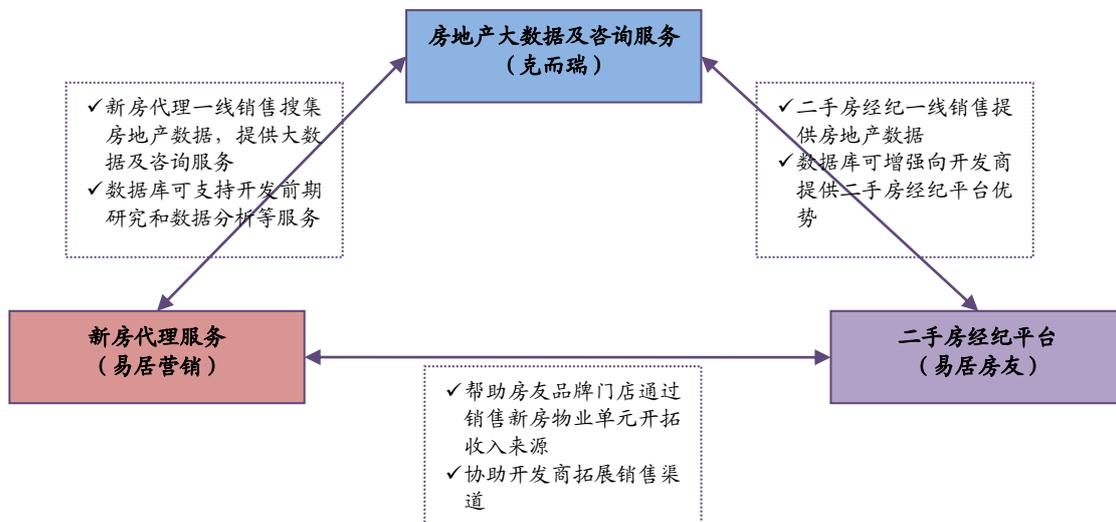
资料来源：2018年4月26日《易居（中国）企业控股有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）》P117-127 整合，海通证券研究所

2.4 小结

易居中国旗下三大业务板块覆盖了房地产交易平台全产业链。新房交易、二手房交易和大数据平台三部分业务之间具有较强的协同效应，可以互补客户和服务内容，不断增强服务内容的丰富性和专业性。

此外，公司与房企销售规模前百强的公司有深厚关系，其中行业领先地产开发商在2017-2018年战略投资易居中国，成为易居中国的股东。客户+股东的模式使得易居在提供新房代理和数据咨询方面比竞争者更具优势，保持收入稳定性和增长潜力。

图17 易居企业控股三项业务协同效应强



资料来源：2018年4月26日《易居（中国）企业控股有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）》，海通证券研究所

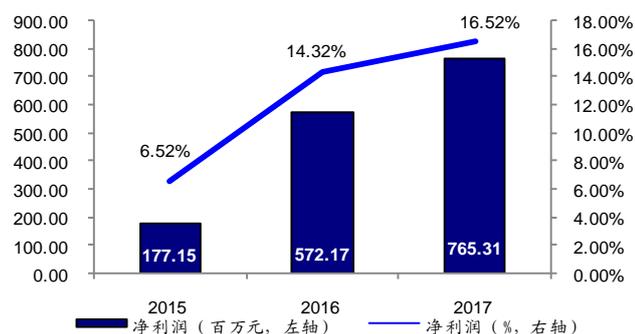
3. 财务情况

公司 2015-2017 年总收入分别为 27.16、39.96、46.33 亿元，2016-2017 年的同比增速分别为 47.11% 和 15.95%。其中 2016 年公司收入大幅增长的主要原因在于新房代理收入达到 35.69 亿元，同比增长 52.7%，而新房代理占 2016 年总收入的 89%，因此带动了公司 2016 年收入的大幅增长。2017 年新房代理收入为 39.27 亿元，同比增速下滑到 10%。

2015-2017 年间公司的毛利率水平和净利率水平不断改善。我们根据公司香港首次 IPO 公告中披露的财务数据，根据我们对公司业务的理解做成了表 8 中的利润表。公司 2015-2017 年间，毛利率分别为 23.71%、29.29%、31.95%；经营性利润 (EBITDA/总收入) 分别为 11.14%、19.67%、20.72%；净利润率分别为 6.52%、14.32%、16.52%。我们认为公司利润率上升的主要原因是在营业成本中占比较高的员工成本增速低于公司收入增速，公司规模化经营实现效率提升。

