



聚沙成塔 集粹为晶

# 塔晶投资研究

2008 07

上海塔晶投资管理有限公司主办 总第7期



- ❖ 昆明机床（600806.SH）——行业持续景气，业绩快速提升
- ❖ 石基信息（002153.SZ）——细分行业龙头，持续高速增长



## 目 录

财经观察 .....	1
解密报告 .....	2
昆明机床（600806.SH） .....	2
石基信息（002153.SZ） .....	10
交易回顾 .....	18
大宗商品价格 .....	19
基金服务 .....	20



## 财经观察

### CPI:

5 月份,居民消费价格总水平同比上涨 7.7%。其中,城市上涨 7.3%,农村上涨 8.5%;食品价格上涨 19.9%,非食品价格上涨 1.7%;消费品价格上涨 9.8%,服务项目价格上涨 1.3%。从月环比看,居民消费价格总水平比 4 月份下降 0.4%;食品价格下降 1.3%,其中鲜菜价格下降 15.7%,鲜蛋价格上涨 4.1%。

1 至 5 月份累计,我国 CPI 同比上涨 8.1%,涨幅比 1 至 4 月份虽回落 0.1 个百分点,但仍比去年同期高出 5.2 个百分点。金融专家谭雅玲认为,下半年和明年,我国仍将面临较大的 CPI 上涨压力。

### 汇率:

虽然 4 月份的升值势头一度受到压抑,但并不能改变人民币汇率整个上半年加速升值的整体表现。在 6 月 30 日以 6.9591 的中间价首次打开 6.96 关口、再次创下汇改以来新高纪录之后,今年上半年,人民币汇率的累计升值幅度已达 6.5%,与去年一整年升值水平相当。

如果单从升值基点上看,去年前六个月,人民币汇率月平均的升值点数为 322 个基点,但今年,这一数据是 760 个基点,是去年同期的 2.4 倍。

6 月 30 日,人民币汇率再次上涨了 19 个基点,连续第四个交易日飘红,并且首次升破了 6.86 关口。本月人民币汇率的累计涨幅为 881 个基点,这也是自 4、5 月分别上涨 292 个基点和 530 个基点之后的连续加速。

### 油价:

2008 年 1 月 2 日,纽约市场原油期货价格在历史上首度突破每桶 100 美元大关。3 月 12 日、5 月 5 日、5 月 21 日和 6 月 26 日,纽约油价接连突破每桶 110、120、130 和 140 美元关口。6 月 27 日,国际油价

再次突破 140 美元整数关口,纽约商品交易所和伦敦国际石油交易所 8 月份交货的原油期货价格更是一度双双逼近每桶 143 美元。可见一周前沙特阿拉伯临时牵头的石油生产与消费国峰会对抑价丝毫不起作用。本周,全世界最大的产油国与消费国将再度聚首,共同会诊高油价“顽症”。

### 房产:

数据显示,上半年上海全市共推出一手商品房源 618.04 万平方米,比去年同期减少 11.7%;但是成交量却只有 525.9 万平方米,只相当于去年同期 1043.63 万平方米的一半。成交量的大幅下滑,使得上半年楼市重现供过于求。但由于去年房价的上涨,今年新上市楼盘的价格较去年高出近一倍,使得上半年新房的平均成交价格大幅攀升至 14026 元/平方米,比去年同期的 9940 元/平方米上涨了 41%,而 2007 年与 2006 年上半年的同比涨幅只有 4.4%。

楼市由年初时的“价涨量跌”已经步入如今的“价滞量跌”。6 月份成交量有小幅回升,上海楼市销售依旧处于僵局,存货大、销售慢的局面依然未得到改观,消费者的观望情绪也没得到缓解。

### 电价:

销售电价和上网电价 7 月 1 日起正式上调,在销售电价上调 2.5 分/千瓦时的平均水平指导下,各地上网电价的调整幅度也将陆续水落石出。全国上网电价平均上调约 1.7 分/千瓦时,其中,北京、上海地区上网电价上调约 2 分/千瓦时。

