

三五五网 (300295.SZ)

互联网络行业

评级: 增持 维持评级

公司研究

市价(人民币): 51.83元

目标(人民币): 56.00元

长期竞争力评级: 等于行业均值

#### 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	24.66
总市值(百万元)	27.65
年内股价最高最低(元)	60.79/36.50
沪深300指数	2542.80



#### 相关报告

1. 《老城收入增速趋缓,期待新城有所突破》, 2013.4.14
2. 《业绩略超预期,关注广告加速转移时间点》, 2013.2.5
3. 《业绩符合预期,淡季蛰伏,以待来年》, 2012.10.25

张燕

联系人  
(8621)60893126  
zhang\_yan@gjzq.com.cn

程兵

分析师 SAC 执业编号: S1130511030015  
(8621)61038265  
chengb@gjzq.com.cn

## 房产网络广告景气度向好, 关注公司新城扩张

#### 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	1.808	1.899	2.245	2.877	3.815
每股净资产(元)	4.81	12.64	11.97	14.14	17.06
每股经营性现金流(元)	1.58	2.04	1.54	2.19	2.97
市盈率(倍)	N/A	28.39	23.08	18.02	13.59
行业优化市盈率(倍)	58.15	60.55	79.41	79.41	79.41
净利润增长率(%)	47.55%	40.04%	18.26%	28.11%	32.61%
净资产收益率(%)	37.61%	15.03%	15.00%	16.27%	17.88%
总股本(百万股)	40.00	53.35	53.35	53.35	53.35

来源: 公司年报、国金证券研究所

#### 投资逻辑

- **2013-14 年行业将迎来以二、三线城市为主的房产广告线下到线上的加速转移。** (1) 房产网络广告投放费用仅 28 亿, 占整体房产广告投放额的 8% (2011 年 339 亿), 且以一线城市为主 (仅搜房在北京/上海的收入 8 亿元); (2) 2012 年我国已有 8 个省份互联网普及率超过 50%, 房产网站用户月度覆盖人数从 10 年的 8000 万跃升至 1.3 亿; (3) 2012 年销售出现回暖, 新开工在 2013 年也开始回暖; (4) 12 年房产网络广告行业增速下滑至 2%, **2013Q1 房产网络广告累计增速为 28%**。
- **短期房地产行业景气度决定房产网络广告收入弹性:** (1) “国五条”新政长期抑制二手房, 对新房影响有限, 短期刺激新房销售加速; (2) 销售领先新开工 6-9 个月, 新开工领先房产网络广告 2-4 个月, 国金地产研究员曹旭特预计 **2013 年新开工累计增速 7% (-7.3%)**。
- **搜房网研究:** (1) 2013Q1 收入同比增长 55%, 净利润增长 95%, 其中网络营销、分类信息、电子商务分别同比增长 4.4%、145%、119%; (2) 受“国五条”影响, 二手房业务 (分类信息) 一季度猛增, 网络营销确定性回暖, 电商发展依旧较快; (3) **公司已布局 314 个城市, 将是未来二、三线城市房产网络广告转移进程中最大受益者;** (4) 边际成本递减效应明显, 毛利率、营业利润率逐季度回升。
- **公司看点:** (1) 原有老城收入有所趋缓, 增速需关注下游房地产景气度, 此外, 南京主站平均提价 **10%左右**, 将在后续季度有所体现; (2) 关注新拓展西安、重庆、沈阳三城: 重庆市场 2 倍于南京, **1-2 城的成功即可带来业绩翻倍**, 若房产网络广告行业和下游房地产行业景气度带来新城收入超预期, 成本刚性, 有望带来业绩超预期; (3) 随着城市的增多, 边际成本递减效应凸显, 业绩逐季增厚。

#### 盈利预测及投资建议

- 我们预计 2013-2015 年公司的净利润分别为 1.20 亿、1.53 亿、2.04 亿, 同比增速为 18%、28%、33%, EPS 分别为 2.24、2.88、3.81 元; 给予公司 2013 年 25 倍 PE, 目标价 56 元, 维持“增持”评级。

#### 风险

- 下游房地产景气度, 小非解禁。

## 内容目录

公司概况：网络广告为主，关注房地产及新扩张区域 .....	5
2010 年：房产广告迎来以北京/上海为主的线下到线上加速转移 .....	5
行业：长期趋势向上，短期受下游房地产扰动 .....	6
长期逻辑：二、三线城市房产广告线下向线上加速转移，趋势向上 .....	6
短期影响：房地产扰动房产网络广告增速，新政对新房影响有限 .....	8
竞争格局：地域性特征明显，尚处发展初期，行业空间较大 .....	10
案例研究：搜房网成长路径探析 .....	11
公司概况：垂直房产网站先驱，风投鼎力相助加速扩张 .....	11
收入：未来将受益于二、三线城市房产广告线下到线上的转移 .....	14
成本：边际成本递减效应明显，毛利率、营业利润率逐季回升 .....	15
公司对比分析 .....	17
对比分析：新城收入有望提升边际成本递减效应，业绩逐季增厚 .....	17
内生增长：增速有所趋缓，未来关注下游房地产行业景气度 .....	19
对外扩张：2013 年关注西安、重庆、沈阳三站可否超预期发展 .....	20
盈利预测及投资建议 .....	22
附录：三张报表预测摘要 .....	23

## 图表目录

图表 1：三六五网收入、利润驱动因素分析 .....	5
图表 2：2010 年房产网络广告行业增速高达 121% .....	6
图表 3：2009 年房产网站月度覆盖人数出现跃升 .....	6
图表 4：09 年北京、上海、广东互联网普及率超过 50% .....	6
图表 5：09 年销售火爆，新开始回暖 .....	6
图表 6：房产广告投放额及增速 .....	7
图表 7：我国广告投放前 6 大行业 .....	7
图表 8：2010 年各类网络广告增速 .....	7
图表 9：2007-2011 年搜房网北上广深收入占比 .....	7
图表 10：2007-2011 年搜房网北京/上海收入及增速 .....	8
图表 11：2007-2011 年搜房网广州/深圳收入及增速 .....	8
图表 12：2011 年我国所有省份互联网普及率 .....	8
图表 13：房地产行业主要指标传导关系 .....	9
图表 14：商品房销售领先新开工 6-9 个月 .....	9
图表 15：新开工与房产网络广告累计增速基本同步 .....	9
图表 16：新开工单月增速领先房产网络广告 2-4 个月 .....	9
图表 17：商品房销售单月增速领先房产网络广告 .....	9

图表 18: 房产网络广告月度投放费用及增速.....	10
图表 19: 房产网站广告月度投放费用及增速.....	10
图表 20: 主要房产网站周度总覆盖人数(单位: 万) .....	11
图表 21: 主要房产网站周度总访问次数(单位: 万) .....	11
图表 22: 2010-2012 年房产网站收入格局 .....	11
图表 23: 主要房产网站对比.....	11
图表 24: 2008-2011 年搜房网主营业务收入及增速.....	12
图表 25: 2008-2011 年搜房网营业利润及增速.....	12
图表 26: 搜房网各项业务占比情况.....	12
图表 27: 搜房网网络营销及分类信息业务收入增速.....	12
图表 28: 2008-2011 年搜房网按地区收入分布 .....	13
图表 29: 2008-2010 年搜房网按地区收入分布 .....	13
图表 30: 搜房网上市前各大股东持股比例 .....	13
图表 31: 搜房网上市前各大股东持股比例 .....	13
图表 32: 上市前搜房网扩张过程 .....	14
图表 33: 搜房网主要业务季度累计同比增速.....	15
图表 34: 搜房网主要业务单季同比增速.....	15
图表 35: 搜房网各地收入增速 .....	15
图表 36: 上海新开工面积累计增速.....	15
图表 37: 2006-2013Q1 搜房网各业务占比 .....	15
图表 38: 房产网络广告和搜房网网络营业业务收入增速.....	15
图表 39: 2005-2012Q3 搜房网毛利率 .....	16
图表 40: 2005-2012Q3 搜房网营业利润率 .....	16
图表 41: 2005-2012Q3 搜房网销售费用率 .....	16
图表 42: 2005-2012Q3 搜房网管理费用率 .....	16
图表 43: 搜房网单季度营业收入及增速.....	17
图表 44: 搜房网单季度营业利润及增速.....	17
图表 45: 2009-2011 年三六五网按业务收入结构.....	17
图表 46: 2009-2012H1 三六五网按地区收入结构.....	17
图表 47: 2009-2012 三六五网营业收入增速.....	18
图表 48: 2009 年搜房网、三六五网主要地区单城收入.....	18
图表 49: 南京三六五、搜房、乐居广告投放数量 .....	18
图表 50: 南京三六五、搜房、乐居广告投放数量 .....	18
图表 51: 2011-2012 年三六五网单季度收入.....	19
图表 52: 2011-2012 年三六五网单季度净利润 .....	19
图表 53: 2009-2011 年职工薪酬及占比.....	19
图表 54: 2009-2011 年销售员工及管理员工平均收入 .....	19
图表 55: 南京市月度住宅成交套数.....	20
图表 56: 合肥市月度住宅成交套数.....	20

图表 57: 苏州市月度住宅成交套数.....	20
图表 58: 无锡市月度住宅成交套数.....	20
图表 59: 辽宁、陕西、重庆、吉林互联网普及率 .....	21
图表 60: 重庆月度住宅成交套数 .....	21
图表 61: 长春月度住宅成交套数 .....	21
图表 62: 西安月度住宅成交套数 .....	21

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

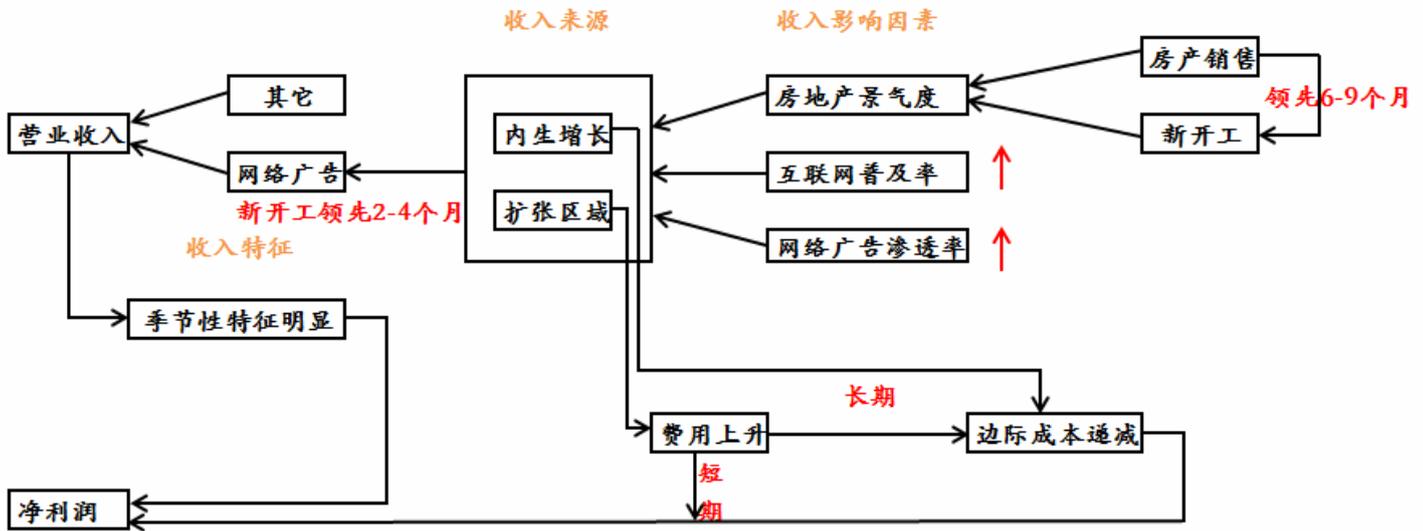
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

