

焦点科技(002315.SZ) 2010 年报点评:

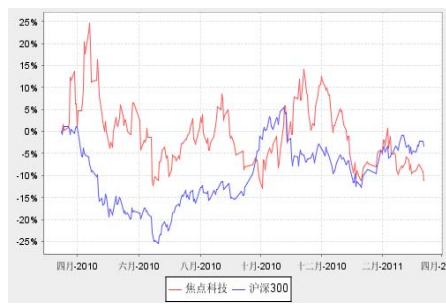
量价齐升促成长，两费齐升不慌张

评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价(元): **83-92.5**
 分析师: 陈永倬 联系人: 许彬
 S0740511020001
 021-20315115 02120315198
 chenyz@qlzq.com.cn xubin@qlzq.com.cn
 2011 年 3 月 30 日

基本状况

总股本(百万股)	117.50
流通股本(百万股)	33.45
市价(元)	66.66
市值(百万元)	7832.55
流通市值(百万元)	2229.85

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	229.95	332.94	491.35	706.33	1,017.0
营业收入增速	33.96%	44.78%	47.58%	43.75%	43.99%
净利润增长率	21.03%	65.10%	44.76%	41.33%	40.02%
摊薄每股收益(元)	0.78	1.28	1.85	2.62	3.67
前次预测每股收益(元)	-	-	1.85	2.91	-
市场预测每股收益(元)	-	-	1.92	2.87	-
偏差率(本次-市场/市场)			-3.51%	-8.77%	-
市盈率(倍)	89.25	60.13	35.98	25.46	18.18
PEG	4.24	0.92	0.80	0.62	0.45
每股净资产(元)	12.53	13.23	14.29	16.91	20.57
每股现金流量	1.21	2.15	2.05	3.00	4.05
净资产收益率	6.19%	9.67%	12.97%	15.49%	17.82%
市净率	5.52	5.81	4.67	3.94	3.24
总股本(百万股)	117.50	117.50	117.50	117.50	117.50

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 2010 年, 公司实现营业收入 33293.64 万元, 比上年增长 44.78%; 实现净利润 15036.92 万元, 比上年增长 65.10%; EPS 为 1.28, 略高于我们预期 0.05 元。
- 量(用户数)、价(arpu 值)齐升促收入快速增长: 2008-2010 年公司付费用户数 CAGR 为 21.23%, ARPU 值 CAGR 为 14.96%
- 毛利率维持稳定, 销售费用率和管理费用率上升显著。如果剔除财务利息对业绩的正贡献, 公司净利润仅比 2009 年同期增长 20%。其原因是: 销售费用率由 30.24% 上升到 33.08%、管理费用率由 8.73% 上升到 11.47%。也许有投资者会担心, 公司剔除财务利息后净利润增速较小, 是否意味着业绩增长乏力。我们认为投资者应当正确认识量价齐升的基本事实和两项费用率的显著上升, 重点关注公司股权激励的进程。同时, 我们提醒投资者关注, 公司递延收益创历史新高, 且 2010 年第四季度递延收益曲线出现加速拐点。
- 维持我们前期行业和公司深度报告中的行业量价提升空间巨大的基本假设, 预测 2011-2013 公司 EPS 分别为 1.85、2.62、3.87, 给予一年内相当于 2011 年 45-50 倍的估值, 目标价 83-92.5 元, 维持“买入”评级。
- 从 2009、2010 年的情况来看, 上半年业绩仅占全年业绩的 1/3 左右。如若市场对此规律未充分认识, 对一季度和中报业绩预期过高, 在中小盘估值风险释放的过程中, 公司股价会受到一定程度的抑制, 却将提供最佳买点。

2010 业绩回顾

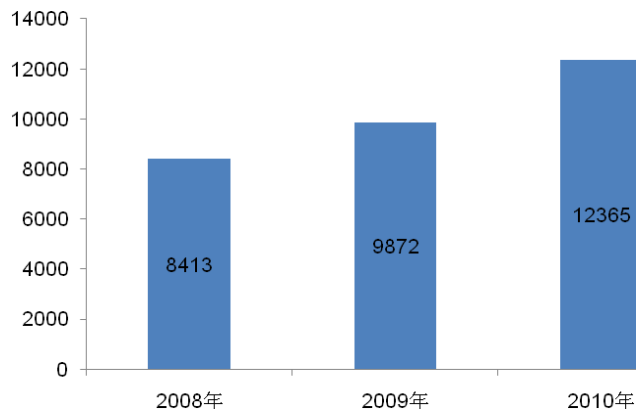
简明情况

- 2010 年，公司实现营业收入 33293.64 万元，比上年增长 44.78%；实现营业利润 15472.80 万元，比上年增长 54.93%；实现净利润 15036.92 万元，比上年增长 65.10%；EPS 为 1.28，略高于我们预期 0.05 元。

