

国创高新 (002377)

证券研究报告

2019年03月24日

O2O 房产中介典范，逆势扩张有望受益于一线回暖

收购深圳云房 (Q 房网)、布局 O2O 房产中介业务。公司 2017 年收购深圳云房，Q 房是一家以 O2O 模式为核心的房地产中介服务提供商，以“互联网+”为主导，主要从事新房代理、二手房屋经纪业务。根据 Q 房网最新数据，已在全国 23 个城市布局了上千间门店，经纪业务合作人超过 2 万多人，在深圳、珠海、中山等地区市场占有率处于领先地位，同时还在上海、青岛等城市积极布局，稳步扩张，初步形成全国多区域、多城市的线下业务体系。

Q 房凭借 O2O 渠道优势、新房二手房联动、独立经纪人等制度取得领先行业的优势：公司凭借 O2O 的渠道优势、新房二手房联动以及独立经纪人制度，获得了比行业竞争对手领先的优势：1) 新房代理费率、经纪业务佣金率高于同业的世联行、我爱我家，15-17 年新代理费率分别为 2.33%、2.5%、2%，虽然所下滑但仍然处于高位，15、16 年公司经纪佣金费率分别为 1.64%、1.62%与我爱我家接近，但在 17 年上升至 1.91%，超过我爱我家的 1.68%。2) 独立经纪人制度激发员工积极性：深圳云房与经纪人之间采取合作模式而非雇佣模式，通过增加佣金提成比例激励经纪人，人均创收增长明显。在此激励政策下，预计 17、18 年深圳云房人均月创收规模继续增长。

Q 房门店逆势扩张门店、市占率持续提升、一线门店占比高达 58%、有望受益于一线复苏：公司 2016 年共计 1073 家门店，上市后逆势扩张，我们预计截至 2018 年末公司约有 1300 家门店，其中一线城市占比约 58%，如果仅考虑二手房公司 2017 年市占率位列第三，落后于中原和链家，但如果加上新房业务销售额有望超过上述两家位列第一。同时，一线城市经过近两年的调整，二手房交易量已经触底回升，我们预计 2019 年有望迎来量价齐升，公司凭借一线超高占比及逆势扩张将迎来销售超预期可能。

股东增持显信心、定增解禁重点在 2020 年 10 月：公司收购 Q 房时定增时价格为 8.49 元，约 4 亿股占总股本 46.93%将于 2020 年 10 月 23 日解禁，之前配套融资部分已经于 2018 年 11 月解禁，截至 2018 年 2 月底，公告已经减持完成大部分，还有少量减持。另外公司股东国创集团的通知基于对公司未来发展前景的信心以及对公司价值的认可，促进公司持续、稳定、健康发展和维护公司股东利益，计划自 2018 年 2 月 13 日起 6 个月内通过二级市场竞价交易方式增持公司股份；2018 年 8 月 11 日，公司公告已完成增持 648 万股，均价 7.43，合计耗资 5013 万元。

投资建议：公司收购的深圳云房 (Q 房网) 为 O2O 房产中介的领先企业，在全国 23 城布局超千家门店，其中一线城市比重近 60%，凭借渠道优势和独立经纪人激励制度，近年代理费率和市占率持续提升，在深圳及大湾区已经成为龙头企业。受益于 19 年一二线城市地产市场回暖，地产交易市场有望实现量价齐升，而云房在一线城市重仓布局，有望明显受益，且升级后的大数据平台 19 年进入运营，将进一步助力于引导、转化客户，提升销售效率。基于以上，我们预计公司 18-20 年归母净利润分别为 3.12 亿、4.15 亿、5.44 亿，对应 EPS 分别为 0.34、0.45、0.59 元，对应 PE 分别为 20.34X、15.30X、11.67X，参考我爱我家估值情况，我们给予公司 2019 年 22.4 倍估值目标，对应目标价 10.08 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：业绩承诺兑现不及预期，商誉减值风险，佣金费率下降风险，资产评估增值过高风险

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	657.81	2,573.42	4,545.18	5,681.47	7,243.87
增长率(%)	(54.82)	291.21	76.62	25.00	27.50
EBITDA(百万元)	61.15	119.73	410.59	529.23	681.10
净利润(百万元)	5.22	43.19	312.27	414.98	544.00
增长率(%)	(83.25)	727.87	623.09	32.89	31.09
EPS(元/股)	0.01	0.05	0.34	0.45	0.59
市盈率(P/E)	1,217.33	147.04	20.34	15.30	11.67
市净率(P/B)	8.16	1.33	1.24	1.15	1.08
市销率(P/S)	9.65	2.47	1.40	1.12	0.88
EV/EBITDA	61.26	68.91	12.45	9.37	6.98

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 休闲服务/其他休闲服务

6 个月评级 买入 (首次评级)

当前价格 6.93 元

目标价格 10.08 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 916.33

流通 A 股股本(百万股) 485.86

A 股总市值(百万元) 6,350.13

流通 A 股市值(百万元) 3,367.01

每股净资产(元) 5.47

资产负债率(%) 22.45

一年内最高/最低(元) 8.96/3.70

作者

陈天诚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110001
chentiancheng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 收购深圳云房（Q房网）、布局房产中介业务.....	4
1.1. 历史沿革.....	4
1.2. 股权结构.....	4
2. O2O 房产中介典范，市占率持续提升.....	5
2.1. 新房代理+二手经纪双轮驱动，市占率持续提升.....	6
2.1.1. 公司新房代理额持续增长、代理费率明显高于同业.....	7
2.1.2. 二手经纪市占率上市前已是前三、近年持续提升.....	8
2.1.3. 门店布局合理，一线城市占比超 58%.....	9
2.1.4. 盈利能力逐渐改善.....	10
2.2. 核心竞争优势：渠道优势长于销售、加盟经纪人善于激励.....	10
3. 一线城市量价有望回升.....	12
3.1. 一线城市已经进入存量房时代.....	12
3.2. 一线城市经过两年调整、有望迎来新一轮量价齐升.....	13
4. 沥青业务：行业竞争加剧，盈利能力平稳.....	13
4.1. 弹性需求下业绩波动较大.....	13
4.2. 改性沥青行业竞争激烈，短期行业向好.....	14
5. 盈利预测.....	15

图表目录

图 1：公司直接股东及实际控制人.....	4
图 2：重组前公司股权结构.....	4
图 3：重组后股权结构图.....	5
图 4：深圳云房中介服务 O2O 体系.....	6
图 5：新房代理业务销售流程图.....	7
图 6：新房电商业务流程.....	7
图 7：二手房买卖业务流程图.....	7
图 8：二手房租赁业务流程图.....	7
图 9：公司新房代理业务应收及其增速.....	7
图 10：公司新房代理收入占比明显提升.....	7
图 11：公司二手房经纪业务营收及其增速.....	8
图 12：公司经纪业务占比下降.....	8
图 13：2016 年深圳市中介二手房成交面积分布.....	8
图 14：2017 年深圳市中介二手房成交面积分布.....	8
图 15：公司官网公布的城市分布.....	9
图 16：公司店均经纪人数（人）.....	9
图 17：公司门店分布情况.....	9