据了解,此次终端电价平均上调 2.5 分/度,并非对所有部门电价都上调,而是只调整了工业电价。根据国家发改委 6 月 19 日的调价通知,为减少电价调整影响,居民生活用电价格、农业生产和化肥生产用电价格暂不调整;四川、陕西、甘肃三省受地震灾害影响严重的县(市)电价也不做调整。



# 昆明机床（600806.SH）

—— 行业持续景气，业绩快速提升

## 主要结论及盈利预测

- 国家鼓励重点发展大型、重型数控机床产品，公司产品与产业政策导向十分吻合，中国机床行业自2002年以来呈现持续快速增长的良好发展态势。
- 手持订单超过15亿元，08业绩增长有保障；技术改造和外包协作提升产能，08年之前基本能够满足订单需求。
- 虽然原材料（废钢、生铁）涨价降低毛利率，但规模效应和产品结构升级能够提高毛利率水平，两种因素抵消以后，毛利率大约下降3%左右。
- 所得税率仍然为15%，执行西部大开发优惠税率，净利润有较大幅度增长。
- 预计2008—2010年销售收入分别为17.64、23.44、28.46亿元，同比增长35.43%、32.88%、21.42%；归属于母公司所有者的净利润分别为3.31、4.39、5.79亿元，同比增长36.17%、32.72%、31.96%；每股收益分别为0.78、1.03、1.36元。
- 主要风险因素：原材料（废钢、生铁）大幅涨价导致毛利率大幅下滑。

## 1. 盈利预测

### 盈利预测假设

- 所得税享受西部大开发15%优惠税率。
- 增值税退税额将增加，假设退税率为营业收入的2%。
- 根据规定，只有4轴以上的数控机床产品才能够增值税半额返还优惠政策，公司07年上半年收到上年所得税退税1572万元。06年退税约占销售收入的1.85%，随着数控机床占营业总收入比重和机床产品数控化率的提高，退税率会适当提高。
- 研发投入将加大。
- 随着退税额的逐渐增加，公司将加大研发力度，提升现有产品的技术含量。新产品龙门铣镗床的设计改进，将增加新的盈利增长点。公司08年将申请国家级企业技术研发中心，如果获批，将对公司产品开发、享受相关优惠政策产生积极影响。
- 管理费用率将下降，08、09假设为6%、5.5%。规模效应体现将导致管理费用率明显下降。因为资产
- 减值损失已经由管理费用中转出单列，所以管理费用会有较大降幅。

图表 1：管理费用率、营业费用率假设

	2004	2005	2006	2007
营业费用/营业收入	6.70%	4.90%	4.78%	4.75%
管理费用/营业收入	14.20%	12.80%	10.03%	8.92%

资料来源：公司公告，塔晶投资研究中心



- 营业费用率由于规模效应，08、09年降至4.7%和4.6%。
- 投资收益07年收回委托理财转回2438万元，08年以后不再继续存在。道斯公司初始投资2474万元，股权比例50%，06年收到投资收益152万元。鉴于公司主要通过提供零部件来获取间接收益，其产品投资收益不会很多，假设08为500万元。

## 2. 销售收入预测

### 2.1 订单

- 订单饱满，订单结构优化，逐渐向大型、重型数控方向倾斜。接单速度逐年加快，截至3月底，公司尚有滚存订单超过15亿元。

**图表 2: 历年新增订单情况**

	2005	06H1	06H2	07H1	07H2	08Q1
新增订单(亿元)	5.6	4	4.5	7.5	7.89	5
机床产量(台)		300	约 500	485		
机床销售收入(亿元)	3.96	2.55	3.89	4.4	5.9	

资料来源：公司公告，塔晶投资研究中心

公司主要客户为重型机械行业，包括造船、航空航天、交通运输设备、能源装备、石化机械、军工装备、冶金设备、工程机械等企业，主要用途为进行大型零件的孔加工和平面加工。下游需求简要分析如下：

#### 船舶制造业

“十一五”期间我国造船工业将加速发展，主要以远洋万吨级以上货轮、油轮为主。大马力柴油机、曲轴、连杆、凸轮轴以及船舶发电机等需要重型数控龙门镗铣床、数控落地铣镗床以及五轴以上联动重型复合加工机床和专用数控重型机床。主要需求项目为：