公司概况：网络广告为主，关注房地产及新扩张区域

- 三六五网收入 80%来自房产网络广告，业绩情况需要关注：（1）房地产行业景气度；（2）扩张区域收入、销售和管理费用增长；（3）季节性特征。
- 网络广告来源：（1）内生增长：南京、合肥、芜湖、苏州、无锡、杭州、常州、昆山八城；（2）外扩增长：重庆、沈阳、西安三城；（3）排名：南京、合肥、芜湖第一，苏州、无锡第二，杭州第四；（4）占比：南京 50%、合肥 20%、苏州 12%、无锡 8%、其它 10%；（5）未来看内生的合肥、芜湖、苏州、无锡和外扩区域。
- 网络广告影响因素：（1）互联网普及率：持续提升；（2）房产网络广告渗透率：二、三线城市很低；（3）房地产行业景气度：销售领先新开工 6-9 个月，新开工领先网络广告 2-4 个月；（4）互联网普及率和二、三城市广告渗透率决定行业增速稳定，房地产行业景气度决定短期房产网络广告弹性高度。
- 房产网络广告特征：（1）收入逐季度递增；（2）城市增多，收入逐季度递增更加明显。
- 成本分析：（1）毛利率稳定：提供无形网络营销，毛利率维持稳定；（2）费用率：扩张新城短期导致销售和管理费用上升较快，长期和已达到盈亏平衡的区域一样，边际成本递减；（3）营业外收入：政府补助。
- 净利润影响因素：（1）收入：房地产行业景气度和外扩区域发展；（2）销售+管理费用率：人员成本增加；（3）长期城市增多，边际成本递减，季节性特征会更加明显。

中国价值投资网 最多  
www.jztzw.net

图表1：三六五网收入、利润驱动因素分析



来源：国金证券研究所

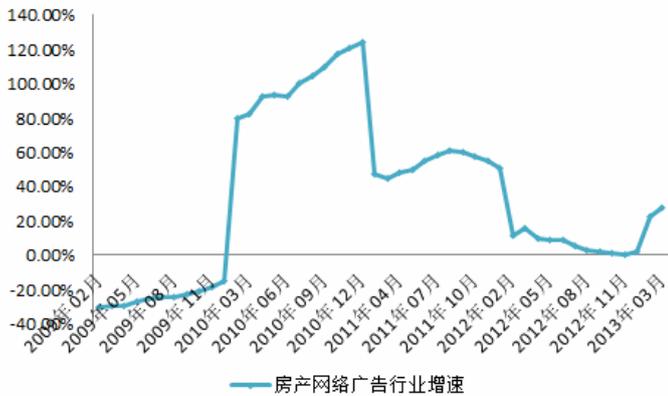
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

2010 年：房产广告迎来以北京/上海为主的线下到线上加速转移

- 纵观房产网络广告行业历史，2010 年出现了 121%的高增长，09 年我们发现相关行业有如下特征：（1）房产网站月度覆盖人数从 08 年的 3000 万跃升至 6000 万，互联网普及率超过 50%的有北京、上海、广东；（2）房地产销售异常火爆，新开工也已经回暖；（3）09 年房产网络广告行业

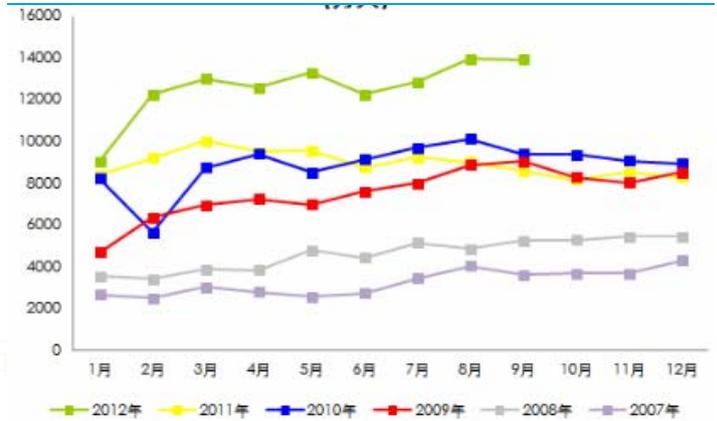
增速触底为-15%。2012年相关行业出现和09年类似的特征，且2013Q1房产网络广告已开始触底反弹，我们判断2013-14年行业将迎来以二、三线城市为主的房产广告线下到线上的加速转移。

图表2: 2010年房产网络广告行业增速高达121%

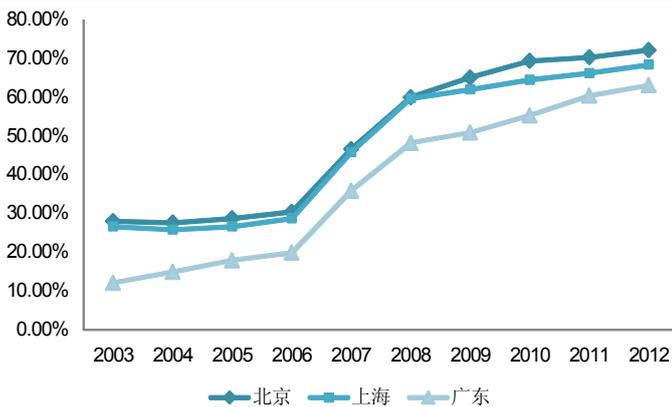


来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

图表3: 2009年房产网站月度覆盖人数出现跃升

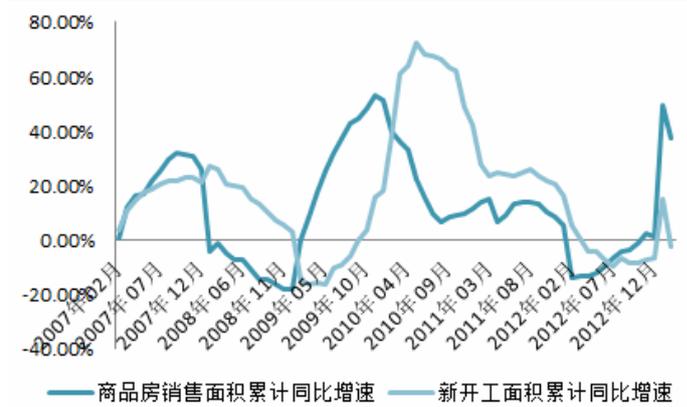


图表4: 09年北京、上海、广东互联网普及率超过50%



来源: CNNIC, 艾瑞咨询, 国金证券研究所

图表5: 09年销售火爆, 新开开始回暖



### 行业: 长期趋势向上, 短期受下游房地产扰动

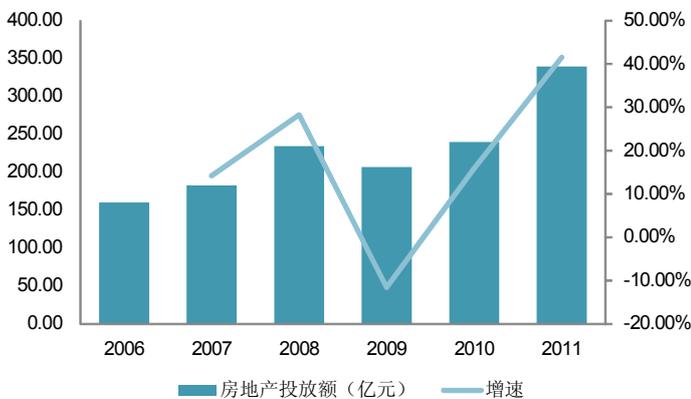
#### 长期逻辑: 二、三线城市房产广告线下向线上加速转移, 趋势向上

- 房地产为我国广告投放最大的行业, 目前也仅是北京上海等一线城市完成了部分转移, 二、三线城市的网络广告投放还相对空白, 部分城市的互联网普及率已具备加速转移的条件, 未来几年预计会迎来第二波转移行情。
- 2011年我国房产广告投放额达到339亿元, 位居所有行业首位, 房产网络广告投放费用(小于广告收入)仅25亿, 占房产广告投放额的8%, 且以一线城市为主。据搜房网披露, 其2011年在北京/上海的收入为8亿元, 如果考虑搜狐焦点、新浪乐居等在北京(和焦点、乐居三分天下)、上海(搜房网独大)的收入, 那二、三线城市仅贡献少量收入。
- 2010-2012Q3年房产网络广告行业增速分别为121%、40%、2%, 这并非表明行业增速开始趋缓, 原因在于一线城市线下线上转移基本结束, 且2011年受到地产调控影响, 二、三线城市大规模转移还未开始。以搜房网为例, 09-11年北京/上海增速分别为40%、71%、

20%；广州/深圳增速分别为 15%、70%、79%、其它所有城市增速分别为 9.2%、84.58%、79%，房产广告转移是从北京/上海——广州/深圳——其它城市。

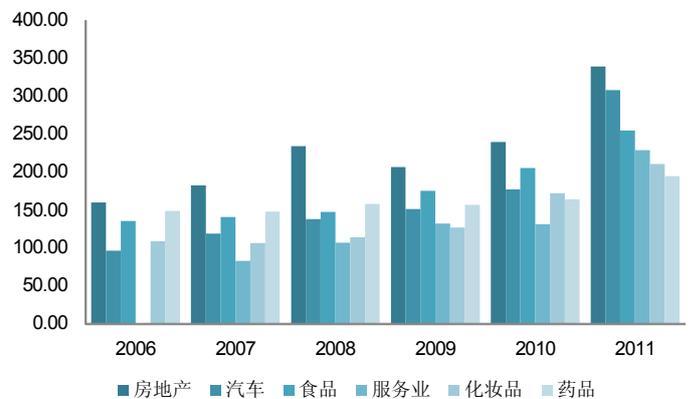
- 房产广告要想实现从线下到线上的加速转移，基本条件就是互联网普及率足够高，2012 年我国互联网普及率达到 42.10%，北京、上海、广东位居前三，超过 63%。结合收入增速和互联网普及率来看，北京/上海的收入增速 08 年开始加快，广州、深圳从 10 年开始，07 年北京、上海的互联网普及率分别为 46.60%、45.80%，09 年广东的互联网普及率为 51%，我们基本可以认为，45%的互联网普及率是一个地区房产广告具备加速转移的条件，2012 年我国已有 8 个省的互联网普及率超过 50%，从房产网站月度覆盖人数也可以看出，2012 年又一次出现大的跃升，为未来的转移奠定了基础。
- 2012 年房地产销售与往年相比有所好转，可预见 2013 年营销开支将会加大，我们判断未来几年行业会迎来以二、三线城市为主的第二波房产广告转移行情。