图 18: 公司地产业务 (新房代理、经纪业务) 盈利能力改善	10
图 19: 与同行公司新房代理与经纪业务营收规模 (亿元; 2018H1)	10
图 20: 与同行公司新房代理与经纪业务费率比较	10
图 21: 深圳云房与我爱我家经纪人均月创收 (万元)	12
图 22: 北京新房、二手房交易量 (平方米)	12
图 23: 深圳新房、二手房交易量 (平方米)	12
图 24: 上海新房、二手房交易量 (平方米)	12
图 25: 广州新房、二手房交易量 (平方米)	12
图 26: 40 城一手房成交套数累计同比	13
图 27: 10 城二手房成交套数累计同比	13
图 28: 公司沥青业务营收及同比	14
图 29: 公司沥青业务归母净利润及同比	14
图 30: 沥青业务毛利率、净利率保持平稳, 净利率	14
图 31: 公司三项费率	14
表 1: 上海市房屋中介公司集中度大幅提升	8
表 2: 深圳云房 (Q 房网) 与同业布局及优势对比	11
表 3: 可比公司一致性预期 PE	15

1. 收购深圳云房（Q房网）、布局房产中介业务

1.1. 历史沿革

公司于 2010 年上市，上市时主要从事改性沥青、乳化沥青产品的开发、生产与销售。2017 年，公司收购深圳云房（Q房网）100%股权，主营业务变更为房产经纪业务和沥青业务。

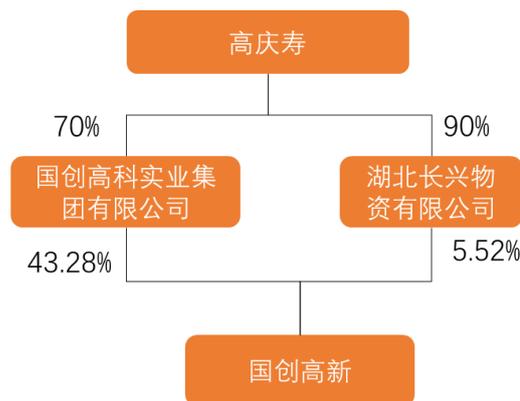
2017 年公司收购深圳云房 100%的股权，承诺 2019 年净利润不低于 3.65 亿。公司向深圳云房全体股东通过发行股份及支付现金购买其持有的深圳云房的 100%股权，深圳云房的交易对价为 38 亿元。其中：以发行股份方式支付 21.926 亿元，发行价格为 8.49 元/股；以现金方式支付 16.074 亿元。深圳云房全体股东**承诺深圳云房 2016-2019 年净利润不低于 24,250 万元、25,750 万元、32,250 万元和 36,500 万元。**净利润以扣除非经常性损益后归属于母公司普通股股东的净利润为计算依据，并应扣除本次交易实施完成后国创高新追加投资或募集配套资金用于标的公司在建项目所带来的收益及其节省的财务费用。

募资方案：公司向 8 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，募集资金总额为 18.17 亿元。本次募集配套资金非公开发行的股份数量最终确定为 2.26 亿股，最终发行价格为 8.04 元/股，扣除与发行有关费用后募集资金净额为 17.93 亿元。

1.2. 股权结构

重组前公司控股股东国创高新，实际控制人高庆寿先生。公司直接控股股东为持股 36.15% 的国创高科实业，实际控制人为高庆寿，也是公司创始人，累计持股比例达 27.66%。

图 1：公司直接股东及实际控制人



资料来源：公司公告，天风证券研究所

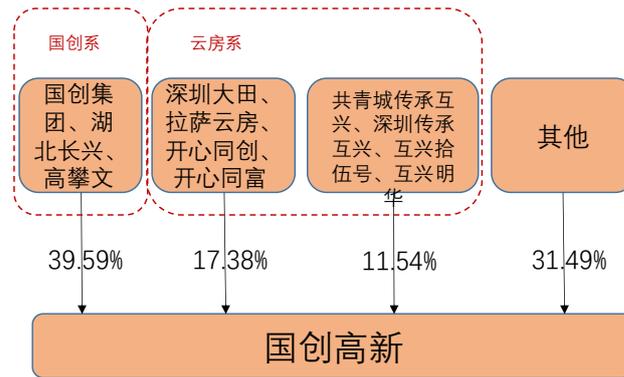
图 2：重组前公司股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

重组后公司控股股东、实际控制人不变：国创集团、湖北长兴、高庆寿等一致行动人总计持股 39.59%，云房系股东持有 17.38%，其余股东持股 55.97%。

图 3：重组后股权结构图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

在此次发交易中，公司向原深圳云房股东以及募资对象设置了股份锁定期，对于取得权益不满 12 月的交易对象，限售期为 36 月，对于拥有权益不满 12 月的募资对象，限售期 12 月，拥有权益已满 12 月，限售期为 12 个月；深圳大田、拉萨云房、开心同创、开心同富和国创集团通过本次交易取得的国创高新股份，自该等股份上市之日起 36 个月内不得转让；锁定期满后，其本次取得的新增股份在履行完毕全部补偿义务（如有）后的剩余部分一次性解除锁定。

共青城传承互兴、深圳传承互兴、易简共赢贰号、开心同创、开心同富、前海鼎华、五叶神投资、互兴拾伍号、飞马之星二号用于认购本次国创高新发行股份的深圳云房股权持续拥有权益的时间不足 12 个月的，则其通过本次交易取得的国创高新股份，自该等股份上市之日起 36 个月内不得转让；用于认购本次国创高新发行股份的深圳云房股权持续拥有权益的时间已满 12 个月的，则其通过本次交易取得的国创高新股份，自该等股份上市之日起 12 个月内不得转让。

持股 5%以上股东减持进展——18 年解禁的预计还剩 807 万股未减持、另有 4.3 亿股将在 2020 年 10 月 23 日解禁、定增价格为 8.49 元：2018 年 11 月 6 日公司披露《关于持股 5% 以上股东的一致行动人减持股份预披露公告》：共青城互兴明华的一致行动人深圳传承互兴、共青城中通传承互兴、深圳市互兴拾伍号计划通过集中竞价及大宗交易方式减持公司股份合计不超过 28115344 股，即不超过公司总股本的 3.07%。截至 2018 年 2 月 28 日，已累计减持 20047076 股，减持比例 2.19%，还剩约 806 万股未减持，另外 4 亿股国创和云房股东的持股将于 2020 年 10 月 23 日解禁，定增成本价格为 8.49 元。

股东增持显是信心、平均成本价 7.43 元：公司于 2018 年 2 月 13 日收到国创集团的通知，基于对公司未来发展前景的信心以及对公司价值的认可，为促进公司持续、稳定、健康发展和维护公司股东利益，计划自 2018 年 2 月 13 日起 6 个月内通过二级市场竞价交易方式增持公司股份；2018 年 8 月 11 日，公司公告已完成增持 648 万股，均价 7.43，合计耗资 5013 万元。