量（用户数）、价（arpu 值）齐升促收入快速增长

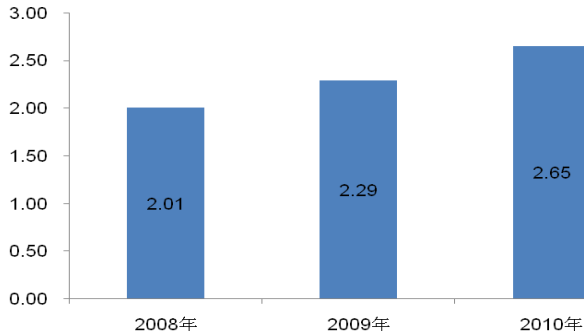
- 用户数。2010 年底中国制造网英文版付费用户数为 12365 人，较 2009 年增长 25.5%；2008-2010 年公司付费用户数 CAGR 为 21.23%。用户数的增长，来自于公司自身在销售效率和销售组织上的不断努力。
 - 在原有销售渠道基础上，增设、扩展了 4 个分支机构，位于各地的分公司和办事处总数达到 26 家，增加了直销人员的比重，同时提高了销售人员开发客户的能力；
 - 加强了业务人员的招聘力度，严格筛选，精心培训，使销售队伍得到有效扩充，销售力量显著增强；
 - 建立健全了销售培训体系、规范体系和支撑体系，引进合理的业务能力和业绩评估方式，优化了销售人员的激励方式，发展了销售人员的业务技能，总体销售业绩以及人均产值均获得稳步提高。

图表 1：2008-2010 年付费用户数 CAGR 为 21.23%

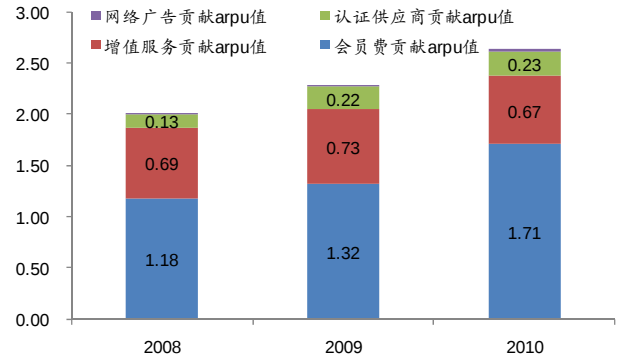


来源：齐鲁证券研究所

- Arpu 值。公司 2010 年 arpu 值为 2.65 万，较 2009 年增长 15.81%。2008-2010 年 ARPU 值 CAGR 为 14.96%。从贡献度上来分析，付费用户 arpu 值的增长，主要来自于单个用户会员费增长的贡献。

