互联网传媒

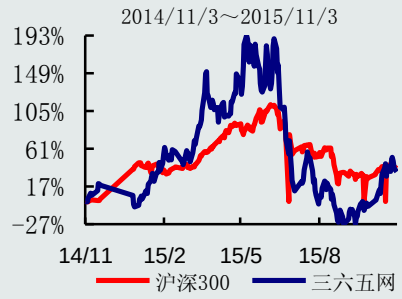
三六五网调研简报：携手中原地产，互联网金融和装修联动发力

证券分析师： 谢晨
执业编号： S0360115060026
Tel： 021-31755797
Email： xiechen@hcyjs.com
研究助理： 王傲野
Tel： 021-31755797
Email： wangaoye@hcyjs.com

投资评级	
投资评级：	推荐
评级变动：	无

公司基本数据	
总股本(万股)	19206
流通 A 股/B 股(万股)	15636/0
资产负债率(%)	8.3
每股净资产(元)	4.90
市盈率(倍)	70.32
市净率(倍)	9.31
12 个月内最高/最低价	248.0/44.2

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

投资要点

1. **携手中原地产，开启地产金融合作战略。**

- 公司与中原地产展开战略性合作，以上海、南京为主要试点，开展以新居贷、二手业务、按揭贷为主的房地产金融业务，本次合作将使安家贷产品落地上海，随着业务的稳步推进未来考虑进驻其它城市。
- 优质的风控体系，保障交易安全性。公司的互联网金融体系中，不仅看中效率，更看重风控。公司将继续根据购房场景开发风险可控的金融产品，优化产品结构，深化合作黏性，有望在明年年中实现规模化收入。
- 公司正在申请互联网小贷牌照，这能有效解决资金的来源和使用，并对公司业务起到很好的辅助作用。

2. **装修 020 模式深化，产品稳步推进。**

- 目前装修宝等产品运营良好，已布局全国 10 大城市，通过加盟手段扩张，异地复制能力较强，明年将有望实现盈利。
- 装修业务与互联网金融产生了很好的协同效应，同时通过打通新房来更好的获取用户。
- 公司将以资源驱动为理念，个性化精装为延展，严格把控合作方质量和供应链的高要求，未来切入成品化装修的蓝海市场。

基于公司“三大 020+互联网金融”的战略布局和房产 020 的标的稀缺性，我们看好公司的长期发展，给予“推荐”评级，预计公司 2015-2017 年的 EPS 为 0.65/1/1.5，对应的 PE 为 70/45/30 倍。

风险提示

1. 转型业务进展不及预期。
2. 房地产行业的政策性风险。

未经许可，禁止转载

调研对象：总裁齐东、董秘凌云

调研时间：2015 年 10 月 30 日星期五

Q1、三六五网和中原的合作的具体情况？

A：中原的大金融战略是搭建自身业务的场景再和其他金融机构合作。我们在上海和南京就是这样和中原合作的。目前在上海和南京介入的业务主要是新居贷，其他是二手业务，按揭贷，委托贷等，大概有五种类型，十几种产品。

中原在二手业务领域的交易额在百亿左右。上海的二手房成交额排在全国前几位，单笔贷款额也比较高。我们之前安居贷的一笔贷款额大概是二十五六万，上海肯定高于这个数据。而且上海房价的刚性也保证了交易的安全性。

中原自己的金融机构是上海誉萃，和中原的合作是上海门店的业务诉求经过上海誉萃到我们三六五网。等于上海誉萃会尽中原的责任，因为二手的交易中的存在很多管理漏洞：

- 按揭贷业务是把之前购房的按揭还给他，钱直接打给个人账户；
- 包括我们的委托贷，以旧换新，把贷的这笔款项也是直接到个人账户。

和中原的合作风险相对小。链家在二手金融里做的比较好就是因为对二手交易的真实把握。与中原合作的风控环节是由我们来做，因此我们必须把握交易的真实性，而对中原来讲也必须把交易的真实交给我们，所以双方在这上面的合作是非常有契合的，因为大家都想推进业务。

我们和中原合作的月息是 1.6，和链家差不多，还是比较有竞争力的，也比较合理，所以二手的收益是高于新房贷。

目前二手交易的违约比较低是因为房价在稳步上升，如果房价波动太大的话很多从事二手房业务的企业都很难活下来，我们也时刻提醒自己在跑量时要关注这种风险，如果明年房价有波动的话我们会把步子放缓一些。