2. O2O 房产中介典范，市占率持续提升

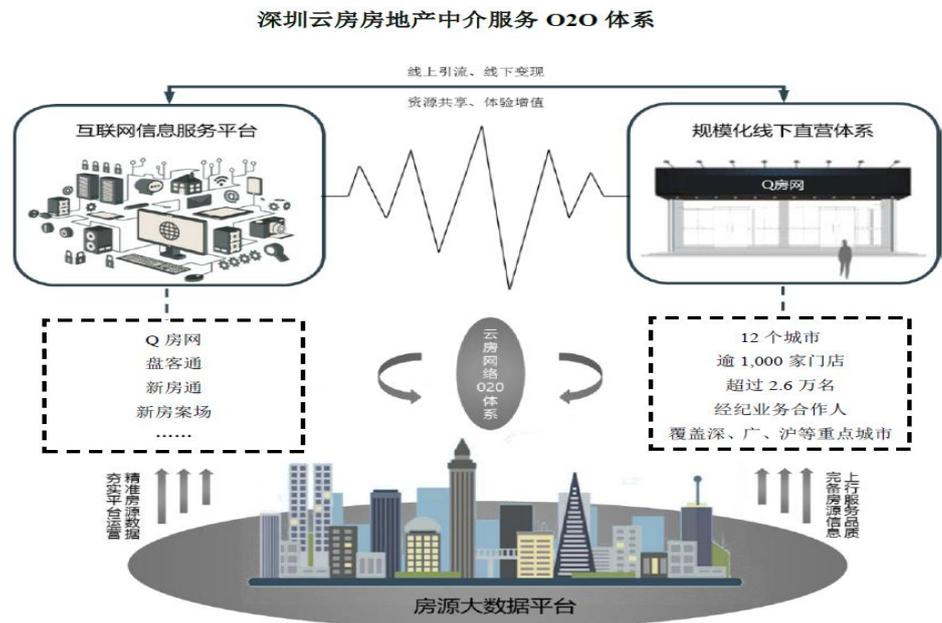
深圳云房是一家以 O2O 模式为核心的房地产中介服务提供商，以“互联网+”为主导，主要从事新房代理、房屋经纪业务。深圳云房通过互联网平台进行客户流量与房源数据的导入、处理、分析，将其对接至线下规模化的直营网络，实现对房地产中介业务各方诉求的有效撮合。通过线下专业、高效的服务积累口碑和良好的声誉，同时积极引导客户了解和线上平台，提高线上平台的客户引流和数据导入能力，由此形成良性循环，构筑深圳云房房地产互联网平台终端品牌商的核心竞争力。

扎根大数据，精准用户画像提升销售转化率，访问成交率较高。公司目前建立的楼盘字典数据涵盖了结构数据、图片数据、基础数据和分析数据等，为提供精准化的运营服务创造

价值。此外，还拥有的盘客通、新盘通、经纪公司 ERP、掌上 Q 房等 IT 系统，通过短信、微信一体化的智能成熟线上平台给购房者、业务人员、业主提供精准服务，极大地促进了交易的效率，提升房产交易参与主体的服务体验，公司估算访问成交率较高。

加码投资，构建行业领先算法与数据平台，助力业务决策。随着集团数据规模呈不断增长，数据的存储需求猛增，现存数据存也在分散、多元、多维的特点，缺乏统一有效数据管理体系。原有的数据工具和方法已无法满足发展的需要，公司拟引入新的数据算法、框架等，形成更为完整的大数据应用平台，对公司现有的市场房价数据、成交数据、楼盘品质和运营管理数据、线上业绩转化数据，学区房数据等提供基础数据的采集，清洗、格式化存储，计算分析、结果输出、展示。公司于 2017 年 10 月募集资金，其中计划 2018 年投资 1.7 亿元用于《云房源大数据平台》建设项目，2018 年 H1 公司已累计投入 5497 万，预计项目在 2018 年年底之前投资完成，达到预定可使用状态，截止目前已成功应用于房价信心指数、楼盘品质评分系统、楼盘运营管理系统、线上业绩转化漏斗分析、学区房管理系统。

图 4：深圳云房中介服务 O2O 体系



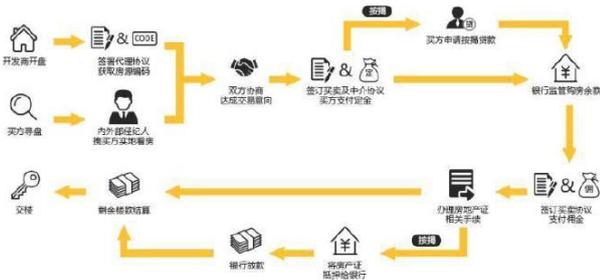
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1. 新房代理+二手经纪双轮驱动，市占率持续提升

公司全资子公司深圳云房的核心业务是新房代理业务和房屋经纪业务，为公司地产业务所在。深圳云房是华南地区房地产中介服务行业的领先企业，根据 Q 房网最新情况，在全国 23 个城市布局了上千间门店，经纪业务合作人超过 2 万多人，在深圳、珠海、中山等地区市场占有率处于领先地位，同时还在上海、青岛、南京、杭州等城市积极布局，稳步扩张，初步形成全国多区域、多城市的线下业务体系。

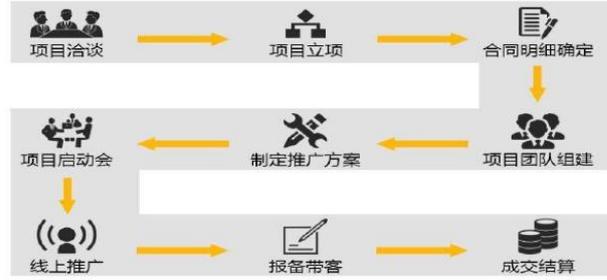
新房代理业务包括新房代理销售和新房电商两类业务，主要通过推广宣传、策略营销等手段完成新建商品房销售工作。**新房代理销售**是指与开发商签署代理协议，替开发商推介和销售楼盘，并从中获取代理费用。**新房电商业务**又称为房产网络营销服务，是指依托新媒体营销及其互联网渠道优势，为开发商提供基于互联网的全渠道营销解决方案，并通过团购、打折等活动方式，对新楼盘进行全面推介，以此获得在推广领域的相关报酬。房屋经纪业务主要是二手房买卖与租赁，其收益是基于房屋的现有价值或租费，通过向交易双方收取佣金的方式获取收入，由于公司二手房销售金额较高，因此主要收益来自于二手房买卖，租赁业务收入相对较少。

图 5：新房代理业务销售流程图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：新房电商业务流程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：二手房买卖业务流程图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：二手房租赁业务流程图



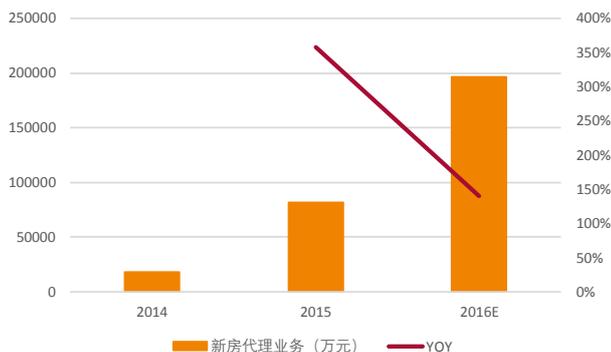
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1.1. 公司新房代理额持续增长、代理费率明显高于同业

