

颠覆想象、任性成长

核心观点:

- ❖ **白银时代看房地产服务商、房地产服务商看世联行:** 房地产白银时代是轻资产重服务的时代,是属于房地产服务商的时代。房地产市场买卖力量趋于均衡的情况下开发商面临利润空间压缩、资产变现困难、可持续性无法保证等困惑,而与之对应的是,存量房交易额的增速明显快于新房,差异化产品营销需要精准度,房产交易涉及的服务和后续资产业务空间巨大,而移动互联网时代使得以往诸多场景下难以发生的行为变为可能,房地产服务业的维度和深度被大大拓展。世联行属于 A 股唯一的全国性房地产服务商标的,必然是产业资源整合和资金聚集的重要平台。
- ❖ **房地产服务市场空间巨大、平台公司价值超出想象:** 未来几年新房和存量房交易额规模达到十万亿,平台公司按 1/10 估算属于万亿级。另外根据分类估算,未来 5-10 年新房代理销售年佣金市场规模为 650 亿、存量房交易年佣金市场规模为 1200 亿、年租房佣金规模为 250 亿、营销广告市场为 500 亿、非传统金融服务市场规模 1500 亿,如再考虑资产服务业务、平台衍生服务、社区服务、居间服务等,行业收入规模将达到万亿。这么巨大的市场,有集聚效应的平台公司价值将超出想象。
- ❖ **房地产交易独特性强、线下场内资源是 O2O 核心:** 房地产交易具有金额大、冷交易热生活、流程繁周期长、价格个别形成、地域不可移动和需要深度服务六大独特属性。这决定了房地产 O2O 的护城河在线下,更确切地说是线下交易的场景具有控制力的场内资源。对场景有控制力才能对交易行为有控制力,影响了交易才能激活一系列的盈利模式。
- ❖ **行业资源整合加速、资源类电商占据优势:** 近年来一是房地产市场进入白银时代,二是移动互联网改造传统行业的浪潮兴起,房地产服务业的资源整合加速进行。在传统环节占据优势的企业纷纷拓展价值链,谋求升级和转型。出现了媒体类、平台经纪类和资源类房地产电商。我们认为资源类电商最具竞争力,而世联行属于为数不多的资源型电商。
- ❖ **传统与新型业务并进、世联行竞争优势突出:** 相比业内一些龙头公司世联行股权结构稳定执行力强,世联行在新房代理的优势为其他新型业务奠定了扎实的基础,而且很早就提前布局及时卡位,在移动互联网浪潮下占有先机。未来世联行将通过专业服务能力 and 大数据应用构建平台护城河。公司当前金融服务业务增速惊人,资产管理领域发展空间巨大。小样社区或代表世联行资产服务业务拓展的重要方向。
- ❖ **公司股价长短两相宜、维持推荐评级:** 我们从行业空间、核心资源、竞争力和转型路径多个角度分析,世联行是最具可能成为万亿级房地产 O2O 平台的企业之一。从公司当前业务的发展态势和估值水平比较来看,目前的股价也并未显得高估。考虑到公司已然从周期股穿越到成长股、金融业务和资产服务业务的高增长、未来的万亿级 O2O 平台,公司当前股价的涨幅还远未反应,建议买入或持有,目标价 42 元。
- ❖ **风险提示:** 新业务拓展不顺,行业竞争加剧。

世联行(002285.SZ)

推荐 (维持评级)

合理估值区间 41-45 元

分析师

赵强

☎: 021-20252661

✉: zhaoliang_yj@chinastock.com.cn

职业证书编号: S0130512050002

胡华如

☎: 0755-82797993

✉: huhuaru@chinastock.com.cn

职业证书编号: S0130515040002

市场数据

2015-05-29

A 股收盘价(元)	29.00
A 股一年内最高价(元)	41.82
A 股一年内最低价(元)	7.44
上证指数	4611.74
市盈率	106.32
总股本(万股)	144569.62
实际流通 A 股(万股)	122164.12
流通 A 股市值(亿元)	22405.51

相关研究

资产管理空间大开、资本市场助力前行/公司跟踪点评(2015.5.27)

乘风破浪、执着前行/一季报点评(2015.4.24)

战略路径清晰、平台价值显现/公司年报点评(2015.3.24)

打开存量空间、开启外延增长/对拟入股 Q 房网

的点评(2015.3.15)

云端服务发力、业绩弹性可期/业绩快报点评(2015.1.29)

目录

引言	3
万亿级的房地产服务市场	4
(一) 新房代理销售市场	4
(二) 存量房交易佣金市场	6
(三) 存量房服务市场	7
(三) 经纪业升级服务业	8
(四) 平台公司核心要素	9
房地产交易独特性强	11
(一) 金额大	11
(二) 冷交易热生活	11
(三) 流程繁周期长	11
(四) 价格个别形成	12
(五) 地域属性	12
(六) 深度服务	13
互联网金融与移动互联网	14
(一) 互联网金融的发展历程	14
(二) 典型模式核心特点	15
(三) 移动互联网发展特点	17
(四) 移动互联网进军房地产	18
服务行业资源整合加速	21
(一) 行业集中度明显提升	21
(二) 积极拓展新型业务	22
(三) 典型企业转型模式	23
(四) 行业资源对比分析	26
世联行竞争力要点	30
(一) 股权结构稳定、公司执行力强	30
(二) 新房代理优势为新兴业务奠定基础	30
(三) 专业服务能力与大数据构建护城河	31
(四) 在移动互联网时代提前布局、及时卡位	31

（五）从痛点解决和效率提升布局 O2O	32
（六）金融服务优势明显	33
（七）资产管理领域空间巨大	36
公司估值分析	40
（一）盈利静态预测	40
（二）估值对比分析	41
（三）投资建议	41
（四）风险提示	42
附表：盈利预测	43

引言

地产黄金时代是属于开发商的时代。在房子不愁卖的卖方市场，我们看重的是开发商的项目布局、土储规模、快速周转和资金杠杆等。房地产经纪公司只是配合开发商卖房的角色，看重的是经纪人规模、专业服务能力和资源布局和市场渗透等。

地产白银时代是属于房地产综合服务商（房地产经纪公司升级版）的时代。白银时代买卖双方力量趋于均衡，开发商的困惑在于地价上涨房价滞涨压缩利润空间、增量市场空间有限难以保证持续性、差异化产品竞争激烈等问题。而与之对应的是，存量房交易额的增速明显快于新房，差异化产品的销售需要更为精准的营销，买房卖房涉及的相关服务类别和含金量明显增大，而移动互联网时代使得以往诸多场景下难以发生的行为变为可能，房地产服务业的服务维度和深度被大大拓展，我们甚至都难以想象房地产服务业的天花板在哪儿。

世联行（以下简称“公司”）于1993年成立，当时就是国内最早从事房地产专业咨询的服务机构。2007年，公司整体改制，名称变更为“深圳世联地产顾问股份有限公司”。2009年8月，公司股票在深圳证券交易所成功挂牌上市，成为首家登陆A股的房地产综合服务提供商。之后公司在强化新房代理、顾问咨询业务领先优势之外，努力拓展新型业务，稳步向综合性房地产服务商的战略目标迈进。2011年公司成立商业顾问事业部，年底公司完成青岛雅园控股权收购，进入资产服务领域。2012年公司完成对盛泽金融的并购，开始发展房地产金融增值业务。2013年12月，公司名称变更为“深圳世联行地产顾问股份有限公司”。2014年公司进行了重大战略调整，实施以O2M模式为基础的祥云战略，在移动互联网改造房地产服务业的大背景下主动开启多项新型业务的探索。2015年，通过外延式收购、参股等方式整合产业链资源，推出世联集平台。

世联行在经历超预期的初始成长期和代理费率平稳市占率小幅提升的第二阶段后，从2014年开始已经进入第三个发展阶段。这一阶段的特征是，新型业务出现迸发式增长，业务协同效应逐步显现，利润渠道多元化。2015年，公司在创新业务方面多点布局、内生和外延式增长并行、切入存量房市场，打造平台扩大入口流量，深化线下服务，新型业务和相关衍生业务从0到1的过程将会明显提速，公司将会成为真正意义的房地产综合服务商。

场景催生交易，移动互联网时代的到来，极大地拉近了交易场景和客户的距离，使得过去不可能发生的场景或行为变成了可能，极大地提升了信息传递到促使成交的效率，房地产服务业的成交转换率和市场渗透率有望快速提升。于是乎，各路人马聚众联横，尽力拓展资源、纷纷布局产业链金融、切入交易端、进军社区服务等。但是，房地产O2O最核心的东西到底是什么？线下与线上到底是颠覆还是融合？作为A股最正宗的房地产服务标的世联行在产业的变革发展中到底会面向何处？带着这样的疑问，经过数月案头研究、实地调研，我们已然做出了大致的判断。我们依稀看到一个千亿级房地产服务商正在扬帆起航！

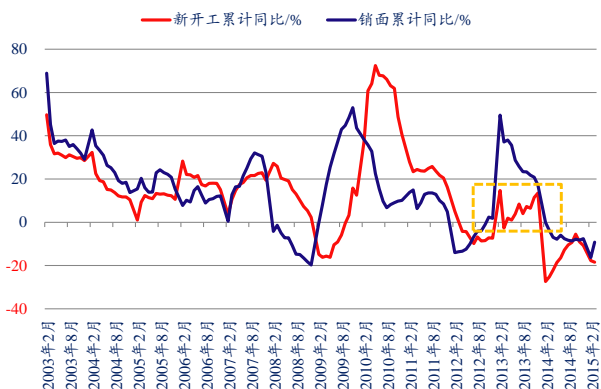
万亿级的房地产服务市场

这一章节,我们尝试从世联行目前已经涉及、正在涉及和将来可能涉及到的业务为出发点,来探讨各项业务的空间大小,从而勾画出整个房地产服务业的市场空间。

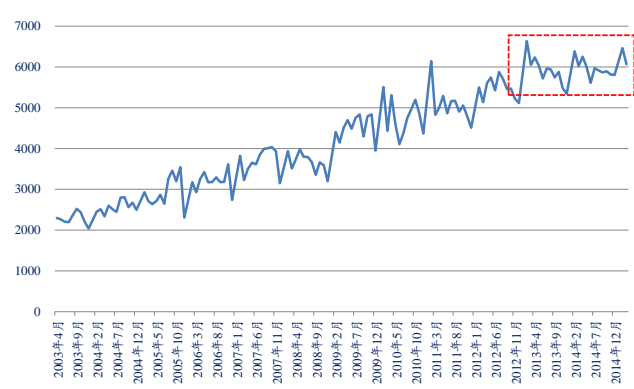
(一) 新房代理销售市场

我国新房的销量在 13 年达到 13.1 亿平方米(其中住宅为 11.6 亿平方米),为有史以来最高值;14 年可以认为是行业从“黄金时代”迈入“白银时代”的起点,年度销量 12.1 亿平方米(其中住宅为 10.5 亿平方米),增速下滑 7.6%。那销量是不是 15 年之后会均是负增长,增量市场会单边萎缩?我们判断不是,由于购买力(人口因素+货币信贷因素)和人均住房面积(改善性住房标准、统计口径标准)的弹性,在 13 年之后,全国商品房销量不会从单边上扬转变为单边萎缩,而会经历一段时间的高位盘整期,14 年是处于高位盘整期的第一年,15 年、16 年全国销量并不必然是单边下行的趋势。

图表 1 13 新开工增速或预示 16 年销面增速/%



图表 2 全国住宅销售单价近三年高位盘整/元每平方米



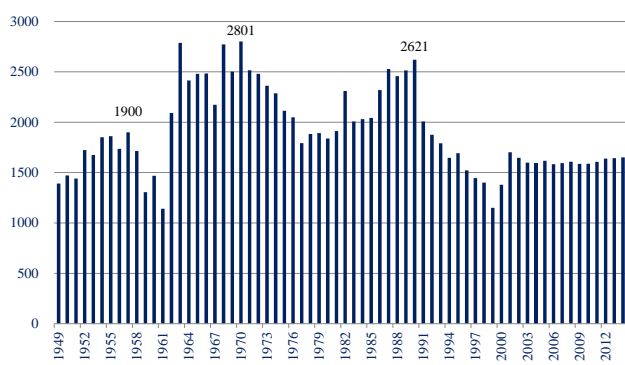
数据来源:统计局、中国银河证券研究部

从全国数据来看,2010 年 5 月商品房新开工累计同比增速达到高峰(商品房为+72.4%,商品住宅为+69.7%),销售面积在 2013 年 2 月达到次高峰(商品房为+49.5%,商品住宅为+55.2%),领先时间 33 个月。在 2013 年,新开工在销售面积向好的带动下也出现了一波小高峰(13 年底全国商品房新开工增长 13.5%),根据房地产开发的期限和新开工到销售的传导时间推算,16 年商品房销量有望出现一定的增长。房价方面,过去三年全国商品住宅的平均价格实际上已经在高位盘整。面向未来,我们认为继续盘整的概率较大,随着库存的去化和居民购买力的提升,后期预计还会上行。全国房价出现趋势性、断崖式下跌的可能性微乎其微。考虑到买方市场的特征、储备的政策空间、购买力分布的弹性和人均住房建面的提升空间,预计盘整期会持续相当时间。

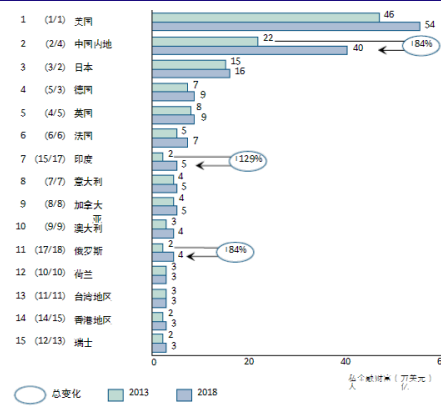
1) 从购房需求来分析,可以分解为“购房人群+购买力+购买意愿”,中长期来看,购房人群的增长确实看不到,但是购买力和购买意愿的弹性却很大。人口方面,我们从下图可以看到建国以来的三次人口高峰,目前第三波生育高峰(对应的 1990 年出生人口 2621 万人)构成当前购房的刚性需求主体人群,90 后出生人口显著下降。从宏观角度来看,M2 的体量和增速是社会总体购买力增长的基础。根据波士顿咨询公司(BCG)发布的“2014 年全球财富报告”,中国百万美元资产家庭已经超过日本,2013 年为 240 万户,呈现出强劲的财富创造趋势。从

结构分布来看，考虑到财富创造的马太效应，购买力在不同收入阶层的居民之间差异显著，由于按购房套数规定的首付款比例的差异，相当的中间购买力被限制在市场之外。因此，在改善性需求首付款降低后能激活批量的购买力入市。比如在深圳，首套房市价 230 万左右，需自有资金在 70 万；改善型产品市值 420 万左右，原先需自有资金 300 万左右，降低到 4 成后，只需自有资金 170 万，购买力的断层分布会被大幅缩小，表现出相应的弹性。购房意愿方面，住宅产品的差异化特征会强化其结构性行情，特别是针对当前的改善性需求市场，购房意愿在流动性强的区域有增无减。

图表 3 90 后购房人口绝对数或明显下降/万人



图表 4 中国内地财富预计还会大幅增长/万亿美元



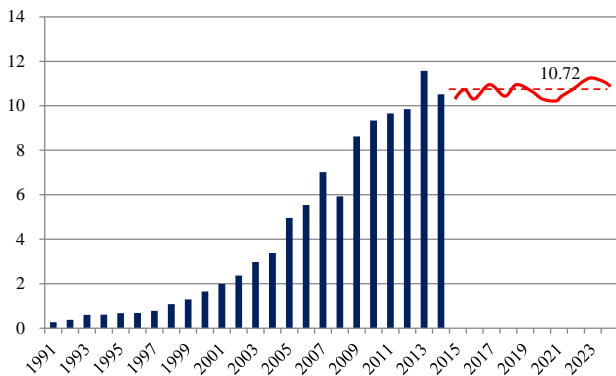
数据来源：统计局、BCG 全球财富报告、中国银河证券研究部

2) 人均住房建面有提升的空间。首先，我国政府报告中的人均住房面积有高估的嫌疑(分母按户籍人口而非常住人口统计)。其次，从发达国家经验来看。供应达到高位、房价达到高位时还会经历一个相对比较长的、人均住房建面稳定提升的阶段。美国在 1972 年住宅供应达到峰值，大概 270 万套。之后到 2005 年，新建住宅供应每年基本上在 160-180 万套，按平均建筑面积换算大约 3.2 亿平方米，每年人均住宅建面增加一平方米。日本在 1989 年之后，从 1990-2006 期间，每年新增住宅大约 1-1.3 亿平方米，也基本上相当于每年每人新增一平方米的建筑面积。我们预判中国也正处于这一个阶段，在流动性好的一线城市及周边、重点二线城市和资源稀缺的三线城市，改善性购房市场空间依然较大，这些区域将会是房地产增量市场的主战场，其他一些区域或被抛弃。

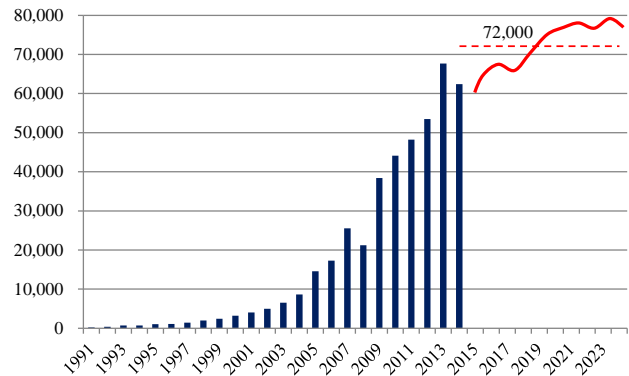
结合发达国家经验并考虑近几年我国改善性住房产品投放的加大，我们假设 2015-2018 年城市人均居住面积年均提升 1.3 平米，之后 6 年年均提升 1 平米；假定总人口年均增长 0.49%，城镇人口比率年均提升 1 个百分点；这样可以估算出未来十年年均新增住房需求建筑面积 8.82 亿平方米，如果考虑到存量房更新改造(假定按年均存量 1% 估算)，新增住房建面约 1.9 亿平方米，这样两者合计为 10.72 亿平方米。我们预计未来市场真实的成交量会与均衡的需求相适应。考虑到未来改善性产品成交带来的溢价效应，以及购买力的上升，我们在当前的销售单价 6100 元每平方米上给出平均 10% 的溢价，对应的年住宅销售额均衡值为 7.2 万亿。