Q2、中原地产为什么不自己做这一块？

A：中原有很长的历史，他们在香港进也做过装修和金融，也有一些经验和教训。中原是从长远的周期来看的，他只是一心要做好房产经纪业务。中原把大金融理解为交易平台，更愿意引入其他合作方来承担这种交易。

但无论谁来做金融这一块业务，基于长远的周期来考虑风险是不可缺少的。

Q3、中原地产和三六五网合作不是独家的，也有和别家企业合作，我们在这个体系里未来会有多大的规模？

A：我们和中原是战略合作，他们也可以引入其他合作伙伴。

大量的一线的业务人员逐渐习惯某家金融机构提供的金融规则后就不愿意再去熟悉其他家的，只要这一家足够好。

所以对我们的要求是我们的产品比别人好，中原的员工更喜欢我们的产品，我们很喜欢这样的挑战，只有经过这样的历练才能和竞争对手真正的竞争下去。再者就是中原的单量足够大，不是一家机构能满足的。

Q4、我们相比链家的竞争优势在哪里？

A：交易里面最大的金融问题是合起来骗单，就是整个交易单子是虚假的。但是中原交易的

安全性是可以和北京的链家相比的。

我们做的是信用，没有抵押，虽然做抵押会安全很多，但是程序会很繁杂。很多人走 P2P 网贷就是看重效率高。我们看到有些人会有很多贷款，既有新房贷，又有委托贷，还有其他贷款，单独的一笔贷款是可以的，但是三笔叠加起来就有很大的风险了。

所以我们说没有对交易场景的真实把控是不行的。当前没有发生这样的情况是因为这段时间房价涨的好，是我们运气好，但我们不能把运气当真本事。所以我们认为和中原的合作是比较踏实的，我们把几个亿贷出去我们很放心。

再就是大部分情况的月息是 1.6，不会有太大的变动。大家竞争就是靠各自的服务，所以我觉得就是大家各有千秋。

Q5、在线装修这一块和装修公司竞争比较激烈，有业务没利润，这块业务现在有没有新的进展？

A：装修 O2O 非常复杂，万亿市场却没有老大的原因就在于此。虽然发展方向是对的，但路径还需要探索。

做导客是个很好的切入口，但是后来发现只做导客是没有什么利润的，要想赚更多利润必须切入交易环节做资金托管赚交易差。但有两个问题，一是装修质量不可控，二是装修公司拿到钱之后跑路。根本原因是不能控制交易链条。

切入到建材的交易场景模式太过重资产。商家会排斥建材的资金托管，商家会给顾客优惠两个点从而破坏交易，因为托管影响现金流而且使商家受制约。

三六五网清楚的认识到，装修 O2O 靠产品驱动是不可能的，因为：1、产品无法做到像微信一样好；2、免费设计没对针对性，效果不好。

三六五网觉得资源驱动可能更理想一些。基于两个判断：

1. 国家住建部要求 2018 年毛坯费房要做到 20%以内，现实是南京市 25%精装，75%毛坯房；25%精装还是公装类型，并不是一对一家装的概念。我们要做的是成品化、个性化的家装。从 B 中抓 C 的模式，就是从开发商中抓到一群 C，这个营销成本降低很多。
2. 有些新房和装修捆绑销售，如果在营销阶段把钱款打给装修公司会面临资金不安全的情况，而上市公司则能保证资金的安全性，因此我们做新房的营销就会很有优势。

这就是我们的资源驱动，拉动一体化。也有利于我们的二手房交易。在成品化住宅的领域，我们可以确定的是，一是趋势，二是竞争者少。

如果你把新房的营销效果做的好，开发商会把下一期或其他城市楼盘一起交给你做，也会把现房交给你做。有开发商的协助客户就会对我们比较信任。这时候我们做交易差的提成、资金托管，必须使用我们建材，都是相互连接的。

Q6、介绍我们服务上的优势？

A：与中原的合作上我们只提供金融服务。中原对我们的诉求：1、能适应各种交易场景对中原产品的对接；2、效率要高；3、我们资金来源成本比较低，能和市场上链家等公司的金融产品形成竞争。

我们只需要把这三个诉求做好，其余就是和中原沟通好。

Q7、和链家相比，我们怎么和它竞争？

A：1、我们和中原深度合作，设计的金融产品完全是从中原的角度考虑。

2、成交的单子会经过中原的金融机构审核，我们双方的责任和绑定比链家的更清晰。

如果我们做的好，满足中原的需求，中原是不会找来更多竞争者加入，和我们竞争。中原多一家合作公司，需要对接单子的人员就会多，这很麻烦。

Q8、三六网有没有对住宅资产管理这一块有布局？

A：房地产进入存量时代的标志是住宅资产管理。住宅资产管理成一定规模的主要在北上广深，最有可能形成业务规模的是租房分期。但是住宅资产管理公司要是崩盘的话对我们损失是很大的，后续将会非常麻烦，钱也很难收回来，所以对住宅资产管理我们也是愿意和中原与我爱我家合作，他有大的体量和稳定性。所以我们认为北上广深可以铺开，其他城市暂时还不可以。

