

国创高新 (002377)

业绩符合预期，市占率持续提升，有望受益一二线回暖

2018年公司实现营收45.52亿元，同增78.39%，实现归母净利润3.12亿元，同增627.2%，业绩大幅增长主要由于17年公司仅并表8-12月。就四季度数据来看，公司单季度实现营业收入13.32亿元，同比增速-5.5%，实现归母净利润0.91亿元，17年Q4仅为0.08亿元，同比大幅提升，环比增加7.3%。

稳居龙头，深耕+扩张双轮并举，市占率稳步提升。公司业务中，地产业务盈利能力持续提升，仍为主要业绩来源。18年全年公司地产、沥青业务营收占比分别为79.64%、20.36%，而地产贡献了毛利的84%，为主要业绩来源。18年公司地产业务毛利率17.7%，同比提升3.2个PCT。2018年上半年公司布局门店数量“上千间”，截至年末公司已有1500多家门店布局，拥有代理人员超过2万人，可以看出公司坚持深耕战略取得了一定效果，市占率提升明显。目前公司除深耕于以深圳、中山、珠海为核心的珠三角区域，同时还在上海、青岛、南京、杭州等城市积极布局，稳步扩张。

一线城市布局占比近60%，有望率先受益一线城市回暖。我们认为去年公司业绩主要受到房地产市场总体遇冷影响，而公司主要布局的一线城市为核心的城市群，在19年Q1表现出率先回暖的迹象，其中上海市Q1二手房成交量同比+44.7%，预计随后深圳及周边城市二手房市场回暖，公司业绩有望明显回升。

公司费率水平超过同行，营销、管理具备优势。公司的新房代理费率、经纪业务佣金率高于同业的世联行、我爱我家，展现出深圳云房在经营、销售策略具备优势。同时独立经纪人制度激发员工积极性；深圳云房与经纪人之间采取合作模式而非雇佣模式，通过增加佣金提成比例激励经纪人，人均创收增长明显。18年深圳网签单量行业第一，铺均单量行业第一。在此激励政策下，预计19年深圳云房人均、店均月创收规模继续增长。

投资建议：

公司重组的深圳云房(Q房网)为O2O房产中介的领先企业，全国布局1500多家门店，一线城市比重近60%，高于此前我们预期的1300家。凭借渠道优势和独立经纪人激励制度，近年代理费率和市占率都持续提升，在深圳及大湾区保持龙头地位。受益于19年一二线城市房地产市场回暖，有望实现量价齐升。基于以上，我们预计公司19-20年归母净利润分别为4.12亿、5.24亿，对应EPS分别为0.45、0.57元，对应PE分别为13.75X、10.82X，维持“买入”评级。

风险提示：房屋销售不及预期，商誉存在减值风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,573.42	4,571.93	5,764.75	7,350.06	9,408.07
增长率(%)	291.21	77.66	26.09	27.50	28.00
EBITDA(百万元)	119.73	491.44	532.81	659.25	875.81
净利润(百万元)	43.19	312.10	412.38	524.05	677.96
增长率(%)	727.87	622.70	32.13	27.08	29.37
EPS(元/股)	0.05	0.34	0.45	0.57	0.74
市盈率(P/E)	131.34	18.17	13.75	10.82	8.37
市净率(P/B)	1.18	1.11	0.99	0.93	0.85
市销率(P/S)	2.20	1.24	0.98	0.77	0.60
EV/EBITDA	68.91	5.66	8.99	5.98	5.66

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	休闲服务/其他休闲服务
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	6.01元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	916.33
流通A股股本(百万股)	485.97
A股总市值(百万元)	5,507.11
流通A股市值(百万元)	2,920.66
每股净资产(元)	5.57
资产负债率(%)	22.47
一年内最高/最低(元)	8.96/3.70

作者

陈天诚 分析师
SAC执业证书编号：S1110517110001
chentiancheng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《国创高新-首次覆盖报告:O2O房产中介典范，逆势扩张有望受益于一线回暖》 2019-03-24



