

易居中国 (2048 HK)

房地产销售放缓拖累盈利增长

- ❖ **2018 年房地产销售放缓。**根据国家统计局的数据，2018 年全国房地产销售同比增长 12.2% 至 149,970 亿元（人民币·下同），略低于 2017 年 13.7% 的增长率。作为一手房代理市场领军者，易居自 2018 年四季度以来受到市场情绪冲击。我们预计一手房地产代理服务的收入增长将低于我们早前的估计，因此将 2018 及 2019 年一手房地产代理服务收入预测分别下调 18.2% 及 19.1% 至 50.06 亿元及 59.38 亿元。2019 年中国房地产市场面临一定压力，但我们相信易居将受益于其强大的股东背景，并可在未来提高市占率。
- ❖ **稳健的数据服务业务。**易居将保持稳健的数据服务业务。克而瑞咨询系统为开发商提供中国房地产市场的宏观数据。我们估计房地产大数据和咨询服务收入从 2017 年的 6.29 亿元增加至 2018 年的 8.31 亿元，并将在 2020 年进一步上升至 10.41 亿元，达到 18.3% 复合年增长率。2019 年，公司推出了中国资管信息咨询服务平台，属于一个针对零售、写字楼和酒店数据库的整体销售平台，现在有接近 2,000 个物业资产在线销售。该平台采用区块链技术，进行安全、可靠和可控的交易。从克而瑞到中国资管信息咨询服务平台，物业大数据服务现可从住宅物业扩展到商业物业。
- ❖ **代理服务的亏损得以控制。**在易居「房友」品牌下，公司为全国中小房地产经纪公司提供平台服务，开拓一手物业销售市场。公司在 27 个城市设立了共 50 个服务中心。2018 年上半年，房友的收入同比增长 3.8 倍至 1.68 亿元。截至 2018 年 8 月，房友店铺数量达到 1 万家。虽然我们预计房友将在 2018-20 年间实现 250% 收入复合年增长率，但业务料在初期录得亏损。我们估计 2018 年房友带来的亏损将保持在 1 亿元以内，并于 2019 年开始扭亏为盈。
- ❖ **下调预测和目标价。**由于规模经济较小以及经营利润率假设变动，我们将 2018 年及 2019 年盈利预测分别下调 21.1% 和 22.9% 至 10.57 亿元及 14.95 亿元。因此，我们将目标价从 21.8 港元下调至 16.41 港元，相当于 14.2 倍 2019 年预期市盈率。上行空间 36.8%。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	3,996	4,633	6,570	9,102	10,916
净利润(百万人民币)	487	352	1,057	1,495	1,783
EPS(人民币)	0.532	0.704	0.825	1.017	1.213
EPS 变动 (%)	N.A.	32.3	17.2	23.2	19.2
市盈率(x)	19.8	15.0	12.8	10.4	8.7
市帐率(x)	N.A.	N.A.	1.8	1.6	1.4
股息率 (%)	N.A.	N.A.	2.3	2.8	3.4
权益收益率 (%)	33.3	16.3	12.3	15.3	15.9
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究

买入(维持)

目标价	HK\$16.41
(上一次目标价)	HK\$21.80
潜在升幅	+36.8%
当前股价	HK\$12.00

文干森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

中国房地产服务行业

市值(百万港元)	17,643
3 月平均流通量(百万港元)	3.1
52 周内股价高/低(港元)	15.34/11.1
总股本(百万)	1,470

资料来源：彭博

股东结构

周忻	21.0%
恒大	11.7%
万科	11.7%
碧桂园	11.7%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-11.1%	-15.9%
3-月	-14.9%	-22.6%
6-月	-8.0%	-7.3%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: Deloitte Touche Tohmatsu

公司网站: www.ehousechina.com

财务报表

利润表

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	3,996	4,633	6,570	9,102	10,916
一手房代理服务	3,569	3,927	5,006	5,938	6,574
房地产资料及咨询服务	396	629	831	964	1,041
房地产经纪网络服务	31	77	734	2,201	3,301
员工成本	(2,402)	(2,623)	(3,022)	(3,641)	(3,821)
宣传及推广开支	(131)	(236)	(329)	(382)	(437)
办公场所经营租赁开支	(94)	(106)	(164)	(228)	(273)
折旧及摊销开支	(24)	(28)	(22)	(57)	(157)
按摊销成本计量的金融资产损失准备	(104)	(120)	(219)	(303)	(336)
咨询开支	(176)	(224)	(302)	(364)	(437)
分销开支	(25)	(52)	(587)	(1,761)	(2,641)
其他经营成本	(254)	(285)	(361)	(364)	(437)
其他收入	39	38	50	56	74
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	1,607	2,053	2,446
应占联营公司业绩	(1)	0	(4)	2	5
融资成本	(30)	(22)	(17)	-	-
税前利润	789	971	1,587	2,055	2,451
所得税开支	(217)	(206)	(413)	(514)	(613)
税后利润	572	765	1,174	1,541	1,838
非控股股东权益	(85)	(413)	(117)	(46)	(55)
归属股东净利润	487	352	1,057	1,495	1,783