船用大马力柴油机机体加工需要的重型和超重型龙门镗铣床类产品：桥式龙门铣、数控龙门镗铣床、重型数控落地铣镗床。船用机械和船舶发动机需要镗杆直径200mm数控落地铣镗床。

#### 航空航天产业

据预测今后10年我国民航支线飞机就需要600架100座以下的飞机。我国与国外合作生产和自行开发的军用飞机，军用直升机已进入能力建设。第三代战机批量生产并参加服役,第四代预研。

航空飞机制造的零件材料大多为钛合金和高强度耐热合金，对机床的总体要求是功率大、刚性好。目前重点急需的是：高速五轴龙门移动式镗铣加工中心、高架式高速龙门加工中心、大扭矩中速五轴加工中心、立卧转换式镗铣加工中心等。

加工航天发射的运载火箭、舱体等大件，需要Φ160mm以上落地铣镗加工中心、加工宽度2000mm以上宽龙门镗铣加工中心等重型机床。

#### 交通运输设备行业

内燃机车、客车车厢将全部更新，将需要各种各样的数控机床。该行业需要对内燃机进行加工的机床：发动机缸体加工需要的大型加工中心和数控铣镗床，铁路轮加工需要专用机床、曲轴加工机床，道岔需要数控专门化机床，转向架是提速后的关键件，需要精密大型加工中心，电力机车需要数控铣镗床，车架需要高效数控铣镗床。

我国是汽车消费大国，汽车零部件将会加速发展，轿车覆盖件模具发展迅速。模具加工工业的发展对机床的高速化、复合化、智能化要求提高。坐标镗床、龙门移动式(含高架龙门式)高速数控镗铣床面临很好的发展机遇。

#### 能源装备、石化机械行业

哈尔滨电气集团、东方电气集团、上海电气集团三大发电设备制造集团的电站设备制造的订货合同，都已经安排到2010年。为了完成任务，提高产能，必将加大自身技术改造力度，增添重型机床加工设备。火电



和核电的汽轮机缸体、汽轮机转子及叶片，发电机定子和转子；核电热交换器以及孔板；水轮发电机基座定子和转子都需要重型机床加工，如重型数控龙门镗铣床、重型数控落地铣镗床等重型机床和超重型机床产品。

随着石油需求的持续高涨，石化企业设备更新换代加快步伐，加工石化机械零部件的落地式镗铣床、刨台式镗铣床、卧式镗铣床和加工中心等市场需求很大。

### 国防军工装备、冶金设备、工程机械行业

目前，国防军工工业正在加速进行生产能力建设，对数控机床需求量很大。国产数控重型机床是首选设备。大件加工需要：4000mm×12000mm左右的重型龙门镗铣床；Φ160mm(对置式)数控落地铣镗床和Φ130mm、Φ160mm的卧式铣镗加工中心以及落地式数控铣镗床。

工程机械的需求量必然不断升温，尤其是大吨位、大立方的挖掘机、推土机、铲车等建筑工程机械将是发展的重点。

工程机械需要的数控重型机床范围很广，工作台宽度2000mm以上的五面加工数控龙门镗铣床；镗杆直径130mm、160mm、200mm的重型数控落地铣镗床。

我国冶金工业，特别是大型冶金企业“十五”期间通过技术改造，生产能力和产品适应能力都有较大提高。重点解决连铸连轧成套设备的生产与供应。制造连铸连轧成套设备需要重型数控龙门铣镗床、数控落地铣镗床。

## 2.2 产能

➤ 影响公司产能的主要环节为以下三个：铸造、机加工、装配，其中导轨加工是最重要瓶颈工序。公司06年和07年累计投入自有资金2亿元进行技术改造，08年将继续投入1.6亿元进行技改，产能问题将逐步解决。我们判断：铸造可以提升产能基本不受影响；机加工自制可以提高50%以上，外包提高30%；装配通过加班可以提高1倍以上。在07年产量1000台份的基础上，公司08产能可以达到1500台份。

➤ 公司机床铸件包括床身、立柱、转台、主轴螺杆等，由于体积较大，无法在周边找到合适的分包厂家，只能通过自身技术改造来解决。公司将对铸造车间进行彻底改造，由于生产任务饱满，只能采取边生产边改造的滚动建设模式，一期车间已经新建完成，二期已经投入使用。由于采用了较为先进的铸造机械设备，生产效率大大提高。