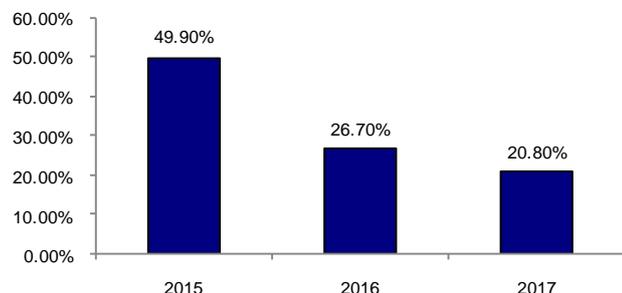
流动性方面，易居中国的负债率较低且在 2015-2017 年期间资产负债率不断下降。截止 2017 年年底，公司资本负债率为 20.8%，流动比率为 1.36。公司账面现金充裕，截止 2018 年 2 月底，账面现金为 15.88 亿元，限制银行资金为 0.5 亿元，银行贷款为 4.5 亿元。公司账面现金足以覆盖银行贷款，流动性较强。

图18 净利润及净利润率



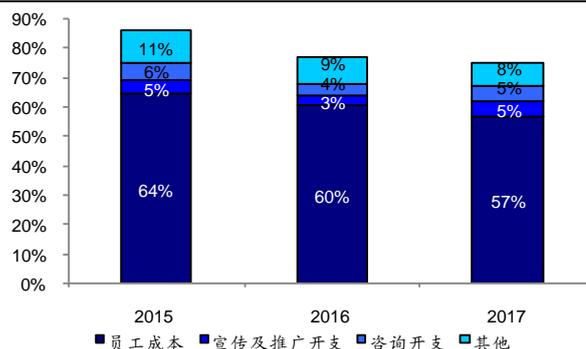
资料来源：2018 年 4 月 26 日《易居（中国）企业控股有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）》P223，海通证券研究所

图20 资本负债率 (%)



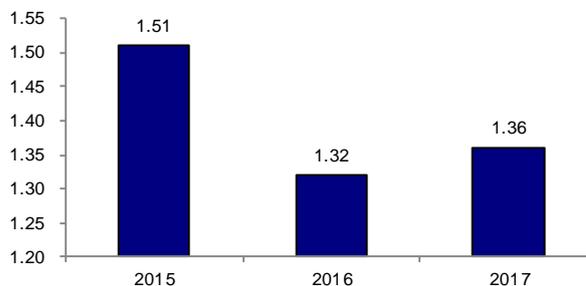
资料来源：2018 年 4 月 26 日《易居（中国）企业控股有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）》根据 P521，海通证券研究所

图19 经营成本占收入比重⁹



资料来源：2018 年 4 月 26 日《易居（中国）企业控股有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）》P224，海通证券研究所

图21 流动比率 (倍)



资料来源：2018 年 4 月 26 日《易居（中国）企业控股有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）》根据 P521，海通证券研究所

⁹ 其他包括办公场所租赁、办公、差旅、业务招待、研发开支

表 8 易居企业控股利润表

项目 (非特别标注均为百万元)	2015	2016	2017	备注
收入	2716.45	3996.13	4633.36	
营业成本				
员工成本	-1736.71	-2401.92	-2623.33	员工成本包括工资、奖金、佣金和社会保险。是公司主要成本，占收入约 57-64%。
办公场所经营租赁开支	-86.84	-94.13	-105.57	
折旧及摊销开支	-27.26	-24.19	-27.87	
按摊销成本计量的金融资产亏损拨备	-63.44	-103.96	-119.87	主要包括各类应收款及应收关联方贸易性质的款项确认与其信贷亏损，余额占收入的 2.3-2.6%。
咨询开支	-158.18	-176.46	-224.42	向外部第三方支付的研究活动、项目咨询、数据购买、法律税务服务等方面的专业咨询费用。
分销开支	0.00	-24.97	-51.73	支付房友品牌门店及所合作的二手房经纪公司的佣金。
毛利	644.02	1170.49	1480.57	
毛利率 (%)	23.71%	29.29%	31.95%	
管理费用				
其他经营成本	-215.79	-253.81	-284.54	办公、差旅、业务招待、研发开支。
销售费用				
宣传及推广开支	-125.55	-130.54	-236.05	为开发商客户宣传和推广项目产生的成本。此类部分开支由开发商补偿，其他则由开发商客户支付佣金但不再单独补偿。此项也包涵大数据服务和二手房服务的宣传费用。此项和收入相关性不大，因为不是所有新房项目的常用开支。
EBITDA	393.37	914.29	1107.72	
EBIT	302.67	786.14	959.98	
经营性利润率 (%)	11.14%	19.67%	20.72%	
财务费用				
融资成本	-26.45	-29.76	-21.65	
公允价值变动 (其他收益及亏损)	-4.43	-2.52	3.36	投资物业减值损失、出售投资物业和设备、汇率波动有关的收益或损失。有些投资物业是因开发商客户欠付公司服务费而转让给公司的，公司会视市场情况转售以套取现金。
应占联营公司业绩	0.09	-0.53	0.15	
营业利润	271.88	753.34	941.83	
其他				
其他收入	22.22	39.27	38.26	政府补贴和退税，以及银行存款利息收入。政府补贴 2015、2016、2017 分别为 17、34.1、31.2 百万元。
其他开支	-4.88	-3.80	-8.83	非经营性、行政罚款、捐赠和其他杂项开支。
利润总额	289.23	788.81	971.26	
所得税开支	-112.07	-216.64	-205.95	
年内利润及全面收益总额	177.15	572.17	765.31	
净利润率 (%)	6.52%	14.32%	16.52%	
本公司拥有人	165.21	486.97	352.02	
非控股权益	11.95	85.20	413.29	

