

2011年05月4日

TMT—网络信息服务

证券研究报告--评级深度报告

收盘价(元): 54.00

目标价(元): 75.60

焦点科技(002315)

B2B 行业格局演进中显著受益

投资评级: A--买入(首评)

TMT 消费组: 吴炳华

执业证书编号: S0890510120009

电话: 021-50122488

邮箱: wubinghua@cnhbstock.com

TMT 消费组: 陈筱

邮箱: chenxiao@cnhbstock.com

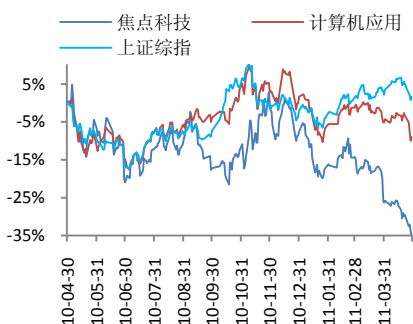
联系人: 曾毅

电话: 021-50122119

公司基本数据

总股本(万股)	11750.00
流通 A 股/B 股(万股)	3039.78/0.00
资产负债率(%)	10.91
每股净资产(元)	13.48
市净率(倍)	4.01
净资产收益率(加权)	1.88
12 个月内最高/最低价	87.57/53.3

股价走势图



相关研究报告

《寻找结构调整受益的领先者和超越者》
—2011 年 TMT 行业报告 2011 年 12.17

◎不同之处:

◆行业格局向竞争性方向演进是大势所趋。B2B 行业从垄断竞争格局逐步向竞争性更强的格局演进是必然: 1、阿里巴巴的群发询盘模式以及近期欺诈门事件引致高层大换血将影响用户增速, 市场份额可能持续缓慢下降; 2、B2B 电子商务用户-中小企业很可能选择多个平台来规避单一渠道风险; 3、长期而言, 竞争力极弱的众多小 B2B 电子商务平台有相当部分逐渐退出。

◆持续快于行业增速或使公司显著受益。一方面 B2B 行业仍高速增长, 另一方面作为市场排名第三的商务平台具有的品牌、服务、客户、资源等优势促使公司增速快于行业, 故行业格局演进中仍将提高市场占有率, 受益明显。

◎投资要点:

◆对外进取和对内激励均有举措。2010 年为公司上市后第一个完整会计年度, 当年公司员工增长近 40%, 同期收入也出现相应的增速, 在会员人数和 ARPU 值上取得了双增长, 短期仍以扩规模为主, 进取态势显现; 同时在原有高层持有股权的基础上公司正着手进行较大规模的员工股权激励准备。

◆提升品质和拓展领域并行不悖。一方面公司通过设立保险代理子公司等措施提高综合服务水准和品质; 另一方面收购台湾文笔天天、切入内贸服务等拓展业务的地域和领域。两者为提升公司业绩增长的质量和规模做战略准备。

◆估值优势明显, 首次买入评级。公司持续增长能力强, 我们预计 2011-2013 年净利润分别为 2.13 亿、2.96 亿、3.85 亿, 对应的 EPS 为 1.81 元、2.52 元、3.28 元, PE 估值 29.80 倍、21.46 倍、16.49 倍。目前估值偏低, 合理价位 75.60 元, 对应 2012 年 30 倍 PE, PEG 为 0.8, 首次买入评级。

◎关键假设:

1、行业方面: B2B 行业仍处于复合增速近 30% 的高景气状态; 行业演进过程中趋于集中的同时寡头的地位趋于削弱, 行业未来更富竞争性。2、公司方面: 公司外贸客户数增速保持在 25% 左右, ARPU 值仍有一定上升; 内贸新业务推进, 增值业务日趋丰富并不断升级; 公司经营绩效保持稳定。

◎风险提示: 外贸景气度, 客户增速, 新业务和成本构成公司主要风险源。

	2009A	2010A	2011Q1	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	229.95	332.94	94.61	480.56	662.50	902.66
同比增速(%)	33.96	44.78	45.72	44.34	37.86	36.25
净利润(百万)	91.08	150.37	29.57	213.09	295.85	384.84
同比增速(%)	21.04	65.10	30.66	41.71	38.84	30.08
毛利率(%)	84.21	84.54	81.37	84.38	84.46	84.42
每股盈利(元)	0.78	1.28	0.25	1.81	2.52	3.28
ROE(%)	22.19	10.64	1.86	12.69	15.83	18.28
PE(倍)	69.23	42.22		29.80	21.46	16.49

正文目录

1. 公司概况及股权结构	3
2. B2B 电子商务在高增长中向更富竞争性格局演进	5
2.1. B2B 电子商务平台契合我国中小企业的发展	5
2.2. 电子商务立法逐步完善，政府扶持力度增强	6
2.3. 我国电子商务仍将保持高速增长	6
2.4. B2B 电子商务同时向集中和竞争演进	8
3. 公司行业地位有望持续提升	9
3.1. 进取、激励并举，业绩表现有望持续优于行业	9
3.2. 收购、新设同行，领域扩充和品质提升期待双丰收	10
3.3. 未来行业格局演进中焦点科技显著受益	11
4. 盈利预测与估值	13
4.1. 核心假设	143
4.2. 盈利预测	14
4.3. 估值比较与合理定价	14
5. 风险分析	15

图表目录

图 1：中国制造网英文版首页	3
图 2：焦点科技 2010 年分业务收入构成	4
图 3：发行后焦点科技股权结构图	4
图 4：我国使用第三方电子商务平台的中小企业数量	6
图 5：中国电子商务交易规模及渗透率	7
图 6：2008-2013 年中国电子商务运营商营收规模	7
图 7：B2B 电子商务主要运营商营收份额年度比较	8
图 8：焦点科技主营收入情况及构成	9
图 9：焦点科技会员数量及 ARPU 值	10
图 10：B2B 电子商务市场份额变化	12
图 11：2010 年焦点科技在规模和效益增长中领先于其他上市公司	123
表 1：财务数据及利润预测（2010 年-2013 年）	错误！未定义书签。4
表 2：网络信息服务类公司的估值比较（5 月 4 日收盘价）	错误！未定义书签。5

（本报告共有图 11 张，表 2 张）

1. 公司概况及股权结构

焦点科技是本土领先的综合型（对应垂直型）第三方 B2B 电子商务平台运营商，专注于全球贸易领域，在帮助中国中小企业应用互联网络开展国际营销、产品推广方面拥有超过十年的成功经验。公司自主开发、运营的中国制造网电子商务平台 Made-in-China.com 由中国制造网英文版（<http://www.made-in-china.com>）和中国制造网中文版（包括简体中文 <http://cn.made-in-china.com> 和繁体版 <http://big5.made-in-china.com>）组成，主要为中国供应商和全球采购商提供信息发布与搜索等服务，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。

其中英文版中国制造网的收费会员占总会员数 13000 多的 90% 以上，这也是构成公司收入的主要来源。英文版主要面向出口贸易客户，而目前中文版的客户和贡献的收入均相对有限。繁体版网站则主要面向香港和台湾等非大陆地区。