深圳云房 2015 年度收入大幅度增长，主要由于行业交易活跃，公司大幅扩张增加营业网点和业务人员，城市覆盖范围由华南区拓展到华东区和华北区，进入城市数量增加提升了公司市场份额，且 15、16 年房价上涨幅度较大，佣金收入大幅增加。17、18 年随房地产市场受政策调控影响，而调控主要施力于一二线城市，导致公司销售规模收缩，但我们预计随公司佣金费率改善，公司销售代理收入规模或将有所回升。

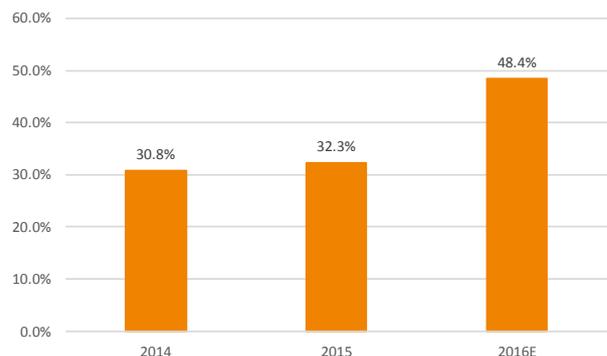
公司新房代理费率超 2%、明显高于同业：公司凭据门店、互联网等渠道优势，在部分新房销售市场谈判高费率，综合费率超过 2%，明显高于同业（世联行 0.8%）。

图 9：公司新房代理业务应收及其增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：公司新房代理收入占比明显提升

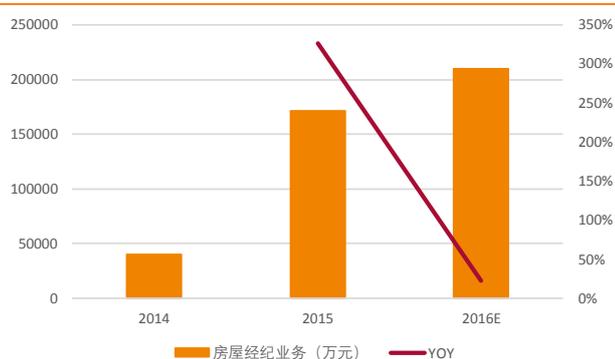


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1.2. 二手经纪市占率上市前已是前三、近年持续提升

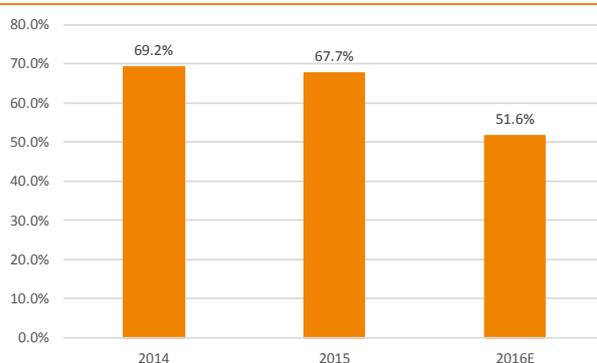
深圳云房经纪业务销售额增速在 2015 年快速增加，主要由于公司门店扩张，深入华南、进军华东地区抢占市场，之后地产行业受限购政策影响，总体经纪业务销售额有所下滑，但在行业景气下降的阶段，淘汰部分小散中介，行业集中度呈现出上升趋势。以上海为例，2016 到 2017 年房屋中介公司前十市占率由 38.8 提升至 43.8%，大幅提升 5PCT。而深圳云房的主要布局地深圳也是如此，2016 年 TOP5 交易面积市占率为 35.9%，提升到 2017 年的 43.3%，集中度比上海市更高，且提升幅度更明显。深圳云房（Q 房网）上市后在深圳市占率快速提升，16、17 年市占率分别为 7.6%、10.4%，位列前三，同比提升 2.8 个 PCT。18 年市场环境更复杂，行业限购政策丝毫没有放松，叠加紧信用环境，预计行业集中度提升更多，而深圳云房被整合后资金来源扩大，预计 2018 年市占率大幅提升。考虑公司新房+二手房代理额，由于链家和中原新房代理业务较少，云房排名有望提升。

图 11：公司二手房经纪业务营收及其增速



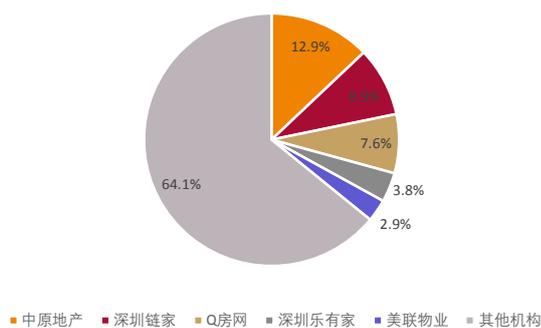
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：公司经纪业务占比下降



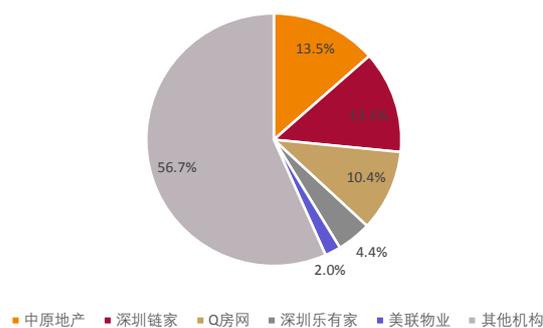
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：2016 年深圳市中介二手房成交面积分布



资料来源：深圳市规土委，深圳市房地产信息平台，天风证券研究所

图 14：2017 年深圳市中介二手房成交面积分布



资料来源：深圳市规土委，深圳市房地产信息平台，天风证券研究所

表 1：上海市房屋中介公司集中度大幅提升

2017 年			2016 年		
排名	成交套数	市场份额占比	排名	成交套数	市场份额占比
1	27016	18.30%	1	56553	14.99%
2	8983	6.08%	2	19162	5.08%
3	8806	5.96%	3	11858	3.14%
4	5603	3.79%	4	11716	3.11%

5	4871	3.30%	5	11256	2.98%
6	4458	3.02%	6	10338	2.74%
7	1938	1.31%	7	8525	2.26%
8	1017	0.69%	8	7109	1.88%
9	998	0.68%	9	5122	1.36%
10	937	0.63%	10	4738	1.26%
			11	4036	1.07%
前十占比		43.8%			38.8%