资料来源：2018 年 4 月 26 日《易居 (中国) 企业控股有限公司聆讯后资料集 (第一次呈交)》P223，海通证券研究所

表 9 易居 2015-2017 年现金和银行借款

项目	2015	2016	2017	截止 2018 年 2 月 28 日
现金及现金等价物 (百万元)	465.76	974.95	1791.29	1588.11
增速 (%)	-	109%	84%	-11%
受限制银行资金 (百万元)	0.5	63.62	131.26	51.33
增速 (%)	-	12625%	106%	-61%
总现金 (百万元)	466.26	1038.57	1922.55	1639.44
增速 (%)	-	123%	85%	-15%
银行借款 (百万元)	160	390	450	450
银行借款固定利息 (%)	5.06-6.04%	4.84%-6.04%	4.82%-6.04%	4.82%-6.04%

资料来源: 2018 年 4 月 26 日《易居(中国)企业控股有限公司聆讯后资料集(第一次呈交)》P239 和 P249, 海通证券研究所

4. 盈利预测

易居中国的营业收入主要来自新房代理服务, 2015-2017 年新房代理服务收入占总收入比分别为 86.0%、89.3%、84.7%。我们认为新房代理是带动公司营收增速的主要因素。

公司新房代理收入取决于当年代理销售的物业总价值和服务费率。代理销售物业总价值由公司代理销售面积乘以销售均价获得。2015-2017 年公司已售新物业建筑面积分别为 26.1、35.5、37.2 万平方米, 年复合增速为 19.4%。根据 2018 年 4 月 26 日《易居(中国)企业控股有限公司聆讯后资料集(第一次呈交)》, 公司截止到 2017 年 12 月 31 日新房代理销售项目覆盖全国 186 个城市, 和 42 个开发商签订了战略合作协议。合作开发商中包括 4 家销售规模前五强的房地产公司(同时也是公司股东), 21 家中国 100 强地产商股东。

从行业总成交量来看, 中国住宅销售面积同比增速在从 2016 年 2 月开始持续下探。2016 年销售面积同比增速为 22.4%, 2017 年同比增速为 5.3%。易居中国代理销售的楼盘布局全国 100 多个城市, 2016 年和 2017 年代理销售面积同比增速分别为 36.0%和 5.0%, 增速大致波动和全国增速数据类似。但与此同时, 公司主要合作代理销售的开发商客户为销售规模前百强的房企。近年行业集中度提升明显。2017 年销售规模前 100 强的房地产开发商市场占有率达到了 56.8%¹⁰。我们认为行业长期可能会保持销售面积总量高位增速低位, 这可能会导致易居代理销售面积的同比增速有下行风险, 但和易居合作的领先房企的集中度不断提升可以对冲该风险或使增速上行。截至 2017 年底, 易居营销共有 1028 个签订项目, 共约 2 亿平米销售面积。易居营销具备充沛的代理销售资源, 新房代理收入有望保持稳定增长。

我们预测的 2018-2020 年公司新房代理收入主要基于以下假设:

- 1) 2018H1 销售规模排名前 30 的房地产开发商销售额同比增速约为 38.25%, 销售面积同比增速约为 46.96%, 其中有 10 家是易居中国的股东。易居中国 17 家股东 2018H1 平均销售额同比增速约为 56.14%, 销售面积同比增速约为 62.03%。我们认为易居中国在新房代理方面得益于和行业领先公司合作, 可以享有超越行业的代理销售面积增速。我们预计公司代理销售面积增速在 2018 年、2019 年和 2020 年分别为 36%、23%、20%。
- 2) 在调控政策下, 各区域房价涨幅不同。我们采取最保守的假设, 预测公司代理

¹⁰ 根据克尔瑞 2017 年 Top100 销售规模计算

的项目房价增速和通胀增速相近，约为 2%。

- 3) 新房代理费用 2015-2017 年逐年增长，根据我们之前对此业务费率的解释，代理费用可能会因为服务内容和客户而有变化，我们在做预测的时候使用了 2015-2017 年三年费率均值—— 0.89%。
- 4) 公司截至 2018 年 3 月 15 日因架构调整已经不存在非控股权益，因此我们预测 2018-2020 年非控股权益为 0%。¹¹

结合以上假设，我们预测的新房代理收入请见表 11。

图22 中国住宅销售面积累计同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 10 易居地产公司股东 2018H1 销售情况

