

充分受益股东资源，成就优秀地产服务商

投资要点

- **三大业务联动，均为业内翘楚。**公司拥有三大业务板块，一手房代理服务、房地产大数据及咨询、二手房经纪平台，三大业务相辅相成，能够产生 1+1+1>3 的协同效果。截至 2017 年底，公司一手房代理业务共计产生收入 39 亿元，净利润近 8 亿，已覆盖 186 个城市，目前为中国最大的一手房代理服务提供商。克而瑞则是公司从 2002 年就开始培育的品牌，已覆盖中国 367 个城市超过 83,000 个住宅项目、20,000 个商业项目及 736,000 幅地块。“房友”是 2016 年起公司独创的轻资产 S2B2C 模式，通过整合中小微二手经纪门店，一二手联动赚取开发商拓客的佣金。目前房友进驻 24 个省市，覆盖 58 个城市，门店量突破 8 千家，遍布二手房活跃的全部区域。
- **百强房企为股东，叠加大客户战略。**公司上市引入了前百强房企中 26 家为其战略股东，包括恒大、碧桂园、万科、融创、富力、雅居乐、旭辉、阳光城等，截至全球公开发售前 26 家股东的持股量合计超七成。其中，恒大、万科、碧桂园为主要股东，分别持股 15%，总投资对价均为 17.81 亿港元。作为股东支持，每年都签订保底合作金额，与万科和碧桂园每年的合作金额均达到了 1 千亿，恒大更是超千亿。公司始终坚持大客户战略，只服务前百强房企，目前龙头房企优势正不断显现，上半年 TOP10 房企权益销售额市占率为 25.0%，同比增长了 3.9%，TOP30 市占率 40.4%，同比增长了 7.0%，TOP50 市占率 49.1%，同比增长了 9.4%。随着龙头集中度的提升，公司代理业务高速增长，今年签订的上市量已达 1.2 万亿，保守考虑 50% 去化率，净利润增长 50% 左右。
- **一二手联动，开拓外场分销渠道。**公司 2016 年创立“房友”品牌，另辟蹊径采取轻资产 S2B2C 模式，通过平台模式整合中小微房地产经纪公司并提供“赋能”。房友品牌门店能够参与到销售易居和开发商签订的新房项目，通过一二手联动，赚取开发商拓客的佣金，只要客户成功购房，开发商除了给予易居 0.8% 的佣金外，还需要支付给易居拓客引流佣金 2%。易居再将其中的 80% 给门店。“房友”业务自开展以来规模扩张迅速，目前门店量已突破 8 千家，明年公司将进一步整合 18000-20000 家店，保守估计营收做到 2500 亿。
- **盈利预测与评级。**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为人民币 0.69 元、0.92 元、1.16 元，对应动态 PE 分别为 16 倍、12 倍、9 倍。公司三大板块业务在行业中均处于领先地位，未来规模扩张思路清晰，并且受益于龙头房企入股，我们给予公司 2018 年 18 倍估值，对应目标价 14.31 港元，首次覆盖，给予“增持”评级。

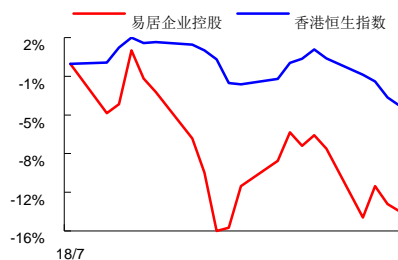
| 指标/年度 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元人民币) | 3996 | 4633 | 5778 | 7635 | 9583 |
| 增长率 | 47.1 | 15.9 | 24.7 | 32.1 | 25.5 |
| 归母净利润(调整后,百万元人民币) | 552 | 702 | 1008 | 1347 | 1698 |
| 增长率 | - | 27.2 | 43.6 | 33.6 | 26.1 |
| 每股收益 EPS | - | - | 0.69 | 0.92 | 1.16 |
| 净资产收益率 | 39.1 | 35.4 | 33.9 | 33.3 | 31.4 |
| PE | - | - | 15.8 | 11.8 | 9.4 |

数据来源: 公司资料, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如
执业证号: S1250517060001
电话: 0755-23900571
邮箱: hhr@swsc.com.cn
联系人: 杨雨蕾
邮箱: yangyul@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|---------------|-------------|
| 52 周区间(港元) | 11.94-14.36 |
| 3 个月平均成交量(百万) | 7.73 |
| 流通股数(亿) | 14.70 |
| 市值(亿) | 179.37 |

相关研究

投资要件

关键假设

假设 1: 综合考虑全国住宅销售面积增速、TOP30 房企销售面积增速、以及 17 年末订约的储备物业总建面 25% 的高增, 给予 2018-2020 年的销售面积增速 33%、25%、18%。

假设 2: 考虑到上半年住宅销售均价增速回升, 给予 2018-2020 年的销售均价增速 4%、5%、5%。

假设 3: 代理销售佣金费率历年来稳定, 给予 2018-2020 年佣金费率为 0.8%。

假设 4: 公司大数据业务已趋成熟, 未来稳健发展, 2018-2020 年增速 20%。

假设 5: 二手房经纪业务发展迅速, 潜力巨大, 2018-2020 年增速 200%、90%、60%。

我们区别于市场的观点

公司独具股东背景+大客户战略, 拥有行业内领先优势。一手房代理服务是公司目前最主要的业务, 其余两块业务(大数据和二手房经纪平台)在市场上亦独树一帜, 并与一手房代理业务一起三者联动, 能够产生 1+1+1>3 的协同效果。此外, 公司获得前百强房企中 26 家房企入股, 且前五强房企中 3 家(碧桂园、万科、恒大)均为持股 15% 的股东, 将为公司一手房代理服务带来得天独厚的优势。而“房友”平台作为地产界的“京东”, 有效整合中小微经纪门店, 形成一二手联动模式, 通过赋能为公司新房场外分销业务提供拓客服务。

股价上涨的催化因素

公司作为受益龙头房企集中度提升的最佳标的, 将充分受益龙头市占率提升带来的利好。上半年 TOP10 房企权益销售额市占率为 25.0%, 同比增长了 3.9%, TOP30 市占率 40.4%, 同比增长了 7.0%, TOP50 市占率 49.1%, 同比增长了 9.4%。预计到 2020 年, TOP30 房企的市占率有望突破 50%。

估值和目标价格

预测公司 2018-2020 年营收为 58 亿、76 亿、96 亿, 归母净利润为 10 亿、13 亿、17 亿, EPS 为 0.69 元、0.92 元、1.16 元, 对应 PE 为 16X、12X、9X。从相对估值来看, 世联行 2018 年 12-15 倍估值, 我爱我家和链家 25-30 倍估值, 给予公司 18 倍估值, 对应 2018 年目标股价 12.60, 按当前汇率计算为港币 14.31 元。

投资风险

房地产市场调控政策收紧, 房企销售不及预期。二手房经纪平台业务仍处于亏损期, 且该类业务存在一定行业竞争, 需关注后续财报披露数据是否达预期。

目 录

| | |
|---------------------------------|-----------|
| 1 公司概况：四大房企入股，三项业务联动 | 1 |
| 2 行业分析：新房销售看龙头，二手房经纪竞争激烈 | 4 |
| 2.1 销售持续增长，龙头市占提升 | 4 |
| 2.2 大数据需求不断提升，准入壁垒高 | 5 |
| 2.3 二手房经纪市场竞争激烈，轻资产模式另辟蹊径 | 6 |
| 3 公司分析：三驾马车，并驾齐驱 | 7 |
| 3.1 一手房代理服务：股东背景+大客户战略 | 7 |
| 3.2 房地产大数据及咨询服务：品牌知名度高，发展稳健 | 9 |
| 3.3 二手房经纪平台服务：一二手联动，规模效应渐显 | 10 |
| 4 盈利预测与估值 | 12 |
| 5 风险提示 | 14 |