资料来源：云房数据，天风证券研究所

2.1.3. 门店布局合理，一线城市占比超 58%

深圳云房大力布局一线城市，并以此为核心向周边城市渗透。深圳云房在北上广深四大城市均有门店，重组前夕（2016 年）公司在四大一线城市共有 624 家门店，占总数 1073 家的 58%，其中深圳、上海门店最多，分别为 369 家、192 家，表明公司对珠三角、长三角区域的重点布置。同时公司的主要收入也来源于两地，其中珠三角（主要包括深圳、广州、珠海等）是深圳云房自成立起即深耕的重点市场，占率超 10%，对市场情况十分熟悉，在当地据点成本优势明显，公司扎根深圳，向周边珠海、中山、广佛地区渗透，在珠三角 9 市均有布局，随粤港澳大湾区逐渐推进，外来人口持续流入，深圳云房有望享受区域级发展红利；同时华东地区（主要包括上海、杭州、苏州、南京等）是深圳云房近年来重点扩张区域，产生收入的能力逐年增强。

相比于竞争对手深圳云房虽然体量较小，但擅长集中火力拿下一线城市市场，并向环一线城市周边二线、强三线渗透的战略，一方面使得公司集中精力吃透一块区域市场，降低不同地区的磨合、人力成本等，另一方面区域深耕战略也使的公司区域影响力较强，目前在华南地区已是龙头地位，华东地区的影响力也在逐年提升。

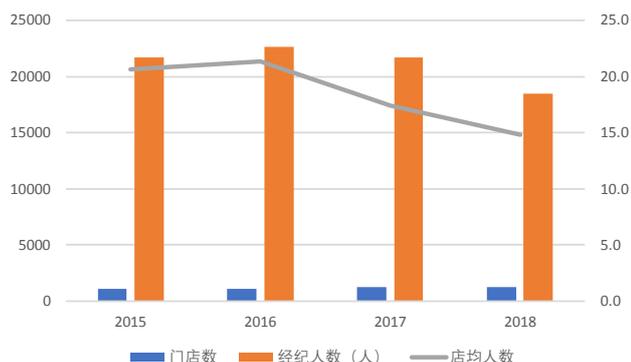
图 15：公司官网公布的城市分布

全部城市					
B	北京			N	南京 南寧 南通
D	東莞			Q	青島
F	佛山			S	深圳 上海 蘇州
G	廣州			T	太原 太倉
H	杭州 惠州 湖州			X	香港 徐州
J	嘉興 江門			Z	珠海 中山
L	廊坊				

资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 16：公司店均经纪人人数（人）

图 17：公司门店分布情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

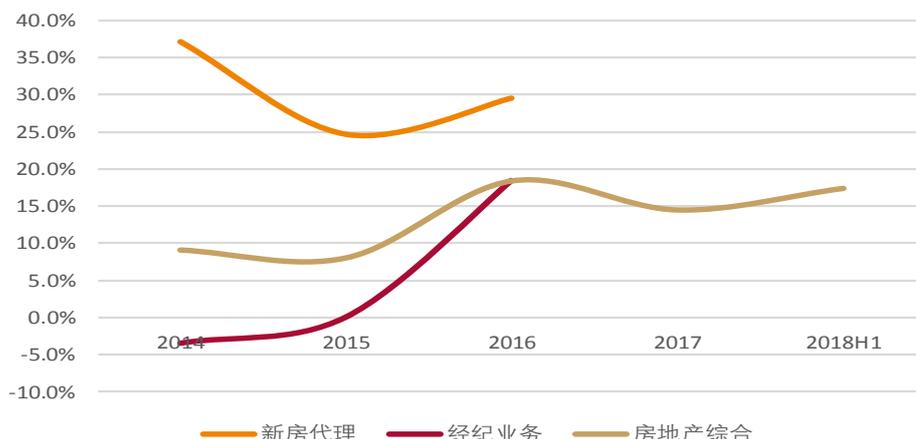


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所 (2016 年 8 月)

2.1.4. 盈利能力逐渐改善

上市前深圳云房综合毛利率总体呈快速上升趋势, 主要原因是拥有较高毛利率的新房代理业务收入占比提高, 同时, 2015 年快速扩张之后, 16 年成本得到控制, 毛利率呈现上升趋势。之后公司人员、门店规模相对稳定, 17、18 年在市场环境恶化的情况下, 深圳云房继续提升新房代理业务占比, 毛利率稳中有升。随 19 年市场环境改善, 我们认为深圳云房毛利率有望继续提升。

图 18: 公司地产业务 (新房代理、经纪业务) 盈利能力改善



资料来源: 公司公告, WIND, 天风证券研究所 (注: 2016 年数据为 2016 年 1-8 月)

2.2. 核心竞争优势: 渠道优势长于销售、加盟经纪人善于激励

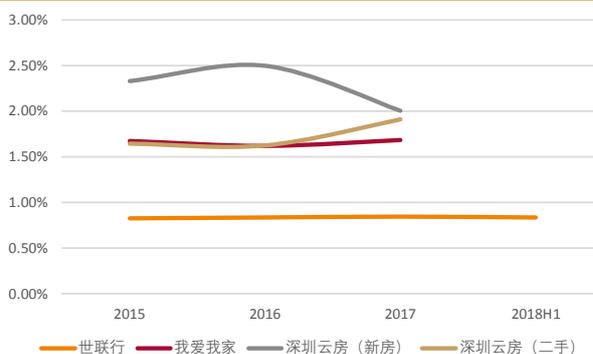
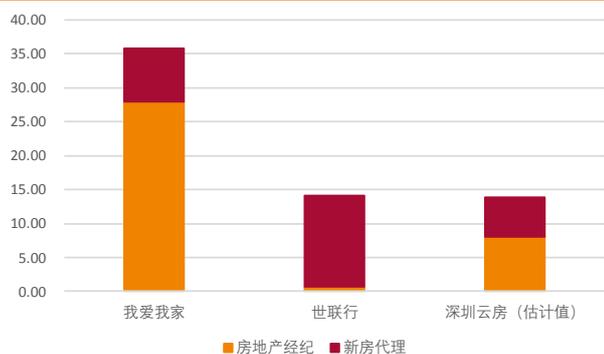
优势一: 公司渠道优势明显、代理和经纪费率高

提取深圳云房、我爱我家、世联行的房地产业务收入规模, 对比发现我爱我家的房地产业务总体规模较高, 其中经纪业务: 新房业务约为 78%: 22%, 世联行与深圳云房规模接近, 以新房代理业务为主, 新房业务占比达到 95%, 此外世联行还有地产资管、金融等主营业务形成协同效应, 而深圳云房全部来自于新房代理和二手经纪业务, 二者比例接近。收入全部来源于新房和经纪业务, 世联行收入以新房业务为主, 区别于同行业其他企业的一点是, 我爱我家资管业务开展较早, 并于 2015 年独立出相寓的品牌, 资管业务收入已比较可观, 在总收入中占比较高。

由于公司具备线上线下 O2O 的渠道优势、且凭借广泛布局的而门店实现一二手房联动, 公司在获客和转化销售的能力明显高于同业, 深圳云房代理费率明显高于同业的世联行、我爱我家, 15-17 年公司新房代理费率分别为 2.33%、2.5%、2%, 虽然所下滑但仍然处于高位, 15、16 年公司经纪佣金费率分别为 1.64%、1.62%与我爱我家接近, 但在 17 年上升至 1.91%, 超过我爱我家的 1.68%, 展现出公司在经营、销售策略具备优势。