实际持股人	持有易居股份占比 (%)	2018H1 销售额 (亿元)	2018H1 销售面积 (万平方米)	销售额同比增速 (%)	销售面积同比增速 (%)
万科	15%	3030.2	2009.9	11.10%	10.55%
碧桂园	15%	4124.8	4349.4	45.13%	89.93%
中国恒大	15%	3040.0	2909.4	26.16%	21.95%
雅居乐	1.75%	490.2	367.6	28.73%	26.93%
融创中国	1.75%	1916.0	1175.5	76.09%	101.87%
旭辉控股	1.31%	661.8	443.4	40.36%	28.48%
阳光城	1.31%	663.0	463.0	67.51%	68.49%
复星国际	1.31%	184.3	121.1	-5.73%	-3.89%
建业地产	1.31%	310.4	470.1	102.08%	85.08%
宝龙地产	0.87%	162.3	122.6	94.84%	86.32%
正荣地产	0.87%	635.0	431.8	60.11%	135.70%
秦禾集团	0.66%	655.0	308.7	61.73%	79.27%
景瑞控股	0.44%	81.4	30.7	32.57%	-24.96%
新力地产	0.44%	330.3	229.0	173.20%	107.43%
中骏置业	0.44%	242.8	202.0	79.45%	162.68%
禹洲地产	0.25%	188.5	188.2	16.21%	68.64%
中南建设	0.25%	652.1	475.6	44.91%	10.02%
平均				56.14%	62.03%

资料来源: 克而瑞, 海通证券研究所

¹¹ 2018 年 7 月 10 日《全球发售》P283

表 11 易居新房代理销售收入预测

项目	2017	2018E	2019E	2020E
已售新物业建筑面积 (百万平)	37.2	50.6	62.2	74.7
同比增速 (%)	5%	36%	23%	20%
已售新物业总价值 (百万元)	432982	600633	753554	922350
已售新物业单价 (元每平)	11639	11872	12110	12352
同比增速 (%)	2%	2%	2%	2%
平均佣金费率(%,代理收入/已售物业总价值)	0.87%	0.88%	0.91%	0.89%
新房代理收入 (百万元)	3927	5346	6707	8209
同比增速 (%)	10%	36%	25%	22%

资料来源: 2018年4月26日《易居(中国)企业控股有限公司聆讯后资料集(第一次呈交)》, 海通证券研究所

克而瑞大数据和咨询和公司受理咨询案件数量相关。公司 2016、2017 年该项业务收入同比增幅分别为 4.3%和 59%。我们认为公司 2017 年该项业务收入大幅提升主要是由于公司在 2017 年新推出了新增土储排行等相关数据和研究报告, 进一步扩大了公司品牌影响力, 增加了客户数量。对于未来增速, 我们保守假设公司客户群稳定增长, 该项业务的收入增速稳定为 5%。

房友二手经纪平台是公司 2015 年推出的新业务。依托公司已有的新房代理业务和大数据系统, 二手房经纪业务两年时间内迅速到 22 个城市、4000 多个门店, 有 192 个联动项目。房友二手经纪平台在 2016 年产生收入, 2017 年的收入同比增速为 148%。我们认为受益于新房、大数据和二手房三项业务互补优势, 以及易居在业内的知名品牌, 公司的二手经纪业务在前期可享高速发展。我们预测公司房友二手经纪收入 2018-2020 年同比增速分别为 50%、40%、30%。

表 12 易居分项业务预测

	2017	2018E	2019E	2020E
新房代理				
收入 (百万元)	3927	5346	6707	8209
同比增长/减少 (YoY%)	10.04%	36.13%	25.46%	22.40%
大数据和咨询				
收入 (百万元)	629	661	694	729
同比增长/减少 (YoY%)	59%	5.00%	5.00%	5.00%
房友二手经纪平台				
收入 (百万元)	77	116	162	211
同比增长/减少 (YoY%)	147.83%	50.00%	40.00%	30.00%
总计				
总收入 (百万元)	4633	6122	7563	9148
同比增长/减少 (YoY%)	15.95%	32.14%	23.53%	20.97%
毛利率 (%)	31.95%	35.33%	36.70%	37.81%

资料来源: 2018年7月10日《全球发售》, 海通证券研究所

表 13 易居盈利预测表

	2017	2018E	2019E	2020E
一、营业总收入 (百万元)	4633	6122	7563	9148
二、营业成本 (百万元)	3153	3959	4787	5689
三、营业利润 (百万元)	942	1591	2172	2826
加: 营业外收支 (百万元)	29	33	33	33
四、利润总和 (百万元)	971	1624	2206	2860
五、净利润 (百万元)	765	1283	1742	2259
减: 少数股东损益 (百万元)	413	0	0	0
六、归母净利润 (百万元)	352	1283	1742	2259
七、总股本 (百万股)	1467.4	1467.4	1467.4	1467.4
八、每股收益 (元/股)	0.24	0.87	1.19	1.54