世联行的佣金费率稳定在 0.84%，向来低于行业平均水平，如果按照 0.9% 的均衡费率测算，整个新房市场佣金约为 650 亿；按龙头公司 12% 的市占率来测算，世联行在新房市场代理佣金市场规模均衡状态下年均均为 78 亿元，相比公司 14 年新房代理销售收入 21.66 亿元，还有 2.6 倍的增长空间，如果 7 年达到均衡水平，年均增速约 20%。

图表 5 预计白银时代住宅销量均值 10.72 亿平米



图表 6 预计白银时代住宅销售额均值 7.2 万亿



数据来源：统计局、中国银河证券研究部

（二）存量房交易佣金市场

存量房市场的崛起是我国未来房地产市场发展的一个重大特征。相对新房市场，存量房市场的信息匹配更复杂、信息传递的链条更长、信息内容更专业，交易双方更需要经纪人的帮助；另一方面，存量房的交易更依赖个别经纪人的能力，不像新房市场更多是机构之间的议价能力，所以存量房市场佣金率远高于新房。一般情况下，二手房交易的佣金费率在 2.5-3% 之间。在当前经纪商打造交易平台抢夺线下入口资源的背景下，短期内一些公司的二手房佣金费率降低到 1% 以下，但是中长期来看，佣金费率难以低于 2.0%（比如美国经纪人参与二手房交易的佣金费率超过 5%）。

交易额方面，目前从全国来看，存量房的交易额规模与新房相比大概略高于 1:3（2014 年全国二手房成交额约 2.2 万亿，新房为 6.2 万亿）。目前一线城市和少数二线城市的存量房交易规模已然超过新房交易规模，随着房地产市场的成熟，在未来 10 年我国步入存量房时代是必然的。存量房的交易额有望从 2.2 万亿增长到 7 万亿左右，年均复合增长率超过 12%。

市占率方面，参考北京区域和美国经验，经纪公司总的市场份额能到 90%，剩余 10% 是自行成交（比如链家在北京区域的市占率 55%，中原在全国二手房市场市占率 17%）。这样按最终交易额计算整个存量房的佣金市场规模超过 1200 亿，约是新房的两倍。

世联行目前进入存量房市场是确定的，但是方式和时间上具有不确定性。我们在此大胆预测，往未来看随着世联行 ToC 战略的贯彻执行、互联网平台的打造和对存量房资源的掌握，以客户为导向的经纪模式可能会改变目前新房和二手房泾渭分明互不相容的现状。由于公司拥有的 1.2 万销售人员属于正规军团，与通过平台联合的经纪人资源有着根本不同，能跨越新房和二手房在结算周期和手续上的巨大差异，实现真正以客户意愿为导向的经纪业务。从这点来看，二手房佣金市场，世联行完全有可能涉足，但是能否维持在新房的龙头地位存在不确定性。我们假定公司的市占率只达到中原地产的一半，能实现的存量房佣金收入约为 100 亿，而目前公司这一块收入几乎为零，成长空间可见一斑。从数额上看，二手房的交易佣金市场无论是从体量、佣金率还是市占率方面都会明显超过新房，这一块的市场空间毋庸置疑。

(三) 存量房服务市场

房地产服务业并不以促进物业的交易为唯一，这里也需要探讨下存量房总量的问题。住宅建筑面积的统计口径大致可以分为两类，一种是按居民填表抽样统计（统计局）、一种是按企业上报数据进行归集（住建部），按企业统计的口径数据一般易于收集，更新频率也更快。按居民统计的以人口普查数据最有说服力，但更新时间较长。这里以第六次人口普查数据为主要依据，来分析住房的总量和构成情况。

我们根据六普数据中各地区家庭户人均住房建筑面积和家庭户总人数相乘，直接得出城市的住房建筑面积总数为 101.58 亿平方米、镇的住房建筑面积总数为 77.40 亿平方米、乡村的为 206.20 亿平方米，合计为 385.18 亿平方米，这是 2010 年底的数据（不含集体户）。对于集体户，由于没有抽样调查数据，只能按人口数和人均建面估算，得出市、镇和乡村的集体户住宅建筑面积为 16.12、7.87 和 4.11 亿平方米，这样得出 2010 年住宅全口径的建筑面积为 413.28 亿平方米。然后，根据各省份各市的常住人口和人均住房面积，我们大致估算了 2010 年底各级别城市的存量住宅建筑面积，如下表所示。

图表 7 2010 年底我国住房结构拆解

住建部统计口径	城乡类别	存量住宅建筑面积	对应人口 (万人)	人均住房面积 (平方米/人)	六普家庭户住宅建面 (亿平方米)	六普集体户住宅建面 (亿平方米)	统计局普查口径
城镇	一线城市市辖区城镇部分(A)	14	5600	25	102	16	市
	二线城市市辖区城镇部分(A)	33	12300	27			
	三线城市市辖区城镇部分(A)	52	17000	31			
	四线(县级市B)市辖区城镇部分	19	5400	35			
	县城城关镇镇区部分(C)	30	9300	32	77	8	镇
村镇	建制镇镇区(D)	55	17300	32	206	4	村
	农村(E)	210	67100	31			
城乡总计		413 亿平方米			413 亿平方米		

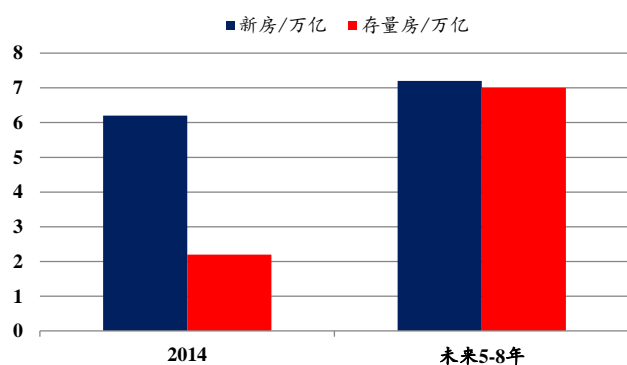
数据来源：互联网、国家统计局、中国银河证券研究部（住建部住宅统计口径为 A+B+C，统计局城镇人口统计口径为 A+B+C+D）

根据上表可以得出，2010 年底我国城镇存量住宅建筑面积约 148 亿平方米。另外根据住建部数据，2011-2014 年城镇商品住宅建筑面积为 31.03 亿平方米，2011-2014 年保障性住房建面约为 16.41 亿平米，拆迁部分按存量 4% 计算，得出 14 年底城镇住宅存量约 190 亿平方米。其中城市部分（不含县城城关镇，即 A+B 部分）约 152 亿平方米。参考当前全国住宅的销售单价，截止 14 年底我国城市住宅市值约 120 万亿（这里未考虑拟出让土地、已出让未开工土地、在建项目的价值）。考虑到商业、写字楼等其他业态，按照投资额比例关系初步估算，我们预计全国城市房地产体量（建成的物业市值，不包括土地和在建工程）不低于 160 万亿。

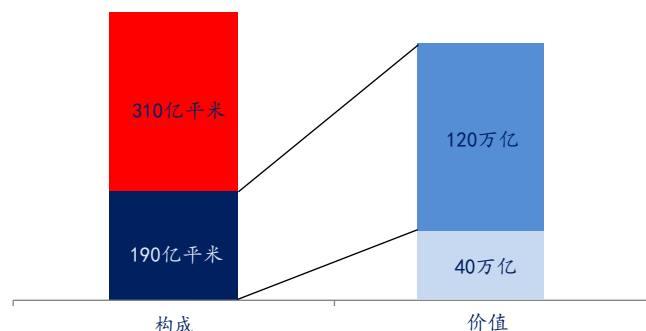
在研究不同细类业务的市场空间时，房地产的流动性是重要考虑因素，因此这里仅选取了

城市区域的存量房地产作为考量的主体。这里至少涉足房地产租赁市场(流动人口的租赁需求)、房地产金融服务市场(首付贷、赎楼贷、抵押贷、装修贷、家居贷、过桥贷等)、房地产产权服务市场(权益查验、权益维护、房屋维修、产权保险等)、房地产其他配套服务。

图表 8 存量房交易市场潜力大/万亿



图表 9 城镇部分住宅市值估算 120 万亿



数据来源：公司公告、中国银河证券研究部

针对存量房租赁市场，我们假定城市里面的住房需求按自住：租赁：保障的比例为 6:2:2；租赁住房每年的换手率 40%（我国城市流动人口较多，且平均租赁时间较短，租房的换手率相对高），平均租金回报率（年租金和房屋市值）为 4%，佣金为 1 月租金，经纪公司占据 80% 的市场份额。这样估算的年均租房佣金收入空间为 256 亿。

房地产金融服务市场中，银行购房抵押贷款为 1.6 万亿（2014 年新增），按全国住宅销售额的增速等比例估计未来传统的购房抵押贷款为 1.85 万亿，首付贷（新房+二手房）、装修贷、家居贷等合计按抵押贷款的 8% 来估算，市场规模合计为 1500 亿。另外，主要针对新房的营销广告市场按销售额 0.7% 来估算，市场规模约为 500 亿。

这样来看，在不考虑资产管理、对机构的居间服务、平台流量变现、社区服务等业务的情况下，单看新房营销广告、新房代理销售、二手房交易、二手房租赁和金融服务（不含银行住房抵押贷款和针对机构的产业链金融市场），往未来看收入空间超过 4100 亿。

值得说明的是，房地产服务业还涉及到 toB 端的物业管理服务、咨询顾问服务、居间业务、资产管理、金融服务等，toC 端的评估服务、专属资产管理、委托租赁服务、投资咨询服务等等，从平台价值角度，B2C2B 端的服务类型会更多，整个房地产服务市场空间超过万亿。

（三）经纪业升级服务业

房地产服务业涉及的业务和盈利模式相当广泛。一般情况下，我们可以根据房地产开发的流程和不同级别的市场来划分相关业务。在移动互联网改造传统行业的大浪潮下，未来还会出现一些细类的衍生业务。不同类型的业务也存在交叉融合的可能，比如房地产一级市场和三级市场的融合、房地产产业链和金融服务的深度融合、数据库服务和流量服务与代理经纪业务的深度融合。这些业务的融合使得行业的盈利模式不断纵深方向拓展，行业的发展空间不再以增量的交易额作为唯一的衡量依据，也与项目难易、物业规模大小、平台流量大小等密切相关。

以世联行为例,公司近两年推出或正在积极探索的金融服务、存量房业务、资产管理业务、平台信息服务、平台交易服务等多个细类都超出了传统业务的范畴,具体如下表所示。

图表 10 房地产服务业传统业务与新型业务 (以世联行为例)

所属大类	业务类别	主要客户	业务内容	备注	
一级市场	顾问策划	政府部门(toB)	土地出让、土地开发政策和建议等	传统业务	
	营销策划	开发商(toB)	项目定位、户型配比和设计建议等	传统业务	
	金融中介服务	投资机构(toB)	对接投融资需求、提供项目收益和风险评估建议等	新型业务	
二级市场	代理销售	开发商(toB)	在建或建成物业的销售等	传统业务	
	代理租赁	开发商(toB)	在建或简称物业的招商、租赁等	新型业务	
	运营管理	物业持有人(toB)	物业管理、园区经营管理等	新型业务	
	渠道营销	开发商(toB)	专属渠道的开拓、潜在客户流量的导入	新型业务	
三级市场	金融服务	购房者(toC)	首付贷、装修贷、家居贷等贷款服务	新型业务	
	经纪业务	小业主(toC)	二手房、存量非住宅物业的买卖、租赁等	新型业务	
	金融服务	买卖房者(toC)	赎楼贷、信用担保、装修贷、信用贷等	新型业务	
	资产管理	机构客户(toB)	提供约定资产的投资管理和增值服务等	新型业务	
	资产管理	个人客户(toC)	对非标准的个人物业进行专属管理和增值服务等	新型业务	
	衍生业务	数据服务	机构(toB)	提供专业数据库、非定制的投资咨询服务	新型业务
	信息服务	个人(toC)	提供物业的评估价格、交易价格等基础数据服务	新型业务	
平台服务	平台服务	机构(toB)	经纪人平台、物业估值平台、投融资平台、渠道广告平台等	新型业务	
	平台服务	个人(toC)	房源信息平台、交易导入平台、投融资平台等	新型业务	

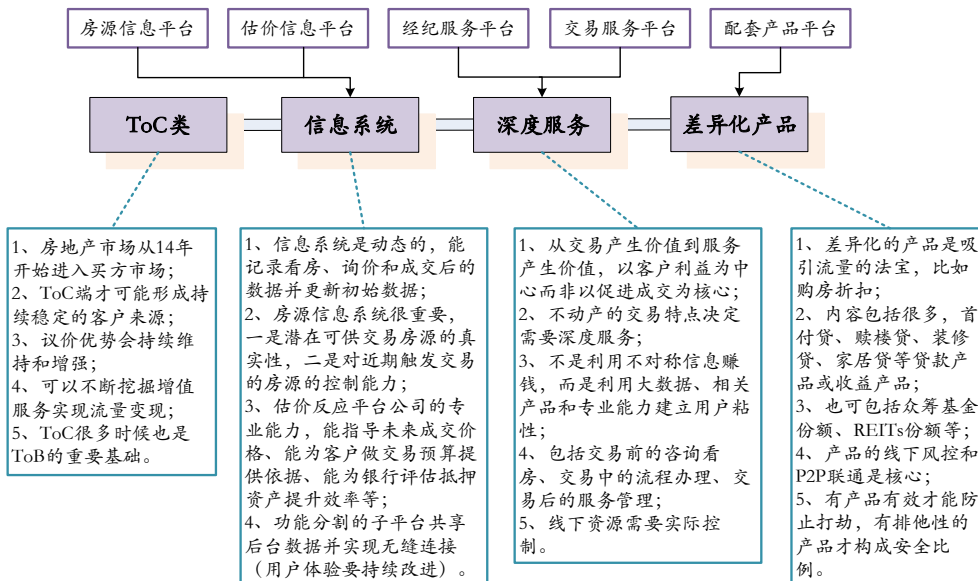
数据来源: 公司公告、中国银河证券研究部

(四) 平台公司核心要素

移动互联网时代,什么样的平台公司能产生价值? 什么类型的平台公司具有护城河? 什么行业的平台公司最有可能成长为巨擘? 平台的本质是连接买卖双方,只要能提供双方需要的信息、服务、场所,有助于或直接促成双方的成交,就能产生价值,这是价值的挖掘问题。但是如果价值不能持续扩大,不能持续吸引客流或货流,或者缺乏交易所必须完成和包括的内容和环节,就难以形成护城河,难以产生马太效应,这是 O2O 闭环生态圈的建设问题。而不同行业顶级平台公司的比较,背后其实是行业空间的比较问题。前两个问题我们在报告的后文中详细探讨,这里我们想说明第三个问题,就是房地产行业的平台类公司应该是一个什么样的公司,与其他行业如零售业的平台公司相比,能否达到甚至超过后者那样的体量。

房地产服务涉及的盈利模式和客户种类繁多,意愿发展成平台类的公司也层出不穷。针对房地产服务业,考虑到买方市场及存量市场的高增速,我们认为未来领先的平台类公司有四大核心要素。其一是 ToC 端,只要面向 C 端的公司做平台才具有明显的价值; 其二是拥有领先(最好是排他性的,比如类政府或类银行)的信息系统,信息系统的核心专业和资源优势,比如估价能力和对交易中房源的控制能力和跟踪能力; 其三是具有深度服务的线下资源,对这些线下资源交易的场景要完全掌控(而不是依赖其他角色); 其四是具有差异化、有竞争力的金融产品,要么是能促进成交的贷款产品,要么是能引入资金的投资产品等。具体如下图所示。

图表 11 房地产服务业领先平台公司的四大要素



数据来源：中国银河证券研究部

横向对比来看，房地产服务业由于独立的交易属性（后面章节详细论述），注定其被移动互联网的改造路径是与传统消费品大不相同。但无论如何，目前房地产服务业的平台类公司体量与行业的体量相比，还非常微不足道，平台类的公司发展空间巨大。

房地产交易独特性强

房地产的交易特征与大众消费品差异很大，不深刻理解房地产交易的特征，我们难以辨别不同公司所具有的核心优势，也难以把握移动互联网改造房地产服务业的路径和趋势。我们总结了如下几个重要特点。

（一）金额大

尽管这个特征十分显而易见，以至于常常被忽视，但是我们依然觉得金额大是房地产交易的重要特征。金额大就使得不同市价的房子对应不同购买力区间的购房需求，产品和需求是有一定的对应关系的；金额大使得贷款产品有了相当的空间，银行提供的按揭贷不足以满足房地产交易所涉及的金融服务需求；金额大使得成交会变得谨慎、理性和真实，通过物业的成交能沉淀客户的核心数据，这些数据在分析购买行为或预测交易倾向具有重大意义。

在住房市场进入买方市场后，产品的差异性得以更多体现。而自住的客观需求使得购房者往往会选择略高于初始预期的产品，导致存在预算方面的差异；其次，部分购房者对购房发生的佣金和税费考虑不足，导致计划支出和实际应付存在差别。这些差额的部分金额并不大，但是缺乏就不能成交。针对此的首付贷金融产品横空出世，满足了房地产金融服务的部分需求。