图 目 录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 1: 公司股东包含 25 家前百强房企 (上市前) | 1 |
| 图 2: 公司股权架构 | 2 |
| 图 3: 公司 2018Q1 主营业务结构情况 | 2 |
| 图 4: 公司近三年各业务收入占比 | 2 |
| 图 5: 公司 2015 年以来营业收入及增速 | 3 |
| 图 6: 公司 2015 年以来经营利润及经营利润率 | 3 |
| 图 7: 公司 2015 年以来净利润及净利率 | 3 |
| 图 8: 公司调整后归母净利润及增速 | 3 |
| 图 9: 住宅销售额及增速 | 4 |
| 图 10: 住宅销售面积及增速 | 4 |
| 图 11: 龙头房企市占率提升 | 5 |
| 图 12: TOP30 房企 2018H1 销售额 (亿元) | 5 |
| 图 13: 部分城市二手房成交套数 | 6 |
| 图 14: 部分城市二手房成交套数比新房成交套数 | 6 |
| 图 15: 一手房代理服务收入及增速 | 7 |
| 图 16: 已售新物业总价值及增速 | 7 |
| 图 17: 房地产大数据及咨询服务收入及增速 | 10 |
| 图 18: 房地产大数据及咨询服务业务板块 | 10 |
| 图 19: 轻资产 S2B2C 模式 | 10 |
| 图 20: 房地产经纪网络服务收入及增速 | 11 |
| 图 21: 房友门店数量增长 | 11 |

表 目 录

| | |
|---------------------------|----|
| 表 1: 公司大事记 | 1 |
| 表 2: 26 家房企销售表现及市占率 | 8 |
| 表 3: 一手房代理业务运营数据 | 9 |
| 表 4: 相关上市公司业务数据对比 | 9 |
| 表 5: 一手房代理收入预测 | 13 |
| 表 6: 分业务收入及毛利率 | 13 |
| 表 7: 可比公司估值情况 | 14 |
| 附: 财务报表 | 15 |

1 公司概况：四大房企入股，三项业务联动

易居企业控股（以下简称“易居”或“公司”）成立于2000年，前身为上海房地产住宅消费服务有限公司，后更名为上海房屋销售有限公司，从事房地产营销代理。2004年，公司引入战略投资，正式成立易居（中国）控股有限公司，并于2006年成立克而瑞（CRIC）。

公司在2007年8月登陆纽交所，成为内地第一家赴美上市的房地产经纪概念股，但易居中国在纽交所的估值一直不高，考虑到集团估值在美国被低估，公司于2016年8月完成私有化并正式从纽交所退市，私有化的总对价约为5.6亿美元。2018年4月26日，易居中国正式向港交所递交了首版IPO招股书，并于7月20日在香港联交所挂牌交易，发售价格为14.38港元。

表 1：公司大事记

| 年份 | 大事记 |
|-------|--|
| 2000年 | 上海房地产住宅消费服务有限公司正式成立 |
| 2004年 | 引入战略投资，正式成立易居（中国）控股有限公司 |
| 2006年 | 克而瑞成立 |
| 2007年 | 易居（中国）控股有限公司在纽交所上市 |
| 2008年 | 易居中国与新浪合资成立新浪乐居 |
| 2009年 | 中国房产信息集团（即房地产数据和咨询业务）从易居（中国）控股分拆出来，于纳斯达克成功上市 |
| 2012年 | 易居中国与房产信息集团合并，克而瑞成为易居全资子公司 |
| 2016年 | 易居营销推出易居房友；与克而瑞一同组建了易居企业集团；易居（中国）控股私有化，并从纽交所退市 |
| 2018年 | 易居企业控股在港交所上市。 |

数据来源：公司招股书，西南证券整理

根据招股书显示，前百强房地产开发商中，有25家是其股东，包括恒大、碧桂园、万科、融创、富力、雅居乐、旭辉、阳光城等。其中，恒大、万科、碧桂园为主要股东，分别持股15%，总投资对价均为17.81亿港元。25家股东的持股量超六成，共计65.42%。之后又引入的基石投资者中包含华侨城，上市后持股占比5%，所以目前一共有26家百强房企是其股东。

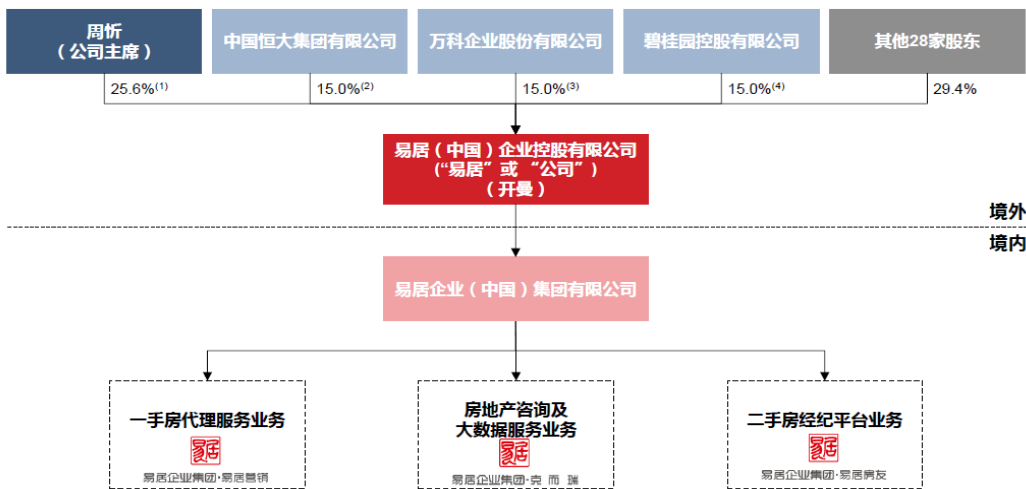
图 1：公司股东包含 25 家前百强房企（上市前）



数据来源：公司招股书，西南证券整理

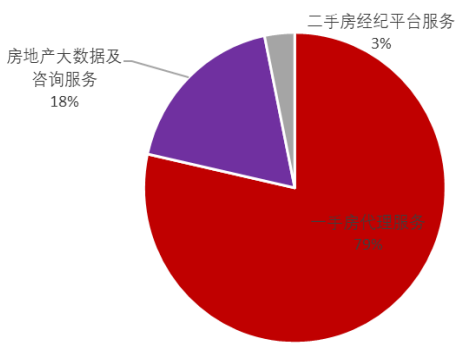
在董事会架构中，除了四名“易居系”的执行董事外，三名非执行董事均来自三大主要股东，分别是恒大集团董事局副主席夏海钧、碧桂园总裁莫斌及万科总裁祝九胜。易居企业的最大单一股东为易居中国董事长、总裁周忻，周忻及由其控制的实体共计持有易居企业25.6%股份。其余股份由26家中国百强房企和多家机构持有。

此外，公司还引入了阿里巴巴、华侨城、恒基集团李家杰、新加坡城市发展集团 (CDL) 四大基石投资者，这四大基石投资者将分别认购5000万美元、1.56亿美元、3800万美元及3000万美元的股份，认购金额合计2.74亿美元。

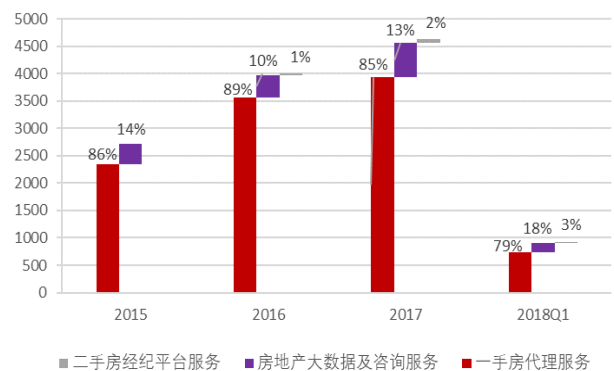
图 2：公司股权架构


数据来源：公司招股书，西南证券整理

公司主营业务结构：公司收入主要来自三块业务。一手房代理业务，也是目前公司最主要的业务，一季度占比78.5%；房地产大数据及咨询服务，占比18.3%；二手房经纪平台服务，占比3.2%（均为2018年一季度数据）。其中，二手房经纪平台服务为公司于2016年新推出的“易居房友”业务，虽然较前两项业务相比起步较晚，但发展态势迅猛，目前房友已覆盖58个城市，合作门店数量突破8000家，在主营收入中的占比已不断提升，未来占比将进一步加大。

