

三六五定增完善 O2O 生态

投资要点：

- 公司预告的净利润中值为15727万，同比增速37.5%，较三季报回升15%，也去年同期增速回升24%。公司业绩好转除了理财的投资收益及政府补贴较上年同期有所增加，其主要原因包括以下方面：随着各地限购和限贷等政策的放松，房地产家居市场出现明显回升，作为主业为房地产网络营销的公司也会明显受益；公司抓住市场好转的机会，不仅加大营销力度促进传统的网络营销业务增长，还大规模拓展了房地产家居电商类业务，今年电商业务收入占比明显提高。
- 公司近期公布定增方案，拟在以下领域扩大投资：房产O2O 生态系统建设项目；技术支持平台建设项目；对安徽装修宝增资项目，以促进O2O战略目标的实现。以上项目的实施有利于公司完善O2O生态，延长业务价值链，也使得公司在战略部署和产品规划方面很好地跟随着龙头公司搜房网的发展。
- 尽管公司可以通过跟随龙头公司快速实现战略及产品规划方面的赶超，但是由于网络规模效应的存在，公司在战略落实方面短期却难以向龙头公司那样有效，这也会影响公司的市场竞争地位，公司必须加快异地扩张，不断扩大规模才能抵住未来不断竞争强化的市场环境，这次定增将加速公司的扩张进程，也将为公司增长注入新的动力。

公司财务数据及预测

项目	2012	2013	2014	2015
营业收入(百万元)	299	377	481	626
增长率(%)	30.06%	26.12%	27.80%	30.00%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	101.30	114.38	158.10	220.66
增长率(%)	40.04%	12.92%	38.22%	39.57%
毛利率%	94.22%	94.31%	94.40%	94.00%
净资产收益率(%)	15.03%	15.56%	18.75%	14.48%
EPS(元)	1.27	1.43	1.98	2.76
P/E(倍)	59.88	53.03	38.37	27.49
P/B(倍)	9.00	8.25	7.19	3.98

数据来源：民族证券

三六五网 (300295.SZ)

分析师：陈伟

执业证书编号：S0050510120008

Tel：010-59355914

Email：chenwei@chinans.com.cn

投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	首次
目标价格：	90

市场数据

市价(元)	75.8
上市的流通 A 股(亿股)	0.38
总股本(亿股)	0.8
52 周股价最高最低(元)	129.74-65.7
上证指数/深证成指	3234.68/ 11014.62
2014 年股息率	2.29%

52 周相对市场改变

14-1 14-3 14-5 14-7 14-9 14-11

相关研究

正文目录

业绩增长稳健.....	3
战略转型将加快.....	3
公司面临的挑战.....	5
财务预测.....	6

图表目录

图 1:公司 O2O 生态.....	3
图 2:安徽装修宝.....	4

事件：公司预计 2014 年 1 月 1 日—2014 年 12 月 31 日之间归属于上市公司股东的净利润为盈利 14298—17157.6 万元。

业绩增长稳健

公司预告的净利润中值为 15727 万，同比增速 37.5%，较三季报回升 15%，也去年同期增速回升 24%。公司业绩好转除了理财的投资收益及政府补贴较上年同期有所增加（金额预计为 1700 万元到 2050 万元之间），其主要原因包括以下方面。

第一，14 年下半年以来，随着各地限购和限贷等政策的放松，房地产家居市场出现明显回升，作为主业为房地产网络营销的公司也会明显受益。

第二，公司抓住市场好转的机会，不仅加大营销力度促进传统的网络营销业务增长，还大规模拓展了房地产家居电商类业务，即帮助开发商获取客户以获得房屋交易额的佣金收入，这也很可能使得今年电商业务收入占比明显提高。

第三，公司 2012 年前主要在长三角地区运营，2012 年以来开始了异地扩张的步伐，目前初见成效，如 2012 年末新设的西安、重庆、沈阳三站经过一年多的运营之后，今年以来营收增长较快，2014 年有望扭转去年的亏损局面。