图 1 中国制造网英文版首页

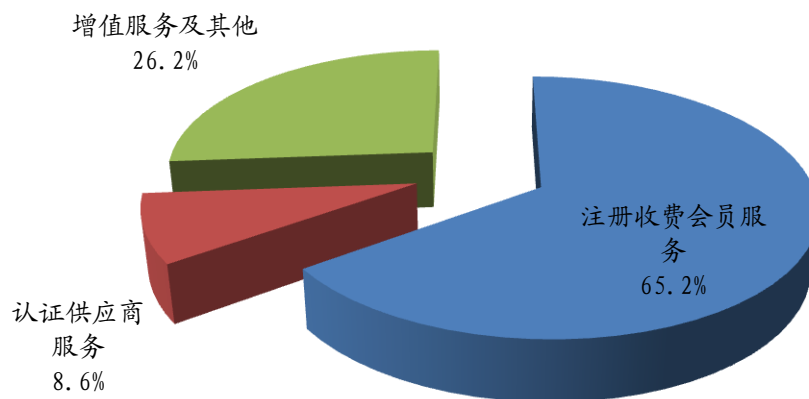


资料来源：中国制造网

2010 年全年实现总营业收入 33,294 万元人民币，其中主要业务会员费收入、认证供应商服务、增值服务费分别为 21,578 万元、2,858 万元、8,273 万元。增长较快的是会员费收入，较去年同期增长 61.58%，另外公司保险代理业务和收购台湾文笔天天网后对线下业

务的拓展可能会成为新的利润增长点。新近公布的一季度报表也显示公司持续快速增长态势继续维持。

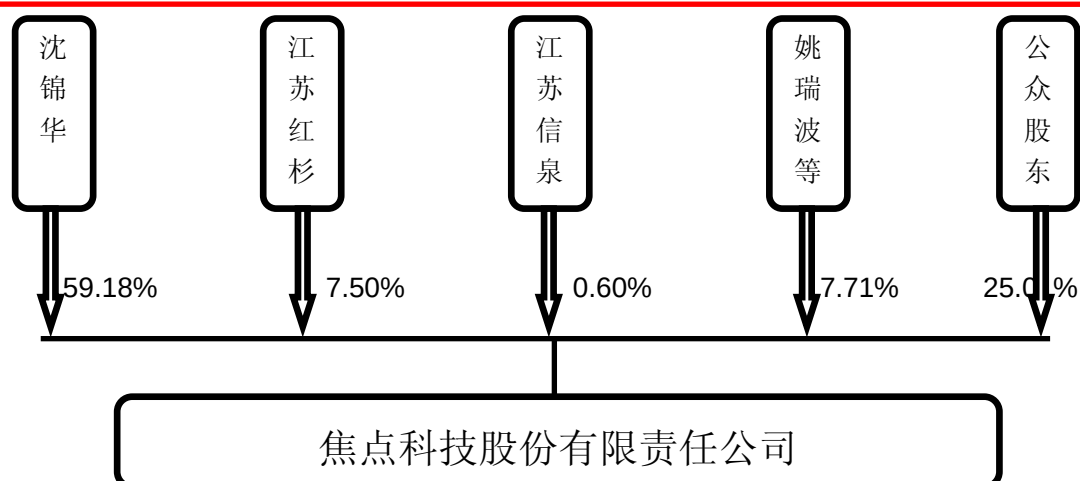
图 2 焦点科技 2010 年分业务收入构成



资料来源：公司报告，华宝证券研究所

公司前身南京焦点科技开发有限公司成立于 1996 年 1 月 9 日，2007 年原公司以整体变更方式设立焦点科技股份有限公司，发起人沈锦华为公司控股股东，上市前控股比例为 78.7%。2009 年公司在 A 股中小板上市，发行后的公众股权为 25%。发行后沈锦华仍为控股股东，控股比例为 59.18%。未来公司将进行股权激励，激励范围将大幅度增加，正在进行相关准备工作。

图 3 发行后焦点科技股权结构图



资料来源：公司报告，华宝证券研究所

2.B2B 电子商务在高增长中向更富竞争性格局演进

B2B 电子商务虽然最早发端于美国，但是第三方电子商务在中国的发展更加健康和稳健。经过 10 多年快速的发展后，国内 B2B 电子商务行业规模虽然超过 90 亿元，但远未达到饱和。未来国内该领域的规模仍将在用户推动、政策扶持和交易持续扩大的行业背景下持续保持近 30% 的复合增长，于此同时，国内 B2B 的行业格局将从垄断竞争的格局逐步演进为更具竞争性的格局，其中阿里巴巴的市场份额可能下降到 50% 左右，而上千家竞争力极弱的公司有相当多的会逐步消失，因此第二梯队的公司受益的概率极高，其中焦点科技可能因为其品牌、客户等资源优势而受益较大。

2.1.B2B 电子商务平台契合我国中小企业的发展

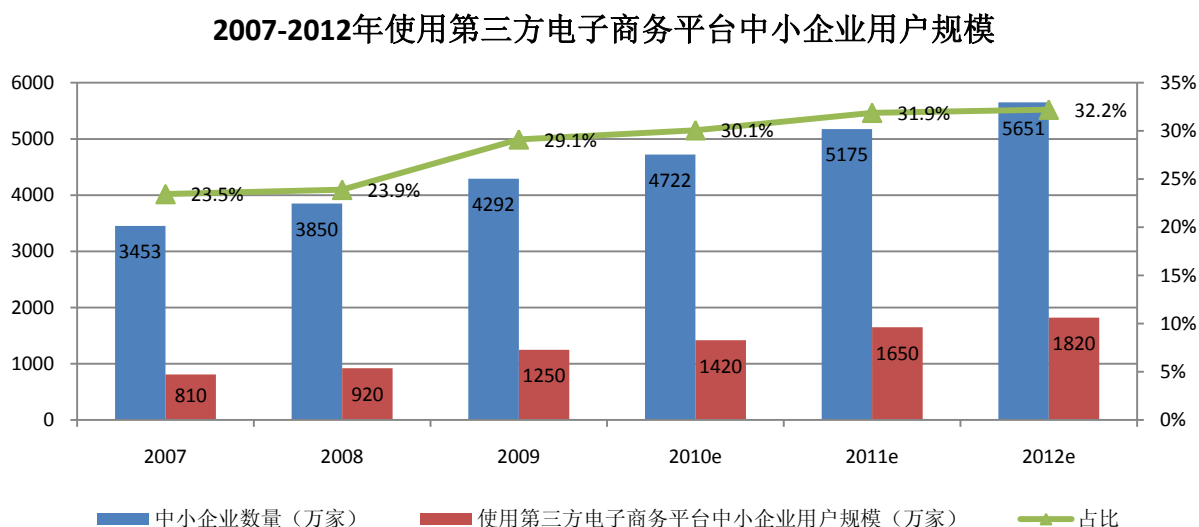
电子商务最早于 80 年代发端于美国，主要由大型公司自建电子商务系统来推动。这是因为美国很多行业中存在着处于垄断或者寡头竞争地位的大型公司，这些公司有实力也有意愿推动电子商务的发展。公司所建立的电子商务平台是其自身 ERP 系统的延伸，从公司内部向上下游延伸，这种平台以大公司为核心，成辐射状结构。