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,060.48	1,046.54	1,152.95	1,470.01	1,881.61
应收票据及应收账款	554.53	590.36	1,491.35	1,367.00	2,291.69
预付账款	247.31	261.09	482.31	463.24	689.76
存货	162.04	193.75	358.49	343.92	714.13
其他	369.07	325.00	35.23	54.60	415.59
流动资产合计	2,393.43	2,416.74	3,520.32	3,698.77	5,992.79
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	154.01	135.89	221.19	294.79	348.38
在建工程	63.73	184.74	146.84	136.11	111.66
无形资产	203.85	193.10	183.03	172.96	162.89
其他	3,567.91	3,596.18	3,671.69	3,660.81	3,684.29
非流动资产合计	3,989.49	4,109.91	4,222.75	4,264.67	4,307.22
资产总计	6,610.11	6,749.96	7,762.31	7,982.68	10,536.14
短期借款	491.50	454.12	608.03	66.60	1,729.80
应付票据及应付账款	533.69	600.17	213.75	821.50	833.88
其他	646.01	440.13	860.13	651.17	978.60
流动负债合计	1,671.21	1,494.41	1,681.91	1,539.26	3,542.29
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	19.23	22.62	221.65	215.20	153.16
非流动负债合计	19.23	22.62	221.65	215.20	153.16
负债合计	1,690.44	1,517.03	1,903.56	1,754.46	3,695.45
少数股东权益	130.56	131.99	134.07	136.70	139.00
股本	916.33	916.33	916.33	916.33	916.33
资本公积	3,669.30	3,669.30	3,880.66	3,880.66	3,880.66
留存收益	3,872.78	4,184.62	4,808.36	5,175.19	5,785.36
其他	(3,669.30)	(3,669.30)	(3,880.66)	(3,880.66)	(3,880.66)
股东权益合计	4,919.67	5,232.94	5,858.75	6,228.22	6,840.69
负债和股东权益总	6,610.11	6,749.96	7,762.31	7,982.68	10,536.14

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	47.21	312.15	412.38	524.05	677.96
折旧摊销	69.08	123.53	22.67	27.20	30.92
财务费用	29.83	28.45	25.74	13.15	44.49
投资损失	(0.67)	(3.42)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	121.88	(284.85)	(618.62)	541.82	(1,631.46)
其它	(7.90)	41.36	0.88	2.63	2.70
经营活动现金流	259.42	217.22	(156.96)	1,108.86	(875.38)
资本支出	3,508.11	141.99	(139.03)	86.45	112.04
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(4,744.44)	(247.60)	62.87	(166.45)	(375.98)
投资活动现金流	(1,236.33)	(105.61)	(76.16)	(80.00)	(263.94)
债权融资	491.50	454.12	608.03	66.60	1,729.80
股权融资	3,958.74	(26.21)	185.62	(13.15)	(43.74)
其他	(2,908.59)	(446.70)	(454.12)	(765.25)	(135.15)
筹资活动现金流	1,541.65	(18.79)	339.54	(711.80)	1,550.92
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	564.75	92.82	106.41	317.06	411.60

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,573.42	4,571.93	5,764.75	7,350.06	9,408.07
营业成本	2,228.80	3,809.31	4,778.98	6,078.50	7,780.48
营业税金及附加	14.82	29.48	33.19	42.32	56.33
营业费用	34.96	20.54	46.12	58.80	75.26
管理费用	190.43	242.82	272.10	420.79	500.98
研发费用	0.00	75.86	92.24	117.60	150.53
财务费用	31.02	28.47	25.74	13.15	44.49
资产减值损失	20.53	33.79	30.79	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	(1.20)	(1.20)	0.00	0.40
投资净收益	0.67	3.42	0.00	0.00	0.00
其他	(13.10)	(20.95)	2.39	0.00	(0.80)
营业利润	65.30	350.39	484.41	618.90	800.40
营业外收入	1.75	3.54	2.00	2.00	2.51
营业外支出	0.62	4.29	1.50	2.00	2.60
利润总额	66.42	349.65	484.91	618.90	800.32
所得税	19.21	37.49	70.46	92.22	120.05
净利润	47.21	312.15	414.45	526.69	680.27
少数股东损益	4.03	0.05	2.07	2.63	2.31
归属于母公司净利润	43.19	312.10	412.38	524.05	677.96
每股收益(元)	0.05	0.34	0.45	0.57	0.74

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	291.21%	77.66%	26.09%	27.50%	28.00%
营业利润	435.51%	436.57%	38.25%	27.77%	29.32%
归属于母公司净利润	727.87%	622.70%	32.13%	27.08%	29.37%
获利能力					
毛利率	13.39%	16.68%	17.10%	17.30%	17.30%
净利率	1.68%	6.83%	7.15%	7.13%	7.21%
ROE	0.90%	6.12%	7.20%	8.60%	10.12%
ROIC	12.84%	8.96%	10.79%	11.11%	16.45%
偿债能力					
资产负债率	25.57%	22.47%	24.52%	21.98%	35.07%
净负债率	-11.57%	-11.32%	-9.30%	-22.53%	-2.22%
流动比率	1.43	1.62	2.10	2.42	1.70
速动比率	1.34	1.49	1.89	2.19	1.49
营运能力					
应收账款周转率	5.23	7.99	5.54	5.14	5.14
存货周转率	23.26	25.70	20.88	20.93	17.78
总资产周转率	0.63	0.68	0.79	0.93	1.02
每股指标(元)					
每股收益	0.05	0.34	0.45	0.57	0.74
每股经营现金流	0.28	0.24	-0.17	1.21	-0.96
每股净资产	5.23	5.57	6.25	6.65	7.31
估值比率					
市盈率	131.34	18.17	13.75	10.82	8.37
市净率	1.18	1.11	0.99	0.93	0.85
EV/EBITDA	68.91	5.66	8.99	5.98	5.66
EV/EBIT	97.56	6.34	9.39	6.24	5.87

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com