

## 员工持股计划实施、获互联网金融小贷牌照

■ **事件：公司15年12月23日公告：第一期员工持股计划288万股股票收益权购买完成**

■ **成功实施第一期员工持股计划、员工业务积极性将提升：1) 四位股东无偿划转288万股至第一员工持股计划：**据计划方案，4位主要股东胡光辉、李智、邢炜、章海林将合计2,880万股公司股票收益权无偿转给公司第一期员工持股计划，其中胡光辉转让1,177,632股股票收益权，邢炜转让800,352股股票收益权，章海林转让591,264股股票收益权，李智转让310,752股股票收益权；**2) 持股计划分三期实施、总规模不超528万股：**公司员工持股计划规模不超528万股，其中员工现金出资从二级市场购买不超96万股，4位实际控制人无偿赠与432万股，计划拟分三期实施，每两年滚动实施一期。第二期、第三期员工持股计划根据第一期实施效果和当时公司运营情况由董事会决定是否实施和每期具体实施股数及方案；**3) 股份锁定期为次年12月31日：**各期员工持股计划自购买完成日起至次年12月31日止为锁定期，持股期限从公司公告完成标的股票的购买起算。该锁定期不会少于12个月。

■ **获互联网金融小贷牌照、互联网金融业务或激增：1) 成功中标互联网科技小额贷款公司：**公司12月9日收到南京市金融发展办公室通知，确定公司为主发起人的招投标团队在本次南京市互联网科技小额贷款公司招标活动中正式中标，公司正式获得互联网小额贷款资质；**2) 互联网金融业务再上新台阶、业绩有望激增：**随着移动互联的普及，网络贷款也正在成为一种趋势，借助互联网的优势，可以足不出户的完成贷款申请的各项步骤，包括了解各类贷款的申请条件，准备申请材料，一直到递交贷款申请和审核，公司之前一直受制于无牌照无法自营贷款，未来将打开公司业务增长空间；**3) 强强联手中原集团，安家贷平台稳步发展：**公司另一个金融产品安家贷成功联手中原，中原集团将力推与三六五网合作的金融产品，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。

■ **装修宝业务模式调整，家居O2O优势明显：1) 装修宝成为全资子公司，定位变更成品质化住宅装修；2) 装修宝盈利模式清晰，发展迅速将成新增长点：**目前盈利来源有向设计师、项目经理收费，资金托管收益，建材团购价差这三方面。经测算，此业务2016年将为公司带来约6亿元营收，净利超过1亿；**3) 家居O2O市场空间广阔，装修宝对手虽多优势明显：**目前家装行业电商渗透率仅8%，未来家居O2O空间将近万亿。公司房产电商板块可高效为家居O2O业务导流，获客成本低。与开发商合作给予优惠，还可反过来促新房成交。

■ **投资建议：**公司员工持股计划成功实施，有利于公司全体员工利益与公司利益的一致，且公司获得互联网科技小贷的牌照，将成功解决困扰许久的互联网金融业务规模扩张问题，且与中原地产合作为安家贷发展进一步打开共建，公司互联网金融业务有望在新的一年里实现大幅上涨，公司房产O2O、家居O2O以及社区O2O业务将随着区域的扩张而持续增长，我们预计15-17年EPS分别为0.74、1.15、1.53元，目前股价对应PE估值为69.5X、44.8X和33.5X，考虑到公司互联网金融业务有望激增且三大O2O业务加速进行，首次覆盖，给予“买入-A”评级，给予公司16年65倍的PE估值，6个月目标价74.75元。

■ **风险提示：O2O战略推进放缓、互联网金融业务不及预期。**

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入	376.6	476.2	665.8	898.5	1,168.7
净利润	114.4	150.5	141.8	220.0	294.0
每股收益(元)	0.60	0.78	0.74	1.15	1.53
每股净资产(元)	3.83	4.11	4.85	5.71	6.97

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	86.1	65.5	69.5	44.8	33.5
市净率(倍)	13.4	12.5	10.6	9.0	7.4
净利润率	30.4%	31.6%	21.3%	24.5%	25.2%
净资产收益率	15.6%	19.1%	15.2%	20.1%	22.0%
股息收益率	0.5%	0.4%	0.0%	0.6%	0.5%
ROIC	38.4	19.6	8.9	251.4	-1,211.1

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

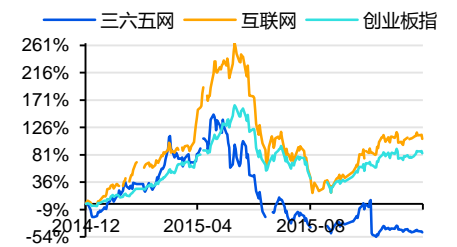
首次评级

6个月目标价 **74.75元**  
股价(2015-12-24) **52.07元**

### 交易数据

总市值(百万元)	9,850.76
流通市值(百万元)	8,019.50
总股本(百万股)	192.06
流通股本(百万股)	156.36
12个月价格区间	44.00/238.08元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.48	17.66	-61.2
绝对收益	-10.0	51.63	31.67