图 3：公司 2018Q1 主营业务结构情况


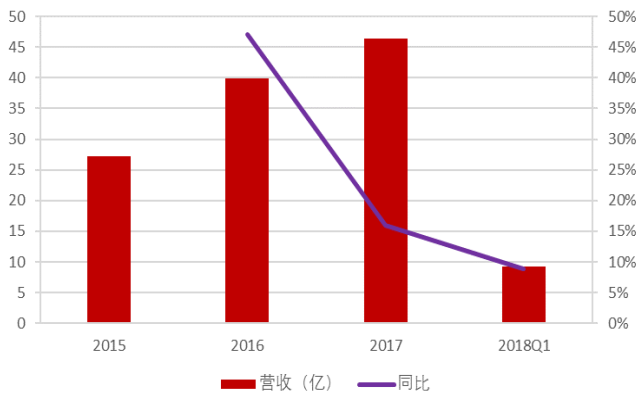
数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 4：公司近三年各业务收入占比


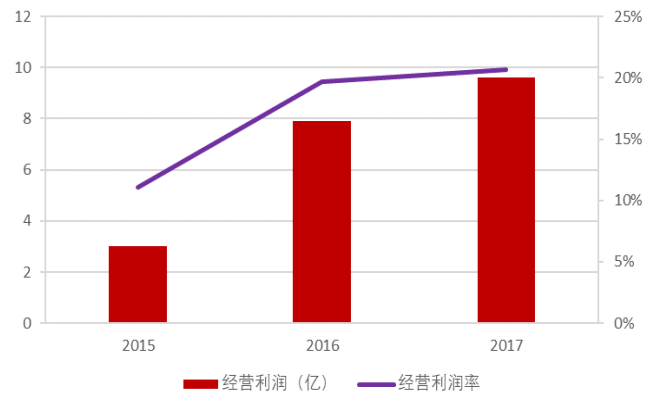
数据来源：公司招股书，西南证券整理

公司业绩状况：公司 2015-2017 年营收分别为 27.2 亿、40.0 亿和 46.3 亿，近三年复合增长率达 30.6%。公司 2015-2017 年净利润分别为 1.8 亿、5.7 亿和 7.7 亿，近三年复合增长率高达 107.8%。随着“房友”业务的快速发展，2019 年有望开始盈利，这将进一步提升公司的盈利能力。

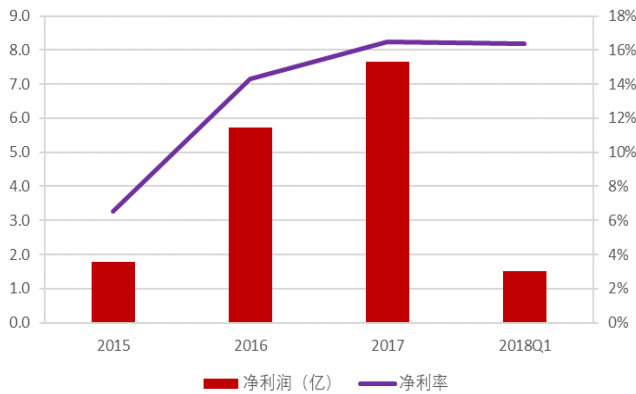
公司今年一季度亦表现不俗，营收 9.3 亿，同比增长 8.8%，净利润 1.5 亿，同比增长 8.8%，净利率保持稳定，为 16.4%。公司的“大数据”业务和“房友”业务占比进一步扩大，其中，“房友”业务将近翻番，而亏损在不断减少，逐步度过前期纯投入阶段，净利润持续增长，未来“房友”将为业绩做出进一步贡献。

图 5：公司 2015 年以来营业收入及增速


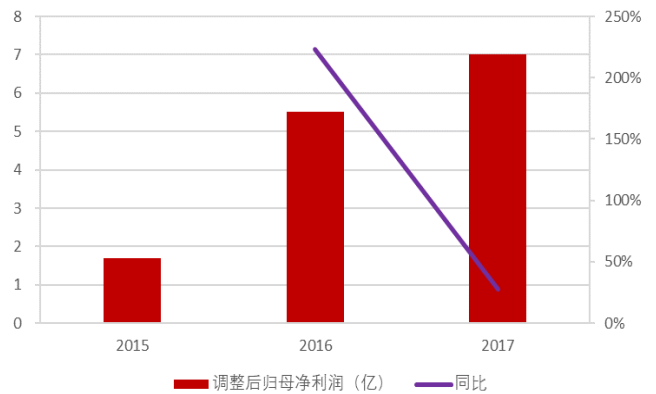
数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 6：公司 2015 年以来经营利润及经营利润率


数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 7：公司 2015 年以来净利润及净利率


数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 8：公司调整后归母净利润及增速


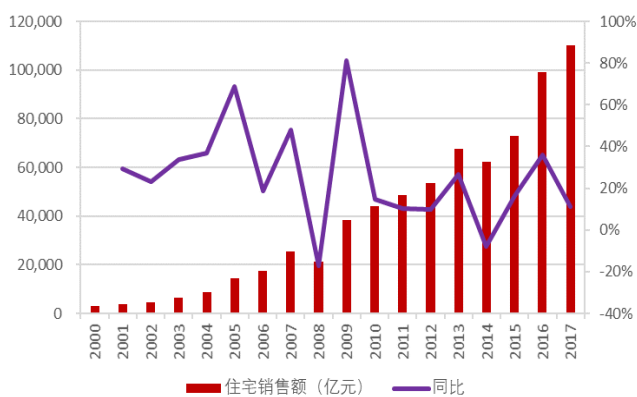
数据来源：公司招股书，西南证券整理（注：调整后归母净利润为消除 2016 年 10 月至 2018 年 3 月公司重组期间所发生的交易的影响）

2 行业分析：新房销售看龙头，二手房经纪竞争激烈

2.1 销售持续增长，龙头市占提升

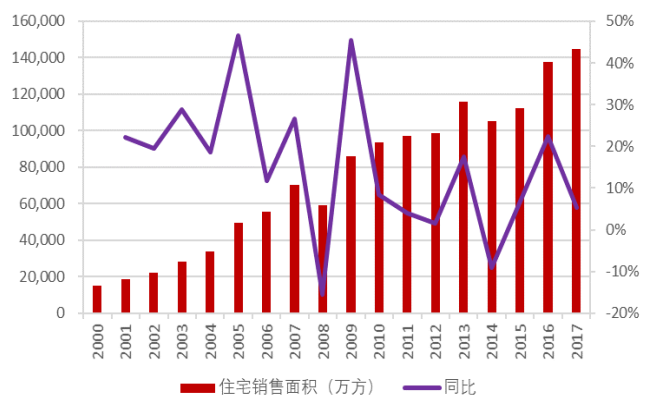
近两年来，房地产调控政策不断趋严，投机需求被逐步挤出市场，市场预期也在悄然转变。但万变不离其宗，房地产市场在“房住不炒”的基调下，销售额和销售面积经历了持续的上升，仅 2014-2015 年出现短暂回调。去年全年，住宅销售额 110,240 亿，同增 11%，住宅销售面积 144,789 万方，同增 5%。增速虽有大幅下滑，但销售额依然保持了 10 万亿以上的规模，仍是一个庞大的市场。