图 19: 与同行公司新房代理与经纪业务营收规模 (亿元; 2018H1)

图 20: 与同行公司新房代理与经纪业务费率比较



资料来源：我爱我家、世联行、公司公告，天风证券研究所

资料来源：世联行、我爱我家、公司公告，天风证券研究所（其中我爱我家为 2017 年 1-3 月数据）

表 2：深圳云房（Q 房网）与同业布局及优势对比

公司名称	经纪人规模	门店数量	布局城市数量	重点城市	竞争优势
链家	近 15 万人 (2016)	超 8000 家 (2016)	28	北京、上海、广州、深圳、天津、成都、青岛、重庆、大连	1. 行业引领者和颠覆者。业内率先承诺真实房源，开展安心服务承诺，建立亿元保障金；2. 真正具备大数据处理能力的房产服务平台；3. 搭建房产服务者生态平台，让经纪人职业化；4. 积极拓展多业务，开拓海外业务
我爱我家	5.5 万余人 (2018 年)	2700 余家 (2018)	16	北京、上海、杭州、南京、天津、苏州、太原、无锡、郑州、成都、武汉、长沙、南昌、青岛、南宁	1. 领先的行业地位和较强的品牌影响力；2. 全国化布局的终端优势和市场深耕优势；3. 各业务板块协同形成公司发展的合力 4. 强大的互联网创新能力优势，房地产中介大数据时代的领跑者
世联行	无直营门店，世联联盟链接经纪人 20 余万人	链接经纪公司 4 万多家	四个城市联盟	济南，厦门，惠州，昆明	共享行业资源，赋能合作伙伴，提供房地产综合服务
Q 房网	超过两万多人 (2018)	1073 (2016 年) 预计 1300 左右 (2018)	12	在深圳、珠海、中山市场资料来源：天风证券研究所占有率先，在上海、青岛、南京、杭州积极布局扩张	1. 成熟的线上平台；2. 规模化的线下业务体系；3. 拥有优秀的专业管理团队；4. 树立了良好的品牌和口碑；5. 善于激励的加盟经纪人模式

资料来源：链家网，我爱我家、世联行、公司公告，天风证券研究所

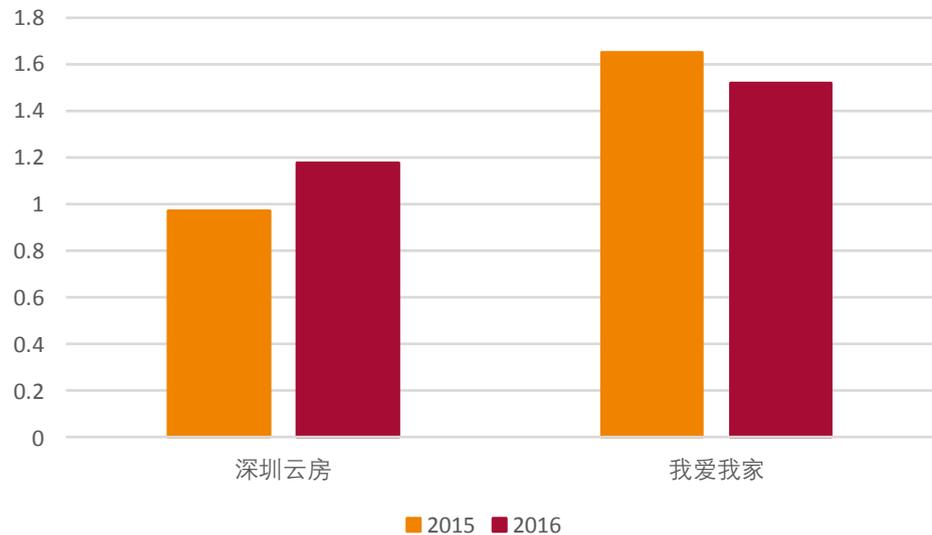
优势二：独立经纪人制度激发员工积极性

深圳云房主要实行独立经纪人制度，高佣金分成激励调动积极性，降低管理成本。深圳云房将经纪业务外包予经纪业务合作经纪人，实行无固定底薪、配之以累进制的高佣金分成的报酬模式，由于二者是合作关系，因此贡献越多的经纪人，获取佣金将越高，能够充分调动经纪人积极性，降低管理成本与其他人力成本，相比同行业的劳动雇佣关系效率更高，雇主与雇工更需要监督管理的成本也会增加。

自 2014 年起，深圳云房曾采取过大幅提高经纪业务合作人的佣金提成比例、为培养期经

纪业务合作人提供 3 个月补助津贴、提高自身一线员工佣金提成比例等方式，在此激励作用下，15、16 年深圳云房人均创收 0.97 万元、1.18 万元，同比增加 22%，而同行业公司则由于前期人员培训费用较多，导致人均创收减少 8%。在此激励政策下，预计 17、18 年深圳云房人均月创收规模将超过我爱我家。

图 21：深圳云房与我爱我家经纪人均月创收（万元）



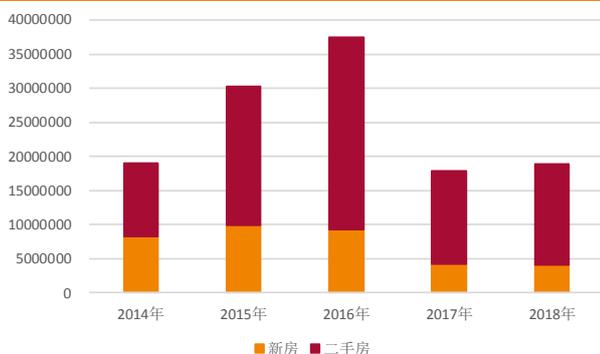
资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 一线城市量价有望回升

3.1. 一线城市已经进入存量房时代

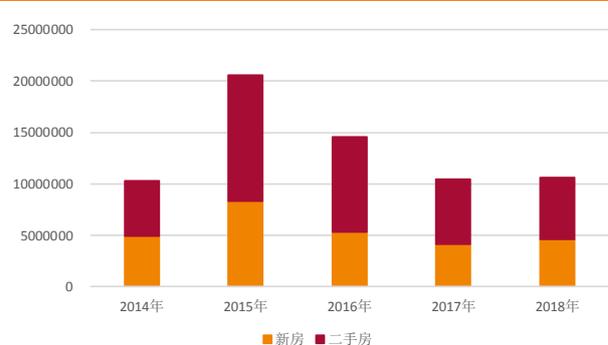
一线城市以存量房交易为主，二线城市或将有所改观。2017 年数据来看，中国一线城市的二手房交易量（累计交易面积）是新房交易量的 1.3 倍，全国在一线城市开发程度较高，土地面积有限，未来存量房市场将占据主导地位。随着国内各地房地产市场调控政策逐渐边际宽松，首次置业或改善的自住型刚性购房需求持续增加，新一轮的销售周期有望重新开启。另一方面二线城市虽然目前仍然以新房交易为主，但随人口集中度提升，二手房交易量占比也将持续提升。