我国的电子商务发展受到国际环境的推动，在电子商务引入中国之时，就有第一批的创业者，看到了借助互联网传播和交流商贸信息的无限商机。因此在我国，电子商务的发展并不是起源于大型企业内生性的需要，服务于中小企业的第三方电子商务平台反而从一开始就领先于大型企业的电子商务发展。

对于中小企业来说，传统的经营模式成本较高，相对其较小的经营规模来说，行业信息的收集、沟通渠道的建立的成本较高，而受限于自身规模，其 IT 建设也远远落后。另外，由于客户渠道较少，因此面对客户的议价能力弱，竞争力不足。利用 B2B 电子商务平台进行商务活动，具有交易成本低、交易效率高、交易覆盖广、交易协调性强、交易透明度高明显的优势，对提高中小企业的竞争力有很大的促进作用。电子商务突破了传统的时空观念，以极低的成本将不同地域的供应商和采购商联系在一起。同时由于互联网信息共享的特性，使得中小企业可以和大企业一样平等的获得客户信息和发布产品信息，更加便捷的达成交易，降低交易成本，提高企业经营效率。

通过中国电子商务研究中心的数据我们可以看到，过去的几年里我国企业互联网应用不断发展，中小企业数量稳定增长，2009 年底已超过 4200 万家以上，占企业总量的 99% 以上，同时应用电子商务的中小企业数量也稳步增加。在 2009 年金融危机的影响下，使用第三方电子商务平台的中小企业不降反增，验证了电子商务对提升中小企业竞争力的作用。

图 4 我国使用第三方电子商务平台的中小企业数量



资料来源：中国电子商务研究中心 华宝证券研究所

2.2. 电子商务立法逐步完善，政府扶持力度增强

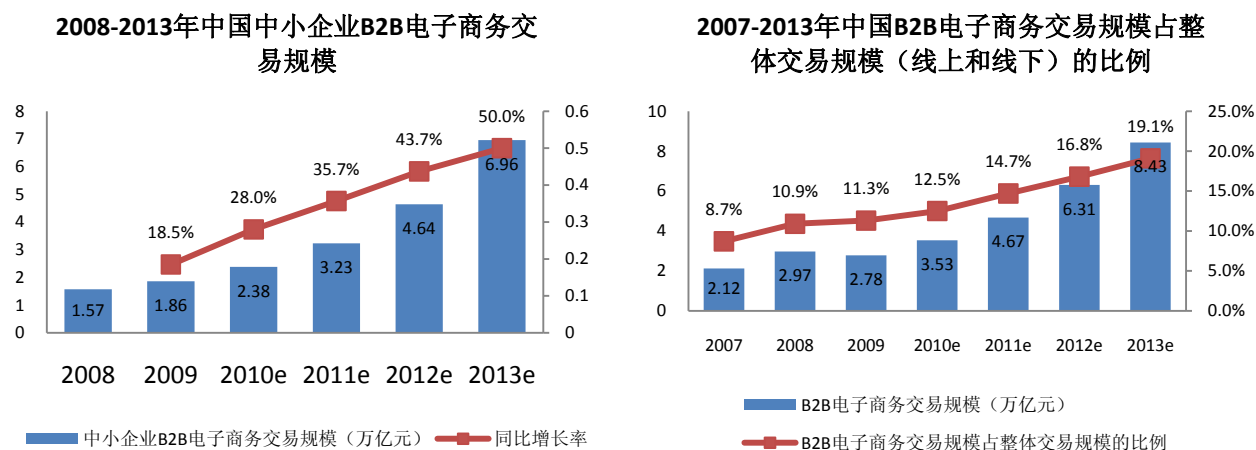
随着电子商务的日益成熟与发展,《电子签名法》、《电子支付指引》和《关于网上交易的指导意见》等相关法律法规相继出台。在 2010 年的两会中,再次有人大代表建言制定《电子商务法》,同时温家宝总理也在政府工作报告中首次提到要加快商贸流通体系等基础设施建设,积极发展电子商务。这些都对电子商务的发展给出了积极的信号。“十二五”期间,电子商务将被列入战略性新兴产业的重要组成部分,作为新一代信息技术的分支成为下一阶段信息化建设的重心。继电子商务“十一五”规划后很可能在“十二五”期间出台电子商务的“十二五”规划,而且税收等的优惠措施将持续加强,因此,B2B 电子商务的发展将在政策的推动下持续保持高速增长态势。

2.3. 我国电子商务仍将保持高速增长

目前我国电子商务的发展已经处于转型和升级阶段,在金融海啸中 B2B 电子商务平台尤其是外贸平台受到冲击,也迎来了行业整合的阶段。万国商业网、沱沱网及宁波慧聪网等平台相继倒闭,阿里巴巴亦通过降价帮助中小企业和自己“过冬”。尽管如此,在金融危机的过程中,中小企业的电子商务意识进一步培育。目前全球经济慢慢复苏,未来会有更多的中小企业选择 B2B 作为其拓展业务或者进行交易的平台。在这个过程中,B2B 电子商务公司将享受到行业的高增长,同时随着用户数量的增加和对平台功能的进一步要求,单纯通过发布供求信息收取会员费和广告来获取收入的途径收到冲击,电子商务行业优胜劣汰步伐将会加快,新的模式、产品、服务会不断涌现。

根据艾瑞的数据，2009 年我国整体 B2B 电子商务交易规模达 2.78 万亿，比 2008 年有所下降，但其中中小企业 B2B 电子商务的交易规模已达 1.86 万亿，仍保持增长态势，同时 B2B 电子商务的渗透率未受到金融危机的影响，保持了稳步增长，2009 年达到 11.3%。