公司正在昆明西部呈贡开发区购买土地，计划把铸造车间迁到此处，这将大大提升铸造产能，

➤ 机加工是影响公司产能的最主要瓶颈。公司将通过外包和添置关键加工设备两种方式解决。

公司在前几年已经开始进行外协外包，一些分包商在公司的扶持下，生产能力和产品质量已经有了较大的提高，具备了承接较大批量订单的实力。大批量分包零部件生产，有利于提高供应商的积极性，降低分包价格，提高产品综合效益。相信此举将会大大提升公司的零件加工能力。

关于导轨磨床，公司现实行2加长班工作制，从早上8点到第二天凌晨4点，基本达到满负荷生产。公司重金购买三台意大利导轨面磨床，10月份一台3000多万元的机床可到位，将大大提高导轨面加工能力。

➤ 装配瓶颈已基本解决。公司今年新建了喷涂车间，将喷涂、包装工序独立出来，既为装配腾出了空间，也提高了喷涂、拆卸和包装的效率。投资3000多万元铺设地条铁和进行厂房改造，增加了约50台份重型机床的装配能力。由于地条铁具有通用性，公司可以将落地式铣镗床统一装配，刨台式和卧式铣镗床的装配空间也将会扩大。

装配工人实行精细化分工，培训时间缩短到半年左右，技工不会影响装配。

## 2.3 销售收入预测

➤ 从销售结构和主营利润贡献看，机床主业占比进一步提升。2007年度机床销售占总体销售收入的79.24%，赛尔占17.93%，合计占销售总额的97.17%，比重分别较2006年上升3.33%和下降2.95%。去年机床业务贡献的主营利润占比为74%，赛尔占12%，合计占比86%，较去年分别上升了15%和下降了6%。

➤ 分产品营业收入预测



公司卧式铣镗床和落地式铣镗床是公司机床业务的主打产品。卧式和落地式铣镗床收入占机床收入由2006年的78.84%提高到2007年的84.56%。尤其是公司的落地式铣镗床,该产品单价更高,均价达1000万左右,2007年公司落地式铣镗床收入已经超过了卧式铣镗床,目前,公司国内竞争对手主要是齐二机床和武汉重型,其中齐二市场占有率第一,公司市场份额大约30%左右,与武汉重型比较接近。卧式铣镗床是公司的另一主要产品,目前国内主要竞争对手是沈阳机床(重组之前的中捷机床),但由于销售范围与产品种类不同,两者之间竞争情况不明显。目前公司铣镗床由于市场认可度很高,订单饱满,根据2007年年报,公司新增合同订单达到15亿元,滚存订单估计超过15亿元,公司机床业务的快速增长比较明确。

预计落地式、刨台式和卧式铣镗床仍将保持50%左右的较高增速,快于小型的卧式加工中心和坐标镗床。

07年以来,公司相继对非机床主业资产进行了清理,赛尔泵业是唯一准备予以保留的子公司,昆机持有其45%的股权,处于相对控股地位。赛尔公司主要生产节能压缩机转子及整机和高能鼓风机设备。在鼓风机领域,赛尔是国内唯一一家具有自主知识产权的企业。07年赛尔实现营业收入2.34亿元,占昆机整体销售收入的17.93%,由于目前公司产品大部分为新品,处于研发阶段,未形成批量生产,但未来若形成规模优势,毛利率水平会有所提高,后续发展具有潜力。预计该项业务08、09年能够保持稳定发展。

