



**买入**

**12% ↑**

目标价格: 人民币54.13

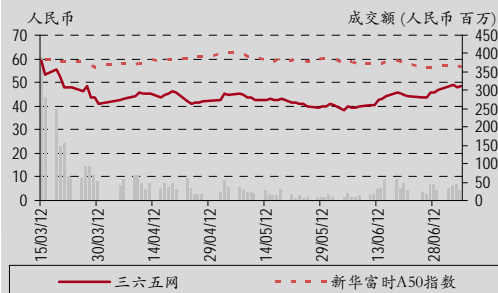
300295.SZ

价格: 人民币 48.26

目标价格基础: 30倍12年市盈率

板块评级: 中立

**股价表现**



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	-	21	14	-
相对新华富时A50指数	-	24	16	-

发行股数(百万)	53
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	644
3个月日均交易额(人民币 百万)	48
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
胡光辉	19

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2012年7月5日收市价为标准

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\*

(8610) 6622 9323

tracy.feng@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120022

# 三六五网

## 新一轮扩张启动, 行业景气度持续

江苏三六五网是长三角知名房产家居网站, 主业为新房广告/活动, 二手房/家装电商等房产类网络营销, 依托异地扩张、产品创新拟打造全国性专业平台。目前新一轮战略性扩张启动, 人才储备、研发投入、市场需求均处于上升期。预计2012-14年每股收益1.80元、2.44元和3.31元, 目标价54.13元, 首次评级买入。

### 支撑评级的要点

- **行业景气持续:** 2012年房地产调控基调不变, 刚需推动市场回暖但供求关系未彻底扭转, 企业营销需求持续增长。考虑现有八市可售面积、新进四市房地产开发投资规模及增速、城镇化及小婴儿潮对未来10年中国房地产行业的推动、中国房产类网民增加, 判断房产类网络营销相对抗周期, 褒有更高景气度。
- **房产网络营销主业处于上升通道:** 公司是具有跨地域成功经验的房产网商。四城市年规模达千万元规模, 南京、合肥市占率第一。一方面异地拓展模式化, 另一方面惯于“精耕细作”运营, 未来“布局中心城市、密集长三角”。高管团队稳定性强, 上市后人才培养产品化, 重视管理技能培训, 上市品牌效应促使对高端复合型人才吸附力增强。已建立总部与分站人才回流输出的环路通道, 以加强产品研发和内部管控, 上市为研发投入提高更多资金保障。
- **华商传媒重要伙伴:** 2007年引入战略投资者华商传媒, 上市前后均为公司重要伙伴。2012年签署排他性战略合作协议, 设立合资公司拓展华商报系具绝对市场份额的西安、重庆、沈阳和长春, 大大缩短新市场导入期, 将是“转移+提速+做大总量”的过程。
- **非房业务拓展:** 茶坊系列配套 BBS、合肥热线/合肥论坛及外购平台可能蕴含非房网络营销业务拓展预期。

### 评级面临的主要风险

- 下游房地产政策市场波动影响。
- 房产网络营销市场竞争加剧风险。

### 估值

- 预计2012-14年每股收益1.80元、2.44元和3.31元, 2011-14年年均复合增速35%, 基于2012年30倍市盈率给予目标价54.13元, 首次评级买入。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	149	230	316	438	612
变动(%)	49	54	37	39	40
净利润(人民币 百万)	64	72	96	130	176
全面摊薄每股收益(人民币)	1.200	1.356	1.804	2.439	3.307
变动(%)	24.9	13.0	33.1	35.2	35.6
市场预期每股收益(人民币)		1.360	1.783	2.387	3.080
核心每股收益(人民币)	1.202	1.357	1.805	2.439	3.307
变动(%)	25.0	12.9	33.0	35.1	35.6
全面摊薄市盈率(倍)	39.8	35.3	26.5	19.6	14.5
核心市盈率(倍)	39.8	35.2	26.5	19.6	14.5
每股现金流量(人民币)	1.37	1.19	1.76	2.58	3.66
价格/每股现金流量(倍)	35.0	40.3	27.2	18.5	13.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.3	19.3	17.5	12.4	8.6
每股股息(人民币)	0.400	0.000	0.361	0.488	0.661
股息率(%)	0.8	0.0	0.8	1.0	1.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 目录

投资摘要.....	3
公司概况.....	4
行业景气度持续.....	8
主业处于上升通道.....	13
华商——重要战略投资者.....	18
非房业务厚积薄发.....	20
盈利预测及估值.....	23
附录、中国房地产网络营销业简析.....	25
风险提示.....	34
研究报告中所提及的有关上市公司.....	36

## 投资摘要

江苏三五网是长三角地区知名房产家居网站，2006 年建站至今已占全国新房网络品牌广告 5-6% 的市场份额，行业排名第五。2012 年上市后，战略投资者华商传媒助其展开新一轮较大规模异地扩张；公司人力资源储备、梯队建设和产品创新均处于上升期；同时分享房产类网络营销较高景气度，快速增长可期。基于当前 5,335 万总股本，预计公司 2012-14 年每股收益 1.80 元、2.44 元和 3.31 元，首次给予 **买入** 评级和 54.13 元目标价，对应于 2012 年 30 倍市盈率。

**行业景气持续：**2012 年至今，中国房地产市场政策调控基调不变，刚需推动市场回暖但供求关系未彻底扭转，开发商、中介公司、家装企业营销需求持续增长。公司现有长三角八市可售面积支撑近 1-1.5 年市场需求，新进四市房地产开发投资规模更大或增速更快，3-4 年后推盘需求可期。未来 10 年，中国特色的城镇化及小婴儿潮的持续推动中国房地产行业继续发展，而中国房产类网民分布与全体网民分布差异将逐渐缩小，证明房产类网络营销凭地域渗透率、对传统媒体的替代而相对抗周期，褒有更高景气度。

**异地拓展模式化、重经营：**公司以南京为大本营，2007-09 年陆续开设宁外分站，期间历经苏州、合肥两次市场或跨行业导向并购，四城市年规模达千万元规模，平均单城市创收超过搜房，在南京、合肥市占率第一。目前异地拓展已形成标准动作，也具有吸收合并外部团队的经验，同时坚决贯彻“精耕细作”运营理念，未来“布局中心城市、密集长三角”。

**人力资源储备增强：**团队是异地拓展的关键因素。上市前公司高管团队稳定性强，2009 年起加大编辑、技术研发等骨干岗位配置。上市后“365 学院”人才培养产品化，提高人才培养的效率效果，同时重视管理技能培训，为异地拓展人才输出做准备。此外上市后的品牌效应一方面在业务层面提高企业知名度，另一方面增强对高端复合型人才吸附力。

**研发投入加大：**2009-11 年公司年均研发投入约占营业额的 5% 以上，已拥有 21 项原创技术。产品创新如“租售宝”、“365 二手房” App、“家居宝”、“团立方”平台等。产品研发是公司上市后的重要工作之一，对内已建立总部与分站人才回流输出的环路通道。同时上市为研发投入提高更多资金保障。

**华商传媒重要伙伴：**2007 年公司引入战略投资者华商传媒，上市前后均为公司重要伙伴。2012 年双方签署排他性战略合作协议，以 68:32 股权合作拓展华商报系具绝对市场份额的西安、重庆、沈阳和长春。地域选择上符合中国“超大型城市+区域中心城市”的城镇化特征，借船出海将大大缩短公司新进市场导入期，考虑到华商报媒已有广告份额及旗下门户网站房产频道，将是“转移+提速+做大总量”的过程。

**非房业务拓展：**公司自建的茶坊系列配套 BBS（南京总站的华侨路茶坊注册会员 102 万，完整 web2.0 架构，有效黏住购房人群）和合肥肥肥科技运营的合肥热线/合肥论坛（区域性人气旺），以及外购平台的可能性，蕴含非房网络营销业务拓展的可能。2011 年公司非房业务营收近 1,000 万元，客户近 500 个。

## 公司概况

江苏三六五网络股份有限公司 (www.house365.com, 简称 365 网) 是长三角知名房产家居网站, 全国新房网络广告市占率 5-6%, 行业排名第五。2006 年 1 月公司前身江苏三六五有限公司成立, 四次股权转让、五次增资, 2009 年 9 月整体变更为股份公司。2012 年 3 月 15 日于创业板上市, 首次公开发行 1,070 万股至 5,335 万总股本。

### 股权结构

公司高管多有当地房管局工作背景。4 位共同实际控制人合计持有发行后总股本的 41.69%, 其中公司创始人之一的胡光辉先生为董事长, 创始人之一的邢炜先生为董事、总经理、财务总监, 副总经理章海林先生为原苏州新视点房地产推广服务公司创始人、苏州分公司总经理, 副总经理李智先生为研究团队核心。四位核心人物进入房地产行业的时间分别为 1988 年、1996 年、1988 年和 1994 年。

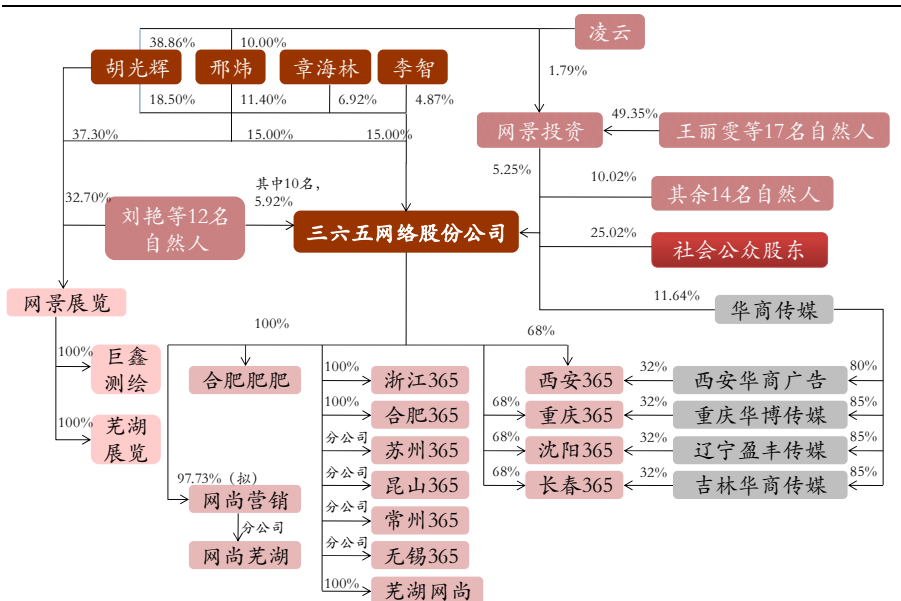
网景投资是员工股权激励平台, 持股 5.25%, 涵盖 18 位管理层及业务骨干, 其中胡光辉和邢炜通过网景投资分别间接持有股份公司 2.04% 和 0.53% 股权。凌云女士为副总经理、董秘, 直接持股 0.41% 且通过网景投资间接持股 0.09%。2007 年, 战略投资者华商传媒以 1,700 万元增资, 成为公司上市前后的重要伙伴, 目前持有 11.64% 股权。

限售股解禁方面, 2006-07 年入股的大部分员工和华商传媒等所持 1,187 万股将于 12 个月后解禁, 约占流通盘的 111%, 其中员工和华商各占一半左右, 而共同控制人和网景投资股权将于 36 个月后解禁。我们预计华商传媒始终是公司重要战略投资者和业务上的合作伙伴, 而小非解禁有可能与上市后新一轮人才激励挂钩。

核心管理层及业务骨干持股, 华商传媒是公司上市前后的战略投资者和重要合作伙伴

2013 年 3 月小非解禁压力大

图表 1. 公司股权结构图



注: 公司 2012 年 4 月 17 日公告拟择时优先收购网尚营销少数股东权益 2.27%

资料来源: 招股书、中银国际研究

**图表 2. 员工及相关人员持股情况**

名称	直接持股数 (万股)	直接持股比例 (%)	间接持股比例 (%)	职务/说明	限售期
胡光辉	987	18.50	2.04	董事长	36个月
邢炜	608	11.40	0.53	总经理、财务总监、董事	36个月
章海林	369	6.92		副总经理	36个月
李智	260	4.87		副总经理	36个月
网景投资	280	5.25		凌云等18位管理层及业务骨干	36个月
其中:王丽雯			0.50	无锡分公司负责人	
其中:汪海			0.49	合肥肥肥创始人、总经理	
其中:陆洋			0.07	技术中心主任	
其中:颜涛			0.07	网尚芜湖分公司负责人	
李东	126	2.36		章海林之妻	36个月
沈丽	63	1.17		财务管理中心经理,邢炜之妻妹	36个月
刘艳	56	1.04		行政管理中心主任	12个月
徐敏	26	0.48		财务管理中心副经理	12个月
陈娟	26	0.48		行政管理中心员工	12个月
黄子萱	26	0.48		财务管理中心员工	12个月
吴晔	26	0.48		南京站社区部高级编辑	12个月
张青	26	0.48		南京站资讯部员工	12个月
凌云	22	0.41	0.09	副总经理、董事会秘书,此前是人力资源总监、总经理助理	36个月
朱琳	56	1.04		在关联公司网景展览任职	12个月
陈泉明	26	0.48		在关联公司网景展览任职	12个月
孙雅妮	26	0.48		在关联公司网景展览任职	12个月
袁世立	26	0.48		在关联公司网景展览任职	12个月
<b>合计</b>		<b>56.80</b>	<b>3.21</b>		

资料来源:招股书、中银国际研究

## 公司战略

公司目标是“打造中国最具影响力和竞争力的房地产家居网络营销服务提供商”。横向异地拓展、纵向产品创新二维演进以提振“house365”品牌知名度和美誉度,提高市场份额和盈利水平。新建站点将继续贯彻“精耕细作”运营理念,力争做单城市“No.1”。无论是外拓,还是产品研发,都将依托人才梯队的大力建设。

## 主业构成

公司主业是房地产家居行业网络营销。2011年营业收入22,959万元,归属于母公司的净利润7,233万元,扣非后净利润7,208万元,分别同比增长54%、48%和49%。2008-11年营业收入、归属于母公司的净利润、扣非后净利润、经营性现金流的年均复合增速分别为38%、61%、64%和291%。2012上半年净利润预增公告同比增长30-40%。

### 1. 按产品线分:

2011年新房网络营销(广告及“团立方”产品)、二手房网络营销(广告和租售宝)、家居网络营销(广告和家居宝)、其他网络营销(非房地产行业)和线下咨询业务分别占收入总额的74%、9%、10%、4%和2%。2008-11年新房网络广告业务的收入占比分别为66%、70%、66%和74%,为主要盈利模式。