资料来源: 2018年4月26日《易居(中国)企业控股有限公司聆讯后资料集(第一次呈交)》, 海通证券研究所

成本方面, 公司营业成本中员工成本占比较高, 2015-2017年员工成本占收入比分别为 64%、60%和 57%。我们认为公司规模化经营会持续提高经营效率, 减少员工占收入比重。我们预测 2018-2020年员工成本占收入比重为 55%。考虑到员工成本的变动直接影响公司的毛利率和净利率, 对公司利润有较大影响。因此我们对公司 2018-2020年的员工成本占比假设做了敏感性分析(见下表)。

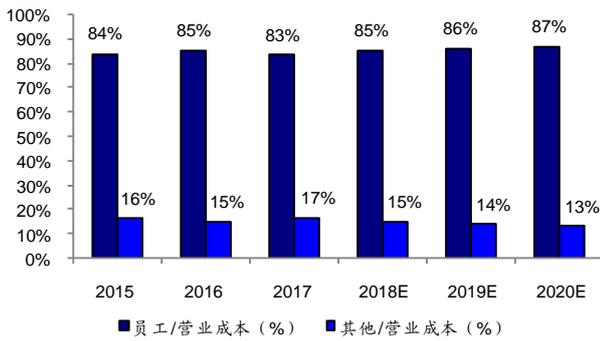
假设 2018年以员工成本/总收入 55%上下波动 0.5%, 对应归母净利润上涨或下降约 0.24 亿元; 假设 2019年以员工成本/总收入 55%上下波动 0.5%, 对应归母净利润上涨或下降约 0.30 亿元; 假设 2020年以员工成本/总收入 55%上下波动 0.5%, 对应归母净利润上涨或下降约 0.36 亿元。

表 14 员工成本/营业收入变动对年度预测净利润影响的敏感性分析

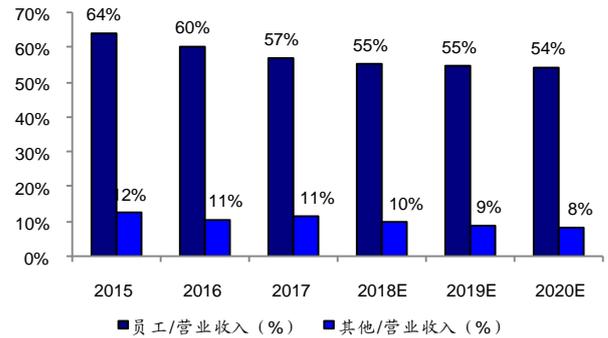
		归属母公司所有者的净利润 (百万元)		
		2018E	2019E	2020E
员工成本/ 总收入 (%)	53.5	1355	1832	2367
	54.0	1331	1802	2331
	54.5	1307	1772	2295
	55.0	1283	1742	2259
	55.5	1259	1713	2223
	56.0	1234	1683	2187
	56.5	1210	1653	2151

资料来源: Wind, 海通证券研究所

除了员工成本以外, 营业成本还有办公场所经营租赁开支、咨询开支、分销开支以及折旧摊销等(见表 8)。营业成本中员工成本和其他的占比约在 85:15。就营业成本内部分配上, 我们认为房地产中介平台本身为轻资产类型的公司, 属于劳动密集型。公司规模拓展更多应该体现在员工成本上, 因此我们预测 2018-2020年的营业成本结构中可以看到员工占比在小幅提升。与此同时, 我们认为公司的规模扩张本身会有规模效应, 此外公司新房、大数据和房友业务之间协同作用较强, 规模效应会得到加强。因此在我们预测中 2018-2020年的营业成本内, 分成员工成本和其他两类去比营业收入时, 我们预测的是员工成本/营业收入和其他/营业收入比例小幅下降。因为毛利率=1-营业成本/营业收入=1-(员工成本+其他)/营业收入=1-员工成本/营业收入-其他/营业收入, 所以我们预测 2018-2020年的毛利率有所提升。

图23 预测经营成本拆分项各占营业成本比重


资料来源：2015-2017 年数据来自 2018 年 4 月 26 日《易居（中国）企业控股有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）》P223，海通证券研究所

图24 预测经营成本拆分项各占收入比重


资料来源：2015-2017 年数据来自 2018 年 4 月 26 日《易居（中国）企业控股有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）》P224，海通证券研究所

由于员工成本在营业成本中占比较高，因此我们做了员工成本和净利润的敏感性分析。由于营业成本中其他的占比很小，我们认为与其做其他成本的敏感性分析，不如就毛利率整体做敏感性分析。我们以 2018 年预测的毛利率 35.33% 作为基准，假设 2018 年毛利率 35.33% 上下波动 1%，对应归母净利润上涨或下降约 0.48 亿元；假设 2019 年毛利率 35.33% 上下波动 1%，对应归母净利润上涨或下降约 0.60 亿元；假设 2020 年毛利率 35.33% 上下波动 1%，对应归母净利润上涨或下降约 0.72 亿元。