（二）冷交易热生活

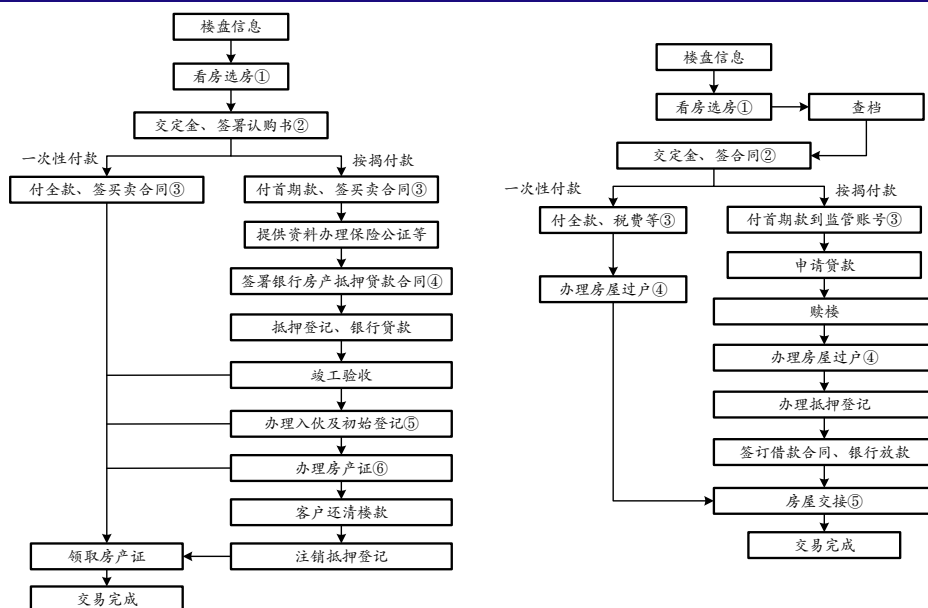
房地产的交易低频率特征十分明显。从参与者的角度来讲，买房行为不会经常发生（特别是自住性的购房需求，按家庭来看平均30年可能不到2次）。从房地产本身来讲，其换手率往往与其所属区域的购买力和具体位置密切相关，大城市核心商圈的物业、次中心的中低端物业换手率要高于其他物业。

相比买卖交易的低频率，后续业主的相关服务和需求则层出不穷，包括装修、家具置换、租赁维护、抵押借贷、社区服务等需求会持续、稳定的发生。居民可以不去商城购物，但是必须会回到住宅小区休息或和家人团聚。在房地产买卖交易完成后，如何更新相应的房源和业务信息，建立与之相适应的服务平台，不断为业务提供有效的增值服务是值得认真研究的。这些业务突破了必须交易的限制，使得房地产服务业向有热度的存量房地产市场纵向拓展。

（三）流程繁周期长

房地产交易流程繁琐，且周期较长。以住宅为例，无论是购置新房还是二手房，一般都需要办理贷款（担保方、银行、公积金中心等）和产权过户（与房产局相关）的手续，流程比较繁琐，交易周期也较长（特别是对新房的期房而言），具体如下所示。

图表 12 房地产交易大致流程（以住宅为例，左侧是新房，右侧是二手房）



数据来源：中国银河证券研究部

（四）价格个别形成

房地产与其他大众的投资品种相比，不同质性恐怕是其最大的特点了。由于房子必须要依附于实体的土地和确定的空间，注定了不可能存在完全相同的房子。在这种情况下，房子的价格统计往往是个很复杂的问题，特别是在低频交易下。对于大部分房子来讲，一个确定的交易单元往往从建设开始到拆除可能只被交易 5 次左右（或者更低），而且分布的年限可能差异很大，在交易都没有连续性的情况下，我们很难说这个房子的价格是一个什么样的走势。但是如果将房价放在一定范围的小区来考察，我们可以发现平均每年都可能都有房子在成交，这样交易的连续性就有了保证。但是也开始带来了房价的结构性问题，表现在户型、面积、朝向、位置等的差异。如果考虑一个大片区的房价，结构性的问题就更为严重，还包括产品类别、周边配套、地理位置等。因此，要对房价展开定量研究首要的问题就是尽可能降低其结构性影响。

房子的不同质性是其价格个别形成的根本原因。正是因为房屋价格的个别形成，房价的销售方式永远只能是零售，销售形态不可能发生本质的变化，这是房地产 O2O 与其他可以批发类产品 O2O 核心的区别。房地产价格的个别形成是批发类平台公司进军房地产领域的噩梦，却为传统的房地产服务公司探索 O2O 之路提供了空间。

（五）地域属性

房地产是不动产，其地域属性特征鲜明。由于其地域属性，房地产市场呈现碎片化和区域化的特征。碎片化的特征注定了无论是对于开发商还是代理商，市占率的提升是比较缓慢的过程（相比其他行业）。开发商提升市占率需要进入新城市、区域深耕、销售要上量，往往需要大量的资金投入和长时间的滚动开发；代理商的市占率提升稍微容易，一般是品牌效应+线下销售团队的扩张，只涉及到人力成本和管理成本，因此比开发商提升市占率要快。此外，房地产

的地域属性注定了地域垄断力量的强大,因此任何线上看起来能复制的东西到线下去往往面临很大的困难,适当联合当地的优异资源实现共赢几乎是较为常见的选择。

(六) 深度服务

由于房地产交易的金额大、流程繁、周期长,对普通人而言都是十分慎重的交易行为,再考虑到实地看房和价格磋商,一般需要专业经纪人提供咨询和服务。

第一,服务人员能提供真实的房源信息,甚至还包括指定房屋或可比房屋的历史交易情况,使得客户的预期目标更能契合实际,而且很多房源必须要通过中间服务人员才能联系上对手方;

第二,在利用借贷资金和税费规避方面,专业人员往往有充足的经验、信息和渠道优势,能为客户节省不小的开支;

第三,专业服务人员的盈利模式正在从“利用不对称信息促进成交赚取佣金”向“提供专业服务”转变。往未来看,随着移动互联网的普及,拟交易房源信息的公开越来越容易,利用信息不对称赚钱的空间越来越有限。而以后的经纪人也不仅是开发商和业主的代言人,不仅需要提供基础信息带领看房选房,还需要站着客户的角度提供有专业价值的建议。

互联网金融与移动互联网

世联行毫无疑问是移动互联网改造房地产服务业的生动实例,但是改造的起点是从公司涉足小贷业务开始的(实际上就是属于互联网金融下面的供应链金融的一部分),这里主要是探讨下互联网金融的大致框架和移动互联网改造传统行业的特点。

(一) 互联网金融的发展历程

2012年被誉为中国互联网金融元年,2012年3月,平安陆金所推出P2P业务;2012年8月,CF40论坛上有人发表《互联网金融模式研究》,首次提出互联网金融的概念、理念和理论。2013年,互联网金融开始全面爆发,包括阿里、新浪在内的多家上市公司开始涉足互联网金融业务,国内以第三方支付、P2P网贷平台和众筹平台为代表的互联网金融开始竞相发展,成为金融创新的主力军。截至2013年7月,央行已经发放250张第三方支付牌照,同时网贷平台迅速增长。互联网金融作为金融创新的重要标志开始成为金融、互联网及产业巨头的新战场。2014年,互联网金融创新,不仅在投资理财、产品服务创新上层出不穷,更重要的是在各种模式的创新上更加多元化,互联网金融新业态还处在蓬勃生长之中。

图表 13 13年以来互联网金融行业重大事件

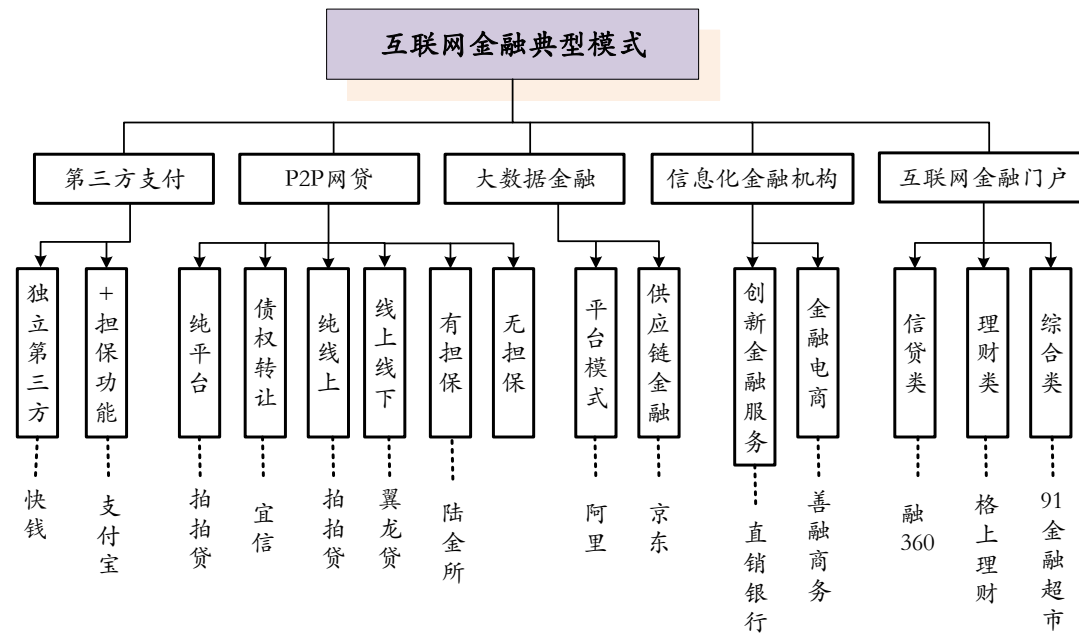
时间	事件
13年6月13日	支付宝联手天弘基金上线“余额宝”,上线3个月规模达到556亿
13年8月1日	国内第一家银行电商——民生电商成立
13年8月7日	微信5.0上线,增加“微信支付”功能
13年10月9日	阿里11.8亿控股天弘基金
13年10月21日	百度金融宣布理财计划“百发”将上线,百度正式进入互联网金融
13年11月6日	首家互联网保险公司——众安在线财产保险股份有限公司开业
14年1月17日	央视曝光支付宝找回密码漏洞,互联网金融安全引恐慌
14年1月21日	微信5.2上线,“抢红包”使腾讯阿里移动支付争夺战正式打响
14年3月5日	“互联网金融”一词首次被写入政府工作报告
14年7月25日	前海微众银行、天津金城银行、温州民商银行三家民营银行正式获批筹建
14年9月29日	银监会通过浙江网商银行筹建,同时获批的还有上海华瑞银行
14年12月12日	全球最大的P2P网贷平台LendingClub在美国纳斯达克上市
14年12月28日	前海微众银行成为首家上线的互联网银行
15年2月14日	滴滴和快的合并,新公司将实施Co-CEO制度
15年2月18日	微信红包收发总量达10.1亿次,是2014年的200倍
15年3月26日	博鳌亚洲论坛发布《互联网金融报告2015》

数据来源:公司数据 中国银河证券研究部

互联网金融的本质特征是以大数据和高效低成本为核心,为最广大而非高净值的客户群体提供金融产品或服务。从这个角度来讲,互联网金融可以分为第三方支付、P2P网贷、大数据金融、信息化金融机构和互联网金融门户五大典型模式。第三方支付指具备信誉保障的非银行机构在用户和银行支付结算系统间建立的电子支付模式;P2P网贷是个人对个人通过第三方互联网平台的直接信贷模式;大数据金融是依托非结构化数据通过云计算挖掘分析,与传统金融

服务相结合而发展的创新金融通模式；信息化金融机构是以互联网技术为核心，实现产品、经营和管理全面信息化的金融机构；互联网金融门户是提供金融产品或服务、信息资讯或搜索等为核心的网络平台。

图表 14 互联网金融典型模式



数据来源：互联网金融，中国银河证券研究部

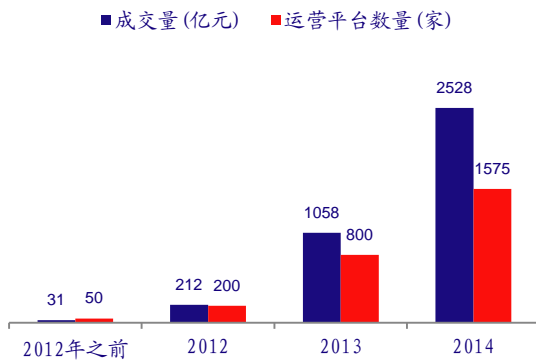
(二) 典型模式核心特点

第三方支付可以分为线上互联网、线下实体和移动支付业务。线上支付业务中支付宝凭借电商平台优势占据半壁江山，财付通市占率 20%左右，寡头龙头格局已然形成；线下支付业务中，银联可谓一家独大，占据 90% 市场份额。第三方支付中，有交易平台的担保支付模式大行其道，核心原因在于三点。1) 解决了网上交易诚信和安全问题，促使了交易的产生；2) 虚拟账户沉淀海量数据，为打造信用体系提供了基础；3) 从用户个人角度设想应用场景，充分挖掘支付需求改善用户体验从而提升用户粘性。根据艾瑞咨询的数据显示，2014 年我国第三方互联网线上支付交易规模 8.08 万亿，同比增长 50.3%；而第三方移动支付交易规模达 6 万亿，同比增长 391%（13 年增速 707%），预计 2018 年移动支付的交易规模达到 18 万亿。

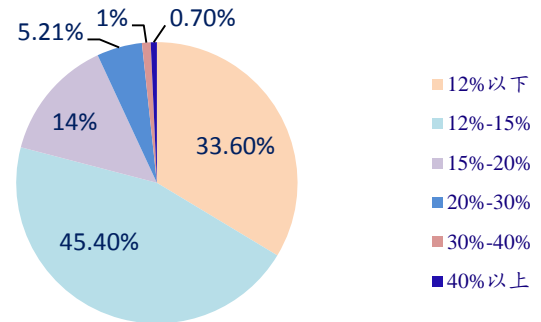
P2P 网贷自 12 年以来发展迅猛，根据不完全统计，13 年网贷运营平台增加了 3 倍，平台交易额增加了 4 倍。14 年网贷平台的交易额已经达到了 2500 亿元。在我国 P2P 网贷平台服务群体主要是工薪阶层和小微企业主，借款目的多为信用贷款及临时资金周转，借贷类型以抵押借款及信用借款为主。P2P 网贷平台一般会向借款人收取管理费和担保费用，大概为平台年度成交总额的 12%，加上给投资人的年化收益率（12-18%之间），借款人年化综合成本大概在 24%-30%。根网贷之家介绍，目前部分 P2P 平台上信用贷款逾期率 20%左右，担保抵押的逾期率 5%左右。P2P 网贷的核心在于 1) 对信贷资产风险的识别与控制（即逾期率和坏账率要控制在平均水平以下），在我国信用环境尚不成熟和完善的情况下，一般需要探索线下和线上

结合的模式而非纯线上模式；2）将信贷资产拆分成流通强的产品在网上迅速筹款（比如宜信将大金额、长期限的债权资产分解为小额、短期的、滚动的债权资产）；3）在特点场景下开发信贷资产的能力，并将其迅速传导到平台与投资人对接（规模化、滚动化、可持续的借贷行为，可能需要平台适度提高担保、或引入征信资料、或建议相关数据库）。

图表 15 我国网贷近几年发展规模



图表 16 2015年3月各网贷平台综合利率



数据来源：网贷之家、中国银河证券研究部

大数据金融是指依托于海量、非结构化的数据，通过互联网、云计算等信息化方式对其数据进行专业化的挖掘和分析，并与传统金融服务相结合，创新性的开展相关资金融通工作的统称。大数据金融对资金融通的三个方面进行创新，扩大能够纳入合格资金被融通的范围，增加了资金融通的方式和场所。拥有大量用户行为数据的公司，都在通过整合自己掌握的数据力图侵入传统的金融行业的势力范围。大数据金融可分为平台金融和供应链金融两大模式。平台金融是平台企业对其长期以来积累的大数据通过互联网、云计算等信息化方式进行专业化的挖掘和分析，并创新性的为平台服务企业开展相关的资金融通工作。供应链金融是核心龙头企业依托自身的产业优势地位，通过其对上下游企业现金流、进销存、合同订单等信息的掌控，依托自己资金平台或者合作金融机构对上下游企业提供金融服务。大数据金融的核心 1) 海量的、非结构化数据有壁垒、可持续增长；2) 对数据的挖掘和分析实现从信息服务到交易服务的过渡；3) 消除信息不对称，在特定场景下使得新型的金融行为能否产生；4) 最终要提升物流、信息流和资金流的流转效率。

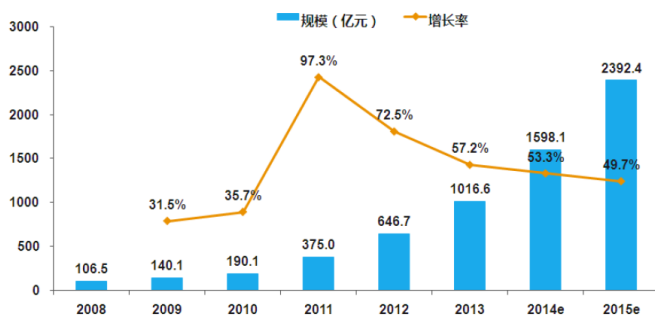
信息化金融机构是金融创新的产物，能使金融服务更加高效便捷、资源整合能力更为强大、金融创新产品更加丰富。信息化金融机构运营模式分为传统金融业务电子化模式、基于互联网的创新金融服务模式、金融电商模式，其中金融电商模式最为典型，要么自建要么与大平台网络公司合作。信息化金融机构的核心 1) 信息化技术层面的业务创新能力；2) 建立起依托互联网平台的金融生态系统，平台能扩展营销渠道、降低交易成本和分担转移风险。

互联网金融门户是指利用互联网提供金融产品、金融服务信息，汇聚、搜索、比较金融产品，并为金融产品销售提供第三方服务的平台。互联网金融门户在国内的主要形式有 P2P 网贷类门户、信贷类门户、保险类门户、理财类门户和综合类门户。互联网金融门户能够降低金融市场信息不对称程度，改变用户选择金融产品的方式，并形成对上游金融机构的反纵向控制。互联网金融门户的核心 1) 契合网络应用纵深化、服务垂直化趋势；2) 专注细分市场，从综合门户到垂直门户，从通用搜索到垂直搜索，从信息服务到交易服务。