过去3年收入年复合增长38%、净利润年复合增长61%

新房网络广告贡献七成销售额

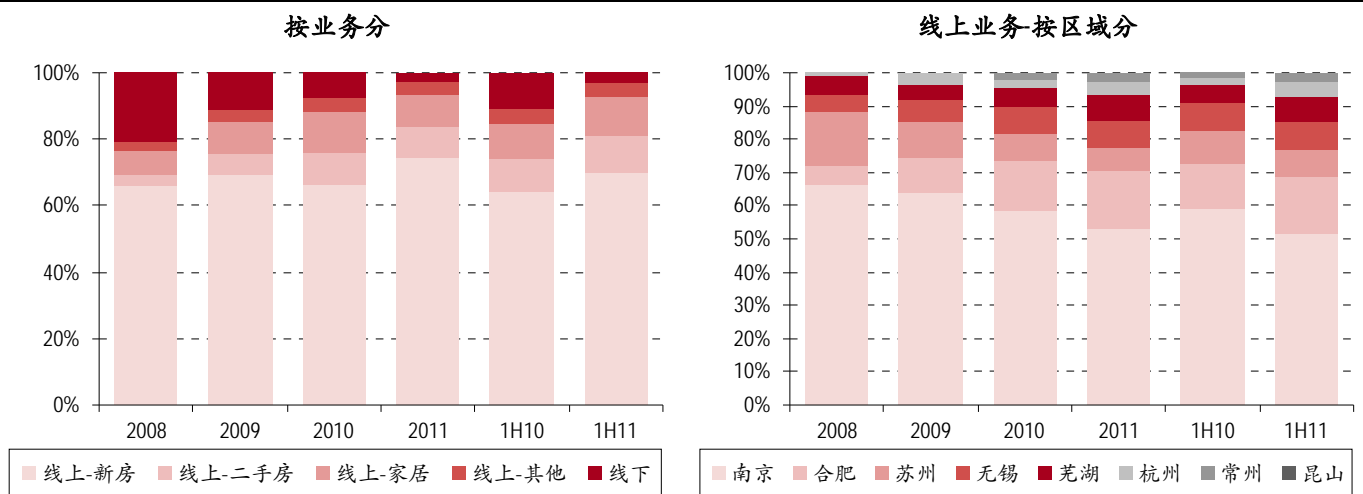
### 南京总站利润占五成

## 2.按区域分:

2011年南京、合肥、苏州、无锡、芜湖、杭州、常州和昆山的收入占比分别为53%、17%、7%、8%、8%、4%、2%和0.02%。2008-11年，南京的收入占比分别为52%、57%、54%、53%，净利润占比约为96%、71%、56%和53%，是最大的收益来源。目前年收入规模上千万元的仅有四城，外地分站建站年限多数在3年左右，后续仍有成长空间。

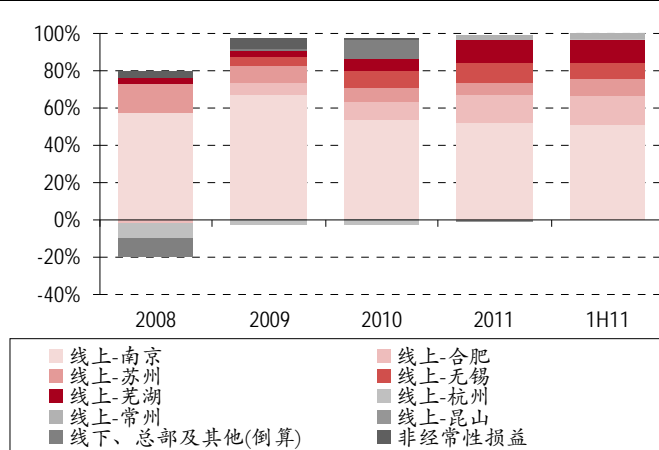
近年来，公司毛利率维持在95%左右——主要营业成本为网站及咨询业务直接相关人员成本和房租成本，营业利润率40%左右，净利率30%左右。8大城市中，无锡站与芜湖站的净利率高至40%多，南京站、合肥站、苏州站与常州站30%左右，杭州站将于2011年扭亏为盈，净利率4%。昆山站由苏州站分离出来，2011年8月末正式成立，仍处于培育期。

图表 3. 2008-11 年收入构成



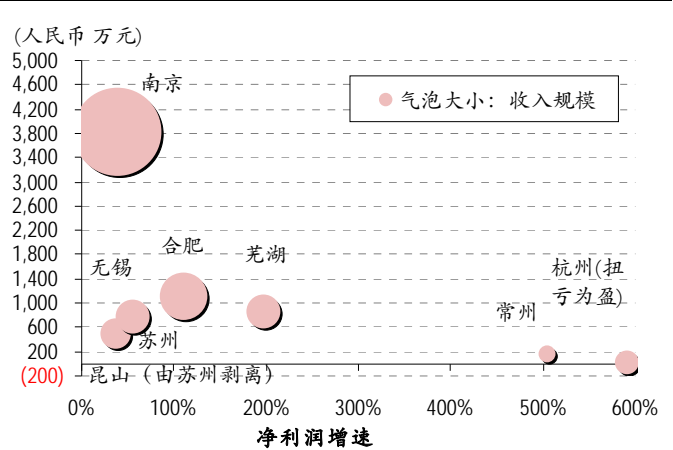
资料来源：招股书

图表 4. 2008-11 年净利润构成



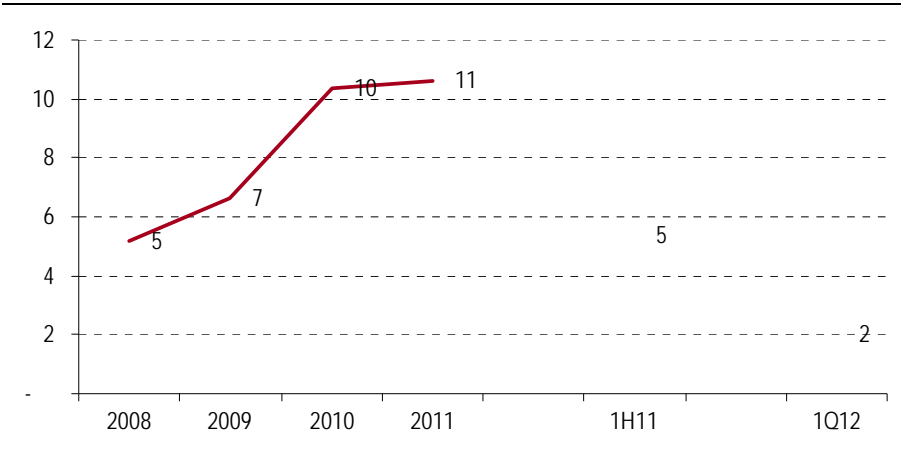
资料来源：招股书、中银国际研究

图表 5. 2011 年各区域市场规模及增速比较

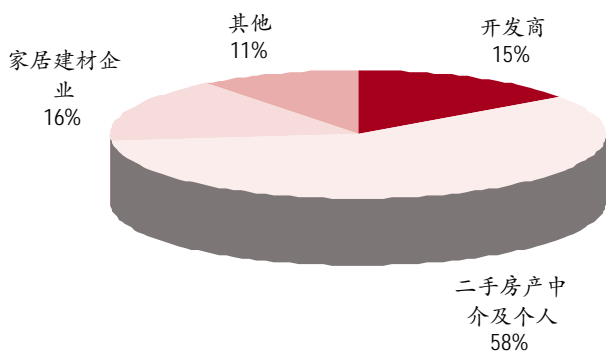


资料来源：招股书、中银国际研究

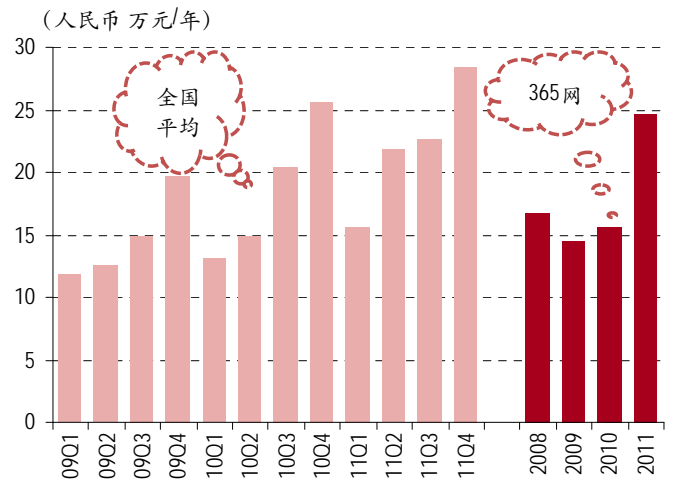
此外，公司 2008-11 年的应收账款周转率逐年提升，客户回款情况良好。

**图表 6.2008 年至 2012 年 1 季度公司应收账款周转率**


资料来源：公司数据

**图表 7.2011 年公司客户构成**


资料来源：招股书、易观国际、中银国际研究

**图表 8.新房网络广告客单价对比**


资料来源：招股书、易观国际、中银国际研究

**图表 9.募投项目**

项目名称	项目投资	建设资金	流动资金	建设期	税后内部回报率	投资回收期 (含建设期)	目前进展
(人民币, 万元)							
房地产家居网络营销服务平台升级	13,403	12,671	733	1 年	28.60%	4.57 年	
重点城市布局	2,720	2,128	592	1 年	34.00%	4.41 年	前期规划到位, 全面开展工作, 华商网房产频道已更替, 预计 3 季度重庆、西安上线, 4 季度沈阳、长春上线, 年底前圈定明年建站城市
技术中心建设	3,460	3,340	119	0.5 年			
365 学院	1,200	1,123	78	1 年			人力资源总监兼任院长, 按产品条线来培养业务人员, 同时为后续异地扩张、人才输出培养管理人员
其他与主营业务相关的营运资金							
<b>合计</b>	<b>20,783</b>						

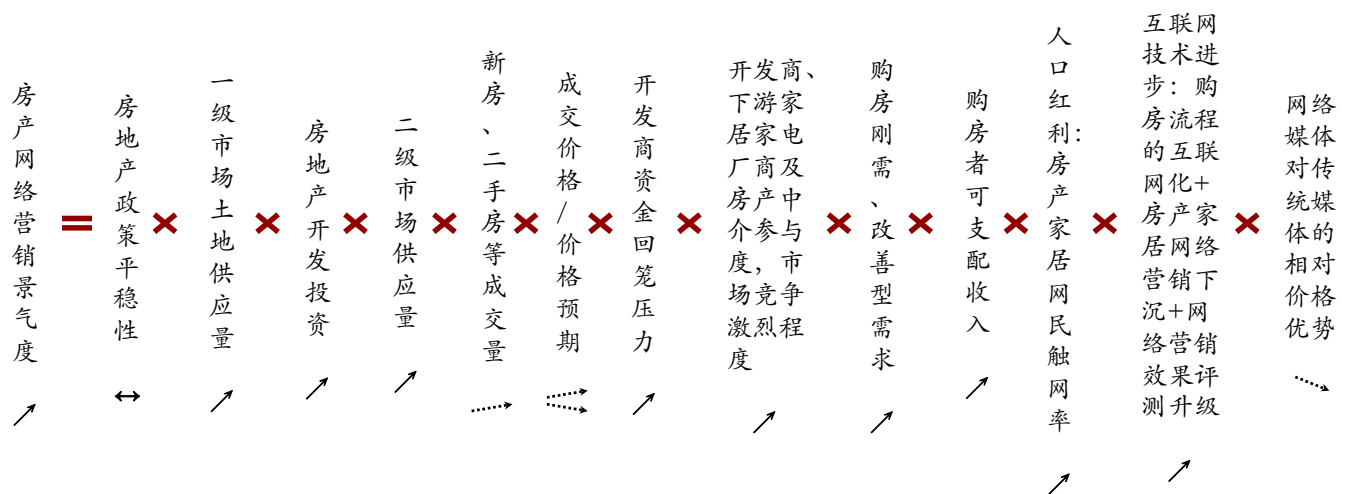
注：重点城市布局已根据募投项目变更公告更改，上海拟作为超募资金投放

资料来源：公司数据、中银国际研究

## 行业景气度持续

与其他行业一致，房产家居营销业以实体经济为基石。营销需求与房地产经济景气度中长期正相关，短期逆相关，较之其他行业存在明显滞后效应。而与其他市场经济细分领域不同的是，中国房地产业具有高度的行政干预性和周期性，行政及金融调控政策的稳定性与市场参与者预期的稳定性也间接影响房产营销业的景气度。而对于网络媒体，凭借网络营销有效性和广告主认可度的持续增强引致的预算份额提升，房产类网络营销较之其他媒体表现形式而相对抗周期。

图表 10. 房产网络营销影响因素定性分析



资料来源：中银国际研究

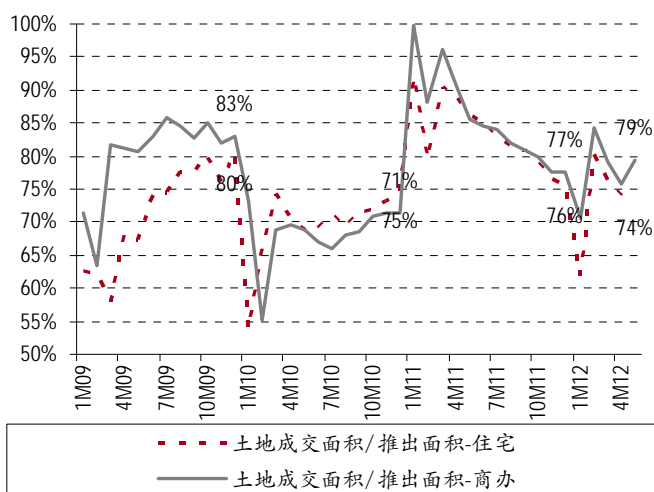
### 2012年房地产市场现状有利于房产营销投入增势持续

2012 上半年，限购核心调控政策不变，刚需支持政策微调获默许，降息预期下开发商融资环境逐渐改善，成交明显回暖但供求格局未扭转——有利于开发商新房、房产中介二手房/租房营销持续投入。

根据中银国际房地产行业研究：2012 年 6 月第 4 周，一、二三线城市成交量和价格均涨多跌少：4 个一线城市成交量环比上涨 33.3%，价格指数环比上涨 3.8%，13 个二三线城市成交量环比上涨 30.9%，价格指数环比上涨 2.2%；中银国际主要城市可售存量指数环比下跌 1.4%。然而政策方面，河南“认房不认贷”试探夭折在征求意见阶段。上海限购上周连续两次限购加码。7 月 2 日李克强强调继续稳定房地产调控政策，巩固调控成果。央行和银监会重申房贷监管未发生变化。短期房地产政策仍以收紧/调控为主题。