图 22：北京新房、二手房交易量（平方米）



资料来源：Wind，天风证券研究所

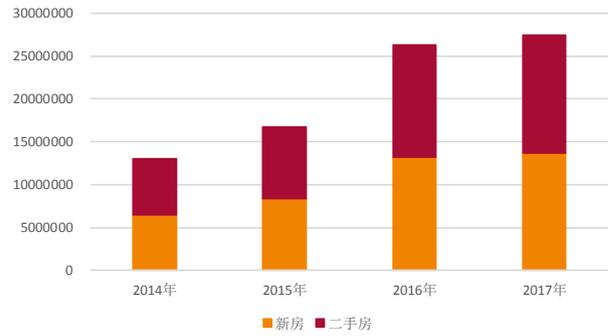
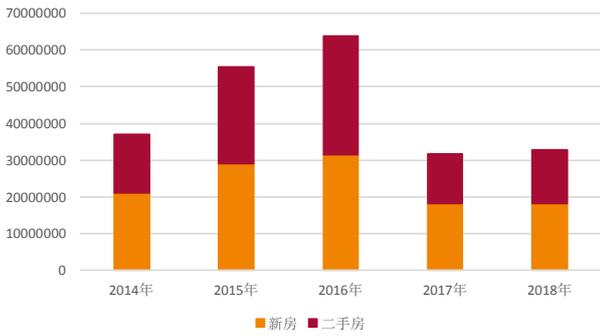
图 23：深圳新房、二手房交易量（平方米）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：上海新房、二手房交易量（平方米）

图 25：广州新房、二手房交易量（平方米）



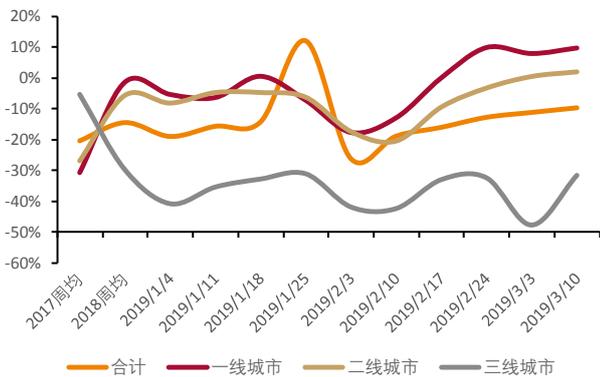
资料来源: Wind, 天风证券研究所

资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.2. 一线城市经过两年调整、有望迎来新一轮量价齐升

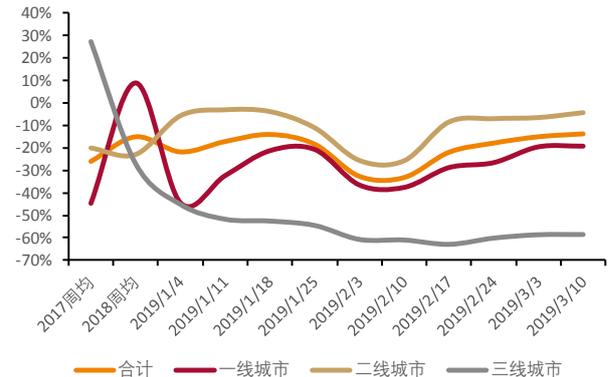
伴随国内房地产“四限政策”逐渐松动，“因城施策”带来的政策边际放宽逐渐明显，一线城市中深圳市率先在 19 年之后两次下调利率，此外还有部分二三线城市放宽落户政策等，总体呈现出明显的放松迹象。我们认为在此情况下，前期需求受到抑制的一线、二线城市将有望明显回暖。从我们跟踪了部分城市的新房、二手房的成交情况来看，年初至今一线城市新房销售量（套数）累计同比已从-5.3 回升至 9.8%，二线从-8.3%回升至 1.8%，从销售面积来看，一线、二线城市一手房成交面积累计同比增速分别为 12.8%、0.5%，回升趋势十分明显。我们认为，经过两年的调整期之后，一线城市市场率先活跃，有望迎来量、价上涨的局面。

图 26: 40 城一手房成交套数累计同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 27: 10 城二手房成交套数累计同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

4. 沥青业务：行业竞争加剧，盈利能力平稳

公司以沥青业务起家，已成为国内改性沥青行业的一流企业，也是全国研发、生产和销售高等级公路新材料专业沥青的龙头企业之一。改性沥青系列产品的研发、生产及销售，下游主要用于高速公路、国道公路、城市主干道、机场跑道以及市政专用道路等工程的路面铺设、养护，公司需求主要来自于高速公路等基础设施新建项目和已经建成的公路、桥梁等基础设施的维护需求，对国内路桥等基建计划投资情况依赖程度较高。

4.1. 弹性需求下业绩波动较大

公司沥青业务业绩波动较大，14 年后业绩增速持续下滑，2016 年营收为 6.58 亿元，17 年稍有回升，但增速并不明显。公司沥青业务归母净利润在 16 年约 500 万，同比大幅减少 83%。另一方面随行业竞争持续加剧，公司盈利水平持续下滑，毛利率水平始终保持在 10%-13%之间，但受到三项费率持续提升，近年来净利率呈现出下滑的趋势。

图 28：公司沥青业务营收及同比



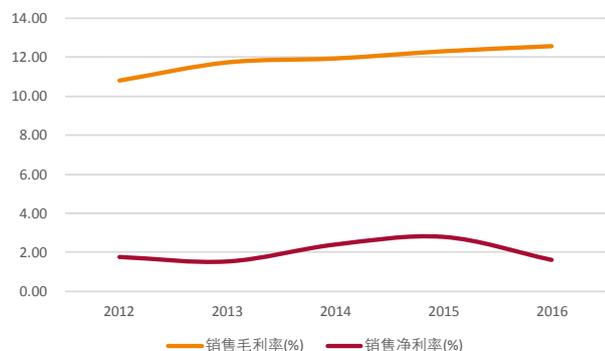
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：公司沥青业务归母净利润及同比



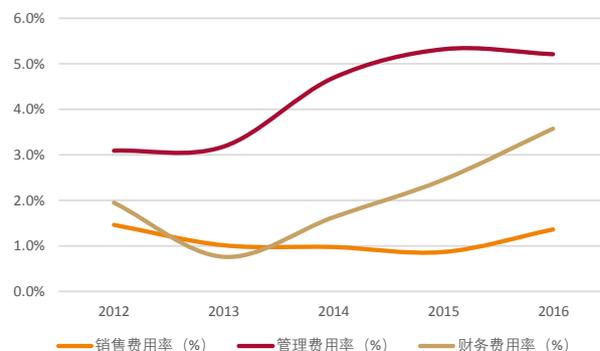
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：沥青业务毛利率、净利率保持平稳



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：公司三项费率



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 改性沥青行业竞争激烈，短期行业向好

近年来沥青行业已经进入高度成熟期，行业进入壁垒越来越弱化，成为完全竞争性行业，一方面国际大型石油（化工）公司通过独资、合资、并购等方式加入国内改性沥青生产行业，加剧了国内改性沥青市场的竞争；另一方面，“二次加工”的改性沥青由于工艺简单、进入门槛较低而原料难以鉴定，小作坊生产非标产品的投入并不高，因此非标产品泛滥，导致行业竞争格局恶化。

5. 盈利预测

公司收购的深圳云房（Q房网），为 O2O 房产中介的领先企业，在全国 23 城布局超千家门店，其中一线城市比重近 60%，凭借渠道优势和独立经纪人激励制度，近年代理费率和市占率都持续提升，在深圳及大湾区已经成为龙头企业。受益于 19 年一二线城市房地产市场回暖，地产交易市场有望实现量价齐升，而云房在一线城市重仓布局，有望明显受益，且升级后的大数据平台 19 年进入运营，将进一步助力于引导、转化客户，提升销售效率。基于以上理由，我们预计公司 18-20 年归母净利润分别为 3.12 亿、4.15 亿、5.44 亿，对应 EPS 分别为 0.34、0.45、0.59 元，对应 PE 分别为 20.34X、15.30X、11.67X。参考可比公司，考虑到公司和我爱我家的业务结构更为相似（而世联行有很多金融、房地产资管业务），因此主要参考我爱我家估值情况，给予公司 2019 年 22.4 倍估值，对应目标价 10.08 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司一致性预期 PE

	2018E	2019E	2020E
世联行	23.21	13.35	11.76
我爱我家	25.58	22.43	19.76
均值	24.40	17.89	15.76
国创高新	20.34	15.30	11.67

资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	298.99	1,060.48	1,363.55	1,534.00	1,810.97
应收账款	346.50	714.58	674.22	1,377.42	1,439.64
预付账款	42.69	247.31	341.51	391.15	540.73
存货	59.25	162.04	275.37	268.89	423.36
其他	129.15	209.02	107.19	144.88	126.29
流动资产合计	876.59	2,393.43	2,761.84	3,716.34	4,341.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	124.98	154.01	132.68	111.35	90.02
在建工程	0.00	63.73	69.85	69.85	69.85
无形资产	24.97	203.85	202.64	197.43	192.23
其他	252.00	3,567.91	3,555.51	3,528.73	3,514.13
非流动资产合计	401.95	3,989.49	3,960.68	3,907.36	3,866.23
资产总计	1,505.28	6,610.11	6,941.82	7,843.00	8,426.52
短期借款	146.00	491.50	546.47	534.20	588.74
应付账款	101.91	551.59	558.26	822.72	933.78
其他	91.70	628.12	584.36	816.29	850.67
流动负债合计	339.61	1,671.21	1,689.08	2,173.20	2,373.19
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	269.19	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.77	19.23	19.23	19.23	19.23
非流动负债合计	269.97	19.23	19.23	19.23	19.23
负债合计	609.57	1,690.44	1,708.31	2,192.44	2,392.42
少数股东权益	117.71	130.56	132.13	134.21	136.94
股本	434.70	916.33	916.33	916.33	916.33
资本公积	167.80	3,669.30	3,669.30	3,669.30	3,669.30
留存收益	179.86	203.49	515.75	930.73	1,311.53
其他	(4.36)	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	895.70	4,919.67	5,233.50	5,650.57	6,034.10
负债和股东权益总	1,505.28	6,610.11	6,941.82	7,843.00	8,426.52

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	10.09	47.21	312.27	414.98	544.00
折旧摊销	21.76	69.08	26.54	26.54	26.54
财务费用	27.94	29.83	13.83	12.53	11.35
投资损失	(0.97)	(0.67)	(0.10)	0.00	0.00
营运资金变动	(80.92)	116.36	(67.31)	(255.47)	(179.43)
其它	49.18	(2.38)	2.85	4.85	5.40
经营活动现金流	27.07	259.42	288.07	203.42	407.86
资本支出	(33.78)	3,508.11	10.12	0.00	(0.00)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	49.71	(4,744.44)	(31.58)	(8.18)	(10.88)
投资活动现金流	15.94	(1,236.33)	(21.46)	(8.18)	(10.88)
债权融资	415.19	491.50	546.47	534.20	588.74
股权融资	(16.21)	3,961.16	(13.83)	(12.53)	(11.35)
其他	(447.68)	(2,911.01)	(496.18)	(546.47)	(697.40)
筹资活动现金流	(48.69)	1,541.65	36.45	(24.80)	(120.01)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(5.68)	564.75	303.07	170.44	276.97

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	657.81	2,573.42	4,545.18	5,681.47	7,243.87
营业成本	546.48	2,228.80	3,785.22	4,709.94	5,990.68
营业税金及附加	4.77	14.82	26.17	32.71	41.71
营业费用	20.33	34.96	90.90	113.63	144.88
管理费用	43.87	190.43	260.21	325.26	414.71
财务费用	27.48	31.02	13.83	12.53	11.35
资产减值损失	3.66	20.53	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	1.28	2.76	2.67
投资净收益	0.97	0.67	0.10	0.00	0.00
其他	(1.95)	(13.10)	(2.76)	(5.52)	(5.34)
营业利润	12.19	65.30	370.22	490.16	643.22
营业外收入	2.56	1.75	0.00	2.00	2.00
营业外支出	0.33	0.62	1.00	1.50	2.00
利润总额	14.43	66.42	369.22	490.66	643.22
所得税	4.34	19.21	55.38	73.60	96.48
净利润	10.09	47.21	313.84	417.06	546.73
少数股东损益	4.87	4.03	1.57	2.09	2.73
归属于母公司净利润	5.22	43.19	312.27	414.98	544.00
每股收益(元)	0.01	0.05	0.34	0.45	0.59

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-54.82%	291.21%	76.62%	25.00%	27.50%
营业利润	-76.24%	435.51%	466.94%	32.40%	31.23%
归属于母公司净利润	-83.25%	727.87%	623.09%	32.89%	31.09%
获利能力					
毛利率	16.92%	13.39%	16.72%	17.10%	17.30%
净利率	0.79%	1.68%	6.87%	7.30%	7.51%
ROE	0.67%	0.90%	6.12%	7.52%	9.22%
ROIC	5.34%	12.84%	8.65%	11.07%	13.50%
偿债能力					
资产负债率	40.50%	25.57%	24.61%	27.95%	28.39%
净负债率	13.30%	-2.13%	2.65%	-3.57%	2.06%
流动比率	2.58	1.43	1.64	1.71	1.83
速动比率	2.41	1.34	1.47	1.59	1.65
营运能力					
应收账款周转率	1.42	4.85	6.55	5.54	5.14
存货周转率	9.40	23.26	20.78	20.88	20.93
总资产周转率	0.40	0.63	0.67	0.77	0.89
每股指标(元)					
每股收益	0.01	0.05	0.34	0.45	0.59
每股经营现金流	0.03	0.28	0.31	0.22	0.45
每股净资产	0.85	5.23	5.57	6.02	6.44
估值比率					
市盈率	1,217.33	147.04	20.34	15.30	11.67
市净率	8.16	1.33	1.24	1.15	1.08
EV/EBITDA	61.26	68.91	12.45	9.37	6.98
EV/EBIT	94.41	97.56	13.31	9.86	7.26

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com