图表3: 销售收入预测

		2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
卧式铣镗床	销售收入(百万元)	194.5	241.8	382.23	578.4	776.0	873.0
	增长率(YOY)	21.65%	24.29%	58.09%	51.32%	34.16%	12.50%
落地式铣镗床	销售收入(百万元)	133.3	224.3	443.3	667.0	987.0	1,316.0
	增长率(YOY)	188.84%	68.25%	97.63%	50.45%	47.98%	33.33%
刨台式铣镗床	销售收入(百万元)	33.9	48.1	78.0	113.8	157.5	210.0
	增长率(YOY)	52.46%	41.92%	62.23%	45.82%	38.46%	33.33%
卧式加工中心	销售收入(百万元)	19.8	52.3	56.0	60.2	68.8	77.4
	增长率(YOY)	-16.20%	163.94%	7.19%	7.42%	14.29%	12.50%
坐标镗床	销售收入(百万元)	13.5	22.9	10.3	8.5	8.5	8.5
	增长率(YOY)	62.02%	69.38%	-54.90%	-17.87%	0.00%	0.00%
机床产品	销售收入(百万元)	395	589.4	969.97	1427.85	1997.80	2484.90
	增长率(YOY)	51.75%	49.22%	64.56%	47.21%	39.92%	24.38%
节能型智能压缩机	销售收入(百万元)	209.8	177.1	233.5	240.0	250.0	260.0
	增长率(YOY)	52.62%	-15.60%	31.92%	2.77%	4.17%	4.00%
其它	销售收入(百万元)	67.8	81.9	98.9	96.0	96.0	101.0
	增长率(YOY)	-5.47%	20.89%	15.52%	-2.91%	0.00%	5.21%
营业收入	销售收入(百万元)	672.6	848.4	1,302.39	1,763.85	2,343.80	2,845.90
	增长率(YOY)	43.29%	26.13%	52.86%	35.43%	32.88%	21.42%

资料来源:公司公告,塔晶投资研究中心

### 3. 毛利率预测

公司机床产品毛利率经过多年下滑以后,06下半年开始起稳回升。因为镗床属于机床中附加值较高的产品,毛利率与机床数控化率相关性强,随着机床数控化率的提高,对毛利率提升将有正面影响。



图表 4: 毛利率情况 (%)

	2005	06H1	2006	2007
机床数控化率	60.21	59	64.31 (全年)	70.93
毛利率	26.08	25.67	26.7	36.35
沈阳机床 数控机床主营业务利润率	28.14	29.27	29.83	24.1
秦川发展 机械产品毛利率	29.32	30.96 (机床)	28.46	32.1 (机床)
青海华鼎 机床主营业务利润率	22.8	27.45(毛利率)	25.7	29.8

资料来源: 公司公告, 塔晶投资研究中心

➤ 铸铁价格上涨, 毛利率将有所下滑。

产品售价和原材料为07年价格, 08年一季度机床毛利率与去年4季度持平。综合毛利率下降主要原因为占收入20%的赛尔压缩机毛利率下降较大影响。一般签订原材料采购合同、机床销售合同与交货确认收入时间差为: 卧式镗铣床、坐标镗铣床等为3—6个月, 刨台式镗铣床、落地式镗铣床为6—12个月, 因此2、3季度原材料涨价影响会逐渐体现。

➤ 公司原材料成本计算:

铸造生铁和废钢: 主要来自云南省内, 占总原材料成本的30%, 按照涨价20%计算, 则总成本上升6%。

外协部件(电气部件): 占总成本的40%, 其中30%来自国外, 用欧元信用证结算, 按照人民币汇率贬值10%计算; 70%来自国内采购价格上升10%, 则外协部件总成本共提高4%。

人工成本: 占总成本的15%, 08年一季度未提高工资, 由于新《劳动合同法》的实施, 二三季度可能提高。按照现在社会平均加薪水平, 预计由占比15%增至18%, 可能影响总成本3%。暂按不增加预测。

固定成本(折旧+摊销+其它)影响, 总成本提高3%。

如果考虑人工成本增加, 则毛利率将减少5%。

图表 5: 生产成本变化情况预测 (%)

固定成本	人工	生铁	外购件	总成本	产品售价	07年总成本比重	毛利率变动
15	15	30	40	100	102	63.65	
12	15	36	44	107			-3.12

资料来源: 公司公告, 塔晶投资研究中心

## 4. 盈利预测结果

- 预计 2008—2010 年销售收入分别为 17.64、23.44、28.46 亿元, 同比增长 35.43%、32.88%、21.42%; 归属于母公司所有者的净利润分别为 3.31、4.39、5.79 亿元, 同比增长 36.17%、32.72%、31.96%。
- 每股收益分别为 0.78、1.03、1.36 元。