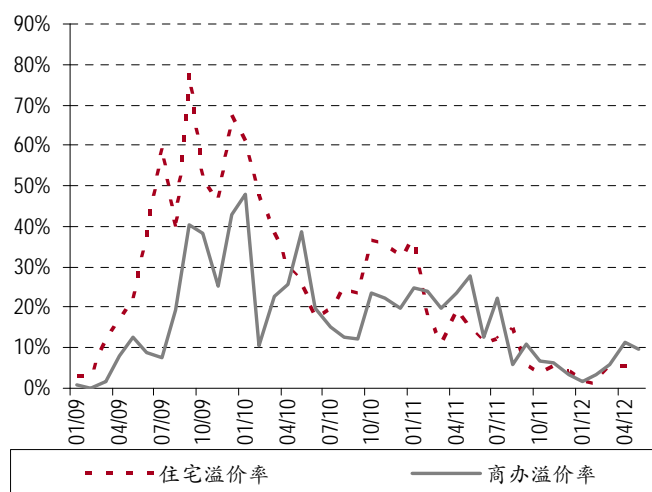


图表 11. 2009-2012 年 5 月全国土地成交面积与推出面积之比



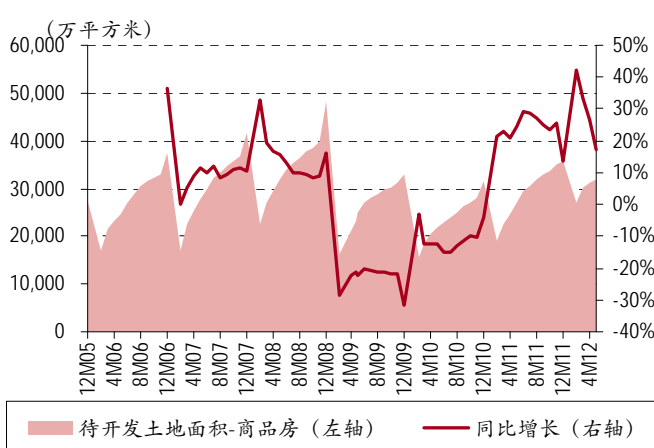
资料来源：中银国际房地产行业研究

图表 12. 2009-2012 年 5 月全国土地成交溢价率



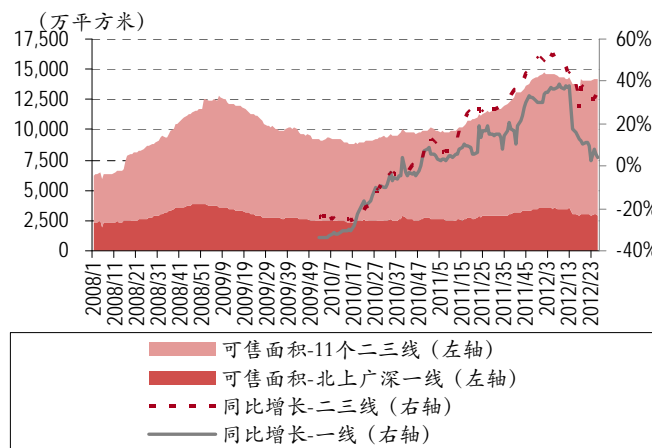
资料来源：中银国际房地产行业研究

图表 13. 2005-2012 年 5 月全国月度累计待开发土地面积



资料来源：中银国际房地产行业研究

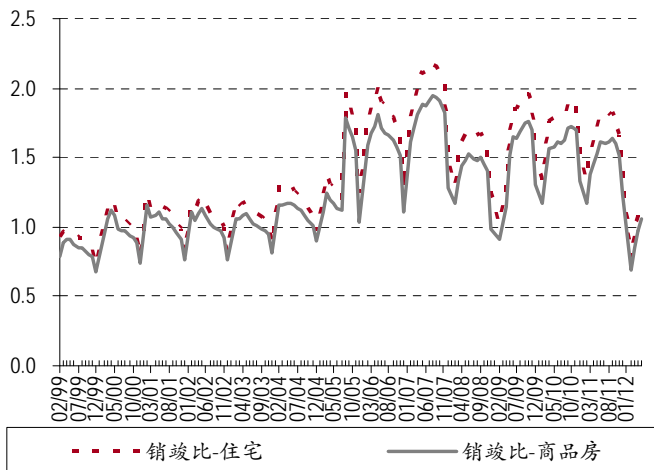
图表 14. 截至 2008-2012 年 5 月周可售存量面积



注：11 个二三线城市包括重庆、成都、武汉、杭州、南京、苏州、厦门、福州、宁波、东莞和青岛

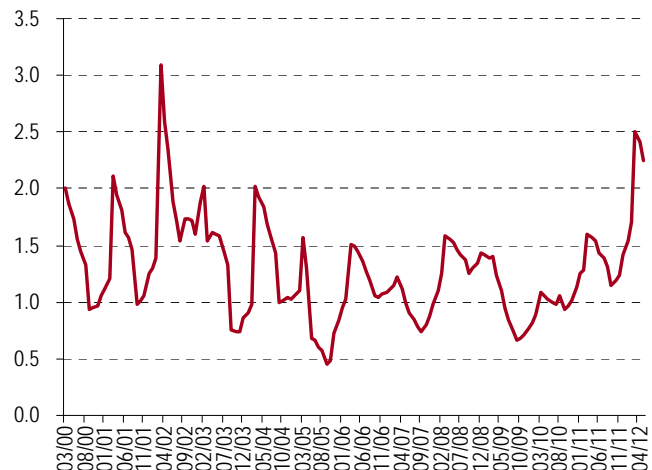
资料来源：中银国际房地产行业研究

图表 15. 1999-2012 年 5 月全国月度累计商品房销竣比



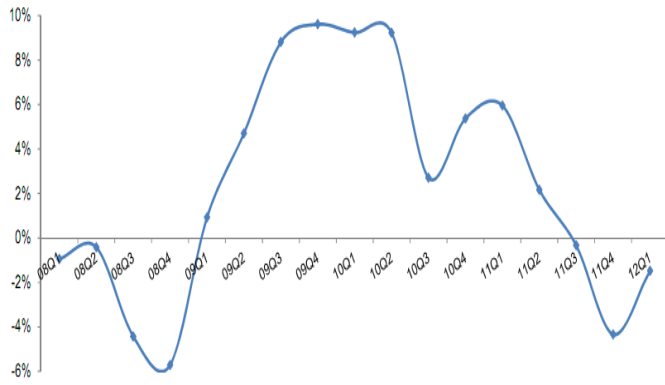
资料来源：中银国际房地产行业研究

图表 16. 2009-2012 年 5 月全国住宅供需指标



注：供需指标=供应面积(新开工滞后 12 个月)/销售面积(6 个月移动平均)

资料来源：中银国际房地产行业研究

**图表 17. 2008-12 年 1 季度重点城市二手房季度平均涨跌幅**


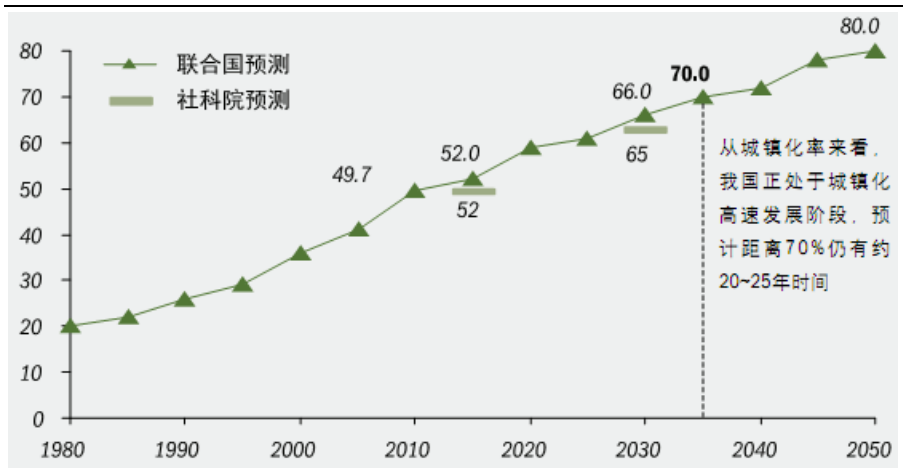
注：重点城市包括北京、上海、广州、深圳、天津、武汉、重庆、南京、杭州、成都

资料来源：中国指数研究院

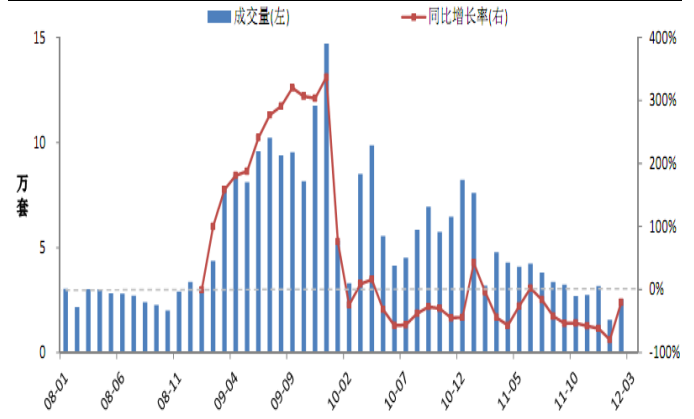
### 城镇化、小婴儿潮等推动中国房地产业中长期发展

根据罗兰贝格报告，中国房地产行业未来十年发展仍被看好：

- 1) 2010 年全国城镇户籍居民户均成套住宅约 0.8 套（全国城镇常住人口户均成套住宅 0.53 套），低于 2005 年住建部公布的 0.85 套，也低于 2010 年同期香港 1.1 套，美国 1.67 套。以 2011 年竣工规模仍需 4-13 年满足城镇户籍/常住人口住房需求。
- 2) 参考美日英发达国家住宅市场发展历程，新房建设进入下降通道基本发生在城市化率近 70% 的时候，2011 年我国城镇化率 51.3%，按联合国和中国社科院预测，距离 70% 还将有 20-25 年时间。
- 3) 2010 年环渤海、长三角和珠三角三大核心都市圈城镇常住人口占比 27%，其他主要省会城市占比 15%，合计超过美国核心都市圈占比 25%。中国“超大型城市+区域中心城市”城镇化特征，不同于欧美的“大型城市+小城镇”城市化，一方面显示了北上广一线城市以超强的人口和资源聚集力反映土地投资价值，同时推动区域中心城市房地产市场发展。
- 4) 1978-1994 年“小婴儿潮”期间，年出生人口大于 2,000 万人，约为 1959-1970 年“大婴儿潮”的 83%，合计新增近 3.8 亿人，约为“大婴儿潮”的 1.086 倍。中国首次置业者平均年龄 27-29 岁，则未来 10 年“小婴儿潮”人群中购房适龄者渐增见顶，首套房及改善性购房需求可期。

**图表 19. 中国城镇化率预测**


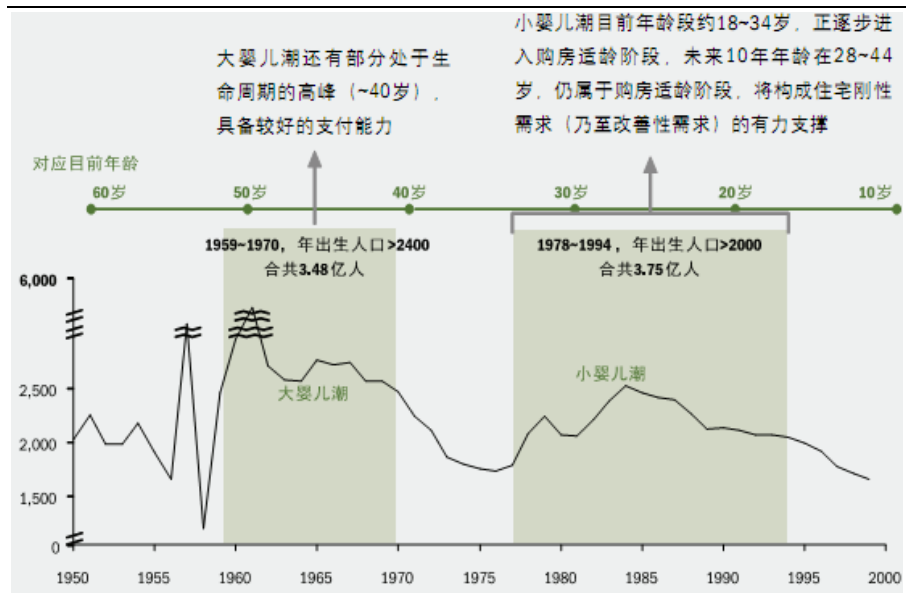
资料来源：罗兰贝格研究

**图表 18. 2008-2012 年 1 季度主要城市二手房月度成交量**


注：主要城市包括北京、上海、广州、深圳、天津、杭州、成都

资料来源：中国指数研究院报告

图表 20. 中国历年出生人口 (万人)

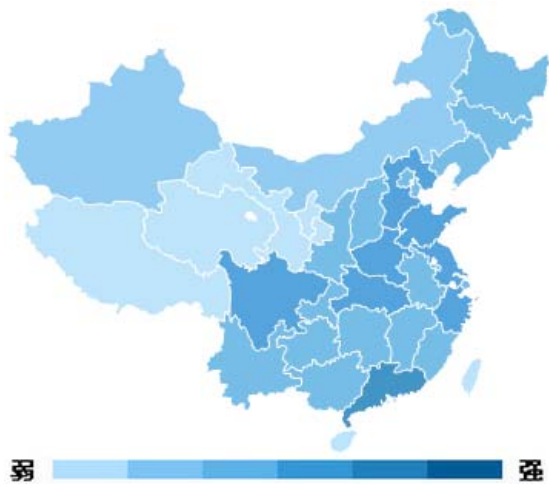


资料来源: 罗兰贝格研究

大多数二三四线城市, 房产家居网民渗透率低于全网

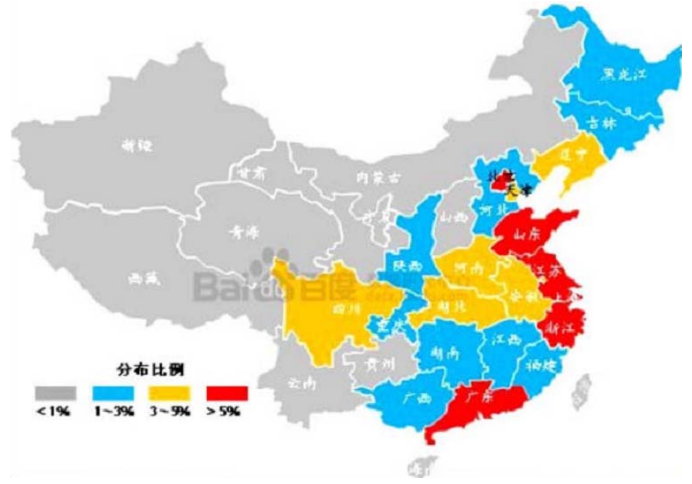
现阶段, 房产家居网民更集中于经济发达 (包括房地产经济)、网络渗透率高的沿海地区。根据罗兰贝格报告, 中国城镇化发展路径为人口向“超大型城市+区域中心城市”聚集。三四线城市房地产市场具增长潜力, 也是房产家居网络营销的潜在市场。

图表 21. 2012年5月全国网民省域分布



资料来源: CNZZ 数据中心

图表 22. 2010年上半年全国房产网民省域分布



资料来源: 百度数据研究中心

图表 23. 2010 年全国房地产网民区分度较高的省域



注：区分度指目标网民在某兴趣点或地域上与全体网民的差异程度  
资料来源：百度数据研究中心

图表 24. 2012 年 1 季度全国家装网民省域分布及区分度



资料来源：百度数据研究中心

## 主业处于上升通道

上市后，品牌美誉度提升，继续受益现有八城市及新进四城市的房地产营销需求增长，人才储备和产品研发投入空间放大，将进入新一轮战略性扩张期——公司房产网络营销主业处于上升通道。

### 异地拓展模式化、重经营

伴随触网人群小幅增长、加速细分，互联网已然为企业跨地域连锁化的重要低成本通路。而商品房的不动产属性和异质性、区域市场人口结构差异、地方政府对房地产业的较高干预度等使得房产网络营销存在地理半径。这一方面大大减缓了房地产垂直网站“赢家通吃”的进程，另一方面提高房地产信息化扩张门槛。

以城市为单位“圈地”是房地产垂直网站扩张的主要方式。搜房网“百城战略”至2011年底覆盖314个城市市场，100多个城市建立分支机构。而三六五网也自公司正式设立后的第二年起启动首轮扩张：2007-09年陆续开设芜湖等宁外分站，同时吸收合并苏州新视点和合肥肥肥。公司扎根长三角经济圈，新进城市在市场调研、政府及开发商关系维护、人才输出上相似度高，总部资源得以共享。相比于广泛分布的城市型房产垂直网站，公司已具有异地拓展模式化的成功经验。而对比搜房网、新浪乐居、焦点网等行业龙头的数十上百的城市覆盖，公司首轮扩张之后几乎未再大规模、远距离新开店，精耕细作既有分站的理念和执行力使得宁外分站收入占比快速提升，7个主要分站全部盈利。

