

中性 —— 下调

东方财富 (300059.SZ) 证券研究报告/公司研究/公司动态

日期: 2013年7月23日

行业: IT行业



陈启书  
021-53519888-1918  
mymailno@hotmail.com  
执业证书编号: S0870510120022

倪济闻  
021-53519888-1986  
nijiwen@shzq.com  
执业证书编号: S0870512060001

# 资本市场整顿短期业绩难有起色

## 新产品盈利模式难寻

### 主要事项:

公司Choice资讯平台将在2013年7月23日中午正式发布。Choice资讯平台是公司为其资讯产品进入机构市场特别打造的一款市场信息平台, 2013年免费, 之后以1999/年的低价获得大量的机构客户。

公司近日发布半年报: 13年1-6月公司共实现营业收入7716.11万元, 同比下降39.82%, 实现营业利润-2266.00万元, 同比下降153.65%; 归属于上市公司股东的净利润为-1672.58万元, 较去年同期下降139.26%。

### 主要观点:

从长期看, 未来期望达到的商业模式盈利模糊。但是新增业务市场容量较大, 中期1-2年内增速可喜, 有望成为公司主要盈利点之一。建议股值不宜过高。

### 基金销售成为公司新增利润点, 市场成长较快

基金销售市场的标准佣金在1.5%, 而公司目前基本保持在4折(也就是0.6%)的销售佣金比例。公司上半年基金销售业务收入1027万元, 其中, 主要基金销售收入来自于偏股型基金销售, 小部分来自于货币基金销售。主要原因是: 偏股型基金销售佣金比例较高, 并且在销售与赎回后分别按照0.3%和0.5%的水平提取。而货币型基金则基本按照年化0.3%的比例按持有日逐渐提取。由于, 前期市场的特殊时期, 较利于货币基金的发行, 所以公司积极推出了活期宝的货基产品。在谈及, 有关可能对私募基金与信托产品的销售问题时, 董事长表示, 目前由于信托产品销售必须面签的规定导致在销售时有技术上的问题, 所以不前还未考虑进入该类产品销售的市场; 而对于私募产品, 公司认为目前仍然选择较为稳健的公募基金为主, 也与公司客户群体的风险偏好符合。从统计来看, 公司目前客户, 在货基客户认购金额在平均20000/认购, 而股基在平均10000/认购, 可以看出, 公司客户群体偏好于低风险类产品。

我们预计, 下半年公司基金销售收入仍然将保持高速增长, 有望3000万元的基金销售收入, 占公司2013年全年预计营业收入的13.64%, 成为主营业务之一。

### Choice资讯平台的免费模式将搅局信息平台的机构市场, 盈利模式难寻

根据公司董事长其实介绍, 在产品投放的初期, 公司并未考虑太多盈利的问题, 主要是拓展市场份额。在实现了一定数量的机构用户量时, 再考虑盈利模式的问题。董事长认为自己是互联网公司, 并举例微信等社交类平台在追求用户群体时的外部效应。而公司希望通过提高销售产品的风险收益率来吸引客户, 通过扩大用户群体来实现多市场的协同效应。

我们认为, 对于董事长此番标谈表示深度的忧虑。忧虑有三方面:

### 基础数据(13Q2)

报告日股价(元)	18.35
12mth A 股价格区间(元)	19.17/3.64
总股本(百万股)	672.00
无限售 A 股/总股本	76.26%
流通市值(百万元)	9,404
每股净资产(元)	2.49
PBR(X)	7.37
DPS(Y12,元)	0.10

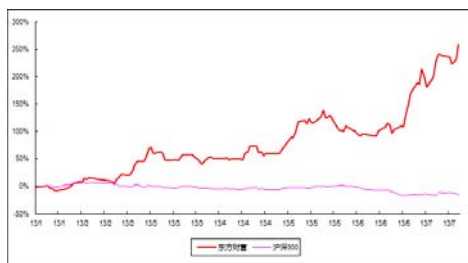
### 主要股东(13Q2)