图表 2: 2008-2010 年 ARPU 值 CAGR 为 14.96%


来源：齐鲁证券研究所

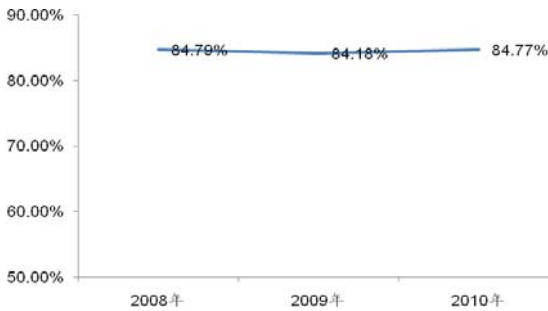
图表 3: 各个细项对 ARPU 值的贡献度


来源：齐鲁证券研究所

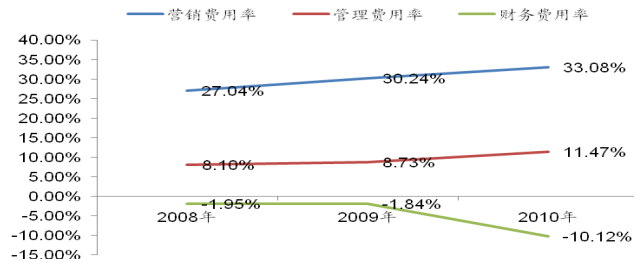
- Arpu 值的提升，来自于公司在客户服务、新产品开发和增值服务提供上不断努力。
 - 通过对服务系统的改造升级，提高了客户服务的品质和效率，客户满意度保持在较好的水平。
 - 加强了研发投入，改进了产品规划和开发流程，产品、研发团队的创新和产出水平得到提升；在原有产品基础上，公司推出和完善了爱聘才、商聚园、物流、保险等产品，为外贸行业的中小企业提供急需的人员招聘、培训、业务流程等相关解决方案，帮助中小企业提升工作效率，降低运营风险。

毛利率维持稳定、营销和管理费用率显著提升

- 公司毛利率稳定在 84% 以上。
- 三项费用率中，公司销售费用率由 2009 年的 30.24% 提升到 2010 年的 33.08%；管理费用率由 2009 年的 8.73% 提升到 2010 年的 11.47%；由于 IPO 超募资金较多，财务利息对公司利润有正贡献，如果剔除财务利息的贡献，公司净利润仅比 2009 年同期增长 20%。
- 也许有投资者会担心，公司剔除财务利息后净利润增速较小，是否意味着公司业绩增长乏力。我们认为投资者应当正确认识量价齐升收入快速增长的基本现实和两项费用率的异常，重点关注公司股权激励的进程。

图表 4：公司毛利率稳定在 84% 以上


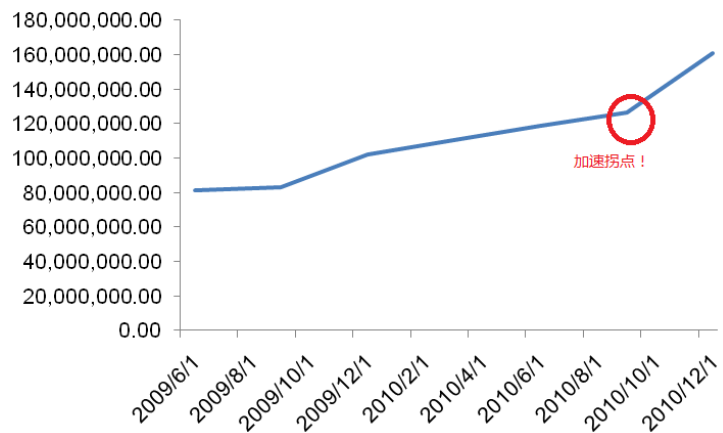
来源：齐鲁证券研究所

图表 5：销售费用率和管理费用率提升较快


来源：齐鲁证券研究所

递延收益出现向上拐点

- 公司 2010 年第四季度递延收益曲线出现加速拐点，其斜率明显高于 2009 年第四季度（第四季度一般伴随着公司大规模的促销），2010 年第四季度比第三季度末增加 27%，而 2009 年第四季度末仅比第三季度末增加 23%。这充分说明了无论是 B2B 电子商务市场，还是公司的业务经营本身，都处在一个高速成长的轨道上。

图表 6：第四季度递延收益出现加速向上拐点


来源：齐鲁证券研究所

2010 业绩前瞻

对行业的基本判断：量价提升空间巨大

- 量（付费用户数）的提升——低渗透、高增长
 - 2009 年 B2B 电子商务交易额为 1.86 万亿，占 B2B 整体交易额的比重仅为 9.1%，还有很大的成长空间。根据艾瑞咨询预测，B2B 电子商务将呈现加速增长的态势，未来四年复合增长率将达到 39.1%，2013 年渗透率提升至 20.8%。
 - 2009 年使用 B2B 电子商务的企业数量为 1702 万家，其中付费用户仅为 100.7 万家，渗透率不足 6%。根据艾瑞咨询预测，未来四

年付费 B2B 电子商务用户规模复合增速将达到 44.9%，2013 年渗透率将突破 10%。

■ 价（ARPU 值）的提升——低租售比

- 对于商户来说，看重的是商业交易平台上其租金成本与平台产生交易额之比，即商业行业通常所说的租售比。B2B 电子商务业态的租金收入/交易额的比例仅为传统专业类市场公司的五分之一，具有巨大的提升空间。
- 从竞争的角度分析，B2B 电子商务行业 ARPU 值也将长期处于一个稳健提升的通道上。B2B 电子商务行业格局基本稳定，对新进入者形成了较强的壁垒，使得新进入者通过低价格获取市场份额的策略基本不可行；而行业领头羊阿里巴巴由于平台挤出效应明显，会员数已经到达瓶颈，量的增长空间已经大为放缓，稳步提升 ARPU 值（包括会员费提升和增值服务升级）也成为其业绩增长的核心途径。在这个背景下，整个行业的 ARPU 值存在稳健的提升基础。

业绩预测

■ 基本假设

图表 7：基本业务假设

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
英文版					
ARPU(万元/人)	2.29	2.65	3.02	3.44	3.93
增长率 (YOY)	13.93%	15.72%	14.00%	14.00%	14.00%
付费会员数	9,872.00	12,365.00	15,456.25	19,320.31	24,150.39
增长率 (YOY)	17.34%	25.25%	25.00%	25.00%	25.00%
销售收入	22,606.88	32,767.25	46,693.33	66,538.00	94,816.65
增长率 (YOY)	33.69%	44.94%	42.50%	42.50%	42.50%
毛利率	84.18%	84.77%	85.00%	85.00%	85.00%
中文版					
ARPU(万元/人)	0.48	0.48	0.48	0.48	0.48
增长率 (YOY)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
付费会员数	766.00	981.00	1,962.00	3,531.60	6,356.88
增长率 (YOY)	37.28%	28.07%	100.00%	80.00%	80.00%
销售收入	367.68	470.88	941.76	1,695.17	3,051.30
增长率 (YOY)	37.28%	28.07%	100.00%	80.00%	80.00%
毛利率	84.18%	84.77%	85.00%	85.00%	85.00%
其他业务（保险代理+文笔网）					
销售收入	0.00	13.89	1,500.00	2,400.00	3,840.00
增长率 (YOY)	—	—	10699.14%	60.00%	60.00%
毛利率	0.00%	0.00%	80.00%	80.00%	80.00%
销售收入小计	22974.56	33252.02	49135.09	70633.17	101707.95
销售成本小计	3634.58	5076.06	7445.26	10714.97	15448.19
毛利	19339.98	28175.96	41689.83	59918.19	86259.76
平均毛利率	84.18%	84.73%	84.85%	84.83%	84.81%

来源：齐鲁证券研究所

■ 业绩与估值

- 2011-2013 公司 EPS 分别为 1.85、2.62、3.87。
- 给予一年内相当于 2011 年 45-50 倍的估值，目标价 83-92.5 元，

维持“买入”评级。

- 从 2009、2010 年的情况来看，上半年业绩仅占全年业绩的 1/3 左右。如若市场对此规律未充分认识，对一季度和中报业绩预期过高，在中小盘估值风险释放的过程中，公司股价会受到一定程度的抑制，却将提供最佳买点。

附录：财务预测简表

损益表 (人民币万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	17,166	22,995	33,294	49,135	70,633	101,708
增长率	36.32%	34.0%	44.8%	47.6%	43.8%	44.0%
营业成本	-2,610	-3,632	-5,146	-7,445	-10,715	-15,448
%销售收入	15.2%	15.8%	15.5%	15.2%	15.2%	15.2%
毛利	14,556	19,364	28,148	41,690	59,918	86,260
%销售收入	84.8%	84.2%	84.5%	84.8%	84.8%	84.8%
营业税金及附加	-600	-826	-1,212	-1,781	-2,564	-3,691
%销售收入	3.5%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
营业费用	-4,642	-6,954	-11,012	-15,294	-21,543	-30,512
%销售收入	27.0%	30.2%	33.1%	31.1%	30.5%	30.0%
管理费用	-1,390	-2,008	-3,820	-4,912	-6,710	-10,165
%销售收入	8.1%	8.7%	11.5%	10.0%	9.5%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	7,925	9,575	12,104	19,703	29,101	41,892
%销售收入	46.2%	41.6%	36.4%	40.1%	41.2%	41.2%
财务费用	334	422	3,369	4,406	5,017	5,921
%销售收入	-1.9%	-1.8%	-10.1%	-9.0%	-7.1%	-5.8%
资产减值损失	0	-10	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	8,259	9,987	15,473	24,109	34,118	47,813
营业利润率	48.1%	43.4%	46.5%	49.1%	48.3%	47.0%
营业外收支	104	149	1,243	100	100	100
税前利润	8,363	10,136	16,716	24,209	34,218	47,913
利润率	48.7%	44.1%	50.2%	49.3%	48.4%	47.1%
所得税	-838	-1,028	-1,684	-2,445	-3,453	-4,837
所得税率	10.0%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%
净利润	7,525	9,108	15,032	21,764	30,765	43,076
少数股东损益	0	0	-5	-3	0	0
归属于母公司的净利润	7,525	9,108	15,037	21,767	30,765	43,076
净利率	43.8%	39.6%	45.2%	44.3%	43.6%	42.4%

现金流量表 (人民币万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	7,525	9,108	15,032	21,764	30,765	43,076
少数股东损益	0	0	0	-3	0	0
非现金支出	646	1,325	1,998	2,060	1,995	1,784
非经营收益	-14	-105	-95	-100	-100	-100
营运资金变动	1,296	3,880	8,369	352	2,562	2,801
经营活动现金净流	9,453	14,207	25,303	24,073	35,222	47,561
资本开支	2,837	1,257	4,369	424	563	517
投资	0	0	-1,950	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-2,837	-1,257	-6,319	-424	-563	-517
股权募资	0	119,494	490	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-8	-774	-6,985	0	-9,400	0
筹资活动现金净流	-8	118,720	-6,495	0	-9,400	0
现金净流量	6,608	131,671	12,489	23,649	25,258	47,044

资产负债表 (人民币万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	20,257	151,928	164,417	188,069	213,327	260,371
应收账款	245	149	226	331	454	664
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	690	213	595	732	876	1,110
流动资产	21,192	152,290	165,237	189,132	214,657	262,145
%总资产	75.3%	95.6%	93.3%	94.8%	96.0%	97.1%
长期投资	0	0	3,867	3,867	3,867	3,867
固定资产	3,944	3,931	2,538	1,348	126	-909
%总资产	14.0%	2.5%	1.4%	0.7%	0.1%	-0.3%
无形资产	2,995	2,950	5,285	4,938	4,828	4,696
非流动资产	6,939	6,967	11,873	10,337	9,005	7,838
%总资产	24.7%	4.4%	6.7%	5.2%	4.0%	2.9%
资产总计	28,131	159,257	177,110	199,469	223,662	269,983
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付账款	503	549	2,346	2,443	3,832	5,364
其他流动负债	7,531	11,044	18,289	28,186	20,226	21,939
流动负债	8,034	11,594	20,635	30,630	24,059	27,303
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	505	479	479	479	479	479
负债	8,539	12,073	21,115	31,109	24,538	27,782
普通股股东权益	19,592	147,184	155,511	167,878	198,643	241,719
少数股东权益	0	0	485	481	481	481
负债股东权益合计	28,131	159,257	177,110	199,469	223,662	269,983

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.854	0.775	1.280	1.853	2.618	3.666
每股净资产 (元)	2.223	12.526	13.235	14.288	16.906	20.572
每股经营现金净流 (元)	1.073	1.209	2.153	2.049	2.998	4.048
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.800	0.800	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	38.41%	6.19%	9.67%	12.97%	15.49%	17.82%
总资产收益率	26.75%	5.72%	8.49%	10.91%	13.75%	15.96%
投入资本收益率	-1115.34%	-181.34%	-88.58%	-75.13%	-144.79%	-170.90%
增长率						
营业总收入增长率	36.32%	33.96%	44.78%	47.58%	43.75%	43.99%
EBIT增长率	24.27%	20.82%	26.42%	62.78%	47.70%	43.95%
净利润增长率	17.27%	21.03%	65.10%	44.76%	41.33%	40.02%
总资产增长率	112.65%	466.12%	11.21%	12.62%	12.13%	20.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.0	—	—	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	0.0	—	—	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	1.5	4.2	21.5	15.7	17.6	17.0
固定资产周转天数	56.9	62.5	35.5	14.4	3.8	-1.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-103.40%	-103.22%	-105.40%	-111.71%	-107.13%	-107.50%
EBIT利息保障倍数	-23.7	-22.7	-3.6	-4.5	-5.8	-7.1
资产负债率	30.35%	7.58%	11.92%	15.60%	10.97%	10.29%

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308