Q9、怎么看 58 到家这些 O20 模式？

A：持观望态度；这一块的管理成本和人力成本特别高，而且无法控制服务质量。

Q10、您觉得我们在这种和中原合作过程中，有没有可能替代性的的逻辑关系？

A:你有一个好的出发点，你是战略合作，达到了一个新的高度，目前为止没有第二家。而且会出现壁垒，如果你引进第二家，你每个城市都需要有人给你对接，人工成本是很大。所以你有一个很好的起步了，初速度要提起来，服务要到位，坦白说他没有道理去把更多的加进来。

Q11、我们传统是个互联网公司，现在互联网金融，这个行业的壁垒在哪里？

A：做金融最重要的是钱从哪里来。一是能不能拿到这笔钱，二是这笔钱的成本高低。我们现在的格局是 P2P，下一步我们可能会有一个互联网的小贷，然后再衔接进来。小贷本身一般封顶是 5 个亿，两到三倍的杠杆，最多到 10 个亿。这个是一个比较好的资金来源，然后加 P2P，这样的匹配，就足以应对当下的市场体量。

Q12、P2P 的成本是偏高还是低？

A：P2P 的成本会高一些，在 8 左右，小贷的成本还低一些，在 4 到 5 左右。资金成本 5 左右。

Q13、对于小贷，市场是很难给出高估值的，我们现在和互联网联系起来，怎么做拓展？

A：小贷对我们只是一个铺垫。我们对二手房金融长期看好，不会只有中原一个出口，三六五未来肯定是通过做房屋金融来完成转型。最关键的是有没有住房交易牌照，最后演变为房屋银行。所以三六五未来的方向是以房屋银行为主体的发展方向。

Q14、其他公司进入的竞争风险？

A：新城市开拓的成功概率是很低的，一般都是做平台，为什么搜房放弃平台，因为平台的管控链条到后期不容易掌控。做平台需要很长时间周期沉淀的。如果大家急于融资就不会做平台。所以一般不会轻易介入。

Q15、有怎样的风控体系？

A：1 央行的征信系统，2 民间的征信系统，一般就是用数据交换一换二十，一对三十，3 专业的机构对接，4 网络查询，有没有法院被查封过等等，5 对个人资产的分析。最关键的对于消费单，是不要把他转移掉，需要对交易场景把控。

后方风控给中原提供的增值在：个人资产的分析。和其他金融机构没有太大区别。

Q16、如何对待部分开放商丰富的和大公司打交道的经验？竞争优势在哪里？

A：开发商都有大公司打交道的经验，我们是新房营销阶段就作为一个产品植入，有特定的产品体系，如产品一号二号。所以第一营销它们没办法介入，第二专攻的产品体系在市场上竞争力非常强，自身体系和厂商体系一步到位，有这两个优势。

Q17、为什么不直接绑定装修公司？如何掌控装修公司？

A：装修公司不能卖房。第二装修公司资金是托管的。合同是三方投的，装修公司，装修户，施工方三方控制，不可随意增加不增加环节。钱按照节点支付，如果装修公司质量不到位，资金也不会到位，如果他们装修达不到要求，还有自己的装修团队替换。

Q18、公司对中小中介的价值？

A：中小中介主要是因为品牌很弱，不能和新房去谈分销，拿不到房源。另外散户也不会找不知名的品牌，所以需要靠平台做品牌翻盘。平台也是管理工具，可以分发房源。

Q19、新房营销有没有可能是房地产开发商自己装修，然后放到平台上卖？

A：我们最大的优势是从厂家那里拿建材，他没办法和我们比。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	890	998	1060	1228
现金	684	871	905	1066
应收账款	40	34	36	37
其它应收款	24	10	12	15
预付账款	1	0	1	1
存货	0	0	0	0
其他	140	83	107	110
非流动资产	34	32	33	32
长期投资	4	1	2	2
固定资产	12	9	6	3
无形资产	3	3	3	4
其他	16	18	21	23
资产总计	924	1030	1093	1260
流动负债	127	86	102	105
短期借款	0	0	0	0
应付账款	0	0	0	0
其他	127	86	102	105
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	127	86	102	105
少数股东权益	7	3	-1	-4
股本	80	192	192	192
资本公积金	384	342	329	316
留存收益	325	407	470	651
归属母公司股东权益	790	941	991	1160
负债和股东权益	924	1030	1093	1260

现金流量表

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	139	151	161	266
净利润	147	125	191	288
折旧摊销	7	5	6	6
财务费用	-10	-12	-13	-15
投资损失	-5	-2	-2	-3
营运资金变动	1	38	-16	-6
其它	-0	-4	-4	-4
投资活动现金流	-32	-2	-0	-0
资本支出	-9	-1	-0	-1
长期投资	49	2	-0	-1
其他	-73	-4	0	1
筹资活动现金流	-94	38	-128	-105
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	27	112	0	0
资本公积增加	-27	-43	-13	-13
其他	-94	-31	-115	-92
现金净增加额	12	187	34	161

利润表

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	476	673	993	1406
营业成本	30	40	51	66
营业税金及附加	10	25	28	41
营业费用	193	356	520	710
管理费用	92	128	190	267
财务费用	-10	-12	-13	-15
资产减值损失	2	2	3	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	2	2	3
营业利润	164	136	217	336
营业外收入	18	14	15	16
营业外支出	0	0	1	0
利润总额	182	150	232	351
所得税	35	29	45	67
净利润	147	121	187	284
少数股东损益	-3	-4	-4	-4
归属母公司净利润	151	125	191	288
EBITDA	178	143	224	343
EPS 摊薄（元）	0.78	0.65	1.00	1.50

主要财务比率

	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	26.4%	41.3%	47.5%	41.6%
营业利润	33.7%	-17.2%	59.7%	54.8%
归属母公司净利润	31.6%	-17.2%	53.5%	50.4%
获利能力				
毛利率	93.7%	94.1%	94.9%	95.3%
净利率	30.9%	18.0%	18.9%	20.2%
ROE	19.5%	14.3%	19.8%	26.8%
ROIC	17.6%	11.8%	17.8%	23.5%
偿债能力				
资产负债率	13.8%	8.3%	9.4%	8.3%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	7.00	11.64	10.36	11.69
速动比率	7.00	11.64	10.36	11.69
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.69	0.94	1.19
应收帐款周转率	12.83	18.13	28.36	38.61
应付帐款周转率	133.90	436.10	276.13	394.44
每股指标(元)				
每股收益	0.78	0.65	1.00	1.50
每股经营现金	1.74	0.79	0.84	1.39
每股净资产	9.87	4.90	5.16	6.04
估值比率				
P/E	24.26	70.32	45.80	30.45
P/B	4.62	9.31	8.84	7.56
EV/EBITDA	-3.80	55.07	35.01	22.45

资料来源：公司报表、华创证券

传媒与互联网组分析师介绍

分析师：谢晨，传媒与互联网组高级分析师

复旦大学经济学硕士，南开大学理学学士。曾任 SMG（上海文广集团）战略投资部投资分析师，2013 年加入华创证券。

分析师：王傲野

复旦大学经济学硕士，对新内容产业和互联网房产行业有深入研究。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	王韦华	销售副总监	010-66500827	wangweihua@hcyjs.com
	翁 波	销售经理	010-66500810	wengbo@hcyjs.com
	王 勇	销售经理	010-66500817	wangyong@hcyjs.com
	温雪姣	销售经理	010-66500852	wenxuejiao@hcyjs.com
	张 弋	销售助理	010-66500809	zhangyi@hcyjs.com
	陈 锐	销售助理	010-66500867	chenrui@hcyjs.com
广深机构销售部	张 娟	销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭 佳	销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	张昱洁	销售助理	0755-83479862	zhangyujie@hcyjs.com
	汪丽燕	销售助理	0755-83715429	wangliyan@hcyjs.com
	林芷豌	销售助理	0775-82027731	linzhiwan@hcyjs.com
上海机构销售部	简 佳	高级销售经理	021-31118832	jianjia@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-31180590	liyinyin@hcyjs.com
	石 露	高级销售经理	021-31218856	shilu@hcyjs.com
	杜婵媛	高级销售经理	021-31218856	duchanyuan@hcyjs.com
	沈晓瑜	销售经理	021-31217102	shenxiaoyu@hcyjs.com
	张佳妮	销售助理	021-31217101	zhangjiani@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系（基准指数沪深 300）

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6个月内超越基准指数10%－20%；
- 中性：预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%－10%之间；
- 回避：预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%－20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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客户。

本报告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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融大厦 6 楼 A 单元
邮编：518038
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558