图 9：住宅销售额及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

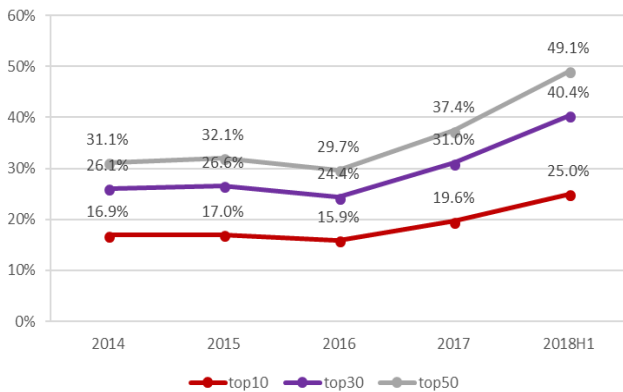
图 10：住宅销售面积及增速



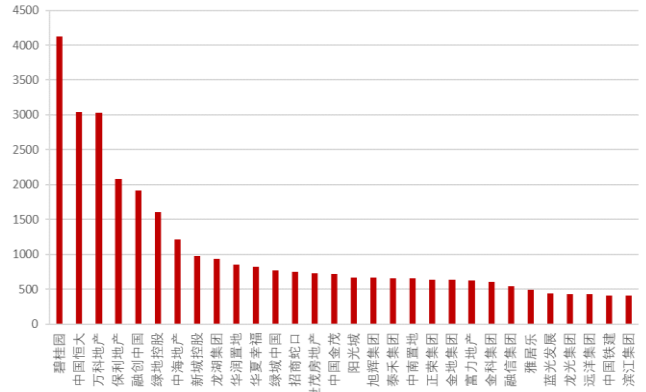
数据来源：Wind，西南证券整理

此外，2017 年，全国 300 个城市各类土地成交出让金 4.1 万亿元，同比增长 39.3%，其中，住宅用地出让金 3.4 万亿元，同比大幅增长 46.7%。相较于 2017 年全国财政收入 23 万亿，土地出让金达到了 17.8% 的比例，对于财政收入举足轻重。在这样的依赖度下，我们预计在今后较长的一段时期内，房地产市场不会出现大幅萎缩，而会在政策的引导下，走向健康良好的发展道路。

房地产市场在“房住不炒”的基调下，行业集中度相应地快速提升，龙头房企的优势不断显现。今年上半年，TOP30 房企（按 2017 年全口径金额排名）累计实现销售金额 30,399 亿元，同比上升 34.5%；累计实现销售面积 22,838 万方，同比上升 35.0%。6 月份 TOP30 房企实现销售金额 7001 亿元，环比上升 32.5%，同比上升 42.6%，在高基数背景下龙头房企销售增长依然显著。上半年 TOP10 房企权益销售额市占率为 25.0%，同比增长了 3.9%，TOP30 市占率 40.4%，同比增长了 7.0%，TOP50 市占率 49.1%，同比增长了 9.4%。预计到 2020 年，TOP30 房企的市占率有望突破 50%。

图 11: 龙头房企市占率提升


数据来源: 西南证券整理

图 12: TOP30 房企 2018H1 销售额 (亿元)


数据来源: 西南证券整理

易居为中国前 100 家房企均提供服务, 其中 26 家为公司股东, 包括 4 家全国五强开发商, 更与多家领先房企签订长期战略合作协议。此外, 一手房代理行业的代理费率相对透明, 根据戴德梁行对中国百强房地产代理公司的分析, 过去几年来, 平均代理费率基本稳定在 0.8% 左右。未来一手房代理业务有望随着龙头房企市占率的提升, 进一步提升市场份额, 扩大业务版图。

2.2 大数据需求不断提升, 准入壁垒高

随着大数据时代的来临, 许多企业通过大数据挖掘出有效信息, 提高了决策能力和经济效益, 如何应用大数据做好开发运营将越来越成为房地产企业提高自身竞争力的关键。

大数据可以帮助房企进行精准的市场定位。 房地产企业需要架构大数据战略, 拓宽房地产行业调研数据的广度和深度, 从大数据中了解房地产行业的市场构成、细分市场特征、消费者需求和竞争者状况等众多因素。

大数据有助于开发新的投资盈利模式和空间。 房企可以凭借大数据的准确性和全面性, 深度挖掘和整合已有的房地产数据和购房者信息, 将商业管理从“经验值”转变为“数据化”, 有效辅助房地产投资和房地产开发决策。

大数据对房地产营销有积极的促进作用。 一是通过获取数据并加以统计分析来充分了解市场信息, 掌握竞争者的商情和动态, 知晓产品在竞争群中所处的市场地位; 二是企业通过积累和挖掘房地产行业消费者档案数据, 有助于分析顾客的消费行为和价值取向, 便于更好地为消费者服务和发展忠诚顾客。

无论是对房地产企业还是机构研究来说, 对于房地产大数据以及基于大数据的咨询服务的需求已经越来越大。而根据戴德梁行报告, 房地产信息及咨询服务市场的进入壁垒相对较高。成功的市场参与者必须拥有综合数据库 (含有大量房地产数据), 来为其提供信息及咨询服务提供支持。此外, 还需要配备拥有房地产行业咨询经验的工程师及数据分析师团队, 用来提供一站式解决方案以满足不同类型客户 (比如开发商、私人及机构投资者、政府机关及物业代理商) 的需求。克而瑞作为行业的佼佼者, 百强房企中有 99 家都使用了其大数据系统, 处于行业中独一无二的垄断地位。

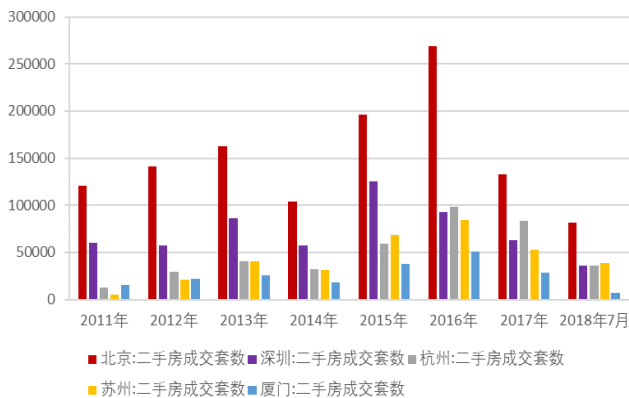
2.3 二手房经纪市场竞争激烈，轻资产模式另辟蹊径

随着房地产市场进入存量市场，二手房的交易规模也越来越大，二手房交易量比新房交易量也有逐渐上升趋势，特别是在一线城市及二线重点城市，如北京截止到今年7月共成交二手房 81865 套，新房成交 17084 套，二手房交易量是新房的 4.8 倍；深圳截至 7 月共成交二手房 35760 套，新房成交 13960 套，二手房交易量是新房的 2.6 倍。其他城市二手房对比新房成交量近年来均有不同程度的上升。但对比发达国家仍有较大差距，美国的二手房和一手房的成交比例，大概为九比一。

二手房市场正在快速发展，虽然这个蛋糕很大，但抢蛋糕的机构更多。二手房中介市场竞争特别激烈，一是强强联合，跨区域并购重组，如链家于 2015 年 3 月向上海扩张，合并了上海排名第二的德佑。二是互联网企业大规模涌入中介市场，如爱屋吉屋、Q 房网、焦点网等的异军突起。三是地方性的小中介数量众多、参差不齐、分布广泛，亦在当地占有一席之地。

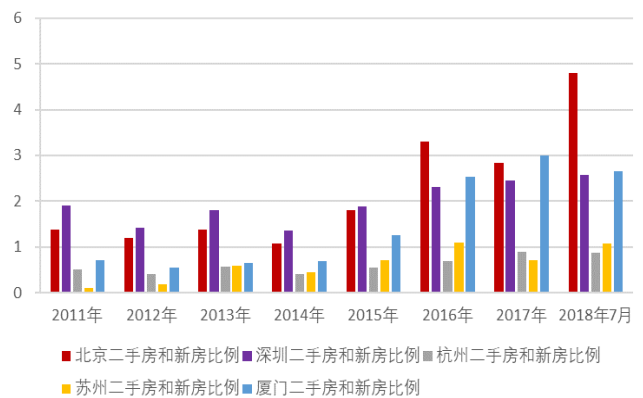
二手房经纪市场多以自营店或加盟店这种重资产的形式参与进来，但易居另辟蹊径，采用市场上独一无二的 S2B2C 的轻资产模式，为中小型房地产经纪公司提供全面的线上及线下服务，通过整合小微二手经纪门店，为新房销售提供拓客服务。根据招股书中引述的戴德梁行的报告，按中国二手房门店数量统计，公司目前位居行业第二。