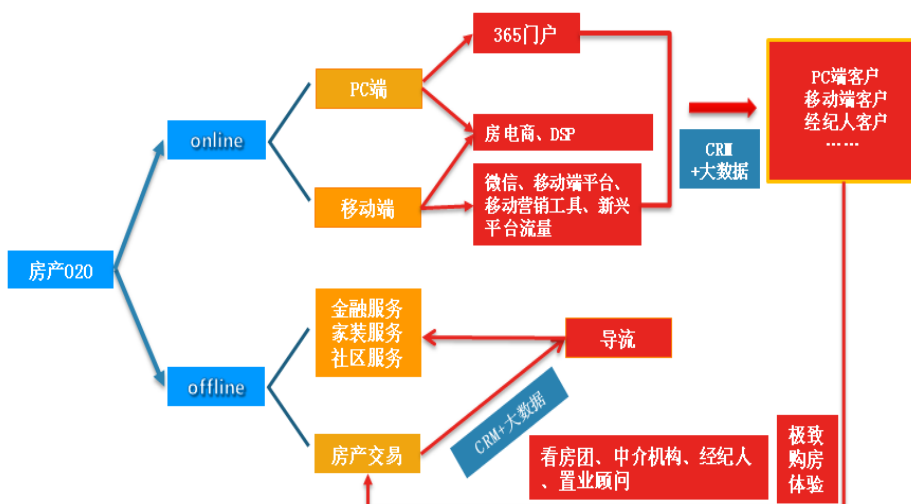
第四，公司积极推动主业升级，研发并推出与主业相配套的一系列创新型产品和服务，构建房地产家居 O2O 服务闭合链，它们给公司带来更多收入的同时，也进一步增强了公司的市场竞争力。如安徽装修宝推出的家居 O2O 产品“365 装修宝”已经在合肥等 6 个城市成功运行，开始为公司贡献家居收入。

战略转型将加快

尽管公司为适应当前房地产电商转型的需要，已加大 O2O 业务，延长业务价值链的力度，但是相比较于行业的龙头企业，如搜房网，在创新性的业务服务范围及深度方面还是有些差距，这也迫使公司加快战略转型的步伐，近期公司公布的定增方案实施则会明显加速这一进程。

从具体方案来看，公司主要将在以下领域扩大投资，以促进 O2O 战略目标的实现。

图 1:公司 O2O 生态



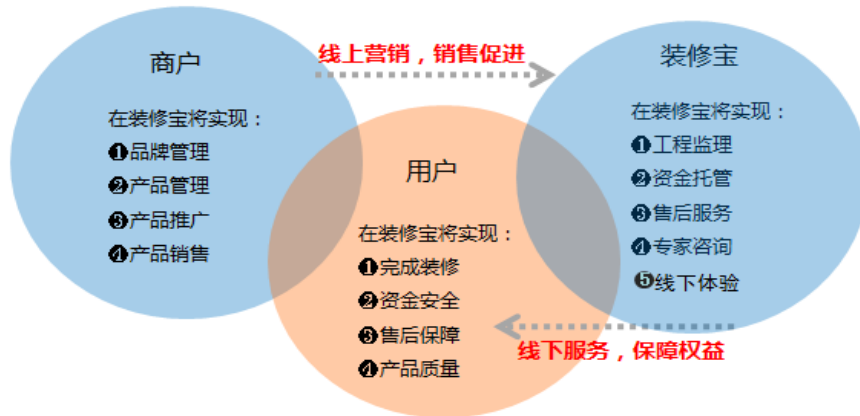
资料来源：民族证券

第一，房产 O2O 生态系统建设项目。具体投资项目包括线上与线下部分，其中线上包括：PC 端改造，使得 365 地产家居网功能更完善，对客户的服务价值更大；建设大数据中心，使得公司能够针对不同客户的不同需求、不同业务的不同阶段，迅速进行数据分析、匹配、流转，并进行数据的跟踪分析，形成对于业务的跟踪指导，从而全面提升平台数据利用效率；对现有面向开发商、中介代理、经纪人、购房者的移动端产品进行升级，并同时开发淘客通、抢房通、抢客通等新产品，使得公司能够更全面满足相关利益方线上交易和体验的利益诉求；面向中介代理以及经纪人，通过 MLS、ERP 以及营销管理系列系统的开发，提供营销支持体系产品，以提高它们的房产销售效率和服务水平。

线下部分包括：线下 (offline) 平台建设，即在布局城市新设分公司，着力提高公司线下运营能力，根据所处城市的不同，各新设分公司建立 50-100 人不等的团队，整体组织体系将向线下服务倾斜，其中线下服务类岗位员工占整体员工比例将提升到 50%以上；建设线下区域服务门店，增强公司的服务体系，提升公司的线下能力。

通过这些项目的实施，公司也就能构建起与主营业务相关、适应未来以结果为导向、融合线上线下业务、符合房地产网络营销新趋势的全新房地产网络服务模式，而这种模式也将可以促成公司从原有的低效、低频、低黏性的资讯信息服务，向高效、高频、高粘性的交易型生态平台类服务转型，从而可以为客户提供更多的服务价值，促进公司的可持续发展。

