

春华秋实，云燕安家

■首提重构从房到家闭环生态圈建设理念。公司以现代信息技术、移动互联网技术、3D VR 虚拟现实技术和大数据技术为基础，建立了“云燕安家”平台，并通过此平台模式，以房产交易为入口，连接并重构了从“房”到“家”整个生态圈中的各方价值链。拟以房产交易为用户入口、通过房产交易后服务和金融服务获取收益的新商业模式，转用户性质由“高额低频”为“中低额，多频次”，深扣互联网房产企业爆发性空间。

■“云燕安家”之腾讯街景、楼盘全景、3DVR 火力全开；联手腾讯、中国电信、京东、全筑等业内巨头，笑傲房产互联网之江湖。在房产信息展示方面，融合先进技术及独家资源，联手腾讯、中国电信、全筑等业内巨头，腾讯街景、到楼盘全景、3DVR 火力全开，打造“身临其境”体验感；针对开发商和中介门店，国内首推基于“暴风魔镜”、Oculus Rift、HTC VIVE、Microsoft Hololens 等不同 VR/AR 设备的沉浸式解决方案，打破时间与空间的限制，核心竞争力凸显。

■首创“实境看房”3D 体验馆，国内目前率先拥有 3D VR 图形研究中心的互联网房产企业。“实境看房”线上有效过滤掉用户不满意的房型，提高购房效率。目前，公司合作的上海楼盘已经超 108 个，创新模式得以尝试拓展。

■华燕房盟是依托大数据的 3.0 升级版，8 年大数据布局，有望成为一方霸者。与电信合作的联合大数据中心第一期规划建设已完成，今年将实现‘云燕安家’产品中全面铺开，实现房源与客源的快速配对，提高用户选房效率、简化选房手续，为后续延展的家装、金融等各项服务提供有效的数据基础。华燕房盟发挥其比纯互联网公司更懂房子，比传统房产公司更懂互联网的优势，通过重构现有在线平台，为开发商提供更准确更直接的数据支持，为中介提供更多的房源信息以及更快的回佣速度，为购房者解决看房、购房、付款、装修的便捷化服务需求等。

■公司未来盈利空间大，从传统电商收入向互联网平台收费模式转向，与名企的合作是坚实的保障。H5 楼书及楼书运营（与腾讯街景地图合作，标点位推介方式获取高毛利）、3D VR（为开发商设计 3D 样板房获取高毛利）、家装平台（与全筑建筑合作，收取客户资源费和原材料费，毛利率达 19%）、金融服务（通过自有平台房融所挣息差和平台的服务费，未来还会有房屋二次贷款的产品）、智慧生活（与京东推进合作、设定智能家居国际标准）。

■投资建议：公司以房产交易为入口，连接并重构从“房”到“家”整个生态圈中的各方价值链，未来成长行较好，且线上业务比重较高，业务转型“互联网+”更为彻底，可给予一定的溢价；首次覆盖给予买入-A 的评级。

■风险提示：国家政策变化、人才流失风险、平台推广效果不如预期。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入	142.1	200.8	419.7	797.9	1,390.6
净利润	9.4	12.1	22.1	63.8	111.9
每股收益(元)	0.08	0.10	0.18	0.44	0.77
每股净资产(元)	0.90	1.19	2.33	4.35	7.77

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	254.9	198.3	108.5	43.7	24.9
市净率(倍)	21.2	16.1	8.2	4.4	2.5
净利润率	6.6%	6.0%	5.3%	8.0%	8.0%
净资产收益率	5.1%	5.8%	4.0%	6.8%	7.5%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	10.3%	10.6%	21.0%	17.3%	17.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

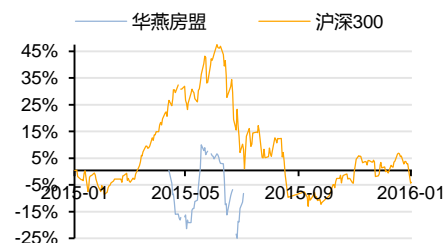
首次评级

股价 (2016-03-15) 8.56 元

交易数据

总市值(百万元)	1,112.50
流通市值(百万元)	791.82
总股本(百万股)	125.00
流通股本(百万股)	88.97
12 个月价格区间	/元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.41	-8.61	9.64
绝对收益			6.35

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515100001
chentc@essence.com.cn
021-68767839

诸海滨

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020005
zhuhb@essence.com.cn
021-68766170

相关报告

内容目录

1.	联手多巨头闭环生态圈，多样化利润来源稳经营	3
1.1.	2016 公司收入模式转变，楼书、3D、房屋交易后服务将成利润新引擎	3
1.2.	云燕安家平台是从房到家生态圈落实的主体、3D 技术变现空间大	5
1.3.	携手腾讯、引入街景，楼书运营与腾讯地图结合催生新利润点	7
1.4.	携手合拍在线、理财周刊，互联网房屋金融产品面向上海千亿级市场	8
1.5.	携手全筑建筑，家装平台团队实力雄厚、利润空间大	12
1.6.	携手京东制定智能家居联盟标准、布局智慧社区	13
1.7.	携手中国电信等、打造新金融大数据平台	14
1.8.	二手房交易平台、海外房产多点延伸，丰富收入来源	15
2.	国内首家新三板挂牌房产 O2O 企业、核心业务发展迅猛	16
2.1.	国内首家新三板挂牌创新型互联网房产 O2O 企业	17
2.3.	拟募集 3 亿打造“云燕安家”，前期两次定增引入券商入驻	19
3.	行业发展特征及行业竞争格局	19
3.1.	房地产市场正在趋于理性化的平稳发展	19
3.1.1	房地产开发投资增速继续回落	20
3.1.2	房地产销售同比冲出“地平线”	20
3.2.	房地产 O2O 模式	21
3.3.	积极拓展新型业务	22
3.4.	O2O 平台商业模式对比	22
4.	房产 O2O 竞争激烈、公司有望脱颖而出	26
4.1.	行业机遇挑战并存、商业模式各不同	26
4.2.	独特竞争力、助力公司脱颖而出	27
4.3.	同行业财务对比	29
4.4.	估值	30

1. 联手多巨头创闭环生态圈，多样化利润来源稳经营

1.1. 2016 公司收入模式转变，楼书、3D、房屋交易后服务将成利润新引擎

紧扣十万亿级别的风口下的机遇——“互联网+房地产”，定位于年轻主力人群，引导用户特性向“中低频，多频次”转变。华燕房盟目标客户定位为 28 岁到 45 岁之间的都市白领、金领，紧扣该群体特点（中国社会财富最主要的创造者和使用者，“家”为其人生奋斗的核心目标且相应花费占据他一生收入最大的比值），引导其用户性质由“高额低频”向“中低频，多频次”转变，切入房地产交易后服务市场新蓝海。未来房地产行业是用户消费成本最高的产业，但同时这也是各行各业中效率比较低、用户体验比较差的行业。但是在互联网的冲击下，传统房地产行业的多种弊端很可能被解决，根据《中国房地产金融行业调查及市场前景预测报告》测算，“互联网+房地产”将是一个十万亿级别的大风口。**路漫漫其修远兮，吾将上（B 端）下（C 端）而求索。**在大风口下若要取得未来长远的发展，必是从解决 B 端和 C 端客户群的痛点开始。

痛点即机会，公司针对客户相应痛点，对症下药。一则强化云燕安家平台，**整合 B 端**：通过旗下云燕安家给业务人员开放平台端口，以给予返点、实时结算的形式吸引业务人员（包括但不限于中介、经纪人等），锁定精准的 C 端用户，为后续延展的家装、金融等各项服务提供支持；对客户而言，可以通过成为云燕安家注册用户（添加微信号即可）的形式，查看进度。**这样就实现了用 B2C 的方法，锁定上海地区目标用户。**与传统的纯线上平台不同，对房产 O2O 平台来讲，每年需要锁定的用户是相对恒定的。以上海为例，每年新增购房用户约 100 万，准确获取这 100 万客户，其价值远远大于获得 1000 万不精准的用户。而鉴于房产商品的特殊性，所有精准用户都需要通过线下实地查看这个流程，因此通过业务人员拉进 C 端注册用户是最直接的渠道，最精准也最有质量，是实现推广目标之捷径。**另外，通过向 B 端客户（开发商）销售云燕安家，实现平台上有偿服务**：例如，通过为开发商楼盘实现 3D 虚拟现实样板房展示，以及基于腾讯地图和微信的 H5 实景楼书等服务，向开发商收取相应服务费和推广策划费，实现价值变现。**概括来讲，公司俩条腿迈进**：一方面，利用 3DVR、街景看房等独家技术牢抓开发商；另一方面，通过利益诱惑和实时返佣，吸引从业人员进入，抓稳 B、C 两端的有效客户。

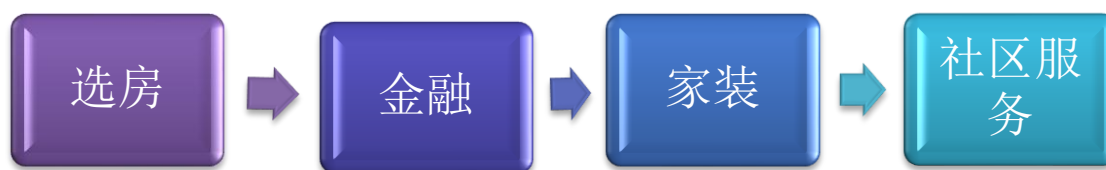
图 1：平台客户群体的各自痛点

开发商的痛点	购房者的痛点	经纪中介的痛点
<ul style="list-style-type: none"> • 有针对性的营销策略的制定很难，单纯广告营销投入大且盲目 • 客户群有效定位很难，进而影响售房效率 	<ul style="list-style-type: none"> • 选房耗费的各种成本高、房源信息的真实可靠性差 • 购房贷款途径单一，房贷压力较大 • 毛坯房装修、精装修房家具选购等费时费力 	<ul style="list-style-type: none"> • 准确及时的房源信息和客户资源获取不容易 • 从带客看房到成交转化率底 • 佣金如何及时返还

数据来源：互联网、安信证券研究中心

从房到家，涵盖选房、购房、金融、家装、社区等用户在安家过程中遇到的一系列环节。从购房者角度而言，公司实现的是将平台上的选房者转化为购房者、通过互联网金融为购房者解决资金问题、购房者成为家装的潜在客户、通过统一的智慧生活家居设备标准锁定用户“到家”以后的服务，以此提升用户对平台的粘性、平台人气被激活、从而吸引更多的人使用平台感受选房、购房、家装、贷款、智慧生活等一系列服务，如此就形成了一个生机勃勃的“互联网+房地产”闭环生态圈；从开发商角度而言，平台提供了直接的营销渠道、同时互联网金融也可为开发商筹集资金；从中介角度而言，他们能受益于平台的精准信息和数据，大大提高带客看房到成交的转化率，同时还能够通过提供衍生增值服务获得更多的收益。

图2：从房到家全产业链服务



数据来源：互联网、安信证券研究中心

16年公司收入重心将向互联网平台收费模式全面转移。公司2015年上半年电商相关业务占到总体业务的比例近75.85%，在同行中居于较高的水平。2016年公司将变得更轻更互联网化，更强调房产交易和衍生的服务，平台的重点收费在H5楼书销售、楼书运营策划、3D VR虚拟现实样板房、AR增强现实装修等项目上，收入与利润率更高。公司的2016年的业绩继续保持高昂向上势头可期。

互联网平台收费模式：

1) H5楼书及楼书运营：公司为开发商楼盘在云燕安家2.0平台上专门定制楼盘的推荐页面，此页面既可以成为“云燕安家”客户端的一部分，又可以独立运营推广，适合用户多种需求，非常灵活方便，同时仍能保证用户黏着语“云燕安家”平台；

2) 在腾讯地图上标注点位进行楼盘推介，获取的收入与腾讯地图找房进行分成，由腾讯地图找房完成真实样板房的拍摄、由腾讯地图完成楼盘点位标识，“云燕安家”平台仅需完成线上技术对接工作和销售工作，业务轻量化，利润率相对较高。此业务目前在整个华东地区都是由公司与腾讯地图找房进行独家合作的，合同具有排他性；

3) 3D VR：公司针对开发商做3D VR样板房展示，由于公司样板房开发已成体系，能实现快速开发，毛利较高。利用公司独有的专利技术，目前可实现3个小时快速生成一套3D样板房，不但适用于新房，还能够适应与二手房甚至租房的3D化需求。