图 13：部分城市二手房成交套数



数据来源：Wind，西南证券整理

图 14：部分城市二手房成交套数比新房成交套数



数据来源：Wind，西南证券整理

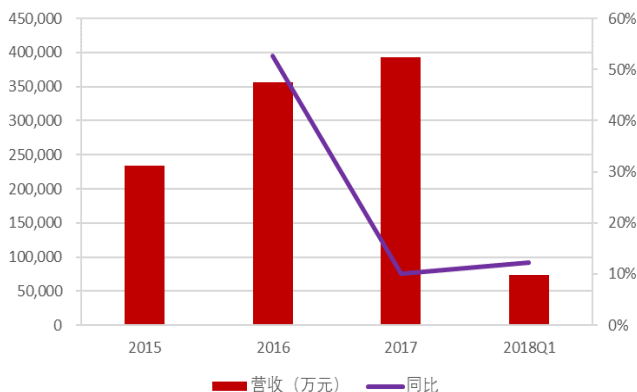
3 公司分析：三驾马车，并驾齐驱

公司的三大业务便是拉动公司的三驾马车，虽然一手房代理服务是公司目前最主要的业务，但其余两块业务在市场上独树一帜，并与该业务一起三者联动，能够产生 1+1+1>3 的协同效果，并驾齐驱、相得益彰。**联动效果主要在于，其一**，公司运用其大数据能力，能够在房地产开发项目的早期阶段向房地产开发商提供市场研究报告、定位分析和可行性研究等各种服务，所以公司通过一手房代理服务和二手房经纪平台服务向开发商提供服务方面更具优势；**其二**，一手房代理和二手房经纪平台联动，动员合作的二手房经纪公司协助开发商拓展新房销售渠道。

3.1 一手房代理服务：股东背景+大客户战略

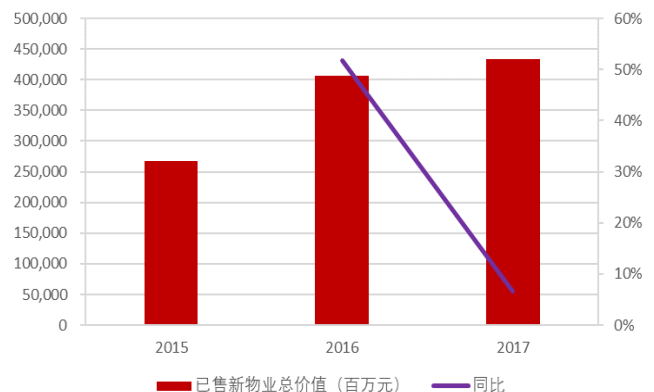
从 2015 年到 2017 年，公司的收入从 27 亿元增至 46 亿元，其中，一手房代理服务收入从 23 亿元增至 39 亿元，每年占比分别为 86%、89%和 85%，是公司最大一块收入来源。截至 17 年底，公司该业务共计产生收入 39 亿元，净利润近 8 亿，并覆盖 186 个城市，公司目前为中国最大的一手房代理服务提供商。

图 15：一手房代理服务收入及增速



数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 16：已售新物业总价值及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

公司依靠优质股东资源，并坚持实施大客户战略，拥有全市场得天独厚的优势。公司只为 TOP100 房地产开发商提供大客户服务，而上市又成功引入其中 26 家为公司股东，包括 4 家全国五强开发商（碧桂园、万科、恒大、融创），该四大开发商 2017 年全年权益销售金额合计约 1.5 万亿，占去年全国商品房销售额 13.4 万亿的 11.2%。今年上半年，该四大开发商权益销售金额合计 0.9 万亿，占上半年全国商品房销售额 6.7 万亿的 13.4%，较去年底提升了 2.2%。随着行业集中度不断提升，我们预计四大开发商 2018 年全年全口径销售金额合计有望达到 2.4 万亿（碧桂园 7500 亿，万科 6300 亿，恒大 5500 亿，融创 5000 亿），参考上半年权益比（碧桂园 68.2%，万科 70.0%，恒大 95.1%，融创 72.2%），预计今年四大开发商权益销售金额合计约 1.8 万亿，占比有望超过 15%。

26 家房企 2017 年全年权益销售金额合计约 2.6 万亿，占据 19.5% 的市场份额。今年上半年权益销售金额合计 1.6 万亿，占据 24.1% 的市场份额，较去年底大幅提高了 4.6%。

表 2: 26 家房企销售表现及市占率

| 股东 | 2018H1 权益销售额 (亿元) | 2017 权益销售额 (亿元) |
|------|-------------------|-----------------|
| 中国恒大 | 2891.0 | 4880.2 |
| 碧桂园 | 2813.7 | 3961.1 |
| 万科地产 | 2121.1 | 3772.1 |
| 融创中国 | 1384.0 | 2656.0 |
| 阳光城 | 610.0 | 842.1 |
| 富力地产 | 560.0 | 818.0 |
| 泰禾集团 | 556.8 | 857.2 |
| 中南置地 | 520.3 | 864.1 |
| 正荣集团 | 453.6 | 746.4 |
| 雅居乐 | 442.6 | 864.0 |
| 龙光集团 | 420.2 | 554.7 |
| 祥生地产 | 391.6 | 567.6 |
| 融信集团 | 389.1 | 486.4 |
| 旭辉集团 | 350.8 | 624.0 |
| 新力地产 | 314.8 | 405.9 |
| 建业地产 | 205.4 | 258.0 |
| 中骏集团 | 193.7 | 301.2 |
| 正商地产 | 192.3 | 295.3 |
| 禹洲集团 | 192.1 | 375.7 |
| 福晟集团 | 179.3 | 289.9 |
| 俊发地产 | 178.1 | 354.3 |
| 复地集团 | 157.2 | 323.4 |
| 宝龙地产 | 148.0 | 200.8 |
| 华侨城 | 130.4 | 181.4 |
| 三盛集团 | 116.2 | 134.1 |
| 景瑞地产 | 56.6 | 130.4 |
| 合计 | 15968.9 | 25744.1 |
| 市占率 | 24.1% | 19.5% |

数据来源: 克而瑞, 西南证券整理

随着集中度的不断提升, 公司与这些领先房企的合作变得愈发重要, 优势也愈加突出。这些房企市场份额的提升大力促进了公司代理业务的发展。据招股书披露, 公司 2017 年平均和五大客户保持逾九年的业务关系, 与 42 家领先开发商签订战略合作协议, 年期在 1-6 年。公司通过引入百强开发商, 更易获得先发优势, 每家都承诺了金额不等的“**保底合作金额**”, 比如万科和碧桂园目标今年各 500 亿 (实际上每年合作金额都各达到了 1000 亿), 明年一千万, 而与恒大甚至已无需订约, 因为每年合作的金额早就超过了千亿。目前, 26 家开发商股东中与公司订约有保底合作金额的总数已达每年 6500 亿。

截至 2017 年底, 公司已就 1028 个一手房代理服务项目中总建面为 20600 万方的储备物业订约, 同比增长 24.5%。参考统计局公布的 6 月行业数据, 住宅销售均价为 8576 元/

平, 据此保守测算, 预计去年底的订约将在未来产生 1.8 万亿的销售额, 假设佣金费率 0.8%, 将为公司贡献 144 亿的佣金收入。

表 3: 一手房代理业务运营数据

| | 2015 | 2016 | 2017 |
|----------------------|---------|---------|---------|
| 已售新物业总建筑面积 (百万方) | 26.1 | 35.5 | 37.2 |
| 已售新物业总价值 (百万元) | 267,468 | 406,078 | 432,982 |
| 平均售价 (元/平) | 10,248 | 11,439 | 11,639 |
| 年末已订约储备物业总建筑面积 (百万方) | 160.9 | 165.4 | 206.0 |
| 平均佣金费率 | 0.87% | 0.88% | 0.91% |