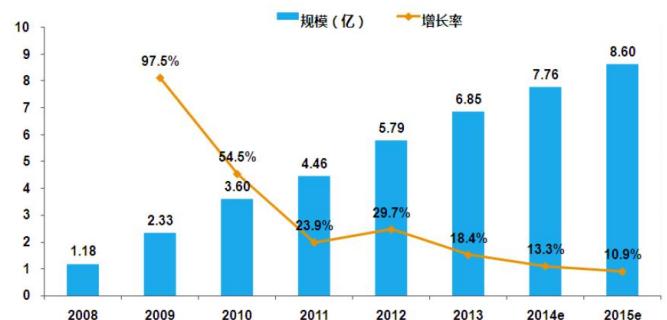
(三) 移动互联网发展特点

移动互联网是指用户用手机、平板电脑或其他手持终端设备通过移动通信网络或 wifi 热点接入互联网，结合了移动通信和互联网的新型互联网生态系统。DCCI 数据预测，未来几年中国移动互联网市场规模将保持高速增长，在 2015 年将达到 2392.4 亿元。移动互联网网民规模在 2012 年超越 PC 互联网后，13 年已达 6.85 亿，增速 18.4%，预计 15 年规模达到 8.6 亿。

图表 17 中国移动互联网市场规模及预测



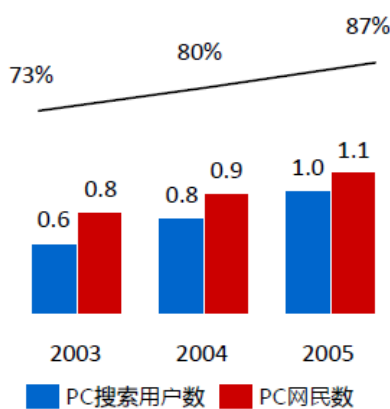
图表 18 中国移动互联网网民规模及预测



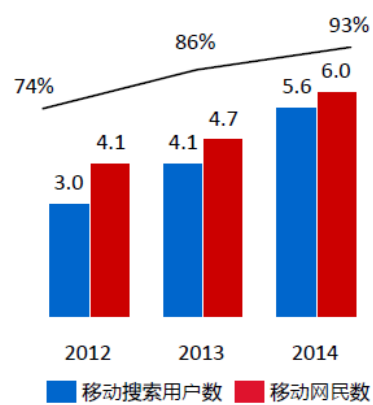
数据来源: DCCI、中国银河证券研究部

根据百度发布的移动互联网发展趋势报告，移动互联网市场格局有以下特征：1) 移动互联网马太效应凸显，主要应用垂类 Top3 APP 的份额均已超 70%；2) BAT 三家占据移动端 Top20 APP 中的 17 个，生态控制力强于 PC 端；3) BAT 在移动端占据的媒体时长近 60%，控制力同样超过 PC 端；4) BAT 的超级 APP（拥有庞大的用户数、用户手机上的“装机必备”的基础应用）已经在“连接人与服务”的新战场展开正面交锋；5) 用户更愿意在超级 APP 中寻找和使用生活服务，而不是安装独立的生活服务类 APP。移动搜索经历了与 PC 搜索相似的发展历程，但是发展速度更快。

图表 19 PC 搜索用户数与网民渗透率



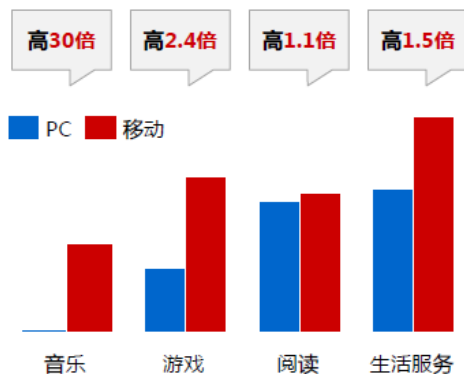
图表 20 移动搜索用户数与网民渗透率



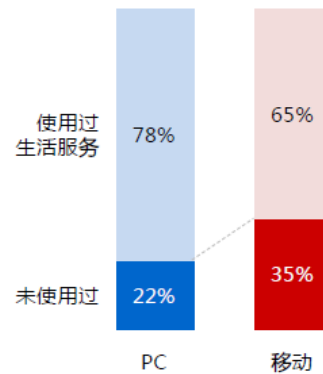
数据来源: 移动互联网发展趋势报告、中国银河证券研究部

相比 PC 端，移动端用户往往更容易处在消费的场景中，不管是从付款意愿、还是使用的频率来看，明显强于 PC 端。

图表 21 用户在移动端付费意愿高 (14Q4)



图表 22 用户移动端使用生活服务的比例高 (14Q4)



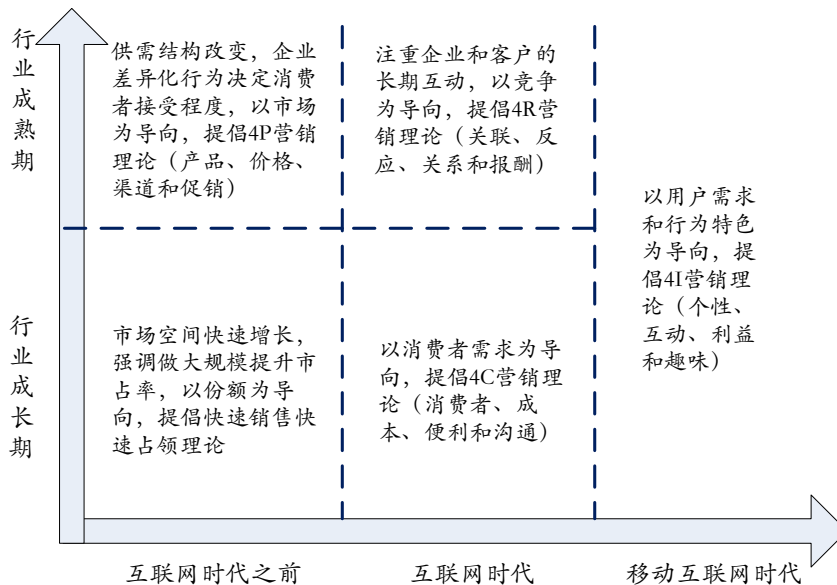
数据来源: 移动互联网发展趋势报告、中国银河证券研究部

移动互联网一旦有效地将人与服务深度融合, 将会对传统服务行业产生颠覆性的冲击。以滴滴打车为例, 我们可以看到移动互联网改造出租车行业的巨大力量。12年9月滴滴打车 1.0 问世, 12月获得 A 轮 300 万美元融资(金沙江创投), 13年4月获得 B 轮 1500 万美元融资(腾讯), 13年6月发布 2.0 版本, 13年10月滴滴打车以 59.4% 的市占率超过了其他所有打车软件。14年1月, 发布 2.6 版本, 滴滴打车正式与微信开启合作, 可以用微信支付车费, 同时获得 C 轮 1 亿美金的融资。自 14年1月起不到三个月, 滴滴打车用户从 2200 万增加至 1 亿, 日均订单量从 35 万增长到 522 万, 超过了京东、淘宝移动和美团, 成为了国内最大的移动互联网日均订单交易平台。14年 Q1 滴滴打车市场份额达到 60.2%。14年12月, 滴滴获得新一轮超过 7 亿美元融资(淡马锡、国际投资集团 DST 和腾讯主导)。2015年2月滴滴打车与快的打车进行战略合并。目前滴滴打车平台在全国共有过亿的注册用户, 而在司机端也有超过百万名出租车司机, 覆盖全国超过 300 个城市, 日高峰订单超过 530 万单。滴滴成功的核心在于 1) 出租车市场的特点(碎片化, ToC, 生活服务相关)完美契合移动互联网容易侵入行业的特征; 2) 获得腾讯入股后与微信支付相得益彰; 3) 通过红包营销强占流量奠定市场地位; 4) 不断深化服务开拓新领域, 比如专车、企业用车等等。

(四) 移动互联网进军房地产

互联网时代的到来, 改变着或将要改变众多行业的营销模式和生存业态。而移动互联网与部分传统行业的结合不仅仅是营销模式的改变, 还是产业资源整合速度和发展阶段的巨大变化。

图表 23 移动互联网时代行业的营销模式被颠覆



数据来源：中国银河证券研究部

通过前述分析和案例，我们可以看出移动互联网容易改造或者改造起来十分快速的行业特征：1) 面向 c 端客户，B2B 也需要转为 B2C2B；2) 与大众消费相关，最好属于高频小额的交易行为；3) 能和高频应用 APP 或超级 APP 在端口或业务上有紧密链接；4) 场景转换为交易迅捷，比如能直接通过支付宝、微信等方式支付；5) 满足了用户的体验。但是房地产交易和相关服务与一般消费品的交易或服务存在很大的不同，其特征我们在之前已经陈述过，因此移动互联网改造房地产行业目前来看还是处于起步阶段，但是随着线下资源整合的加速以及线上平台的分化，未来的改造进度必定会逐步加速。

这里，我们从理论的层面分析行业的痛点以及移动互联网的可能解决方案，下一章节我们将联系实际探讨房地产服务业的现状以及移动互联网改造情况。

痛点一： 房地产交易金额大、税费繁多，除了银行提供的按揭贷款，其他房地产金融服务的需求远未得到满足。从这个痛点来看，金融服务是促成交易的重要切入点，世联行以此为突破口，在顺应移动互联网改造房地产服务业趋势下迈出了坚实的第一步。值得注意的是，其他房地产金融服务远不止针对新房的首付贷。移动互联网的解决方案可以通过搭建 P2P 平台，连接真实的其他房地产贷款需求和分散资金，通过信贷资产审查、贷款人征信和历史还贷记录评估、第三方担保等手段对债权在时间和金额上进行分割排序，促使成交。

痛点二： 房地产交易特别是二手房交易服务深度和可信度不足，服务转换成交率不高，部分中介利用信息不对称赚取超额佣金、有效服务不足。移动互联网的解决方案可以是打造真实房源平台解决信息不对称的问题，通过经纪人平台引入服务评价和信用评价体系，解决经纪人短期行为问题，从中长期来看，经纪人通过促使成交赚取佣金的盈利模式也可能会被打破。

痛点三： 客户持有的非标准化的、流动性较差的房产，变现能力较差。移动互联网的解决方案可以是设计灵活的分时出租或买入返售等资产管理模式，实现非标准房产的盘活和变现。这一形式的高级形式就是房地产投资银行，大量的、非标准化但能带来持续现金流的房地产可

以被设计成统一的债权、物权或收益权，通过 REITs 进行分割出售，扩大流动性和变现能力。

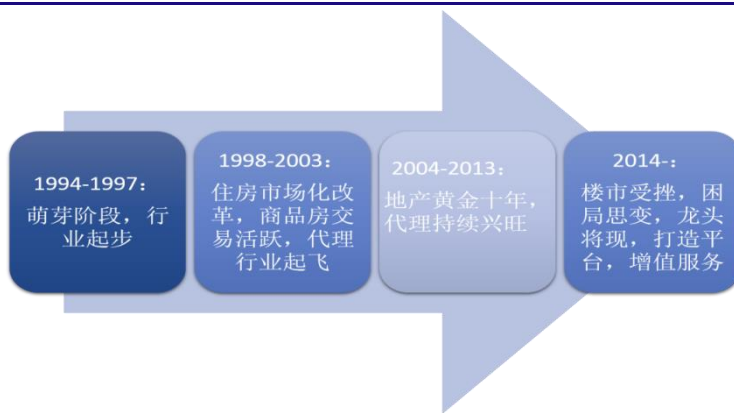
痛点四：房地产交易之后会有高频的其他消费需求，比如装修、家具、生鲜超市、生活配套服务、医疗护理、老人和小孩的专属服务、邻里社交等等，这些消费和服务需求往往以社区为核心，呈现明显的地域属性，随意此前在交易环节沉淀的客户信息具有高度的商业价值。移动互联网的解决方案可以有很多种，有专门以社区节点为核心提供医疗服务的社区服务商，以社区邻里社交为切入点的社区社交运营平台，或以线下生鲜超市为切入口的社区配套服务 O2O 等等。

服务行业资源整合加速

(一) 行业集中度明显提升

1994年《城市房地产管理法》出台，国家正式许可房地产经纪活动，1998年国务院进一步深化城镇住房制度改革，国内房地产策划及代理服务业开始蓬勃发展。2003年国务院明确房地产业为国民经济支柱产业，房地产策划代理业持续兴旺。2014年开始随着房地产市场进入白银时代，移动互联网浪潮的兴起，房地产策划代理商开始谋求业务拓展和触网升级。

图表 24 房地产策划代理业发展历程



数据来源：中国银河证券研究部

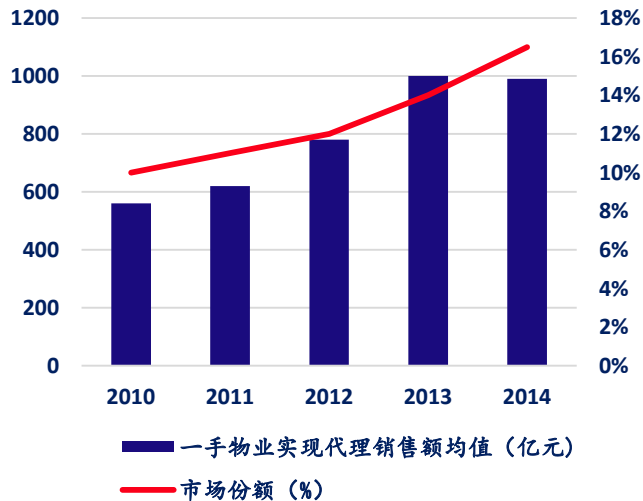
2014年房地产市场开始萎靡、人力成本上升、行业竞争加剧，代理佣金费率也难以提升，扩大代理规模、拓宽业务模式成为代理商打开利润空间的出路所在。龙头企业不甘受内生增长空间的掣肘，着手并购扩张，铺开业务，地产策划代理行业集中度不断提高。根据中指院的报告，2014年中国策划代理公司前100强的市场份额为34%左右，其中Top10企业市场份额为16.26%，同比增长2个百分点，Top11-50企业市场份额为13.26%，同比小幅增长0.64个百分点，Top51-100企业的市场份额为4.63%，同比下滑0.95个百分点，相比较看来，市场集中度明显偏向规模及品牌优势显著的企业。

图表 25 2014 中国房地产策划代理综合实力 TOP10

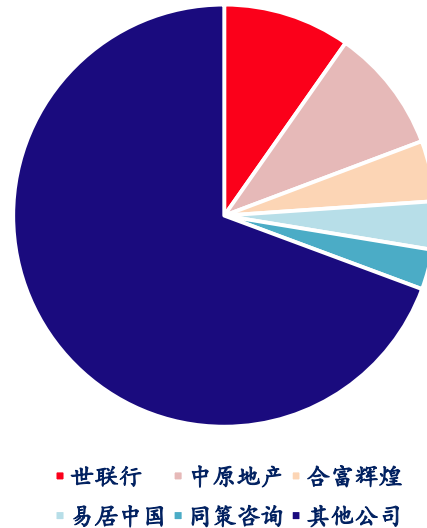
1	深圳世联行地产顾问股份有限公司
2	易居（中国）控股有限公司
3	合富辉煌集团控股有限公司
4	同策房产咨询股份有限公司
5	北京思源兴业房地产经纪公司
6	上海策源置业顾问有限公司
7	伟业顾问集团
8	广州保利地产代理有限公司
9	上海华燕房盟网络科技有限公司
10	北京金网络联行地产顾问有限公司

来源：中指院、中国银河证券研究部

图表 26 房地产代理行业 Top10 市占率不断攀升



图表 27 前五名策划代理商市占率对比



数据来源：中指院、中国银河证券研究部

2014 年，综合实力 Top10 企业分公司和进入城市个数均值分别为 32 个和 60 个，规模扩张更显谨慎。在城市选择方面，Top10 企业一方面退出风险较大的部分三四线城市，选择性地进入一二线前景较好的城市，城市进入更加谨慎和科学；在资源整合方面，Top10 企业通过收购在当地具有较强竞争力的中小企业，提升所在区域的市占率。如上图所示，房地产策划代理行业前五已占整个行业份额的四分之一以上，资源整合已经成为趋势，行业龙头已现鼎立局面。

(二) 积极拓展新型业务

随着房地产市场结构的变化，房地产市场的成交重心将逐步从新房转向为存量房，一手房代理业务增速将明显落后于二手房经纪、房地产金融和社区服务等业务领域。因此，具有资金和资源优势的 Top10 企业将房地产金融服务、物业资产管理服务作为未来业务发展的重要领域。

图表 28 2014 年以来部分龙头公司业务拓展情况

世联行	金融服务 资产管理 经纪业务 战略合作	主推家圆云贷产品，2014 年放贷 1.96 万笔，金额 19.7 亿元 2014 年在管面积 228 万方，新签约 18 个全委托项目 2015 年出资 4.2 亿收购 Q 房网 15% 股权，拓展二手房服务入口 与搜房网合作，在大数据、房地产互联网金融领域合作
合富辉煌	金融服务 战略合作	推出保来小额贷款，为置业者解决燃眉之急，升级理财金融服务 与搜房网合作，在房地产互联网金融领域合作
思源经纪	物业服务	启动“社区通”，打造以社区为入口的互联网服务平台
同策咨询	互联网金融	推出“合家贷”，与搜房网成立合资公司，提供房地产互联网金融服务

来源：中指院、中国银河证券研究部

新型业务的拓展带来了成本的上升和毛利率的下降。2014 年百强策划代理企业平均营收为 31460 万元，毛利率和净利率分别为 42.42% 和 21.13%，同比分别下降 7.42 和 1.47 个百分点。

点。企业在业务拓展方面，加大了互联网方面的投入，在硬件购买、软件提升、人员培训、高技术人才引进等方面扩大支出，不可避免造成了净利率下行的局面。2014 年百强企业技术研发投入均值 2860 万元，员工培训投入均值 1840 万元，合计占营收之比近 15%。

但从中长期看，传统的策划代理商必须借助互联网技术积极谋求转型，才可能会打开新的增长空间。比如打造线上营销平台提升蓄客量和成交转化率，提供互联网金融产品挖掘客户需求，多元化业务协同发展突破单一业务模式的天花板等。未来中国房地产代理策划行业的发展趋势必然是行业集中度进一步提高，而且是线下与线上相互融合，出现类似于 BAT、有能力构建生态圈的行业巨头，中小传统中介的生存空间将被不断挤压。