其实	28.04%
沈友根	3.43%
陆丽丽	3.36%
国泰君安证券股份有限公司客	1.88%
中国工商银行-富国天惠精选成	1.82%

### 收入结构(13Q2)

广告服务	30.74%
金融数据服务	49.94%
金融电子商务服务	13.31%
其他	6.01%

### 最近6个月股价与沪深300指数比较



报告编号: NJW13-CT11

首次报告时间: 2013年7月23日

相关报告:

第一，公司未来希望成为的商业模式可能是淘宝或京东类的金融产品销售电商。而由于金融类产品的同质化和零物流成本，销售商无法打造自身竞争优势。例如，京东可以通过降低物流成本和统一的售后服务，来形成对淘宝的竞争优势。而淘宝则以买卖双方市场产生外部效应来获得竞争优势。但是，双方在完全竞争下都无法在产品销售中产生正收益。而由于金融产品的同质化和零物流成本，导致其竞争必然更加恶劣。

第二，如果比较微信类和淘宝类的外部效应：首先，公司平台模式无法产生微信类外部效应。因为微信客户是因为大多数朋友都在用所以自己用，而投资人则不会也不应该按大多数人都在这里买基金而自己也在哪里买基金。其次，淘宝类外部效应（上下游市场互相吸引的外部效应），有可能在基金销售中产生，但是由于淘宝所卖商品多数以低端廉价商品为主，其外部效应的粘性只能保持锁定低廉交易客户。而在相对较为昂贵商品例如1000-3000元以上商品，则面临各类电商的竞争。所以我们认为对于像基金如此大额投资的商品，此类外部效应所带来的门槛不足以锁定用户群体来降低竞争压力。对于类似支付宝的“余额宝”类的基金商品，由于其目标群体是1元至几百元的资金，则可能其外部效应与交易成本能有效的锁定客户中的这部分资金。但同样客户的大笔投资资金，仍然将面临多种销售途径的竞争。

第三，公司在大幅降低机构信息服务终端价格是“伤敌1000自损800的策略”，我们分两方面讨论。首先，最终用户是机构自身。由于机构用户主要以买方投研团队与卖方研究为主，转换成本之高是目前终端服务价格居高的主要原因。转换成本的建立主要依靠持续维护客户并以“植入客户投研体系基因”中来实现的。价格是次要因素，所以我们预计公司客户将主要以新增机构市场为主，而拓展现有机构咨询市场将困难重重。并且主要表现在收费客户的缓慢增长或销售费用的大幅上升。其次，最终用户是营业部散户。我们认为公司最有可能在这部分市场产生一定的销售收入，但不可持续。竞争将使得这部分收入也趋向于零。公司能否应为该部分客户增加在基金销售中获利，仍然是很大的悬念。

综上所述，我们认为此次公司花巨资打造新产品，对盈利模式并未考虑清楚，并且期望的发展方向并不会像公司管理层预期的那样光明。

#### **收入减少，费用增加，共同拖累业绩**

2013年7月23日

2013上半年，公司业绩呈现负增长：主营业务收入较上年同期下降39.82%，

净利润同比下滑139.26%。业绩下滑主要来自收入减少和费用增加的双重压力:

一方面,去年金融数据服务业务的预收收入大幅减少,2013年上半年确认的递延收入大幅下降,使得金融数据服务业务收入骤减,同时,受宏观经济形势及公司业务推广统筹安排的影响,互联网广告服务收入同比有一定幅度下降。

另一方面,公司进一步加大了战略及业务投入,进一步加大了新业务、新产品的推广力度,相关费用开支也相应增加,其中市场推广费用增幅较大,租赁费、职工薪酬等也有一定幅度的增加。上半年内销售费用和管理费用分别为5036.50万元和3832.18万元,同比增幅分别为12.76%和47.80%。

鉴于上述主要原因,公司的营业利润、利润总额及归属于普通股股东的净利润等报告期出现了亏损。

### 紧随互联网金融大潮,金融电子商务快速崛起

十二五期间,国内电子商务蓬勃发展,互联网金融创新大潮初涌,公司所处的作为金融与互联网交叉的网络财经信息服务业迎来了难得的战略发展机遇期。

一方面,公司基金第三方销售服务业务迅速崛起,产品创新和平台服务受到市场广泛欢迎。截至6月底,公司金融电子商务平台共计实现基金认购及定期定额申购交易207854笔,基金销售额达21.79亿元,公司实现金融电子商务服务业务收入1027.08万元,于营业总收入中的占比达13.31%,开始成为公司主要分部业务收入之一。