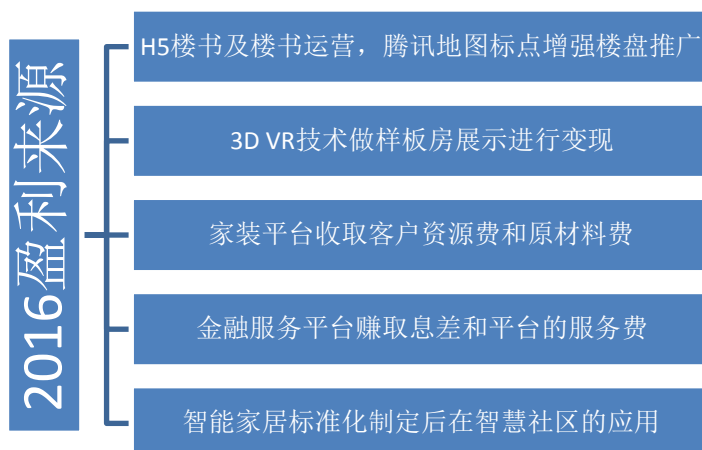
4) 房屋交易后服务平台——金融平台、家装平台以及正在稳步推进的智能家居标准化制定，在2016年或将成为公司新收入、利润增长点。公司充分发挥其拥有的多种关键资源，未来公司以房地产为入口，持续扩大市场占有率、提供增值服务进而丰富经营收入来源和扩大营收规模可期。公司依托现有的资源以及在技术研发上的领先地位，持续挖掘增值服务，为公司营业收入的腾飞助力。我们预计公司2016年的收入结构中，将有10%-15%的收入来自家装、金融服务等房屋交易后服务，18年或可上升至30%左右。

家装平台：平台连接客户和装修企业，收取客户资源费和原材料费，建筑行业的原材料利润空间极大，行业内利润率在20%到25%，而且公司和上海全筑建筑装饰集团等都有合作，家装平台的团队人员经验丰富；

金融服务：公司实际控制人还拥有关联的P2P平台——房融所，目前可以买房首付贷等银行无法完成但市场需求量极大的融资业务，未来除了挣息差和平台的服务费之外，还会有多样化的以房屋为基础的产品出现，收益较为可观。

智慧社区：公司将参与到京东智能家居标准化制定中，使云燕安家平台技术标准成为智慧生活的联盟标准甚至国家标准，从智能家居开始逐步布局智慧社区，完成“到家宅”的最后一公里布局。

图3：公司盈利来源



数据来源：安信证券研究中心

开拓不同区域市场，扩大公司规模，实现规模效益递增。公司立足于上海市，延伸到长三角地区，未来公司将开拓不同区域市场。公司将通过不同渠道的融资和经营收益留存来获取资金，然后以收购地方公司、吸纳地方团队的方式进入其它地区。同时，公司利用自身的专业技术、商业模式、服务质量体系等多方面资源嫁接收购的新公司和吸纳的新团队，从而保证在业务规模扩张的同时，维护自身的品牌形象与业务优势。

1.2. 云燕安家平台是从房到家生态圈落实的主体、3D 技术变现空间大

云燕安家平台由公司 2015 年自主研发，整合了公司原有的房盟中国系列和数据库，完美结合 3D VR 技术，3D 实境看房和大数据精准定位为最大亮点。公司在 2015 年 5 月 5 日正式发布了云燕安家互联网房产平台；2015 年 11 月 9 日，公司发布云燕安家 2.0 版本，携手腾讯街景和地图找房全新亮相；目前云燕安家平台整合了公司原有的房盟中国系列、RTC 及 UBD 两大数据库，与腾讯、京东、中国电信、全筑建筑、滴滴出行等多方面深入合作，依托于公司自主研发的 3D VR 技术，成为目前公司旗下唯一的互联网房屋大平台，其用户体验较佳，高科技、创新性在国内也是独一无二的。

华燕房盟致力于打造从房到家的全产业链服务，以云燕安家为入口，布局三大房产交易后服务，有望获得结构性收入。“从房到家”是公司基于大数据和移动互联网率先在行业中提出的：以房产交易为用户入口、通过房产交易后服务和金融服务获取收益的新商业模式，为互联网房产企业获得爆发性成长空间带来了希望。2015 年是公司全面铺陈规划年，在技术研发和公司结构布局方面做了大量投入，目前在云燕安家平台上已经开展的房产交易后服务包括家装、金融两项，随着公司与京东在智能家居领域的合作进一步深化，公司智慧社区的布局将浮出水面。公司希望能够通过“云燕安家”平台的持续迭代，提升房产交易用户的平台粘性，全面落地从房到家战略，在房产交易后服务方面获得结构性收入。

图 4：云燕安家：互联网房屋金融服务平台



数据来源：互联网、安信证券研究中心

“云燕安家”——电商服务集大成者，或成 16 年营收、利润新增长点。它通过结合房产交易和用户大数据、高科技 3D 图形技术、腾讯地图找房及推广渠道、京东智点智能家居规划、滴滴出行等综合资源，布局一手房、二手房、互联网金融、在线家装、智慧社区和海外房产六大板块，为用户、开发商及全产业链从业者提供精准、高效、便捷、贴身的从房到家的服务。目前与万科、金地、招商、阳光城、农房、泰禾等知名房地产企业签署了云燕安家 2.0 战略合作协议。公司原有的房网推、房盟通、数据库、3D VR 等产品和技術均已整合入“云燕安家”，整合了这些优势的“云燕安家”产品，是一个特点鲜明的服务平台。除了利用平台自身的实用性和便利性来吸引客户之外，公司还将通过线下广告营销、业务人员介绍产品给返点等方式加大云燕安家平台的推广力度。

图5：云燕安家：互联网房屋金融服务平台



数据来源：安信证券研究中心，公司官网

首创“实境看房”3D 体验感。在选房阶段，由于实际房型与预期的差异导致了选房效率低下，购房者体验不佳，同时又浪费了购房者和房产经纪人双方的时间。针对这一痛点，“实境看房”运用 3D 全景技术，将传统线下售楼处的样板房型“搬”到了互联网上。购房者可以通过下载样板房数据包，通过“实境看房”身临其境了解到最真实有效的的房源情况。同时专属客服人员 24 小时在线，为用户提供房型信息、预约线下看房、提供专车出行等服务，保证用户体验。

公司是国内目前唯一一家拥有 3D VR 图形研究中心的互联网房产企业，研究团队实力雄厚，囊括大量十年以上经验的图形专家，经历两年时间技术储备丰富。传统的 3D 技术并不能很好地适应房产这个行业的特殊需求，公司依此开发了各种具有专利的工具和产品，能够为开发商、设计师和装修公司提供优质、高效的服务。公司的“实境看房”可以在线上有效地过滤掉购房者不满意的大部分房型，在线进行房型对比，显著的提高了购房效率；针对 B 端在没有样板房的情况下，公司可以直接为开发商把设计图纸转化为 3D 效果。根据公司经营计划，2015 年，与上海华燕房盟合作的新楼盘已超 100 多个，2016 年预计可达 250 个以上。

公司 2016 年 3DVR 的投入加大，变现渠道或可打通。3DVR 技术一方面是技术上的一个热点，另一方面公司在这方面做得比较早，有商用化的一些成果，现在也找到了一些可以变现的方式。3D 一方面是为开发商做收费的路演展示；另一方面，公司也已经和一些开发商合作，有偿建立完全基于虚拟现实和智能家居技术的售楼处来销售房屋。根据公司经营计划，2016 年，公司将在全市各区房产交易中心设立 10 个以上的体验中心，不但可以让用户在上海各主要区县都能体验到有趣、先进的虚拟现实楼盘及家装展示，更能够推进房产交易后服务。

图6：手机版3D实境看房【毛坯结构】



数据来源：安信证券研究中心，公司官网

图7：手机版3D实境看房【装修及实时光照模拟】



数据来源：安信证券研究中心，公司官网

图 8：云燕安家 3D VR 技术呈现全面细节



数据来源：互联网、安信证券研究中心

图 9：云燕安家 2.0 趣味选房



数据来源：互联网、安信证券研究中心

云燕安家 2.0 有以下三大定位：用户决策的最佳顾问、开发商营销的最佳助手、衍生服务的最佳平台。对开发商而言，精准是最迫切的需求，针对开发商获取用户的成本高的特点（在上海，要获取一个愿意到线下访问售楼处的潜在购房用户（还不是最终成交用户），开发商需要将相关信息展示 5000 次以上，5000 次的展示共可获得 438 个点击，438 个点击可转换出 3 个意向电话，这其中，大概可以有 1 个用户到现场看房。最后，大约 10 个现场看房客户才可能转换出 1 个成交的用户），公司实现腾讯地图合作，云燕安家可以在腾讯地图的界面上，向意向用户去推送热销楼盘，只要用户使用腾讯地图，走到开发商相关的楼盘旁边，相关信息就会自动弹出。同时，云燕安家还可以通过整合多样化的资源，包括腾讯地图、腾讯云、微信端口、QQ 端口等，为开发商带去大量用户。而且平台还可以为开发商专门定制楼盘的推荐页面以及相应的 3D 图等，增强楼盘的销售力度。对于房产交易用户来说，选房、家装、借贷这三大最困扰的问题可以一并在平台上得到解决。

表 1：云燕安家 2.0 三大定位

用户决策的最佳顾问	<ol style="list-style-type: none"> 1. 帮助用户过滤掉无用的杂讯，获取更有价值、更透明化的房产信息 2. 以大数据和数据分析结果为基础，改变传统的信息提供方式，从用户选择到主动推送，同时形成精准算法，直接匹配供需双方的需求 3. 选房方式极其简单、便捷、充满趣味
开发商营销的最佳助手	<ol style="list-style-type: none"> 1. 与腾讯地图找房合作、整合腾讯地图找房产品，活用腾讯大用户资源，可以通过微信把售楼处带回家 2. 形成多样化的资源整合推广和多端口的产品用户导流方式，让每个展示都能瞄准真实用户，搭建更高效更精准的展示平台 3. 专门定制楼盘的推荐页面以及相应的 3D 图等，增强楼盘的销售力度 4. 配备的全面职业服务平台，依托华燕房盟 20 年代理经验的高素质线下团队、超过 10000 家的合作中介门店，通过基于移动互联网的实时销控系统，可针对全上海所有楼盘展开的全面高质量的客户服务
衍生服务的最佳平台	<ol style="list-style-type: none"> 1. 作为高净值用户的入口级资源平台，覆盖全上海每年新增的 100 万高净值用户，凭借详尽的用户行为数据分析与透明化标签，实现用户线上与线下的实时定位 2. 开放性：可与合作伙伴共享用户数据及分析红利，以先进的商业模式帮助产业链各方提高销售效率

数据来源：互联网、安信证券研究中心

1.3. 携手腾讯、引入街景，楼书运营与腾讯地图结合催生新利润点

云燕安家 2.0 平台，携手腾讯地图找房，互联网+房地产战略实施更上层楼。平台将为房地产行业的传播、营销、场景、社区 O2O、智能家居、交通出行、地图街景、共享经济、互联网金融等方面，提供全方位的支持与帮助。

对腾讯而言：腾讯地图街景房产依托近 4 亿的腾讯地图用户，覆盖全国 272 座城市的腾讯街景、日均 5000 万次的腾讯地图使用量、每天 210 亿次的腾讯地图 LBS 服务请求，通过与云燕安家 2.0 平台的合作，可以获取大量的楼盘信息来支撑其看地图买房的模式，能够以最低成本构建房产、社区生态圈。

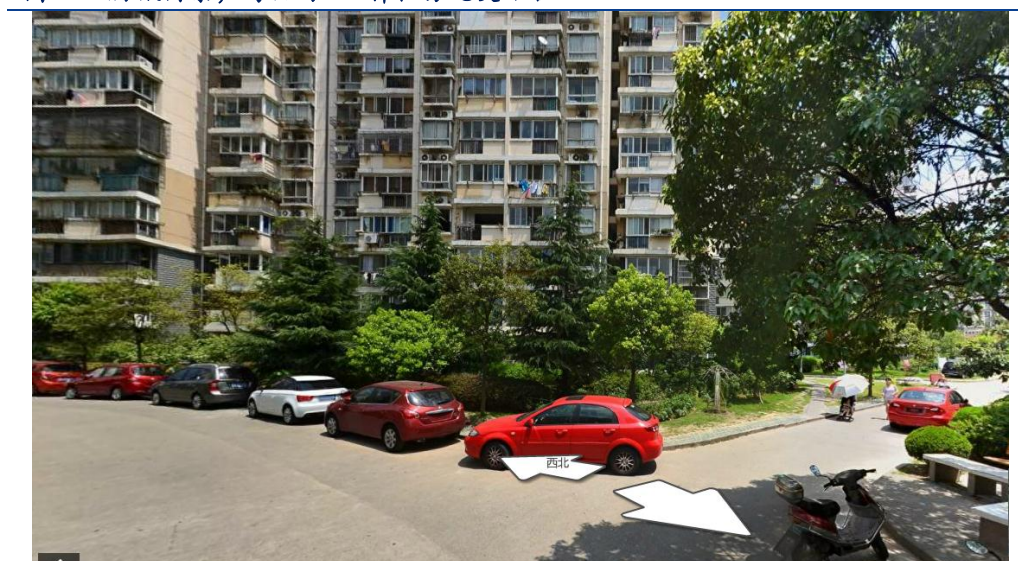
对公司而言：公司作为新生代互联网平台，合作 BAT 抢断的线上资源，通过小区街景和 3D 样板房的融合更全面透明地向客户展示房源及其周边配套的信息。云燕安家 2.0 通过与腾讯地图找房合作、整合腾讯地图找房产品，活用腾讯的大用户资源，通过整合腾讯微信入口资源，简单扫码，就可以通过微信把售楼处带回家。同时形成多样化的资源整合推广和多端口的产品用户导流方式，瞄准真实用户，搭建更高效更精准的展示平台。同时在合作中，公司为开发商楼盘在平台中的腾讯地图上标注点位，获取的收入与腾讯进行分成。整个华东地区都是由公司与腾讯地图找房进行合作的，且合同具有排他性，未来利润增长点的形成可期。

