

## 上市品牌红利凸显，房市价量回暖， 广告业务受益

投资要点：

### 1. 事件

三六五网昨日发布半年度业绩公告，收入与净利润同比分别增长31.1%和31.8%，符合市场预期。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 上市后广告品牌效应放大，广告性价比更受青睐

房地产市场价量回暖，地产商广告主的广告营销投放将加大。据了解，目前在南京，由于公司上市后品牌放大，已有90%的开放商在投放新盘广告时，会将三六五网纳入投放渠道，投放比例一般在总体广告推广预算的10%~30%。随着当地下半年新盘推出，推房量加大，整体地产营销投放将持续扩大。

#### (二) O2O 模式：网站用户黏性高，公司广告品牌价值持久

用户黏性是网站运营最大的护城河。公司运营的华侨路茶坊，作为最大的业主生活论坛，用户黏性极高，有效保障了媒体受众规模。

#### (三) 深耕整合二线城市有机会，而且受房市调控影响更小

搜房，焦点，易居等全国性地产垂直网站，主要收入来源在一线城市，其一直对推广成本较高的二线城市投入不够。而二线城市原有的垂直门户，异地扩张风险较高，意愿不强。公司成功的地方性门户的运营经验，有能力在二线城市进行扩张与整合。

### 3. 估值、投资建议与主要风险

我们对公司2012/2013年EPS初始预测为1.80元/2.42元，同比分别增长32.7%和34.3%，对应当前股价PE为30.52倍和22.74倍，给与“谨慎推荐”评级。

公司主要运营风险是：地产行业出现极端调控情况，导致广告拉动营收的边际效应剧烈下挫，地产商不再投放广告。

营业收入(M)	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2011	41	58	63	68	230
2012E	54	76	82	89	301
2013E	70	100	107	117	394

摊薄后 EPS(¥)	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2011	0.20	0.39	0.38	0.39	1.36
2012E	0.27	0.52	0.50	0.52	1.80
2013E	0.41	0.68	0.65	0.68	2.42

三六五网 (300295.SZ)

谨慎推荐 初始评级

### 分析师

许耀文, CFA

☎: (8610) 6656 8589

✉: xuyaowen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020007

鸣谢:

黄 驰

☎: (8610) 83574542

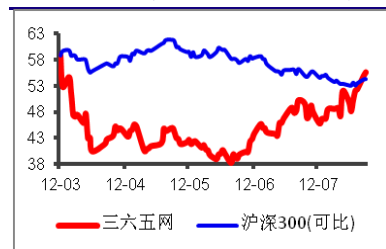
✉: huangchi@chinastock.com.cn

### 市场数据

时间 2012.08.7

A股收盘价(元)	54.92
A股一年内最高价(元)	59.10
A股一年内最低价(元)	38.01
上证指数	2157.3
市净率	4.77
总股本(亿股)	0.53
实际流通A股(万股)	0.11
A股总市值(亿元)	29.3
A股流通市值(亿元)	5.9

### 三六五网与沪深300股价走势图



**(一) 上市后广告品牌效应放大，互动广告性价比更受广告主青睐**

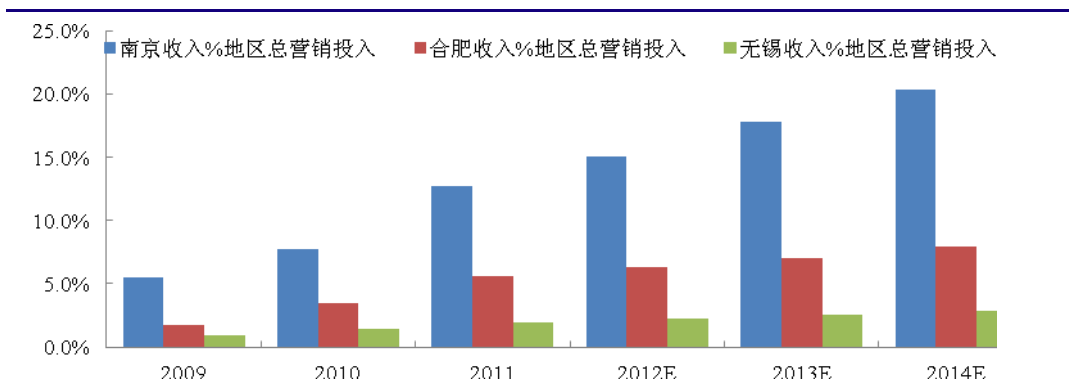
最近央企拿地，地王频出，各地房地产市场价量回暖，已透漏出下半年的地产政策可能出现松动。地产商广告主的广告营销投放意愿将加大。运营南京与合肥地区最大的地产门户的三六五网，已是这些地区地产广告主投放广告的主流渠道之一。

而且，公司上市后广告品牌效应迅速放大，据了解，目前在南京，已有 90% 的开放商在投放新盘广告时，会将三六五网纳入投放渠道，投放比例一般在总体广告推广预算的 10%~30%。随着下半年新盘推出，推房量加大，整体地产营销投放将持续扩大。

三六五网在南京地区广告收入占地区总体地产交易金额比例 2011 年为 0.171%，按新房营销收入占整体广告收入 75% (根据招股书) 计算，三六五网新房营销收入，大概占当地总新房营销推广费用的 6.4%~12.8%，其他地区的占比更低。

随着新一代购房者对网络资讯的依赖度加大，地产广告从线下迁移到线上也成为不可逆转的趋势。我们认为三六五网在南京当地的新房营销市场整体广告投放份额在未来 3 年能达到 20%~30%。这意味着公司在新房营销收入板块，在目前的行业趋势下，未来 2 年至少还能保持 30% 以上的内生性增长。

图 1: 三六五网重点城市广告收入所占当地新房总营销投入比例

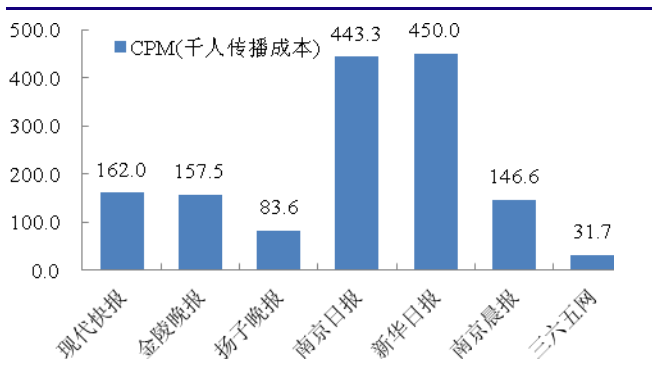


数据来源: 公司招股书, 南京市统计局, 中国银河证券研究部

另外，公司广告服务的价格优势，营销效果和服务产品的多样性，也获得了越来越多的地产广告商认可。

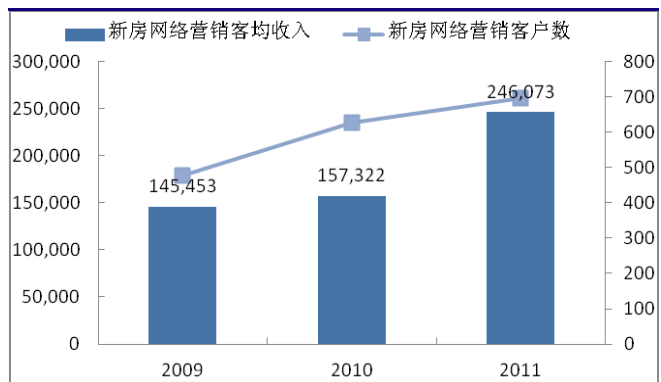
南京地区报纸类平媒，单版面价格动辄十几万，而且只是单天版面广告，按刊例价格\*1000/发行量计算，CPM(千人传播成本)约在 150~450 元左右。而三六五网，年化新房营销单用户收入 24.6 万，假设单用户每年投放一个项目，按 24.6 万\*1000/网站用户计算(三六五网公布，南京地区用户 776.2 万)，CPM 约在 31.7 元，远低于平媒的价格。

图 2: 三六五网 CPM 价格与平媒比较



数据来源: 网络来源, 中国银河证券研究部估算

图 3: 三六五网新房网络营销客均收入



公司更有吸引力的是，新盘广告一般以月为投放周期，曝光持久远超过一次发行的报纸。而且三六五网附加

包含了诸多线上互动，线下引导(看房团，团购等活动)的增值服务性价比更高。垂直地产门户，由于其用户都是当地的房产潜在购买者或寻租者，能帮助地产广告主更为精准的捕捉目标人群。因此公司的新房广告主客户数量与客均收入近3年一直保持了良好增长。

**(二) O2O 模式(offline-to-online): 成功的线下运营，网站用户黏性极高，广告品牌价值持久**

搜房，焦点等全国性地产门户 2006 年就进入南京市场，但是一直无法从公司手中抢走市场份额。当地用户在寻找相关地产信息时，还是以三六五网为主。这其中原因主要是因为，公司运营的当地业主论坛华侨路茶坊，成为南京当地最大的地方生活门户，用户黏度非常之高。用户的行为习惯已被三六五网牢牢抓住，这是公司作为网络媒体最为核心的竞争力所在。

从 Alex 提供流量数据来看，三六五网的业主论坛华侨路茶坊，用户访问比例为 13.83%，流量超过其新房中心，租房频道，二手房频道，仅次于其新闻频道的 18.26%，是第二大流量板块。我们认为，公司运营的华侨路茶坊，作为最大的业主生活论坛，用户黏性极高，为地产门户流量提供了有力保障，是三六五网维系本地运营优势，对抗搜房等外来流量巨头的“护城河”。

图 5 给出了三六五网南京华侨路茶坊与主要竞争对手，搜房，搜狐焦点，新浪乐居南京站业主社区板块的在线人数统计。统计基于网站提供数字，仅作为参考。

图 4: 公司主站与主要子站流量比例

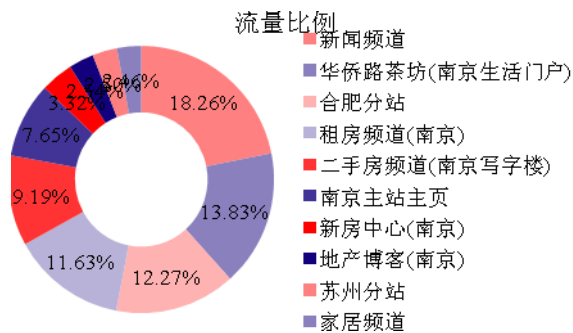
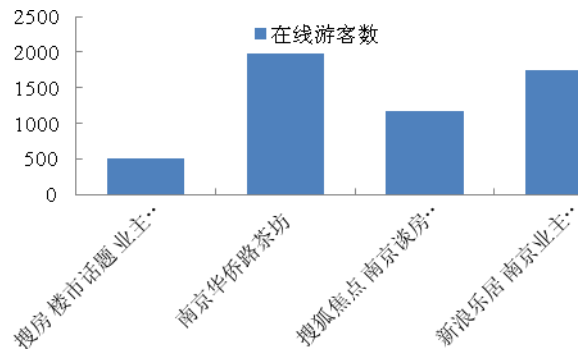


图 5: 365 网与竞争对手南京站在线游客数比较(7/19 10pm)



资料来源: Alex, 相关网站, 中国银河证券研究部统计

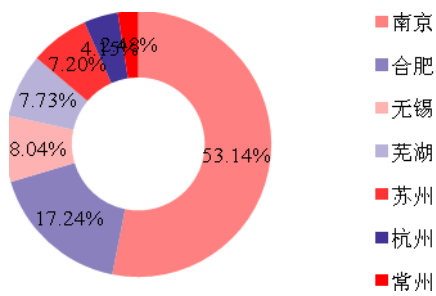
另外，公司管理层的房管局工作经验，使得公司对当地和其他二，三线城市地产行业理解更为深入，相比搜房，搜狐焦点，新浪易居等互联网属性更强的公司，公司更懂开发商。我们认为，公司在南京本地的地产媒体行业地位已不可动摇。

**(三) 深耕整合二三线城市，受房市调控影响更小，异地扩展有机会，但进展较慢**

搜房，焦点，易居等全国性地产垂直网站，主要收入来源在一线城市，较强的互联网公司属性，使其一直对推广成本较高的二三线城市市场投入不够。而一线城市的地产市场由于其标杆作用，也一直都是国家调控政策重点控制打压的市场。而二三线城市原有的垂直门户，由于规模较小，异地运营风险成本较高，异地扩张的意愿不强。

三六五网成功的地方性门户的运营经验，加上上市公司的平台，使得公司有能力和二三线城市进行扩张与整合。公司在 2008 年底并购的合肥论坛，在合并后发展迅速，对总收入贡献已经从 2009 年的 9.6% 增长到 2011 年的 17.2%，并一举超过当地第一的地产门户合肥房产网。

图 6: 三六五网各地收入比例



数据来源: 公司招股书, 中国银河证券研究部

公司目前异地扩张的策略是, 通过其战略投资人华商传媒的报业资源, 通过合作(报网联动), 重点在华商传媒的优势地区重庆、西安、沈阳和长春四城, 建站导入用户。但是由于从传统媒体报纸导入用户较慢, 重庆, 西安, 沈阳, 长春 4 市的扩张, 可能进度较慢, 预期 2013 年底才能产生实质性利润贡献。

**附表1: 三六五网 (300295.SZ) 三大报表预测**

<b>资产负债表</b>						<b>利润表</b>					
单位:百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E	单位:百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	122	163	529	625	809	线上收入-新房	98	171	222	289	376
应收账款	16	28	36	47	61	线上收入-家居	18	23	30	41	55
其他应收账款	2	2	2	2	2	线上收入-二手房	14	21	29	38	52
其他流动资产	2	3	4	6	8	其他	6	10	13	19	24
流动性资产	141	196	570	679	880	营业收入	149	230	301	394	515
长期股权投资	0	0	90	128	128	营业成本	8	13	18	24	29
固定资产	8	10	63	69	76	毛利润	141	217	282	370	485
长期待摊费用	0	2	0	0	0	税金及附加	11	18	23	30	39
非流动性资产	8	13	153	198	205	销售费用	49	68	97	119	154
资产总计	149	210	724	877	1,085	管理费用	22	43	56	79	98
应付账款	1	0	0	0	0	财务费用	(1)	(2)	(11)	(16)	0
应付职工薪酬	5	8	10	13	17	运营支出	81	129	176	228	292
应缴税费	3	5	5	7	10	EBITDA	62	92	123	163	206
其他流动负债	3	3	3	3	3	营业利润	60	89	117	158	206
流动性负债	12	16	18	22	30	营业外收益	1	0	0	0	0
非流动性负债	0	0	0	0	0	所得税	12	17	22	29	38
负债合计	12	16	18	22	30	净利润	49	72	96	129	168
实收资本	40	40	53	53	53	母公司净利润	49	72	96	129	168
资本公积	17	17	411	411	411	EPS	0.92	1.36	1.80	2.42	3.15
留存收益	75	130	240	390	590						
少数股东权益	1	1	1	1	1						
母公司权益	136	192	705	854	1,054	<b>主要财务与运营指标</b>					
负债及权益总计	149	210	724	877	1,085	单位:百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
						<b>增长率%</b>					
						营业收入	49.3%	54.4%	30.9%	31.0%	30.7%
						营业成本	57.3%	65.8%	38.8%	31.0%	24.8%
						毛利润	48.9%	53.8%	30.4%	31.0%	31.1%
						总费用支出	44.1%	58.4%	36.1%	29.7%	28.1%
						母公司净利润	56.9%	47.6%	32.7%	34.3%	30.4%
						<b>利润率%</b>					
						毛利率	94.7%	94.3%	94.0%	94.0%	94.3%
						净利率	33.0%	31.5%	31.9%	32.7%	32.6%
						<b>运营指标</b>					
						流动比率	11.33	12.00	31.7	30.4	29.8
						速动比率	11.19	11.81	31.49	30.14	29.50
						<b>资本回报</b>					
						每股收益	1.23	1.81	1.80	2.42	3.15
						每股自由现金流	1.29	1.43	-0.76	2.00	3.68
						每股净资产	3.40	4.81	13.21	16.01	19.76
						ROE	36.0%	37.6%	13.6%	15.1%	15.9%
						ROIC	106.6%	155.5%	25.4%	34.1%	44.4%

资料来源: 中国银河证券研究部

## 评级标准

---

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**许耀文、黄驰，传媒文化行业证券分析师。**本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn