

易居中國 (2048 HK)

一手房代理市場領軍者

- ❖ **首次覆蓋給予買入評級。**易居是中國領先的房地產交易服務提供商，業務主要分為3個部門：1) 一手房銷售代理服務，2) 房地產數據和諮詢服務；3) 房地產經紀網絡服務。我們相信這3塊業務能夠相互補充，產生協同效應并創造更多的交叉銷售。我們將目標價定為21.80港元，相當於14.2倍2019年市盈率。首次覆蓋給予買入評級。
- ❖ **最大的一手房銷售代理企業。**一手房銷售代理是公司主要收入來源，在18年上半年貢獻了80%的收入。2018年上半年，公司代理銷售了2,559億元(人民幣，下同)新房，并從中獲得了22.3億元收入，同比增長44.1%。公司股東包括眾多銷售排名靠前的開發商，包括碧桂園、萬科和恒大。此外，公司已經與55家領先的房地產開發商達成戰略合作協議，期限為1-6年。截至2018年6月30日，易居儲備項目的總建面為2.54億平方米，未來增長可期。
- ❖ **中國最大的房地產數據提供商。**自2002年以來，公司克而瑞諮詢系統收集整理了大量房地產信息，形成了全面的房地產數據庫和分析系統。經過十多年的發展，克而瑞已成為業界領先的房地產大數據系統，主要服務于各開發商，并成為公司穩定的收入來源。克而瑞目前涵蓋了超過89,000個住宅項目，20,000個商業項目和790,000個土地的信息，覆蓋367個城市。18年上半年，房地產數據和諮詢服務收入增長11.8%至3.84億元，占總收入的13.8%。18年上半年有效用戶超過14,000人，其中包括開發商客戶。
- ❖ **超過10,000家房友。**自2016年1月起，易居開始整合全國中小房地產經紀公司，為他們提供平臺服務，給予其所需要的資源，并統一以“房友”品牌開展業務。目前房友門店數量已超過1萬家。雖然該業務板塊仍錄得虧損，但隨著房友網絡的持續增長，管理層預計將在2019年扭虧為盈。18年上半年，房地產經紀網絡服務收入增長367%至1.68億元。
- ❖ **預測調整後收益將以52%的CAGR增長。**在三個增長引擎的推動下，我們預測2018-20年收入分別為78億元，117億元和142億元，複合年增長率為45.7%。2017年歸屬於股東的淨利潤下降主要是由于2016年10月公司重組，售出了中國控股公司50%股權。我們預測2018-20年歸屬於股東的淨利潤分別為13.4億元、19.4億元和24.7億元。撇除中國控股公司的非控股權益影響後，我們預計調整後的利潤將從2017年的7.02億元增長至2020年的24.69億元，年複合增長率為52.1%。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	3,996	4,633	7,798	11,693	14,343
淨利潤(百萬人民幣)	487	352	1,340	1,940	2,469
EPS(人民幣)	0.53	0.70	1.05	1.32	1.68
EPS變動(%)	n.a.	32.3	48.7	26.1	27.2
市盈率(x)	23.4	17.7	11.9	9.4	7.4
市帳率(x)	n.a.	14.1	2.3	1.9	1.6
股息率(%)	n.a.	n.a.	2.0	2.8	3.4
權益收益率(%)	33.3	16.3	16.2	19.5	20.5
淨財務杠杆率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

買入(首次覆蓋)

目標價	HK\$21.80
潛在升幅	+50.3%
當前股價	HK\$14.50

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

中國房地產服務行業

市值(百萬港元)	21,318
3月平均流通量(百萬港元)	n.a
5周內股價高/低(港元)	15.24/11.1
總股本(百萬)	1,470

資料來源：彭博

股東結構

周忻	19.95%
恒大	11.68%
萬科	11.68%
碧桂園	11.68%
自由流通	43.46%

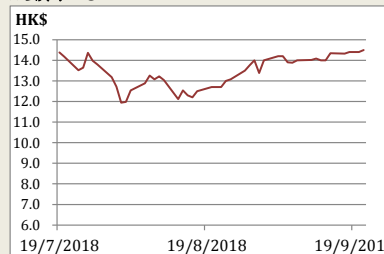
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	10.9%	9.7%
3-月	n.a.	n.a
6-月	n.a	n.a