数据来源: 公司招股书, 西南证券

从事一手房代理业务的相关上市公司有世联行和合富辉煌, 其中, 世联行和易居在规模上基本旗鼓相当, 2017 年世联行在该项业务上获得收入 37.8 亿, 同比增长 8%, 已售物业总值 4523 亿。已售物业总值高于易居而代理收入却不及易居的主要原因是其平均佣金费率相对较低, 2017 年费率为 0.84%, 2016 年为 0.83%, 而易居 2017 年为 0.91%, 2016 年为 0.88%。易居佣金费率高的原因是其一直实施大客户战略, 并且有能力代理更大的项目, 以及超额完成所规定的销售目标, 从而获得奖励佣金。这是其他代理商无法比拟的优势, 随着易居在港股上市并引入前百强房企作为战略股东, 资源优势将越发显现, 公司去年市占率达到 3%, 位居第一, 但和排名二三的差距尚不显著, 但从今年开始差距会越来越拉大, 易居一手房代理业务有望稳居第一。

表 4: 相关上市公司业务数据对比

| | 2017 一手房代理收入 | 同比 | 2017 已售物业总值 | 覆盖城市 |
|--------|--------------------------|-----|--------------------------|------|
| 易居企业控股 | 39.3 亿元 | 10% | 4330 亿元 | 186 |
| 世联行 | 37.8 亿元 | 8% | 4523 亿元 | 185 |
| 合富辉煌 | 29.3 亿港元 (约合 25.1 亿元人民币) | 18% | 3600 亿港元 (约合 3081 亿元人民币) | 150 |

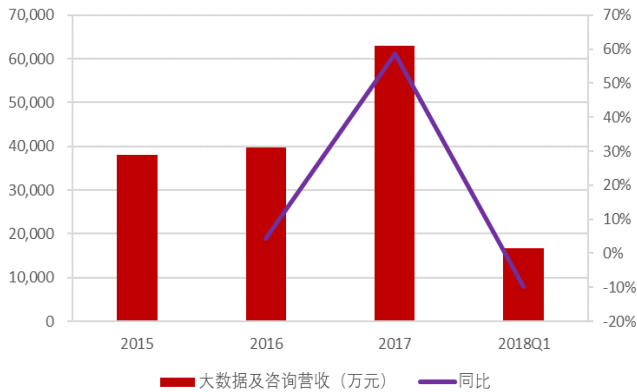
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.2 房地产大数据及咨询服务: 品牌知名度高, 发展稳健

公司自 2002 年创建原有房地产信息系统开始, 一直在培育克而瑞品牌, 目前已被广泛认可为颇具权威的房地产数据来源, 也是公司的第二大业务, 由 2015 年的 3.8 亿增长到 2017 年的 6.3 亿, 今年一季度达到 1.7 亿, 占比提升至 18%。公司的房地产数据已覆盖中国 367 个城市超过 83,000 个住宅项目、20,000 个商业项目及 736,000 幅地块, CRIC 系统中的信息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具体统计以及有关中国房地产行业的研究报告。此外, 克而瑞能提供量身定制的房地产咨询服务, 包括旅游地产、养老地产、商业地产、产业地产及城市运营。

公司数据有多种来源方式。销售员工等在现场拜访或销售流程中收集大量一手数据, 对于难以亲自收集或亲自收集效率很低的数据, 公司会向第三方数据提供商购买。此外, 也从有关政府部门和其他组织收集公开数据。

图 17: 房地产大数据及咨询服务收入及增速



数据来源: 公司招股书, 西南证券整理

图 18: 房地产大数据及咨询服务业务板块



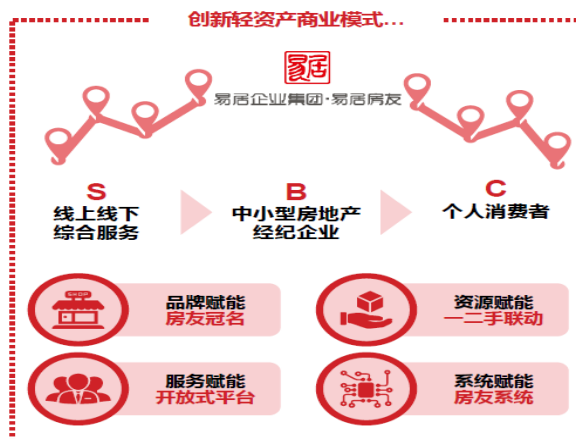
数据来源: 西南证券整理

目前公司的核心数据产品是 CRIC 房地产决策咨询软件, 此外还有 CRIC 数据营销系统、CRIC 投资决策系统等。数据服务这块, 公司和客户签订为期一年至多年不等的协议, 服务费通常为固定金额, 取决于覆盖城市数目、订阅模块等的不同。咨询服务业务, 也是签订为期不超过一年的协议, 服务费根据报告的内容、所需投入的人力和时间等, 按固定金额收取。此外还有测评服务, 即各类排行榜, 排行榜本身不收费, 但是在发榜单时会通过帮开发商做品牌推广来收取费用。目前克而瑞榜单的公信力和影响力已经越来越高。

3.3 二手房经纪平台服务: 一二手联动, 规模效应渐显

“房友”是 2016 年起公司独创的轻资产 S2B2C 模式, 为中小型二手房中介公司赋能, 类似于地产界的“京东”。这种业务模式下, 公司不设立自己的二手房经纪公司, 也不直接开展自身的二手房经纪业务, 而是向中小型房地产经纪公司提供线上线下的综合服务, 以帮助其更好的服务于个人客户。公司和房友品牌门店签订为期 2-3 年的合作协议, 授权这些二手房经纪公司使用“房友”品牌, 并提供软件、培训、资源和其他的相关服务, 但公司不会就这些服务收取任何费用, 只收取保证金。相较传统的加盟店和自营店模式, “房友”模式较加盟店有更大的自主权、较独立门店又有更为优质的品牌和服务支持。这也是公司所一直强调的“赋能”。

图 19: 轻资产 S2B2C 模式



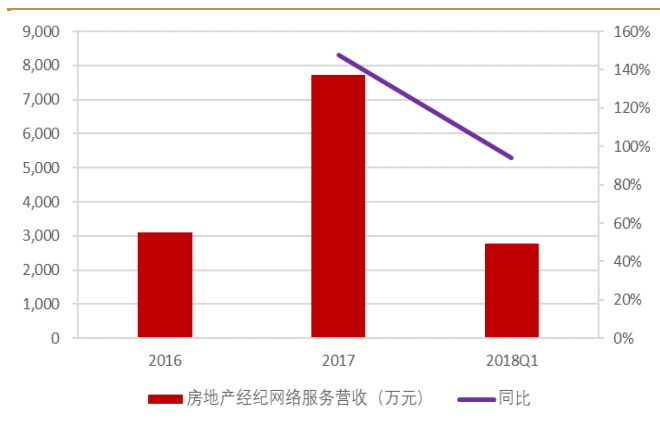
数据来源: 公司招股书, 西南证券整理

作为资源“赋能”中重要的一项，公司会让房友品牌门店及合作门店参与销售公司与开发商签订的新房项目，与一手房经纪业务产生联动、相辅相成，通过这些中介公司为开发商做拓客服务。而之前这些中小中介门店因为规模小，不可能拿到拓客服务。而现在通过易居，这些中小中介公司可以获得资源并参与其中，介绍的客户成功买房后，开发商会支付给易居2%的佣金，而易居会将其中的80%给到房友品牌门店。公司通过房友业务，除了赚取一手房代理的0.8%佣金外，还可以额外赚取开发商2%的拓客佣金。公司利用自身在一手房代理市场的强大资源优势，帮助房友品牌门店通过销售一手房来开拓其收入来源，同时这也是房友的盈利模式。