表 15 毛利率变动对年度预测净利润影响的敏感性分析

		归属母公司所有者的净利润（百万元）		
		2018E	2019E	2020E
毛利率 (%)	32.33%	1137	1660	2080
	33.33%	1186	1541	1935
	34.33%	1234	1601	2008
	35.33%	1283	1660	2080
	36.33%	1331	1720	2152
	37.33%	1379	1780	2224
	38.33%	1428	1840	2297

资料来源：Wind，海通证券研究所

5. 估值及投资建议

5.1 估值

我们认为对于易居中国的估值可以采用 PE 估值和 DCF 估值两种方法。

1) PE 估值

截至本报告期，上市房地产交易平台包括世联行、国创高新和我爱我家，且均为 A

股上市。易居中国是目前唯一在香港主板上市的房地产交易平台。横向对比四家公司业务规模(表 16)，我们可以看到易居中国新房代理门店规模和收入规模和世联行势均力敌，而二手房代理门店规模远超我爱我家和深云房。由于二手房业务正值起步阶段，因此 2017 年收入规模还未能匹配门店规模，但未来成长可期。

对比可比房地产交易平台，A 股可比公司 2018 年 PE 约 15 倍，其中新房和二手房代理规模较大的世联行 2018 年 PE 约 10 倍。我们认为易居中国业务规模属于行业龙头，大数据业务市场独一无二。公司新房代理、二手房业务均依托大数据平台，相辅相成。我们认为公司的业务具有一定独特性且有市场竞争优势。

按照公司发行价格 14.38 港元(即人民币 11.74 元)计算，我们预测公司 2018 年 EPS 对应的 PE 值约为 13.43 倍，PEG (2018 年 PE 除以 2017-2019 年净利润复合增速)为 0.11，可比公司 PEG 平均值为 0.24。对比可比公司，考虑到易居企业控股子行业龙头地位，我们认为公司 2018 年 PE 应该在 15-19 倍区间，对应 236-298 亿港元市值，价格区间 16.06 - 20.34 港元，对应 (2018) PEG 约为 0.12-0.16。

表 16 可比公司业务对比

	易居中国		我爱我家		国创高新(深云房)	世联行	
	新房代理	二手房代理	新房代理	二手房代理	新房和二手房代理	新房代理	互联网+业务
覆盖城市(个)	186	22	50	16	12	185	186
门店数量(个)	-	4000+	- (伟业顾问)	2215	1000	-	-
2017 年收入(百万元)	3927	77	2016 年:1696	2016 年: 5542	1619	3779	2353

备注：我爱我家 2017 年全年数据未披露，因此我们借鉴昆百大 2017 年 10 月公告《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)(五次修订稿)》中 2016 年的全年数据。

资料来源：易居中国首次 IPO 公告、我爱我家《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)(五次修订稿)》、国创高新 2017 年报、世联行 2017 年报，海通证券研究所

表 17 可比公司估值表

代码	简称	总市值(亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PEG (2018)
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2018PE/(2017-19 年净利润复合增速)
A 股房地产交易平台									
002285.SZ	世联行	123	0.49	0.60	0.75	12.24	10.00	8.00	0.43
000560.SZ	我爱我家	134	0.06	0.34	0.39	94.83	16.74	14.59	0.11
002377.SZ	国创高新	60	0.05	0.36	0.42	130.40	18.11	15.52	0.10
	均值		0.20	0.43	0.52	79.16	14.95	12.70	0.24
02048.HK	易居企业控股	172	0.24	0.87	1.19	48.95	13.43	9.89	0.11

注：易居企业控股市值按照《全球发售》公告 IPO 发行价 14.38 港元计算，人民币：港元汇率为=1:0.8166。

其他公司收盘价为 2018 年 7 月 19 日价格，除易居中国和我爱我家为海通预测外其余可比公司 EPS 为 Wind 一致预期

资料来源：Wind，海通证券研究所

2) DCF 估值

由于房地产交易平台和开发商不同，主要提供轻资产服务。因此和使用 NAV 估值方法计算房地产开发商的公司价值不同，我们选择使用永续现金流的方法计算易居的公司价值。

公司自由现金流(FFCF)的测算请见下表。我们假设无风险收益率为 3.0%，风险溢价 5.0%，算得资产贴现率为 9.25%；债务成本 7%，税率假设为 25%，公司 Beta 1.25，

行业 Beta 1.50; 公司 16 年付息债务总额约为 4.5 亿元; 公司总股本 14.67 亿股, IPO 发行价为 14.38 港元¹² (人民币 11.74 元每股) 计算, 公司总股本价值为 172 亿元人民币。WACC 计算值约为 9.15%。永续增长率我们假设取 3%。

如果根据永续现金流测算, 我们测算公司股票价值约为人民币 370 亿元, 每股价值约为人民币 25.23 元 (30.90 港元每股), 对应 2018 年 PE 约为 29 倍。