图 18：腾讯地图找房，结合街景技术，精准展示



数据来源：安信证券研究中心

图 19：腾讯街景，与公司 3D 样板房完美结合



数据来源：安信证券研究中心

1.4. 携手合拍在线、理财周刊，互联网房屋金融产品面向上海千亿级市场

互联网房屋金融平台定义为：以房为入口，通过移动互联网和大数据的智能应用向“从房到家”的各端

用户提供开放性、多样化房屋交易衍生服务及消费金融服务，并收取服务费的平台。

根据《中国房地产金融行业调查及市场前景预测报告》，中国房屋金融市场规模合计每年约 12.28 万亿人民币，其中房产交易约 9.44 万亿，相关金融需求约 2.83 万亿；上海地区约占全国市场的 10.34%，每年达 1.27 万亿人民币，房产交易约 8,900 亿，相关金融需求约 3,560 亿，我们预期公司可在上海房屋金融业务领域占据一席之地。

图 20：中国房屋金融市场规模



数据来源：安信证券研究中心

互联网房产金融作为互金的细分领域，发展、上升空间巨大。据网贷之家统计：截至 2015 年底，全年网贷平台累计成交量已超过 1 万亿元，比去年同比增长了 288.57%。同时，随着行业监管愈加严厉，互金行业的竞争白热化，深耕细分领域正逐渐成为互金平台新的发展趋势，以应对行业的大洗牌。目前，地产和金融的嫁接还处于原始合作阶段，但房产电商们早已将其作为下一个争夺的焦点，搜房、乐居等和华燕房盟一样也已经瞄向房产交易的全环节。对于房产 O2O 来说，为打通整个房产销售闭环，进军互联网金融已成必然的选择，未来还会有越来越多的房产交易平台进军房产互联网金融。他们依托其线下业务资源快速布局线上网贷平台，打造新的盈利增长点。**华燕房盟拥有的购房客户资源以及多样化的房产金融产品竞争优势明显。**

表 2：房地产 O2O 平台在互联网金融领域的优势与劣势

房地产 O2O 平台在互联网金融领域的优势	
1.	房产 O2O 平台拥有强大的购房用户群体，庞大的用户基数是进军互联网金融的强大后盾支持。
2.	客户通过房产 O2O 平台购房，从而在该平台选择贷款，未来该客户就很可能成为平台的忠实理财用户，投资一些房产理财项目。
3.	房产 O2O 交易平台为客户提供房产交易服务，所以更容易获取消费者的信任。
4.	房产 O2O 平台推出金融理财平台能够轻松帮助消费者解决首付问题，能有效刺激购房者的消费需求，带动房产市场的交易。
5.	相比银行贷款而言，这类互联网金融平台的放贷时间会比较快，手续也比较简单方便，大大缩短了消费者的购房时间。
房地产 O2O 平台在互联网金融领域的劣势	
1.	多样化、创新型的金融产品具有较大的风险。
2.	房产金融平台的贷款利息相对银行贷款和公积金贷款来说都要高，无形之中增加了消费者的购房成本。

数据来源：安信证券研究中心

公司早在 05 年已涉及金融服务领域。2005 年公司首创一二手中介联动，建立经纪人 EIP 管理系统；在实际业务中又发现，银行、经纪人与购房者之间信息不对称，贷款困难，于是建立了金融平台为购房者提供按揭服务，2007 年年至 2009 年连续三年实现全国市场金融服务份额最大。

房融所是由华燕集团牵头组建，合拍在线、理财周刊联手打造的投资理财平台，公司实际控制人与华燕房盟的实际控制人相同。合拍在线从事 P2P 网贷，致力于为中小微企业提供成本合理、快捷的融资新渠道，为投资者提供高收益、低风险、资金流转便捷的创新性线上投资理财服务，被中国社科院权威评级评为风控

实力全国第三。上海《理财周刊》传媒有限公司成立于2001年3月16日，是以《理财周刊》为媒体平台的经营机构，全面承担《理财周刊》、理财衍生出版物及品牌延伸的经营和业务推广。十三年来，上海《理财周刊》传媒公司以《理财周刊》杂志为核心平台，围绕个人投资理财资讯服务，开展了包括理财网络信息、理财教育培训、理财会展活动、财富管理和衍生出版物等衍生经营业务，奠定了国内个人投资理财资讯服务领域的领跑者地位。

房融所作为国内首个房地产垂直互联网金融平台，有着独特的“互联网+房地产+金融”的运营模式，以安全、快速、投资回报率稳定在业内享有良好的口碑。让不动产动起来：打造最专业互联网金融房产流通垂直平台、深耕房产类金融信息服务专业细分市场、树立安全背书的低风险品牌形象。结合云燕安家2.0平台推出的如置业宝、置换宝等房产金融产品，将更好帮助购房者解决资金贷款等金融问题，共同构建从房到家的互联网生态圈。

图 21：房融所首页



数据来源：互联网、安信证券研究中心

房融所作为专注于房地产互联网金融，为房地产交易环节资金需求提供优质服务的专业公司，屡获大奖。2015年11月6日，第十三届上海金融博览会上，房融所正式对外首秀并赢得大奖。在理财博览会“2015互联网金融与征信体系建设高峰论坛”的评选环节，房融所继上半年赢得第二届上海互联网金融博览会年度成长大奖后，再次赢得了“年度成长价值金奖”和“杰出产品奖”。

房融所拥有的四大产品：置换宝、认筹宝、首付贷、装修贷，这四类产品在上海地区市场的需求量合计可达到1000亿人民币。

图 22：房融所产品所在市场体量



数据来源：公司微信平台，安信证券研究中心

其中**认筹宝**、**置换宝**两类地产产品，为购房者**认筹、买房**以及**开发企业加快去化项目速度**提供了实际帮助。不管是**认筹宝**还是**置换宝**，与已经面世的同类产品相比，具有**高综合收益、低利率**特点，同时**门槛低、手续简单**。

认筹宝：认筹、优惠两不误，目前市面上比较主流的地产金融理财产品一般投资回报在4~5%之间，越来越趋向于银行利率水平，投资起点从1000元到几万元不等，最高可投20万元，投资周期为1~3个月之间。但此类产品，只能获得固定收益。**与传统的购房认筹不同的是，“房融所”推出的认筹宝类金融产品，不仅可以获得更高的收益，还能享受到更多的购房优惠。**与上述同类产品相比，其最为明显的优势在于能够获得较高的固定收益之外，还享有叠加收益。据介绍，认筹宝固定回报达到5%左右，比其他的地产类金融理财产品要高1个百分点。此外，投资认筹宝的购房者，还能获得优先选房权和开盘认购优惠两大叠加优惠，而这也是其他地产金融理财产品无法做到的。投资认筹宝的门槛很低。通常情况下，只需在P2P平台上提出申购预约要求，待确认意向之后，便可签订理财委托书，整个投资期限大约3个月，直至项目开盘，如果确认购房，本金连同收益直接转为购房定金，而如果放弃购房，这退还本息，了结获利。

置换宝：降低购房门槛降低购房者的置业门槛，提前享受“有房有家”的天伦之乐。置换宝要求购房者具有自有房屋来做抵押，分别为购房者提供100%、50%的购房首付款，因此这两款金融产品更加适合改善性需求。如碰到房屋尚未及时售出，而自己满意的楼盘已开盘在即，需要一笔资金周转一下，便可选择这款产品。据了解，置换宝的贷款利率为年息7%，贷款年限一年，每月还款一次。与市场上主流金融贷款产品相比，置换宝贷款产品不仅利率方面要低于同类产品，而且操作简单。目前市场上主流贷款产品申请条件苛刻，需要开发商提供担保，同时需要开发商、客户以及金融平台需要确定三方合作关系，流程非常繁琐。而选择置换宝，在看房之后便可了解置换宝贷款，选房并支付定金之后，便可进入申请环节，签订贷款合同之后的三个工作日内，购房款便可打入开发商指定账户，大大加快了购房进度。

装修贷为客户提供装修的资金，根据华燕房盟研究部门测算，上海每年新增100万的目标住户，假设普通家庭一个月至少要在京东上面花费1万元，100万住户可以达到1亿，前景很大；而且每年都有新盘出来，如果目标住户都装了云燕安家平台，那公司的利润是具有持续性的。

图 23：房产贷款

数据来源：互联网、安信证券研究中心

图 24：房产众筹项目

数据来源：互联网、安信证券研究中心

公司目前已合作包括平安在内的多家金融机构，我们预计公司在互联网房屋金融领域将有较快成长，有望成为中国互联网房屋金融服务平台的标杆。

图 26：合作包括平安在内的多家金融机构

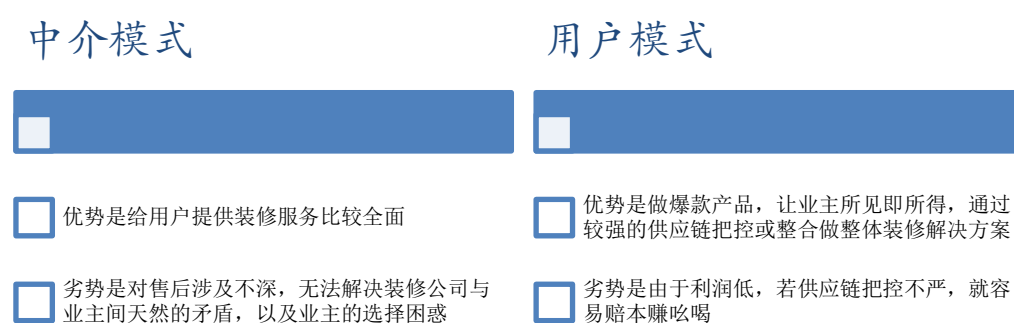
数据来源：互联网、安信证券研究中心

1.5. 携手全筑建筑，家装平台团队实力雄厚、利润空间大

根据《2014 中国建材家居产业发展报告》显示，2014 年，全国建筑装饰行业完成工程总产值 3.16 万亿元，同比增长 9.3%，比宏观经济增长速度高出约 2 个百分点，可见**建筑装饰在国民经济和社会发展中的基础性和超前性**。其中公共建筑装饰装修全年完成工程总产值 1.65 万亿元，同比增长 8.6%；住宅装饰装修全年完成工程总产值 1.51 万亿元，同比增长 10.2%。2014 年，行业内企业总数在 14 万家左右，比 2013 年减少了约 0.1 万家，下降幅度为 0.7%。退出市场的企业，主要是承接散户装修、没有资质的小型企业，有资质的基本企业数量变化不大。但是行业内的总体特点仍然是线下公司小而分散

家装 O2O 根据发展阶段和用户需求不同可以分为两类：一是中介模式，这也是家装 O2O 从一开始就发展起来的，成为业主与家具建材经销商、业主与装修公司、业主与设计师、业主与工长等中间平台，平台要做的就是抓取用户量来提高溢价能力；**二是用户模式**，也就是“互联网装修”模式，属更高的发展阶段，因为互联网思维的本质是用户思维，用户导向，将用户的个性化问题标准化解决。

图 26： 家装 O2O 两种模式对比



数据来源：互联网、安信证券研究中心

上海全筑建筑装饰集团股份有限公司成立于 1998 年，是集建筑装饰研发与设计、施工、家具生产、软装配套和建筑科技为一体的大型装饰集团，是中国建筑装饰协会常务理事单位和上海市装饰装修行业协会副会长单位，是中国驰名商标和上海市著名商标企业，具有设计甲级和施工壹级资质，通过了 ISO9001:2008 质量体系认证，蝉联十三届上海市室内设计大赛金奖，并先后获得四届上海建筑工程质量最高奖项白玉兰奖。集团于 2011 年 3 月进行了股份制改制，2012 年 6 月向中国证券监督管理委员会递交了 IPO 申请，于 2015 年 3 月 20 日主板上市，成为上海装饰装修行业内第一家上市公司。

集团业务遍及全国十余省，五十余市。与全国三百余家开发商有长期合作关系，与百强中数十家有战略合作关系。历年来完成了 600 多个楼盘、近千万方的住宅精装修项目，打造了汤臣一品、华府天地、檀宫等一大批中国顶级豪宅，并参与了上海世博会主题馆绍兴饭店、石油馆、韩美林艺术馆、上海中心、四季酒店、舟山铂尔曼酒店等一大批公建项目的建设，得到了社会各界的高度评价，被誉为专业的“中国全装修系统服务提供商”，“中国豪宅装饰领军企业”。

公司全资控股公司番茄装修网成立于 2015 年，致力于搭建线上报名确认，线下支付及服务的 O2O 模式。番茄装修网利用互联网最先进的 VR 虚拟技术为装修用户提供更低价格、更高品质的产品和更好的家装体验，帮助业主实现轻松、放心的装修。番茄装修网会根据业主的装修预算、房型、装修风格等要求，在众多装修公司中精挑细选，为业主提供最符合需求的装修公司，如“全筑住宅”、“皇家壹号”等上市公司的产品及服务，同时还为用户提供免费 3D 装修设计、免费节点监理、先行赔付、装修支付保、装修贷款等特色产品与服务。