内生式异地扩张探索出一套行之有效、开源节流的方法：

- 1) “铁三角”核心人员配置：总经理、销售总监和内容总监。
- 2) 软硬件配置：除办公场所租赁、添置服务器、资质申请外，业务布局和人员配比通常包括项目小组、策划、客服、行业资讯采写、编辑、视频、新房中心、业主社区（“茶坊”BBS）等，2012年顺应市场需求将增加1-2人的电商团队。新站人员配比约80-120人/个。
- 3) “精根细作”运营理念：对新进城市，致力于做单城市市场份额第一。
- 4) 细分市场选择：以具成功经验且爆发力较好的新房业务外拓。

外延式异地扩张已有两次成功并购：

- 1) 2007年，公司向章海林、李东夫妇增发换股，吸收合并后者全资持有的苏州新视点房地产推广服务公司、苏州杰斯电子商务公司和苏州市搜房物业顾问公司，净资产评估溢价率1.00-1.63%，由此建立苏州分站。2001年投入运营的新视点房产网（原苏州搜房网）是苏州房地产网络市场的启蒙者。

苏州新视点创始人章海林目前是公司共同控制人之一、副总经理、苏州和昆山分站负责人，与其妻合计持有股份公司9.28%股权。2008-09年内部整合后，苏州分站2010-11年收入增速分别为20%、49%，净利润增速分别为22%、36%，2011年为1,600多万元收入和近500万元净利润，股份公司利润占比7%。

房地产营销的地理半径：商品不动产属性和异质性，人口统计差异，较高的政府干预

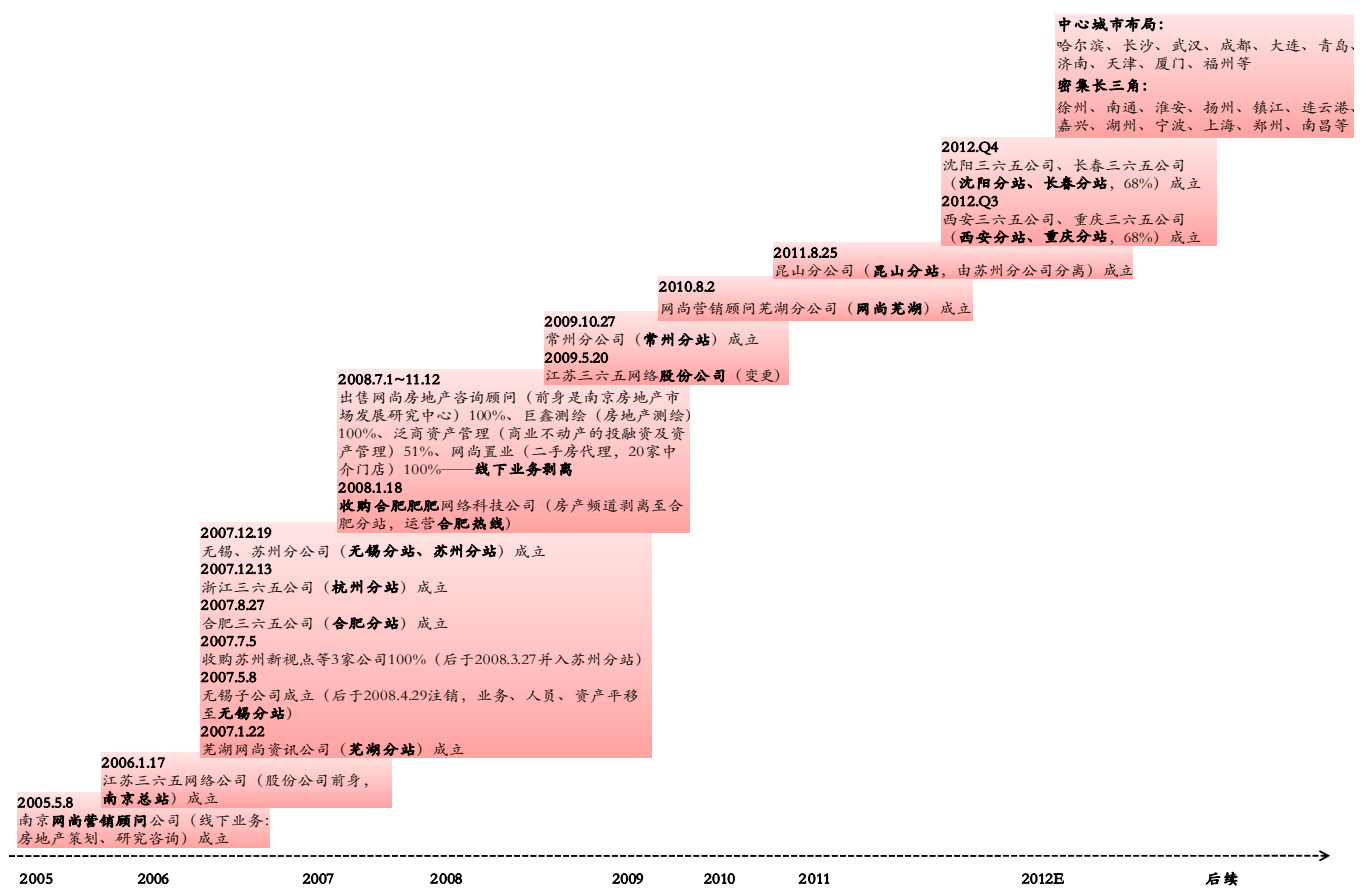
内生式和外延式扩张并行，“密集长三角+精耕细作=宁外收入占比快速提升，7个分站盈利”

内生式异地扩张 SOP 流程建立

5) 盈利周期把握：一年亏、二年平、三年盈利。两次成功并购：苏州分站加速成长，合肥分站已做到本地市场份额第一，原创始人均留在公司，股权锁定36个月

2) 365 合肥分站于 2007 年 8 月开设, 2008 年初公司全资收购汪海、汪建共同设立的合肥肥肥网络科技有限公司, 剥离“合肥热线”之房产频道。2009 年, 整合后的合肥分站收入迅速增长 136%, 扭亏为盈。2009-11 年收入和净利润的年均复合增速分别为 103%、124%, 2011 年达近 4,000 万元收入和 1,100 多万元净利润, 目前为合肥最大的房地产广告线上平台, 已超过 2000 年合肥首个房地产网站-合肥房地产交易网 (www.hfhouse.com, 拓展为覆盖安徽 17 地市及若干皖外城市的星空传媒控股集团)。而仍由汪海担任总经理的合肥肥肥 2011 年已有近千万元广告收入, 65 万元净利润, 非房客户 493 个。汪海本人通过网景投资间接持有股份公司 0.49% 股权。

图表 25. 公司异地拓展路径



资料来源: 招股书、中银国际研究预测

图表 26. 搜房网与 365 网对比

	收入 (人民币, 万元)	同比 增长	线上收 入占比	新房展 示广告 收入占 比	新房市 应账款 场份额 周转率	净利润 (人民币, 万 元)	同比 增长	净利 率	年末覆 盖城市	净增	单城市收入* (人民币, 万 元)	年末员 工人数	净增	
<b>2011 年:</b>														
搜房	216,641	53%	n.a.	72%	31%	13.7	76,822	64%	35%	314	208	1,032	7,500	1,700
365	22,959	54%	98%	76%	5%	10.6	7,233	48%	32%	8	1	2,138	964	244
<b>12 年 1 季 度:</b>														
搜房	37,127	43%	98%	59%	31%	2.1	9,001	153%	24%					
365	5,356	31%	n.a.	n.a.	6%	2.0	1,416	30%	26%					

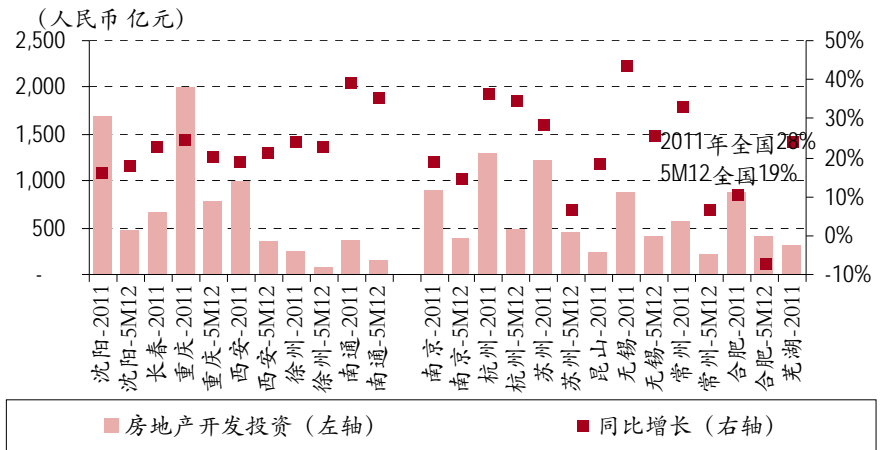
注: 搜房网预付卡业务 2011 年算增值业务, 2012 年归入电商业务, 从而造成线上业务口径变动

注: 单城市收入简单按收入/平均城市数计算

资料来源: 公司数据、中银国际研究

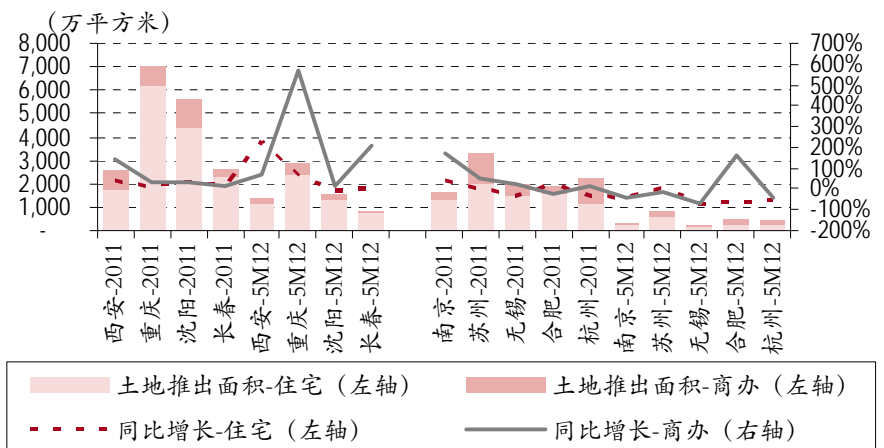
公司外拓主张“布局中心城市、密集长三角”，前者与中国城镇化发展特征相匹配，后者旨在充分利用已建立的长三角市场研究网络和管理输出的地理半径优势。2012年起通过合资方式拓展西安、重庆、沈阳和长春分站。其中重庆、沈阳和西安的房地产开发投资规模和土地供应明显大过公司现有城市，而新进四市及原本年初选定的徐州和南通两市的投资增速普遍高于全国整体。预计为集中资源确保外拓，今年恐暂停长三角新布点。2012年4季度将重新敲定下一年外拓城市。

图表 27. 2011 及 5M12 公司相关城市房地产开发投资

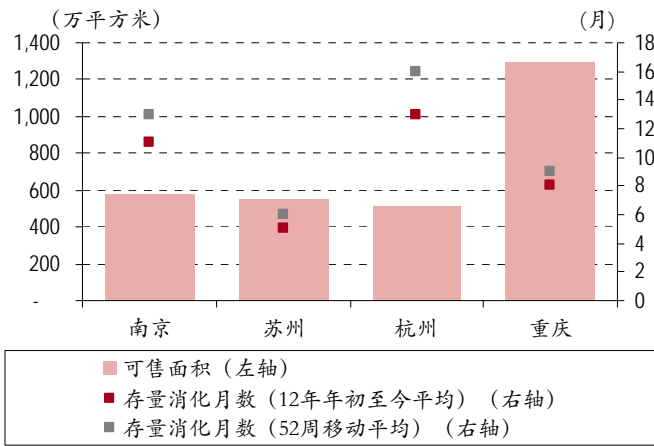


资料来源：中银国际房地产行业研究

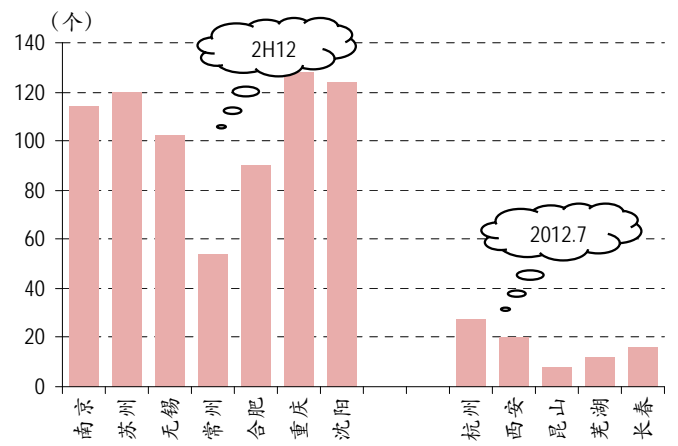
图表 28. 2011 及 12 年 1-5 月公司部分相关城市土地推出面积



资料来源：中银国际房地产行业研究

**图表 29. 截至 2012 年 7 月 1 日四城市可售面积及去化率**


资料来源：中银国际房地产行业研究

**图表 30. 2012 年下半年部分城市开盘数粗略预测**


注：预计称西安在售楼盘近 400 个，未开盘 240 个，沈阳在建楼盘近 500 个

资料来源：搜房网、365 网、住杭网等网络信息

### 人力资源建设加强

国内专业房产网站多先以资讯立身，着重楼市一手资料；同时市场部营销人员与客服专员贴近广告客户。人工是新建分站最大成本，团队凝聚力和执行力是能否在新市场立足的关键要素之一。

上市前，公司核心团队稳定，人才储备快速推进

创立至今，高管及各分站负责人仅有两人变更，推测公司良好上升势头和上市预期是核心团队稳定的重要原因。2011 年末共 964 名员工，2009-11 年分别净增 29 人、222 人和 244 人；而 2009-11 年仅在 09 年 4 季度新建常州分站，11 年 3 季度分立昆山分站。2011 年下半年净增的 125 名员工中，59 名为资讯编辑人员、23 名为技术研发人员，行政管理、销售客服和财务各有 18、15 和 10 名。公司人员增加最多的资讯和技术领域恰是房地产网络媒体影响力核心。对比分站新建数和人员扩充的不完全匹配以及新增人员结构，印证公司对现有站点的精耕细作式经营，同时也涉及内部人才梯队建设。

上市后，内部培养产品化，重视管理培训

2011 年人均员工成本不超过 9 万元，以单季度末平均员工人数计，销售费用之人均员工成本 7.8 万元，管理费用之人均员工成本 8.9 万元，分别比上年同期增长 11% 和 12%。上市后，员工薪酬待遇增长还将有所持续。

募投项目之一的“365 学院建设”，总投资 1,200.3 万元，购置房产用于建立测评中心、培训中心和企业文化中心。2011 年下半年起，人力资源总监兼任学院院长。人才内部培养两条线开展，一是人才培养产品化以促进培训广度增加、效率提高，例如一个网络小编的培训周期通常是 3 个月，目前给 365 学院的目标是 1 个月；二是管理技能培训以保证足够的管理人才异地输出。

上市后，有原传统媒体和其他房产网媒高端人才流入

尽管房产网络营销始于 90 年代末，但直至近 2、3 年才受广泛重视，同时看房团/团购、会员储值卡、一手房二手房联动等逐渐普遍化——因此，有丰富实战经验的房地产网络营销高端复合人才稀缺。三六五网上市后品牌效应凸显。除政企认知度加强外，对“房地产+网络+营销”复合型人才的吸附力也得到增强，开始出现都市报传统媒体及其他知名房产网媒人才流入的现象。



## 产品研发加强

现阶段，国内房地产垂直网站的产品创新差异不大，未形成绝对竞争壁垒。而产品创新始终是各行业营销服务商差异化竞争的重要手段，也是三六五网上市后的工作重点之一。2009-11年公司研发投入占公司营收的5.69%、5.21%和5.06%，累计21项原创核心技术。