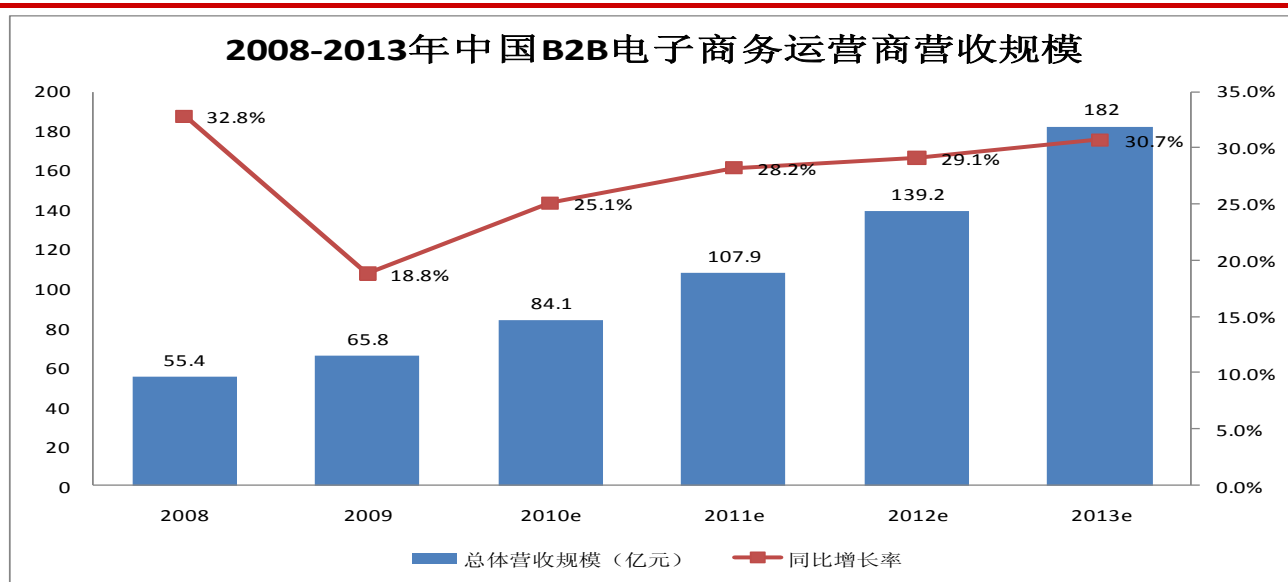
图 5 中国电子商务交易规模及渗透率



资料来源：艾瑞咨询 华宝证券研究所

由于我国中小企业数量众多，且很多以出口外贸为主，因此我国第三方电子商务平台的发展为中小企业提供了以较低成本获取行业信息、完成交易的途径；随着我国互联网软件、硬件环境的改善和金融危机后中小企业电子商务意识的提高，我国 B2B 电子商务将进入高速发展和升级期。

图 6 2008-2013 年中国电子商务运营商营收规模



资料来源：艾瑞咨询 华宝证券研究所

根据艾瑞的数据，我国 B2B 电子商务运营商的营业收入规模已经超过 60 亿，2010 年各电子商务公司如阿里巴巴和焦点科技等的注册用户和收费会员均出现大幅度增长。2010 年

B2B 电子商务收入规模已经接近 90 亿元，实际增速超过 35%。预计在未来的 3 年行业增速仍将保持 30%左右的年均复合增速。

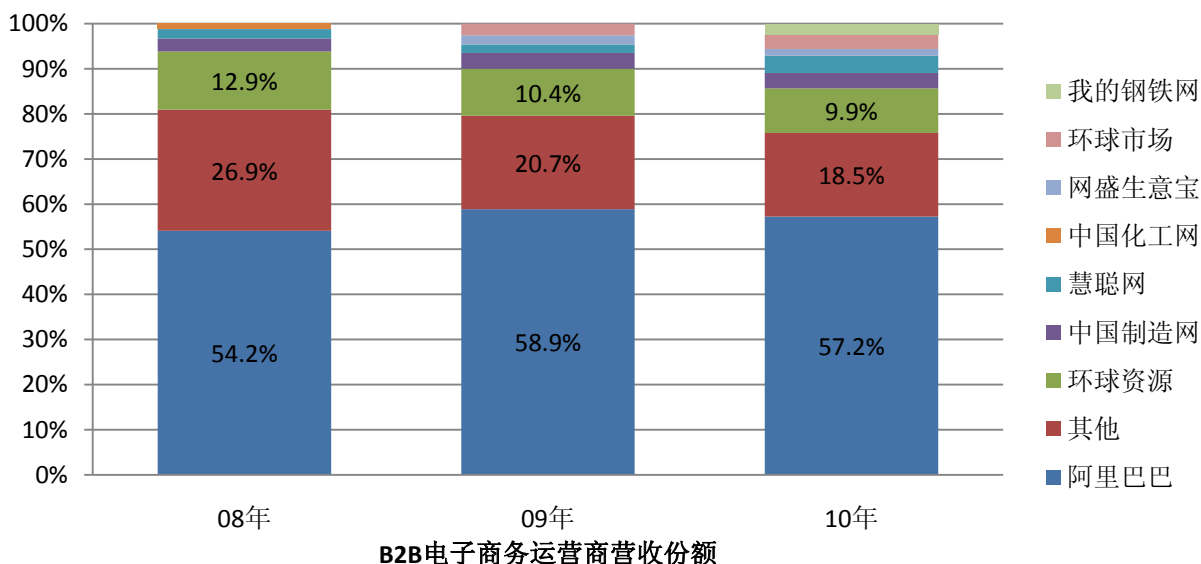
2.4.B2B 电子商务同时向集中和竞争演进

目前我国 B2B 电子商务平台运营商市场已经形成了寡头垄断的竞争态势，其中阿里巴巴一家就占据了超过 55%的市场份额。而近 8000 家的竞争力极弱的小公司占比约为 20%左右的市场份额。其余 35%左右的市场份额被第二梯队的 5-6 家公司占据。

B2B 电子商务小公司市场逐步减少（由 26.9%下滑到 18.5%）一方面反映了市场竞争趋于激烈，其中可能不乏无法生存被挤出市场小商家；另一方面反映市场格局趋于集中，市场寡头和第二梯队的公司占比持续上升。不但如此，寡头和第二梯队的公司之间的竞争也日趋激烈。其中市场第二位的环球资源网占比下降，阿里巴巴的市场份额徘徊在 55%左右，更长时期看，阿里巴巴的市场份额曾经高达 80%左右。

展望未来，阿里巴巴的市场可能下滑到 50%左右，而众多竞争力弱小的 B2B 公司可能逐步退出。所以，市场垄断竞争的格局将持续向竞争性更强且更集中的格局演化。

图 7 B2B 电子商务主要运营商营收份额年度比较



资料来源：艾瑞咨询，华宝证券研究所

在此过程中，阿里巴巴和环球资源网以及众多小公司的市场份额总体下滑，从 2008 年到 2010 年，他们合计的市场份额从 94%降到 85.6%，越来越多的市场份额被其他第二梯队的竞争者所占据。所以未来行业格局向集中和竞争性更强的演化过程中，位居第二梯队的公司总体市场份额将上升，其中焦点科技居于第二梯队的次席，未来受益程度可能极大。