另一方面,公司子公司推出的“活期宝”业务发展如火如荼,自5月推出以来便受到市场广泛关注:6月26日-7月18日不足一个月的时间,“活期宝”共计实现申购交易80096笔,销售累计16.48亿元。

我们认为,乘互联网金融发展之东风,基于公司互联网媒体平台和海量用户的巨大优势,金融电子商务业务有望成为公司未来短期内重要的利润增长点。

### 坚持“用户为王”,产品创新巩固行业领先地位

公司现为我国用户访问量最大、用户粘性最高的互联网财经信息平台之一。上半年内,公司加强战略性投入,对大平台加大升级改版力度,进一步提升用户粘性;新推出“投资大师”、“东方财富通 Level-2 极速版”等金融数据服务终端产品,公司 Choice 资讯平台将进一步完善公司的金融数据服务平台的目标,进一步提升公司整体金融数据服务业务的竞争力。

但是基于以上的分析,其盈利的可持续性以及相对竞争优势难以长久维持。

### 投资建议:

预计 2013-2015 年公司可分别实现营业收入同比增长-1.26%、13.37%和 21.01%;分别实现归属于母公司所有者的净利润同比增长-139.77%、332.05%和 39.78%;分别实现每股收益(按加权平均股本计算)-0.02 元、0.05 元和 0.07 元。目前股价对应 2013-2015 年的动态市盈率分别为 n.v.、348.41 和 249.26 倍。

报告期内,由于整个股票市场依然比较低迷,下游客户盈利均有下降,行业竞争加剧,预计近期公司业绩将不会有较大幅度的改观。所以,下调公司投资评级未来六个月为“中性”。

### ■ 数据预测与估值:

项目(单位:百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>一、营业总收入</b>	222.70	219.90	249.29	301.67
增长率	-20.55%	-1.26%	13.37%	21.01%
营业成本	64.73	97.74	79.37	90.75
<b>二、营业毛利</b>	157.97	122.16	169.92	210.92
增长率	-28.25%	-22.67%	39.10%	24.12%
毛利率	70.93%	55.55%	68.16%	69.92%
营业税金及附加	7.85	6.60	7.48	9.05
销售费用	96.75	109.95	112.18	123.68
管理费用	65.39	76.96	62.32	75.42
财务费用	-48.78	-48.38	-47.36	-48.27
资产减值损失	1.44	2.20	2.49	3.02
<b>三、主营业利润</b>	35.33	-25.18	32.81	48.01
增长率	-67.80%	-171.27%	230.34%	46.32%
收入比	15.86%	-11.45%	13.16%	15.92%
公允价值变动净收益				
投资净收益				
汇兑净收益				
<b>四、营业利润</b>	35.33	-25.18	32.81	48.01
营业外净收益	8.04	7.70	8.23	9.35
<b>五、利润总额</b>	43.36	-17.48	41.04	57.37
减:所得税	5.76	-2.45	6.16	8.60
<b>六、净利润</b>	37.60	-15.03	34.88	48.76
少数股东损益	0.02	-0.09	0.21	0.29
归属于母公司所有者的净利润	37.58	-14.95	34.68	48.47
增长率	-64.72%	-139.77%	332.05%	39.78%
收入比	16.88%	-6.80%	13.91%	16.07%
<b>七、每股收益:</b>				
调整后的加权平均股本(百万股)	672.00	672.00	672.00	672.00
<b>按加权平均股本计算的每股收益(元)</b>	0.11	-0.02	0.05	0.07
增长率	-65.63%	-120.22%	332.05%	39.78%

2013 年 7 月 23 日

---

PER(X)	305.84	n.v.	367	262.14
按最新股本摊薄后的每股收益(元)	0.06	-0.02	0.05	0.07
增长率	-64.72%	-139.77%	332.05%	39.78%

---

数据来源: 公司公告, 上海证券研究所 (对应股价为 2013-07-22 日收盘价)

## 分析师承诺

分析师陈启书，倪济闻

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。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 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声明具有修改权和最终解释权。