来源:公司,招银国际预测

资产负债表

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	553	639	738	1,045	1,028
物业、厂房及设备	65	62	162	448	410
投资型房地产	13	19	19	19	19
商誉	5	5	5	5	5
无形资产	11	6	10	28	45
联营及合营公司的权益	6	11	7	9	14
递延税项	350	504	504	504	504
其他	103	32	32	32	32
非流动资产	3,735	5,701	11,210	13,191	15,420
贸易及其他应收账款	2,291	3,308	5,475	7,585	8,397
应收关联方款项	365	379	538	745	893
受限制现金	64	131	131	131	131
现金及现金等价物	975	1,791	4,882	4,482	5,705
其他	41	92	184	248	293
总资产	4,288	6,340	11,949	14,235	16,448
流动负债	2,826	4,177	3,350	4,448	5,263
贸易及其他应付账款	110	175	278	394	474
应计薪金及福利开支	962	1,162	1,541	2,186	2,629
应付关联方款项	479	297	300	390	427
银行借款	390	450	160	-	-
其他	886	2,094	1,070	1,477	1,733
非流动负债	0	0	0	0	0
递延税项	0	0	0	0	0
银行借款	-	-	-	-	-
总负债	2,826	4,177	3,350	4,448	5,263
归属母公司股东权益	706	1,025	8,393	9,536	10,877
非控股权益	756	1,138	205	252	307
总净资产	1,462	2,163	8,599	9,787	11,184

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	1,607	2,053	2,446
折旧和摊销	24	28	22	57	157
营运资金变动	(455)	(891)	(1,855)	(1,422)	(371)
税务开支	(93)	(522)	(413)	(514)	(613)
其他	114	118	-	-	-
经营活动所得现金净额	410	(275)	(638)	174	1,619
购置固定资产	(27)	(19)	(141)	(376)	(150)
联营公司	(2)	(5)	-	-	-
其他	163	28	-	-	-
投资活动所得现金净额	134	5	(141)	(376)	(150)
股份发行	0	0	3,738	-	-
净银行借贷	(60)	60	652	(666)	(329)
股息	(19)	(29)	(353)	(441)	(529)
已付利息	(30)	(22)	(17)	-	-
其他	74	1,094	(151)	909	612
融资活动所得现金净额	(35)	1,103	3,870	(199)	(246)
现金增加净额	-	-	-	-	-
	509	833	3,091	(400)	1,223
年初现金及现金等价物	466	975	1,791	4,882	4,482
汇兑	(0)	(17)	-	-	-
年末现金及现金等价物	975	1,791	4,882	4,482	5,705
资产负债表中的现金及现金等价物	975	1,791	4,882	4,482	5,705

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 (%)					
一手房代理服务	89%	85%	76%	65%	60%
房地产资料及咨询服务	10%	14%	13%	11%	10%
房地产经纪网络服务	1%	2%	11%	24%	30%
总额	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
息税前利润率	20.5	21.4	24.5	22.6	22.4
税前利润率	19.7	21.0	24.1	22.6	22.4
净利润率	12.2	7.6	16.1	16.4	16.3
有效税率	27.5	21.2	26.0	25.0	25.0
增长 (%)					
收入	47.1	15.9	41.8	38.5	19.9
息税前利润	159.6	21.2	61.9	27.7	19.1
净利润	194.8	(27.7)	200.2	41.5	19.2
资产负债比率					
流动比率(x)	1.3	1.4	3.3	3.0	2.9
应收账款周转天数	173	225	244	262	267
应付帐款周转天数	10	14	17	17	19
净负债/总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	33.3	16.3	12.3	15.3	15.9
资产回报率	13.3	12.1	9.8	10.8	11.2
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.532	0.704	0.825	1.017	1.213
每股股息(人民币)	N.A.	N.A.	0.240	0.300	0.360
每股账面值(人民币)	N.A.	N.A.	5.849	6.657	7.607

来源:公司,招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。

注：招银国际证券有限公司及/或其附属公司于过去12个月内向易居(中国)企业控股有限公司(2048 HK)提供投资银行服务。