（三）典型企业转型模式

1. 链家地产：依靠强大资金实力外延扩张，二手线下资源转线上模式

链家地产在北京区域存量房领域具有绝对优势，二手经纪业务的持续增长使得公司有足够的资金实力开展外延式的并购和扩张，公司是典型的依赖存量市场的线下资源，向线上转型，目前是房产 O2O 领域的重要竞争者。

2001 年 11 月，链家地产成立；2005 年启动快速发展战略，店面增加到 105 家；2008 年，链家在线上上线，店面增加到 413 家，从此稳居北京二手房交易量榜首，且市场份额不断增长；2009 年公司单月业绩突破 1 亿，年度业绩突破 10 亿，年度租赁交易额过亿；2010 年公司与 IBM 签订战略合作；2011 年，链家真实房源广告全面上线，在线承诺真实房源，继大连后，南京、青岛、成都链家相继成立；2012 年，真房源全渠道推广，杭州、上海链家多店齐开；2013 年，链家在线新版上线；2014 年，链家与万科签订战略合作，11 月全面停止与搜房的合作，链家在线更名为链家网、理财产品家多宝上线。截至 2014 年，链家在北京占据 55% 的市场份额，其中靠链家网的成交额达到 25%，10% 是自行成交，其他竞争对手占 35% 的分额。2014 年链家经纪业务收入超过 50 亿，目前链家网线上进驻 9 个城市，线下门店进驻 16 城市，拥有 2500 家门店，近 3 万经纪人。

目前链家在北京有在售房源 11.8 万套，佣金费率是 2.7%，相比其他中介偏高，但链家的转换效率明显高于其他中介，原因是用户可以在线上获得北京大部分真实的在售房源，在线下看完房后可回线上比较，链家会根据用户轨迹推荐。在北京之外的地区，链家规模优势并不明显，盈利情况也差很多。链家在 14 年底正式开放链家平台，大幅提高经纪人提佣比例（最高至 70%），将公司的业务利润让员工分享，而将关注点放在经纪业务之外的增值业务和衍生业务上，是典型的互联网思维。2015 年，链家为打造万亿级房产 O2O 平台，需要有庞大的线下资源做后盾，计划新进入 8 个新地区。今年以来链家地产已经宣布完成了四起合并交易。北上广深是存量房体量最大的城市，是大型中介公司的战略重镇。链家合并对象均为沪、深、西南地区的区域性龙头中介，扩张速度势如破竹。

图表 29 链家地产线下资源布局（部分）

	区域	区域排名	门店数	员工数
易家地产	北京	门头沟第一	20	700
伊诚地产	四川	1	300	5000
德祐地产	上海	2	500	5000
中联地产	深圳	2	300	2000

来源：互联网，中国银河证券研究部

2. 世联行：打入存量市场构建平台壁垒，一手线下资源转线上模式

世联地产成立于1993年，是国内最早从事房地产专业咨询的服务机构。上市五年来，世联代理销售额和收入超过市场和开发企业增速，市场份额持续上升、行业影响力持续提升。世联行基本面良好，叠加创新服务，完善服务链条，为构建全方位的房地产服务平台奠定了基石。世联行2014年以来持续并购，继续扩大线下优势，实现外延式增长。线下先后收购厦门立丹行和青岛荣置地代理公司，线上方面入股Q房网，打开存量房资源入口，切入二手房交易领域，一二手联动意图明显。

Q房网以网络找房、O2O 特许加盟、新房电商、住房金融为四大核心平台。2009年，Q房网创始团队敏锐地捕捉到了互联网引领房地产行业变革的商机，提出了打造“中国领先房地产互联网平台”的战略规划，截至2014年7月，已在华南、华东、中西部地区16个城市设立分支机构，并于珠三角、华东等地发展了300余家品牌特许加盟店。Q房网采用开放的独立经纪人平台，利用互联网和云端大数据库为客户提供优质的二手房服务。Q房网在华南及华东有27万套二手房源，世联行可以利用Q房网庞大的C端资源，拓展金融业务和电商业务。

3. 搜房网：利用流量优势切入交易端，线上转线下模式

搜房1999年成立，经历过多次扩张目前已经进入330多个城市，是我国最大的房地产信息垂直门户。之前主要是ToB的服务（广告和广告电商），虽然流量大但是变现能力较差，未来随着房地产市场由卖方市场边成买方市场，交易市场会比广告市场大很多。公司从14年三季度筹划转型ToC端，切入交易市场，主要是方式是推行直销（团队来自于自己员工以及通过和二手中介合作），今年初又开始涉足租房市场。搜房目前搭建的是互联网媒体信息平台、交易平台和金融平台，改变之前过度依赖中介公司购买端口套餐的模式。

根据TALKINGDATA数据显示，截至2014年12月搜房网房天下APP在房产移动类应用的覆盖率和活跃度均稳居首位，遥遥领先于同行业其它竞品；截止2015年1月，PC及移动平台月度活跃用户数8200多万。搜房网(FANG.COM)拥有4200多万对买房、卖房、装修有强烈需求的注册用户，近2000万准购房意向的搜房卡会员。

2014年7月，搜房与国内知名代理公司世联行、合富辉煌达成协议，共斥资近10亿元入股两家公司，分别称为两家公司的二股东。14年8月，公司发布转型的内部信，要求去媒体属性，提出向房产交易平台转型战略。14年10月，搜房又以5100万美元价格入股21世纪不动产，向二手房销售业务渗透，加快打通线上和线下交易的通道。针对二手房搜房还有交易中心，线下的交易中心为经纪公司、购房者提供一站式的权证过户、金融等服务，线上的交易中心则是通过交易平台打通搜房APP的业务、购房者账户、搜房帮账户的经纪人账户，交易的每一方都能看到交易进程。

4. 安居客：专注信息服务平台，不涉足交易端

安居客房产品牌创立于2007年，总部设在上海，是一家网上找房信息服务平台，尤其在高端二手房和新房领域，以及一线主要城市中拥有很大影响力。安居客集团在全国31个城市设有分公司，员工超过1500人，网站每月独立访问用户已突破6900万。目前，安居客的足迹已经遍布全国超过31个城市，注册用户超过1200万。在线房源总数超过300万套，尤其是二手房源，覆盖了安居客所在城市中95%以上的在售房源。无论从深度还是广度而言，堪称拥有业内最全房源的专业房地产租售服务平台。

2015年3月，58同城2.67亿美元收购安居客100%股权，将成立58安居客房产集团，继续坚持只做平台的定位，构建面向新房、二手房、租房等全领域业务。而安居客仍将保有品牌

独立性，保留其网站、APP 等品牌资产。安居客的新房业务线会直接融入 58 同城；在二手房上，安居客过去在一线二线城市积累的高端房产资源是 58 同城很好的补充，而在租房领域 58 同城的优势明显。安居客创始人兼 CEO 梁伟平称，新的 58 安居客绝对不会跟中介对立，依然会坚持平台的方向，绝对不会做交易，更不会自己雇佣经纪人做中介公司，58 同城也是立足于线上的信息平台，绝不会在房产领域涉足中介和交易环节。

5. 房多多：领先的 O2O 房产交易服务平台，线上向线下进攻

房多多创立于 2011 年，是领先的 O2O 房产交易服务平台，主要发展思路是以房产交易经纪人平台为切入点，倡导全民经纪人理念，通过联合中小型中介资源发展全民经纪人，对接真实住房需求，通过成交触发佣金分配，随着经纪人资源和销售房源的增多，再切入到二手房市场和金融服务市场。房多多目前拥有员工 3000 余人，其中产品、技术团队成员占比超过 20%。截止至 2015 年第一季度，房多多已与全国 5,000 余家经纪公司达成战略合作，覆盖全国 50,000 余家经纪门店，在线经纪人逾 50 万人。房多多与房企展开合作的项目达 1,000 个。2014 年，房多多进军二手房市场，并将此作为公司 2015 年重点战略布局领域，加速推进。房多多二手房平台引入经纪人信用评价体系，通过 100% 的真房源和海量的在线经纪人服务，房多多为购房者提供了多样化的选择和专业服务。目前二手房业务已扩展至上海、北京、广州、深圳等十个城市。2015 年初，房多多正式布局基于真实房产交易的互联网金融，打造房多多金融服务平台。

房多多的价值在于放大了经纪人的“连接功能”。找开发商拿项目，再把新房分发给能够直接接触到购房者的经纪人，用二手房的流量拓宽新房的销售渠道。当房多多平台上聚集的经纪人日益增多时，它便拥有了与开发商谈判的筹码。房多多说服地产商将新盘放到房多多的平台上，让原本只从事二手房的经纪人向消费者推广新房。在销售成功后，向地产商收取佣金，经纪人获得激励，消费者也找到了合适的房源。目前房多多旗下拥有房源宝、房点通、客多多、房多多经纪人和房多多等多款 APP 产品。

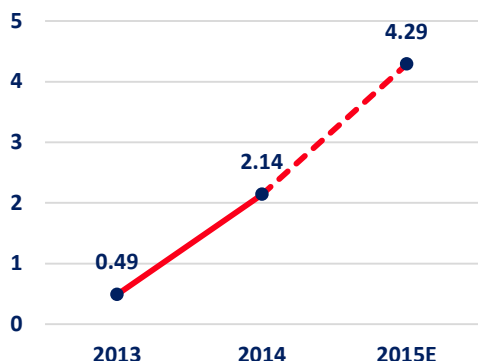
图表 30 房多多经纪人网络平台盈利模式



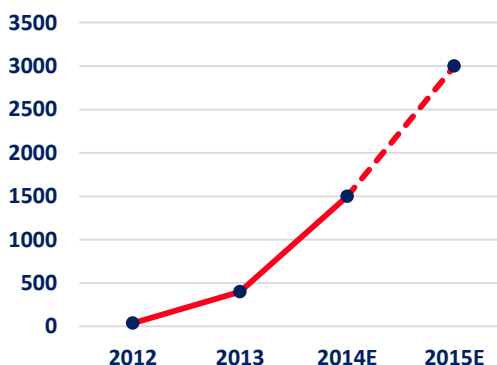
来源：互联网、中国银河证券研究部

房多多自 13 年以来显示了惊人的发展势头，通过平台经纪人成交的销售额持续创出新高。由于龙头代理商所占市场份额不及其余中小代理商之和，目前房多多的代理销售额还未到天花板，预计房多多在 15 年依然能维持高增长。

图表 31 房多多市场份额不断攀升



图表 32 房多多平台销售额大幅增长



数据来源：新财富、中国银河证券研究部

此外，房地产服务业中还有一些企业，比如中原地产，涉足产业链金融，比如好屋中国，与房多多类似，我们在此不再一一赘述。

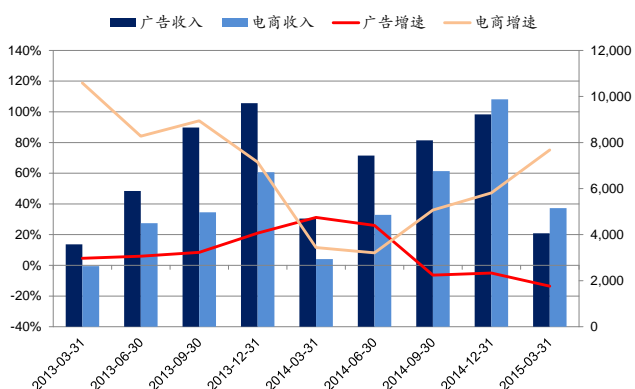
(四) 行业资源对比分析

从房地产垂直门户到传统的二手房经纪公司，都在从不同角度去布局房地产 O2O，到底是线上到线下的企业更容易成功，还是立足线下的企业更有竞争力？中长期看是否会有一家类似京东类的房地产平台企业完全实现房地产生态链 O2O 闭环，产生马太效应后赢家通吃？在寻找这些答案之前，我们有必要首先从产业链和用户体验两个角度去梳理行业的核心资源，以探索企业布局 O2O 的可能最佳路径。

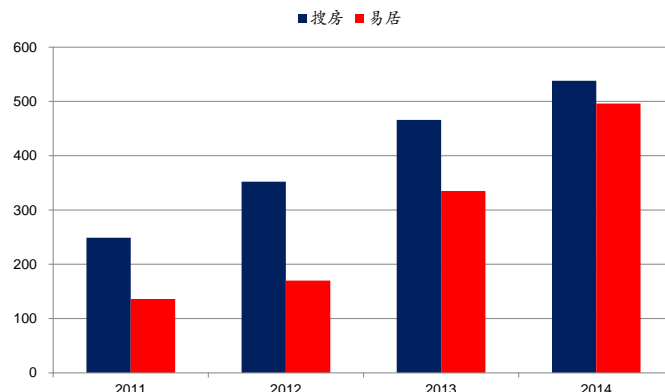
1、房产营销在移动互联网冲击下加速渠道化、生态圈打造影响在线广告市占率

房地产垂直门户龙头尽管占据着房地产营销广告市场的重要份额，但是随着移动互联网的发展及各类应用 APP 的普及，传统房地产门户网站受到了明显的分流影响。另外，引导广告流量向交易端的转型也吞噬了媒体广告的收入空间。比如搜房从 14 年二季度来时广告收入的增速就明显下滑，但是电商收入增速却持续增长。

图表 33 搜房广告收入增速持续下滑（万美元）



图表 34 搜房在线收入与易居对比（百万美元）



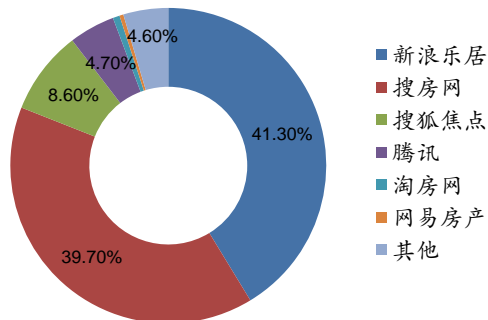
数据来源：移动互联网发展趋势报告、中国银河证券研究部

线上企业龙头公司的优势尽管依然存在，但是不介入交易端的企业不可避免面临广告收入被分流的问题，介入交易端的企业又面临和线下龙头公司直接竞争的问题，而且也会颠覆自身

的传统盈利模式。值得说明的是，线上广告的市场空间依然在增长，根据 Analysys 易观智库研究显示，2014 年第 4 季度中国新房品牌网络营销市场规模达到 30 亿元，与上季度相比环比增加 20.6%，与去年同期相比增长 17.4%。从广告主数量情况来看，2014 年第 4 季度广告主数量达 5231 个，环比增加 7.9%，与去年同期相比提升 14.4%；房地产网络广告主平均 ARPU 值为 57.5 万元，环比提高 11.7%，与去年同期相比增长 2.6%。环比增长的主要原因在于房产网络营销的方式多样，房地产网络媒体通过多渠道、多入口以及重金融服务等方式来刺激市场，网络营销的投放效果刺激广告主广告投放 ARPU 值逐步增长。

总体而言，以信息发布为主的房产媒体平台（如安居客、百度乐居等）与房产 O2O 相隔最远，面临各类移动端 APP 的影响也会比较大。从房产媒体平台转型房产媒体电商的，如搜房网、House365、新浪乐居、搜狐焦点等，相比房产媒体平台，向 O2O 迈出了一大步。这些企业在线上流量和品牌辨识度方面确实存在明显的优势，但是却缺乏线下资源，导致无法控制和引导客户行为，难以形成强大的壁垒。

图表 35 2014Q4 新房品牌网络营销投放分布



图表 36 搜房与乐居核心指标对比

类别	搜房网	乐居
2015Q1 收入	1.23 亿美元	0.93 亿美元
线上广告市占率	40%，占比略有下降	41%，占比上升明显
电商/市占率	38%	37%
二手房挂牌	56%，有明显下降趋势	6%，增长不显著
进入城市	330+	259+
移动端 APP	搜房 APP、新房帮、搜房帮、装修帮 APP	实惠 APP、房牛加等

数据来源：易观智库、公司网站、中国银河证券研究部

2、零散经纪人资源整合在移动互联网浪潮下加速进行，线下效率提升从场外切入场内

白银时代的房地产销售至少有两大大痛点，其一是如何通过线上平台精准匹配意向客户，其二是一旦客户介入线下，如何提升线下成交转化率。两大痛点的解决都需要依赖庞大的、分散的线下经纪人资源。于是，专注于整合线下分散经纪人资源的平台应运而生，代表企业是房多多和好屋中国。房多多通过建立房产经纪人分销平台，整合线下零散的房产中介和职业经纪人资源，对接开发商、买房人和业主，与阿里巴巴 B2B 业务有些类似。好屋中国将经纪人进一步延伸到全民的概念，通过社会经纪人和专业经纪人的无缝对接，大大拓展了经纪人的队伍和信息来源，社会经纪人推荐的客源由于已经是经过了初步筛选后的客源，在金准度和匹配度上会更高，从而使得推荐客源的成交转化率会提升。

由于房地产市场碎片化的特征，小体量经纪公司的市场占比是不容小觑的。房多多与好屋中国由于颠覆了传统经纪公司的盈利分配模式，扩张的路径必然是小经纪公司和经纪资源分布较为均衡（垄断性不太明显）的城市。比如房多多的移动 APP 上深圳的新房房源仅有 645 套（占深圳可售房源之比不到 2%），二手房房源在北京的仅有 1.82 万套（仅为链家的 16%），但是在成都，房多多拥有二手房源 5.86 万套，相当于链家的 55%，新房也有 7719 套。截止到 2014 年底，房多多平台累计完成的销售额约 2000 亿。好屋中国与房多多也较为类似，均是以新房销售为主，当前好屋中国的销售额中，新房占比 80%，二手房占比 20%，新房的整体佣金约为成交金额的 1%，二手房为 2%，从成交的信息来源来看，线下的信息来源占比 70%，线上来源占比 30%。好屋中国除了布局金融平台外，还开发了考拉社区，进入小区移动服务