图 27：番茄装修网站首页



数据来源：互联网，安信证券研究中心

根据公司经营计划，华燕房盟的家装平台将在 2016 年 9 月份上线，与全筑筑建合作获得了天然的优势和资源。公司通过直接导入家装设计、布置及装修等来帮助业主找到满意的家装效果；同时平台还将对接设计师、设计单位、互联网家装软装平台以及线下公司进行施工，提供业主和第三方公司有效对接的网络平台。由此可见公司的家装平台将结合家装 O2O 现有的两种模式，而且通过 3D 技术让业主主动线上参与设计，以此减少装修中的矛盾，通过团队人脉降低原材料的采购价格，由此保证利润空间。

图 28：互联网家装平台流程



数据来源：安信证券研究中心

1.6. 携手京东制定智能家居联盟标准、布局智慧社区

智能家居，英文为 Smart Home，是指利用先进的计算机技术、网络通讯技术、综合布线技术、将与家居生活有关的各种电子子系统，有机地结合在一起，通过统筹管理，创造出舒适、安全、方便和高效的生活环境。

智能家居是信息社会发展的必然趋势，市场巨大，逐步走入寻常百姓家。如今，随着智能化相关技术及产品的逐步成熟，以及人们对生活品质的更高追求，智能家居行业正逐步向着理性与务实的方向发展智能家居也将逐渐走入寻常百姓家。

表 3：智能家居发展未来趋势

通讯协议统一，无线交互将领导发展方向	智能家居的发展方向一定是通讯协议统一、通讯方式以无线或已经敷设的线路为主（比如电力线、小区 LAN、有线电视等），同时物联网的发展成为智能家居发展的催化剂，尤其是无线通信技术升级，让无线智能家居成为行业中坚力量，并领导发展方向。
标准统一，全面兼容，实现互联互通	将逐步采取标准化网络协议、接口协议，保证不同厂商之间系统可以兼容与互联，使得用户即便是购买不同厂商的产品也可互联互通，确保系统的扩充性和扩展性。
模块化结构，每个子系统即能独立运行，也能联动反应	智能家居交互平台中，各个子系统能够独立运行，如各种电器控制、照明控制、安全防范、家庭娱乐等等。另一方面，智能家居内的各种设备相互间可以通讯，不需要用户指挥也能根据不同的状态联动运行，从而给用户带来最大程度的高效、便利、舒适与安全。
开放式平台，客户可进行个性化设置	与传统智能家居固化界面不同，客户端控制软件将采取开放式平台，客户完全可以根据自己的需求和喜好，进行控制端软件的个性化设置，每个家都是独一无二的，不再是模版式的。
多种控制手段	无需专业控制设备，任何一部智能手机或平板装上软件就可实现对智能家居的控制，并且，随着云技术的发展，家中所有成员可共享设置信息，一部手机设置好后，其他手机可同步使用。

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

京东很早就开始布局智能家居领域，不仅针对初创团队推出了孵化器，并为企业提供一整套的智能硬件解决方案。孵化器计划招募 1000 家企业，孵化 100 家企业；加速器计划培育 100 家明星智能家电产品公司；同时还将向 100 家企业提供智能模组软件解决方案。

在智能领域方面，京东已经形成了比较完整而开放的智能生态链布局，成为智能产业的整合者，聚合了业界最全的智能产品和品牌。据统计，京东在售的智能产品有近 5000 个 SKUs，超过 500 个品牌。2014 年，京东智能硬件的全年出货订单量接近一千万单，销售额同比增长 280%。2015 年 3 月，京东智能正式发布了 2015 年 JD+新政策和智能硬件趋势报告，并推出了京东智能家居套件新品，这标志着京东已经实现了智能解决战略的全面落地。

根据公司官网介绍，公司将上线智慧社区平台，和京东的战略合作将会推进到一个更深的层次，会成为京东智能终端标准联盟的发起人会员之一，负责智能家居领域的联盟标准制定，目标是实现在京东平台上销售的各种不同电器能够基于统一的协议联动；目前此联盟标准正与工信部、中关委一起合作，目标是在成为联盟标准后，向国家标准甚至国际标准迈进。公司的目标是使云燕安家平台技术标准成为此标准的重要组成部分，从而以底层的形式把云燕安家平台渗透进千家万户日常生活的每个角落。同时公司将与京东一起，为京东智能家居产品和关系企业产品在华东地区的落地提供规划、推广、二次研发以及综合解决方案，有望藉此带来较大收入，也将有利于获取其他房源提供放的合作。

1.7. 携手中国电信等、打造新金融大数据平台

2015 年 12 月 28 日，“新金融大数据众筹平台”正式发布，此次会议由上海现代服务业联合会主办，新金融专业委员会、中国电信号码百事通、华燕房盟等发起人单位组织的。双方在掌握庞大的数据信息的同时，进行对房源、房产征信等数据的挖掘，实现数据的全方面把控和效率的提升。同时，通过一个“众筹式”的大数据平台，利用会员积分制的方式鼓励更多行业的公司，把相关的技术及数据资源贡献出来，最终实现企业盈利。

公司承担了新金融大数据众筹平台的部分技术开发工作。平台将大数据众筹中心的数据库与公司自有的 UBD\RTC 两大数据库全面对接，进一步完善数据细节与各项标签，从而实现国家级的个人数据安全化、精细化；经标签化处理的用户数据将直接服务于“云燕安家”平台的精准用户定位、信息推送及金融服务的征信评估等项目，覆盖从选房、购房、金融信贷、到家装、社区等各项功能板块，使得公司能够在未来竞争中时刻保持领先优势，为公司“从房到家”战略规划打下重要的数据基础。

公司与中国电信展开基于产品层面的独家深度合作，首个成果“云燕安家”神奇的“魔法选房”功能诞生并已上线。公司和电信合作的联合大数据中心去年底已完成第一期规划建设，今年将在云燕安家

产品中全面铺开。数据中心，在充分了解楼盘特点与客户需求之后，可实现房源与客源进行快速配对。大数据中心不但提高了用户选房的效率、简化选房的手续，还为后续延展的家装、金融等各项服务提供了有效的数据基础。

表 4：公司合作对象情况

中国电信号码百事通	中国电信集团公司是我国特大型国有通信企业、上海世博会全球合作伙伴，连续多年入选“世界 500 强企业”，主要经营固定电话、移动通信、卫星通信、互联网接入及应用等综合信息服务。截至 2011 年上半年，拥有固定电话用户 1.94 亿户，移动电话用户（CDMA）6236 万户，宽带用户 6174 万户；集团公司总资产 6322 亿元，人员 67 万人。
天翼征信（上海）有限公司	于 2014 年 12 月 11 日成立于上海，专业从事征信业务，是天翼电子商务有限公司的全资子公司，是运营商首家合法独立的信用评估及信用管理机构。作为中国电信内外部征信运营的集约者，天翼征信一直以来致力于构建完善的征信体系，为用户提供全面丰富的征信服务。在人才素质方面，天翼征信拥有一支较高水准的专业征信人才队伍；在数据基础方面，天翼征信背靠中国电信，不仅拥有海量的通信、位置及上网信息，还具备翼支付 1.3 亿用户的支付交易信息，为完善征信模型奠定了基础。
中国金融信息中心	由新华社和上海市政府合作建立，是中国经济和金融信息采集与发布的重要阵地，是全球金融资讯的中心港之一，在为政府和社会提供金融信息服务和决策咨询研究方面发挥着十分重要的作用。

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

1.8. 二手房交易平台、海外房产多点延伸，丰富收入来源

➤ 二手房互联网交易平台

华燕房盟在 2015 年 8 月 4 日发布的对外投资公告中，公司的全资子公司上海云弗网络科技有限公司拟设立全资子公司上海云郢投资管理有限公司、上海房盟投资管理有限公司，注册地皆为上海市，注册资本皆为人民币 5,000,000.00 元。本次对外投资的目的是为加快华燕房盟二手房平台的搭建，与各类中介机构合作提供二手房签约及各类衍生服务，全方位切入以房为入口的综合性互联网金融服务。本次对外投资是公司创新互联网平台“云燕安家”的二手房业务拓展的重要举措，有助于公司营业收入和利润总额的提高，对公司未来财务状况和经营成果无不利影响，对公司发展具有积极意义。

公司的二手房交易以提供交易后服务为目的。公司拥有云燕安家的平台，产品都是第三方的，有客户的数据，能够帮助客户进行二手房的交易。公司通过成立中介联盟，帮助联盟成员免费快速配对成交，由联盟会员保证每月的交易后金融、家装服务的报单量，最终实现大量的交易后服务收益。

图 29：公司二手房交易服务模式



数据来源：安信证券研究中心

➤ 海外房产

华燕房盟在 2015 年 6 月 17 日发布的对外投资公告中公告拟与宋蕾共同出资设立控股子公司 IHOME PROPERTY NETWORK CANADA LTD，注册地为加拿大温哥华。

公司以“云燕安家海外房产网”网站业务开拓、投资咨询、市场及品牌推广为主营业务，为加拿大开发商开发的楼盘项目提供网站广告发布、中国国内营销团队负责营销等服务，和当地的经纪公司合作推广和销售二手房源以及房屋租赁业务，为华燕的中国客户提供在加拿大的留学、移民、旅游、投资、置业安家等全方位配套服务。

图 30：海外房产（一）



数据来源：安信证券研究中心，公司官网

图 31：海外房产（二）



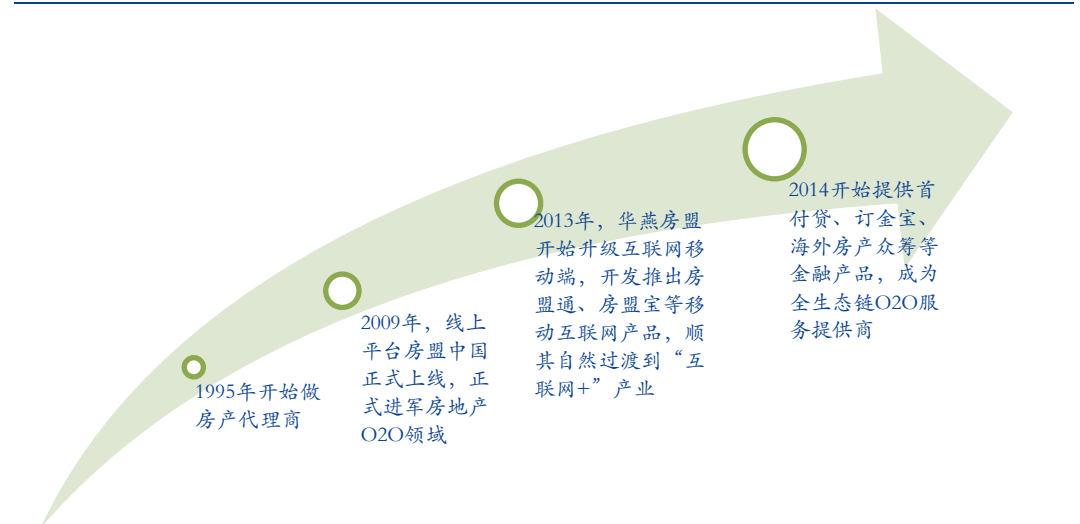
数据来源：安信证券研究中心，公司官网

2. 国内首家新三板挂牌房产 O2O 企业、核心业务发展迅猛

2.1. 国内首家新三板挂牌创新型互联网房产 O2O 企业

深耕上海 20 年，国内首家新三板挂牌创新型互联网房产 O2O 企业，2015 年度新三板市值排名第 75 位。上海华燕房盟网络科技有限公司(前身为上海华燕置业发展有限公司)成立于 1995 年。华燕房盟起步于传统的房地产代理商模式，由于看好互联网+房地产的广阔发展前景，了解到在互联网时代房产 O2O 商业模式的必然性，2009 年公司正式推出房盟中国（面对 B 端房地产开发商的服务平台），进军房地产 O2O 领域。2014 年 12 月挂牌，国内第一家在新三板挂牌的创新型互联网房产 O2O 企业(新三板成分指数样本股/新三板做市指数样本股)。作为刚刚踏入新三板的新军，华燕房盟以新三板 2015 年度交易最活跃的前 20 家企业之一和 2015 年度新三板市值排名第 75 位的企业获得了巨大的成长性和关注度。

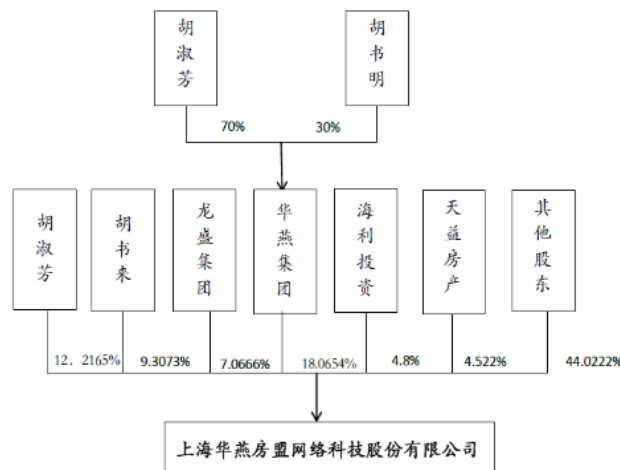
图 32：公司发展历程



数据来源：安信证券研究中心

二十年荣誉不断，集团未来望打造互联网大平台。公司本着“创新 利他 责任 感恩”的企业哲学不断成长和进步。5 度位居“中国房地产策划代理地产金融专业领先品牌 TOP10”等多个专业奖项，连续 12 年蝉联“上海市房地产营销代理企业金桥奖二十强”，列席上海房地产企业前 10 强，品牌价值高达 22.67 亿元，奠定了独特而不可复制的行业领先地位。未来,公司将立志成为以大数据营销为基础,以房为入口,以金融为抓手,从而打造房地产流通服务领域生态系统,建立起行业领先的“从房到家”的互联网 O2O 平台。

图 33：公司的股权结构

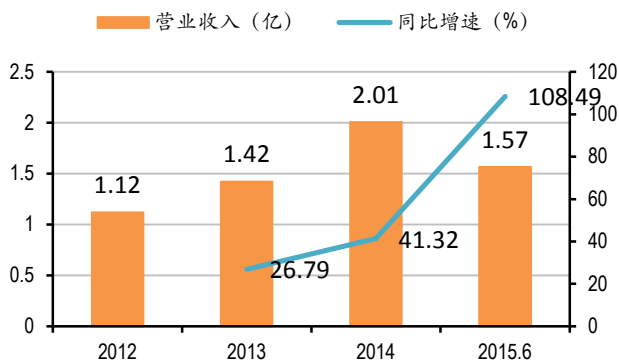


数据来源：安信证券研究中心，公开转让说明

2.2. 2015 年主营核心业务发展迅猛、为企业持续贡献利润

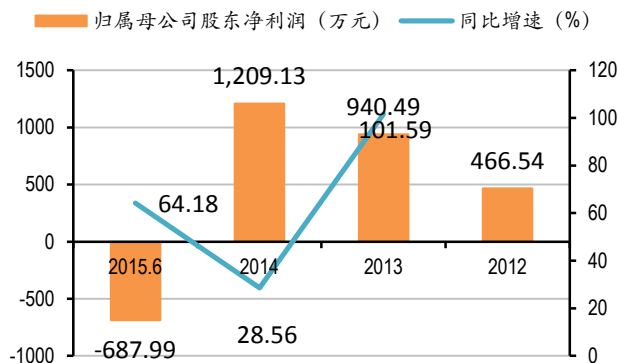
公司的主要客户集中在长三角区域，近三年的前五大客户均为上海本地房企。最近几年公司营业收入呈加速增长的态势，2013 年度、2014 年度、2015 年上半年销售收入同比增速分别达到 27%、41%和 108%。受到公司业务转型的影响，公司的归母净利润增速起伏较大，2013 年、2014 年分别同比增长 102%、29%。2015 年上半年亏损 688 万元，主要是公司管理费用偏高，占到总营收的 13.65%，以及应收账款的增加导致的资产减值损失较高，而且今年上半年度新增了销售费用，但是较 2014 年同期减亏 1233 万元。总体来说，公司近几年的营业收入和归母净利润的趋势较好。

图 34: 上半年营业收入 1.56 亿，同比增加 108.49%



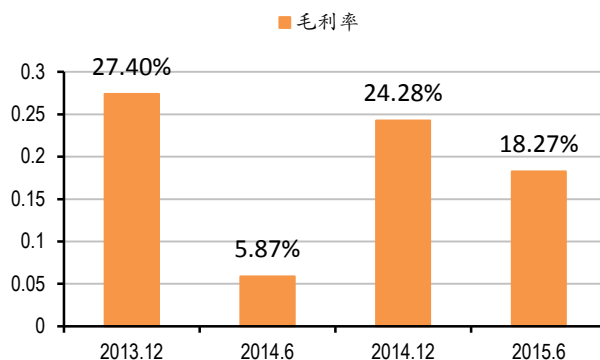
数据来源: Wind、安信证券研究中心

图 36: 上半年归属母公司股东净利润-687.99 万，同比增加 64.18%



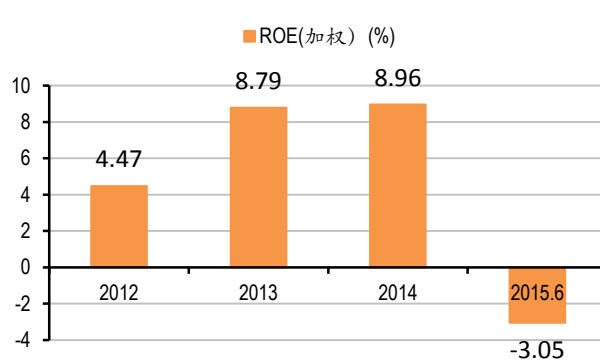
数据来源: Wind、安信证券研究中心

图 35: 上半年毛利润为 18.27%，较上年同期大幅增加



数据来源: Wind、安信证券研究中心

图 37: 上半年净资产收益率为-3.05%，较上年同期有所上升



数据来源: Wind、安信证券研究中心

2016 年 1 月 5 日公告 2015 年全年业绩预增。公司较去年同比表现大幅提升以及云燕安家 2.0 平台的上线和完善，公司全年业绩将会非常喜人，公司预计报告期内（2015.1.1-2015.12.31）营业收入约 4.3-4.7 亿，同比增长 114-134%，净利润约 1900 万-2200 万，同比增长 57-82%。

公司 2015 年 4 次对外投资，围绕公司云燕安家平台的建设展开，包括云燕安家海外房产的拓展、平台的技术支持以及平台上房产交易后服务的支持，公司做大做强平台、实现从房到家理念之雄心得以彰显。

表 5: 对外投资情况

2015 年 6 月	拟设立控股子公司 IHOME PROPERTY NETWORK CANADA LTD, 注册地为加拿大温哥华, 注册资本为加拿大元 100.00 元; 以“云燕安家海外房产网”网站业务开拓、投资咨询、市场及品牌推广为主营业务, 为加拿大开发商项目提供网站广告发布、中国国内营销团队负责营销等服务; 和当地的经纪公司合作推广和销售二手房源以及房屋租赁业务; 通过推广网站和品牌建立和加拿大当地的移民、留学、财税顾问、旅行社等机构合作, 为华燕的中国客户提供在加拿大的留学、移民、旅游、投资、置业安家等全方位配套服务
2015 年 8 月	全资子公司上海云弗网络科技有限公司拟设立全资子公司上海云郅投资管理有限公司、上海房盟投资管理有限公司注册资本皆为人民币 5,00 万
2015 年 11 月	拟设立全资子公司加拿大华燕房盟网络有限公司 (IHOME PROPERTY NETWORK CANADA LTD), 注册地为加拿大温哥华, 注册资本为加拿大元 100.00 元。投资总额为加拿大元 500 万元
2015 年 11 月	拟以 6.8 元/股认购 100 万股, 即出资人民币 680 万元入股极元金融; 从事银行等金融机构的后台业务服务, 数据处理服务, 金融信息领域内的技术开发, 投资管理, 电子商务

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

2.3. 拟募集 3 亿打造“云燕安家”, 前期两次定增引入券商入驻

目前拟定增 3 亿, 以 15 元/股的价格定增 2000 万股。公司公告显示, 本次股票发行主要用于公司创新互联网平台“云燕安家”的全面推广与业务拓展, 为实现“从房到家”的战略目标, 进一步扩大线上用户流量与粘性、加快二手房互联网交易平台、互联网家装平台的建设, 全方位切入以“房”为入口的互联网金融服务, 并同时在长三角地区复制成功商业模式, 真正建立起参与各方共生共赢的“从房到家”的生态圈。

大股东两次定增募集现金 1.18 亿, 一为做市流通并补充流动资金, 二为公司主营业务补血。2014 年年底公司公告显示公司股票转让方式拟由协议转让方式变更为做市转让方式, 公司为向做市商提供做市库存股票, 准备向做市商定向增发, 募集资金补充流动资金。15 年 1 月公司再发出公告称, 公司目前正处于快速发展阶段, 为增强公司主营业务竞争力, 补充公司运营资金。通过 15 年两次发行股份, 募集现金 1.18 亿, 扣除发行费用后, 实收现金 1.159 亿。

具体情况如下: 2015 年 1 月 12 日, 公司 2015 年第一次临时股东大会决议, 公司新增定向发行 400 万股普通股, 每股面值 1 元, 每股发行价格 4.5 元。共募集资金人民币 1800 万元, 其中: 增加注册资本 400 万元, 计入资本公积 1400 万元。2015 年 2 月 11 日 2015 年第二次临时股东大会决议, 同意公司新增定向发行 2,000 万股普通股, 每股面值 1 元, 每股发行价格 5 元, 募集资金总额为人民币壹亿元。扣除公司非公开发行股票发生的费用人民币 210 万元, 此次非公开发行股票募集资金净额为人民币 9790 万元。其中: 新增注册资本及实收股本人民币 2,000 万元, 股东出资额溢价投入部分人民币 7,790 万元, 计入资本公积。

券商持股比例总计 6.08%, 大股东降至 18.07%。通过 2015 年的两次定向增发, 公司引入券商成为其股东, 统计发现共五名券商参与定增, 合计持股 760 万股, 占总股本比例 6.08%, 而最新半年报显示, 上海华燕投资控股(集团)有限公司系公司第一大股东, 截至本报告期末, 其直接持有公司 22,581,690 股股份, 通过曼衍投资间接持有公司 1,976,000 股股份, 合计持有公司 24,557,690 股股份, 持股比例达 18.0654%。

表 6: 各券商持股明细

股东名称	持股数(万股)	持股比例
东方证券股份有限公司	400	3.2%
国泰君安证券股份有限公司	200	1.6%
兴业证券股份有限公司	100	0.8%
世纪证券股份有限公司	30	0.24%
天风证券股份有限公司	30	0.24%
合计	760	6.08%

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

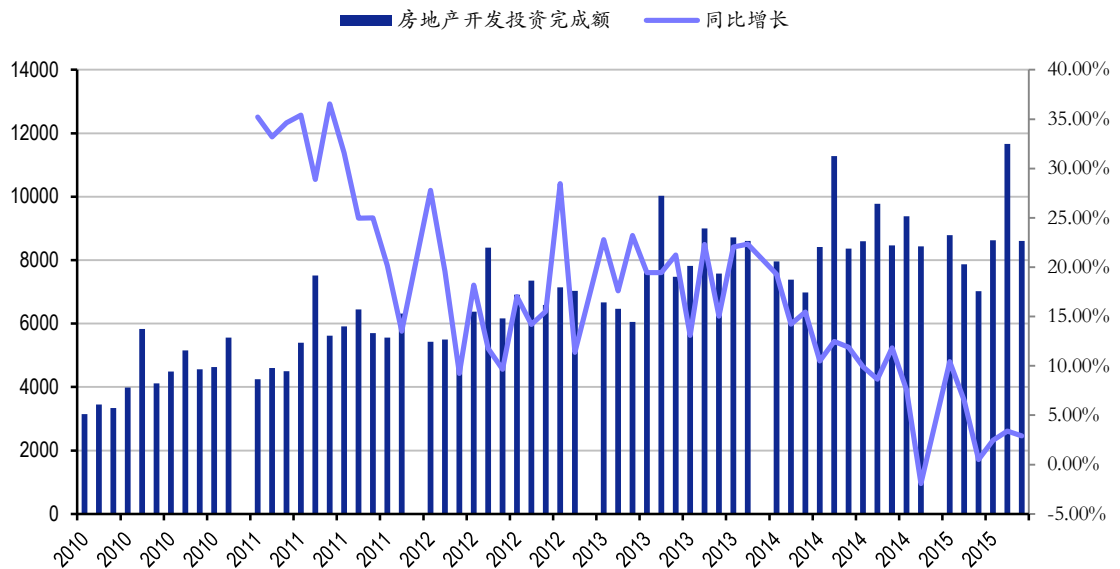
3. 行业发展特征及行业竞争格局

3.1. 房地产市场正在趋于理性化的平稳发展

3.1.1 房地产开发投资增速继续回落

2015年7月份，房地产开发投资金额为8607.05亿元，累计同比增长2.92%。由下图可以看出房地产开发投资同比增速在持续回落，从2011年的35%左右下降到最近的2.92%。由此可见房地产市场正在趋于理性化的平稳发展。

图 40：房地产开发每月投资及增速



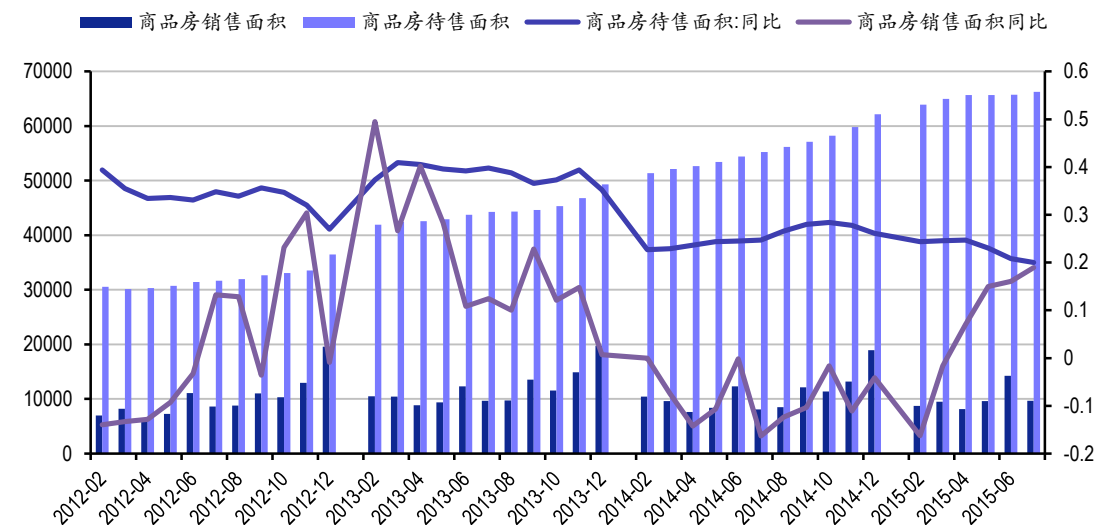
数据来源：安信证券研究中心，wind 资讯

3.1.2 房地产销售同比冲出“地平线”