图表6: 房产广告投放额及增速

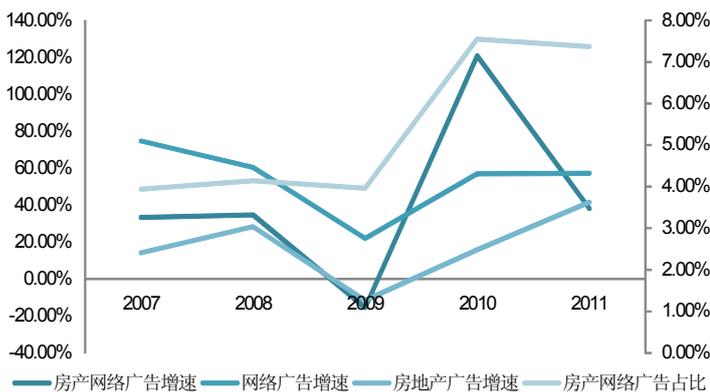


来源: 艾瑞咨询, 传媒蓝皮书, 国金证券研究所

图表7: 我国广告投放前6大行业

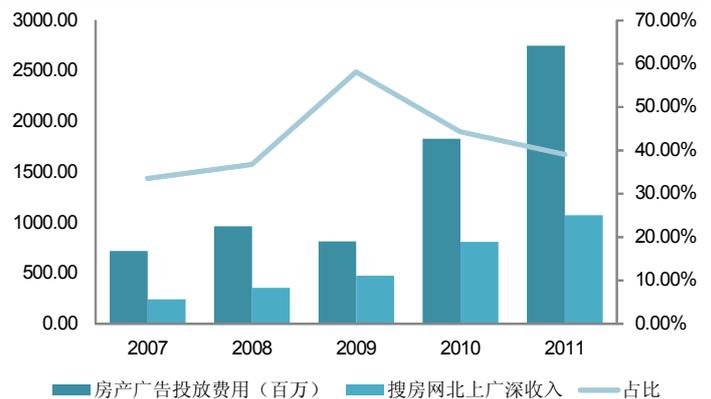


图表8: 2010 年各类网络广告增速

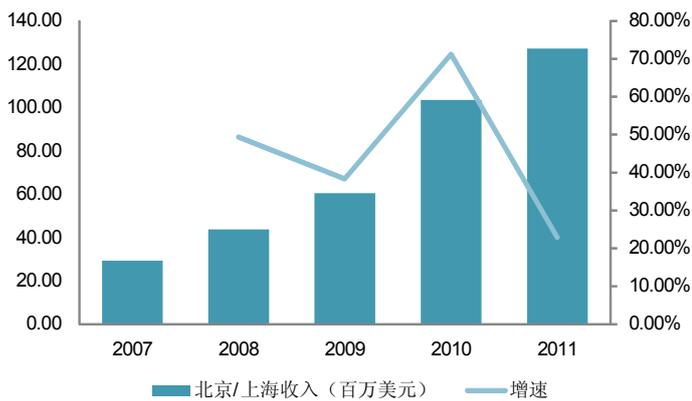


来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

图表9: 2007-2011 年搜房网北上广深收入占比



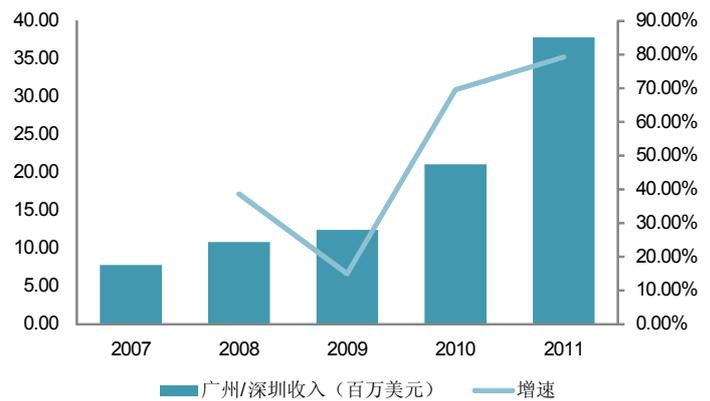
图表10: 2007-2011年搜房网北京/上海收入及增速



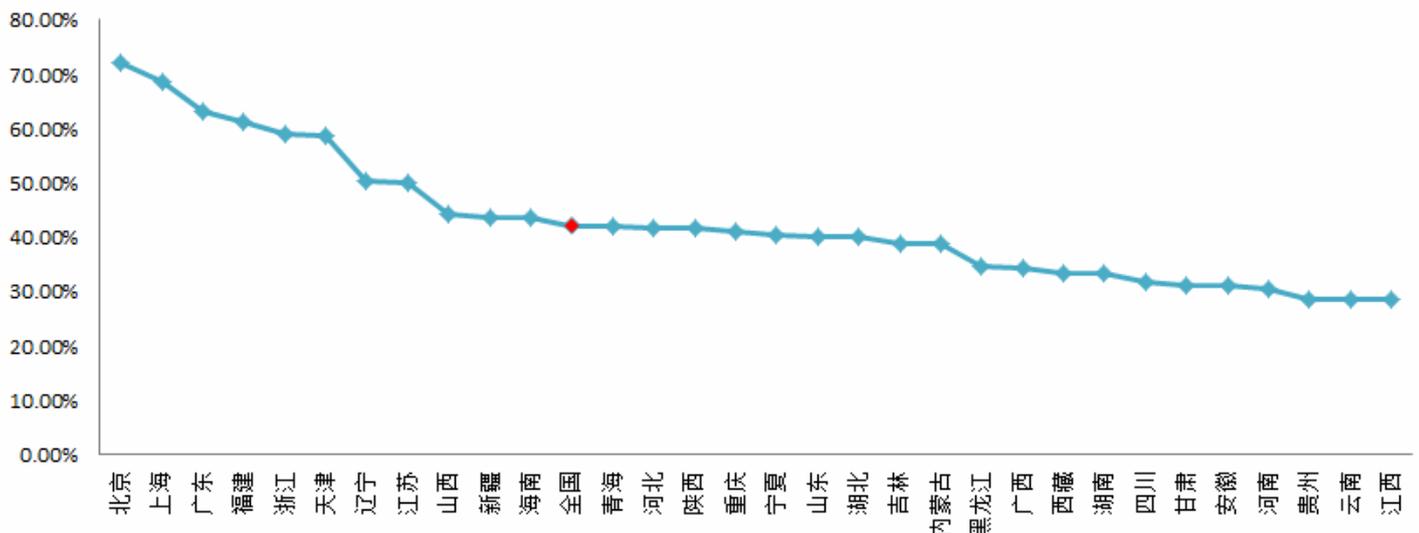
来源: 搜房网年报, 国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

图表11: 2007-2011年搜房网广州/深圳收入及增速



图表12: 2011年我国所有省份互联网普及率



来源: CNNIC, 国金证券研究所

**短期影响: 房地产扰动房产网络广告增速, 新政对新房影响有限**

- 我们认为房产广告向网络转移是长期逻辑, 能够保证行业整体增速稳定, 下游房地产决定房产网络广告弹性, 新政对新房影响有限。几项重要指标的关系表现为: 商品房销售领先新开工约 6-9 个月, 新开工领先房产网络广告 2-4 个月, 国金地产研究员曹旭特预计 2013 年新开工累计增速为 7%。
  - 房地产行业两个重要的指标为商品房销售和新开工, 两者之间的关系为商品房销售领先新开工约 6-9 个月。单纯从销售和新开工每年的表现来看, 销售最好的月份为 5、6、9、10 月, 新开工集中在上半年, 相对较好的月份为 2、3、5、6 月。在销售回暖的情况下, 房产销售领先新开工是因为销售变好会加大之前新开项目的施工进度, 调整新开工计划, 之后竣工量会先上来, 新开工开始上升。
  - 从以往的数据来看, 新开工又领先房产网络广告 2-4 个月 (单月增速), 黄金期出现在 8-12 月。新开工和预售之间根据各地的条件不同有所不同, 3-9 月不等, 房产广告的投放主要是针对新房, 销售回暖会刺激广告投放, 而新开工回升则会提升房产广告投放量的高度。因

此销售出现回暖时我们就应该开始关注房产网络广告，当新开工出现回升时，房产网络广告的快速增加开始确定。国金地产研究员曹旭特预计2013年新开工累计增速为7%（2012年为-7.3%）。

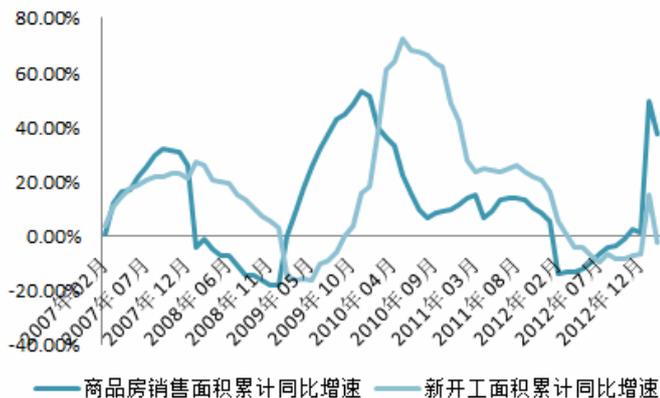
- 通过数据图可以看出：房产网络广告走势和房产销售趋势较为一致，但向上的弹性远远高于房产销售，向下的弹性却小于房产销售。
- “国五条”新政抑制二手房，长期来说对新房也会产生一定的抑制作用，但幅度有限，短期反而刺新房销售加速。