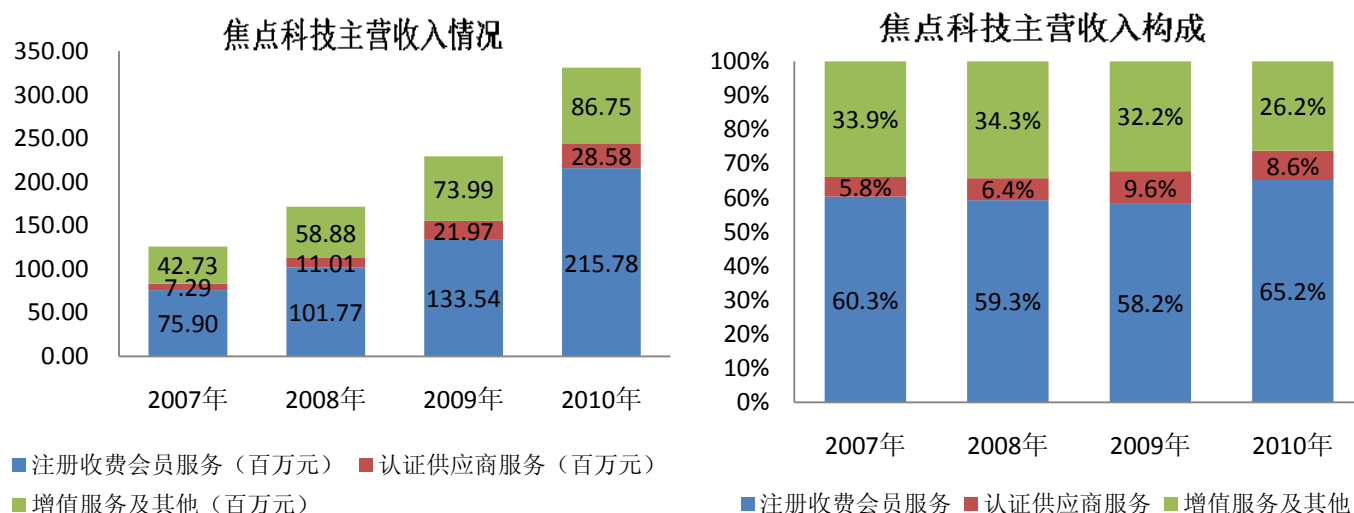
3.公司行业地位有望持续提升

焦点科技在 2009 年底上市之后发生了明显的变化：一方面公司扩充规模，人员增加的同时业绩也取得长足的发展；同时公司也已有范围更广的股权激励计划以期留住重要的骨干和员工。另一方面公司利用已有的优势在并购、新业务拓展方面取得进展以期将来公司增值服务的品质更上一层楼。种种迹象凸显了公司的进取态势，我们判断公司在行业格局演进过程中有望成为最大赢家，未来公司的行业地位有望持续提升。

3.1.进取、激励并举，业绩表现有望持续优于行业

公司 06 年以来人员增长伴随公司收入增长几乎同步，公司人员已经从 06 年底的 325 增加到 2010 年底的 1405 人。其中 2010 年全年增加了 404 人，人员增长超过 40%，同期焦点科技的年报显示，公司营业收入 3.33 亿元，同比增长 45%，归属母公司股东净利润达 1.50 亿元，同比增长 65.1%。

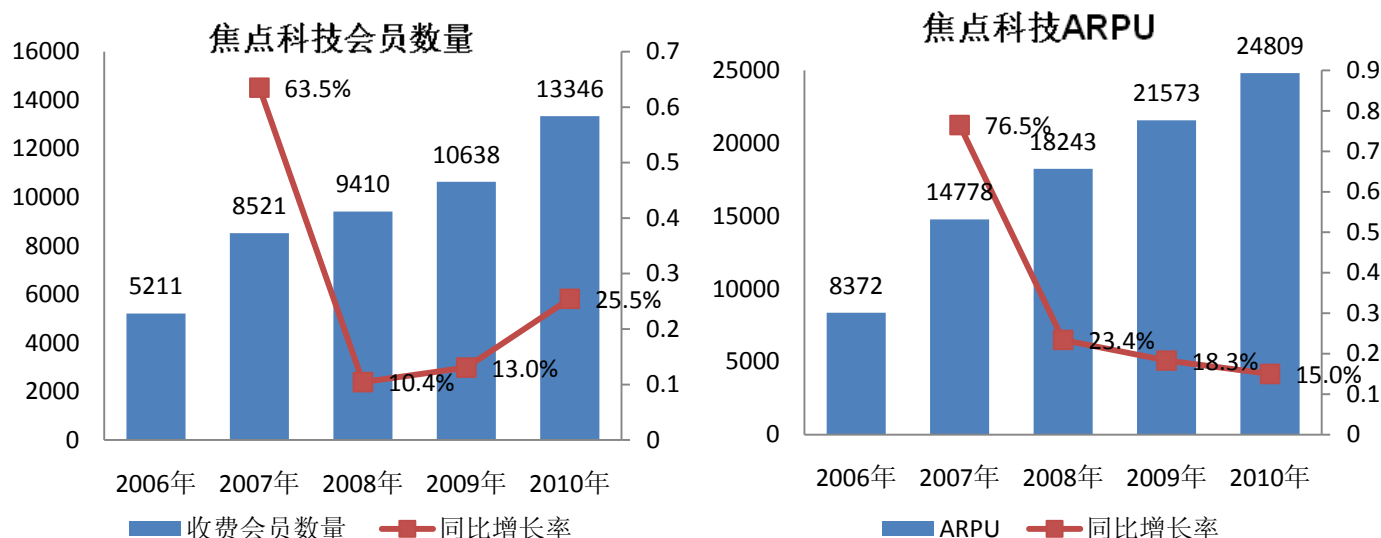
图 8 焦点科技主营收入情况及构成



资料来源：公司数据，华宝证券研究所

2010 年实现会员费收入 2.16 亿元，同比增长 61.58%，成为公司营业额增长的最主要动力，会员费收入在总收入中占比也提升了 7 个百分点至 65.2%。首先得益于注册收费会员绝对数量超过 25% 的增长，其次，焦点科技 2010 年起停止了银牌会员和铜牌会员的注册，全部转为金牌会员，在会员费提高的前提下会员数量还能保持高增长，说明了公司竞争力的增强和中小企业对其服务的认同，在会员人数和 ARPU（公司从每个会员获得的收入）值上取得了双增长，而且其增速远超行业 30% 左右的增速。

图 9 焦点科技会员数量及 ARPU 值



资料来源：公司数据，华宝证券研究所

展望未来，公司对于将来的扩张依然不减，预计公司 2011 年年底人员数将达 1800-2000 人之间，同比增长仍将达 35%左右；公司不仅在提高市场份额上加大投入，同时公司对内正在酝酿范围更广的股权激励方案，在原有管理层持股的基础上让更多的在职优秀骨干和员工享受公司成长的成果。因此公司未来经营业绩在内外并举的积极攻势中有望持续优于行业表现。

3.2.收购、新设同行，领域扩充和品质提升期待双丰收

公司自 2009 年 12 月上市后，企业在知名度提高的同时，还积极整合业务、深化服务内容。在 2010 年完成了多项对外投资及业务拓展，一边收购台湾文笔网络科技有限公司，一边设立保险代理子公司，百分百物流、爱聘才、领动网站等为客户提供更具前瞻性的综合服务内容。

台湾文笔网络科技有限公司旗下“文笔天天网”成立于 1975 年，是全球著名的 B2B 电子商务平台，具有 36 年的专业推广经验，最大的特色是“网络+平面+展会”三渠道联合推广模式，以每年百余档全球专业展会和近两百万册的文笔厂商信息书籍，为中小企业构建全面多元化的贸易信息沟通平台。收购文笔网络，表明焦点科技未来的发展方向是丰富业务品种，完善线下配套设施，向会员提供多样化的产品推广渠道，同时业务地域也将拓展到台湾。

除了收购，公司还投资 1 亿元成立了新一站保险代理有限公司，今年将正式推出，近日还获批第二类电信服务中的因特网信息服务。这方便公司利用现有的会员、技术优势，针对

贸易保险环节，开发出业内领先的保险代理电子商务平台，深化公司的服务渗透率和服务的品质。据保监会统计，我国 2010 年航运保险保费收入不到 20 亿美元，而同期全国仅外贸进出口额达 29727.6 亿美元，承保覆盖率不足 10%。原因有两方面：一是由于我国保险行业发展较晚，大量保险资源被国际机构抢占；二是缺乏提供贸易保险服务的专业机构。如按 50% 的理想承保覆盖率计算，这一市场的保费收入空间将达到每年 100 亿美元，公司如能通过电子商务平台在此领域分一杯羹将极大提升公司的服务能力和经营效益。

此外公司又设立百分百物流、爱聘才、领动网站分别为中小企业提供物流服务、外贸人才交流服务、中小企业信息化管理系统整体解决方案服务。由此可见，公司已经由过去简单的产品信息发布服务商逐步向为中小企业贸易全过程提供信息、物流、金融等一站式解决方案的电子商务公司转型，这将极大提高会员忠诚度及粘性。

中短期看，公司虽然以增加人员规模带动会数员增加和综合 ARPU 值的持续提高而取得经营规模和效益的提升，但是 B2B 第三方电子商务平台未来的发展将主要以提升增值为主导方向，公司持续通过收购和新增投资的手段提升服务内容和满足中小企业各方面的需求对未来的转型做提前准备。与此同时，公司也在为业务地域的扩展和奠基。另外，公司也将从纯粹的外贸电子商务业务逐步涉猎内贸电子商务业务，形成外贸和内贸业务并行之势。所以，中长期看公司提升服务品质和扩张业务领域举措有望获得双丰收。

3.3. 未来行业格局演进中焦点科技受益显著

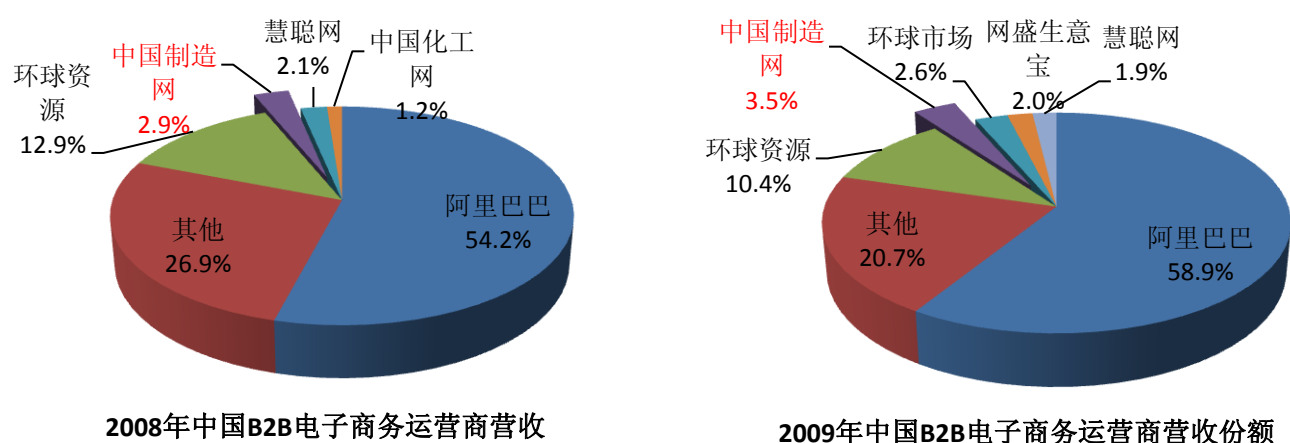
经过 10 余年的发展，虽然 B2B 电子商务行业已经由垄断格局演化成为目前的垄断竞争格局，但未来发展趋势仍有望向竞争性更强的市场格局的转变。龙头企业阿里巴巴的市场份额还有下降的空间，而众多竞争力太弱的 B2B 企业则可能面临消失的命运。因此在两头的企业市场份额下降过程中已经上市的环球资源网、生意宝、焦点科技和我的钢铁网等相对优势有望提升，而焦点科技有望成为其中受益最大的公司并保持市场份额逐年上升。

尽管阿里巴巴在国内 B2B 电子商务领域的龙头地位毋庸置疑，但是仍有三个方面原因可能导致公司地位有所削弱：一是群发询盘模式，二是欺诈们导致高层大换血、三是使用 B2B 的中小企业规避单一渠道风险。而阿里巴巴虽然关注度高，但由于供应商太多，其中没有排序的供应商收不到好效果，阿里巴巴为了解决这个问题采取了群发的策略，由于通过群发询盘可能导致供应商相互压价，严重影响了企业利润，回盘率也相对较低，结果阿里巴巴曾经被指为中国供应商互相残杀的战场。因此我们认为阿里巴巴适合有一定实力的企业通过竞价排名展示产品，而对刚起步的小企业，其效果恐怕会打折扣。此外，阿里巴巴欺诈门事件导致高层大换血短期或对其用户增长产生负面影响。虽然从其 2010 年报来看这

种影响似乎未见端倪，但若扣除收购中国万网的近 5 亿收入规模后公司的增长仅为 33% 左右，较焦点科技的 45% 的增速落后不少。因此我们认为长期看该事件还可能导致阿里的客户增速下滑、市场份额下降。另外，对于使用 B2B 的中小企业而言，往往也会选择超过一个的 B2B 电子商务平台进行产品展示，以规避单一渠道风险。这也将导致阿里巴巴的市场趋于分散，从而市场份额下滑。

对于众多的 B2B 电子商务小平台而言，一方面由于市场竞争日趋激烈；另一方面资源等优势向上市公司集中。所以数千家 B2B 小企业的市场总份额不断下降，从 2008 年的 26.9% 逐步下降到 2010 年 18.59%（见图 7）。所以可以判断未来众多的 B2B 小平台有相当部分的会逐步退出市场。

图 10 B2B 电子商务市场份额变化



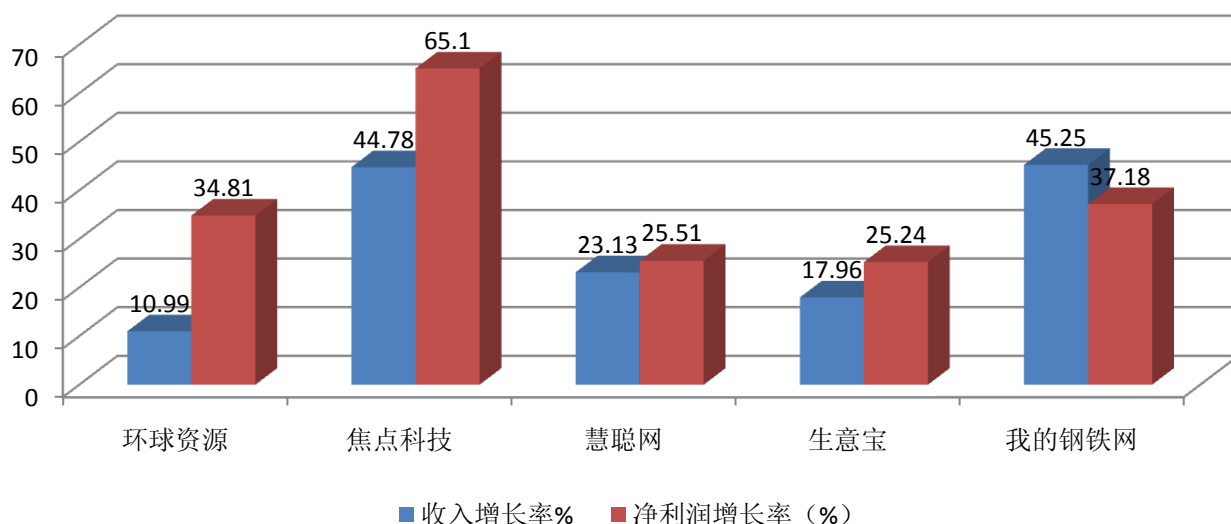
资料来源：艾瑞咨询，华宝证券研究所

B2B 市场中阿里巴巴这个的相对垄断的寡头和众多的 B2B 小平台市场份额逐步下降过程中，竞争实力相对转强的几个上市公司无疑是受益最大的一个群体，以 2010 年情况看焦点科技的增速明显快与其他企业（见图 11），因此其受益程度可能最大。

我们认为未来 3-5 年焦点科技依然可能是行业格局演进过程中受益显著的上市公司。主要原因有三：一是公司虽然与阿里巴巴以庞大的用户群和广泛的业务领域取胜不同，但焦点科技更加注重于外贸领域并在该领域取得与阿里巴巴相似甚至更高的经营成就（人员、收入和利润之比几乎相当，均为 10:1），这点还可从 2009 年焦点科技以 2% 的流量就获得了行业 3.5% 的市场份额得到佐证。二是阿里巴巴已经在 B2B 内贸领域有 19 亿元的收入规模，而焦点尚未能开花结果，当前其正致力于开拓内贸领域的 B2B 业务，以公司与阿里相似的经营效率，公司有望取得甚至超过 1.9 亿元的 B2B 内贸市场规模。仅此一举即可为公司提高近两个百分点的市场份额。三是公司借助上市后丰富的资源以及上升的知名度对扩

大市场占有份额已有进取举措，开花结果或很快见效。再对比其他公司近年的增长情况，综合分析的结果是焦点科技仍将在未来的市场竞争获益的概率最大。

图 11：2010 年焦点科技在规模和效益增长中领先于其他上市公司



资料来源：公司报表，华宝证券研究所（注：慧聪网的利润基数太低导致净利润增长过大，因此其净利润增速经过修正）

综上所述，我们认为焦点科技在未来 B2B 行业格局演进过程中或是受益最大的电子商务平台，焦点科技在行业中地位将持续提升。

4. 盈利预测与估值

4.1. 核心假设

1、行业方面：B2B 行业与外贸关联度极高，以 2008 年金融危机影响为例，B2B 行业的规模增速在 2009 年下滑了 13%，由 32% 下降到 19%，因此我们预计外贸不会出现像 2009 年那样的衰退，所以外贸依然维持高景气度，即便外贸规模增长有限，但 B2B 电子商务仍可通过提升中小企业使用 B2B 平台的渗透率而化解外贸增长有限的制约，所以预计未来三年外贸保持较高水准。相应的 B2B 行业可处于复合增速近 30% 的高景气状态；另外行业演进过程中趋于集中的同时寡头的地位趋于削弱，行业未来更富竞争性，特别是具有资源优势的 6 家上市公司（我的钢铁网即将在创业板上市）之间的竞争将更为激烈。而在此过程中焦点科技凭借自身的客户、资源、服务等优势有望持续受益。

2、公司方面：以公司目前进取态势看，未来 2-3 年人员年均增长可达 30% 左右的复合增长，由此带来公司外贸客户数增速保持在 25% 左右，整体 ARPU 值仍将持续上升（2011 年阿里巴巴的会员费提高了 20%）；公司当前在内贸领域的 B2B 业务尚未产生收入，但是

随着投入的增加和外贸经验的平移公司 B2B 内贸新业务将逐步产生收入，未来三年收入规模将由 2%逐步提升到 8%左右，于此同时其增值业务也将日趋丰富并不断升级；最后，公司经营绩效保持稳定，毛利率水准保持 84%左右，所得税率为 10%。

4.2. 盈利预测

根据我们的核心假设和估值模型，我们预计公司 2011 年-2013 年公司收入分别为 4.81 亿元、6.63 亿元、9.03 亿元，年均复合增速接近 40%。同期实现净利润分别为 2.13 亿、2.96 亿、3.85 亿，业绩增速复合增速为 35%左右。对应的 EPS 分别为 1.81 元、2.52 元、3.28 元，5 月 4 日的股价对应的 PE 估值 29.80 倍、21.46 倍、16.49 倍。

表 1: 财务数据及利润预测 (2010 年-2013 年)

				单位: 百万元
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	332.94	480.56	662.50	902.66
营业成本	51.46	75.08	102.95	140.65
营业税金及附加	12.12	17.18	23.87	32.56
营业费用	110.12	154.02	194.78	266.55
管理费用	38.20	53.34	73.47	100.15
财务费用	-33.69	-43.68	-49.67	-52.31
资产减值损失	0.00	0.07	0.13	0.10
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	154.73	224.55	316.97	414.95
营业外收入	12.45	13.23	12.45	13.23
营业外支出	0.02	1.01	0.70	0.58
利润总额	167.16	236.77	328.72	427.60
所得税	16.84	23.68	32.87	42.76
净利润	150.32	213.09	295.85	384.84
少数股东损益	-0.05	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利	150.37	213.09	295.85	384.84
EBITDA	133.70	200.27	292.57	394.21
EPS (摊薄元)	1.28	1.81	2.52	3.28

资料来源：公司报表、华宝证券研究所

4.3. 估值比较和合理定价

我们选取了 16 家网络信息（软件）服务的公司进行估值水准的比较。从估值的比较结果看，无论是从公司整体的平均估值水准看还是从其中的估值中位值看，焦点科技的估值水准均偏低。由于公司所属网络信息服务业，前景极为广阔，同时公司具有较高的持续成长能力，因此我们认为公司可以适当享有溢价。认为公司 2011 年的合理价位在 75.60 元，

对应 2012 年 30 倍 PE。对应当年的 PEG 为 0.80。当前股价离目标价有 50%左右的空间，我们首次给予买入投资评级。

表 2：网络信息服务类公司的估值比较（5 月 4 日收盘价）

公司代码	公司名称	当前股价（元）	当前市值（亿）	EPS(元)			PE（倍）		
				2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
002405.SZ	四维图新	30.60	146.96	0.62	0.73	1.07	63.10	41.67	28.58
300002.SZ	神州泰岳	34.99	132.68	1.04	1.30	1.76	40.46	26.91	19.88
601519.SH	大智慧	17.22	119.67	0.275	0.46	0.65	74.47	37.26	26.45
002153.SZ	石基信息	33.72	104.23	0.95	0.94	1.26	48.73	36.01	26.84
600570.SH	恒生电子	15.10	94.18	0.35	0.49	0.66	43.07	30.96	22.78
002315.SZ	焦点科技	54.00	63.45	1.28	1.81	2.52	42.22	29.80	21.46
300104.SZ	乐视网	60.00	60.00	0.84	1.19	1.81	85.59	50.26	33.06
300059.SZ	东方财富	37.64	52.69	0.51	0.79	0.97	78.95	47.41	38.60
002261.SZ	拓维信息	31.70	46.07	0.76	0.99	1.39	41.61	31.84	22.80
002439.SZ	启明星辰	42.55	42.02	0.69	0.84	1.11	70.09	50.86	38.34
300113.SZ	顺网科技	62.20	37.32	0.91	1.31	2.04	82.17	47.40	30.41
300033.SZ	同花顺	25.68	34.51	0.68	0.93	1.21	37.81	27.53	21.26
002095.SZ	生意宝	20.80	28.08	0.38	0.51	0.61	54.68	40.76	33.85
300188.SZ	美亚柏科	46.99	25.13	1.03	1.15	1.65	61.24	40.71	28.40
002148.SZ	北纬通信	32.39	24.48	0.63	0.69	0.99	51.41	46.96	32.50
300052.SZ	中青宝	15.65	20.34	0.29	0.47	0.64	57.28	33.41	24.18
估值中值							54.46	37.26	28.40
估值平均值							58.34	38.75	28.07

资料来源：WIND 资讯、华宝证券研究所（注：表中焦点的数据为华宝证券的预测，市场预测分别为 1.82 元和 2.58 元）

5.风险分析

公司的主要客户为从事外贸出口业务的中国中小型制造企业，未来面临的主要风险源有四个方面：一是外贸景气度通过影响客户而影响公司的经营；二是公司客户增长速度不如预期影响公司的收入；三是公司新业务开拓或不能满足客户的需求导致公司业务增长难达预期；四是公司招聘人员导致成本上升而收入不能同步增加导致利润受蚀。

1、国际贸易波动导致外贸景气度下降的风险。公司的主要收入来自于外贸型的中小企业，国际政治经济形势的动荡导致石油和大众商品价格上涨，世界经济虽然在持续复苏，但是并未显示完全走出金融危机的泥潭，而欧洲主权债务危机仍可能致经济面临衰退。因此由于国际贸易波动可能导致出口出现下降，一旦出口面临巨大困难，公司客户将遭损失，从而影响公司收入。

2、公司客户增速不及预期的风险。公司正在扩充人员规模和业务领域，而公司的收入和净利润规模的增长重要一个方面就是客户绝对数量的增长，虽然目前使用 B2B2 电子

商务平台的中小企业渗透率不足 30%，仍有较大的挖掘空间，但是客户数量的增长仍有可能因为多方面的原因而不及预期的可能。

- 3、公司新业务拓展不顺利，不能满足客户需求导致业务增长不如人意。B2B2 行业趋向集中的同时竞争也在加剧，随着行业前 10 余家公司为提高服务质量而加大投入，公司的投入存在不符合市场需求的概率，因此新业务模式拓展和业务领域开拓存在不适应市场的风险。
- 4、成本上升，费用增加而收入不能同步增长的风险。通货膨胀的持续可能会使公司的人力、耗材成本以及销售费用和管理费用持续上升，这一方面可能降低公司业务的毛利率水平和盈利能力，另一方面新增人员也是一柄双刃剑，一旦收入不能同步提高，净利润可能被侵蚀。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1652.37	1803.68	2035.76	2244.91
现金	1644.17	1791.08	2023.38	2226.72
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其它应收款	2.14	5.50	3.82	8.17
预付账款	2.28	5.73	6.63	7.70
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.79	1.37	1.93	2.33
非流动资产	118.73	131.13	157.31	193.61
长期投资	19.50	19.50	19.50	19.50
固定资产	25.38	40.61	54.78	75.79
无形资产	51.52	59.33	65.87	75.14
其他	22.33	11.69	17.15	23.18
资产总计	1771.10	1934.81	2193.07	2438.52
流动负债	206.35	245.00	312.87	323.93
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	5.24	2.66	9.45	6.48
其他	201.11	242.34	303.42	317.46
非流动负债	4.79	10.76	11.84	9.31
长期借款	0.00	1.67	2.01	1.41
其他	4.79	9.09	9.83	7.90
负债合计	211.15	255.76	324.71	333.24
少数股东权益	4.85	4.85	4.85	4.85
归属母公司股东权益	1555.11	1674.20	1863.51	2100.44
负债和股东权益	1771.10	1934.81	2193.07	2438.52

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	224.86	223.56	339.50	373.29
净利润	150.32	213.09	295.85	384.84
折旧摊销	19.98	19.29	25.77	35.61
财务费用	-33.69	-43.68	-49.67	-52.31
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	85.83	33.84	67.90	5.25
其它	2.43	1.02	-0.35	-0.10
投资活动现金流	-68.07	-32.63	-51.65	-71.80
资本支出	9.42	21.82	23.01	35.28
长期投资	-19.50	0.00	0.00	0.00
其他	-78.15	-10.81	-28.65	-36.52
筹资活动现金流	-33.41	-44.02	-55.55	-98.16
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	1.67	0.34	-0.61
其他	-33.41	-45.69	-55.89	-97.55
现金净增加额	123.39	146.92	232.30	203.33

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	332.94	480.56	662.50	902.66
营业成本	51.46	75.08	102.95	140.65
营业税金及附加	12.12	17.18	23.87	32.56
营业费用	110.12	154.02	194.78	266.55
管理费用	38.20	53.34	73.47	100.15
财务费用	-33.69	-43.68	-49.67	-52.31
资产减值损失	0.00	0.07	0.13	0.10
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	154.73	224.55	316.97	414.95
营业外收入	12.45	13.23	12.45	13.23
营业外支出	0.02	1.01	0.70	0.58
利润总额	167.16	236.77	328.72	427.60
所得税	16.84	23.68	32.87	42.76
净利润	150.32	213.09	295.85	384.84
少数股东损益	-0.05	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	150.37	213.09	295.85	384.84
EBITDA	133.70	200.27	292.57	394.21
EPS (元)	1.28	1.81	2.52	3.28

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	44.78%	44.34%	37.86%	36.25%
营业利润	54.93%	45.12%	41.16%	30.91%
归属母公司净利润	65.10%	41.71%	38.84%	30.08%
获利能力				
毛利率	84.54%	84.38%	84.46%	84.42%
净利率	45.15%	44.34%	44.66%	42.63%
ROE	10.64%	12.69%	15.83%	18.28%
ROIC	9.46%	9.66%	12.80%	15.29%
偿债能力				
资产负债率	11.92%	13.22%	14.81%	13.67%
净负债比率	13.53%	15.23%	17.38%	15.83%
流动比率	8.01	7.36	6.51	6.93
速动比率	8.01	7.36	6.51	6.93
营运能力				
总资产周转率	0.20	0.26	0.32	0.39
应收账款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00
应付帐款周转率	16.99	19.00	17.00	17.66
每股指标(元)				
每股收益	1.28	1.81	2.52	3.28
每股经营现金	1.91	1.90	2.89	3.18
每股净资产	13.28	14.29	15.90	17.92
估值比率				
P/E	42.22	29.80	21.46	16.49
P/B	4.01	3.79	3.41	3.02
EV/EBITDA	25.52	22.85	14.85	10.50

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海
 陈康菲
 021 -5012 2485
 139 1717 5055

北京
 程楠
 010 -6708 5220
 159 0139 1234

深圳
 袁月
 0755-3665 9385
 158 1689 6912

风险提示及免责声明：

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。