表 18 公司现金流和股票价值测算

	2018E	2019E	2020E	终值	总计
无风险利率 Rf	3.00%	五年期国债收益率	债务利率	7.00%	参考公司 2017 年数据
风险溢价	5.00%	综合考虑公司业绩和投资风险	实际税率	25.00%	参考公司历史数据
Beta (公司)	1.25	参考可比公司 Beta	权益比例	97.45%	参考公司 2017 年负债、发行价 14.38 港元计算得到股本价值
Beta (行业)	1.50	综合行业和子行业 Beta	资产贴现率	9.25%	
公司自由现金流 (FFCF, 百万元)	1412	2073	2606	43581	50569
自由现金流现值 (百万元)	1294	1740	2004	30758	36693
WACC (%)	9.15%				
永续增长率 (%)	3.00%				
债务 (百万元)	450	(2017 年账面付息债务)			
投资 (百万元)	1923	(2017 年账面现金和长期投资之和)			
少数股东权益 (百万元)	1138	(2017 年资产负债表)			
企业价值 (百万元)	38615	投资+自由现金流现值总额			
股票价值 (百万元)	37028	企业价值-少数股东权益-债务			
每股价值 (人民币元每股)	25.23				
对应 2018 年 PE (倍)	28.87				

资料来源: 海通证券研究所

我们对公司股票价值做了敏感性分析, 使 WACC 上下波动 0.5% 和永续增长率上下浮动 1%。公司股票价值波动范围在人民币 303-482 亿元之间波动 (人民币 23.86-26.86 元每股)。

表 19 公司价值敏感性分析

股票价值 (人民币元每股)		WACC (%)		
		8.65%	9.15%	9.65%
永续增长率 (%)	2%	23.86	22.13	20.62
	3%	27.55	25.23	23.27
	4%	32.82	29.55	26.86

股票价值 (人民币亿元)		WACC (%)		
		8.65%	9.15%	9.65%
永续增长率 (%)	2%	35010	32468	30263
	3%	40421	37028	34150
	4%	48159	43359	39414

资料来源: 海通证券研究所

¹² 公司 2018 年 7 月 19 日《发售价及配发结果公告》P1

5.2 投资建议

易居企业控股此次赴港上市填补了港股房地产交易平台的空白。我们看好易居中国的主要投资逻辑有以下几点:

1) 子行业龙头企业: 易居企业控股作为在中介同行中, 无论是在城市覆盖率、大数据服务还是市场品牌影响力都处于领先地位, 是房地产行业里面中介子行业的龙头企业。

2) 充足资金助力持续成长: 易居通过此次上市获得充足资金将用于支持公司规模拓展和服务能级提升, 保持行业领先地位。

3) 股东也是重点合作伙伴: 通过 2017-2018 年初公司引入战略股东, 易居企业控股成功将销售规模靠前的主要房地产开发商发展成为公司的主要股东。这种股东+合作伙伴的方式有助于公司新房代理获得优先代理权, 并能够分享开发商行业内部领先者高于同行的销售增速。这使得公司的主要收入来源——新房代理, 有较高的增速。

综上所述, 我们认为易居企业控股在子行业中有独特的竞争优势和竞争壁垒, 此外公司和股东密切的合作关系使得公司业绩增速更具确定性。从 PE 估值方法来看, 可比公司 2018 年 PE 约 15 倍, 我们认为考虑到易居企业控股在子行业中的竞争优势和龙头地位, 应该享有一定溢价, 2018 年 PE 估值参考范围 15-19 倍。DCF 模型中我们算得公司每股价值约为 30.90 港元, 对应 2018 年 PE 约为 29 倍。因公司未来业绩弹性较好、资本结构中负债较少, 因此使用绝对估值方法计算公司价值较高。PE 相对估值方法不仅考虑了公司未来业绩增速, 还参考了先行市场对同类公司的价值判断。结合两种估值方法, 我们选取最谨慎的估值区间, 给予易居企业控股 2018 年 15 - 19 倍 PE 估值, 对应市值为 236-298 亿港元, 对应合理价值区间为 16.06 - 20.34 港元, 对应 (2018) PEG 约为 0.12-0.16。