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: Deloitte Touche Tohmatsu

公司網站: www.ehousechina.com

財務報表

利潤表

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	3,996	4,633	7,798	11,693	14,343
一手房代理服务	3,569	3,927	6,118	7,332	8,206
房地产数据及咨询服务	396	629	831	964	1,041
房地产经纪网络服务	31	77	849	3,398	5,096
员工成本	(2,402)	(2,623)	(3,587)	(4,209)	(4,303)
宣传及推广开支	(131)	(236)	(390)	(491)	(574)
办公场所经营租金费用	(94)	(106)	(195)	(292)	(359)
折旧及摊销开支	(24)	(28)	(23)	(68)	(105)
以摊销成本计量的金融资产损失准备	(104)	(120)	(210)	(338)	(417)
资讯开支	(176)	(224)	(359)	(468)	(574)
分销开支	(25)	(52)	(680)	(2,718)	(4,077)
其他经营成本	(254)	(285)	(328)	(468)	(574)
经营利润	786	960	2,027	2,641	3,362
其他收入	39	38	50	62	76
其他收益及亏损	(3)	3	-	-	-
其他开支	(4)	(9)	(6)	(6)	(7)
息税前利润	819	993	2,071	2,697	3,430
应占联营收益	(1)	0	-	-	-
融资成本	(30)	(22)	(17)	(9)	(11)
税前利润	789	971	2,054	2,688	3,420
所得税开支	(217)	(206)	(513)	(645)	(821)
税后利润	572	765	1,540	2,043	2,599
非控股权益	(85)	(413)	(200)	(102)	(130)
净利润	487	352	1,340	1,940	2,469

来源:公司,招银国际预测

资产负债表

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	553	639	776	894	956
物业、厂房及设备	65	62	192	288	353
投资型房地产	13	19	23	27	30
商誉	5	5	5	5	5
无形资产	11	6	10	27	21
联营及合营公司的权益	6	11	11	11	11
递延税项	350	504	504	504	504
其他	103	32	32	32	32
流动资产	3,735	5,701	11,046	14,471	17,519
贸易及其他应收账款	2,291	3,308	5,199	8,352	10,245
应收关联方账款	365	379	780	1,299	1,793
受限制现金	64	131	131	131	131
现金及现金等价物	975	1,791	4,774	4,456	5,069
其他	41	92	162	233	281
总资产	4,288	6,340	11,822	15,365	18,475
流动负债	2,826	4,177	3,552	5,420	6,445
贸易及其他应付账款	110	175	192	302	366
应急薪酬及福利开支	962	1,162	1,616	2,535	3,075
应付关联方账款	479	297	346	498	549
银行借款	390	450	160	200	220
其他	886	2,094	1,237	1,885	2,235
非流动负债	0	0	0	0	0
递延税项	0	0	0	0	0
银行借款	-	-	-	-	-
非控股权益	2,826	4,177	3,552	5,420	6,445
权益股东应占总权益	706	1,025	7,982	9,555	11,509
非控股权益	756	1,138	288	390	520
权益总额	1,462	2,163	8,270	9,945	12,029

来源:公司,招银国际预测

现金流量表

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	819	993	2,071	2,697	3,430
折旧和摊销	24	28	23	68	105
营运资金变动	(455)	(891)	(2,697)	(1,916)	(1,429)
税务开支	114	118	(17)	(9)	(11)
其他	(93)	(522)	(513)	(645)	(821)
经营活动所得现金净额	410	(275)	(1,133)	195	1,274
购置固定资产	(27)	(19)	(4,561)	(185)	(167)
联营公司	(2)	(5)	-	-	-
其他	163	28	-	-	-
投资活动所得现金净额	134	5	(4,561)	(185)	(167)
股份发行	0	0	9,842	-	-
净银行借贷	(60)	60	(290)	40	20
股息	(19)	(29)	(368)	(515)	(617)
其他	74	1,094	(507)	147	103
融资活动所得现金净额	(35)	1,103	8,677	(328)	(495)
现金增加净额	509	833	2,982	(318)	613
年初现金及现金等价物	466	975	1,791	4,774	4,456
汇兑	(0)	(17)	-	-	-
年末现金及现金等价物	975	1,791	4,774	4,456	5,069
资产负债表中的现金及现金等价物	975	1,791	4,774	4,456	5,069

来源：公司，招银国际预测

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
物业开发	89%	85%	78%	63%	57%
投资物业租金	10%	14%	11%	8%	7%
建筑收入	1%	2%	11%	29%	36%
总额	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
经营利润率	19.7	20.7	26.0	22.6	23.4
息税前利润率	20.5	21.4	26.6	23.1	23.9
税前利润率	19.7	21.0	26.3	23.0	23.8
净利润率	12.2	7.6	17.2	16.6	17.2
有效税率	27.5	21.2	25.0	24.0	24.0
增长 (%)					
收入	47.1	15.9	68.3	49.9	22.7
营业利润	159.6	21.2	108.6	30.2	27.2
息税前利润	159.6	21.2	108.6	30.2	27.2
净利润	172.7	23.1	111.5	30.9	27.2
资产负债比率					
流动比率(x)	1.3	1.4	3.1	2.7	2.7
平均应收账款周转天数	173	225	199	212	237
平均应付账款周转天数	10	14	12	10	11
净负债/总权益比率 (%)	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash
回报率 (%)					
资本回报率	48.4	42.2	29.5	22.4	23.7
资产回报率	16.3	14.4	17.0	15.0	15.4
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.532	0.704	1.047	1.320	1.679
每股股息(人民币)	n.a.	n.a.	0.250	0.350	0.420
每股账面值(人民币)	n.a.	0.886	5.419	6.477	7.810

来源：公司，招银国际预测

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。

注：

招銀國際證券有限公司及/或其附屬公司于過去12個月內向易居(中國)企業控股有限公司(2048 HK)提供投資銀行服務。