图表13: 房地产行业主要指标传导关系



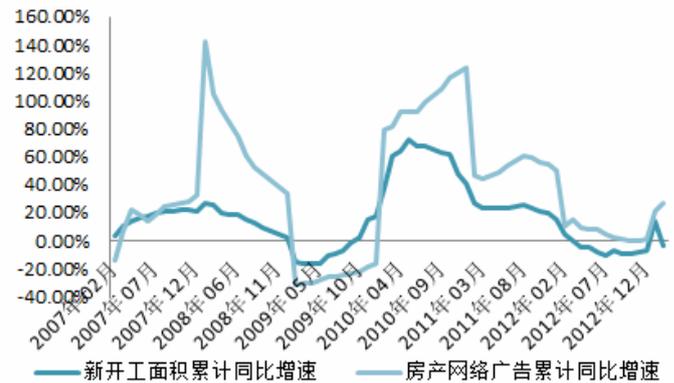
来源：国金证券研究所

图表14: 商品房销售领先新开工 6-9 个月



来源：国家统计局，艾瑞咨询，国金证券研究所

图表15: 新开工与房产网络广告累计增速基本同步



图表16: 新开工单月增速领先房产网络广告 2-4 个月

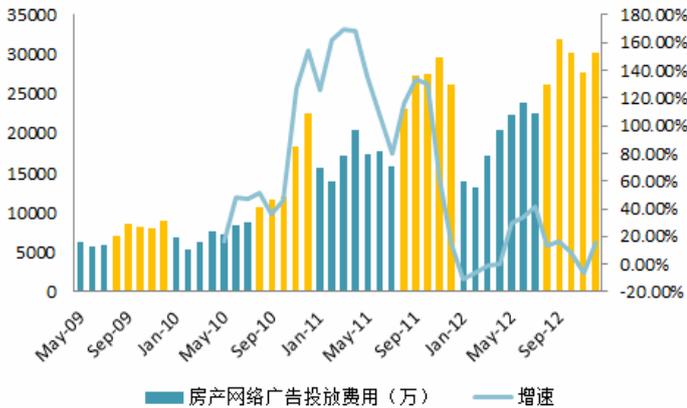


来源：国家统计局，艾瑞咨询，国金证券研究所

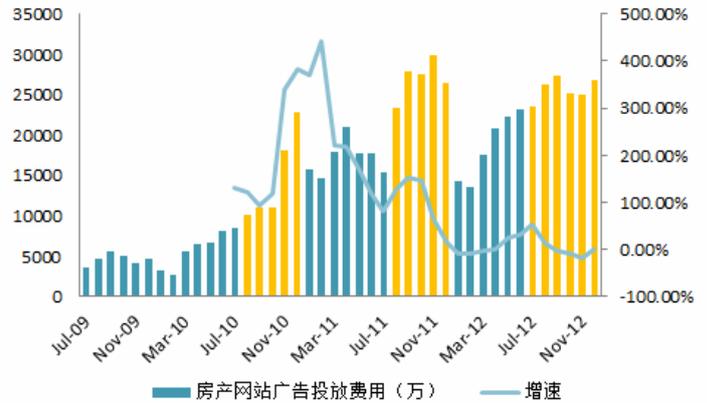
图表17: 商品房销售单月增速领先房产网络广告



图表18: 房产网络广告月度投放费用及增速



图表19: 房产网站广告月度投放费用及增速



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

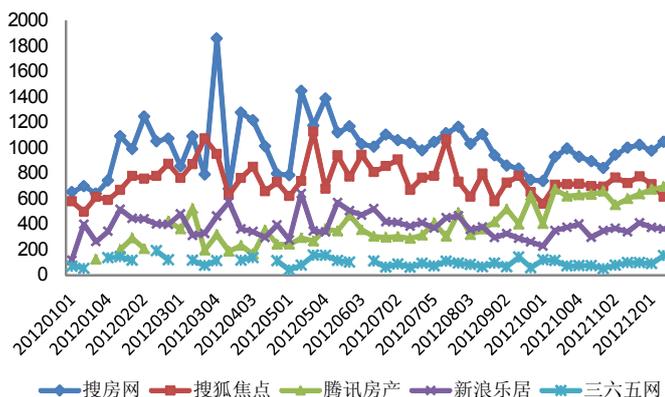
www.jztzw.net

**竞争格局: 地域性特征明显, 尚处发展初期, 行业空间较大**

- 房产网站地域性强, 差异大, 用户粘性低, 全国独大格局很难形成, 在今后行业的快速发展中所有公司都有望受益。
  - 房产网站从 1998 年就开始出现, 但受制于互联网普及率不高、公众接受度低等原因, 在 2006 年之前都发展较为缓慢, 2010 年迎来第一波以一线城市为主的线下到线上转移, 至今第二波大转移潮还没有出现, 仍有高成长空间。
  - 目前房产网站较多, 全国性的主要有搜房网、搜狐焦点、新浪乐居、腾讯房产、三六五网, 搜房和三六五同属垂直类房产网站, 焦点、乐居、腾讯房产依托门户网站起家, 收入结构均以新房网络广告为主。综合类房产网站最大的优势在于多渠道发展用户, 而垂直类房产网站最大的优势在于专业性强, 主打精细化服务。
  - 根据 CNNIC 的统计, 搜房网覆盖人数和访问次数都稳居第一, 焦点紧随其后, 腾讯房产有加速超越乐居的趋势, 三六五网与前几大房产网站相比落后较多, 覆盖人数和访问次数相对稳定。
  - 大部分互联网企业均有一家独大潜质, 但房产网站有其自身独特的性质, 地域性强, 差异性大, 拓展一个区域就一定有人力投入, 少则 30 人, 多则百人, 否则很难在当地取得成功, 此外房产网站的用户粘性也远低于其它网站, 短期内全国独大格局很难形成。搜房网总员工数 7000 多人, 覆盖城市 314 个, 三六五网总员工 1000 多人, 覆盖城市 11 个, 因此大部分城市搜房也还没有进入, 据搜房网年报披露, 其收入基本来自北京、上海、广州、深圳、武汉、重庆、南京、杭州等 12 个城市。
  - 对于扩张新城, 搜房、焦点、乐居等因为品牌和先发优势一定能够博得头筹, 但整个行业还有非常大的空间, 我们认为所有公司都会在行业的大趋势中受益。

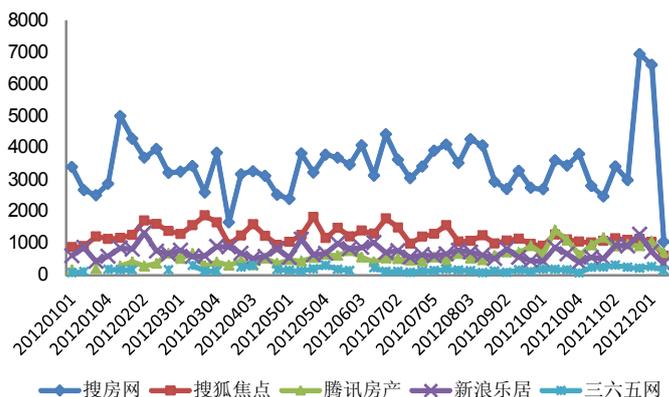
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

图表20: 主要房产网站周度总覆盖人数(单位: 万)

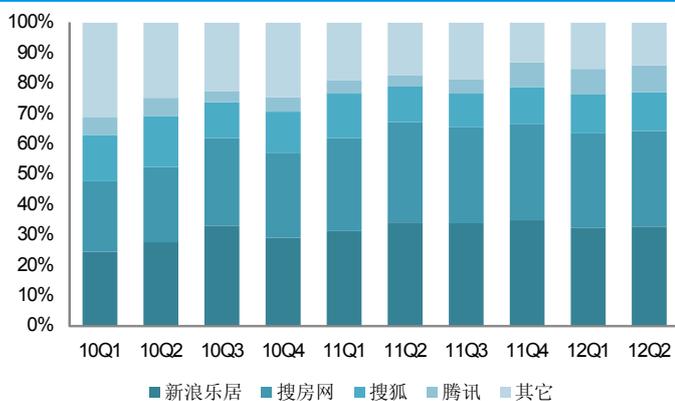


来源: CNNIC, 国金证券研究所

图表21: 主要房产网站周度总访问次数(单位: 万)



图表22: 2010-2012 年房产网站收入格局



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

图表23: 主要房产网站对比

	新浪乐居	搜狐焦点	搜房网	三六五网
成立时间	1998	1999	1999	2006
业务起源地	北京	北京	北京	南京
平台类型	依托综合门户网站	依托综合门户网站	垂直类专业网站	垂直类专业网站
服务下游行业	新房和二手房	新房和二手房	新房和二手房	新房和二手房
收入和利润规模较大地区	北京、上海	北京	北京、上海	南京
商业模式策略	快速扩张	快速扩张	快速扩张	谨慎扩张
已设站点	120	71	314	11

### 案例研究: 搜房网成长路径探析

- 搜房网作为首批成立的垂直类房产网站, 既经历了国家历年宏观调控, 又经历了行业发生的历次变迁, 其发展历程极具研究价值, 也会对三六五网今后的发展起到指导意义。

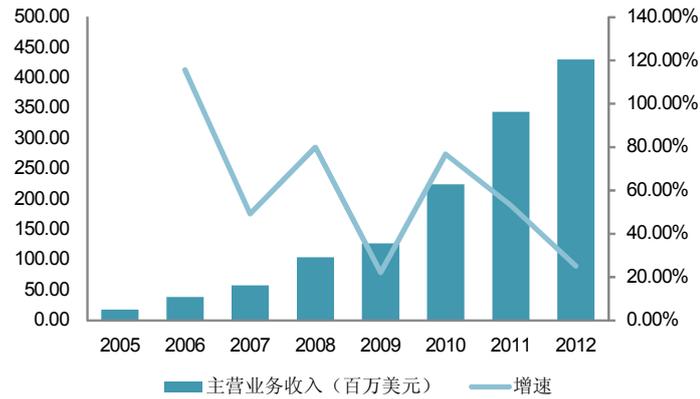
#### 公司概况: 垂直房产网站先驱, 风投鼎力相助加速扩张

- 搜房网成立于 1999 年, 2010 年 9 月 17 日在纽约证券交易所上市, 是全球排名第一的房地产家居网络平台, 拥有 7000 多名员工, 业务覆盖全球 314 个城市及地区, 为房地产和家居行业提供服务。

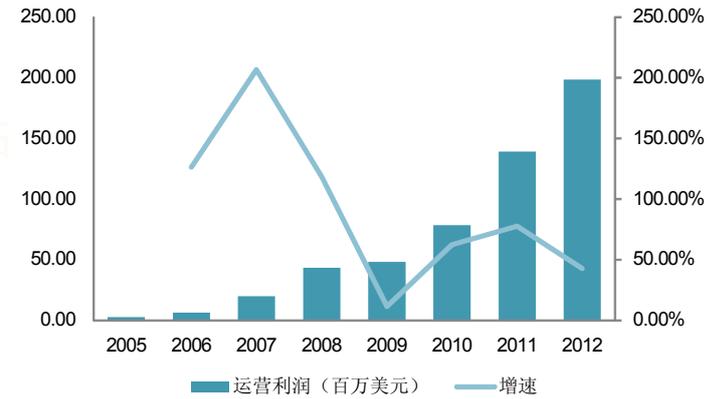
- 旗下拥有四大集团: 搜房新房集团、搜房二手房集团、搜房家居集团、搜房研究集团(中国指数研究院), 业务覆盖房地产家居所有行业: 新房、二手房、租房、别墅、写字楼、家居、装饰装修等。
- 2005 年公司实现营业收入 1800 万美元, 2012 年达到 4.30 亿美元, 复合增速为 57.4%; 2005 年公司实现营业利润 287 万美元, 2012 年达到 1.99 亿美元, 复合增速为 83% (2009、2012 为增速最慢的两个阶段, 后文具体分析)。

- 按业务种类分，搜房网提供的业务有网络营销（主要是新房）、分类信息（主要针对二手房）、电子商务和其它增值，网络营销、分类信息、电子商务占整体收入的 99%。
- 按地区来分，搜房网的收入主要来自于一线城市，2008-2011 年北京、上海、广州、深圳四地的收入分别占整体收入的 52.40%、57.40%、55.50%、48%，尤其是北京、上海两地更是为公司的收入做出了巨大贡献，2008-2010 年的收入占比分别为 42%、47.76%、46%，37%，但数据也显示出一线城市的份额持续下滑，二、三线城市已经开始快速增长。