领域，这一块是公司进行B轮融资的关键。房多多与好屋中国相比，融资要早，在团队建设、城市布局和房源方面稍微领先，好屋中国在社区入口端相比要领先。总体而言，由于二手房经纪人天生对于新房交易存在一定的抵触，比如佣金率明显不及二手房，佣金结算周期一般要长于二手房，且还涉及到项目现场人员接洽等问题（线下场外接入场内的问题），另外新房房源的拓展需要逐个项目找开发商去谈，两家公司新房房源的拓展速度都还比较缓慢，房源的增长和经纪人的增长还并未步入一个良性循环增长的轨道。

图表 37 房多多 vs.好屋中国

公司	 房多多 让买房、卖房更爽!	 好屋中国 O2O房产全民众销平台
定位	移动互联网房产交易服务平台	O2O 房产全民众销平台
口号	真房源、真服务、真交易平台	互动、分享、均利、快速
人员	2011 年创立，员工 3000 人	2012 年创立，员工 1600 名
经纪人资源	截止 2015Q1 与全国 5000 家经纪公司达成战略合作，覆盖 5 万家门店，在线经纪人超过 50 万	好屋经纪人总数已达 300 万，其中 20% 是专业经纪人，其余是社会经纪人
移动 APP	房多多、房源宝、房点通、客多多等	好屋合伙人、抢钱宝、抢客宝、考拉社区等
布局	进入 50 个城市，与品牌房企合作项目达 1000 个	已进入 42 个城市，在售合作楼盘 562 个
优势	超级 O2O 平台房商平台；2014 年进军二手房市场，首创经纪人信用评价体系；目前二手房业务扩展到 10 个城市；2015 年进入产业链金融；	考拉社区布局社区和流量导入、灵活的推荐分佣体制；好屋贷和数钱宝金融产品布局早；
融资	2013 年 7 月获得 A 轮融资 5000 万人民币、2014 年 6 月获得 B 轮融资 8000 万美元；	2014 年 7 月获得 A 轮融资 5000 万美元

来源：公司网站、中国银河证券研究部

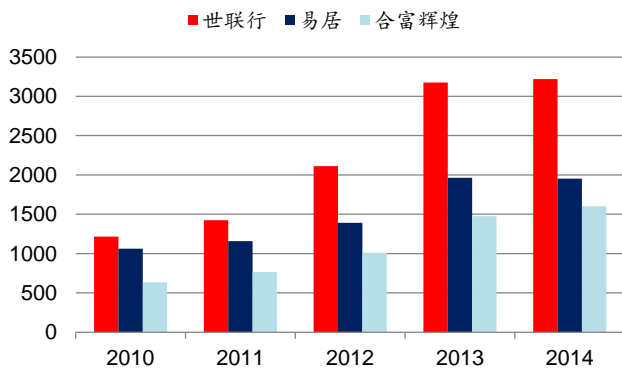
3、资源类电商强势布局，控制场景提升成交转化率

前面我们分别对比了媒体类电商龙头、中介平台类电商龙头，这里再对资源类房地产电商进行分析。资源类房地产电商是指有直接控制的、一定规模的销售人员或房源，通过不同手段将线上流量转化为线下交易的公司。由于新房和二手房的房源渠道、经纪人资源、销售行为和结算周期存在明显的差异，这里区分新房市场和二手房市场进行讨论。

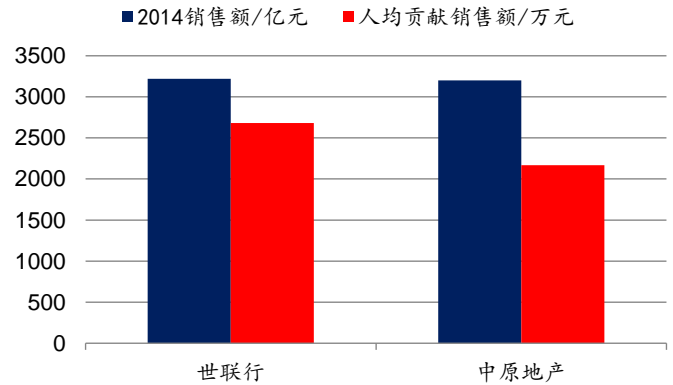
新房市场更多的是表现为城市布局和市场渗透能力，目前国内在新房市场拥有优异经纪资源的当属世联行、中原、易居、合富辉煌等公司。世联行 2010 年代理业务销售首次突破 1000 亿，成为中国销售额最大的房地产服务商；2012 年成为国内首家年代理销售额突破 2000 亿的服务商。2013 年代理销售额突破 3000 亿。2014 年公司营销业务进驻 128 个城市，有 62 个分公司，经纪人员 1.2 万人，管理 2000 多个项目案场，累计服务超 868 万客户，实现代理销售额 3218 亿。世联行有 2 万家房地产开发商客户，数量是搜房网的一倍。易居目前覆盖 150 个城市，2014 年代理销售额 1954 亿，管理项目 1015 个。合富辉煌有超过 25 家分公司，进驻了 150 个城市，新房代理项目 900 个，2014 年新房代理销售额 1603 亿元。中原地产 2014 年在内地实现的代理销售额（包括存量房、工商铺）6500 亿元（这个数据的口径可能没有世联行严格），我们预计其中新房部分在 3200 亿左右，略低于世联行。由于中原地产的数据较难获取，我们初步判断在新房代理销售领域，在开发商合作、经纪资源、城市布局和市场渗透方面，世联行和中原地产属于第一梯队，易居中国和合富辉煌属于第二梯队。从可以获取的数据来看，世联行相对于易居中国和合富辉煌的优势还是比较明显的。市场渗透方面，目前世联行也在多个城市具有明显领先的优势。从经纪人人均贡献销售额来看，世联行要强于中原地产（中原地

产按 3 万经纪人、6500 亿元合计销售统计口径估算)。

图表 38 世联行新房代理销售额优势明显 (亿元)



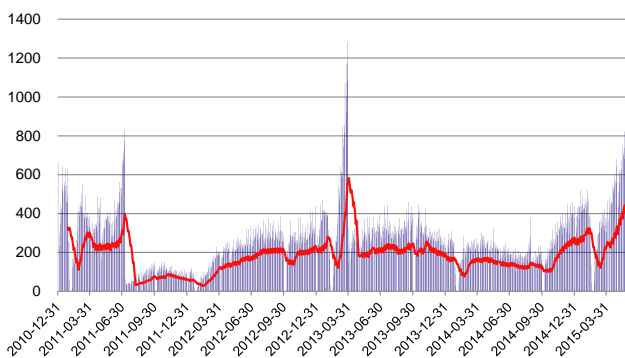
图表 39 世联行新房代理人均贡献高于中原地产



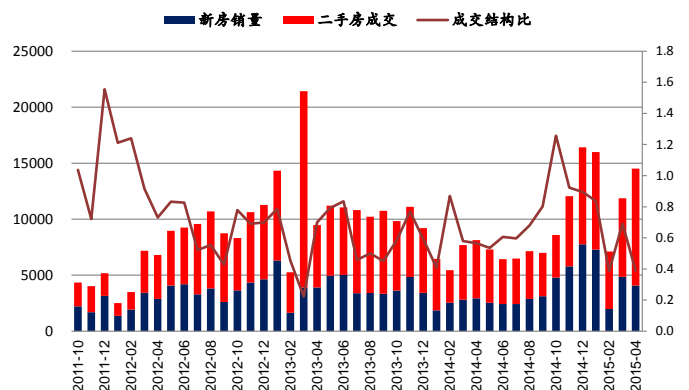
数据来源: 相关公司公告、中国银河证券研究部

存量房市场与新房市场的经纪资源差别较大, 往往呈现区域寡头的特性, 主要原因在于新房的代理销售资源往往需要跟随大型开发商的城市布局和区域深耕策略, 而存量房都是 C2C 的交易, 经纪资源跟随放盘的业主。由于我国存量房交易的体量还只是新房的 1/3, 而且不同区域存量房交易的规模和换手率存在很大的差异, 目前还没有在全国主要城市有垄断优势的存量房交易中介公司。比如深圳是典型的存量房市场, 大部分时间存量房交易量高于新房销量(按套数口径)。以 2015 年 4 月为例, 二手房成交套数为 10450 (环比增长了 49%), 新房销售套数仅为 4071 套 (环比减少了 16%), 二手房是新房的 2.6 倍。根据深圳房地产信息网 APP 的数据显示, 共有 8.84 万套房源, 中原地产是深圳最大的二手房中介, 二手房成交量市占率在 35%, 明显高于其他同行, 住宅营业店面超过 350 家。其他大型中介包括 Q 房网、美联物业、中联地产和家家顺。

图表 40 深圳二手房日成交 (套)



图表 41 深圳二手房月成交量绝大部分时间高于新房



数据来源: Wind、中国银河证券研究部

世联行竞争力要点

我们在前述章节大致阐述了房地产交易的特点、互联网金融的分类、产业链龙头公司的发展模式以及行业资源的对比。这里我们主要分析世联行的竞争要点，同时对可能演变成万亿级房产 O2O 平台的路径进行分析。

(一) 股权结构稳定、公司执行力强

世联行在 2009 年 8 月上市，当时控股股东世联中国持有 48.01% 的股份，截止到 2015 年 5 月 28 日公司宣布定增发行情况报告书之前，控股股东的持股比例一直没有发生变化，股权结构十分稳定，在定增实施后降低为 40.33%。实际控制人陈劲松夫妇作为公司创始人，领导公司从估价、新房代理、咨询顾问、资产管理和金融服务等方面不断取得突破并确立业内领导地位。在房地产进入白银时代和移动互联网改革浪潮的重要关口，实际控制人审时度势，锐意改革，在 2013 年就提出转型 ToC 端，大力推行祥云战略，革新意愿强烈、发展思路清晰，我们很难有理由去怀疑这样公司的执行力。

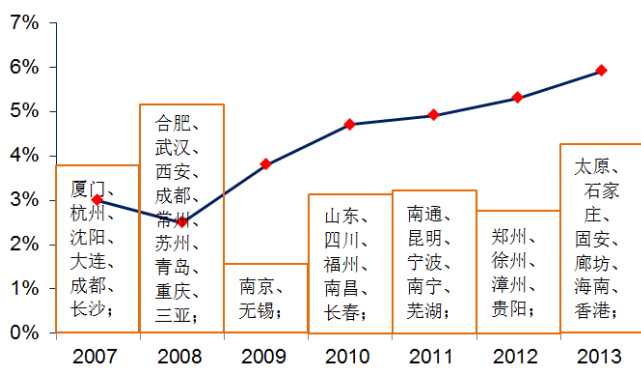
尽管我们预计，为支持新型业务的拓展和行业资源的整合，公司很有可能利用当前的资本市场融资环境，进行第二次增发，大股东股权比例或进一步降低。而且从中长期来看，如果世联行要成长为千亿级别的公司，大股东的股权比例可能会有个持续降低的过程。在高管团队方面，世联行也显示了相当的稳定性，公司的造血能力较强，核心高管人员均在公司服役多年。

股权结构和管理团队的稳定性在公司改革和转型方面具有重大的影响力，我们认为，世联行在这方面相比同行某些公司具有明显的优势。

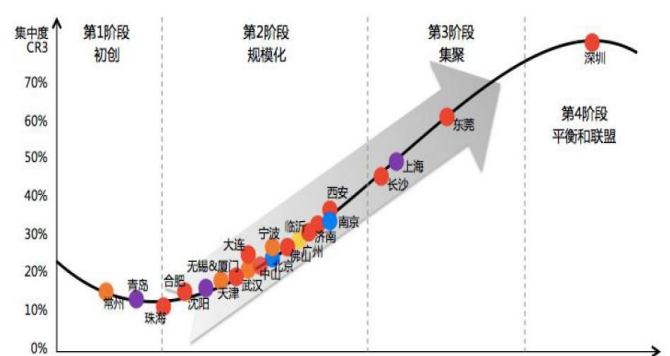
(二) 新房代理优势为新兴业务奠定基础

公司在上市之前新房代理销售居领先地位，但优势并不显著。2009-2010 年间世联行的代理销售额超过了其主要的竞争对手易居，更显著超过了行业龙头万科的销售额，2013-2014 年，世联行进一步确立了其在新房代理销售领域的龙头地位。2015Q1，公司新房代理销售额市占率提升到 5.2%。

图表 42 公司的地域扩张与市场渗透情况



图表 43 地产代理销售公司前三名市场份额之和



数据来源：公司公告、中国银河证券研究部（公司在 2007 年之前已进入深圳、北京、上海、天津、广州、惠州、东莞、珠海、佛山）

世联行在上市前后对新房代理销售业务实行“顾问策划+代理销售”的协同模式（公司在顾问策划领域绝对领先），在 12 年开始推行“大客户拓展、大区域裂变和核心成熟公司优先”战略，这些战略在不同阶段都取得了明显的效果。目前，公司布局的大部分城市市场渗透优势已然比较明显，正处于从规模化向集聚阶段的过程。值得说明的是，在行业资源整合的巨大风口，公司在新房代理领域的显著优势和市场规模将会成为公司业务量变到质变的催发剂，在创新产品迭代和业务品类叠加方面会显著受益。对于 ToC 端的金融服务和流量衍生业务而言，公司在新房代理案场对流量的引导和案场的控制扮演者非常重要的作用；对于 ToB 端的资产管理业务，目前布局的非住宅物业管理行业目前在国内尚未有统一连锁的品牌，公司通过填空式收购获得专业能力，依托全国化布局进行了复制，显示了公司的规模优势。

（三）专业服务能力与大数据构建护城河

公司的专业服务能力体现在三个方面。第一：公司的顾问策划业务一直位于同行业全国第一，顾问策划业务的专业能力经过多年的发展在业界和客户中已经形成了良好的口碑和品牌形象。在房地产进入供需平衡的白银时代，顾问策划业务与新房代理销售的“顾问+实施”依然有很大的空间，顾问策划专业服务能力不仅提升了代理销售的门槛，也强化了公司在代理销售业务的优势。第二：公司的销售服务能力，公司代理销售人员的人均绩效明显高于竞争对手，公司的销售人员不仅在销售房子，也在销售相关金融产品，往未来看，还可能会是存量房交易和资产管理业务的工作人员。第三：市场开拓和客户跟随能力，公司的城市拓展并不是一味追求数量的扩张，而是市场渗透能力和大客户的跟随能力，这会给公司带来稳定增长的项目、房源和客源。我们认为，公司无论是在资产管理领域的拓展，还是在 O2M 平台的建设方面，公司的专业服务能力发挥着至关重要的作用。

大数据是公司打造电商平台的重要壁垒。我们认为，未来的大数据争夺的核心并不只是在于房源，而是以房源为基础建立的资产评估体系（资产评估体系的核心是房子的可变现价值以及以房子为基础的资产负债情况）。新房的房源来自开发商，世联行具有明显优势；新房成交后变成二手房，由于中国独立代理人制度还比较遥远，二手业主往往都是多处委托，在线下二手经纪资源及服务方面具有明显优势的中介商才能对房源的动态有控制，但是也不是全部。世联行对房屋的估价具有明显优势，依托公司历史交易和研究数据的沉淀、对新房成交的控制、市场趋势的研判、对首付贷等金融产品数据的掌握，公司完全可以建立起以房源为基础的资产评估大数据体系，这个体系能极大提升客户对公司应用平台的粘性，而且基于客户房源的资产评估大数据也是开展后续服务和实现流量变现的关键。

（四）在移动互联网时代提前布局、及时卡位

尽管公司正式布局线上是从 2014 年开始，但是在 2011 年公司就开始多点布局，及时卡位，在业务创新和资源整合方面做好初始的积累和准备。

2011 年，公司成立商业顾问事业部，与写字楼事业部共同组成世联的工商服务版块。年底完成青岛雅园控股权收购，进入资产服务领域。当年 9 月公司设立深圳先锋居善科技有限公司，涉及互联网技术开发。公司制定新战略：聚焦房地产资产服务和房地产金融服务市场，提供一体化集成服务，实现“协同发展、打造大世联业务半途，在客户层面和后天实现业务集成”的发展目标。公司要成长为全国一体、垂直整合的全方位房地产服务综合服务商。当时提出的三个三年目标，其中第二个（2015-2017）目标是“集成创新”阶段，实现客户端整合，以客

户为中心，提供集成服务，各业务线纵深专业化发展，实现交叉销售。

2012年公司以雅园为基础，将“咨询+实施”的模式复制到资产管理业务，构建“资产策划+资产管理”的独特业务模式，形成差异化优势。2012年完成了对盛泽担保、小额贷款、世联投资“的并购，世联金融积极探索房地产金融增值服务的新模式。公司在这一年提出打造三个全国性业务平台：针对开发商销售及咨询需求的房地产代理顾问平台、针对机构客户管理和运营需求的房地产资产服务平台、针对小业主购房、居住和生活需求的业务生活服务平台。

2013年，公司与IBM开展战略合作，共同打造信息服务系统，对公司经手的终端置业客户（公司1.2万全职销售人员经过筛选的、有购买房地产相关产品能力的客户，上门客户年数量级在350万左右）的需求和成交数据进行管理分析。公司与恒安照护战略合作探讨养老顾问，11月成功收购北京安信行。公司判断移动互联网推动房地产服务业走向信息公开与交互、消费者主权和一站式服务。公司明确推行以O2M平台为核心的祥云战略，大力开拓为C端客户定制的交易链各环节的服务。公司的发展方向 and 核心能力是1)入口；2)服务；3)开放平台。这一年下半年公司推出家圆云贷，全年放贷1.5亿，金融业务进驻城市11个，覆盖项目197个，成交的物业价值8亿。

2014年，家圆云贷放贷达19.7亿元，也提升了代理楼盘的成单率、叠加销售能力的作用得以体现；这一年公司运作上海中城国际大厦项目，为将来的REITs服务做好准备；这一年公司的营销电商平台完成39个城市的服务布局，落地项目154个。公司面向C端以统一形象整合移动互联网服务入口，形成开放的“世联集”系列：集房（对公众）、集客（一二手联动，对经纪机构）和集金（金融P2P平台，对公众）。

