

地产利空，焉知非福？房产税传闻或刺激地产商去库存化，加大广告投放

投资要点：

1. 事件

三六五网昨日发布三季度业绩预告，净利润同比增长 20% 至 35%。近期由于年底江苏试点征收房产税(物业税或二手房交易税)的传闻，受地产板块资金避险因素影响，三六五网股价出现较大幅度下调。

2. 我们的分析与判断

(一) 3 季度新房营销受益于 7 月热销与金九银十新盘入市

根据南京网上房地产公布的数据，截至 9 月 25 日中午，当月全市商品房成交量达 5081 套。2012 年第三季度南京全市商品房成交量达到 20038 套，环比二季度微涨 7.78% 左右。同比 2011 年第三季度销售出的 9014 套房，今年成交量大涨 122.22%。7 月的高销量，是由于降息点燃了买房人的入市热情，害怕出现 2009 年的市场反弹，从而出现积压需求的爆发。在传统淡季 7 月出现较好行情，加上金九银十新增 1.1 万套新房源，公司 3 季度的新盘推广收入应该不差。

(二) 物业税与交易税的传闻已久，地方落实有难度

物业税与二手房交易税传闻已久，并非今年才出现。业界一直在征收环节和实施效果上有争议。即使最终推出该税收政策，地方由于土地财政的原因，政策的实际落实也有较大难度。即使作为试点的江苏省政府有壮士断腕的决心，推进课税政策，主要的影响也是在二手房市场，对于公司主要的经营业务--新房网络营销，直接影响较小。因此我们认为，该传闻对公司股价的影响，心理层面居多。

恰恰相反，我们认为江苏试点课税的传闻如果落实，在四季度会增大地产商为加速去库存提高广告投放的力度，对三六五网这样南京地区主要的地产媒体，形成实质性的利好。

(三) 异地扩张与员工扩招的初期成本会摊薄公司利润率

我们认为，今年公司全年保持营收 30% 同比增长问题不大，但是由于异地扩张和扩大招聘员工的初期成本，会在外地四分站产生实质盈利之前，持续摊薄公司的利润率，预期会持续到明年年底。

3. 估值、投资建议与主要风险

我们对公司 2012/2013 年 EPS 预测从 1.80 元/2.42 元，调整到 1.75 元/2.30 元。对应当前股价 PE 为 25.55 倍和 19.42 倍，我们认为，三六五网在当前价格已经开始具备一定投资价值与安全边际，上调公司评级至“推荐”。

由于上半年开发商多以价换量，因此下半年很多开发商都在考虑利润回收的问题。进入 9 月，开发商出现陆续提价，打压了买房人的购房热情。预期四季度，南京房地产市场可能会出现价涨量缩情况，广告投放力度可能趋缓。

三六五网 (300295.SZ)

推荐 上调评级

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

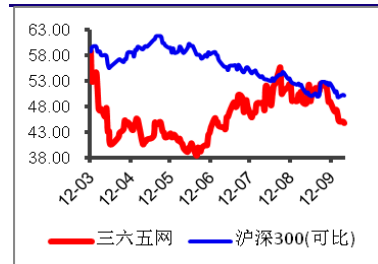
☎: (8610) 83574542

✉: huangchi@chinastock.com.cn

市场数据 时间 2012.09.26

A 股收盘价 (元)	44.80
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	2004.17
市净率	3.89
总股本 (亿股)	0.53
实际流通 A 股 (万股)	0.11
A 股总市值 (亿元)	23.9
A 股流通市值 (亿元)	4.8

三六五网与沪深 300 股价走势图

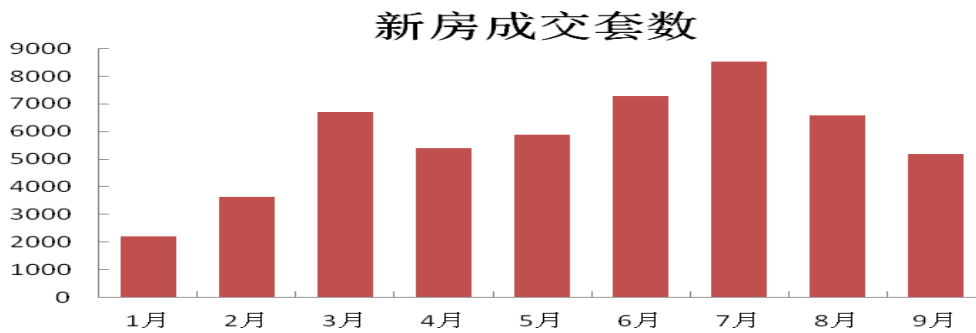




营业收入(亿)	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2011	41	58	78	53	230
2012E	54	76	102	68	301
2013E	70	99	133	92	394
EPS(¥)	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2011	0.20	0.39	0.49	0.27	1.36
2012E	0.27	0.52	0.61	0.36	1.75
2013E	0.34	0.67	0.79	0.49	2.30

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 1: 南京市 2012 年月度新房成交套数



资料来源：三六五网，中国银河证券研究部

附表 1: 三六五网 (300295.SZ) 三大报表预测

资产负债表						利润表					
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	126	154
资产总计	149	210	724	877	1,085	管理费用	22	43	59	79	100
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	179	235	293
应缴税费	3	5	5	6	10	EBITDA	62	92	120	156	204
其他流动负债	3	3	3	3	3	营业利润	60	89	114	151	204
流动性负债	12	16	18	22	29	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	21	28	38
负债合计	12	16	18	22	29	净利润	49	72	94	123	167
实收资本	40	40	53	53	53	母公司净利润	49	72	94	123	167
资本公积	17	17	411	411	411	EPS	0.92	1.36	1.75	2.31	3.12
留存收益	75	130	241	390	590	主要财务与运营指标					
少数股东权益	1	1	1	1	1	单位:百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
母公司权益	136	192	705	854	1,055	增长率%					
负债及权益总计	149	210	724	877	1,085	营业收入	49.3%	54.4%	30.9%	31.0%	30.7%
现金流量表						营业成本	57.3%	65.8%	38.8%	31.0%	24.8%
单位:百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E	毛利润	48.9%	53.8%	30.4%	31.0%	31.1%
经营活动现金流	55	63	102	145	196	总费用支出	44.1%	58.4%	38.4%	31.5%	25.0%
净利润	49	72	94	123	167	母公司净利润	56.9%	47.6%	29.3%	31.6%	35.3%
折旧摊销	2	3	5	5	5	利润率%					
财务费用	(1)	(2)	(11)	(16)	(12)	毛利率	94.7%	94.3%	94.0%	94.0%	94.3%
营运资金变动	3	(11)	(25)	(43)	(47)	净利率	33.0%	31.5%	31.1%	31.3%	32.4%
投资活动现金流	(3)	(6)	(143)	(39)	(0)	营运指标					
投资兑现现金流	1	2	0	0	0	流动比率	11.33	12.00	32.0	30.8	29.9
资本支出	3	7	53	0	0	速动比率	11.19	11.81	31.73	30.55	29.58
投资与并购支出	0	0	90	39	0	资本回报					
筹资活动现金流	(6)	(16)	406	(10)	(12)	每股收益	1.23	1.81	1.75	2.31	3.12
吸收投资融资	0	0	415	0	0	每股自由现金流	1.29	1.43	-0.76	2.00	3.68
现金流净增加	46	41	365	96	184	每股净资产	3.40	4.81	13.21	16.01	19.77
期初现金	76	122	163	529	625	ROE	36.0%	37.6%	13.3%	14.4%	15.8%
期末现金	122	163	529	625	809	ROIC	106.6%	155.5%	24.7%	32.5%	44.0%

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，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

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