陈天诚

分析师  
chentc@essence.com.cn  
021-68767839

### 相关报告

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	376.6	476.2	665.8	898.5	1,168.7	成长性					
减:营业成本	21.4	30.2	99.9	107.8	129.9	营业收入增长率	26.1%	26.4%	39.8%	35.0%	30.1%
营业税费	9.9	10.1	15.8	21.3	26.7	营业利润增长率	10.4%	33.7%	-9.4%	58.8%	34.6%
销售费用	154.0	192.9	287.0	372.9	487.4	净利润增长率	12.9%	31.6%	-5.8%	55.2%	33.6%
管理费用	81.3	92.4	133.2	182.7	233.7	EBITDA 增长率	8.5%	40.1%	-14.9%	61.7%	35.5%
财务费用	-13.7	-10.1	-18.3	-22.9	-27.6	EBIT 增长率	8.2%	41.1%	-15.3%	63.5%	36.1%
资产减值损失	1.1	1.7	2.3	3.1	4.1	NOPLAT 增长率	7.7%	41.9%	-16.3%	63.5%	36.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	178.2%	83.2%	-94.2%	-128.2%	690.8%
投资和汇兑收益	0.2	5.2	2.8	2.8	3.6	净资产增长率	9.2%	7.1%	18.0%	16.8%	21.2%
营业利润	122.9	164.2	148.8	236.3	318.0	利润率					
加:营业外净收支	13.0	17.5	22.8	29.6	38.8	毛利率	94.3%	93.7%	85.0%	88.0%	88.9%
利润总额	135.8	181.7	171.6	266.0	356.8	营业利润率	32.6%	34.5%	22.3%	26.3%	27.2%
减:所得税	26.5	34.6	34.3	53.2	71.4	净利润率	30.4%	31.6%	21.3%	24.5%	25.2%
净利润	114.4	150.5	141.8	220.0	294.0	EBITDA/营业收入	30.0%	33.2%	20.2%	24.2%	25.2%
						EBIT/营业收入	29.0%	32.4%	19.6%	23.8%	24.9%
						运营效率					
						固定资产周转天数	11	9	6	3	1
						流动资产周转天数	22	45	17	-7	-8
						流动营业资本周转天数	722	642	517	451	421
						应收账款周转天数	32	38	36	35	36
						存货周转天数					
						总资产周转天数	743	666	535	464	430
						投资资本周转天数	34	56	28	1	-2
						投资回报率					
						ROE	15.6%	19.1%	15.2%	20.1%	22.0%
						ROA	13.0%	15.9%	13.0%	16.8%	18.7%
						ROIC	464.7%	237.0%	108.3%	3044.9%	-14666.3
						费用率					
						销售费用率	40.9%	40.5%	43.1%	41.5%	41.7%
						管理费用率	21.6%	19.4%	20.0%	20.3%	20.0%
						财务费用率	-3.6%	-2.1%	-2.7%	-2.5%	-2.4%
						三费/营业收入	58.8%	57.8%	60.4%	59.3%	59.3%
						偿债能力					
						资产负债率	11.2%	13.8%	10.8%	13.1%	13.0%
						负债权益比	12.7%	16.0%	12.2%	15.0%	14.9%
						流动比率	8.59	7.00	8.92	7.47	7.57
						速动比率	8.59	7.00	8.92	7.47	7.57
						利息保障倍数	-7.99	-15.22	-7.15	-9.33	-10.53
						分红指标					
						DPS(元)	0.28	0.22	-	0.29	0.27
						分红比率	46.6%	28.4%	0.0%	25.0%	17.8%
						股息收益率	0.5%	0.4%	0.0%	0.6%	0.5%

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	109.3	147.1	141.8	220.0	294.0	EPS(元)	0.60	0.78	0.74	1.15	1.53
加:折旧和摊销	5.7	6.6	4.1	4.2	4.4	BVPS(元)	3.83	4.11	4.85	5.71	6.97
资产减值准备	1.1	1.7	-	-	-	PE(X)	86.1	65.5	69.5	44.8	33.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	13.4	12.5	10.6	9.0	7.4
财务费用	-14.6	-11.6	-18.3	-22.9	-27.6	P/FCF	122.1	92.3	42.3	43.4	32.3
投资损失	-0.2	-5.2	-2.8	-2.8	-3.6	P/S	26.2	20.7	14.8	11.0	8.4
少数股东损益	-5.0	-3.4	-4.5	-7.2	-8.6	EV/EBITDA	30.6	34.0	66.3	40.2	28.8
营运资金的变动	-26.6	-30.4	96.2	8.8	13.9	CAGR(%)	24.8%	24.7%	11.7%	24.8%	24.7%
经营活动产生现金流量	153.6	139.0	216.5	200.2	272.6	PEG	3.5	2.6	5.9	1.8	1.4
投资活动产生现金流量	-90.1	-32.4	-3.7	-0.7	-1.3	ROIC/WACC	38.4	19.6	8.9	251.4	-1,211.1
融资活动产生现金流量	-46.6	-94.0	24.5	-32.1	-24.7	REP	1.7	2.8	178.0	-22.0	0.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

陈天诚声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-88888888	zhangying1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034