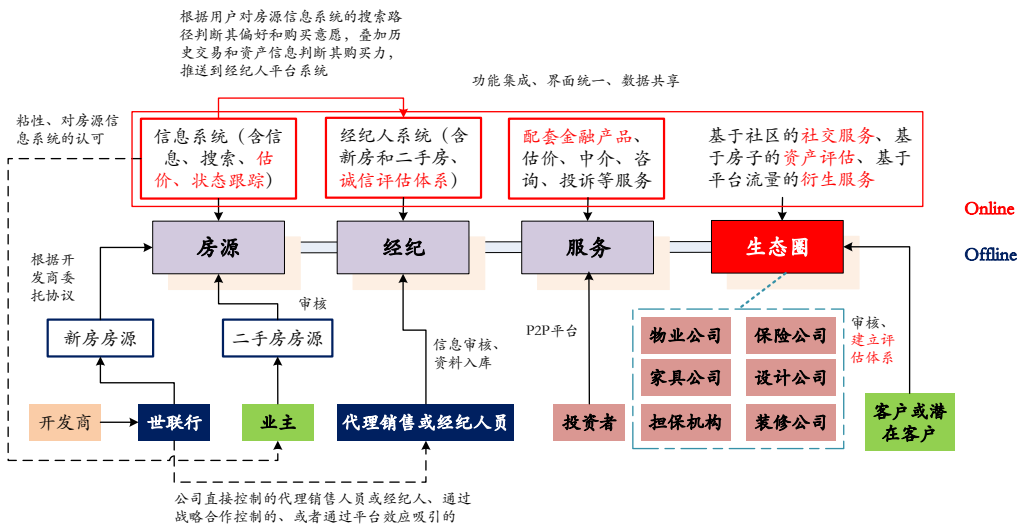
2015年，公司部署的战略：1)扩大交易入口份额（完成顾问服务向咨询+实施的转型，通过战略合作切入存量房市场，丰富入口资源）；2)形成金融服务的个性化和多元化（积极探索资产证券化、财务管理和投资管理等多元服务）；3)资产服务规模化发展（与金融机构开展合作，形成资产证券化的成熟产品，探索更多收益性物业的创新模式）；4)构建互联网新生态（盘活海量客户资源，围绕终端置业者的购房、装修、贷款、理财等需求，提供一站式解决方案）；5)布局大数据时代服务C端（通过公司沉淀的真实海量数据，反向倒退重构产品设计，探索客户潜在需求及完善C端客户平台）。

（五）从痛点解决和效率提升布局 O2O

行业的痛点到底通在哪儿？表面上看，线上的痛点是目标客户与所需信息的精准匹配度不够，线下的痛点是成交转化率不够。但是更核心的到底是什么？一是信息不对称空间依然较大，信息搜索的效率还有提升的空间；二是信用评价体系尚未建立，客户往往需要比较不同的经纪人才能选择买谁的楼盘；三是相关配套服务分散化，可能要通过N个平台才能解决一系列的问题。这些痛点解决的关键在于：房源（真实、在售或在租、能够控制和动态跟踪、有贴合实际的报价和评估信息）、经纪资源（一手房是现场的代理销售人员，二手房是业主委托最好是独家委托的经纪人，经纪人有完善的信用评价体系，更看重客户的满意度而非其佣金提成）、配套产品和服务（首付款不够能提供首付贷、后面类似的赎楼贷、装修贷、家具贷、抵押评估、资产配置建议和委托管理等）。

我们认为，世联行基于对房地产交易的深入理解以及房地产线上和线下业务对接痛点的把握，布局O2O的思路切合了痛点，从关键地方在入手解决，尽管我们认为有些因素依然需要等待时机或制度的革新。

图表 44 公司布局 O2O 关键要素



数据来源：公司公告、中国银河证券研究部

世联行布局 O2O 的大致路径：1) 提升和强化公司对交易场景的控制，比如新房代理销售人员对案场的控制；2) 配套产品逐步丰富，深化经纪服务、金融服务和衍生服务的能力；3) 通过战略合作切入存量房市场，在估价、资产评估和配套服务方面建立数据和能力优势，以房源为核心从用户角度建立信息系统，激活个人的资产管理意识，提升用户粘性；4) 通过各类诚信评估、服务评价系统满足用户的主权意识，激活生态圈，实现 O2O 一体化。

(六) 金融服务优势明显

2012 年 9 月公司收购世联信贷股权开始，在 2013 年 12 月和 2015 年 4 月有过两次增资，公司信贷业务发展迅猛。目前世联信贷注册资本为 5 亿。增资前注册资本为 3 亿，2014 年净资产 4.17 亿，净利润 0.99 亿元，营业收入 2.41 亿元，净利率高达 41%。世联行金融服务业务实现收入 2.7 亿元，同比增长 286%，增长主要来源于家圆云贷产品的收入。2013 年 7 月份，金融服务业务推出家圆云贷产品，2014 年在公司“祥云战略”的推动下，家圆云贷产品的销售迅速上量，全年家圆云贷产品的放贷共计 19,518 笔，金额达到 19.7 亿元，平均每笔贷款约 10 万元，充分体现了该产品小额分散的特征，同时该业务为世联行带来收入 2.45 亿元，占公司金融服务业务收入的 90.83%。我们预计今年家圆云贷的房贷金额或超过 50 亿。

图表 45 世联行金融服务业务收入情况

产品 类型	2014 年			2013 年			2012 年 9-12 月	
	金额 (万元)	比重	增长率	金额 (万元)	比重	增长率	金额 (万元)	比重
小额贷款	26,187.53	97.19%	492.08%	4,422.97	63.31%	151.60%	1,757.96	37.04%
其中：家圆云贷	24,475.43	90.83%	2,744.69%	860.39	12.32%	--		
投资管理	653.50	2.43%	-22.95%	848.16	12.14%	14.42%	741.30	15.62%
现金赎楼	36.70	0.14%	-97.79%	1,657.97	23.73%	-16.65%	1,989.22	41.92%
其他金融服务	67.72	0.25%	19.18%	56.82	0.81%	-77.90%	257.10	5.42%
合计	26,945.45	100.00%	285.71%	6,985.92	100.00%	47.21%	4,745.58	100.00%

来源：公司年报，中国银河证券研究部

1) **平安好房金融的好房宝：蓄客理财产品。**依靠平安集团的强大金融实力背书，好房宝融一面世就收获了较大关注。旗下好房宝是一款金融蓄客理财产品，适用于平安好房旗下所有新房楼盘。好房宝与货币基金挂钩，由平安好房、平安大华基金、平安付联合开发，可绑定万科、世贸、龙湖、绿地、保利等知名开发商的楼盘，产品综合收益率预计高达 14%。14% 的收益组成包括基金收益与房基金收益。其中，基金收益并不固定，部分挂钩平安大华日增利货币基金，该基金近半年的 7 日年化收益率在 5% 以上。而房基金部分的收益，则只有在 180 天内通过平安好房认购新房的消费者能够获得，收益由好房进行补贴；而在 180 天内放弃认购新房的消费者则不能获得该部分收益，这部分收益是吸引投资者的主力，借此锁定了房地产目标客户，达到蓄客的目的。

好房宝在交易过程中如有损失，由平安保险 100% 承担理赔。好房宝的诞生击中了两大痛点：其一，开发商在未得到销售许可前是不能发放“认筹”的，政府明文规定在取得预售证前，房地产开发商不得收取诚意金。但现在通过好房宝的渠道，实际上是构建了消费者交 5 万元向开发商认筹的桥梁。其二，通过好房宝，平安好房得到购房者的初步购房意愿，如其潜在的购房区位、价格、房型等信息，其后后台团队便能筛选出有类似购房需求的购房者，便可以此需求为根基去与开发商谈判，以获取更低的“团购”价格。

图表 46 平安好房适用的房源统计



图表 47 平安好房合作开发商



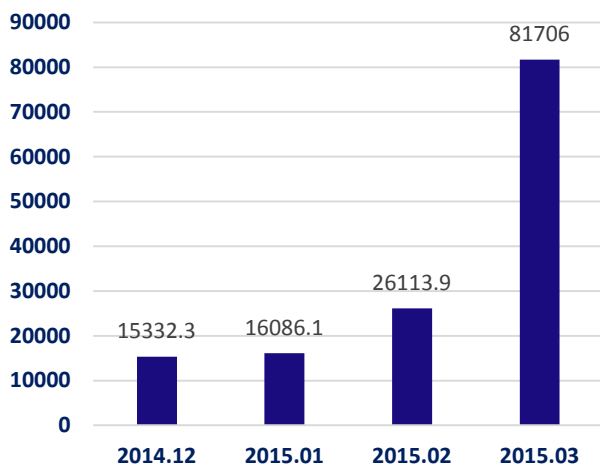
数据来源：平安好房主页、中国银河证券研究部

2) **链家地产的“家多宝”：存量房金融产品。**家多宝于 2014 年 11 月上线，截至目前，累计投资金额 1,534,213,000 元，已发放收益 4,240,522 元，人均投资金额 96,450 元，到期本息兑付率 100%。链家拥有约 500 人的风控团队负责线下审核，包括房产交易合同、房屋产权、借款人征信、银行批贷函、房屋市值评估等信息的真实有效性，严格的贷后流程管理，及时收缴借款人卖房款、银行放贷款等，确保借款人按时还款。而借款人一旦发生逾期还款，链家会立即启动 1000 万保证金进行本息代偿，全方位保证用户资金安全。

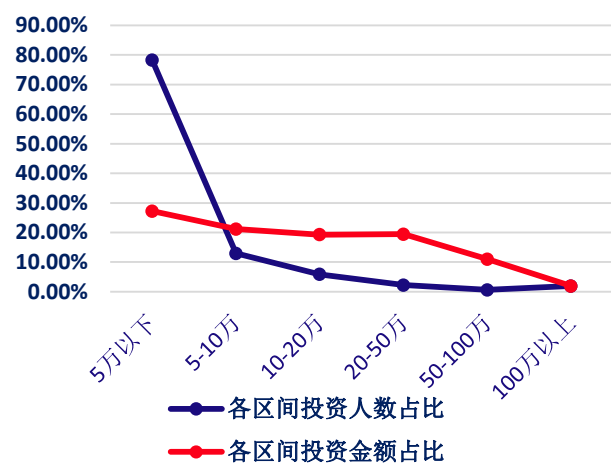
家多宝借贷资金主要应用在三种情况，一是赎楼，业主卖房遇到银行按揭贷款未还清情况，链家地产出资将银行贷款还清赎楼。二是尾款垫资，买房客户已经向银行申请贷款，但因审批流程等问题不能及时拿到贷款，而与业主签约到期需付款，链家地产向其垫资；三是过桥贷款，业主买房同时需卖房集资，但买卖时间可能并不合拍，业主可以把房子向链家地产抵押给借款。

从效果上来看，由于切入交易端，链家的家多宝表现出相当的增速，比如在今年三月份，公司家多宝的成交金额环比增长了 213%。链家的存量房金融产品是世联行未来的发展方向。

图表 48 家多宝历史成交金额（万）



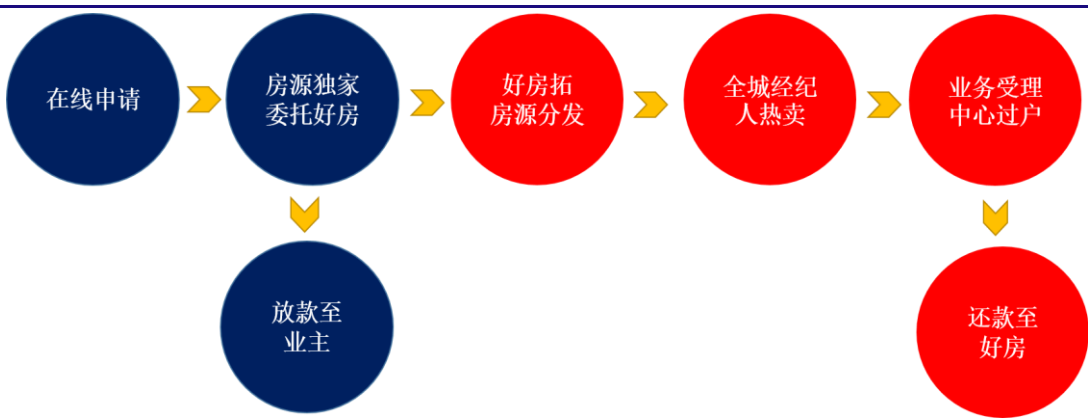
图表 49 家多宝各区间投资人数和金额占比



数据来源：链家网、中国银河证券研究部

3) **平安好房 e 房钱：有抵押、助力二手房销售的一款创新型借贷产品。** 业主需要将房源独家委托给平安好房，审核通过的卖房者在挂牌当天就可以拿到最高 30% 的总房款，并享受 90 天内免息待遇。传统二手房交易中，从业主挂牌，中介代看，多方议价，签订意向到最终交易完成一般时间较长，这一点尤其困扰需要先卖房再买房的改善性需求，e 房钱恰好击中了这一痛点。不过在享受 90 天免息的待遇后，还款利率较高，这也是 e 房钱的盈利所在。e 房钱为获得独家的二手房源找到了一种可行的方式。

图表 50 e 房钱营业模式



来源：平安好房主页，中国银河证券研究部

4) **三六五网“装修宝”：交易延伸环节的金融产品。** 房地产销售和家装有同样的消费群，房地产电商拓展家装业务一方面给用户一站式服务，增强用户粘性，另一方面进行价值链的进一步延长。三六五网于去年推出产品“装修宝”，主要在装修的 4 个环节服务用户：a) 提供设计师的展示空间和评价体系；b) 提供平台供装修公司与用户匹配；c) 提供装修材料集中采购，降低用户成本，同时提供材料展示；d) 365 金融超市提供装修贷款产品。4 个环节覆盖用户的整个装修流程。公司在增强用户粘性同时，通过向设计师、项目经理收费，资金托管收益和建材团购三个方面获得收益。

我们认为，链家地产的“家多宝”和三六五网的“装修宝”或是世联行在金融产品领域新的拓展方向。存量房的金融种类更多，空间更大，但是连接的两端都是 C 端，控制其中的各

环节的风险而又不降低产品的吸引力是关键。装修宝的推出需要对区域内材料供应商、设计商、施工方、质检方形成一定规模的覆盖，本质是属于 B2C，公司搭好平台，做好信用评估和效果评价体系，一般媒体垂直类电商能做好这样的产品。

(七) 资产管理领域空间巨大

2011 年公司完成了对青岛雅园物业管理公司 60% 股权的收购，正式进入资产服务领域。2012 年资产管理业务开始贡献收入。14 年新增签约的全委托项目管理项目个数比 13 年增加了 18 个，但是实际在管的项目个数仅仅增加了 2 个，主要是因为资产服务从签约到开发商交付物业，公司开始进驻现场实施管理需要一定的时间。预计在 2015 年实际在管的项目个数大幅增加。

图表 51 世联行资产管理业务收入情况

项目	2014 年	2013 年	2012 年
新增签约的全委托物业管理项目个数	26	8	2
实际在管的全委托项目个数	60	58	10
在管的全委托项目的实际收费面积（万平方米）	228.00	208.30	62.44
资产服务业务收入（万元）	30,658.10	13,197.60	9,207.10

来源：公司年报，中国银河证券研究部

公司在 2011 年就确立了在资产管理领域要做中国的世邦魏理仕。参考世邦魏理仕目前的体量，公司的发展空间还很大。

世邦魏理仕是一家全球知名的综合性商业地产服务和投资公司。前身为世邦公司和魏理仕公司，世邦公司于 1906 年成立于美国旧金山，主要业务为商业物业顾问及咨询，1940 年时发展成为全美最大的商业物业顾问公司；魏理仕公司于 1773 年成立于英国伦敦，建立时主要业务为物业估值与买卖。1998 年两家公司合并为世邦魏理仕公司，成为综合型商业地产服务和投资公司，具体产品与服务包括物业租售的战略顾问及实施、企业服务、物业设施及项目管理、按揭融资、评估与估值、开发服务、投资管理、研究与策略顾问等。目前是财富 500 强和标准普尔 500 强企业，为全球最大的商业地产服务和投资公司之一。

图表 52 世联行目前资产管理业务对应世邦魏理仕发展的第二阶段



来源：互联网，中国银河证券研究部

世邦魏理仕在成立的前 60 年，基本以深耕加州为主，依靠自身开店缓慢扩张。1968 年完成首次 IPO，确立了“建立全国性提供全面服务的房地产公司，并尝试国际业务”的战略目标，逐步开启全国化并购整合历程。自 1969 年首次收购 Henry Broderick 后，到 1980 年先后完成

了12次并购，业务布局先后拓展至西雅图、明尼苏达、堪萨斯州等地，业务线也由物业服务开始向物业外包、住房按揭代理和保险代理扩展。与此同时，世邦魏理仕业务规模不断扩大，收入从600万增加至3亿，收入年复合增长39%。1996年确立“成为行业领先的，具备全球覆盖、业务垂直整合的商业房地产服务公司”的战略目标，世邦魏理仕先后两次融资，完成全球布局。世邦魏理仕1981年被美国西尔斯收购后，因私有化第一次退市。1996年世邦魏理仕再次IPO，开启全球化并购扩张道路，业务迅速扩展至全球50多个国家，成为国际化的房地产服务公司。目前世邦魏理仕在北美以外收入占比近40%，海外业务已经成为重要的收入来源。同时不同于早期并购注重代理主业，世邦魏理仕后期开始大规模混业并购不断延长产品线。