图 2:安徽装修宝



资料来源：民族证券

第二，对安徽装修宝增资项目。365 装修宝是公司建立的一个开放式网络服务平台，它整合了家装过程中多个环节的线下资源，通过此平台家装用户与设计师、装饰公司、建材家居供应商之间可以进行零距离互动，是一种较为新型的“线上实时交流+线下装修服务”家装 O2O 交易模式。它已首先于 2014 年 10 月份在合肥上线，取得了不错的市场效果，成为该区域具有较大影响的家装平台，截至 12 月，已在全国 6 个直营分站布局。本次项目投资首先用于 365 装修宝更多分站的建设和，如公司拟通过投资、加盟等方式在以苏州为核心的苏南大区、以合肥为中心的安徽大区、以武汉为中心的湖北大区、以重庆为中心的西南大区、以西安为中心的西北大区等五个区域中心新建 365 装修宝分站，并将适时启动 365 装修宝在上海、北京等主要城市的布局，其次还将加快装修宝技术平台的研发升级，具体包括装修宝平台 PC 端、APP 端核心技术的升级完善，设计软件的研发升级以及大数据中心的建设等。

通过这些项目的实施，公司一方面可以满足消费者一站式的家装服务体验，并继而一定程度上促进公司线

上的房产销售，从而延伸了公司的业务与价值链，另一方面也可以将 365 装修宝继续推进到其他城市，提高公司家装 O2O 产品的市场覆盖率，从而扩大公司市场的覆盖范围，增强公司的核心竞争力。

第三，技术支撑平台建设项目。它们具体包括：云计算中心的构建和多链路负载均衡平台的搭建，可以使公司实现数据资源利用率提高、网络架构安全可控、改善 APP 终端用户访问感受等目标，从而有利于提升公司未来的发展潜力。

在有序推进募集资金投资项目建设的同时，为了更快，更好地实现公司管理层制定的“立足于居，成就于家，成为幸福居家首选平台”的发展战略，公司还将以自有资金继续投入到社区 O2O 产品“小区宝”以及房产金融服务平台“安家贷”的拓展升级，以完善房产 O2O、家居 O2O 和社区 O2O 三个闭环，不断提升公司的核心竞争力。

公司面临的挑战

以上项目的实施也使得公司在战略部署和产品规划方面很好地跟随了龙头公司搜房网的发展，如搜房有基于移动和 PC 的四大交易平台：互联网媒体平台、电商交易平台（包括新房与二手房、家装）、金融平台，它们互相支撑，共同为房地产的利益多方，包括用户，房地产商、经纪与装修公司等创造价值。如利用互联网媒体平台形成的大数据，可以精确地为电商交易平台导流，使得买房人不仅能便利、高效地实现购房，卖房人更加低成本、更加快速达成交易，经纪人更高效地获得高质量的房源与客源，实现更多收入等，而建立在电商交易平台基础上的家装和金融平台又进一步可为用户更多增值服务，提高购房者的购房体验。公司以上项目实施同样也使得公司具备了为合作伙伴和用户创造多方共赢价值的的能力。

而我们预计，为补上自身业务的短板，完善产业与价值链，增强公司在用户数量、粘性等方面的竞争优势，今后公司还会继续亦步亦趋跟上搜房网的战略布局。如搜房网为弥补线下业务不足的短板，收购了国内知名营销代理机构世联行与合富辉煌，近期，公司也表示将积极关注行业竞争所带来的整合机遇，择机参与房地产服务行业整合，提高市场占有率，巩固公司的市场地位，这实际上已经表露出公司为完善线下布局，加快线上与线下业务的融合，也将会在部分区域采取类似搜房收购举措的战略意图；再如公司所覆盖的城市，不仅数量少于搜房，而且收入分布严重不均衡，这也迫使公司加快异地扩张的步伐，2014 年以来公司已经开始采取网盟战略更快速地进行异地扩张，目前三六网全新的网页版已经覆盖 26 个城市，手机端覆盖 38 个城市，未来三年，公司希望通过网盟战略能够快速实现 100 个城市的业务布局拓展。

尽管公司可以通过跟随龙头公司快速实现战略及产品规划方面的赶超，但是由于网络规模效应的存在，公司在战略落实方面短期却难以向龙头公司那样有效，这也会影响公司的市场竞争地位，如同样的金融平台，由于搜房网用户数量更多，交易量大，也更容易从金融机构获得廉价资金，从而可以为用户获得更便宜的贷款；再如由于搜房用户数量多，房源等数据资源更加丰富，由此得出的大数据分析也就会更精准，也更能够为房地产商与经纪人创造价值，他们也更乐意使用，从而会进一步为公司的平台创造价值等。