图表24: 2008-2011 年搜房网主营业务收入及增速

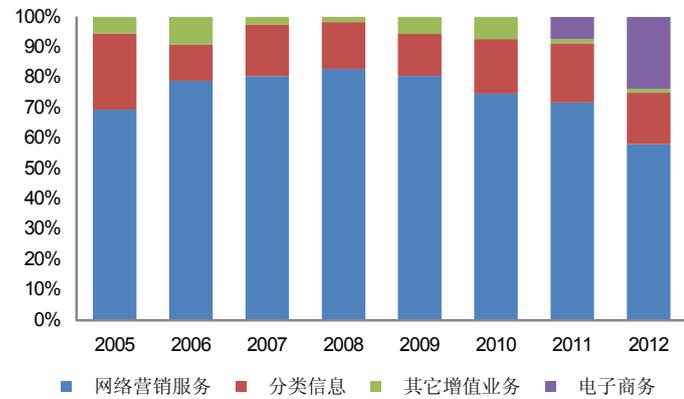


图表25: 2008-2011 年搜房网营业利润及增速



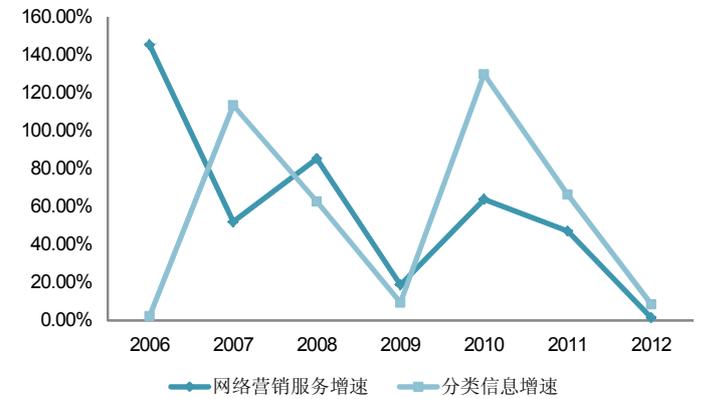
来源: 彭博, 国金证券研究所

图表26: 搜房网各项业务占比情况



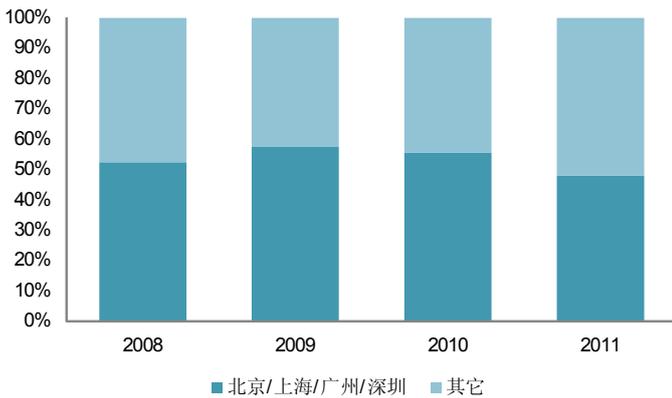
来源: 彭博, 国金证券研究所

图表27: 搜房网网络营销及分类信息业务收入增速

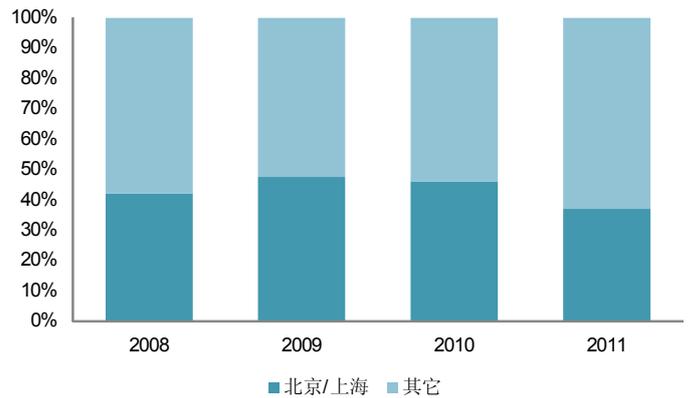


中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

图表28: 2008-2011年搜房网按地区收入分布



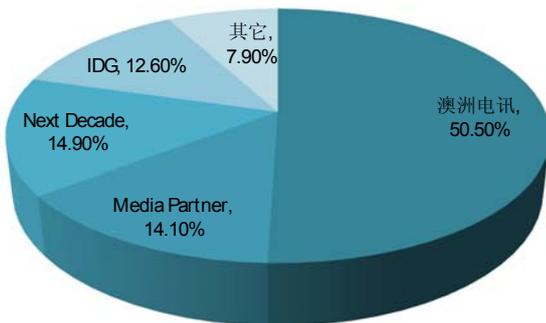
图表29: 2008-2010年搜房网按地区收入分布



来源: 公司公告, 国金证券研究所

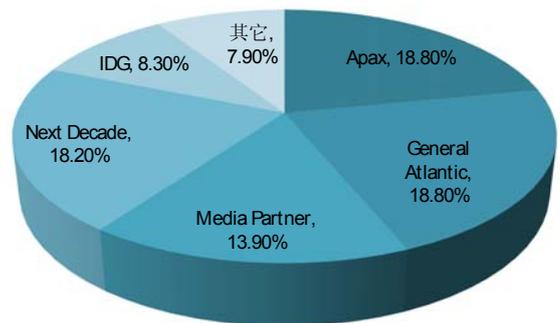
- 搜房网是典型的创业团队和风险资本合作发展壮大的企业, 先后经历了众多知名风投先后投资, 2010年9月登陆美国纳斯达克之后又进一步加快了扩张速度。
  - 美国 IDG 资本、美国高盛(Goldman Sachs)投资银行、法国 Trader Classified Media 分类传媒集团和世界 500 强企业澳大利亚电讯 Telstra 先后投资搜房网。其中来自法国 Trader Classified Media 的 2 亿元人民币的投资和来自澳大利亚电讯 Telstra 20 亿元人民币的投资均是当时中国互联网历史上最大私募投资之一。
  - 正是因为众多风投的鼎力相助, 搜房网采取了野蛮扩张的方式攻城略地, 2008 年年底在我国就已经拓展到 104 个城市, 上市之后更是加快了脚步向二、三线城市拓展, 目前已在 314 个城市设立了站点, 几乎覆盖了我国绝大部分地级市。
  - 搜房网的扩张模式采取的是由一线到二线再到三线城市, 从搜房按地区的收入结构中可以看出, 一线城市是搜房网的中坚力量, 2011 年搜房网四大城市收入均值为 2.62 亿元。

图表30: 搜房网上市前各大股东持股比例



注: 莫天全通过Media Partner和Next Decade持有部分股份, 共占29.3%

图表31: 搜房网上市前各大股东持股比例



注: 莫天全通过Media Partner和Next Decade持有部分股份, 共占32.4%

来源: 互联网, 国金证券研究所

图表32: 上市前搜房网扩张过程

时间	扩张历程
1999年6月	搜房控股成立
第一次: 2001年	北京、上海、深圳、重庆、香港、天津公司成立
第二次: 2004年	杭州、武汉、南京、成都、济南等公司成立
第三次: 2005年	沈阳、青岛、苏州、无锡、常州、南昌、长沙、福州、惠州、东莞、西安、昆明、南宁公司成立
第四次: 2005年	郑州、合肥、厦门、贵阳、石家庄、海南、宁波、温州、太原、长春、哈尔滨、大连、兰州、中山、佛山、昆山公司成立
第五次: 2006年	烟台、唐山、徐州、绍兴、南通、连云港、湛江、扬州、潍坊、呼和浩特公司成立
第六次: 2007年	台州、绵阳、保定、西宁、吴江、丽水、嘉兴、吉林、宜昌、温州等公司成立
第七次: 2008年	搜房扩张至104个城市
第八次: 2011年	扩张到314个城市

来源: 互联网, 国金证券研究所

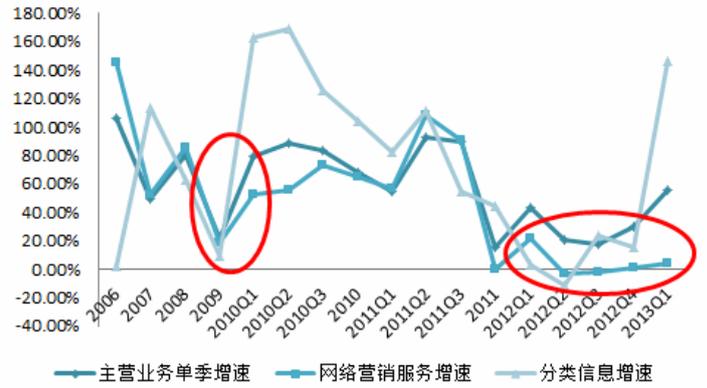
收入: 未来将受益于二、三线城市房产广告线下到线上的转移

- 搜房网作为房产网站的龙头老大, 我们认为在未来二、三线城市广告收入线下线上转移过程中, 将成为行业的最大受益者。
  - 从主营业务收入增速来看, 有两个阶段明显趋缓, 分别是 2009 年和 2012 年, 而从商品房销售面积累计增速来看, 09 年是近几年高点, 2012 年 3 月销售有所恢复, 相关人士认为 09 年是销售太好, 房产商反而不乐意打广告, 2012 年则因为市场太不稳定, 房产商多处于观望状态, 最适合房产广告商生存的环境是房地产市场既不是太好也不是太坏。
  - 分地区来看, 真正引起 2009 年收入下滑的主因是二、三线城市收入增速剧降, 而 2011 年则是因为北京/上海收入下滑。我们认为: 2009 年销售虽好, 但新开工还未明显转好, 北京、上海两地互联网普及率超 50%, 且上海新开工回暖速度提前于全国, 在一定程度上抵御了这种冲击; 其它地区互联网普及率不高, 新开工直到 2010 年才开始慢慢恢复, 受影响较大; 2012 年则是因为北京、上海收入增速开始趋缓, 再加上 2011 年底房地产受到宏观调控销售开始下滑, 到 2012Q3 新开工还未完全恢复, 所以导致了 2012 年成为继 2009 年之后增速最缓的阶段。
  - 分业务来看, 2009 年网络营销服务 (主要是新房业务) 占比高达 81%, 是影响收入下滑的主因, 而到 2011 年年底, 网络营销服务占比下滑到 70%, 分类信息 (主要是二手房业务) 占比达到 20%, 共同影响了 2012 年收入增速趋缓, 2012Q2 分类信息收入单季增速 -12%, 网络营销单季增速 -3%, 单季度营业收入增速仅有 20%, 2012Q3 分类信息开始回暖, Q4 网络营销服务开始转暖, Q4 单季度营业收入增速达到 29.54%, 而 2013Q1 营业收入增速达到 55%, 网络营销服务收入增速为 4.4%。
  - 我们将搜房网的网络信息服务收入增速与房产网络广告投放费用增速做对比发现, 两者趋势一致, 除 2010 年低于行业外, 其余年份均保持了超越或平行于行业的增速。基于前文的逻辑, 我们认为搜房作为龙头老大, 未来将受益于二、三线城市房产网络广告线下到线上的转移。

图表33: 搜房网主要业务季度累计同比增速

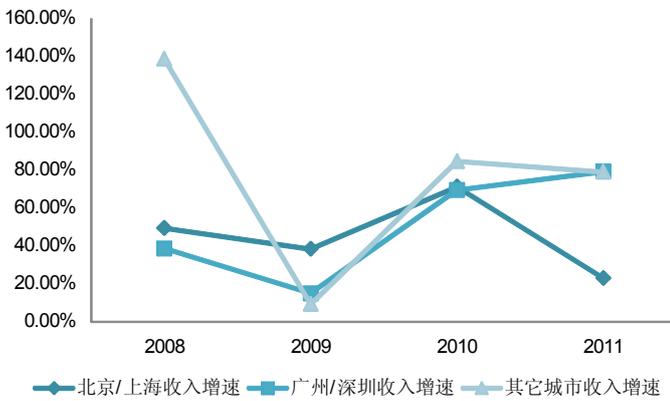


图表34: 搜房网主要业务单季同比增速



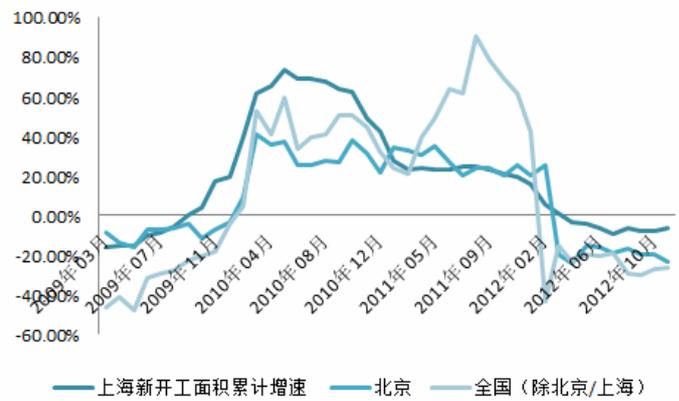
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表35: 搜房网各地收入增速