图表 53 世邦魏理仕的外延式发展

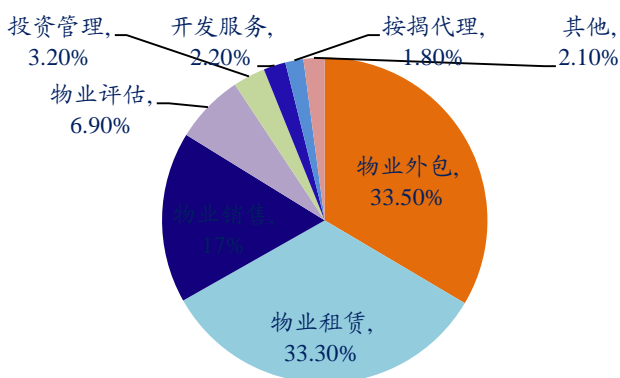
年份	收购对象	介绍	效果
1969	Henry Broderick	西雅图的住宅销售公司	合并后公司规模几乎翻番，员工由800增至1500，收入突破1亿美元
	Olson Thorsen Realtors	南加利福尼亚的住宅销售公司	
	Routh Robbins	在马里兰州、弗吉尼亚州和华盛顿特区拥有14个办公室	业务拓展至上述三区
1977	Hardin Stockton	堪萨斯城的龙头房地产经纪公司	业务拓展至堪萨斯城
	Find-A-Home Service	在美国和加拿大拥有600多个附属经纪人及Executrans公司的股权，Executrans在全国范围内提供搬迁服务	业务拓展至伊利诺亚州
1979	Barton & Ludwig	在亚特兰大有24个办公室	业务拓展至亚特兰大
	Spring Co.	明尼苏达州的住宅经纪和按揭业务龙头	业务拓展至明尼苏达
	Previews, Inc	住宅市场营销机构	
	Jenson, Woodward & Lozier, Inc	西雅图的小型保险代理商	业务线延伸，向区域市场全业务方向发展
1980	Wachbri Insurance Agency	洛杉矶的小型保险代理商	业务线延伸，向区域市场全业务方向发展
	Sutton & Towne, Inc	纽约商业房地产和写字楼租赁市场龙头之一	1980年收入超过3亿美元
1995	Westmark Realty Advisors	投资管理咨询服务	扩充投资管理能力
1996	LJ. Melody & Company		成为美国商务按揭的主要创始及服务机构
1997	Koll Real Estate Services		成为物业及设施管理的翘楚
1998	Hillier Parker May & Rowden	在全球主要商业中心开展资产管理业务	强化业务线的区域渗透
	REI LTD	收购其英国以外的业务，1997年收入1.19亿美元，并正式更名为世邦魏理仕	合并后公司在全球29个国家拥有200多个办公室和8000多名员工
2003	Insignia Financial Group	世界顶级地产交易服务上，在纽约、伦敦等地占有优势	强化业务线实力
2005	Dalgleish & Co. Limited	英国零售物业服务领导企业	增强业务线实力
	Holley Blake	英国工业物业服务领导企业	业务线延伸
2006	Polacheck	威斯康辛全面商业房地产服务领导企业	业务的区域渗透

	Noble Gibbons	俄罗斯房地产服务龙头之一	业务的区域渗透
	Trammel Crow	全球全业务房地产服务提供商	强强联合, 客户整合
	Ikoma CB Richard Ellis KK	日本房地产管理服务	业务的区域渗透
2007	PH Group	建筑管理企业	强化业务线实力
	GVA SwaleHynes	澳大利亚的房地产服务公司	强化区域市场能力
	EDConsulting	意大利的商业房地产服务公司	强化区域市场能力
	FM Arquitectos	西班牙的建筑设计和咨询公司	强化业务线实力
	Espansione	意大利最大的购物中心租赁服务和管理服务提供商	强化区域和业务线能力
	C&T Retail	比例是最大的零售租赁代理商	强化区域和业务线能力
	TempestManagement Corp	加拿大最重要的工程管理公司	强化区域和业务线能力
	Russell&Fairfax E.F.Hoskin&Associates	澳大利亚房地产服务商	强化区域和业务线能力
	2008	Corporate Property	布鲁塞尔房地产服务商
Cederholm		丹麦商业房地产服务商龙头	强化区域和业务线能力
Eurisko Consulting SRL		印度商业房地产服务商	区域渗透
Paul Gee&Co.Ltd		苏格兰商业房地产服务商	强化区域和业务线能力
GSD		英国中北部地区商业房地产服务商	区域渗透
2011	ING	荷兰的国际性金融服务公司	拓展业务范围, 迈入金融服务领域, 转型为商业地产服务和投资公司
2013	Norland	爱尔兰和英国的建筑技术工程服务商	拓展业务范围, 强化业务线能力

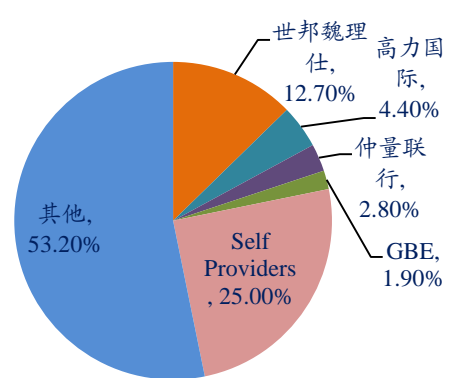
来源: Wind, 世邦魏理仕公告, 中国银河证券研究部

世邦魏理仕目前通过全球 300 多家办事处为地产业主、投资者及承租者提供服务, 具体包括物业租售的战略顾问及实施、企业服务、物业/设施及项目管理、按揭融资、评估与估值、开发服务、投资管理、研究与策略顾问等。与世邦魏理仕相比, 公司的资产管理业务正处于国内垂直拓展整合阶段, 正处于第一轮高速发展的起点。

图表 54 世邦魏理仕收入结构



图表 55 世邦魏理仕本土市场份额



数据来源: Wind, 世邦魏理仕公告, 中国银河证券研究部

5月25日公司在深圳总部举行“世联行&清控科创”战略合作公司揭牌仪式暨小样社区

品牌发布会。双方合资成立的公司为“深圳市世联科创科技服务有限公司”，双方股权比例相当。清控科创是清华控股旗下著名的科技园区建设运营商和科技创新服务提供商，拥有 18 个科技园区，面积超过 300 万平方米，管理资产超 200 亿元。双方将在全国打造并复制针对青年创业群体的“小样社区”，清控科创负责招商引资、世联行负责策划顾问、空间规划和运营管理。

我们认为，小样社区可以看作世联行资产管理业务拓展的重要发展方向。主要有以下特点：项目从 0 到 1 已经成熟，从 1 到 100 路径清晰，世联行比较擅长从 1 到 100；项目的价值挖掘空间较大，是集成化、综合化、效益化，能发挥世联行的优势，能凸显业务的门槛；项目所诞生的场景能被公司控制和利用，变成公司 ToC 平台的入口流量。比如对小样社区而言，首先，小样社区契合当前大众创业、万众创新的时代潮流，在当前经济结构调整的背景下有着广阔的市场需求，从 1 到 100 的可能性很大；其次，小样社区是复合型的青年创业社区，建面在 2-6 万平方米之间，通过市场化的形式取得一些小体量的城市更新改造项目来打造小样社区完全具有可复制性，能发挥世联行的优势；再次，小样社区特点是“三区联动、四业混合、六维并举”，三区是园区、街区和社区，四业是事业、物业、产业和商业，六维涉及工作、社交、娱乐、消费、创业、居住。从社区人口密度、空间利用和综合服务方面来看，小样社区价值延展性非常强，而且标准化的小样社区和配套服务为创业团队在不同城市移动办公提供可能性，将大大提升工作效益和时间价值。未来三年公司计划在 18 个主要城市运营 50 个社区，面积达 200 万平方米，服务于 10 万创业者，覆盖 300 万青年人群体（这也会成为公司 O2M 平台入口流量的重要来源）。

公司估值分析

(一) 盈利静态预测

1) 新房代理销售

公司代理销售额的实现和结算一般相差两个季度，2014 年下半年代理销售额相比上半年大幅增长 46.78%。15 年随着货币信贷的持续宽松，及“330”组合政策的出台，公司在 15 年上半年的销售情况预计要好于 14 年下半年，我们预计累计年度结算额的增速在 25%。公司在会计年度结算的代理销售额增速与代理销售业务收入增速基本相当。另外，考虑到在供需均衡的白银时代，中小开发商会收缩房地产业务，公司市占率提升会加速，我们对公司在近三年新房代理销售业务的增长持乐观态度。我们预计公司 2015-2017 年新房代理销售业务的增速分别为 25%/21%/18%，对应的收入分别为 27.08/32.76/38.66 亿。

2) 顾问策划业务

公司的顾问策划业务主要包括住宅咨询策划顾问、商业策划顾问、战略策划顾问等业务，其中住宅咨询策划顾问中包括为住宅代理销售项目提供的营销策划服务。这一块业务与土地市场的交易情况、公司代理期房的比例有比较大的相关性，往未来看，还可能会和资产管理业务产生协同效应。公司在顾问策划领域的优势毋庸置疑，尽管目前土地市场偏冷，但是随着二次房改政策的落实，针对一级市场的顾问策划业务的增长速度有望见底回升。我们预测公司在 2015-2017 年这一块收入增速在 5%/10%/12% 左右，对应收入分别为 4.90/5.39/6.04 亿元。

3) 资产服务业务

公司在 2011 年开始涉足资产服务业务，业务规模增长的非常迅速，从 2014 年报数据可以预见 2015 年实际在管的全委托项目个数会明显增长，而且无论是对比国内资产服务百强企业还是对比国外世邦魏理仕，世联行当前的规模还非常小。另外小样社区的发布表明公司资产服务业务的增速其实可以很快。我们预计公司在 2015-2017 年资产服务业务的增速为 100%/80%/60%，对于的收入分别为 6.13/11.04/17.66 亿元。

4) 金融服务业务

公司在 2013 年推出以家圆云贷为代表的小额贷款业务，14 年增长迅猛，放贷规模为 19.7 亿，收入 2.45 亿元。随着资金来源的不断拓展和入口流量的扩大，我们预计 2015-2017 年公司金融服务业务收入增速在 120%/100%/80% 左右，对应的收入约为 5.93/11.86/21.34 亿。

5) 电商业务

公司当前的电商业务主要是通过收取团购服务费获取购房团购优惠，整合营销渠道，建立一个综合平台为开发商、渠道和购房者提供更好的服务。这一块基数较低，我们预计 2015-2017 年公司电商业务收入增速在 90%/80%/60% 左右，对应的收入约为 1.30/2.34/3.74 亿。

汇总之后预计公司各项主要业务在 2015-2017 的收入分别为 45.34 /63.39/87.44 亿，对应的增速分别为 37.06%/39.81%/37.94%。参考公司各项业务的历史毛利率情况，并充分估计公司探索新业务、提升财务杠杆对净利率的影响，我们预计公司 2015-2017 年归属于上市公司股东

净利润分别为 4.99/6.01/7.75 亿元，按最新股本计算对应的 EPS 分别为 0.35/0.42/0.54 元。

（二）估值对比分析

我们收集了以下对标企业的估值水平，在 A 股市场，互联网金融概念股世联行基本上是估值最低的股票。A 股的估值水平确实又明显高于港股和海外市场的个股。当然就基本面而言，世联行明显领先于合富辉煌和富阳，在新型业务拓展和房产 O2O 布局方面，也领先搜房和易居的（乐居是易居的子公司），从基本面和 A 股溢价两个角度估值高也好理解了。与世邦魏理仕相比，世联行的资管业务规模还很小，未来增速会很高，估值必然要高。而且世联行是立志做 ToC 端的企业，长期来看，ToC 端的企业都会比 ToB 端的企业做的更大，就是世联行往未来不仅是服务商还是平台公司，未来的市值超过世邦魏理仕是大概率事件。所以，目前世联行的估值水平并没有太多不合理的成分。

图表 56 世联行对标或同概念上市公司估值情况对比

市场	证券简称	代码	总市值（亿元）	市盈率（TTM）	市净率（PB）	相似点
A 股	世联行	002285	438	109	13.91	
A 股	三五五网	300295	153	117	18.74	房产信息平台
A 股	苏宁云商	002024	1434	148	4.93	互联网金融
A 股	乐视网	300104	1318	353	40.67	互联网金融
A 股	金证股份	600446	595	345	71.06	互联网金融
A 股	中科金财	002657	496	536	32.86	互联网金融
A 股	二三四五	002195	592	349	14.47	互联网金融
港股	合富辉煌	0733	15	13	0.9	房地产中介
港股	富阳	0352	3	-49	6.08	房地产中介
海外	搜房	SFUN	196	15	5.68	房产电商
海外	乐居	LEJU	65	18	2.72	房产电商
海外	易居中国	EJ	51	69	0.86	代理销售
海外	世邦魏理仕	CBG	789	25.2	5.69	资产管理
海外	ZILLOW	Z	234	-39	1.41	房产信息平台

来源：Wind，中国银河证券研究部（美元和港币对人民币按 5 月 29 日分别取 6.1985 和 0.7995）

那么往未来看，公司应该怎么估值？公司在 2015 年一季度，新型业务（包括资管、金融和电商业务）在营收的占比已经接近 30%。而且由于这三类新型业务的增速远高于传统业务（与房地产周期相关的代理销售、顾问策划业务），在可预期的一两年内，新型业务收入占比很可能超过传统业务，因此不能以周期股的态度看待世联行。从这点来看，世联行属于成长股，而且金融业务、资产服务业务增速非常快，特别是在移动互联网改造趋势和外延式联合扩张的推动下。因此用 PEG 来估值更趋合理。我们此前预测公司金融服务、资产服务业务的增速为 120% 左右，以 120PE 按 15 年业绩来算，对应目标价格为 42 元，对应的市值是 607 亿。而从中长期来看，公司的平台特征更趋明显，平台型公司按照对应市场的规模来估算，世联行的市值应该是在千亿以上。

（三）投资建议

我们从行业空间、核心资源对比、竞争力分析和转型路径多个角度深入分析，世联行是最具可能成为万亿级房地产 O2O 平台的企业之一（另外不超过两家）。从公司当前业务的发展态势和估值水平比较来看，目前的股价也并未显得高估。考虑到公司已然从周期股穿越到成长股、金融业务和资产服务业务的高增长、未来的万亿级 O2O 平台，公司当前股价的涨幅还远未反应，建议买入或持有。

（四）风险提示

新业务拓展不顺，行业竞争加剧。

附表：盈利预测

利润表		单位:百万元			
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	
营业收入	3308.17	4534.18	6339.24	8744.34	
营业成本	2189.32	3060.57	4253.63	5928.66	
营业税金及附加	184.74	253.20	354.00	488.31	
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	
管理费用	318.25	421.68	589.55	821.97	
财务费用	-0.32	2.18	3.46	7.93	
资产减值损失	59.28	81.25	113.59	156.69	
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资净收益	2.06	1.67	1.73	1.82	
营业利润	559.11	716.96	1026.74	1342.60	
营业外收入	6.84	7.60	7.82	7.42	
营业外支出	2.95	2.36	2.36	2.56	
利润总额	563.00	722.20	1032.20	1347.46	
所得税	144.03	184.75	264.06	344.71	
净利润	418.97	537.44	768.14	1002.75	
少数股东损益	24.63	37.92	167.30	227.32	
归属母公司净利润	394.34	499.52	600.84	775.43	
EBITDA	605.29	772.50	1077.92	1388.49	
EPS (摊薄)	0.27	0.35	0.42	0.54	

数据来源：港澳资讯、中国银河证券研究部

图表目录

图表 1	13 新开工增速或预示 16 年销面增速/%	4
图表 2	全国住宅销售单价近三年高位盘整/元每平方米	4
图表 3	90 后购房人口绝对数或明显下降/万人	5
图表 4	中国内地财富预计还会大幅增长/万亿美元	5
图表 5	预计白银时代住宅销量均值 10.72 亿平米	6
图表 6	预计白银时代住宅销售额均值 7.2 万亿	6
图表 7	2010 年底我国住房结构拆解	7
图表 8	存量房交易市场潜力大/万亿	8
图表 9	城镇部分住宅市值估算 120 万亿	8
图表 10	房地产服务业传统业务与新型业务（以世联行为例）	9
图表 11	房地产服务业领先平台公司的四大要素	10
图表 12	房地产交易大致流程（以住宅为例，左侧是新房，右侧是二手房）	12
图表 13	13 年以来互联网金融行业重大事件	14
图表 14	互联网金融典型模式	15
图表 15	我国网贷近几年发展规模	16
图表 16	2015 年 3 月各网贷平台综合利率	16
图表 17	中国移动互联网市场规模及预测	17
图表 18	中国移动互联网网民规模及预测	17
图表 19	PC 搜索用户数与网民渗透率	17
图表 20	移动搜索用户数与网民渗透率	17
图表 21	用户在移动端付费意愿高（14Q4）	18
图表 22	用户移动端使用生活服务比例高（14Q4）	18
图表 23	移动互联网时代行业的营销模式被颠覆	19
图表 24	房地产策划代理业发展历程	21
图表 25	2014 中国房地产策划代理综合实力 TOP10	21
图表 26	房地产代理行业 Top10 市占率不断攀升	22
图表 27	前五名策划代理商市占率对比	22
图表 28	2014 以来部分龙头公司业务拓展情况	22
图表 29	链家地产线下资源布局（部分）	23
图表 30	房多多经纪人网络平台盈利模式	25
图表 31	房多多市场份额不断攀升	26
图表 32	房多多平台销售额大幅增长	26
图表 33	搜房广告收入增速持续下滑（万美元）	26
图表 34	搜房在线收入与易居对比（百万美元）	26
图表 35	2014Q4 新房品牌网络营销投放分布	27
图表 36	搜房与乐居核心指标对比	27
图表 37	房多多 vs. 好屋中国	28
图表 38	世联行新房代理销售额优势明显（亿元）	29

图表 39	世联行新房代理人均贡献高于中原地产	29
图表 40	深圳二手房日成交（套）	29
图表 41	深圳二手房月成交量绝大部分时间高于新房	29
图表 42	公司的地域扩张与市场渗透情况	30
图表 43	地产代理销售公司前三名市场份额之和	30
图表 44	公司布局 O2O 关键要素	33
图表 45	世联行金融服务业务收入情况	33
图表 46	平安好房适用的房源统计	34
图表 47	平安好房合作开发商	34
图表 48	家多宝历史成交金额（万）	35
图表 49	家多宝各区间投资人数和金额占比	35
图表 50	e 房钱营业模式	35
图表 51	世联行资产管理业务收入情况	36
图表 52	世联行目前资产管理业务对应世邦魏理仕发展的第二阶段	36
图表 53	世邦魏理仕的外延式发展	37
图表 54	世邦魏理仕收入结构	38
图表 55	世邦魏理仕本土市场份额	38
图表 56	世联行对标或同概念上市公司估值情况对比	41

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。

赵强，研究员行业证券分析师；胡华如，研究员行业证券分析师。 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

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
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 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn