

# 易居中国 (2048 HK)

## 一手房代理市场领军者

- ❖ **首次覆盖给予买入评级。**易居是中国领先的房地产交易服务提供商，业务主要分为3个部门：1) 一手房销售代理服务，2) 房地产数据和咨询服务；3) 房地产经纪网络服务。我们相信这3块业务能够相互补充，产生协同效应并创造更多的交叉销售。我们将目标价定为21.80港元，相当于14.2倍2019年市盈率。首次覆盖给予**买入评级**。
- ❖ **最大的一手房销售代理企业。**一手房销售代理是公司主要收入来源，在18年上半年贡献了80%的收入。2018年上半年，公司代理销售了2,559亿元(人民币，下同)新房，并从中获得了22.3亿元收入，同比增长44.1%。公司股东包括众多销售排名靠前的开发商，包括碧桂园、万科和恒大。此外，公司已经与55家领先的房地产开发商达成战略合作协议，期限为1-6年。截至2018年6月30日，易居储备项目的总建面积为2.54亿平方米，未来增长可期。
- ❖ **中国最大的房地产数据提供商。**自2002年以来，公司克而瑞咨询系统收集整理了大量房地产信息，形成了全面的房地产数据库和分析系统。经过十多年的发展，克而瑞已成为业界领先的房地产大数据系统，主要服务于各开发商，并成为公司稳定的收入来源。克而瑞目前涵盖了超过89,000个住宅项目，20,000个商业项目和790,000个土地的信息，覆盖367个城市。18年上半年，房地产数据和咨询服务收入增长11.8%至3.84亿元，占总收入的13.8%。18年上半年有效用户超过14,000人，其中包括开发商客户。
- ❖ **超过10,000家房友。**自2016年1月起，易居开始整合全国中小房地产经纪公司，为他们提供平台服务，给予其所需要的资源，并统一以“房友”品牌开展业务。目前房友门店数量已超过1万家。虽然该业务板块仍录得亏损，但随着房友网络的持续增长，管理层预计将在2019年扭亏为盈。18年上半年，房地产经纪网络服务收入增长367%至1.68亿元。
- ❖ **预测调整后收益将以52%的CAGR增长。**在三个增长引擎的推动下，我们预测2018-20年收入分别为78亿元，117亿元和142亿元，复合年增长率为45.7%。2017年归属于股东的净利润下降主要是由于2016年10月公司重组，售出了中国控股公司50%股权。我们预测2018-20年归属于股东的净利润分别为13.4亿元、19.4亿元和24.7亿元。撇除中国控股公司的非控股权益影响后，我们预计调整后的利润将从2017年的7.02亿元增长至2020年的24.69亿元，年复合增长率为52.1%。

### 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	7,798	11,693	14,343
净利润(百万人民币)	487	352	1,340	1,940	2,469
EPS(人民币)	0.53	0.70	1.05	1.32	1.68
EPS变动(%)	n.a.	32.3	48.7	26.1	27.2
市盈率(x)	23.4	17.7	11.9	9.4	7.4
市帐率(x)	n.a.	14.1	2.3	1.9	1.6
股息率(%)	n.a.	n.a.	2.0	2.8	3.4
权益收益率(%)	33.3	16.3	16.2	19.5	20.5
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(首次覆盖)

目标价	HK\$21.80
潜在升幅	+50.3%
当前股价	HK\$14.50

#### 文干森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: [samsonman@cmbi.com.hk](mailto:samsonman@cmbi.com.hk)

#### 黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: [huangchengyu@cmbi.com.hk](mailto:huangchengyu@cmbi.com.hk)

#### 中国房地产服务行业

市值(百万港元)	21,318
3月平均流通量(百万港元)	n.a.
5周内股价高/低(港元)	15.24/11.1
总股本(百万)	1,470

资料来源：彭博

#### 股东结构

周忻	19.95%
恒大	11.68%
万科	11.68%
碧桂园	11.68%
自由流通	43.46%

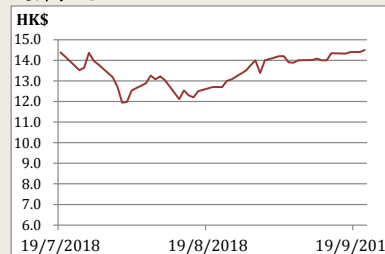
资料来源：彭博

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	10.9%	9.7%
3-月	n.a.	n.a.
6-月	n.a.	n.a.

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](http://www.ehousechina.com)

## 财务报表

### 利润表

年结: 12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>收入</b>	<b>3,996</b>	<b>4,633</b>	<b>7,798</b>	<b>11,693</b>	<b>14,343</b>
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
<b>员工成本</b>	<b>(2,402)</b>	<b>(2,623)</b>	<b>(3,587)</b>	<b>(4,209)</b>	<b>(4,303)</b>
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)
<b>经营利润</b>	<b>786</b>	<b>960</b>	<b>2,027</b>	<b>2,641</b>	<b>3,362</b>
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)
<b>息税前利润</b>	<b>819</b>	<b>993</b>	<b>2,071</b>	<b>2,697</b>	<b>3,430</b>
应占联营收益	(1)	0	-	-	-
融资成本	(30)	(22)	(17)	(9)	(11)
<b>税前利润</b>	<b>789</b>	<b>971</b>	<b>2,054</b>	<b>2,688</b>	<b>3,420</b>
所得税开支	(217)	(206)	(513)	(645)	(821)
<b>税后利润</b>	<b>572</b>	<b>765</b>	<b>1,540</b>	<b>2,043</b>	<b>2,599</b>
非控股权益	(85)	(413)	(200)	(102)	(130)
<b>净利润</b>	<b>487</b>	<b>352</b>	<b>1,340</b>	<b>1,940</b>	<b>2,469</b>

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
<b>非流动资产</b>	<b>553</b>	<b>639</b>	<b>776</b>	<b>894</b>	<b>956</b>
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
<b>流动资产</b>	<b>3,735</b>	<b>5,701</b>	<b>11,046</b>	<b>14,471</b>	<b>17,519</b>
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
<b>总资产</b>	<b>4,288</b>	<b>6,340</b>	<b>11,822</b>	<b>15,365</b>	<b>18,475</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,826</b>	<b>4,177</b>	<b>3,552</b>	<b>5,420</b>	<b>6,445</b>
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
<b>非流动负债</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
递延税项	0	0	0	0	0
银行借款	-	-	-	-	-
<b>非控股权益</b>	<b>2,826</b>	<b>4,177</b>	<b>3,552</b>	<b>5,420</b>	<b>6,445</b>
权益股东应占权益	706	1,025	7,982	9,555	11,509
非控股权益	756	1,138	288	390	520
<b>权益总额</b>	<b>1,462</b>	<b>2,163</b>	<b>8,270</b>	<b>9,945</b>	<b>12,029</b>

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
<b>息税前收益</b>	<b>819</b>	<b>993</b>	<b>2,071</b>	<b>2,697</b>	<b>3,430</b>
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)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>410</b>	<b>(275)</b>	<b>(1,133)</b>	<b>195</b>	<b>1,274</b>
购置固定资产	(27)	(19)	(4,561)	(185)	(167)
联营公司	(2)	(5)	-	-	-
其他	163	28	-	-	-
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>134</b>	<b>5</b>	<b>(4,561)</b>	<b>(185)</b>	<b>(167)</b>
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
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(35)</b>	<b>1,103</b>	<b>8,677</b>	<b>(328)</b>	<b>(495)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>509</b>	<b>833</b>	<b>2,982</b>	<b>(318)</b>	<b>613</b>
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
<b>资产负债表中的现金及现金等价物</b>	<b>975</b>	<b>1,791</b>	<b>4,774</b>	<b>4,456</b>	<b>5,069</b>

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
<b>销售组合 (%)</b>					
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%
<b>总额</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
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
<b>增长 (%)</b>					
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
<b>资产负债比率</b>					
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
平均应付帐款周转天数	10	14	12	10	11
净负债/总权益比率 (%)	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash
<b>回报率 (%)</b>					
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
<b>每股数据</b>					
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责任。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。

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。