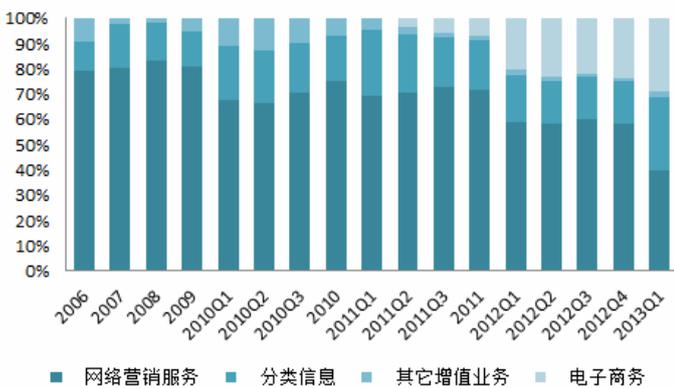


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表36: 上海新开工面积累计增速



图表37: 2006-2013Q1 搜房网各业务占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表38: 房产网络广告和搜房网网络营业业务收入增速



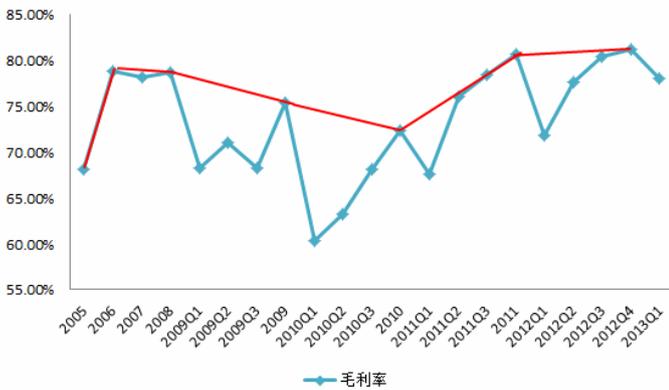
成本: 边际成本递减效应明显, 毛利率、营业利润率逐季回升

- 通过对搜房网几项指标的观测, 由于边际成本递减效应明显, 搜房网毛利率、营业利润率逐季回升, 也可以说, 收入的快速增长抵消掉了因扩张导致的营业成本占比的大幅增加。未来几年搜房网收入仍有望保持高速增长

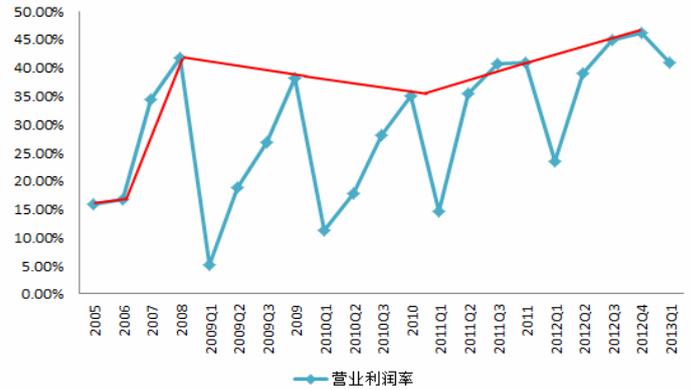
长，对公司的把握我们更强调关注二、三线城市房产广告线下到线上转移的时间点，而非成本的变化。

- 搜房网从成立之初到现在经历了数次大规模的扩张，分别是 2005 年、2008 年、2011-2012 年，扩张了 29 个、44 个、210 个城市。我们通过观察搜房网的毛利率、营业利润率、管理费用率的变化情况，希望从搜房网近些年的快速扩张中发现其成本的变化规律。
- 单从年度毛利率和营业利润率来看，2005-2006、2010 年两阶段较低；销售费用率和管理费用率除了在 2005-2007 年较高外，其余年份维持相对稳定，但四项指标都呈现出较强的周期性特征。通过观察搜房网单季度收入可以明显看出，几项利率周期性变化的主因都是因为收入呈现出明显的周期性特征，Q1-Q4 单季度收入高速增长，边际成本递减；又因行业处于发展期，从 2007 年看来，虽然公司 08 年，10-11 年都进行了大规模扩张，但收入的快速增长抵消了因扩张导致的营业成本占比的大幅增加。
- 行业在未来几年仍面临二、三线城市房产广告从线下到线上的转移，收入仍有望保持高速增长，在对公司的把握上，我们更强调关注这种转移何时发生，而非人员增加导致的成本变化。

图表39: 2005-2012Q3 搜房网毛利率

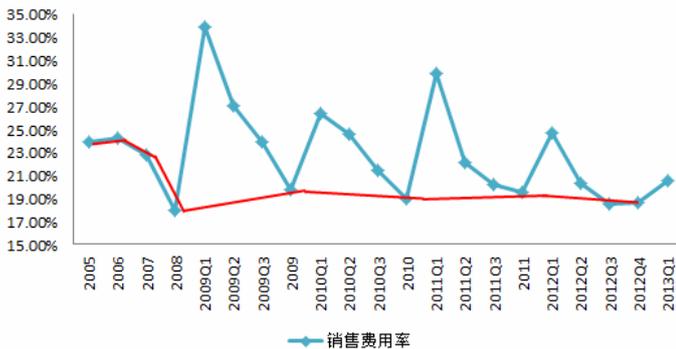


图表40: 2005-2012Q3 搜房网营业利润率

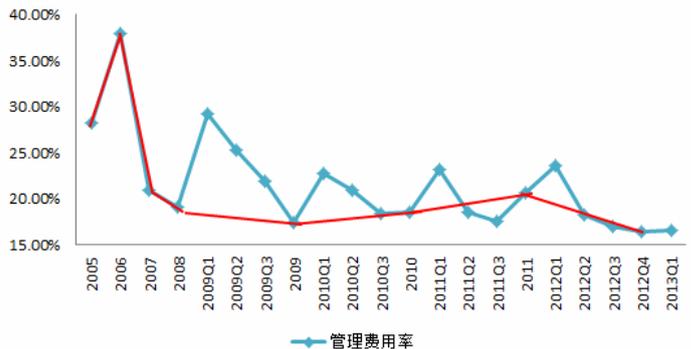


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表41: 2005-2012Q3 搜房网销售费用率



图表42: 2005-2012Q3 搜房网管理费用率

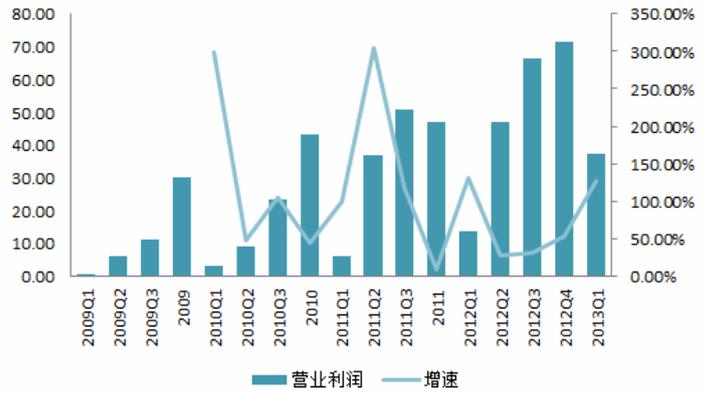


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表43: 搜房网单季度营业收入及增速



图表44: 搜房网单季度营业利润及增速



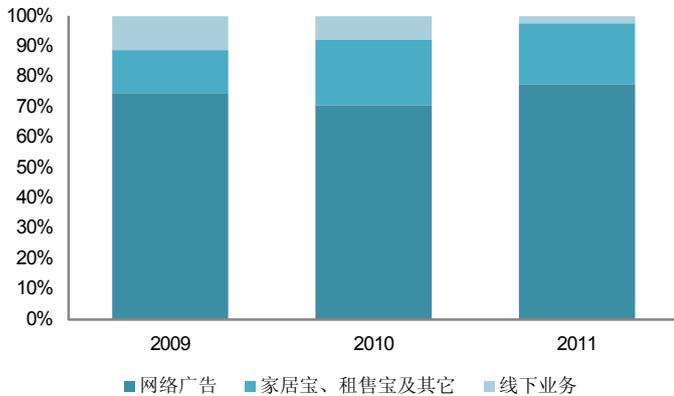
来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 公司对比分析

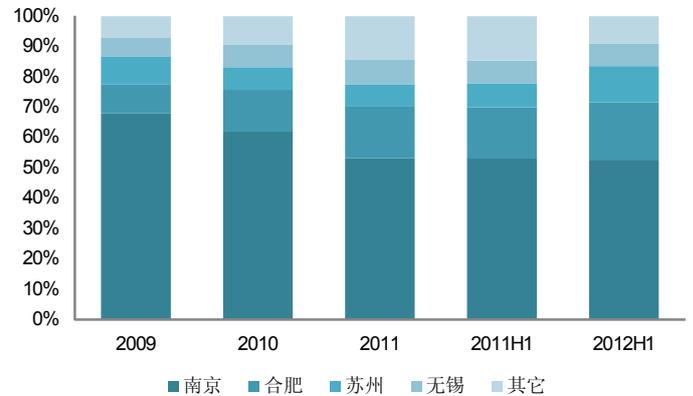
对比分析: 新城收入有望提升边际成本递减效应, 业绩逐季增厚

- 三六五网收入结构和搜房网类似, 有网络广告 (主要来自于新房新房业务) 和家居宝、租售宝及其它 (二手房和咨询业务), 网络广告收入占比高达 78%, 是收入的主要来源; 分地区来看, 上市前三六五网仅覆盖了南京、合肥等长三角附近八城, 2012 年又拓展了西安、重庆、沈阳三城, 总覆盖城市达到 11 个。

图表45: 2009-2011 年三六五网按业务收入结构



图表46: 2009-2012H1 三六五网按地区收入结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

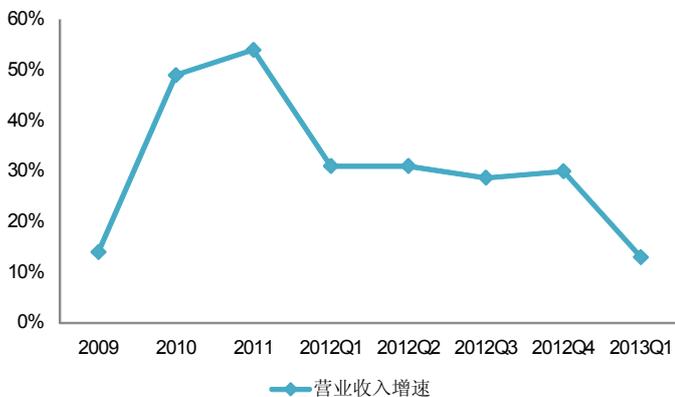
- 三六五网采取从二线到三线的谨慎扩张方式, 而搜房网采取从一线到二线再到三线的野蛮扩张方式, 两种方式决定搜房网是行业的最大受益者, 而三六五网的受益程度取决于所在城市的广告转移进程。

- 三六五网和搜房网同属垂直类房产网站, 收入结构类似, 但两者不同的成长路径也带来了收入的差异性。搜房网于 1999 年在北京成立, 是我国第一批垂直类房产网站, 成立之初到现在, 采取从一线到二线再到三线的野蛮扩张方式, 覆盖 314 个城市; 三六五网于 2006 年在南京成立, 领导人具有当地房产局工作背景, 采取从二线到三线的谨慎扩张方式, 目前仅覆盖 11 城。扩张方式决定搜房网将是行业的最大受益者, 三六五网的受益程度取决于所在城市的发展情况。

- 以营收为例, 三六五网 09 年增速仅为 13.74% (搜房 22%), 10-11 年分别为 49%、54% (77%、53%), 09 年两个公司均因下游房地产受到较大影响, 但搜房当时的收入主要来自于北京/上海, 恢复速度要

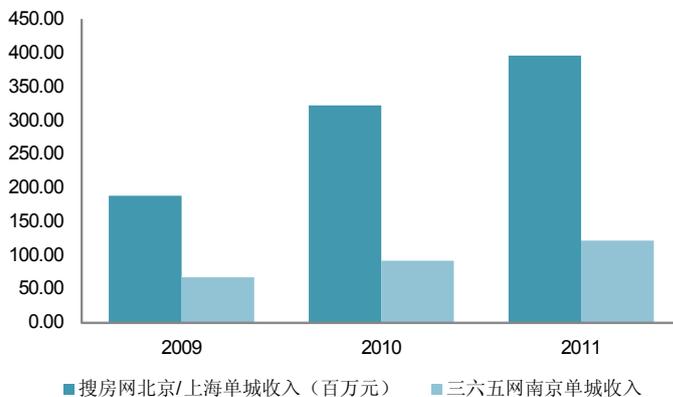
快于全国，2010年搜房网在一线城市的转移过程中成为最大受益者；2012年搜房网网络营销服务增速降至1.3%，三六五网却有30%，在房地产销售较差，新开工还没有完全回暖的情况下，搜房网一线城市收入增速的下滑拖累整体增速，而区域型房产网站三六五网受影响较小。

图表47: 2009-2012 三六五网营业收入增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表48: 2009年搜房网、三六五网主要地区单城收入



图表49: 南京三六五、搜房网、乐居广告投放数量

地区	主要竞争对手
南京	三六五、搜房网、新浪乐居
合肥	三六五、合房网、搜房网
苏州	搜房网、三六五、新浪乐居
无锡	搜房网、三六五、e房网
杭州	搜房网、腾讯房产等
芜湖	竞争对手较少

来源: 互联网, 国金证券研究所

图表50: 南京三六五、搜房网、乐居广告投放数量



■ 我们认为三六五网的毛利率不会出现大幅波动，其它成本只需关注新城扩张过程中人员增加所带来薪酬费用的上涨；此外，随着新城的持续扩张，预计三六五网的收入及净利润周期特征会更加明显，边际成本递减效应也会更大，值得长期关注。

■ 在搜房网的介绍中，我们提到了收入的高速增长抵消了因扩张导致的营业成本占比的快速增加，三六五网的收入及成本的周期性与搜房网相比略弱，我们强调在关注收入的同时需要重视新城扩张过程中人员增加所带来薪酬费用的上涨。

■ 以单季收入来说，搜房网 2010-2011 年下半年比上半年分别环比增加 129%、83%，而三六五网 2011 年下半年比上半年仅环比增长 32%，有一定周期性，但不像搜房网明显，所以其成本的变化也没有出现明显的边际成本递减导致利润率逐季度显著增加，而是和收入表现基本同步。另外需要注意的是，四季度是搜房网单季收入和净利润全年高点，但三六五的四季度单季净利润一般较三季度有大幅下滑，主要是四季度要扣年终奖金所致。

- 主营业务成本中因仅含有网站建设等基础成本不会出现大幅波动，值得关注的是新城建设过程中人员增加所带来薪酬费用的上涨。2011年公司销售和管理费用中员工薪酬分别占62%、53%，整体职工薪酬占收入的28%，2011年人均单价8万，年均复合增长11%；我们以单城新增60人计算，若采取温和扩张，每年平均扩展3城，人员薪酬增加1600万左右，约占2012年收入的5%，影响可控。
- 随着城市数量的持续扩张，我们认为类似于搜房网的周期性特征会更加趋显，边际成本递减效应也会更大，业绩有望逐季增厚，值得长期关注。

图表51: 2011-2012年三六五网单季度收入

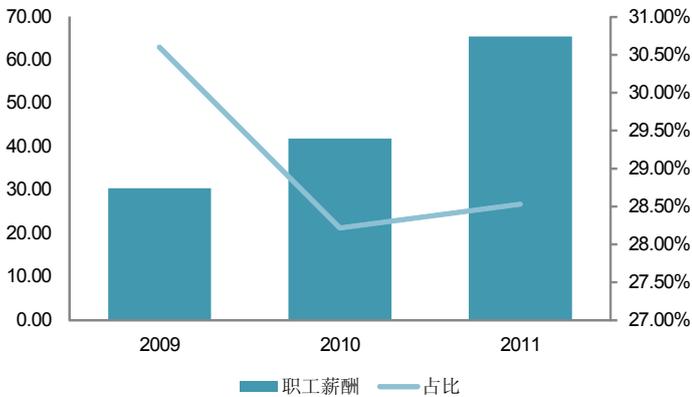


图表52: 2011-2012年三六五网单季度净利润

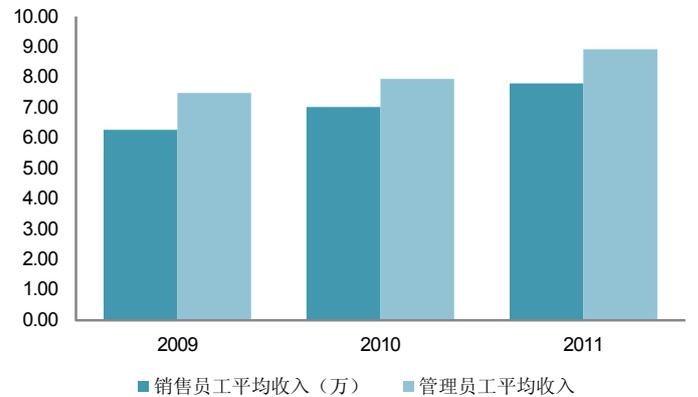


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表53: 2009-2011年职工薪酬及占比



图表54: 2009-2011年销售员工及管理员工平均收入



来源: 公司公告, 国金证券研究所

内生增长: 增速有所趋缓, 未来关注下游房地产行业景气度

- 三六五网业绩的内生增长主要来自于南京、合肥、苏州、无锡四地, 其中南京、合肥、苏州的发展较为顺利, 但从13Q1来看, 收入增速已有所放缓, 未来收入增速幅度更多的取决于所在城市下游房地产行业景气度。
- 上市前一共覆盖了8个城市, 从排名来看, 南京、合肥、芜湖排名第一, 南京、芜湖处于绝对领先地位, 在合肥略微领先第二名; 苏州、无锡排名第二, 与第一名差距不大; 杭州排名第四。
- 从商品房成交套数来看, 合肥>南京>苏州>无锡; 从几个区域发展历程来看, 南京(2006年1月)为公司的大本营, 苏州、合肥分别于

中国价值投资网  
www.jztzw.net

2007年6月、2008年1月收购当地较强的房产网站创建，无锡成立于2007年底，因此，南京、合肥、苏州的发展相对较为顺利。

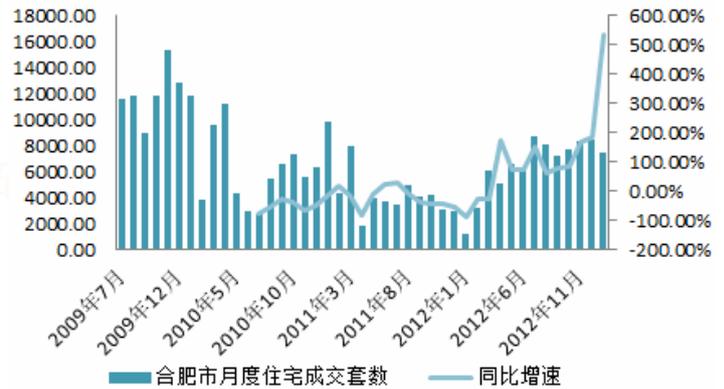
- 2013Q1 收入增速 13%，在扩张新城还没有收入的情况下，老城收入增速有所放缓，我们认为未来老城收入增速幅度更多的取决于所在城市下游房地产行业景气度。
- 此外，南京主站广告提价幅度整体约 10%，因一季度春节因素，部分广告刊例费涨价从节后开始实施，对后面业绩有一定正面贡献。

图表55: 南京市月度住宅成交套数



来源: 网上房地产, 国金证券研究所

图表56: 合肥市月度住宅成交套数

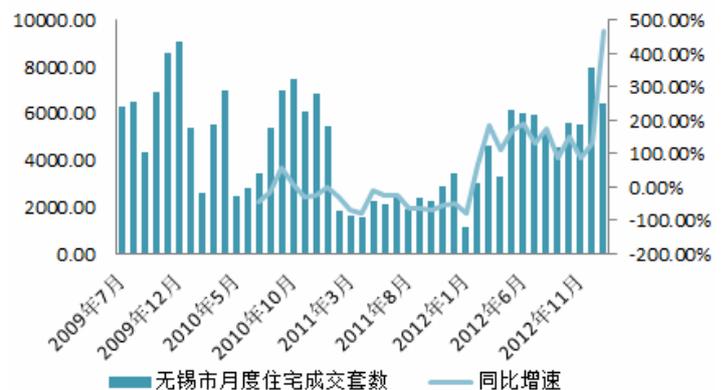


图表57: 苏州市月度住宅成交套数



来源: 网上房地产, 国金证券研究所

图表58: 无锡市月度住宅成交套数



对外扩张: 2013 年关注西安、重庆、沈阳三站可否超预期发展

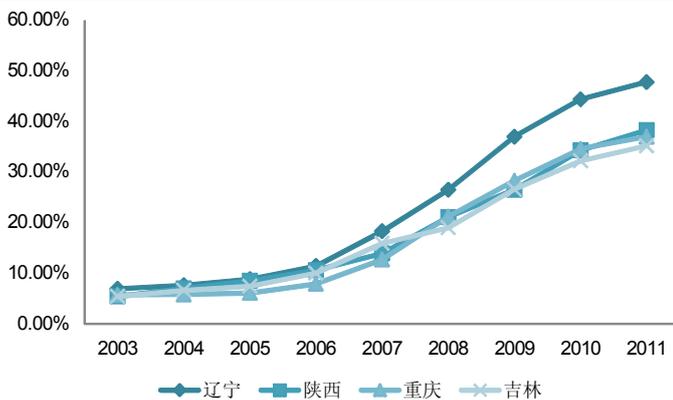
- 公司对外扩张的西安、重庆、沈阳 2012 年陆续上线, 4 月份开始西安、重庆站广告投放量已渐渐增多, 后续关注三站可否超预期发展。
  - 上市之后公司拓展的西安、重庆、沈阳三个城市分别于 2012 年 9 月 14 日、10 月 31 日、12 月 14 日举行上线仪式, 目前西安站、重庆站已有部分广告商开始投放广告, 长春站预计 2013 年上半年上线。
  - 截止 2012 年, 公司所拓展的四个区域辽宁、西安、重庆、长春的互联网普及率分别为 50.20%、41.50%、40.90%、38.60%, 已基本具备房产广告加速由线下到线上转移的条件。
  - 从住宅成交套数来看, 重庆 > 沈阳 > 西安 > 长春, 房产广告的收入空间和住宅成交套数正相关, 单从量来看, 西安、长春与三六五网已覆盖区域的南京、合肥相差不大, 重庆、沈阳是南京的 2-3 倍, 四地的