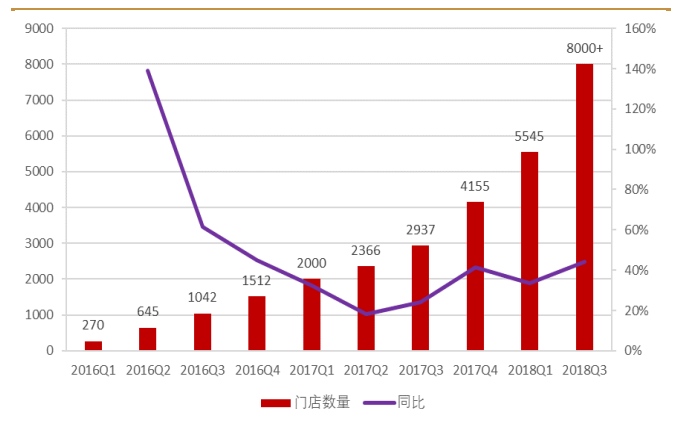
这种新房的场外分销模式目前也是得到开发商的青睐，开发商本来需要支付较高费用来进行渠道拓展（即拓客），可以是线上广告也可以是线下广告或者发传单。但线下拓客很重要的一种方式其实是中介公司推荐客户来案场看项目，之后的环节便是开发商的自主营销（拥有自己的销售团队）或者借助易居（一手房代理业务）这样的代理商，在案场进行接待。场外分销能够充分借助中介手中客户资源广为分销的先天优势，帮助开发商销售业务的快速完成、迅速回款。降低开发商营销成本的同时，也能够看到立竿见影的效果（按成交套数付费，不成功则无需付费）。

虽然“房友”仅成立两年多，公司目前已经迅速建立起全国性经纪网络，而无须大量的重资产投入。17年1季度以来，每季度门店增量在4,5百家，4季度开始每季度均突破千家，18年2季度新加入门店更是达到2457家。目前房友进驻24个省市，覆盖58个城市，门店量突破8千家，遍布二手房活跃的全部区域，下半年将进入更多城市。从区域分布情况来看，长三角目前是易居大本营，共有3731家，华中1104家，西南922家，华北886家，今年刚覆盖的华南也达到360家门店。

在近三个月新增的3000家店中，有新进入的25城，其中三四线城市完成了700+店的开设，也有通过深耕原有城市而新增2300家店，其中老店东开新店占比25%，老店东介绍新店占比50%，老店东带来的贡献巨大，说明该模式得到了中小型二手房经纪公司的充分认可。

图 20：房地产经纪网络服务收入及增速


数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 21：房友门店数量增长


数据来源：房友新闻发布会，西南证券整理

2016-2017年,公司的主要精力是放在拓店上,逐步建立规模效应,主要是今年开始逐步做联动,所以目前还是亏损状态。如果不计算分部内抵销,房友分部于2016年及2017年均录得亏损净额1.25亿元,截至2018年3月31日,三个月录得亏损净额3420万元,预计截至2018年12月31日仍会录得亏损净额5000万。但这属于前期公司主要着力增加房友门店数量,产生了大量扩张成本所致。随着房友门店的迅速扩张,以及一手房分销业务的逐步成熟,之后会由成本的投入转为盈利,到2019年将实现收支平衡,净利润将保持高速增长。考虑到房友实则是个渠道服务商,未来还有很多其他业务可供拓展,比如之后帮开发商长租公寓做推广、房地产相关金融服务的推广、装修推广等都可以通过房友去推,所有需要拓客的服务都可以找到易居,想象空间巨大。

4 盈利预测与估值

从2015年到2017年,公司的收入从27亿元增至46亿元,其中,一手房代理服务收入从23亿元增至39亿元,16年、17年和2018H1增速分别为53%、10%和12%。该部分收入来自于向开发商收取的代理销售佣金,与开发商的住宅销售息息相关。2015-2017年,全国住宅销售面积同比增速为7%、22%和5%,今年上半年销售面积增速为3%,继续回落。但是从TOP30房企销售面积来看,受益于集中度的提高,16年、17年和2018H1增速分别为34%、36%和35%,基本稳定在35%左右一个较高的增速。鉴于公司为百强房企提供服务,其中26家为公司股东,包括4家全国五强开发商,公司在获取资源上更有优势,且TOP30房企销售集中度的提升将有效对冲行业销量增速的下滑。此外,截至2017年底,公司已就1028个一手房代理服务项目中总建面积为20600万方的储备物业订约,同比增长25%,大幅高于去年订约建面的增速(+3%),根据我们在前一章的测算,将为公司贡献144亿的佣金收入,为公司的一手房代理收入提供了有力的保障。

从销售均价来看,公司代理销售物业平均售价自15年以来均在1万元以上,且逐年上涨,16年涨幅为12%,17年涨幅为2%,17年销售均价为11639元/平。而根据统计局的数据显示,全国住宅销售均价在6月达到了8千多,16和17年的增速为11%和6%,今年上半年增速回升至11%。TOP30房企16和17年的销售均价增速为11%和8%,2018H1的销售均价为12796元/平。

关键假设:

假设1:综合考虑全国住宅销售面积增速、TOP30房企销售面积增速、以及17年末订约的储备物业总建面25%的高增,给予2018-2020年的销售面积增速33%、25%、18%。

假设2:考虑到上半年住宅销售均价增速回升,给予2018-2020年的销售均价增速4%、5%、5%。

假设3:代理销售佣金费率历来比较稳定,给予2018-2020年佣金费率为0.8%。

表 5: 一手房代理收入预测

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 已售新物业总建筑面积 (百万方) | 26.1 | 35.5 | 37.2 | 49.5 | 61.8 | 73.0 |
| 同比 | | 36% | 5% | 33% | 25% | 18% |
| 平均售价 (元/平) | 10,248 | 11,439 | 11,639 | 12,105 | 12,710 | 13,346 |
| 同比 | | 12% | 2% | 4% | 5% | 5% |
| 已售新物业总价值 (百万元) | 267,468 | 406,078 | 432,982 | 598,901 | 786,057 | 973,925 |
| 平均佣金费率 | 0.87% | 0.88% | 0.91% | 0.80% | 0.80% | 0.80% |
| 一手房代理收入 (百万元) | 2337 | 3569 | 3927 | 4791 | 6288 | 7791 |
| 同比 | | 53% | 10% | 22% | 31% | 24% |

数据来源: 西南证券

公司大数据及咨询服务 15-17 年收入分别为 3.8 亿、4.0 亿、6.3 亿, 16 年同增 4%, 17 年由于有大宗交易的关系, 同比增长 59%, 属于非经常性情况。今年一季度收入为 1.7 亿, 同比下降 10%。公司大数据系统自 2002 年以来建立, 以及发展的相对成熟, 我们假设公司业务规模稳定增长, 给予 18-20 年增速 20%。

二手房经纪业务是公司于 2016 年新设业务, 但这两年增长迅速, 17 年底房友门店已达 4155 家, 18 年一季度新增 1390 家, 二季度新增 2457 家, 光二季度新增门店已超过去年半数, 随着门店数量迅速增加, 业务规模迅速扩大, 有助于公司于 2019 年实现盈亏平衡。17 年房友营收增速 148%, 今年一季度增速 94%, 我们看好房友的发展潜力, 给予 18-20 年增速 200%、90%、60%。

表 6: 分业务收入及毛利率

| 单位: 百万元 | | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|-----|-------|-------|-------|-------|
| 一手房代理 | 收入 | 3927 | 4791 | 6288 | 7791 |
| | 增速 | 10% | 22% | 31% | 24% |
| 房地产大数据及咨询 | 收入 | 629 | 755 | 906 | 1088 |
| | 增速 | 59% | 20% | 20% | 20% |
| 二手房经纪 | 收入 | 77 | 232 | 440 | 704 |
| | 增速 | 148% | 200% | 90% | 60% |
| 合计 | 总收入 | 4633 | 5778 | 7635 | 9583 |
| | 增速 | 16% | 25% | 32% | 26% |
| | 毛利率 | 33.4% | 33.5% | 34.0% | 34.0% |

数据来源: 西南证券

根据我们的假设, 预测公司 2018-2020 年营收为 58 亿、76 亿、96 亿, 归母净利润为 10 亿、13 亿、17 亿, EPS 为 0.69 元、0.92 元、1.16 元, 对应 PE 为 16X、12X、9X。

