



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒

冯雪

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120022
(8610) 6622 9323
tracy.feng@bocigroup.com

三六五网调研纪要

异地项目及人才建设快速推进, 电商产品及报网联动有望拉动业绩略超预期

2012年三六五网(300295.SZ/人民币 41.24, 未有评级)电商业务推动业绩增长, 预计2012年每股收益1.8-2元, 目前股价相当于22倍左右。公司上市后, 已加强人才建设、产品研发, 胜在资讯解读能力(平台媒体属性)和对市场的把握(营销效果), 异地复制阶段, 报网联动有望缩短西安、重庆等4个新分站的导入期, 减少短期业绩影响。我们仍然看好公司未来发展。

2012年房地产网络营销业景气度:

2012年效果营销, 而非硬广投放增长更快。搜房网2012年1季度收入同比增长43.4%, 达到5,850万美元, 净利润同比增长152.9%, 达1,450万美元——印证营销业景气度很好的判断。公司1季度增长30%主要靠“团立方”电商产品拉动——尤其是南京、苏州地区, 而搜房“白金卡”的增长更快, 主要原因在于后者在电商产品上的准备早于公司, 在2011年4季度即开始体现电商产品对业绩的拉动。

“团立方”是公司2012年重点推广的产品, 每个分站都开始专门配置电商团队, 2季度开始将在南京、苏州以外的城市推广。

网络广告逐年提价的原因:

公司目前客户均为直客。地产网络营销行业过去若干年普遍年提价30%, 主要原因是广告价格与平媒差距较大, 例如, 365网站1-2万元/天, 报纸1个整版5-10万元。目前平媒受成本推动而逐年小幅提价, 而网络媒体策略性选择跟随提价。

地产网络营销市场规模的判断:

预计单城市地产网络媒体投放可以做到50%。

地产营销业中“电商”产品概念:

电商产品形式丰富, 但判断具有“杀伤性”的还是以价格实惠为核心, 例如, 搜房“白金卡”变相降价, 365“团立方”为团购。此类电商产品受到开发商、消费者的欢迎。原因在于: 一、开发商规避直接降价, 子公司负责人也能较好地向总部要营销预算。二、刚需、改善型需求等获得有效实惠, 去化速度有效加快。三、类似于365等的网络营销商也很受欢迎, 通过直接促成销售而直接获得开发商的营销费。预计未来宏观调控局没有实质改变的情况下, 团购还是最有效的, 能够解决买卖双方大规模交易。

与团购网站的竞争优势:

团购网站很难切入“地产团购”, 主要是缺乏有效专业组织能力(对价格、区位等的判断), 因此专业网站能够积聚有效消费群体。新浪乐居即走大电商平台, 365更看好自身的专业平台定位。

“电商”盈利模式：

365 南京模式——基于南京大平台优势，以广告为主，配合团立方，例如，50 万元的广告金额通过效果兑现可以提升 70-80 万元。365 苏州模式，约 5,000-10,000 元/套的提成。后续与竞争对手同步，会更推崇苏州模式。

此外，从实际效果、保障团购流量的角度出发，单城市每月会严格控制楼盘团立方营销数量。

异地复制的竞争优势：

对市场的把握、资讯解读能力、精细化运营水平。与搜房、新浪易居相比，公司是后进入者。但公司在大本营南京市场也比搜房晚 2 年，但目前已做到市场第一。公司将以资讯、内容、平台切入新市场，强调团队、报网联动、爆发点（具体商业模式、盈利模式的选择）。只要对当地市场有足够了解，就有可能后来者居上。公司对资讯的理解，业内领先，战略投资者华商传媒本身就是传统媒体，有很好的沟通互助。资讯等媒体属性是平台水平高低的决定性因素。

此外，房地产消费的地域性、本地性特征明显，网络营销市场能否容纳多家供应商。

此外，市场中竞争对手规模差不多时，后来者会有更多机会。

异地复制进度和对城市的选择：

更倾向于选择市场潜力大（在售在建楼盘多，网络营销份额低），市场竞争格局待定（已进入者份额旗鼓相当）、调控压力更小（中西部的房价压力、投机氛围好于长三角）的城市。

中国房地产业伴随城镇化建设发展，判断长三角地区基本成熟，单城市 100 楼盘在售，而中西部往往是 300-400，地产网络营销的潜在市场更大。北上广深一线城市和宁渝等中心城市的地产网络营销替代传统媒体（报媒和大牌）的趋势已较为明显，这一趋势还将逐步渗透至其他地区。公司变更募投项目实施的城市，因为发现西安、重庆、沈阳、长春处于地产网络营销的上升期，基数小。预计西安的市场容量会是南京的 2 倍以上，重庆市场已经做大，搜房做得很好。东北则是较大潜力市场。预计 3 年时间，西安地产网络营销销售能做到 8,000 万元，剩余 3 个各 4,000 万元，合计为公司带来 2-2.5 亿元增量。

目前预计西安和重庆 2012 年 3 季度开业，沈阳和长春约在 3 季度末和 4 季度初开业。公司 2012 年还将选择徐州、南通进一步加密长三角市场，预计 3 季度上线。未来考虑成都、哈尔滨、大连及其他高铁沿线城市。

分站盈利周期：

一年小亏、二年平、三年盈利。开站筹备期 3-5 个月。预计较大城市打平销售额约 1,000 万元左右。预计西安分站 2012 年下半年很可能打平，重庆略亏，沈阳、长春因开业时间可能恰逢当地房产销售低点，还需要培育期。

华商传媒的支持：

以合资设立公司的方式贯彻报网联动，公司是华商新媒体转型的重要合作伙伴。具体地，365 都是当地都市报列的独家网络合作媒体，会在报纸房产版上做推广、品牌宣传，与报社联合举办专业活动，版面资源做互换等。

对二手房及家居市场的判断:

二手房网络营销,以产品为导向,收入与成交量直接挂钩,竞争对手与公司的二手房业务增速放缓,都体现了调控负面影响。

未来预计二手房网络营销市场稳定,短期无爆发可能。

家居市场潜力较大,可挖掘空间较大,广告投放比重高于二手房,未来考虑“媒体+大卖场”模式。

并购新平台的预期:

并购非房平台,做流量变现是可行之路,目前主要是一级市场价格困难,还存在一定的言论政策风险。未来随团队商业意识增强,再去做非房广告业务也很合理。看好本地化的社区网络、BBS等(类似于19楼)。

公司增长瓶颈:

人才和产品研发。

人才建设方面的公司优势:

内部培养为主,加外部人才吸附。

首先,公司内部推行事业部模式,从分站选拔人才留在总部,空出岗位从当地培养。由此加强集团产品研发实力和管控力度,同时补充分站人才。公司从2010年起启动人员储备工作,分公司副总,分管销售的负责人,内容副总等都构成分站负责人候选池,是外派干部的储备人选。目前9个站,各有4-5位副总,合计约40个人,是近三年异地复制、建站人才输出的核心。

其次,上市后对人才的吸附能力增强,能够吸引到一线人才,例如新房事业部、重庆、西安、徐州等都有外部人才加盟。相比于其他公司,365的企业文化更宽松、容忍度更高,同时给予足够的就业通道,强调本土化工作,薪酬待遇也较好。公司员工平均年龄28岁。新房业务人均8万元成本,与平媒持平略高。南京2011年开始有平媒人才流向网媒。公司应届大学生大约是3,000多元月薪。

同时,募投项目之365学院是人才培养基地。人员培养产品化,细化到每个岗位,例如,网络编辑培养周期过去是3个月,未来将缩短至1个月左右。

异地分站的人员配置:

中西部及东北4个城市是下一步的发展重点,负责人级别较高。

平台作用更大时,对人员的依赖度会降低。伴随365网络平台的完善,公司正朝着这个方向过渡,2012年起,苏州、合肥、总部之间人才流动、人才优化加强。这也是公司与世联地产、其他区域性网络营销商的区别。

股权激励计划:

期权等是有效激励手段之一,下一部激励重点是新的分站和现有城市的负责人,预计股权激励计划会与已持有股份的团队的解禁结合起来。

市值管理:

3年“翻一番”50亿元目标。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371