广告收入空间非常大，只要其中 1-2 城的拓展较为顺利就会带来盈利的大幅提升。

- 目前西安、重庆两地发展较好的房产网站分别是西安八百家、西安搜房、西安焦点，重庆搜房、重庆焦点，从新城上线及广告投放时间来看，两地竞争并不是很激烈。搜房的年报中也披露其收入主要来自于北京/上海和其它 10 城，虽总覆盖城市达到 314 个，但大部分地区还未设立办公室，也未有广告收入。三六五网的知名度与搜房、焦点等相比有很大差距，如之前所讲，但在行业发展初期，我们认为所有公司都会受益。
- 新城的覆盖成本主要来自于人员增加，前面我们提到 2011 年销售人员年薪 8 万元，每年 10% 左右涨幅。据公司介绍，扩张一个新城年投资在 800 万左右，新城第一年亏损，第二年跨越盈亏平衡点。我们以公司已拓展地区来看，无锡、常州分公司（新建分公司，非收购）分别于 07 年 12 月，08 年 9 月成立，无锡 09 年收入 600 万、常州 11 年 569 万，因两城都较小，的确在第二年跨越了盈亏平衡点。目前西安、重庆两地员工人数在 60-100 人之间，2012 年上线以来已取得一部分收入，2013 年 4 月份开始西安、重庆站广告投放量已渐渐增多，后续关注三站可否超预期发展，因拓展新站成本相对刚性，若能超预期发展，将直接带来业绩提升。

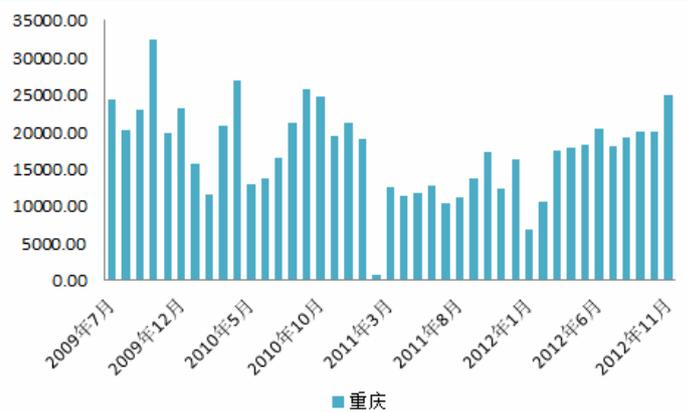
中国价值投资网 最多  
www.jztzw.net

图表59: 辽宁、陕西、重庆、吉林互联网普及率

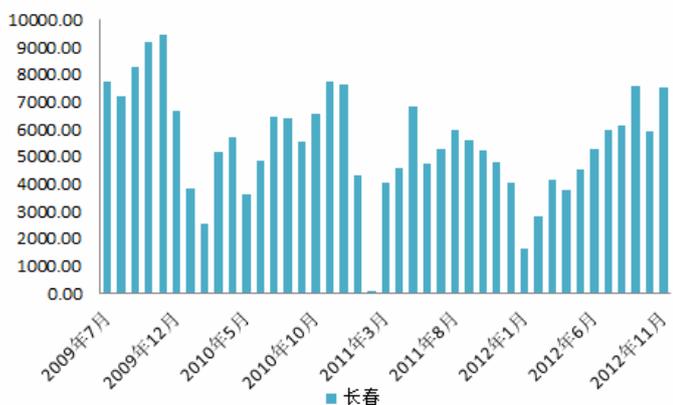


来源: CNNIC, 港澳资讯, 国金证券研究所

图表60: 重庆月度住宅成交套数

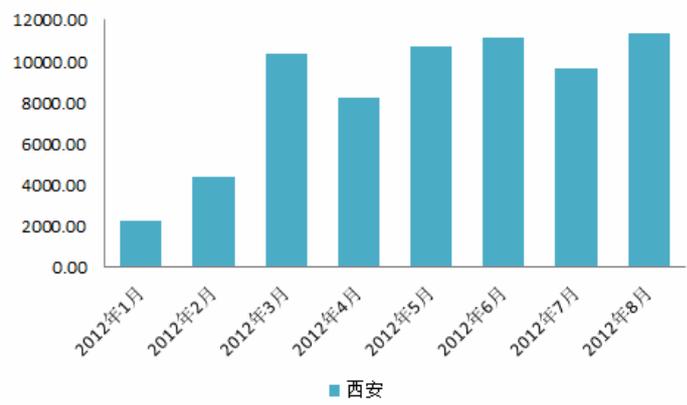


图表61: 长春月度住宅成交套数



来源: 国金证券研究所

图表62: 西安月度住宅成交套数



### 盈利预测及投资建议

- 我们预计 2013-2015 年公司的净利润分别为 1.20 亿、1.53 亿、2.04 亿，同比增速为 18%、28%、33%，EPS 分别为 2.24、2.88、3.81 元。
- 给予公司 2013 年 25 倍 PE，目标价 56 元，维持“增持”评级。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	149	230	299	362	461	602	货币资金	122	163	659	776	912	1,099
增长率		54.4%	30.1%	21.1%	27.4%	30.6%	应收款项	17	30	31	40	51	66
主营业务成本	-8	-13	-17	-19	-24	-31	存货	0	0	0	0	0	0
%销售收入	5.3%	5.7%	5.8%	5.3%	5.3%	5.2%	其他流动资产	2	3	11	2	2	2
毛利	141	217	281	342	437	570	流动资产	141	196	700	818	964	1,167
%销售收入	94.7%	94.3%	94.2%	94.7%	94.7%	94.8%	%总资产	94.5%	97.4%	97.6%	97.4%	97.1%	97.1%
营业税金及附加	-11	-18	-19	-13	-16	-21	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	7.3%	7.7%	6.4%	3.5%	3.5%	3.5%	固定资产	8	0	0	11	9	6
营业费用	-49	-68	-97	-127	-157	-199	%总资产	5.0%	0.0%	0.0%	1.3%	0.9%	0.5%
%销售收入	32.7%	29.8%	32.5%	35.0%	34.0%	33.0%	无形资产	0	3	4	11	20	29
管理费用	-22	-43	-64	-81	-97	-120	非流动资产	8	3	5	22	29	36
%销售收入	14.7%	18.7%	21.4%	22.5%	21.0%	20.0%	%总资产	5.5%	1.6%	0.7%	2.6%	2.9%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	59	88	101	122	167	230	<b>资产总计</b>	<b>149</b>	<b>202</b>	<b>717</b>	<b>840</b>	<b>993</b>	<b>1,202</b>
%销售收入	40.0%	38.2%	33.9%	33.7%	36.2%	38.3%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	1	2	10	15	17	21	应付款项	1	0	1	1	2	2
%销售收入	-0.6%	-0.7%	-3.5%	-4.1%	-3.8%	-3.5%	其他流动负债	11	16	35	34	40	49
资产减值损失	0	-1	0	0	-1	-1	流动负债	12	16	36	36	42	51
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	-8	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>12</b>	<b>9</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>42</b>	<b>51</b>
营业利润	60	89	111	136	184	251	<b>普通股股东权益</b>	<b>136</b>	<b>192</b>	<b>674</b>	<b>799</b>	<b>943</b>	<b>1,138</b>
营业利润率	40.7%	38.6%	37.3%	37.7%	39.9%	41.7%	少数股东权益	1	1	7	5	7	12
营业外收支	1	0	10	10	10	10	<b>负债股东权益合计</b>	<b>149</b>	<b>202</b>	<b>717</b>	<b>840</b>	<b>993</b>	<b>1,202</b>
税前利润	61	89	122	146	194	261	<b>比率分析</b>						
利润率	41.2%	38.7%	40.7%	40.5%	42.1%	43.3%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-12	-17	-23	-29	-38	-52	<b>每股指标</b>						
所得税率	19.6%	18.7%	19.1%	19.5%	19.8%	20.0%	每股收益	1.226	1.808	1.899	2.245	2.877	3.815
净利润	49	72	98	118	155	209	每股净资产	3.400	4.808	12.635	11.973	14.144	17.065
少数股东损益	0	0	-3	-2	2	5	每股经营现金净流	1.365	1.581	2.045	1.542	2.191	2.972
归属于母公司的净利润	49	72	101	120	153	204	每股股利	0.000	0.500	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	33.0%	31.5%	33.9%	33.1%	33.3%	33.8%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	36.05%	37.61%	15.03%	15.00%	16.27%	17.88%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	32.80%	35.78%	14.12%	14.27%	15.46%	16.94%
净利润	49	72	98	118	155	209	投入资本收益率	34.90%	36.87%	12.02%	12.19%	14.09%	16.03%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	2	3	4	4	5	6	主营业务收入增长率	49.29%	54.43%	30.06%	21.13%	27.43%	30.56%
非经营收益	0	-2	-11	-10	-10	-10	EBIT增长率	55.98%	47.48%	15.44%	20.31%	37.18%	38.00%
营运资金变动	3	-11	17	-9	-5	-7	净利润增长率	63.77%	47.55%	40.04%	18.26%	28.11%	32.61%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>55</b>	<b>63</b>	<b>109</b>	<b>103</b>	<b>146</b>	<b>198</b>	总资产增长率	45.59%	35.28%	254.79%	19.06%	18.30%	21.08%
资本开支	-3	-7	-7	1	-2	-2	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	35.2	34.4	33.8	35.0	35.0	35.0
其他	1	2	4	0	0	0	存货周转天数	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.0	0.0	0.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-3</b>	<b>-6</b>	<b>-3</b>	<b>1</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	应付账款周转天数	27.2	11.2	0.9	5.0	5.0	5.0
股权募资	0	0	425	13	0	0	固定资产周转天数	18.5	#DIV/0!	#DIV/0!	10.7	6.9	3.8
债权募资	0	0	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-6	-16	-34	0	-9	-9	净负债/股东权益	-89.13%	-84.53%	-96.71%	-96.58%	-95.91%	-95.55%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-6</b>	<b>-16</b>	<b>390</b>	<b>13</b>	<b>-9</b>	<b>-9</b>	EBIT利息保障倍数	-68.7	-57.4	-9.7	-8.2	-9.6	-11.1
<b>现金净流量</b>	<b>46</b>	<b>41</b>	<b>496</b>	<b>117</b>	<b>135</b>	<b>188</b>	资产负债率	8.34%	4.38%	5.02%	4.26%	4.24%	4.24%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	4
增持	0	4	5	8	15
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	1.94	1.92

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-09-19	增持	47.32	56.56 ~ 56.56
2 2012-09-26	增持	44.80	N/A
3 2012-10-25	增持	46.38	N/A
4 2013-02-05	增持	49.94	N/A
5 2013-04-14	增持	46.88	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 = 买入; 1.01~2.0 = 增持; 2.01~3.0 = 中性  
3.01~4.0 = 减持



长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net