可比公司来看有世联行、我爱我家、链家(未上市)、合富辉煌等, 其中, 世联行 17 年代理销售收入 37.79 亿, 互联网+业务 23.53 亿, 我爱我家新房代理收入 16 年为 16.96 亿, 二手房代理收入 55.42 亿(17 年全年数据未公布), 而链家目前估值已经给到了 416 亿。考虑世联行 2018 年 PE12-15 倍估值, 我爱我家和链家 25-30 倍估值, 而公司拥有股东支持和大客户战略, 又通过一二手联动获得拓客优势, 给予公司 2018 年 18 倍估值, 对应 2018 年目标股价 12.60 元人民币, 按当前汇率计算为港币 14.31 元。

表 7: 可比公司估值情况

| 股票代码 | 证券简称 | 股价 (元) | 市值 (亿元) | PE | | |
|----------------|---------------|-------------------|-----------------|-------|-------------|-------------|
| | | | | 2017A | 2018E | 2019E |
| 002285.SZ | 世联行 | 5.91 | 121 | 22.7 | 9.9 | 7.9 |
| 000560.SZ | 我爱我家 | 5.77 | 136 | 212.7 | - | - |
| 0733.HK | 合富辉煌 | 2.96 (港元) | 20 (港元) | - | - | - |
| 2048.HK | 易居企业控股 | 12.30 (港元) | 179 (港元) | - | 15.8 | 11.8 |

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

- 房地产市场调控政策收紧, 房企销售不及预期。
- 二手房经纪平台业务仍处于亏损期, 且该类业务存在一定行业竞争, 需关注后续财报披露数据是否达预期。

附：财务报表

| 损益表 | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-----------------|-------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 12月31年结(百万 CNY) | FY16A | FY17A | FY18E | FY19E | FY20E | 12月31年结(百万 CNY) | FY16A | FY17A | FY18E | FY19E | FY20E |
| 收入 | 3,996 | 4,633 | 5,778 | 7,635 | 9,583 | 税前利润 | 487 | 352 | 1,008 | 1,347 | 1,698 |
| 毛利 | 1,287 | 1,550 | 1,936 | 2,596 | 3,258 | 税项 | 354 | 236 | 113 | 133 | 140 |
| EBIT | 1,040 | 1,245 | 1,599 | 2,127 | 2,681 | 營運資本變動 | -455 | -891 | -497 | 345 | -1,785 |
| 財務收入(費用) | 30 | 22 | 21 | 24 | 31 | 經營現金流量 | -275 | 664 | 2,609 | 918 | 2,078 |
| 聯營公司 | -221 | -252 | -318 | -420 | -527 | 資本開支 | -27 | -19 | -781 | -880 | -880 |
| 非經常性項目 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 自由現金流量 | -248 | 683 | 3,390 | 1,798 | 2,958 |
| 稅前利潤 | 789 | 971 | 1,260 | 1,683 | 2,123 | 股息 | 0 | 0 | -202 | -269 | -340 |
| 稅項 | 217 | 206 | 252 | 337 | 425 | 其他非流動資產變動 | -1,518 | 150 | 20 | 0 | 0 |
| 非控股權益 | 85 | 413 | 0 | 0 | 0 | 股本變動 | 0 | 0 | 1,137 | 0 | 0 |
| 已终止经营业务利润 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他 | 1,484 | 954 | -994 | -1,129 | 582 |
| 淨利潤(歸屬母公司) | 487 | 352 | 1,008 | 1,347 | 1,698 | 淨現金流量 | 509 | 800 | -58 | 557 | 584 |
| 資產負債表 | | | | | | 期初淨現金(負債) | 466 | 975 | 1,791 | 1,750 | 2,322 |
| 12月31年结(百万 CNY) | FY16A | FY17A | FY18E | FY19E | FY20E | 期終淨現金(負債) | 975 | 1,791 | 1,733 | 2,290 | 2,875 |
| 現金及現金等價物 | 975 | 1,791 | 1,733 | 2,290 | 2,875 | 財務比率 | | | | | |
| 應收賬款 | 406 | 451 | 578 | 763 | 1,917 | 12月31年结(百万 CNY) | FY16A | FY17A | FY18E | FY19E | FY20E |
| 存貨 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 增長(%) | | | | | |
| 其他流動資產 | 2,354 | 3,459 | 4,146 | 3,959 | 4,951 | 收入 | 47 | 16 | 25 | 32 | 26 |
| 物業、廠房及設備 | 6 | 11 | 10 | 10 | 10 | EBITDA | 95 | 20 | 31 | 75 | 22 |
| 無形資產 | 16 | 11 | 9 | 7 | 4 | EBIT | 101 | 20 | 28 | 33 | 26 |
| 其他非流動資產 | 531 | 617 | 1,400 | 1,481 | 1,481 | 淨利潤 | 223 | 34 | 32 | 34 | 26 |
| 總資產 | 4,288 | 6,340 | 7,876 | 8,511 | 11,238 | 每股盈利 | 48 | 21 | (48) | 34 | 26 |
| 應付賬款 | 110 | 175 | 288 | 378 | 474 | 利潤率(%) | | | | | |
| 短期借款 | 390 | 450 | 885 | 139 | 1,190 | 毛利 | 32 | 33 | 34 | 34 | 34 |
| 其他流動負債 | 2,326 | 3,553 | 3,756 | 4,010 | 4,274 | EBITDA | 27 | 27 | 29 | 38 | 37 |
| 長期借款 | 0 | 0 | 20 | 20 | 20 | EBIT | 26 | 27 | 28 | 28 | 28 |
| 遞延稅項負債 | 0 | 0 | -8 | -16 | -24 | 淨利潤 | 14 | 17 | 17 | 18 | 18 |
| 其他非流動負債 | 0 | 0 | -33 | -67 | -101 | 其他比率 | | | | | |
| 總負債 | 2,826 | 4,177 | 4,907 | 4,464 | 5,833 | ROE(%) | 39 | 35 | 34 | 33 | 31 |
| 股本 | 330 | 330 | 1,467 | 1,467 | 1,467 | ROA(%) | 13 | 12 | 13 | 16 | 15 |
| 儲備 | 376 | 695 | 364 | 1,441 | 2,800 | 淨負債率 | (40) | (62) | (28) | (53) | (31) |
| 股東權益 | 706 | 1,025 | 1,831 | 2,909 | 4,268 | 利息覆蓋率(倍) | 36 | 59 | 79 | 122 | 116 |
| 非控股權益 | 756 | 1,138 | 1,138 | 1,138 | 1,138 | 應收賬款周轉天數 | 41 | 33 | 32 | 32 | 50 |
| 總權益 | 1,462 | 2,163 | 2,969 | 4,046 | 5,405 | 應付賬款周轉天數 | 8 | 11 | 14 | 16 | 16 |
| 淨現金(負債) | | | | | | 存貨周轉天數 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 有效稅率(%) | 27 | 21 | 20 | 20 | 20 |

数据来源：公司資料，西南證券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20% 以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 -10% 以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5% 以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数 -5% 以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|--------|--------|---------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 机构销售 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 邵亚杰 | 机构销售 | 02168416206 | 15067116612 | syj@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 机构销售 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 汪文沁 | 机构销售 | 021-68415380 | 15201796002 | wwq@swsc.com.cn |
| | 王慧芳 | 机构销售 | 021-68415861 | 17321300873 | whf@swsc.com.cn |
| 北京 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 路剑 | 机构销售 | 010-57758566 | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn |
| | 陈乔楚 | 机构销售 | 18610030717 | 18610030717 | cqc@swsc.com.cn |
| | 刘致莹 | 机构销售 | 010-57758619 | 17710335169 | liuzy@swsc.com.cn |
| | 贾乔真 | 机构销售 | 18911542702 | 18911542702 | jqz@swsc.com.cn |
| 广深 | 张婷 | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
| | 王湘杰 | 机构销售 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 余燕伶 | 机构销售 | 0755-26820395 | 13510223581 | yyi@swsc.com.cn |
| | 陈霄（广州） | 机构销售 | 15521010968 | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |