

焦点科技：存在价值提升的机遇

上海证券研究所 陈启书

S0870209090159

2010. 9



上海国际集团成员企业之一
A SIG Company



目录

1、概述

公司简介，主要观点

2、行业的发展前景

3、公司的潜在优势

4、盈利预测与估值

5、风险因素

1.1 国内领先的第三方电子商务平台运营商

公司简介:

- ✓ 外贸类的综合型第三方B2B电子商务平台运营商。
- ✓ 成立于1996年1月9日，提供的主要服务是基于其自主开发运营的中国制造网（Made-in-China.com）电子商务平台，为中国供应商与全球采购商之间的贸易活动提供交易信息的发布、管理、搜索、在线初步沟通与洽谈等服务。其已成为全球采购商采购中国制造产品的最重要网络渠道之一。

1.2 主要观点

公司的核心价值:

- ✓ 电子商务行业具备加快发展的机遇;
- ✓ “made-in-china.com” 平台具备品牌和价值积累效应;
- ✓ 具备潜在的优势。

目录

1、概述

2、行业的发展前景

需求因素、技术因素和政策因素

3、公司的潜在优势

4、盈利预测与估值

5、风险因素

2.1 存在巨大的市场需求空间

对外贸易需求:

- ✓ 根据世界贸易组织（WTO）最新公布的数据，2009年中国出口占全球出口比重由上年8.9%提高到9.6%，已经超过德国成为世界第一出口大国；
- ✓ 电子商务，能够跨越距离、语言、时间和成本上的障碍；
- ✓ 中国已有“中国制造”优势扩大化的需求。