2015年1-7月份，商品房销售面积59914万平方米，同比增长6.1%，从下图可以看出商品房的待售面积持续在增长，楼市去化压力仍然很大，但是待售商品房的同比增速在持续的降低。

从2015年1月到7月份商品房的销售面积以及销售面积同比增速都是持续增加。由以上数据可以看出房地产行业复苏延续，1月至7月房市呈现交易量上升回暖的趋势。6月底，央行推出降息降准的政策，虽然此举并非直接针对房地产市场，但对于房地产市场的利好不容忽视。房地产市场正在去泡沫化，逐渐消化房地产市场的库存。

图 41：全国商品房销售情况



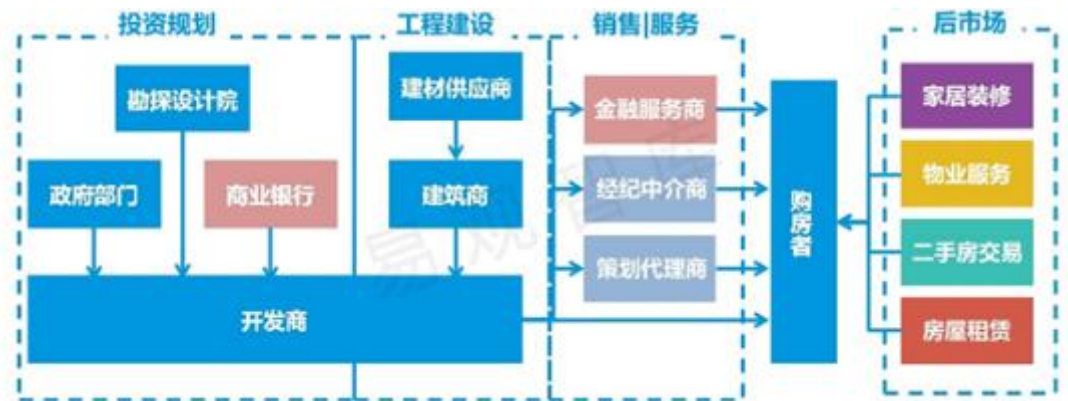
数据来源：安信证券研究中心，wind 资讯

3.2. 房地产 O2O 模式

O2O 即 Online To Offline (在线到离线/线上到线下), 是指将线下的房产中介服务与互联网平台结合, 在解决了人们“最后一公里”的需求的同时推出了社区服务项目和休闲娱乐项目, 把用户体验作为第一目标。

房地产产业链主要包括为房地产商提供咨询策划服务、一手房的营销服务、二手房中介服务、金融服务、家装服务以及之后的社区服务。

图 42: 房地产 O2O 产业链



数据来源: 易观智库

在房地产 O2O 商业模式火爆的背后, 是房地产行业的不景气。在经历了 10 年房地产行业的疯涨后, 当下的房地产行业已经趋于理性和成熟。房地产交易链条的长度及其活动的复杂度, 决定了房地产 O2O 交易在“互联网+”大势下的必然。

图 43: 房地产交易 O2O 市场 AMC 曲线(应用成熟度曲线)



数据来源: 安信证券研究中心, 易观智库

对于开发商来说房产 O2O 平台最大的作用是降低了开发商的营销成本。房产交易涉及固定资产并且有着交易金额大、交易流程复杂、周期长等特点, 所以必然要经历一个购房者理性考量的过程。互联网庞大的信息资源以及强大的搜索功能可以帮助购房者解决信息不透明等痛点, 显著的提高了购房效率。

对于房产 O2O 来讲, 目前尚离不开线下服务, 且交易也必须在线下进行, 因此 O2O 模式将长期存在于房产电商交易中。房产电商在线上更多能起到信息的传递作用。

3.3. 积极拓展新型业务

随着房地产市场结构的变化，房地产市场的成交重心将逐步从新房转向为存量房，一手房代理业务增速将明显落后于二手房经纪、房地产金融和社区服务等业务领域。因此，具有资金和资源优势的企业将房地产金融服务、物业资产管理服务作为未来业务发展的重要领域。

表 7：房地产公司正在积极拓展新的业务

公司	拓展的新业务	服务内容
世联行	金融服务 资产管理 经纪业务 战略合作	主推家圆云贷产品，2014 年放贷 1.96 万笔，金额 19.7 亿元。 2014 年在管面积 228 万方，新签约 18 个全委托项目。 2015 年出资 4.2 亿收购 Q 房网 15% 股权，拓展二手房服务入口。 与搜房网合作，在大数据、房地产互联网金融领域合作。
同策咨询	互联网金融	推出“合家贷”，与搜房网成立合资公司，提供房地产互联网金融。服务
思源经纪	物业服务	启动“社区通”，打造以社区为入口的互联网服务平台。
华燕房盟	金融服务 家装平台 智慧社区 二手房业务	公司将通过定制化的金融服务与众筹模式，解决购房者资金上的困扰。 家装平台将在今年 9 月份上线，可以 3D 模拟家装效果。 云家政服务通过 GPS 定位，让业主外出时候看到家里的清洁情况。 公司拟全资投资两家注册资金为 500 万元的子公司来加快华燕房盟二手房平台的搭建。

数据来源：安信证券研究中心根据各公司网站整理

各个企业在业务拓展方面，加大了互联网方面的投入，在硬件购买、软件提升、人员培训、高技术人才引进等方面扩大支出，不可避免造成了净利率下行的局面。但从中长期看，传统的策划代理商必须借助互联网技术积极谋求转型，才可能会打开新的增长空间。比如打造线上营销平台提升蓄客量和成交转化率，提供互联网金融产品挖掘客户需求，多元化业务协同发展突破单一业务模式的天花板等。

3.4. O2O 平台商业模式对比

房地产服务是一个很大的行业，从房到家的产业链有几十万亿元的交易市场。房地产 O2O 的发展方向将是互联网综合服务大平台，集成房屋管理、租赁、交易、金融、衍生服务等内容，大量房产交易将在这个平台上达成。在电商平台层面，是否有足够的线下资源成为其面临的巨大挑战。而在另外一个方面，线下的传统企业由于不具备互联网基因，线上倒流能力较弱。

➤ 房多多-平台型代表

房多多成立于 2011 年 1 月，是国内首家大型移动互联网房产交易服务平台。聚焦于新房、二手房领域，目前覆盖区域划分为华东、西南、华中、华南、东北、西北以及华北。盈利来源于佣金和团购。房多多已与全国 5,000 余家优质经纪公司达成战略合作，覆盖全国逾 50,000 家经纪门店，签约超 500,000 个执业经纪人，项目超 500 个，合作方涵盖万科、保利、中海、绿地、龙湖等众多一线品牌开发商，交易额已突破 1000 亿。

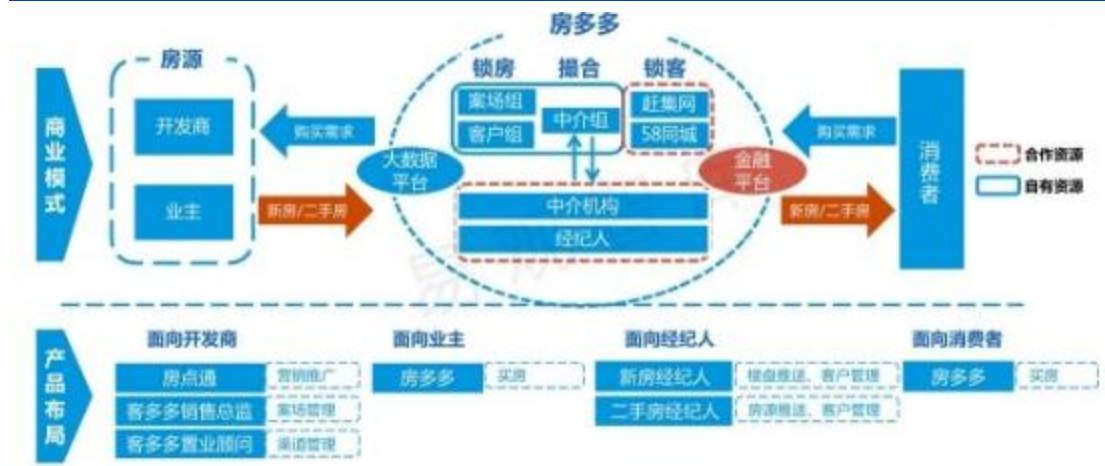
融资情况：

2012 年 8 月获德迅投资数百万美元天使投资。

2013 年 7 月获鼎晖投资 5000 万元 A 轮投资。

2014 年 7 月完成 B 轮 8000 万美元融资，由嘉御基金、光速安振中国创投以及鼎晖创投联合投资。

图 44：房多多商业模型



数据来源：安信证券研究中心，易观智库

优势：

- 1.国内首家移动互联网房产交易服务平台，占据了先发优势。
- 2.颠覆了传统房产电商的广告投放模式，重新培育行业生态结构，为经纪公司提供真实房源与优惠，为买房卖房者提供最优选择、最好服务与最快成交。

劣势：

- 1.线上流量控制力不足。
- 2.C端的影响力及应用习惯还需要培养。
- 3.产品布局割裂房地产销售的一二手联动。

➤ **链家网-自营型代表：**

链家网成立于 2014 年 9 月，是为消费者打通线上与线下的所有环节，提供高品质、高安全、高效率、标准化服务的房产 O2O 公司。链家网专注于房屋租赁、二手房交易、新房买卖，目前覆盖区域包括北京、天津、大连、南京、青岛、上海、杭州、成都以及苏州。

公司的盈利来源于佣金，金融等。

市场份额： 55%的二手房成交来自链家，80%以上的二手房委托给链家。

投资：

2015 年 2 月链家并购成都伊诚来布局 O2O。

2015 年 3 月链家相继并购上海德佑、北京易家以及深圳中联来布局 O2O。

2015 年 5 月链家并购高策，启动一二手联动。

图 45：链家网商业模型



数据来源：安信证券研究中心，易观智库

优势：

- 1.强大的线下经纪人团队及房源的锁定能力
- 2.品牌优势
- 3.管理层的丰富行业经验

劣势：

- 1.线下运营的移动互联网化体系仍需构建
- 2.覆盖区域有局限性

➤ **爱屋吉屋-自营型代表：**

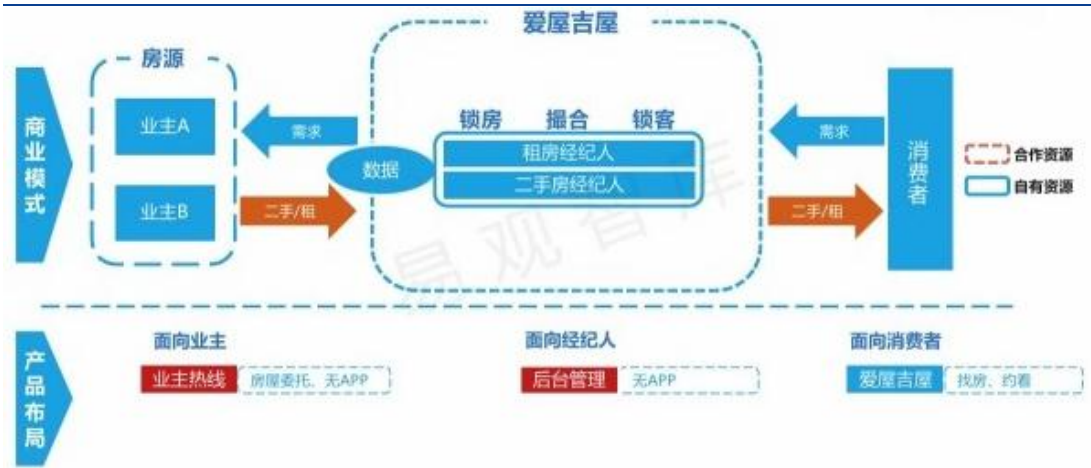
爱屋吉屋于2014年3月成立于上海，2014年7月APP上线，是全国第一家线上线下整合的专业房地产中介公司。一年来，公司已在北、上、广、深全面铺开，为业主、客户提供最专业的二手房、租房中介服务。爱屋吉屋与传统中介一样是“重”模式，目前已经有6000名员工，其中大部分员工是经纪人。但与传统中介不同的是，它的流量来自于网络而非线下门店。

创始人黎勇劲、邓薇以及吴峥，他们曾经担任土豆网COO、CFO以及无线副总裁，其中黎邓二人曾联合创办“大黄蜂”。

融资：

- 2014年6月获得晨兴数百万美元A轮投资。
- 2014年9月获得高榕资本、晨兴投资数千万美元B轮投资。
- 2014年12月获得顺为基金、晨兴创投以及高榕资本数千万美元C轮投资。
- 2015年5月获得纪源资本、晨兴创投、顺为基金、高榕资本1.2亿美元D轮投资。

图 46: 爱屋吉屋商业模式



数据来源: 安信证券研究中心, 易观智库

优势:

1. 管理层丰富的互联网行业经验及创业经验。
2. 商业模式对成本结构的改善。
3. 碎传统中介分工, 进行服务能力和效率的全面升级。

劣势:

1. 房源的控制力较弱。
2. C 端的影响力及应用习惯需培养。

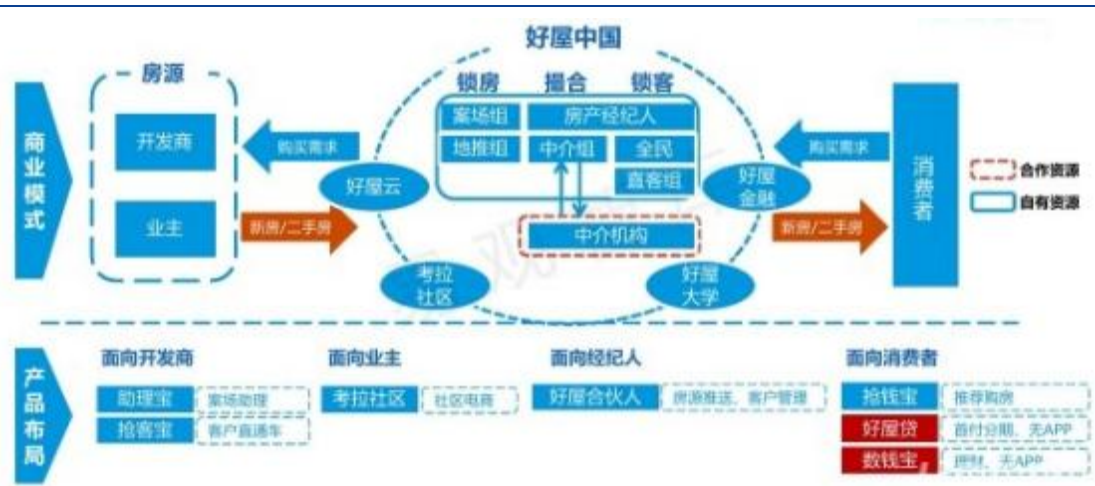
➤ **好屋中国: 综合型代表**

好屋中国是国内首家房产全民众销平台, 2012 年由汪妹玲、严伟虎两人创立于苏州, 实现“居者有其屋, 居者乐其屋”的好屋梦想, 向人们提供“立刻、马上”的购房推荐体验。截止到目前为止好屋中国已进驻全国 43 个城市, 战略合作品牌开发商 100 余家, 签约优质合作楼盘 520 多个, 2014 年公司完成销售额度超越 2942 亿元人民币。同时好屋经纪人总数已达 315 万人, 并以每月 10-15 万人的速度继续增长, 优秀经纪人个人团队已近 15 万组, 每天经纪人平台都会新增推荐客户 2000 余组, 经纪人平均每天推荐成交超过 200 套。盈利来源于佣金和团购。

融资:

2014 年 7 月 29 日好屋中国通过 A 轮融资获得由软银中国投资的 5000 万美元。

图 47: 中国商业模式



数据来源: 安信证券研究中心, 易观智库

优势:

1. 通过平台互联, 大量集聚好屋 C 端入口、跨平台合作资源的整合, 汇聚更多的房源、客源和服务体系, 实现服务资源的平台化。
2. 管理团队在房产、互联网领域的丰富经验及相对互补。

劣势:

1. 对流量的认知不足, 社会化营销是构建在有效社会群体的基础上。
2. 企业核心价值观过分强调效率, 与社会化营销本质有割裂。

表 8: O2O 平台商业模式对比

公司	商业模式
房多多	房多多是轻资产模式平台型的代表, 房多多的商业模式是把经济公司聚合在平台上, 由房多多和开发商谈房源的团购模式。
链家网	链家是自营型的代表, 主做二手房的买卖, 有大量的线下中介资源, 是线下中介向线上平台发展的代表, 拥有自己大量的线下门店。
爱屋吉屋	爱屋吉屋是一家无房地产行业经验的纯互联网公司, 公司不设线下门店, 对经纪人不设提成, 订单统一管理, 以租房为主营业务。
好屋中国	好屋中国是国内首家 O2O 房产全民众销平台, 首创房产全民经纪人开放模式。在好屋中国的平台上, 开发商提供优惠房源, 自由经纪人推荐意向客户到好屋平台, 促成高效成交。
华燕房盟	华燕房盟的商业模式与房多多相似, 是轻资产模式的电商平台。但是由于华燕房盟有 20 年的营销代理与顾问策划的行业经验, 所以, 华燕房盟对上线房源的掌控较强。

数据来源: 安信证券研究中心整理

表 9: 公司融资并购情况

公司	融资与并购情况
房多多	2013 年 7 月获鼎晖投资 5000 万元 A 轮投资。 2014 年 7 月完成 B 轮 8000 万美元融资, 由嘉御基金、光速安振中国创投以及鼎晖创投联合投资。
链家网	2015 年 2 月链家并购成都伊诚来布局 O2O。 2015 年 3 月链家相继并购上海德佑、北京易家以及深圳中联来布局 O2O。 2015 年 5 月链家并购高策, 启动一二手联动。
爱屋吉屋	2014 年 6 月获得晨兴数百万美元 A 轮投资。 2014 年 9 月获得高榕资本、晨兴投资数千万美元 B 轮投资。 2014 年 12 月获得顺为基金、晨兴创投以及高榕资本数千万美元 C 轮投资。 2015 年 5 月获得纪源资本、晨兴创投、顺为基金、高榕资本 1.2 亿美元 D 轮投资。
好屋中国	2014 年 7 月 29 日好屋中国通过 A 轮融资获得由软银中国投资的 5000 万美元。
华燕房盟	华燕房盟最新发布定增方案, 预计募集资金 3 亿元用来“云燕安家”平台的发展。

数据来源: 安信证券研究中心根据各公司网站整理

4. 房产 O2O 竞争激烈、公司有望脱颖而出

4.1. 行业机遇挑战并存、商业模式各不同

房产 O2O 行业机遇大、但竞争也很激烈。2014 年在国家政策的强力调控下, 房地产行业一度出现疲软的升势, 但这也给互联网房产企业更多的机会与发展空间。在这种情况下, 开发商比以往任何时候都需要华燕房盟这样的公司, 为其提供更加精准的策划、推广服务, 以及更加有效的销售策略与更高的成交率。随着未来新房交易增量下降、存量房交易增量上升, 以及互联网、移动互联网生活方式的进一步普及, 房产 O2O 行业将变得更加重要。现今, 房地产“互联网+”热潮涌动, 滋生许多类房地产 O2O 的商业模式, 各有特点, 但殊途同归, 都是希望发挥打造自身核心优势, 从而实现线上线下的有效结合。包括易居中国、世联行等传统代理商起家, 开展自下而上, 从线下开拓至线上的房地产服务商, 也包括搜房网等传统纯线上电商试图向线下拓展新型房地产服务商。

表 10: 同行业公司对比

公司简称	公司特点	业务构成	主营业务比例	互联网商业模式	优势	不足
世联行	国内最大的 房地产策划	经济业务、 专业咨询	代理销售业务 65%, 顾问策划	入股 Q 房网构建面对 C 端购房者的一站式服务平台; 利用互	深刻切入真实的交易场景, 解决购房者在资金端的痛点	尚未涉及 至整个

	代理中介商		14%，资产服务9%，金融服务8%，电商业务2%	联网延伸增值服务，尤其是对新房首付款的小贷产品-家圆云贷		O2O 模式的战略发展
搜房网	互联网领域的垂直门户网站，主要以线上为主	地产家居网络媒体和信息服务	市场营销服务30%，电子商务服务47%，房源服务17%，互联网金融服务2.67%	以房地产媒体电商为主，利用自营销平台--新房通为开发商与购房者提供双向服务	一站式支持项目完成具有展示、预定、支付等功能的线上网店发布，面向所有在售项目免费开放；全线接入最大的传统房地产互联网平台搜房网，每天可有超过500万的独立访问量	线下体验缺失
易居中国	领先的房地产全产业链服务商	营销代理、决策咨询、房产经纪	房地产在线服务55%，房地产经纪服务31%，信息咨询9%	构建房产电商平台-乐居，服务于新房、二手房、家居三大领域，乐居线上服务包括电子商务、在线广告与在线挂牌出售服务，同时提供房地产社区增值服务、金融服务	线下业务扎实：已覆盖全国256座城市，85%以上的品牌房地产客户选择与乐居进行合作，超过20万个楼盘项目通过乐居进行营销售卖	线下布局较重
爱屋及屋					线上接单、不设线下；通过实时地理位置更新和签到功能，使经纪人服务租客整个流程可视化；打破原有的佣金壁垒(中介费)，上海地区实行免租户中介费	互联网思维解决传统中介服务弊端，受抵制大，线下体验缺失
乐居	搭乘大型网络平台，开发O2O产品	房地产电子商务、在线广告、在线目录服务	电子商务服务66%，网络广告31%，房源服务3%			
三六五网	以网络营销业务为主	互联网服务、专业咨询服务	线上网络营销服务98%，线下研究资溪及其他服务2%			

数据来源：安信证券研究中心根据各公司网站整理

4.2. 独特竞争力、助力公司脱颖而出

公司二十年流通领域的经验是公司最大的财富之一。与纯互联网房产企业相比，华燕房盟更熟悉整个产业链各方面的流程、了解行业内各端的不同需求。因此，公司所研发的产品也更具有针对性，能够高速、有效地解决开发商、中介与终端用户的不同痛点。

公司拥有强大的销售渠道，且多年来与产业链各端建立的良好关系，合作开发商超过300家，为其产品的切入提供了更为方便的入口与更为前置的机会。这种得天独厚的优势使其在于纯互联网房企竞争时，能够更扎实地落地，这对于需要在线下完成最终交易的房地产行业来说极为重要。在目前纯互联网房企纷纷开始与传统线下房企展开合作之时，华燕房盟拥有的500多名专业的渠道整合人员、1,000多名营销代理团队，以及与上海10,000家经纪门店、100,000余名经纪人形成的磐石联盟，已经能够以更加紧密直接的方式，高效地完成从线上到线下的转换服务。

图 48：公司丰富的客户资源



自有销售团队，20年的渠道经验，卓有成效！

数据来源：安信证券研究中心

公司的云燕安家平台与专业高效的运营团队，提供了目前最高等级的互联网房企线上表现形式。与早期的门户、中期的垂直不同，“云燕安家”利用华燕房盟自有优势，打造了一个“从房到家”的完整产业链平台。通过 3D 技术的虚拟现实，用户通过传统方式与移动互联网无缝对接的方式，即可完成从在线选房、到在线签约、在线贷款、在线家装、在线物业服务等一系列工作，大幅度提高购房效率与线下成交率 16 倍以上。同时，“云燕安家”平台所收集的用户数据，也成为华燕房盟用户行为趋势分析的主要核心。这些数据将为更加精准的导客带客提供重量级支持。

公司针对购房者、房产中介以及房地产商三方面的不同痛点提出了解决方案。

- A. 对于开发商来说，最关心的就是如何更加精准的根据客户群来定位产品及营销方式。在 20 年的代理营销经验中，华燕房盟知道消费者需要什么样的房子，公司可以用大数据替开发商进行商品定位。公司通过电商平台服务有效的减少了房地产流通环节的渠道成本。在金融产品订金宝和置换宝运用成熟之后，开发商的融资成本可以得到降低。
- B. 对于购房者来说，可以解决信息不透明的痛点。
 1. 平台二手房系统里设置了“楼盘字典”，购房者可以查询目标房产的开发时间、交房时间、历年来的成交价格、区域周边的成交均价，这样一来，购房者得到很多有价值的信息，帮助他买房做决断。
 2. 在选房阶段，一名普通购房者平均要看 20 套房型，整个购房过程耗费近 12 个月时间，而线下看房的过程往往又伴随着对所看房型失望、服务不完善，导致选房效率低下、购房者体验不佳。针对这一痛点，“实境看房”运用 3D 全景技术，将传统线下售楼处的样板房型“搬”到了手机 App 上。购房者通过下载样板房数据包，足不出户即可通过“实境看房”，以第一视角亲身体验该款房型。“实境看房”可以在线上有效地过滤掉用户不满意的大部分房型，将其线下看房数量缩减到 5 套之内，购房时间缩短至 3 个月，大大提高购房效率。
- C. 云燕安家平台的房盟通板块是公司为房地产经纪人提供服务的重要平台，其包括楼市实时动态、公司热门楼盘信息、客户管理、我的佣金四大功能板块。房盟通解决了经纪人卖房业务中最大的一个痛点，就是客户确认问题，房盟通会对已经来过楼盘的客户与相关经纪人记录并关联，因此客户再次来到该楼盘后不会被别的经纪人抢走，最大限度的保护了相关经纪人的利益。经纪人降低找房源、客源时间，在信息透明对称的情况下腾出更多时间提供交易服务。面向房产经纪人的系列产品，在房子成交后，是由开发商支付相应的费用。

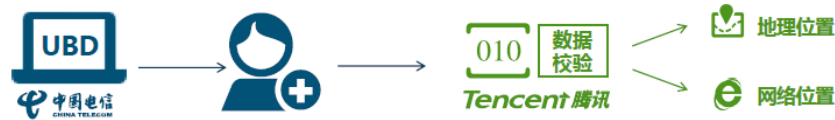
公司自建的 RTC、UBD 两大数据库是公司的宝贵资源，公司的研发能力可见一斑。RCT 能实时获得上海及其他地区的房产交易数据，并可以根据需求输出各种报表，为开发商决策定位提供有力的支持。UBD 以用户行为数据为基础，分析并预测消费者行为，将指定房源的匹配用户准确地串接起来，提供更贴合客户行为的服务。公司与中国电信号码百事通、中国金融信息中心、天翼征信（上海）公司等公司共同发起成立的新金融大数据众筹平台将与公司自有的 UBD\RTC 两大数据库全面对接，进一步完善数据细节与各项标签，从而实现国家级的个人数据安全化、精细化，大数据及数据分析结果，将广泛运用在公司“云燕安家”平台上，并覆盖从选房、购房、金融信贷、到家装、社区等各项功能板块，使得公司能够在未来竞争中时刻保持领先优势，为公司“从房到家”战略规划打下重要的数据基础。

公司与腾讯、京东、全筑建筑、中国电信号码百事通、天翼征信等名企的合作深入后将为公司经营提供强有力的保障。公司目前已经和腾讯在小区街景方面有了排他性的合作，与京东在智能社区方面的合作有望形成国标和国际标准，与全筑建筑的合作保证了公司家装业务的利润空间，与中国电信号码百事通、天翼征信等共同发起的新金融大数据众筹平台将实现国家级的个人数据安全化、精细化。可见，公司的实力是得到市场广泛认同的。

图 49：公司丰富的客户资源



通过独家合作的腾讯地图、街景、微信、QQ以及自有VR技术，对房产信息进行多样化的呈现，成为吸引开发商流入、黏着用户的核心资源；



通过独家与中国电信合作的UBD用户大数据中心，掌握并分析到每个用户的具体情况，并通过与腾讯云数据校验，最终在地理位置与网络位置两方面准确定位每一个意向用户；

数据来源：安信证券研究中心

我们相信在公司多项独特竞争力的支撑下，公司能够在行业竞争的浪潮中脱颖而出。与传统线下房企相比，华燕房盟显示出了更高的灵活性、互联网特性和更高级的商业模式，往移动互联网方向的转型也显得更为坚决；与传统线上互联网房企相比，华燕房盟具有更完善的线下团队与线下沉淀，更适合房地产这个特殊的支柱型产业。

4.3. 同行业财务对比

➤ 世联行【002285.SZ】

2009年8月28日，世联在深圳证券交易所成功挂牌上市，成为首家登陆A股的房地产综合服务提供商。

世联行是中国最具规模的房地产顾问公司之一，服务领域包括：物业代理、发展顾问、租售经纪。公司以深圳、北京和上海为中心的三大业务区域，为追求成长和有实力的客户提供专业的房地产综合服务。旗下拥有超过15家分支机构，服务覆盖全中国100多座城市的600多家海内外机构。

➤ 崇峻股份【832306.OC】

崇峻股份是一家新三板上市企业，是一家以房地产中介服务为主，以广告服务为辅的房地产中介服务企业，目前的主要业务有房地产顾问策划、房地产代理销售、国内广告业务。

➤ 创典全程【833053.OC】

创典全程是一家新三板上市企业，是一家专业从事房地产营销的顾问代理机构，是西安市场份额最大的房地产综合服务商，主营业务由营销代理和综合顾问两大业务板块构成。

表 11：2014 年同行业财务对比

	华燕房盟	创典全程	崇峻股份	世联行
营业收入 (万元)	20077	8820	3009	330817
营收同比增长%	41.32	25.71	63.25	29.07
净利润 (万元)	1209	1081	602	41897
净利润同比增长%	28.56	25.97	85.73	23.9

毛利率%	24.28	32.05	48.83	33.82
ROE (加权) %	8.96	39.84	72.27	21.13
净利率%	6	12.26	20.11	12.66
代理销售业务(万元)	12189	8688	2801	216628
顾问策划业务 (万元)	1328	131	12.3	46681
平台信息服务业务 (万元)	6505	-	-	6838

数据来源: wind, 安信证券研究中心

世联行是 A 股上市企业, 营业收入、净利润以及总资产都远远高于三板上市的华燕房盟。但是在华燕房盟的主要发展板块平台信息服务业务方面, 华燕房盟和世联行的营收相差不多, 世联行平台信息服务业务 2014 年的营收为 6838.49 万元, 只比华燕房盟高出 300 万左右。由此可以看出华燕房盟在信息平台业务方向具有很大的竞争力。

由以上华燕房盟和其他两家三板上市企业的财务对比中可以看出华燕房盟在三板企业中的营业收入相对较高、规模比较大, 公司营收为 20076.88 万元, 创典全程的营收为 8819.92 万元, 崇峻股份营收最低为 3009 万元。但是华燕房盟的毛利率是相对于其他两家公司较低的, 仅为 24.28%。同时, 崇峻股份的毛利率最高, 为 48.83%, 创典全程的毛利率为 32.05%。华燕房盟的毛利率较低可能是由于公司的平台信息服务业务仍在起步阶段, 需要投入的资金比较大, 所以降低了公司整体的毛利率。

表 12: 公司资产结构对比

	华燕房盟	创典全程	崇峻股份	世联行
总资产 (万元)	20907	4363	1875	454078
资产负债率%	29.69	34.81	46.76	52.53
经营活动产生的现金流净额 (万元)	1347	1379	-225	-92186
销售商品提供劳务收到的现金/营业收入(%)	93.31	98.90	71.38	90.59%
应收账款周转率 (次)	2.14	7.47	3.52	5.8

数据来源: wind, 安信证券研究中心

华燕房盟的总资产是创典全程的 5 倍左右, 是崇峻股份的将近 10 倍。我们可以看出华燕房盟的规模在新三板房产中介行业中是比较大的, 而且华燕房盟的负债率也比较低。所以我们认为华燕房盟的抗风险能力高于其他两家新三板公司。

4.4. 估值

预计华燕房盟 2015 年、2016 年的营业收入分别为 4.2 亿元、7.98 亿元, 同比增长 109%、90%; 预计 2015 年、2016 年的净利润分别为 2210 万元、6380 万元, 同比增长 83.1%、188.3%。

表 13: 盈利预测

	2013 年	2014 年	2015 年 E	2016 年 E
营业收入(万元)	14207	20077	42000	79800
营收同比增长	26.79%	41.32%	109%	90%
净利润 (万元)	934	1205	2210	6380
净利润同比增长	101.59%	28.56%	83.1%	188.3%
EPS (元)	0.77	0.12	0.18	0.44

数据来源: wind, 安信证券研究中心

表 14: 估值分析

简称	股价 (元)	市值 (亿元)	净利润(百万元)			PE(X)			PEG	营收 (百万元)		PS(X)	
			2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E		2014A	2015E	2014A	2015E
世联行	11.83	171.03	394.3	520.0	669.2	43.4	32.9	25.6	1.4	3,308	4,337	5.2	3.9
三六五网	49.96	47.98	150.5	204.2	281.6	31.9	23.5	17.0	0.9	476	658	10.1	7.3
二三四五	23.91	208.43	118.4	350.3	485.0	176.1	59.5	43.0	1.7	654	1,330	31.9	15.7
平均值						83.8	38.6	28.5	1.3	1,479	2,108	15.7	9.0
华燕房盟	19.18	23.98	12.1	22.1	63.8	198.3	108.5	43.7	1.3	201	420	11.9	5.7

数据来源: wind 一致预期数据, 安信证券研究中心

估值：(1) PEG 估值：A 股相关公司的 PEG 约为 1.3 倍 (2) PS 估值：公司同行业 A 股公司 2015 年的 PS 为 9.0 倍，华燕房盟为 5.7 倍；(3) PE 估值：A 股相关公司 2015、2016 年动态 PE 为 38.6、28.5 倍。

与 A 股公司相比，考虑到其基数较低，未来成长行较好，且其线上业务比重较高，业务转型“互联网+”更为彻底，可给予一定的溢价。由此我们给予华燕房盟增持-A 的评级。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	142.1	200.8	419.7	797.9	1,390.6	成长性					
减:营业成本	103.1	152.0	304.7	587.5	1,028.8	营业收入增长率	26.8%	41.3%	109.0%	90.1%	74.3%
营业税费	6.3	8.1	10.9	1.8	3.6	营业利润增长率	22321.8	18.0%			
销售费用	-	-	10.7	6.8	15.8	净利润增长率	101.6%	28.6%			
管理费用	21.3	25.5	60.2	111.9	190.5	EBITDA 增长率	259.3%	10.0%	121.8%	190.7%	72.1%
财务费用	1.2	1.4	-	-	-	EBIT 增长率	847.0%	17.2%	128.9%	202.7%	74.2%
资产减值损失	0.9	2.9	5.2	5.1	4.3	NOPLAT 增长率	371.0%	23.7%			
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	19.6%	13.0%			
投资和汇兑收益	-	-	-0.0	-0.0	-0.0	净资产增长率	9.2%	32.5%			
营业利润	9.2	10.8				利润率					
加:营业外净收支	3.8	5.0	1.9	1.7	1.3	毛利率	27.4%	24.3%	27.4%	26.4%	26.0%
利润总额	13.0	15.9				营业利润率	6.5%	5.4%			
减:所得税	3.6	3.8				净利润率	6.6%	6.0%			
净利润	9.4	12.1				EBITDA/营业收入	8.6%	6.7%	7.1%	10.9%	10.7%
						EBIT/营业收入	7.3%	6.1%	6.7%	10.6%	10.6%
						运营效率					
						固定资产周转天数	9	5	2	1	0
						流动资产周转天数	189	148			
						流动资产周转天数	358	290			
						应收帐款周转天数	295	229	232	252	238
						存货周转天数	0		0	0	0
						总资产周转天数	433	352			
						投资资本周转天数	203	167			
						投资回报率					
						ROE	8.3%	8.1%			
						ROA	5.1%	5.8%			
						ROIC	10.3%	10.6%			
						费用率					
						销售费用率	0.0%	0.0%	2.6%	0.9%	1.1%
						管理费用率	15.0%	12.7%	14.4%	14.0%	13.7%
						财务费用率	0.9%	0.7%			
						三费/营业收入	15.9%	13.4%			
						偿债能力					
						资产负债率	39.4%	29.7%			
						负权益比	65.1%	42.2%			
						流动比率	2.12	2.74			
						速动比率	2.12	2.74			
						利息保障倍数	8.36	8.78			
						分红指标					
						DPS(元)	-	-			
						分红比率	0.0%	0.0%			
						股息收益率	0.0%	0.0%			

资产负债表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	19.1	29.2			
交易性金融资产	-	-			
应收帐款	124.8	130.4	411.3	705.6	1,130.7
应收票据	0.7	0.3	1.0	2.3	3.3
预付帐款	8.6	10.0	22.8	40.5	75.5
存货	-	-	0.0	0.0	0.1
其他流动资产	0.1	-0.0			
可供出售金融资产	-	1.0	1.0	0.7	0.9
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	1.0	-	-	-0.3	-0.8
投资性房地产	17.3	16.8	22.4	24.0	26.2
固定资产	2.8	2.7	2.3	0.7	0.0
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	1.7	12.4	16.3	21.0	27.2
其他非流动资产	7.1	6.1	8.6	7.6	8.1
资产总额	183.2	209.1			
短期债务	20.0	5.0			
应付帐款	12.2	25.3	57.3	105.0	167.3
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	40.0	31.8	42.2	41.4	43.1
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	-	-	-	-	-
负债总额	72.2	62.1			
少数股东权益	-2.0	-2.0			
股本	12.3	101.0			
留存收益	100.6	48.0			
股东权益	110.9	147.0			

现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E	业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2013	2014	2015E	2016E	2017E	
净利润	9.3	12.1				EPS(元)	0.08	0.10			
加:折旧和摊销	1.8	1.2	1.8	1.9	1.5	BVPS(元)	0.90	1.19			
资产减值准备	0.9	2.9	-	-	-	PE(X)	113.8	88.5			
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.5	7.2			
财务费用	1.2	1.0				P/FCF	16,146.7	-75.0			
投资损失	-	-	0.0	0.0	0.0	P/S	7.5	5.3			
少数股东损益	-0.1	-0.0				EV/EBITDA	-	-			
营运资金的变动	-2.2	-10.6	-263.5	-259.1	-398.1	CAGR(%)					
经营活动产生现金流量	-5.0	13.5				PEG					
投资活动产生现金流量	-0.3	-11.3	-10.8	-6.3	-9.4	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	3.8	8.0				REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于三板成分指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于三板成分指数波动；

■ 分析师声明

陈天诚、诸海滨声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-88888888	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034