

2015 年 10 月 20 日

公司研究

评级：买入

研究所

证券分析师：孔令峰 S0350512090003

证券分析师：李响 S0350513090002

微信公众平台订阅号：klfgongzhong

金融业务有望全面爆发——三六五网

(300295) 点评报告

事件：

公司公告前三季度业绩预告：归属上市公司股东净利润实现 6,454 万元—8,801 万元，同比下降 25%-45%。

公司与中原地产达成金融战略合作协议：以上海、南京两城市为试点，为购房者提供涵盖新房、二手房等领域的金融服务，为购房者提供最长期限 36 个月，最低年息为 7% 的金融产品。

评论：

- **业绩受非经常性损益影响较大，四季度下滑将收窄** 公司前三季度净利润总体下滑 4,000 万，其中受所得税税率调整（母公司高新技术企业资质重新申请，暂按 25% 计提）、计提员工计划费用、财政补贴减少的原因影响较大，合计影响 3,000 万左右，我们判断剩下 1,000 万是由于装修宝、安家贷等新业务投入导致，公司传统主业应没有下滑。从全年来看，我们认为各项非经常性损益在四季度的影响将弱化，全年下滑幅度将收窄。
- **O2O 业务商业模式转变，投入产出比提升** 国内做互联网金融和建材家居 O2O 的公司大都在 C 端形成红海竞争，风控和投入没有得到较好的权衡。公司积极转变方式，通过跟开发商、销售中介等 B 端合作来抓取 C 端用户。比如，公司在西安跟一个开发商合作的期房项目就提供 700 个装修需求，目前在谈的 B 端合作预计积攒了数万体量，考虑到期房为主，预计两年后开始集中放量。金融业务也是如此，为 B 端合作对象提供有针对性的金融服务方案，可以快速放量的同时，也能够跟对方的销售体系形成加强效果，强大的系统性销售体系带来的流动性是风控的核心保障。因此我们认为，三六五网的金融和 O2O 业务在商业模式上相对风险更小、放量更快，进展更明确。
- **和中原地产合作，打开金融业务发展空间** 金融业务无疑是行业最大的变现途径。我们之前在产业互联网、产业金融专题报告中多次论述，大宗商品、汽车、房地产、建材家装这几个支柱性产业是金融发挥价值最大领域，尤其是这几个领域金融属性很强、资金密集型特点。

在交易环节，公司除了自身的销售体系覆盖范围，公司近期又跟中原地产达成战略合作，对中原地产旗下房屋交易提供全方位的金融服务。中原地产是目前具规模的地产中介之一，2013 年交易超过 5000 亿，2014 年成交 6500 亿，2015 年上半年总交易额已经超过 4370 亿元。本次合作以上海和南京为试点，我们预计上海和南京占到中原集团交易的 40% 左右，中原仅上海二手房交易每个月 100 亿左右。三六五网的金融业务已经贯穿整个房地产产业，除了房屋交易环节的金融服务之外，公司还在前端等开发贷和后端的装修环节提供金融服务。相比世联行的新房贷，二手房金融服务需求更多，如按揭垫资、委托贷、赎楼贷、租户垫资等

过桥短融，一般周期 2-3 个月，上海二手房相关的金融业务，公司金融业务的月息+管理费，年化收益率接近 20 个点，扣除成本（P2P/小贷）息差在 10 个点以上，和同比公司（世联行和链家）的金融业务情况较为接近。公司跟中原的合作以上海和南京为试点，如果后面中原集团重点城市深圳、重庆、成都等全面铺开，则提供更大的盈利空间。

■ **维持买入评级** 我们预计公司 2015 年-2017 年全面摊薄每股收益分别为 1.26 元、2.17 元、3.48 元，对应 PE 分别为 74.5 倍、43.2 倍、27.0 倍，维持买入评级。

■ **风险提示** 相关金融牌照获得时间慢于预期；新业务培育投入太高导致今年业绩不达预期等。

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	476	594	1143	1529
增长率(%)	26%	25%	92%	34%
净利润（百万元）	151	121	209	334
增长率(%)	32%	-20%	72%	60%
摊薄每股收益（元）	1.57	1.26	2.17	3.48
ROE(%)	18.89%	14.44%	22.94%	32.62%

表 1、盈利预测

证券代码:		300295.sz		股票价格: 93.88		投资评级:		买入		日期: 2015-10-19	
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E		
盈利能力					每股指标						
ROE	18.9%	14.4%	22.9%	32.6%	摊薄EPS	1.57	1.26	2.17	3.48		
毛利率	93.7%	93.8%	78.5%	82.5%	BVPS (最新股本)	8.23	8.68	9.47	10.73		
期间费率	59.9%	69.9%	57.9%	57.3%	估值						
销售净利率	31.6%	20.4%	18.2%	21.8%	P/E	59.9	74.5	43.2	27.0		
成长能力					P/B	11.4	10.8	9.9	8.7		
收入增长率	26.4%	24.7%	92.4%	33.8%	P/S	15.8	15.2	7.9	5.9		
利润增长率	31.6%	-19.6%	72.3%	60.0%							
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E		
总资产周转率	0.52	0.60	1.00	1.16	营业收入	476	594	1143	1529		
应收账款周转率	7.45	7.45	7.45	7.45	营业成本	30	37	246	268		
存货周转率	n/a	n/a	n/a	n/a	营业税金及附加	10	13	24	32		
偿债能力					销售费用	193	286	410	538		
资产负债率	13.8%	14.8%	20.4%	22.2%	管理费用	92	127	235	313		
流动比	7.00	6.53	4.75	4.38	财务费用	(10)	(10)	(7)	(7)		
速动比	7.00	6.53	4.75	4.38	其他费用/(-收入)	4	5	5	5		
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业利润	164	147	240	390		
现金及现金等价物	684	692	610	612	营业外净收支	17	9	14	17		
应收款项	64	80	153	205	利润总额	182	156	254	407		
存货净额	0	0	0	0	所得税费用	35	38	50	81		
其他流动资产	142	177	344	462	净利润	147	118	204	326		
流动资产合计	890	948	1107	1279	少数股东损益	(3)	(3)	(5)	(8)		
固定资产	12	13	13	13	归属于母公司净利润	151	121	209	334		
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E		
无形资产及其他	3	3	2	2	经营活动现金流	139	85	49	211		
长期股权投资	4	4	4	4	净利润	147	118	204	326		
资产总计	924	983	1142	1315	少数股东权益	(3)	(3)	(5)	(8)		
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	4	3	3	3		
应付款项	0	1	11	15	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	68	84	162	217	营运资金变动	(9)	(70)	(329)	(228)		
其他流动负债	59	59	59	59	投资活动现金流	(32)	(1)	(0)	(0)		
流动负债合计	127	145	233	292	资本支出	(1)	(1)	(0)	(0)		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(4)	0	0	0		
其他长期负债	0	0	0	0	其他	(28)	0	0	0		
长期负债合计	0	0	0	0	筹资活动现金流	(99)	(77)	(133)	(212)		
负债合计	127	145	233	292	债务融资	0	0	0	0		
股本	80	96	96	96	权益融资	2	0	0	0		
股东权益	797	838	909	1023	其它	(101)	(77)	(133)	(212)		
负债和股东权益总计	924	983	1142	1315	现金净增加额	8	7	(84)	(2)		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

孔令峰、李响，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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和征价。本公司及其本公司员工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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。