

政府补贴和利息收入增厚盈利，房产热销导致地产广告投放减少

投资要点:

1. 事件

三六五网发布四季度业绩预告，全年盈利 9403 万元-10488 万元，同比增长 30% 至 45%。扣非净利润预计为 7792 万元到 8500 万元，同比增长 10%~20%。其中，政府补贴 800-1000 万元，利息收入 800-1000 万元。

四季度单季，取预测区间中值计算，净利润同比增长 62.9%；扣除政府补贴，净利润同比增长 24%；扣除利息，净利润同比增长 13%。基本符合市场预期，但同三季度，内生性增长较 2011 年超 40% 同比增长放缓。

2. 我们的分析与判断

(一) 房子好卖，就不用打广告了

公司主营业务植根于南京房地产市场，地域性较强。2012 年 12 月南京楼市新房成交 6618 套，同比上涨达 68.9%。南京地区全年新房成交量同比上涨了九成，二手房则上涨了四成。四季度房地产成交量同比持续上涨，购房需求被激发出来。房子好卖了，就不用打广告了，是公司内生增长不及地产成交量上涨幅度原因。

(二) 南京本地，地产网络广告竞争加剧

在公司外地扩张战略取得盈利的进展前，南京地区的地产网络广告是公司的主要盈利来源。但从年底观测到数据显示，公司主页新房广告数量与其他网站的差距正逐步减小，公司南京地区龙头地位正受到挑战。

(三) 异地扩张摊薄公司利润率，持续到 2013 年底

由于异地扩张和扩大招聘员工的初期成本，会在地外四分站产生实质盈利之前，持续摊薄公司的利润率。这一不利影响预期会持续到 2013 年年底。

3. 估值、投资建议与主要风险

公司股价近期从 12 月出低点上涨 74%，主要受地产板块上涨和高送配传闻带动，加上南京地区新房与二手房成交量四季度持续上涨消息刺激导致，与经营基本面无关。

考虑到公司异地扩张业务，今年内无法贡献利润，南京本地与搜房，焦点地产等公司竞争加剧，我们把对公司评级，从“推荐”下调至“谨慎推荐”。将 2012 和 2013 年 EPS 预测从 1.75/2.31 元，调整到 1.87/2.21 元。对应当前股价 2012 年与 2013 年 PE 分别为 31.58 倍和 26.66 倍。

主要风险: 2013 年上半年新盘推盘量下降；新房广告业务竞争加剧；异地扩张慢于预期

后续股价催化剂: 二手房业务增长超预期；政策导致地产交易市场适度牛皮

三六五网 (300295.SZ)

谨慎推荐 下调评级

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

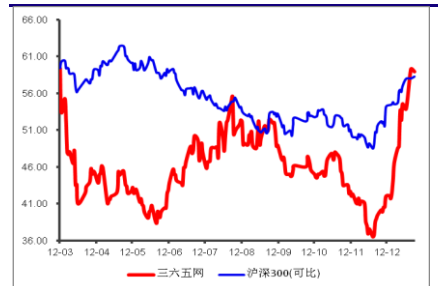
☎: (8610) 6656 8865

✉: huangchi@chinastock.com.cn

市场数据 时间 2013.01.08

A 股收盘价 (元)	58.95
A 股一年内最高价 (元)	61.48
A 股一年内最低价 (元)	35.30
上证指数	2285.36
市净率	5.12
总股本 (亿股)	0.53
实际流通 A 股 (万股)	0.11
A 股总市值 (亿元)	31.4
A 股流通市值 (亿元)	6.3

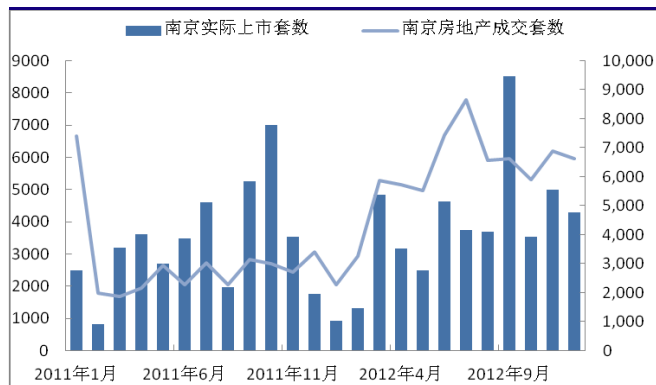
三六五网与沪深 300 股价走势图



(一) 房子好卖了，地产商就不用打广告了

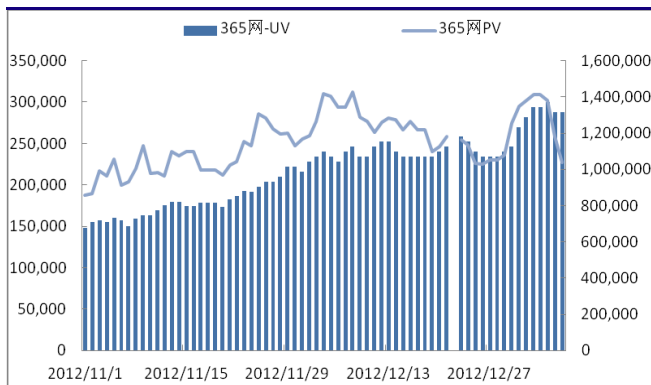
公司主营业务植根于南京房地产市场，地域性较强。2012年12月南京楼市新房成交6618套，同比上涨达68.9%。南京地区全年新房成交量同比上涨了九成，二手房则上涨了四成。四季度房地产成交量同比持续上涨，购房需求被激发出来。房子好卖了，就不用打广告了，是公司内生增长不及地产成交量上涨幅度原因。

图 1: 南京地区地产月推盘量与成交量



资料来源：南京网上房地产，中国银河证券研究部

图 2: 三六五网访问量四季度大幅提升



从南京网上房地产(官方信息发布渠道)上数据看到，南京地区新房推盘量9月份达到8521套峰值，四季度维持在4000套-5000套左右地位。开发商捂盘导致市场均价上涨，刺激了交易量维持在9月6500套左右的高位。另外，从三六五网用户访问量增长也能看出，买房人数的扩大。三六五网用户访问量月环比上升26.3%，浏览量月环比下降22.9%。

而从我们统计365网首页新房广告的数量来看，4季度新房广告投放数量，从十一前后开发商冲量投放的高点一路下滑。这充分证明四季度南京地产市场已经变成一个卖方市场，广告投放动力当然不足。

图 3: 365 网首页新房广告数量



资料来源：中国银河证券研究部

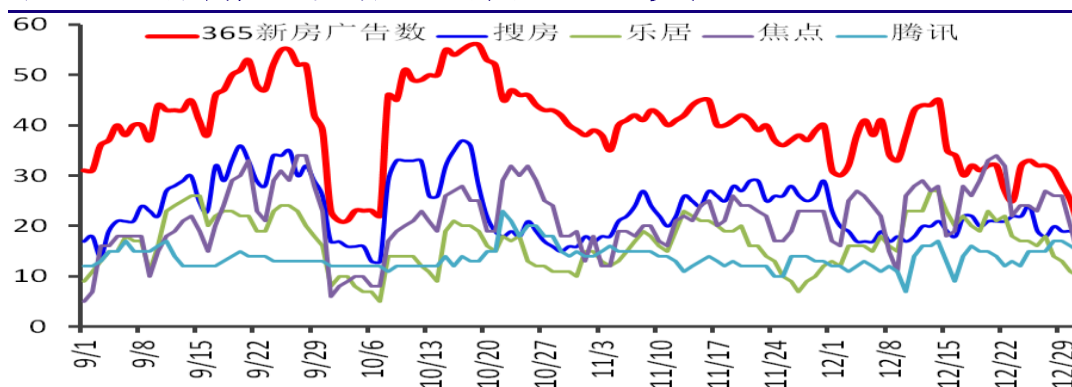
(二) 南京本地，地产网络广告竞争加剧，区域龙头地位受挑战

在公司外地扩张战略取得盈利的进展前，南京地区的地产网络广告是公司的主要盈利来源。

年中有报道，搜房网将北京地区负责人调至南京分站负责本地扩张。可以看出，对南京三六五网这个地区龙头，搜房网等巨头都十分看重。

从年底观测到数据显示，公司主页新房广告数量与其他网站的差距正逐步减小，公司南京地区龙头地位正受到挑战。

图 3: 365 网首页新房广告数量与其他网站南京分站差距正逐步减小



资料来源: 中国银河证券研究部

(三) 异地扩张摊薄公司利润率，持续到 2013 年底

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。这一不利影响预期会持续到 2013 年年底。

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，CFA，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

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