2.2 技术因素基本成熟

技术因素的主要方面：

- ✓ 信息流、资金流和物流三位一体构成的，这三者的发展进程直接影响着电子商务的发展。

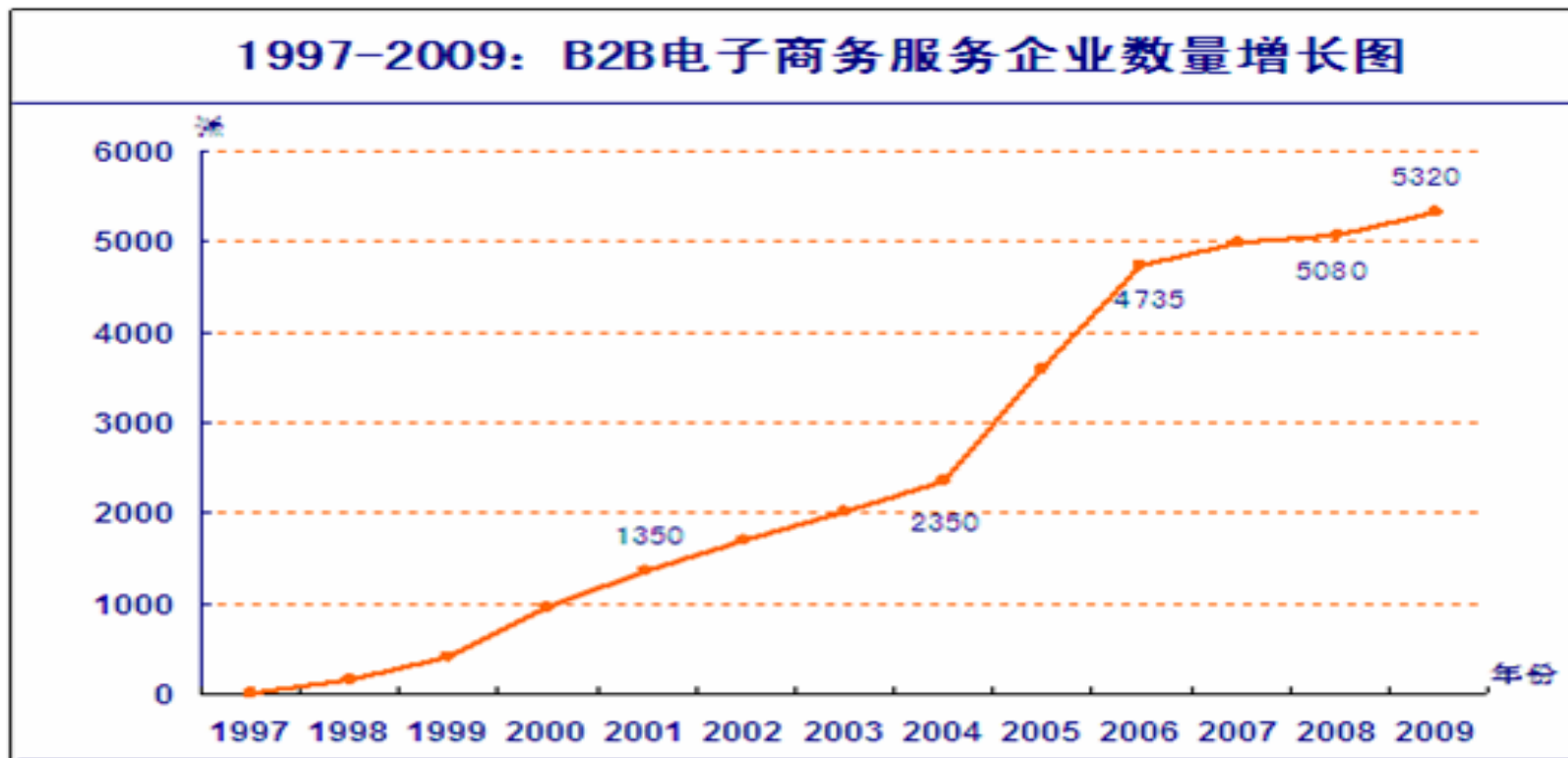
2.2 技术因素基本成熟

信息流:

- ✓ 网站: 截止到2009年6月, 我国规模以上电子商务网站总量已经达到12,282家; 其中, B2B电子商务服务企业有5320家;
- ✓ 使用用户: 国内使用第三方电子商务平台的中小企业用户规模已经突破1,000万, 而中国网购用户的规模已经突破了1亿人。
- ✓ 潜在用户: 再加上3G和光纤宽带等信息网络建设, 以及7.77亿的手机用户和3.46亿宽带网民。这些都将是促进电子商务不断壮大发展的基础, 这显示了电子商务正处于蓄势待发的势头。

2.2 技术因素基本成熟

信息流:



数据来源: 中国B2B电子商务研究中心, 上海证券研究所

2.2 技术因素基本成熟

资金流:

- ✓ 在资金流方面，网上银行、信用证、第三方支付平台和手机支付等不断发展壮大，基本能够满足资金流的安全支付;

物流:

- ✓ 在物流方面，仓储配送是一个方面，但供应商信誉以及商品品质标准的认证存在更大的市场需求。

2.2 电子商务是信息网络建设的重要应用层面

政策因素：

- ✓ 在“有保有压有推进”的经济政策下，信息网络是重要的战略性新兴产业，电子商务是信息网络建设的重要应用层面；
- ✓ 是“新型流通业态”；
- ✓ 在新技术、新商业形态和新经济背景下，将有效的促进国内消费和出口，同时带动电子商务软件、信息服务业、物流业和金融业等现代服务业产业的发展，能够有效激发民营经济特别是中小企业活力，从而有利于促进我国经济发展方式转变和经济结构调整。

2.2 电子商务是信息网络建设的重要应用层面

政策因素（行业加快发展的最直接因素）：

- ✓ 我们预计，未来政策上有着进一步促进电子商务发展的支持措施；
- ✓ 随着美国、新加坡、欧盟各国纷纷推出电子商务方案，电子商务开始逐渐取代传统贸易方式，并必将在不久的将来成为主流贸易方式，国内电子商务发展的市场环境也必然日趋成熟。