好在我国房地产电商的发展空间还很大，尤其是很多中小城市的房地产电商格局还远未形成，经纪市场也比较分散，这都为公司的发展留下了空间，但留给公司的时间也并不多，毕竟类似搜房的龙头公司也都在加快这些地区的布局 and 渗透，公司必须在未来较短时间内在当地站稳脚跟，并扩大规模才能抵住未来不断竞争强化的市场环境，而作为一个非行业领先者，广泛的结盟，利益分享策略无疑是该战略顺利推进的关键，我们已经注意到公司正在这方面努力，如公司谈到异地扩张中要建立广泛的合作机制，与各地代理公司、渠道资源、中介公司以及经纪人开展深入合作，进一步加强平台的线下资源整合能力，而我们还预计，公司在大规模开展员工股权激励以激发员工在战略转型过程中的工作积极性与创造力之后，还会与更广范围的合作伙伴，包括各地加盟商等建立股权方面的纽带，以更好地绑定并激励合作伙伴在区域电商市场扩张中的利益。

财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	67,431	77,998	83,981	106,278	营业收入	299	377	481	626
现金	63,884	65,056	61,000	80,000	营业成本	17	21	27	38
应收账款	2,769	3,391	4,482	5,754	营业税金及附	19	10	13	16
其它应收款	328	288	499	524	营业费用	97	154	197	258
预付账款	0	0	#DIV/0!	#DIV/0!	管理费用	64	81	101	135
存货	0	0	#DIV/0!	#DIV/0!	财务费用	-10	-14	-19	-28
其他	450	9,263	#DIV/0!	#DIV/0!	资产减值损失	0	1	0	0
非流动资产	1,645	2,801	2,201	1,062	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	30	25	25	25	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1,191	1,081	624	166	营业利润	111	123	166	211
无形资产	106	184	157	131	营业外收支	10	13	12	10
其他	318	1,512	1,396	740					
资产总计	69,076	80,799	86,183	107,340	利润总额	122	136	178	221
流动负债	954	6,406	6,216	5,667	所得税	23	26	27	33
短期借款	0	0	0	0	净利润	98	109	151	188
应付账款	4	43	16	67	少数股东损益	-3	-5	-7	-10
其他	950	6,363	6,200	5,600	归属母公司净	101	114	158	221
非流动负债	0	0	2,000	1,000	EBITDA	115	127	170	228
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.27	1.43	1.98	2.76
其他	0	0	2,000	1,000	主要财务比				
负债合计	954	6,406	8,216	6,667	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	712	880	184	-787	成长能力				
股本	5,335	5,335	5,335	5,979	营业收入	30.06%	26.12%	27.80%	30.00%
资本公积金	41,100	41,100	41,100	93,456	营业利润	25.56%	10.38%	34.96%	27.32%
留存收益	13,512	20,974	27,078	37,877	归属母公司净	40.04%	12.92%	38.22%	39.57%
归属母公司股东权益	67,410	73,513	84,312	152,384	获利能力				
负债和股东权益	69,076	80,799	92,713	158,263	毛利率	94.2%	94.3%	94.4%	94.0%
现金流量表					净利率	32.9%	29.0%	31.4%	33.7%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE	15.0%	15.6%	18.8%	14.5%
经营活动现金流	109	155	31	124	ROIC	179.7%	189.3%	58.9%	74.2%
净利润	98	109	151	188	偿债能力				
折旧摊销	414	567	1,240	1,240	资产负债率	1.38%	7.93%	9.53%	6.21%
财务费用	-1,039	-1,366	-1,855	-2,775	净负债比率		0	0	0
投资损失(收益前加-号)	26	108	0	0	流动比率	70.66	12.18	13.51	18.76
营运资金净变动(增加为负)	-299	4,022	10,333	3,991	速动比率	70.19	10.73	#DIV/0!	#DIV/0!
其它	909	-3,285	-9,838	-2,519	营运能力				
投资活动现金流	-4	-90	-42	-48	总资产周转率	0.43	0.47	0.56	0.58
资本支出	845	1,663	7,000	7,000	应收帐款周转	10.78	11.10	10.74	10.87
长期投资	80	13,700	0	0	存货周转率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
其他	-929	-15,454	-7,042	-7,048	每股指标(元)				
筹资活动现金流	390	-47	20	489	每股收益	1.27	1.43	1.98	2.76
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金	1.37	1.93	0.38	1.55
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	8.42	9.19	10.54	19.04
普通股增加	1,335	0	0	644	估值比率				
资本公积增加	39,379	0	0	52,356	P/E	59.88	53.03	38.37	27.49
其他	-40,324	-47	20	-52,511	P/B	9.00	8.25	7.19	3.98
现金净增加额	496	18	9	566	EV/EBITDA	29.67	26.85	20.27	16.40

数据来源: 贝格数据, 民族证券

分析师简介

陈伟，毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，10年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了几百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

联系人简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；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报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)