6. 风险提示

房地产行业限购政策持续加码降低新房和二手房成交量。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标 (元)					营业总收入	4633.36	6122.35	7562.72	9148.35
每股收益	0.24	0.87	1.19	1.54	营业成本	3152.79	3959.09	4786.99	5689.47
每股净资产	1.47	5.25	6.38	8.08	毛利率%	31.95%	35.33%	36.70%	37.81%
每股经营现金流	0.57	3.80	1.13	1.64	营业费用	236.05	247.86	260.25	273.26
盈利能力指标 (%)					营业费用率%	5.09%	4.05%	3.44%	2.99%
毛利率	31.95%	35.33%	36.70%	37.81%	管理费用	284.54	298.77	313.70	329.39
净利润率	16.52%	20.95%	23.04%	24.69%	管理费用率%	6.14%	4.88%	4.15%	3.60%
净资产收益率	16.28%	16.65%	18.62%	19.05%	EBIT	959.98	1616.64	2201.78	2856.23
资产回报率	5.55%	10.05%	11.28%	11.81%	财务费用	21.65	24.75	28.00	28.50
盈利增长 (%)					财务费用率%	0.47%	0.40%	0.37%	0.31%
营业收入增长率	15.95%	32.14%	23.53%	20.97%	资产减值损失&投资收益	-3.36	1.20	1.20	1.20
EBIT 增长率	22.11%	68.40%	36.20%	29.72%	营业利润	941.83	1590.59	2172.48	2826.43
净利润增长率	-27.71%	264.40%	35.84%	29.65%	营业外收支	29.43	33.16	33.16	33.16
偿债能力指标					利润总额	971.26	1623.75	2205.64	2859.59
资产负债率	65.89%	39.64%	39.43%	37.99%	EBITDA	1107.72	1794.70	2415.85	3109.94
流动比率	1.36	2.38	2.40	2.51	所得税	205.95	340.99	463.18	600.51
速动比率	0.57	1.60	1.62	1.72	有效所得税率%	21.20%	21.00%	21.00%	21.00%
现金比率	0.46	1.49	1.53	1.63	少数股东损益	413.29	0.00	0.00	0.00
					归属母公司所有者净利润	352.02	1282.76	1742.46	2259.07
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	971.26	1623.75	2205.64	2859.59	货币资金	1922.55	7563.02	9320.86	11881.90
折旧摊销	22.17	25.00	25.00	25.00	应收款项	3308.00	3969.60	4763.52	5716.23
营运资金变动	-891.35	-254.40	-261.21	-259.05	存货	-	-	-	-
经营活动现金流	241.78	1562.71	2128.86	2811.84	其它流动资产	470.66	511.09	558.91	616.10
投资活动现金流	4.57	-25.30	-25.30	-25.30	流动资产合计	5701.22	12043.72	14643.30	18214.23
融资活动现金流	1103.44	4378.42	19.01	227.33	长期股权投资	-	-	-	-
现金净流量	833.00	5574.84	1659.39	2413.36	固定资产	62.25	62.55	62.85	63.15
公司自由现金流	896.82	1412.33	2073.27	2605.73	投资物业	18.69	19.62	20.60	21.63
					无形资产	5.74	5.74	5.74	5.74
					非流动资产合计	638.71	718.81	810.64	915.93
					资产总计	6339.92	12762.53	15453.93	19130.15
					短期借款	450.00	500.00	500.00	500.00
					应付账款	174.56	226.93	295.01	383.51
					预收账款	83.47	108.51	141.06	183.38
					其它流动负债	3469.05	4223.59	5157.60	6201.16
					流动负债合计	4177.08	5059.03	6093.66	7268.05
					长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
					其它长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00
					非流动负债合计	0.22	0.25	0.29	0.33
					负债总计	4177.30	5059.28	6093.95	7268.39
					实收资本	330.08	76.02	76.02	76.02
					普通股股东权益	1025.11	7703.25	9359.98	11861.77
					少数股东权益	1137.51	0.00	0.00	0.00
					负债和所有者权益合计	6339.92	12762.53	15453.93	19130.15

备注: 利润表每股收益按照 14.67 亿股计算。

资料来源: 公司年报《全球发售》公告, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊 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：海航基础,黑牡丹,光大嘉宝,中国恒大,中国国贸,华侨城 A,浦东金桥,新湖中宝,*ST 松江,国创高新,南山控股,格力地产,中华企业,天健集团,福星股份,光明地产,金科股份,粤泰股份,莱茵体育,三湘印象,龙湖地产,旭辉控股集团,万业企业,招商蛇口,融创中国,蓝光发展,华发股份,北京城建,金融街,中国海外发展,融信中国

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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; 2. 市场基准指数的比较标准: 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。	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。
	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。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
联系人
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
联系人
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
薛涵(021)23154167 xh11528@htsec.com
联系人
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
联系人
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
联系人
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
唐一杰(021)23219406 tj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com
范国钦(021)23154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史岳 sy11542@htsec.com

互联网及传媒

钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
联系人
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
李骥(021)23154513 lj11875@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
联系人
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 联系人 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 尹琴(021)23154119 yl11569@htsec.com 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	煤炭行业 李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbq6583@htsec.com 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 联系人 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
建筑建材行业 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 联系人 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com 刘璇 lx11212@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxx12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfh12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 联系人 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 联系人 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 联系人 李阳 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 宗亮 zl11886@htsec.com 巩柏舍 gbh11537@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com	北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 吴尹 wy11291@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 杜飞 df12021@htsec.com 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com 李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com 李婕 lj12330@htsec.com 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
--	--	---

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com