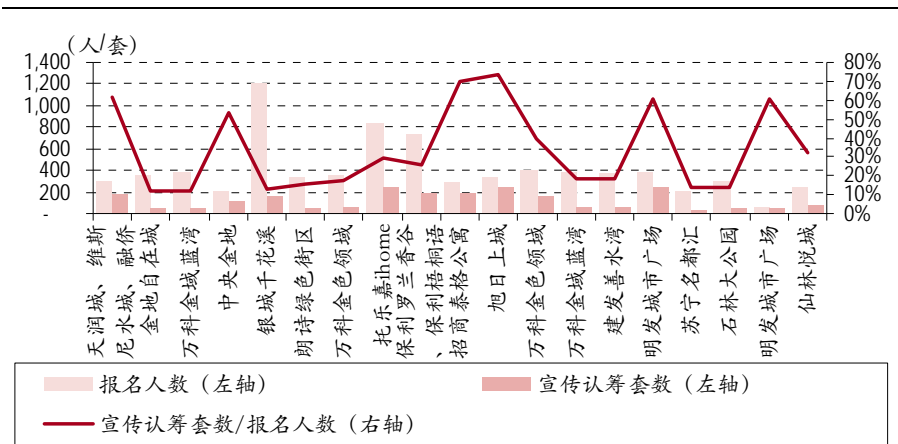
成功创新房产电商“团立方”，短期爆发式产品

2011年8月推出“团立方——最具实效的房产电子商务平台”（tlf.house365.com），本质与传统看房团一致，但表现形式升级为独立互联网平台。目前包括基于落地人数的累进式团购、截杀和秒杀3种玩法。后两者中标者数量少，优惠力度极大，吸引人气；而累进式团购可按0.5-1万元/套收取服务费。虽然房地产团购本质上与“看房团”无差异且O2O模式无进入门槛，但表现形式更为互联网化，当前市场环境下助销效果好。

与搜房“狂拍团”之“搜房网”相比，365“团立方”不依赖会员展开，大部分团购10-50万次关注，0.1-0.4%的关注者最终报名参团，单次活动持续时间短，同一楼盘单次规模往往小于搜房网，但保证奖品丰富、折扣梯度和活动期浩大声势。根据官网信息粗略统计，南京团购房价最高折扣近7%，最好记录是“时光”或超过参团人数70%的认购率，万科和明发等同一楼盘两次开盘都有组织团立方活动。

目前仅覆盖南京房源，不完全统计，2011年8-12月组织十次活动，2012年1-5月上旬16次。各分站将标配电商团队。预计“团立方”对股份公司的直接收益贡献不大，但有利于增强客户粘性、更多争取开发商预算。

图表 31. 截至 2012 年 5 月部分“团立方”活动规模及成效



资料来源：网络信息、中银国际研究

组织架构上加强产品研发及管控，南京总部为新产品试验田

2012年，南京总部分别设立二手房、家居事业部以从分站选拔人才回流至总部，旨在加强产品研发和内部管控。

公司二手房“租售宝”是针对房产中介的会员制产品，2011年1月6日升级至3.5版本，标准版套餐名义价格300元/月（60个端口/天）。“家居宝”商城（mall.house365.com）于2008年4月六城同步上线，同时有针对家居建材企业用户会员制产品“家居宝”。2011年共747个家居建材网络营销客户，南京、合肥和芜湖分别占38%、27%和24%；596个家居宝客户。预计2012年家装产品还将进一步升级。

移动互联网领域，已推出“365二手房”免费app（Android版本和iOS版本），“地图找房（GPS定位、地铁沿线和周边半径选择）”、“一键拨打”、“收藏夹”、“房价走势”、“多图房源”、“贷款/税费计算器”和“意见反馈”等标准单元齐备但无新意，在应用汇、安卓市场、苹果AppStore等平台均可下载，目前只覆盖南京房源（南京总站2011年二手房客户数占全公司的80%）。

## 华商——重要战略投资者

西安、重庆、沈阳、长春“借船出海”

战略意义：四份华商都市报市场份额第一，缩短公司新市场导入期；合计报纸地产广告额约为365现有规模的一倍，另有华商网等房产和家居频道资源，会是“转移+提速+做大总量”的过程

2007年引入华商传媒集团为战投。上市前，华商助其完成战略定位、组织架构调整并且成功牵线苏州、合肥异地并购，同时为华商报业的纸媒触网转型埋下伏笔。

2012年4月末，公司与华商报业旗下4家都市报经营公司正式签订排他性战略合作协议。双方各持有当地三六五公司68%和32%股权，注册资本1,000万元，三六五网西安、重庆、沈阳、长春4地异地扩张“借船出海”。

华商传媒是以陕西西安为总部跨区域运营、布局新媒体和产业投资的传媒集团，是华商报业五报（西安《华商报》、长春《新文化报》、沈阳《华商晨报》、重庆《重庆时报》、天津《大众生活报》）四刊（《钱经》、《名仕》、《淑媛》、《大众文摘》）经营主体。2006年两轮吸收合并上市，华闻传媒持有其61.25%。1998年，华商报业自西安起步，不同于一般报业“京沪广深”一线城市圈地而是按“西部+中部+东北”省会城市路径扩张。2003年，《华商报》即奠定在西安乃至西北报刊市场的绝对寡头地位。而1999-2000年分别改版的《新文化报》、《华商晨报》及2004年首发的《重庆时报》均成为当地日发行量第一、千人成本最低的报纸。2011年4个报媒经营公司收入合计16.4亿元，净利润合计3.7亿元。简单假设广告收入占经营性收入总额的75%，地产广告占整体的20%，则华商四报网罗4城市及周边约2-3亿元的地产平面广告，约为三六五网2011年线上广告收入总额的一倍。此外约定“华商传媒集团旗下网站对应的新房、家居、二手房频道直接跳转三六五网在本地分站”——意味着华商网、橙网、辽一网、新文化网原有房产频道、家居频道通道将被打通。我们认为，借助华商报系强大区域影响力，有助于缩短公司新市场导入期。而在新媒体凭价格优势和影响力上升而加快冲击传统平媒的背景下，期望华商报网已有地产广告客户资源可集中输予与之有股权勾稽关系的三六五网而不是其他房产网媒，同时通过共赢合作更快更深地推动报媒转型。

图表 32. 公司四地合作伙伴

365 分站	注册资本 (人民币, 万元)	365 网持 股比例	战略合作 伙伴、合 资方	主业	注册资本 (人民 币, 万 元)	华商传媒 集团持股 比例	2011 年营 业收入	2011 年净 利润	2011 年净 资产	日发行 量 (万份)	市场排名	市场份额 估算
西安	1,000	68%	西安华商 广告	《华商报》经 营性业务	5,000	80%	74,297	30,507	27,637	~60	第一	50%
重庆	1,000	68%	重庆华博 传媒	《重庆时报》 经营性业务	2,000	85%	30,699	326	274	~30	第一	30-40%
沈阳	1,000	68%	辽宁盈丰 传媒	《华商晨报》 经营性业务	2,000	85%	30,122	1,542	2,832	~38	第一	30-40%
长春	1,000	68%	吉林华商 传媒	《新文化报》 经营性业务	2,000	85%	28,411	5,024	3,882	~20	第一	30-40%

资料来源：公司公告、网络信息

具体操作：高层对接，市场化推进

战略合作小组对接双方均来自于各自核心管理层。而各地三六五分站股权安排，实则是以市场化激励推动执行。“承诺开展多层次的合作，包括但不限于品牌合作、信息共享、活动协同等，并在资源配置时给予战略合作方优先考虑”，具体可解读为房产版“独家网络媒体伙伴”的广而告之、同城或跨地域的版面互换、房地产市场研究资源联网——房产媒体基石、更大更有效的活动协同等。

图表 33. 战略合作小组成员

三六五网	职位	华商传媒集团	职位
<b>1.集团层面:</b>			
胡光辉	董事长	王朝阳	集团总裁助理、华商报社总经理、华商网总经理
邢炜	董事、总经理、财务总监	崔安定	集团海外华文媒体供版中心总编辑
凌云	副总经理、董秘	翟卫东	西安吉力投资（集团相关投资平台之一）的合伙人
<b>2.执行层面:</b>			
365网四地分站	分站负责人	华商四报经营公司	经营负责人

资料来源：公司公告、网络信息

## 非房业务厚积薄发

伴随 365 平台聚集力和用户粘性增强、团队水平提升，地方 BBS 论坛的非房线上业务拓展是中长期亮点，内部养成或外购平台皆可。公司已有城市论坛主要包括南京“华侨路茶坊”及各地茶坊系列，以及合肥热线“合肥论坛”。

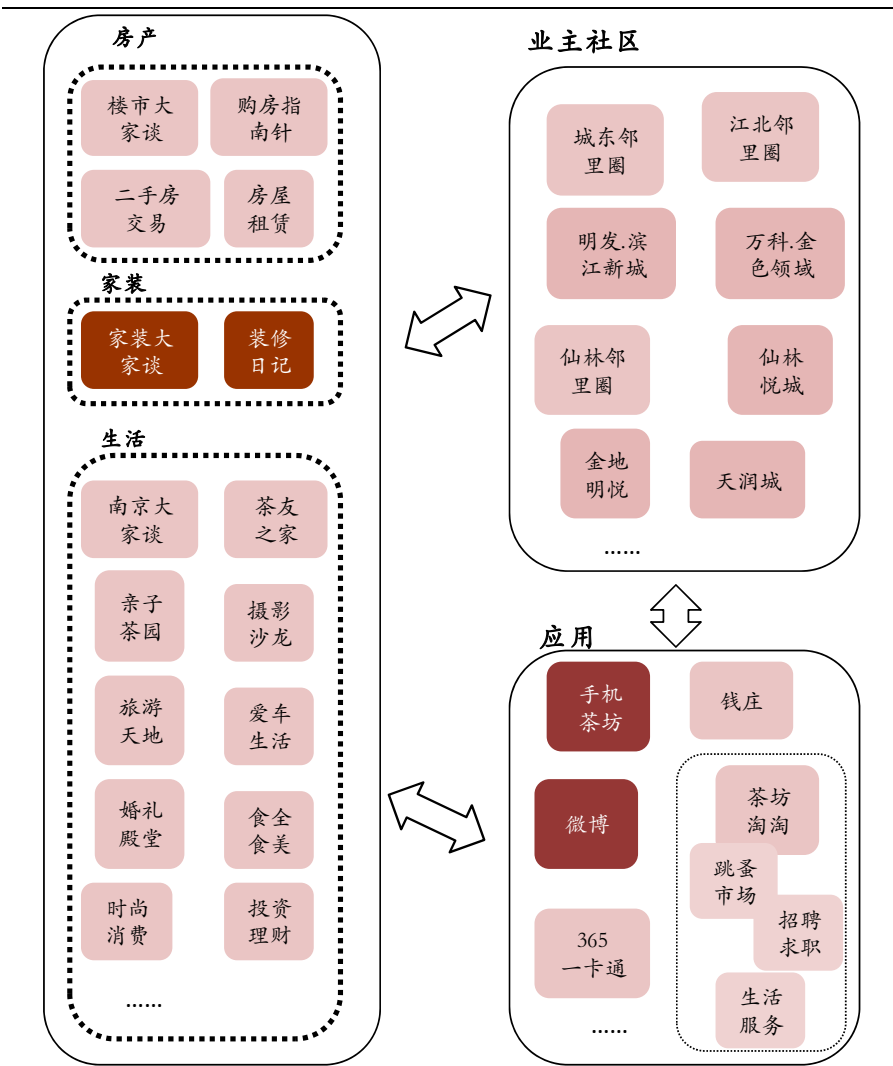
### 365 配套“茶坊”

“华侨路茶坊”初步建立起完整 web2.0 板块

“华侨路茶坊”为南京 365 配套社区。截至 2012 年 6 月初，注册会员 99.3 万，总主题 349 万个，总贴数 3,384 万个。其中房产论坛、家居论坛合计总主题和总贴数分别占 12%、19%，而生活论坛主题数和帖子数分别占 8%、14%，另有亲子茶园、食全食美、婚礼殿堂、爱车生活等 7 个细分子版，内容垂直分类。茶坊定位于“南京第一网络邻里社区”，按行政区划划分出 14 个线上业主社区，同时还有“茶坊淘淘”——跳蚤市场、二手物品、保姆等中介、求职招聘等信息平台、“茶坊钱庄”——虚拟货币、“365 一卡通”——已有 12.97 万注册会员，“微博”、“手机茶坊”也已初步建立。

配合合肥以外的其他分站，茶坊系列包括“姑苏茶坊”、“玉山茶坊”、“龙城茶坊”、“蠡园茶坊”、“鸠兹茶坊”和“西子茶坊”。

图表 34. “华侨路茶坊”板块构成



资料来源：网络信息，中银国际研究

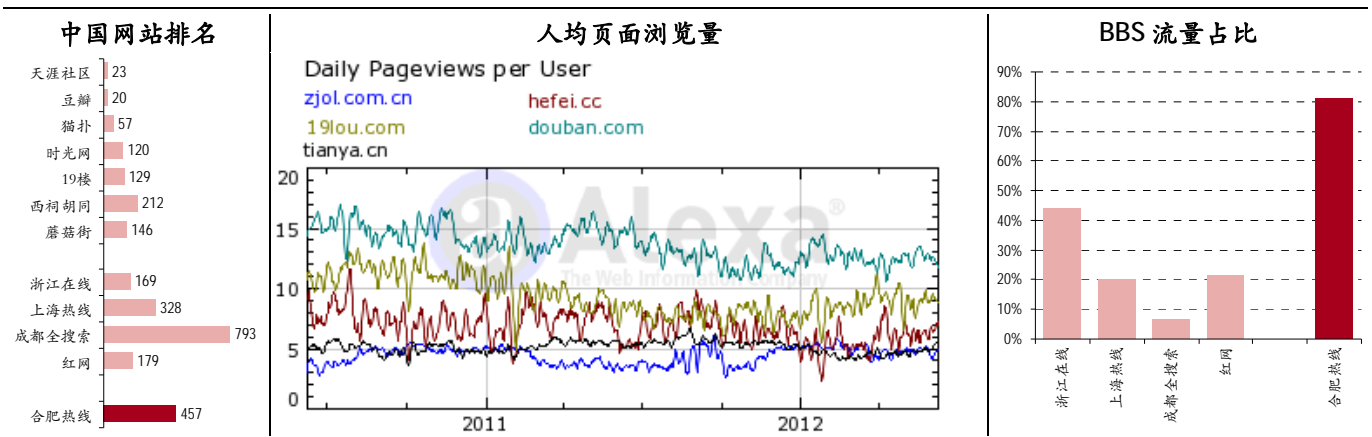
## 合肥热线

“合肥论坛”用户粘性高

公司全资子公司合肥肥肥网络科技有限公司于2004年9月成立，2008年1月以350万元、净资产溢价24倍收购而得，同时由10万元增资至100万元，2009年12月再次增资至1,000万元。2010年中期全额计提商誉减值准备。除整合合肥365与合肥热线房产频道外，两轮增资或许表明公司尝试做大非房网络营销业务。

肥肥科技目前主要运营“合肥热线”（www.hefei.cc，含合肥论坛）和《安徽青年报》“安青网”。“合肥热线”由合肥肥肥与共青团合肥市委委员会共同组织规划，定位于“安徽省第一城市门户/人气论坛”。流量目前远不及天涯、猫扑等全国社区类网站，而成立时间和收入规模逊于浙江在线等地方门户网站。尽管如此，其流量分布表明，合肥热线的触发点更似于社区网站，web2.0的BBS而不是web1.0的新闻资讯是撑起人气的重要板块，较高的人均页面浏览量（高于天涯和浙江在线）体现良好用户粘性。

图表 35. 合肥热线与其他网站排名、人均页面浏览量、流量分布之比较



注：排名及流量数据取自2012年6月10日

资料来源：alexa.com

2011年“合肥热线”非房线上广告收入约为952万元，2008-11年年均复合增速约61%，高于合肥分站（含房产和非房）整体增速55%。2011年公司合肥地区非房广告客户493家。尽管公司非房业务尚未有更多投入，但“华侨路茶坊”完整web2.0布局和“合肥热线/合肥论坛”较强社区属性和用户粘性，为后续新领域拓展打下基础。

**图表 36. 合肥热线/合肥论坛部分展示广告及活动合作方**

行业	广告客户/活动合作方
金融	中国银行、兴业银行、中国人保财险、交通银行、合肥小额信贷网
医疗保健	华美整形美容、韩美整形外科医院、恒美整形医院、壹加壹医学美容医院、合肥凤凰肿瘤医院、安徽红十字心血管病医院、爱尔眼科
酒类	迎宾贡酒、宣酒、华润雪花啤酒
零售娱乐	合肥百货、万达广场、桐城活海欢乐水世界、金逸影城
服饰	九牧王
房产家居	力高地产、红星美凯龙、圣象木地板、川豪装饰
餐饮	红泥小厨、研磨时光咖啡、蜀留香自助火锅、某一巷砂锅、合肥威斯汀酒店
教育培训	新东方、北大青鸟、新东方、北大青鸟、安徽新东方烹饪专修学院、性安徽万通汽车专修学院、安徽新华电脑专修学院
旅游	海洋国际旅行社、北京市中国旅行社、神舟国旅、安徽中青旅、姚行天下
汽车	江淮汽车
通讯	中国移动
电台	HBC 合肥广播公司
婚庆	金夫人婚纱摄影
会展活动	中国合肥科学家企业家论坛、陈奕迅合肥演唱会、合肥市庐阳区三十岗西瓜旅游文化节、“交行杯”徽菜主题美食月、“圣象杯”第四届 365 家装日记大赛、2012 年玩石音乐节、雪花纯生中国古建筑摄影大赛、武汉欢乐谷二日游（团购）
福彩	合肥福彩中心
会员卡	合肥论坛会员卡（1335 家联盟商户）、中信合论联名信用卡、人保财险合论联名卡

注：取自 2012 年 6 月 11 日

资料来源：网络信息，中银国际研究整理

### 外购平台预期

上市后，股份公司持续融资能力为对外并购优质互联网平台提供潜在支持。

## 盈利预测及估值

我们简单假设：

- 1) 新房网络展示广告、公关、活动等常规网络营销业务仍为后续3年最重要的收入来源；
- 2) 各城市销售额增长快慢与项目覆盖率高高低逆相关，与当前可售面积大小正相关，未来1-2年景气度与当前房地产开发投资增速正相关；
- 3) 考虑新进城市已有竞争格局；
- 4) 房产网络广告及“租售宝”等电商产品，每年可通过提高刊例价或减少折扣来提价20-25%；
- 5) 未来若干年，公司每年新开站点数不超过10家，大规模扩张的第二年显著放慢扩张步伐。

图表 37. 公司收入构成及利润率预测

	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入	14,867	22,959	31,559	43,775	61,198	78,274
同比增长 (%)		54	37	39	40	28
1.线上:	13,710	22,420	31,451	43,634	61,023	78,061
南京	8,046	11,662	15,130	18,458	22,150	26,358
同比增长 (%)		45	30	22	20	19
合肥	2,052	3,958	5,542	7,315	9,144	11,269
同比增长 (%)		93	40	32	25	23
苏州	1,108	1,652	2,147	2,749	3,436	4,226
同比增长 (%)		49	30	28	25	23
无锡	1,119	1,846	2,427	3,143	3,992	4,990
同比增长 (%)		65	32	30	27	25
芜湖	725	1,775	2,308	2,884	3,519	4,223
同比增长 (%)		145	30	25	22	20
杭州	414	954	1,641	2,625	3,412	4,300
同比增长 (%)		131	72	60	30	26
常州	246	569	995	1,314	1,642	2,020
同比增长 (%)		131	75	32	25	23
昆山	n.a.	4	5	6	8	10
同比增长 (%)			25	30	24	22
西安			750	1,500	3,200	4,900
同比增长 (%)				100	113	53
重庆			384	960	1,800	3,045
同比增长 (%)				150	88	69
沈阳			90	1,080	3,600	5,040
同比增长 (%)				1,100	233	40
长春			33	400	800	1,680
同比增长 (%)				1,100	100	110
南通			50	200	304	410
同比增长 (%)				300	52	35
徐州			50	200	280	370
同比增长 (%)				300	40	32
其他				800	3,736	5,220
2.线下	1,157	539	108	140	175	214
同比增长 (%)		(53)	(80)	30	25	22
毛利率 (%)	94.7	94.3	94.4	94.7	94.8	94.9
有效所得税率 (%)	19.6	18.7	17.9	17.9	17.9	17.9
净利率 (%)	33.0	31.5	30.5	29.7	28.8	29.4

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

预计公司 2012-14 年收入和净利润年均复合增速分别为 38.7%和 34.6%。公司 2012-14 年每股收益分别为 1.80 元、2.44 元和 3.31 元。基于相对可见的较高景气度和公司自身上市后的向好趋势，给予其高于（垂直网站、房产中介、营销服务）行业平均的 2012 年 30 倍市盈率，目标价 54.13 元，首次评级**买入**。

图表 38.估值表

公司名称	代码	总市值	总股本	收盘价	全面摊薄每股收益 (人民币)				市盈率(倍)				净利润年 均复合增 长率(%)	期末摊薄净资产 收益率(%)	
					2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E	2014E		2011-14E	2011
<b>垂直网站:</b>		(人民币, (亿股)		(人民币)											
		(人民币, 亿元)													
上海钢联	300226.SZ	11.1	0.80	13.84	0.48	0.64	0.86	1.07	29	22	16	13	30.4	18.1	13.5
焦点科技	002315.SZ	41.1	1.18	35.02	1.39	1.74	2.33	2.83	25	20	15	12	26.9	10.3	n.a.
生意宝	002095.SZ	19.2	1.62	11.85	0.20	0.43	0.50	0.32	59	28	24	37	17.0	7.3	n.a.
东方财富	300059.SZ	38.2	3.36	11.36	0.32	0.43	0.56	0.71	36	26	20	16	30.9	6.4	7.2
同花顺	300033.SZ	25.9	1.34	19.28	0.46	0.74	0.93	1.12	42	26	21	17	34.6	5.6	n.a.
		(美元亿元)		(美元)											
搜房网	SFUN.US	12.0	0.85	14.00	1.51	1.67	1.99	2.60	9	8	7	5	19.9	94.8	73.6
Zillow	Z.US	11.3	0.30	38.04	0.04	0.28	0.62	1.42	951	135	62	27	228.3	1.9	n.a.
<b>营销服务(涉房):</b>															
世联地产	002285.SZ	45.3	3.26	13.88	0.48	0.80	1.06	1.28	29	17	13	11	38.6	12.3	15.6
蓝色光标	300058.SZ	70.2	3.97	17.69	0.31	0.59	0.75	0.93	58	30	24	19	45.0	13.1	20.5
新华传媒	600825.SS	58.9	10.45	5.64	0.17	0.17	0.18	0.20	33	33	31	28	4.8	7.6	7.1
		(美元亿元)		(美元)											
思源经纪	SYSW.US	0.8	0.77	1.00	0.01	0.10	0.14	0.17	71	10	7	6	128.2	0.9	n.a.
		(亿港元)		(港币)											
合富辉煌	0733.HK	11.2	4.68	2.39	0.29	0.47	0.66	0.95	8	5	4	3	48.0	13.7	16.8
		(人民币亿元)		(人民币)											
三五五网	300295.SZ	25.7	0.53	48.26	1.36	1.80	2.44	3.31	36	27	20	15	34.6	44.1	24.3

资料来源：同花顺、彭博、中银国际研究



## 附录、中国房地产网络营销业简析

### 市场规模

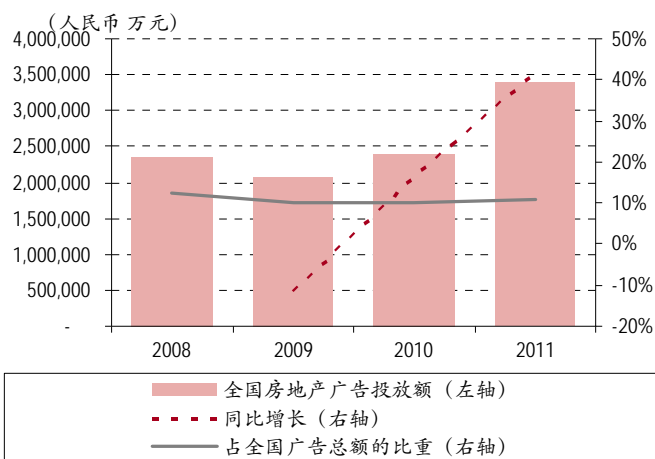
房地产业是第一大广告主行业、第四大网络广告主行业，房产网络营销增长空间巨大

2011年中国广告业经营额 3,125.6 亿元，同比增长 34%，广告投放前 5 大行业为房地产、汽车、食品、服务业和化妆品，C3、C5、C10、C15 分别为 29%、43%、67%和 79%，行业分布分散。房地产广告业是中国第一大广告主行业，与其实体经济地位匹配。2011年中国房地产广告投放额 339.3 亿元，同比增长 42%，增速远超以往，占全国广告总额 11%，比上年同期提升 1 个百分点。

2011年中国互联网广告营业额达 296.7 亿元，同比增长 62%，占全国广告总额的 9%。根据 DCCI 统计，以刊例价计，2010 年中国网络广告市场规模 256.6 亿元，前 5 大行业为 IT、汽车、服装服饰、房地产和通讯，C3、C5、C10 分别约为 64%、77%和 88%。网络广告行业分布比传统媒体更为集中。近年来，房地产网络广告刊例价约占网络广告总额的 10%。而与此相对，房地产报纸广告占报纸广告总额的比重约为 20-25%（根据 CTR 统计 2012 年 1-4 月房地产报纸广告刊例价占比约 19.8%，比上年同期下滑）。

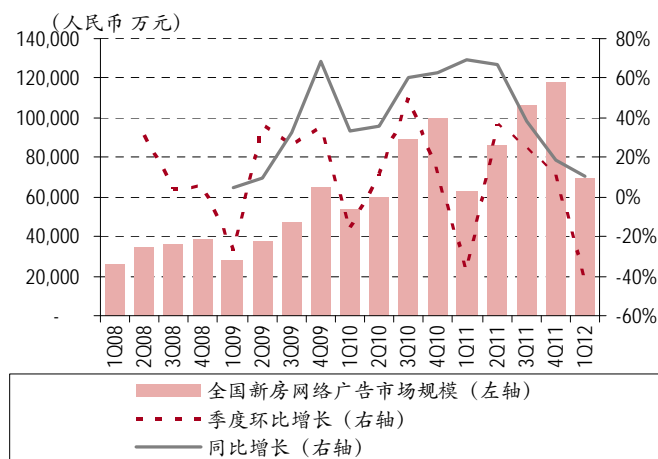
搜房网于 1999 年上线，房地产属最早一批触网行业，但其占全国广告总额的比重与占互联网广告总额的比重差异表明房地产比 IT、汽车、消费品等更晚进入网络营销爆发期。现有的房产各媒介营销效果对比已证明了网媒在房产营销中的有效性，将进一步争夺开发商营销预算。伴随房产网络营销形式变通升级，房地产网络营销潜在市场可以房产类广告主营销需求总额为界，而现阶段的房产营销总额约为网络营销的 10 倍。

图表 39. 2008-11 年中国房地产广告规模



资料来源：《现代广告》

图表 40. 2008-11 年中国新房网络广告规模 (易观口径)

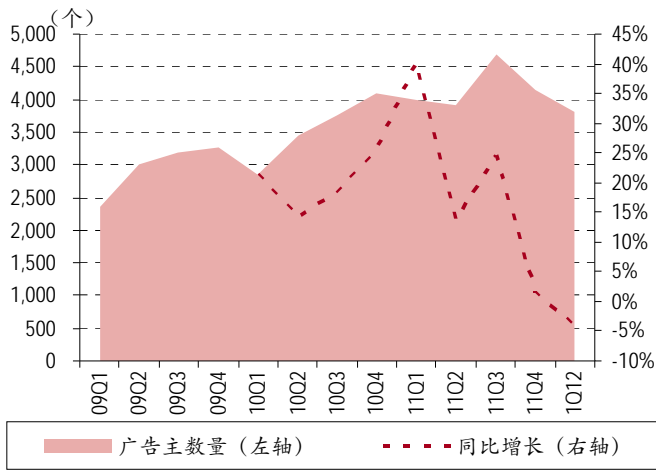


资料来源：易观国际

房地产网络广告量价齐升

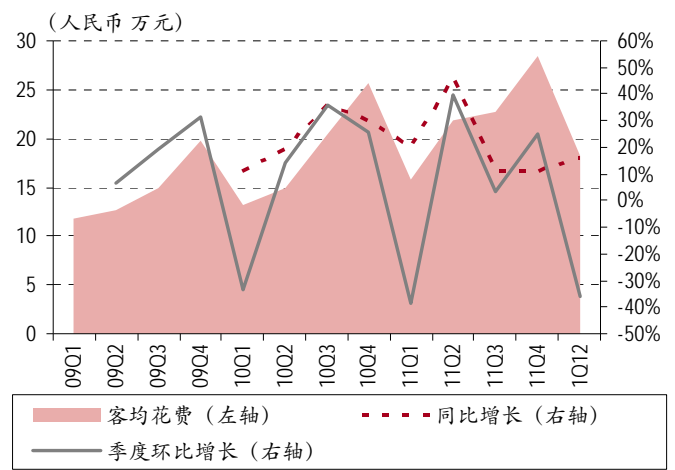
易观研究表明新房网络展示广告长期呈现量价齐升的态势，其中客均花费的上涨趋势比广告主个数上涨更为明显——一方面受益于“价廉物美”的网络媒体对传统媒体的挤出，另一方面在商品房销售遇冷初期，开发商的营销需求与销售景气逆相关。

图表 41. 2008-11 年中国新房网络广告主数量 (易观口径)



资料来源: 易观国际

图表 42. 2008-11 年中国新房网络广告客均花费 (易观口径)



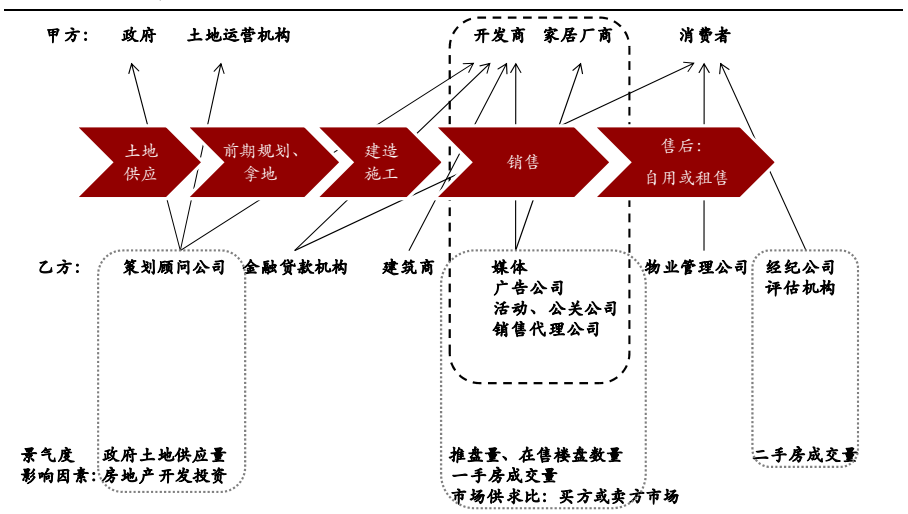
资料来源: 易观国际

### 行业演进

“整合行销”是最重要的关键词

对应于房地产开发的一级、二级和三级市场, 房地产营销价值链可细分为顾问策划、推盘、经纪等环节。由中国房地产营销业历程可知, 与广告业整体一致, 最初的中国大陆房地产营销业为港式/台式“舶来品”。21 世纪 90 年代末渠道管理的兴起、21 世纪初广告媒介多样化和专业化分工加剧均表明富有冲击力的营销“组合拳”(而不是单一网媒)是房地产营销业的重点。而万科、保利等开发商营销费用构成数据也验证了房地产营销正由单一广告形式演变为“广告+代售+公关+活动+.....”, 并且效果营销比重在目前调控的市场环境下显著上升。整体而言, 中国房地产及其衍生经济仍然年轻。相比欧美发达房产营销市场, 中国房产营销的市场环境及分工不够成熟, 竞争格局未最终确立, 仍有很大的进步空间。

图表 43. 房地产业价值链



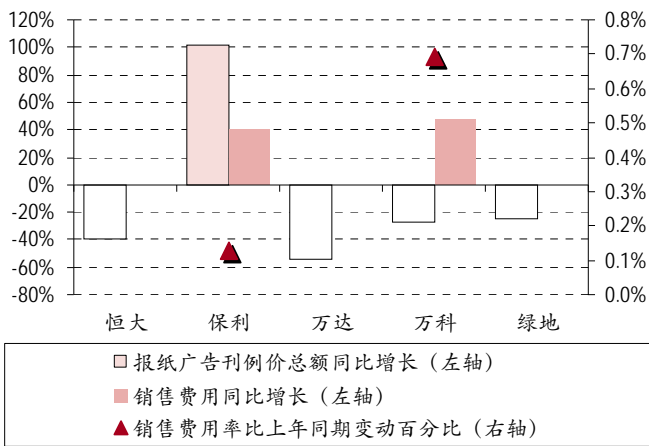
资料来源: 中银国际研究

**图表 44. 中国房地产营销业历程**

时段	房地产业	房地产营销业
1992 年之前	外销房为主	在以外国人为主要读者群的《中国日报》和《中国工商时报》等发布通知类广告
1992-2002 年	1992 年邓小平南巡讲话，国务院发布《关于发展房地产业若干问题的通知》 万科、保利、合成创展、碧桂园等确立房地产发展战略，全国进入房地产开发热	邓智仁将香港地产营销理念引入大陆，开办利达行房产代理公司，1993 年北京万通新世界整体形象宣传广告，1999 年北京 SOHO 现代城整体营销理念 《精品购物指南》、《北京青年报》、《北京晚报》等纷纷成立房产专刊，房地产行业成为媒体争夺热点 房地产营销渠道管理：房展会、会所、俱乐部、高端客户数据库等 2002 年房地产超过医药成为中国广告业第一大广告主行业
2003-04 年	市场供销两旺，政策干预启动：严控房地产信贷和土地供给	1999 年第一个跨区域房地产垂直门户“搜房网”出现 2002 年起实施的土地招拍挂制度提高市场专业化水平，提升房地产一级市场顾问策划服务需求 地产广告媒介多样化：网络、路牌、户外、活动等非报纸形态兴起 单一广告向整合行销转变 一线及沿海城市的房地产中介业快速发展
2005-07 年	房价飞涨，2005 年提高房贷门槛和投资成本以抑制房价过快上涨，调控住房需求总量 部分城市房价报复性反弹，市场全面调控：2006 年“国六条”以信贷政策和税收政策等抑制房价上涨，调节住房供给结构，引导住房需求结构调整 因政策调控加码和全球经济下行影响，2007 年下半年起成交量逆转，开始萎缩	开发商规模化、跨区域发展推动房地产中介服务同步连锁化、跨区域发展，同时各环节分工趋于细化，房地产营销进入者增加 07 年下半年起的成交量萎缩直接影响房地产中介业景气度，从而促使行业集中度和规范度提升 房地产始终是报媒第一大广告行业，也是非常重要的户外广告主行业，尽管艾瑞统计口径下的房地产网络广告占比逐年下降，但绝对额仍维持年均 30% 以上的增速
2008-09 年	2008 年初市场持续价跌量减，2008 年 9 月起，调控放松，降息降税、加大保障房建设规模以全面扩大需求 2009 年 2 季度起市场回暖，房价攀升	2006 年“满堂红”经纪人网站出现 房地产营销业随房地产业全面回暖，顾问策划及中介代理环节的品牌化特征明显：易居中国、世联地产、中原地产、合富辉煌等已初步完成全国布局且在重点市场领先 房地产广告投放需求在楼市高点时放缓，2009 年全国房地产广告额占全国广告总额的比重为阶段性低点，但地产网络广告增势未减
2010-11 年	2010 年 1 月“国十一条”、4 月“新国十条”、9 月“九月新政”、2011 年 1 月“新国八条”，房产税试点、限购等政策密集出台，房地产市场再次量价齐跌，存量房规模持续上升，土地招拍挂一级市场萧条	与成交量下滑相反，开发商营销预算普遍增加，包括网媒在内的房地产广告投放放量，占全国广告总额的比重快速回升 2011 年，顾问策划和中介两个环节分别受累于土地成交下滑和一手房、二手房成交量下滑
2012 年至今	刚需推动下，成交量回暖，价格小幅攀升，政策调控基调不改 6 月起万科等开发商重新开始拿地	2010 年链家聘任 IBM 战略咨询人员为公司副总、企业发展中心和网络营销中心总监，自建网络平台“链家在线” 房地产营销预算分配出现调整：单纯广告投放下降，（媒体、公关公司、房产中介等各个渠道组织的）团购等效果营销普遍化 房地产广告预算媒介差异化：性价比更高的网络媒体等占优，CTR 统计表明 2012 年 1 季度房地产/建筑工程行业传统媒体广告投放刊例价总额比上年下降 21.5%，是下降幅度第二的行业，而房地产类互联网广告刊例价总额同比增长 16.5% 二三线城市、一线城市房产中介服务景气度陆续回升

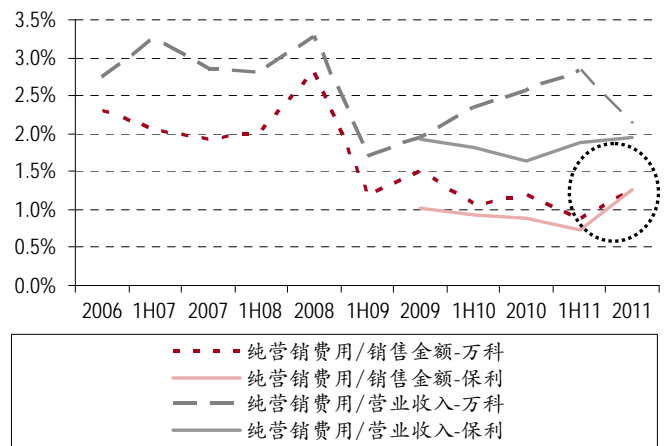
资料来源：网络信息、中银国际研究

图表 45. 2012 年 1 季度房地产报纸广告刊例价总额前 5 大品牌



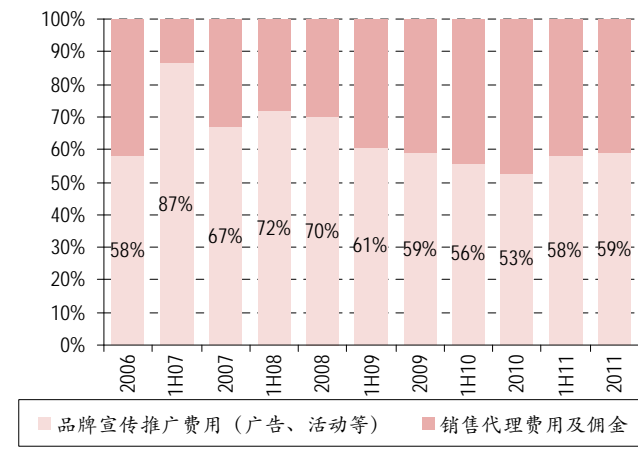
资料来源: CTR、公司数据

图表 46. 2006-11 年万科、保利营销费用率



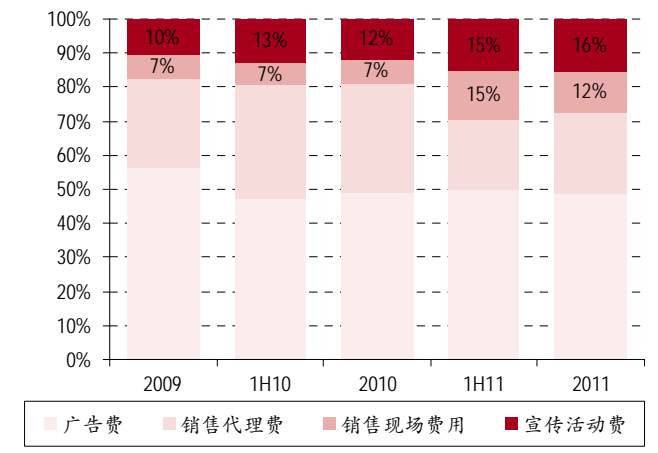
资料来源: 公司数据

图表 47. 2006-11 年万科纯营销费用构成



资料来源: 公司数据

图表 48. 2009-11 年保利纯营销费用构成



资料来源: 公司数据

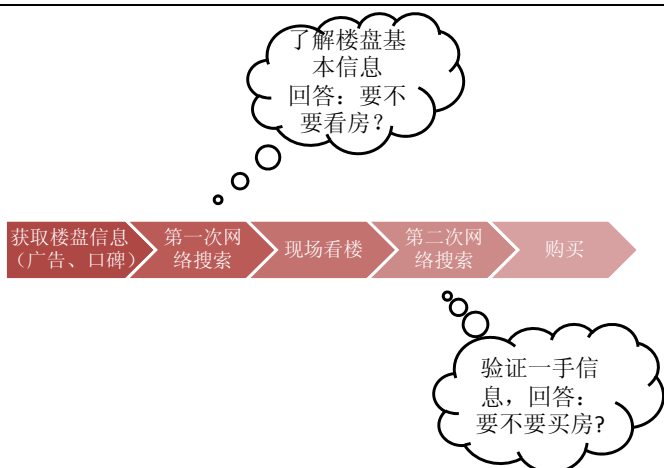
## 商业模式

房产类网络营销两类商业模式明晰: 新房、家装领域的展示广告、网络公关和活动业务, 二手房、租房领域的电商产品 (会员费模式)。

### 1. 广告、公关网络营销

房产类网络营销手段较为常规。除展示广告外, 还包括软文、知识问答等网络公关, 而微博自媒体也是获认可的房地产互动营销平台。

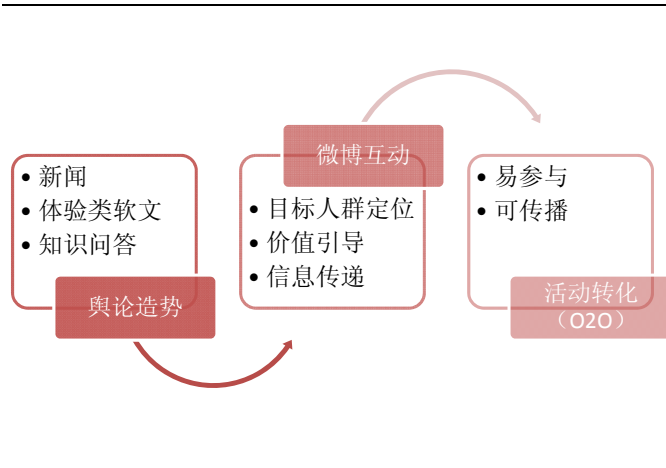
图表 49. 互联网对购房行为决策的影响路径



资料来源: 中国电子商务研究中心、网络信息

房产类展示广告中, 网络媒体替代传统媒体

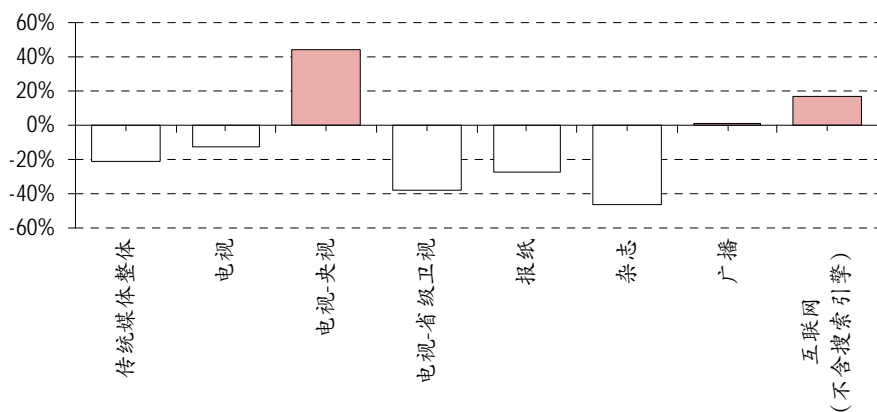
图表 50. 房地产网络营销常规动作举例



资料来源: 中国电子商务研究中心、网络信息

2012 年 1 季度, 各类房地产广告中, 仅有互联网、广播刊例价总额实现正增长。开发商资金回笼压力下, 广告到达率、营销效果、性价比等相对优势推动开发商及下游家居厂商对网络媒体的认可度上升。

图表 51. 2012 年 1 季度各媒介房地产广告刊例价总额同比增长

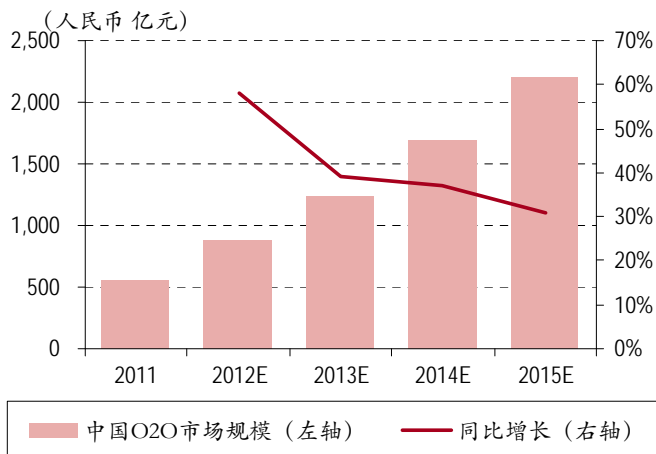


注: 为纯广告刊例价数据, 电视媒体仅统计 17:00-24:00

资料来源: CTR、艾瑞咨询

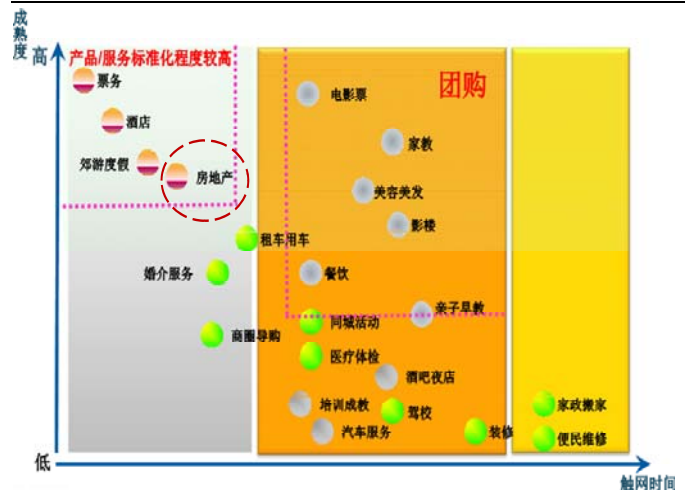
## 2.B2C 电商

O2O 是线下商家互联网化的过程, 帮助消费者和商家各自完成需求传递和价值传递, 也是互联网平台流量变现的直效办法。2011 年中国 O2O 市场约 562.3 亿元, 有研究机构预测 2011-15 年年均复合增速达 41%。目前广泛应用于服务业领域, 汽车租赁、婚庆、奢侈品寄卖与养护、团购、在线旅游等新兴及嫁接移动互联网的行业受一级市场投资者青睐。

**图表 52. 中国 O2O 市场规模**


资料来源：清科研究中心，网络信息

房地产 B2C 电商概念升温，“伪电商”，仍以蓄客作用为主，打造网络生态链

**图表 53. 各类服务业 O2O 进程**


资料来源：清科研究中心

房地产是 O2O 先进入行业。关于房地产交易网络化，早在 2002 年，就有搜房网组织看房团、网络团购，过去十余年间，陆续发生经济适用房网上排号、北京商品房预售合同网上签约系统上线、全国大城市大规模房地产网络团购、首张购房会员卡“白金卡”诞生、赴美购房团成行、发放购房消费券等事件。2007 年成立的安居客，新房业务按电话导向个数后向收费，2009 年估计创收 3,000 万元。但直至 2011 年 4 月，SOHO 中国在新乐居成功竞拍 15 间商铺，交易全程网上完成——“房地产电子商务”热度才全面提升。各类房产电商平台上线一年，成绩斐然。“搜房狂拍团”在半年多时间内促成交易房源达 8 万套，销售总额达 230 亿元，为购房者争得优惠总额逾 12 亿元。2011 年新乐居房产电商频道 (www.eju.com, 今易居购房网) 共计成交房源 2452 套，成交市场总价达 28.29 亿元，参与网友 14,330 人。2012 年 3 月 9 日新浪乐居“房价你做主.月月拍”当日在线交易额 3.7 亿元，平均 8.9 折、最高 5.8 折，共节省房款 4,000 万元。乐居万科旗舰店“万科.V 购 华南在线购房中心”自 2011 年 12 月 1 日至 2012 年 2 月 20 日，共成交 65 套，总金额逾 7,000 万元。<sup>1</sup>

尽管 SOHO 15 套商铺全程网上交易，但目前房产交易电子化的完整度大大弱于其他行业。除了电商虚假销售问题外，房地产异于服装、餐饮等一般产品服务的大宗投资不动产属性决定了大额电子支付安全、线上产品体验易成为瓶颈。现阶段最有效的仍是 O2O 蓄客平台定位。2011 年末，中房信退市私有化，新浪将成为易居中国的相对控股股东 (进行中)。易居 O2O 战略的“三纵四横”生态链 (包括近期新成立的“易居网盟”——一手房二手房联动) 或许是目前对房地产 O2O 玩法的最佳注解之一。

<sup>1</sup> 数据取自“网上卖房? 听上去很美”，《深圳商报》，2012 年 3 月

图表 54. 易居房产电商生态链（拟）



资料来源：网络信息

### 3.B2B 电商

B2B 电商产品常见

类似于其他行业垂直网站及国外相对成熟房地产网络营销市场，针对房产经纪人的会员收费制模式已较为普遍。以安居客为代表的市场先行者，依托良好的蓄客能力，亦基本实现逐年提价。线上平台强势地位造成付费分级、竞价排名等产品创新仍处于初级阶段，产品本身未必获真正认可。同时倒逼链家、世联等有实力的线下中介公司开始自建线上平台。

图表 55. 某网站 2009 年会员收费名义报价

类型	有效期	推荐房源	店铺房源	急售房源 (月)	新推房源 (月)	价格(元)
基础版	3 个月	30 套	100 套	/	/	900
标准版	3 个月	40 套	100 套	10 套	10 套	1050
精英版	3 个月	60 套	100 套	15 套	15 套	1350
至尊版	3 个月	80 套	100 套	20 套	20 套	1650

注：免费功能包包括预约刷新、统计报表

资料来源：网络信息

图表 56. “好盘直通车” 竞价排名产品



资料来源：宣传视频截图

跨市场、跨行业拓展

#### 4. 发挥平台效应

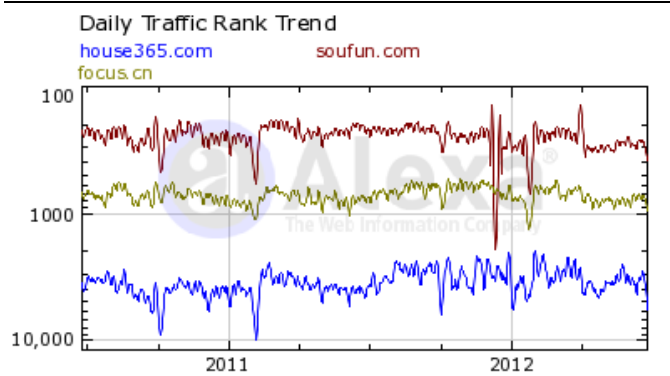
基于对用户群和客户群的二次挖掘，不少专业房产网站开始全面覆盖新房、二手房、租房、商业地产所有细分市场拓展：家装商城或团购活动成房产网站标配；凭二手房起步的安居客已建立爱房、好租、金铺等品牌；美国 Zillow 收购 RentJuice 以较快切入租房市场；日本 Next 基于 SNS 和移动互联网应用拓展医疗保健、餐饮等行业客户。

#### 竞争格局

中国新房网络展示广告市场集中度并不低，呈现“全国范围跨区域+省级连锁+单城市独立平台”格局。搜狐焦点、新浪乐居典型“门户+垂直”架构和搜房网专业独立网站由一线城市辐射全国；365网立足长三角；合房网拓展为“安徽省+中心城市”架构；江西房产网主要覆盖江西地级市；而深房网、住杭网等扎根当地市场。

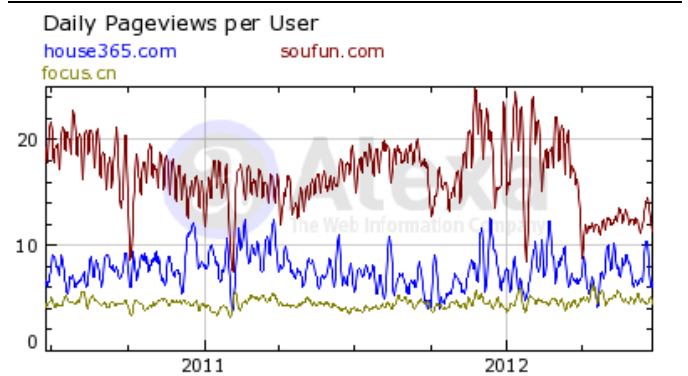
二手房市场主要包括安居客、满堂红、九九房等独立网商。其中安居客已由二手房拓展至新房、商铺，产品驱动规模，网络信息显示 2009 年相关会员费收入约 6,000-7,000 万元，几乎为 365 网当年二手房业务的 10 倍。

图表 57. 网站 UV 流量排名



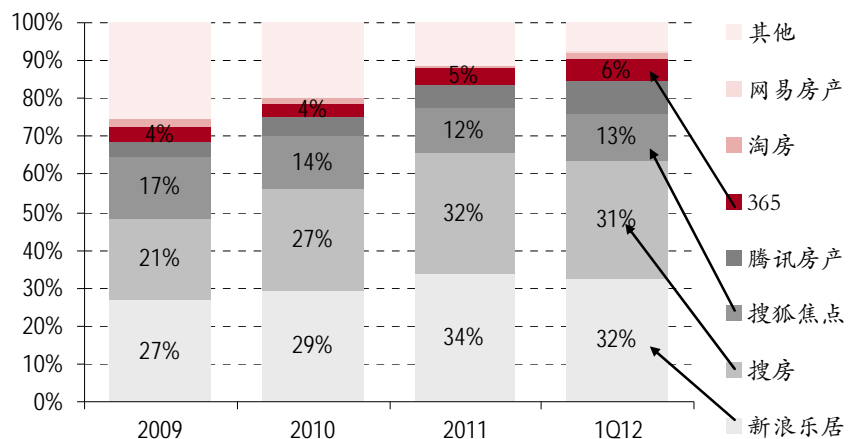
资料来源: alexa

图表 58. 人均页面浏览量排名



资料来源: alexa

图表 59. 中国新房网络品牌广告市场格局 (易观口径)



资料来源: 易观国际、中银国际研究



伴随房地产网络营销景气度高企以及部分电商“全品类”战略，搭建房产网络营销平台的市场主体趋于多元化，框架趋同的情况下市场竞争加剧。同时判断，手握房源的线下中介公司若真正实现信息化、自建线上平台，则有望客源通道，降低对第三方平台的依赖度，将是房产网络营销的重要参与者。

**图表 60. 各类典型房地产网站举例**

网站	创建主体	驱动因素	同类网站
搜房网	独立网站	资讯	365网、合房网、深房网、云南房网
新浪乐居	综合门户	流量变现	搜狐焦点网、腾讯房产频道、住在杭州网
淘宝房产频道	C2C网站	流量变现	
安居客	二手房起步的独立网站	社区、专业搜索引擎	九九房、满堂红
链家在线	中介公司	线下客源 O2O	伟业我爱我家、世联地产
19楼房产频道	BBS论坛	同城人群	
篱笆网房产家居频道	BBS论坛	婚龄人群	
58同城	信息分类网站	同城人群	赶集网
新浪微博	移动互联网	同城人群、自媒体传播	
万科·幸福驿站	开发商/万科物业旗下社区服务机构	线下业主群家居服务诉求	
京东*	B2C网站	全品类战略	

注：京东仅为房产代销

资料来源：网络信息、中银国际研究

资本是行业格局变化的重要推手。创维科技投资安居客、搜房上市、中房信私有化等为一、二级市场直接融资案例。并购式方面，例如 365 网上市前市场及跨行业导向地并购苏州新视点、合肥肥肥科技，美国 Zillow 上市后技术或市场细分导向的三次并购。

## 风险提示

- 1) 下游房地产业政策或市场波动;
- 2) 房地产网络营销市场竞争加剧;
- 3) 2013 年小非解禁短期压力。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	149	230	316	438	612
销售成本	(8)	(13)	(18)	(23)	(32)
经营费用	(78)	(126)	(180)	(250)	(347)
息税折旧前利润	63	91	118	164	234
折旧及摊销	(4)	(3)	(4)	(8)	(12)
经营利润(息税前利润)	59	88	113	156	222
净利息收入/(费用)	1	2	5	6	6
其他收益/(损失)	16	0	(1)	(1)	(1)
税前利润	76	89	117	160	226
所得税	(12)	(17)	(21)	(29)	(41)
少数股东权益	0	0	0	(2)	(9)
净利润	64	72	96	130	176
核心净利润	64	72	96	130	176
每股收益(人民币)	1.200	1.356	1.804	2.439	3.307
核心每股收益(人民币)	1.202	1.357	1.805	2.439	3.307
每股股息(人民币)	0.400	0.000	0.361	0.488	0.661
收入增长(%)	49	54	37	39	40
息税前利润增长(%)	56	47	29	38	42
息税折旧前利润增长(%)	58	43	30	40	42
每股收益增长(%)	25	13	33	35	36
核心每股收益增长(%)	25	13	33	35	36

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	76	89	117	160	226
折旧与摊销	4	3	4	8	12
净利息费用	(1)	(2)	(5)	(6)	(6)
运营资本变动	3	(11)	(12)	(12)	(16)
税金	(12)	(17)	(21)	(29)	(41)
其他经营现金流	(16)	0	10	15	20
经营活动产生的现金流	55	63	94	138	195
购买固定资产净值	(121)	(1,537)	(710)	(760)	(375)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	118	1,531	646	745	345
投资活动产生的现金流	(3)	(6)	(65)	(15)	(30)
净增权益	0	0	407	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(6)	(16)	0	(19)	(26)
其他融资现金流	0	0	(101)	(76)	(113)
融资活动产生的现金流	(6)	(16)	306	(95)	(139)
现金变动	46	41	335	28	27
期初现金	76	122	163	499	526
公司自由现金流	53	59	34	129	172
权益自由现金流	53	59	34	129	172

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	122	163	499	526	553
应收帐款	16	28	38	52	72
库存	0	0	0	0	0
其他流动资产	4	5	7	8	11
流动资产总计	141	196	544	587	635
固定资产	8	10	69	75	89
无形资产	0	0	1	1	2
其他长期资产	0	3	4	4	6
长期资产总计	8	13	74	80	98
总资产	149	210	617	667	733
应付帐款	1	0	0	0	0
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	12	16	17	22	29
流动负债总计	12	16	17	22	29
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	40	40	53	53	53
储备	96	152	546	589	639
股东权益	136	192	599	643	692
少数股东权益	1	1	1	2	12
总负债及权益	149	210	617	667	733
每股帐面价值(人民币)	3.40	4.81	11.23	12.05	12.98
每股有形资产(人民币)	3.39	4.80	11.21	12.02	12.93
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.05)	(4.09)	(9.35)	(9.87)	(10.37)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	42.6	39.4	37.2	37.5	38.2
息税前利润率(%)	40.0	38.2	35.8	35.6	36.2
税前利润率(%)	51.3	38.7	37.1	36.7	37.0
净利率(%)	43.1	31.5	30.5	29.7	28.8
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	11.3	12.0	31.4	26.6	21.9
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	11.3	12.0	31.4	26.6	21.9
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	39.8	35.3	26.5	19.6	14.5
核心业务市盈率(倍)	39.8	35.2	26.5	19.6	14.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	45.0	39.9	30.0	22.2	16.4
市净率(倍)	14.1	9.9	4.3	4.0	3.7
价格/现金流(倍)	35.0	40.3	27.2	18.5	13.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.3	19.3	17.5	12.4	8.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转天数	35.2	34.4	38.1	37.7	36.9
应付帐款周转天数	1.4	0.6	0.1	0.1	0.1
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	25.0	0.0	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	55.9	44.1	24.3	21.0	26.4
资产收益率(%)	39.7	39.7	22.5	19.9	26.0
已运用资本收益率(%)	52.3	54.0	29.7	25.9	33.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

上海钢联 (300226.sz/人民币 13.84, 未有评级)

焦点科技 (002315.sz/人民币 35.02, 未有评级)

生意宝 (002095.sz/人民币 11.85, 未有评级)

东方财富 (300059.sz/人民币 11.36, 未有评级)

同花顺 (300033.sz/人民币 19.28, 未有评级)

搜房网 (sfun.us/美元 14.00, 未有评级)

Zillow z.us (11.3/美元 38.04, 未有评级)

世联地产 (002285.sz/人民币 13.88, 未有评级)

蓝色光标 (300058.sz/人民币 17.69, 买入)

新华传媒 (600825.sh/人民币 5.64, 持有)

思源经纪 (sysw.us/美元 1, 未有评级)

合富辉煌 (733.hk/港币 2.39, 未有评级)

华闻传媒 (000719.sz/人民币 6.13, 未有评级)

以 2012 年 7 月 5 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告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，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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 2 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