

易居中国 (2048 HK)

受三月份的市场复苏照耀

❖ **2019年3月份房地产回暖。**受刚需及信贷放宽所带动，中国房地产市场在2019年3月开始呈现复苏的景象，于一/二线城市的销售开始上升。在2019年3月份，领先的三大及其他主要房地产发展商都录取得同比的增长，碧桂园(2007 HK, 买入)、万科(2202 HK, 买入)及恒大(3333 HK, 未评级)在三月份的销售分别录得2%、13%及11%的同比增长。作为领先的一手房代理商，我们预计易居将在2019年重拾增长动力。我们预测2018-21，一手房代理业务收入分别为65.3亿元，68.8亿元和76.4亿元（人民币，下同），复合年增长率为17.1%。

❖ **2018年利润较我们的预测低10%。**2018年，公司收入和净利润大幅增长28.4%至59.5亿元和170.0%至9.5亿元。一手房业务的总销售额增加22.8%至5,320亿元，且2018年底的城市覆盖面扩大至204个。此外，储备项目面积从2017年底的2.06亿平增加至2018年底的2.81亿平，为公司提供了稳固的盈利增长基础。尽管易居在2018年业绩实现良好增长，但由于去年四季度房地产市场经历了低迷，18年全年的净利润比我们的预测低了10%。

❖ **房友业务向好但应收账款有所上升。**截至18年底，房友的门店数量达到了10,210个，而截至去年8月底为10,000个，截止到17年底为4,075个。因此，房地产经纪平台服务收入从2017年的7,700万元增加至2018年的4.21亿元。然而，分部亏损在2018年持续，但从2017年的1.25亿元缩减至2018年的9,400万元。我们预计该业务在经济规模效应下将于2019年扭亏为盈。另一方面，应收账款从2017年底的33.1亿元增加至2018年底的41.6亿元，应收关联方款项也从2017年底的3.79亿元升至2018年底的15.76亿元。这可能反映了开发商在去年四季度的流动性紧张。

❖ **下调预测和目标价。**由于业务增长假设放缓，我们将2019年的收入预测下调7.3%至84.4亿元，并将2020年的收入预测下调13.9%至94.0亿元。此外，我们将2019年盈利预测下调3.0%至14.5亿元，2020年下调5.4%至16.9亿元。因此，我们将目标价从16.41港元下调至16.30港元，相当于14.2倍2019年预测市盈率。潜在升幅47.4%。维持买入。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	4,633	5,948	8,439	9,403	10,639
净利润(百万人民币)	352	950	1,450	1,687	1,985
EPS(人民币)	0.704	0.805	0.987	1.148	1.350
EPS变动(%)	32.3	14.4	22.5	16.3	17.6
市盈率(x)	13.4	11.7	9.6	8.2	7.0
市帐率(x)	N.A.	1.7	1.5	1.3	1.2
股息率(%)	N.A.	2.0	3.2	3.8	4.2
权益收益率(%)	16.3	11.9	15.7	16.0	16.5
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(维持)

目标价	HK\$16.30
(上一次目标价)	HK\$16.41
潜在升幅	+48.2%
当前股价	HK\$11.00

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)	16,173
3月平均流通量(百万港元)	8.75
52周内股价高/低(港元)	15.34/10.5
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%

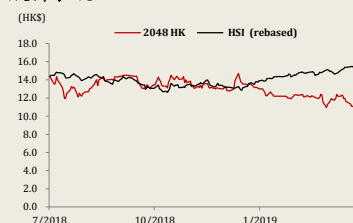
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-10.2%	-13.4%
3-月	-16.0%	-26.1%
6-月	-17.8%	-29.1%

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 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	4,633	5,948	8,439	9,403	10,639
一手房代理服务	3,927	4,753	6,531	6,881	7,637
房地产资料及咨询服务	629	773	897	1,005	1,105
房地产经纪网络服务	77	421	1,011	1,517	1,897
员工成本	(2,623)	(2,994)	(3,882)	(3,949)	(4,255)
宣传及推广开支	(236)	(310)	(380)	(395)	(426)
办公场所经营租赁开支	(106)	(119)	(203)	(226)	(255)
折旧及摊销开支	(28)	(26)	(24)	(23)	(25)
按摊销成本计量的金融资产损失准备	(120)	(167)	(247)	(272)	(308)
咨询开支	(224)	(218)	(338)	(376)	(426)
分销开支	(52)	(332)	(809)	(1,214)	(1,517)
其他经营成本	(285)	(369)	(506)	(564)	(638)
其他收入	38	107	56	74	74
其他收益及亏损	3	19	-	-	-
其他开支	(9)	(43)	(18)	(23)	(28)
息税前利润	993	1,497	2,089	2,434	2,834
应占联营公司业绩	0	1	2	5	5
融资成本	(22)	(25)	(97)	(120)	(111)
税前利润	971	1,473	1,994	2,319	2,728
所得税开支	(206)	(391)	(498)	(580)	(682)
税后利润	765	1,082	1,495	1,739	2,046
非控制股东权益	(413)	(131)	(45)	(52)	(61)
归属股东净利润	352	950	1,450	1,687	1,985

来源：公司，招银国际预测

资产负债表

年结:12月31日 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	639	1,279	1,612	1,660	1,705
物业、厂房及设备	62	59	378	406	431
投资型房地产	19	20	35	50	65
商誉	5	5	5	5	5
无形资产	6	2	-	-	-
联营及合营公司的权益	11	213	215	220	225
递延税项	504	488	488	488	488
其他	32	491	491	491	491
非流动资产	5,701	10,540	12,933	14,116	15,796
贸易及其他应收账款	3,308	4,164	6,028	6,716	7,599
应收关联方款项	379	1,565	1,206	1,045	1,182
受限制现金	131	53	53	53	53
现金及现金等价物	1,791	2,692	4,952	5,560	6,159
其他	92	2,066	694	742	804
总资产	6,340	11,819	14,545	15,775	17,501
流动负债	4,177	3,803	3,959	3,891	5,460
贸易及其他应付账款	175	326	355	390	436
应计薪金及福利开支	1,162	910	1,282	1,409	1,575
应付关联方款项	297	68	96	105	118
银行借款	450	1,000	500	300	1,600
其他	2,094	1,500	1,726	1,687	1,731
非流动负债	0	0	1,360	1,360	0
递延税项	0	0	0	0	0
银行借款	-	-	1,360	1,360	-
总负债	4,177	3,803	5,319	5,251	5,460
归属母公司股东权益	1,025	7,872	9,037	10,283	11,739
非控股权益	1,138	144	189	241	302
总净资产	2,163	8,016	9,226	10,524	12,041

来源：公司，招银国际预测

现金流量表

年结:12月31日 (百万元人民币)	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	993	1,497	2,089	2,434	2,834
折旧和摊销	28	26	24	23	25
营运资金变动	(891)	(4,149)	478	(337)	(768)
税务开支	(522)	(391)	(498)	(580)	(682)
其他	118	869	(1,006)	(883)	(491)
经营活动所得现金净额	(275)	(2,148)	1,086	657	918
购置固定资产	(19)	(21)	(355)	(65)	(65)
联营公司	(5)	(200)	-	-	-
其他	28	(254)	(15)	(15)	(15)
投资活动所得现金净额	5	(475)	(370)	(80)	(80)
股份发行	0	3,738	-	-	-
净银行借贷	60	247	1,173	67	(152)
股息	(29)	(285)	(441)	(529)	(588)
已付利息	(22)	(25)	(97)	(120)	(111)
其他	1,094	(151)	909	612	612
融资活动所得现金净额	1,103	3,524	1,544	30	(239)
现金增加净额	-	-	-	-	-
	833	901	2,260	608	598
年初现金及现金等价物	975	1,791	2,692	4,952	5,560
汇兑	(17)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,791	2,692	4,952	5,560	6,159
资产负债表中的现金及现金等价物	1,791	2,692	4,952	5,560	6,159

来源：公司，招银国际预测

主要比率

年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
一手房代理服务	85%	80%	77%	73%	72%
房地产资料及咨询服务	14%	13%	11%	11%	10%
房地产经纪网络服务	2%	7%	12%	16%	18%
总额	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
息税前利润率	21.4	25.2	24.8	25.9	26.6
税前利润率	21.0	24.8	23.6	24.7	25.6
净利润率	7.6	16.0	17.2	17.9	18.7
有效税率	21.2	26.6	25.0	25.0	25.0
增长 (%)					
收入	15.9	28.4	41.9	11.4	13.1
息税前利润	21.2	50.8	39.5	16.5	16.4
净利润	(27.7)	170.0	52.6	16.3	17.6
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.4	2.8	3.3	3.6	2.9
应收账款周转天数	225	229	220	247	246
应付账款周转天数	14	20	19	19	19
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	16.3	11.9	15.7	16.0	16.5
资产回报率	12.1	9.2	10.3	11.0	11.7
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.704	0.805	0.987	1.148	1.350
每股股息(人民币)	N.A.	0.194	0.300	0.360	0.400
每股账面值(人民币)	N.A.	5.452	6.275	7.158	8.190

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管理人员；（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，请与我们联络。

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）及万科企业股份有限公司（2202 HK）提供投资银行服务。