目录

1、概述

2、行业发展前景

3、公司核心价值

一家独占的格局难以形成；具备潜在优势

4、盈利预测与估值

5、风险因素

3.1 经验用户具备一定的“非排他性”选择

B2B行业状况和竞争格局：

- ✓ 根据中国B2B研究中心相关调查数据显示，截止2009年6月，全国电子商务服务类企业（包括B2B、B2C、C2C、B2M、B2G等）营业收入累计达到75.3亿元人民币；其中最为重要的B2B、B2C两块分别为：32.5亿和40.2亿，合计占到了整个电子商务产业营收的96.5%。
- ✓ 据艾瑞咨询的数据，2009以上5家厂商（阿里巴巴、环球资源、焦点科技、慧聪和生意宝（中国化工网））共占据中国B2B电子商务市场份额的76.6%，其中阿里巴巴一家占60%。

3.1 经验用户具备一定的“非排他性”选择

行业发展阶段:

- ✓ 目前，国内第三方B2B电子商务平台发展整体上还处于培育的成长初期;

主要盈利模式:

- ✓ 其业务模式基本都停留在为中小企业提供商业信息发布和搜索平台的阶段，盈利模式均是吸引收费会员和推出一定量的增值服务。其收费会员中包括新增用户和经验用户。

2.2 经验用户具备一定的“非排他性”选择

新增用户：

- ✓ 客户群体以中小企业为主，新增用户相对注重短期效益而缺乏忠诚度，面对不再单一的平台选择，极易改庭换门；
- ✓ 新增用户的增长主要通过线下的销售人员的主动性推广，新增收费用户的规模较大程度上取决于销售队伍的大小和能力。

3.1 经验用户具备一定的“非排他性”选择

经验用户：

- ✓ B2B电子商务平台收费用户中较稳定的主体是经验用户；
- ✓ 作为经验用户，其付费金额相对其通过电子商务平台实现的销售收益是微不足道，他们更看重以更多有效的电子商务平台发布商业信息，对他们来说，多渠道多平台是个很好的选择，他们在选择一个电子商务平台，获得经验和实际效果后，一般会再选择和应用其他的电子商务平台。
- ✓ 所以，B2B电子商务的经验用户具备一定的“非排他性”。

3.1 经验用户具备一定的“非排他性”选择

未来外贸类的B2B电子商务行业格局：

- ✓ 我们认为，国内B2B外贸电子商务行业还需要多家电子商务平台来共同培育，一家独占的局面难以形成，3-5家的寡头垄断格局将更有成为可能的趋势。

3.2 “made-in-china”在具备一定的潜在优势

外贸类电子商务平台的核心价值:

- ✓ 作为商业信息发布的平台，其核心价值在于客户对其网络平台的认可度，这取决于用户的使用体验和实际达到的商业效果。
- ✓ 作为面向外贸的B2B电子商务平台，其核心价值在于国外客户的访问量和实际的成交量。

3.2 “made-in-china”在具备一定的潜在优势

具备先天性的域名优势:

- ✓ 公司业务的核心是中国制造网“made-in-china.com”网站平台，独有的“Made-in-China.com”域名直观形象，在中国对外出口贸易领域具有先天性的知名度和影响力。
- ✓ 一方面，这来自于“中国制造”的世界地位和影响力；
- ✓ 另一方面，国外客户在各种搜索引擎中带有“China”或“made in China”的商品搜索更具有排名优势。

3.2 “made-in-china”在具备一定的潜在优势

访问源结构上的优势:

- ✓ Alexa统计的数据表明, “Made-in-China.com”最近三个月访问综合排名是1096位, 而其主要竞争对手阿里巴巴的“Alibaba.com”综合排名是第107位;
- ✓ 根据Alexa的统计数据显示, 中国制造网来自国外的网页浏览比例为58.0%, 而阿里巴巴为39.7%。
- ✓ 从结构上来看, 这一方面说明了阿里巴巴在国内市场上更具优势, 另一方面也反映了中国制造网的国际化潜力更高。

3.2 “made-in-china”在具备一定的潜在优势

访问源上的结构优势:

✓ Alibaba.com

国家/地区名称 [22个]	页面浏览比例
中国	60.3%
美国	7.3%
印度	5.3%
英国	1.8%
巴基斯坦	1.4%
伊朗	1.4%
德国	1.3%
印度尼西亚	1.1%
意大利	1.1%
澳大利亚	0.9%
其他国家地区	18.10%
来自国外合计	58.0%

✓ Made-in-china.com

国家/地区名称 [27个]	页面浏览比例
中国	42.0%
印度	9.4%
美国	8.3%
伊朗	2.7%
英国	2.3%
巴基斯坦	1.9%
印度尼西亚	1.9%
德国	1.4%
南非	1.4%
澳大利亚	1.3%
其他国家地区	27.40%
来自国外合计	39.7%

数据来源: alexa网站, 上海证券研究所

3.2 “made-in-china”在具备一定的潜在优势

对陌生客户的搜索优势:

- ✓ 从用户在访问之前通过其他搜索引擎链接点击的百分比看，如来源于“google.com”上游网站链接点击“made-in-china.com”的比例为18.87%，链接点击“Alibaba.com”的比例为11.90%。
- ✓ 所以，对国外更多陌生的潜在客户，尤其是新兴的国家和地位，这种搜索引擎方面的优势使得“made-in-china.com”更具域名和品牌的潜力。

3.2 “made-in-china”在具备一定的潜在优势

品牌宣传上的实惠:

- ✓ 我们也注意到，2009年11月份开始，在国外主流媒体投放的“made in China, made with China”广告；
- ✓ 虽然主体是提升“中国制造”的形象，但“made-in-china.com”域名在品牌宣传上有所受惠。

目录

1、概述

2、行业发展前景

3、公司核心价值

4、盈利预测与估值

用户数、ARPU值、毛利率和净利润预测；评级

5、风险因素

4.1 用户数和单位用户的价值贡献

营业收入增长的来源：

- ✓ 收费会员数和ARPU值。
- ✓ 收费会员数的增长主要依靠销售人员上门介绍和推销；
ARPU值的提高主要来自于增值服务和认证供应商等业务使用比例的扩大。

4.1 用户数和单位用户的价值贡献

收费会员数预测：

- ✓ 10年公司计划将销售人员从原先的500扩张到1000左右；
- ✓ 由此推断今年净增会员数量应该是去年的2倍左右（去年全年收费会员数从9,410增加到10,638，净增1,228个），预计10年公司净增收费会员2,500多个。
- ✓ 公司认为，近3年收费会员数20%-30%的增长，应该是能够实现的（存在加速发展的可能）。

4.1 用户数和单位用户的价值贡献

ARPU值的提升因素:

- ✓ 收费会员折扣的减少
- ✓ 增值服务项目内容的丰富和使用比例的提高
- ✓ 认证供应商业务使用比例的提高

4.1 用户数和单位用户的价值贡献

ARPU值的提升因素:

- ✓ 收费会员折扣的减少
- ✓ 增值服务项目内容的丰富和使用比例的提高
- ✓ 认证供应商业务使用比例的提高

4.1 用户数和单位用户的价值贡献

注册收费会员业务预测：

✓ 08和09年给予的折扣率比较大，预计折扣率会有所减小。

年份	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
注册会员收入（百万元）	27.95	75.90	101.77	133.54	233.69	331.26	452.17	593.48
同比增长		171.51%	34.10%	31.21%	75.00%	41.75%	36.50%	31.25%
标准金牌会员收费（元/年）	21000.00							
实际单位收费会员收入（元）	5364.38	8906.94	10815.46	12553.06	17,574.29	18,453.00	19,375.66	20,344.44
同比增长		66.04%	21.43%	16.07%	40.00%	5.00%	5.00%	5.00%
实际折扣率			48.50%	40.22%	16.31%	12.13%	7.73%	3.12%

4.1 用户数和单位用户的价值贡献

增值服务业务预测：

- ✓ 在原有的名列前茅、产品展台和横幅推广等增值服务项目基础上，又推出搜索推荐和在线软件等增值服务项目。

年份	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
增值服务收入（百万元）	11.98	40.87	58.40	71.91	107.86	172.57	258.86	349.46
同比增长		241.12%	42.89%	23.13%	50.00%	60.00%	50.00%	35.00%
单位收费会员增值服务收入均值（元）	2299.02	4796.05	6205.82	6759.34	8111.21	9613.29	11092.26	11979.64
同比增长		108.61%	29.39%	8.92%	20.00%	18.52%	15.38%	8.00%

4.1 用户数和单位用户的价值贡献

认证供应商业务预测：

✓ 与瑞士通标公司合作；有效降低第三方B2B电子商务交易信用风险，符合电子商务发展的需求方向。

年份	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
认证供应商服务收入（百万元）		7.29	11.01	21.97	35.14	52.72	73.80	99.63
标准收费（元/年）	9,500.00（可能有更高级的认证标准）							
使用户数		767.61	1,158.80	2,312.14	3,699.42	5,549.13	7,768.78	10,487.85
同比增长			50.96%	99.53%	60.00%	50.00%	40.00%	35.00%
占总收费会员的比例		9.01%	12.31%	21.73%	27.82%	30.91%	33.29%	35.95%
单位收费会员供应商认证服务收入均值(元)		855.80	1,169.88	2,064.80	2,642.94	2,936.60	3,162.49	3,415.49
同比增长			36.70%	76.50%	28.00%	11.11%	7.69%	8.00%

4.1 用户数和单位用户的价值贡献

营业收入预测：

✓ 用户数增长基本和公司看法一致；ARPU值增长是低于公司的目标。

年份	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
公司业务收入（百万元）	43.63	125.92	171.66	229.95	380.24	562.21	793.33	1,054.04
同比增长		188.64%	36.32%	33.96%	65.35%	47.86%	41.11%	32.86%
收费会员数	5,211	8,521	9,410	10,638	13,297.50	17,951.63	23,337.11	29,171.39
同比增长		63.52%	10.43%	13.05%	25.00%	35.00%	30.00%	25.00%
净增人数		3310	889	1228	2660	4654	5385	5834
ARPU值（元）	8,372	14,778	18,243	21,616	27,339.23	29,684.82	32,246.43	34,286.39
同比增长		76.52%	23.45%	18.49%	26.48%	8.58%	8.63%	6.33%

4.2 具备“平台化”的运营优势

毛利率预测：

- ✓ 由于公司“平台化”的运营模式，具备边际成本低而价值积累效应高的特征；
- ✓ 随着公司在收费会员规模、增值服务和认证供应商等服务项目内容的丰富和使用比例的提高，公司毛利率具备继续逐步提高的空间。

年份	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
毛利率	75.65%	86.76%	84.79%	84.21%	84.43%	84.57%	84.75%	84.87%

4.3 盈利预测与估值

盈利预测与估值简表：

项目（单位：百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	229.95	380.70	562.67	793.79
年增长率（%）	33.96	65.55	47.80	41.07
归属于母公司所有者的净利润	91.08	160.07	225.25	309.22
年增长率（%）	21.03	75.75	40.72	37.28
基本每股收益（元）	1.03	1.36	1.92	2.63
PER（X）	69.87	53.01	37.67	27.44

数据来源：上海证券研究所（股价为10年5月18日收盘价）

4.3 盈利预测与估值

目标价格和评级:

- ✓ 目前股价对应2009-2012年的市盈率分别为69.87、53.01、37.67和27.44倍；这和公司较高的净利润率和预期高成长性相适应的；
- ✓ 预期未来6个月内其相对2010年动态市盈率可达60-72倍，对应合理估值为78.55-94.26元/股。
- ✓ 所以，未来6个月内对公司评级为“跑赢大市”。

目录

- 1、概述
- 2、行业发展前景
- 3、公司核心价值
- 4、盈利预测与估值
- 5、风险因素

5.1 风险因素提示

主要风险因素：

- ✓ 公司价值提升的关键是行业在诸因素逐渐成熟的情况加快成长，并有望成为主流的商业模式方式，但其不确定性也是公司主要风险所在。
- ✓ 另外，公司管理层在务实稳健策略和把握行业机会并采取进取的策略方面的权衡能力也是公司的价值提升和应对未来市场竞争压力风险所在。

焦点科技：存在价值提升的机遇

谢 谢

首次报告日期：2009年11月19日；

声明与承诺

分析师承诺

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。