## 5. 其他情况分析

- 股权结构分散, 股权结构以后可能发生变动

第一大股东沈机集团持有公司25.08%股份, 第二大股东云南省国有资产管理公司持有公司11.07%股份。沈机集团曾承诺会把公司作为技术、产品平台, 但时至今日, 尚未有实质行动。不排除以后股权结构发生重大变动的可能性。

- 资产清理工作将加快进度

由于西安交大人员基本被清理干净, 公司将会加快清理与西安交大共同投资的亏损企业。这对集中资源发展优势机床产业将起到良好作用。



子公司——昆明交大昆机自动机器有限公司长期经营亏损，董事会决定对该公司进行清算注销。子公司思源智能电气已在云南省产权交易中心挂牌出售。

## 附录：行业情况

- 国家发展改革委提出的数控机床发展专项规划明确：到 2010 年，国产数控机床关键功能部件配套齐全，自给率达 60%；有自主知识产权的数控系统要占数控机床总产量的 75%；国产数控机床占国内市场需求的比重要达到 50%以上。
- 机床行业 07 年及 08 年一季度快速增长，数控机床快于普通机床。

按国家统计局机床工具大行业数据，2007年1~12月份4291家企业合计完成工业总产值2747.7亿元，同比增长35.5%；产品销售产值2681.0亿元，同比增长36.2%。产品销售率97.6%，同比增加0.5个百分点。金切机床产量60.68万台，同比增长11.7%，产品销售收入747亿元，同比增长28.8%；其中数控金切机床产量12.32台，同比增长32.6%。

2008年1-2月金切机床收入增速为35.42%，比上年同期增加了3.43个百分点；利润总额增速为96.74%，比上年同期减少了0.42个百分点；毛利率为18.67%，下降了0.48个百分点；但税前利润率5.08%却比上年同期提高了1.54个百分点。

金切机床产值数控化率为43.7%，比上年同期增加5.2个百分点。行业数控机床产量继续大幅度增长，1~12月份数控金切机床产量同比增长34.1%，增幅高于金切机床20.7个百分点。

- 国产金属加工机床市场占有率过半。

**图表 6：生产成本变化情况预测（%）**

年份	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
国产金属加工机床市场占有率(%)	39.3	39.3	38.6	37.4	39.7	44.8	57.4

资料来源：公司公告，塔晶投资研究中心

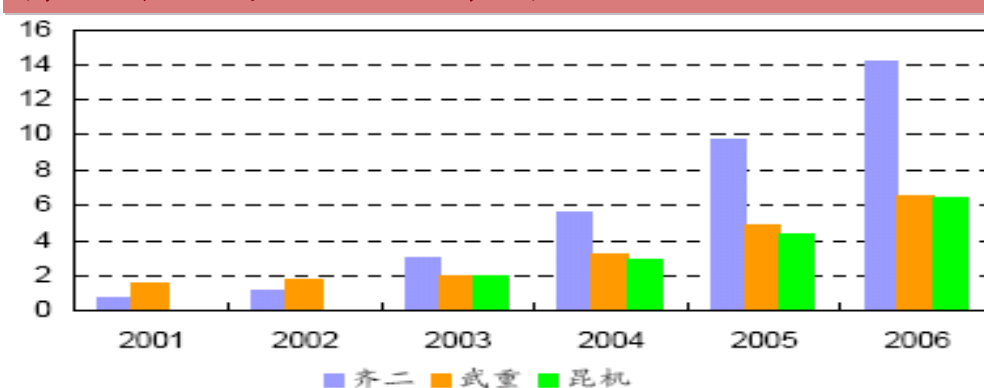
- 预计 2008 年机床工具行业增速会在 20%左右的水平，机床行业的工业总产值将超过 3000 亿元人民币，数控金属加工机床产量将达到 15 万台。
- 竞争对手分析：

在产品技术、质量等方面，公司产品与齐二和武重的差别并不大；但是从售后和市场影响力来看，因为公司进入大型铣镗床领域的时间要比这两个大型国有企业晚的多。

从产品的价格来看，公司价格略高于齐二和武重。

从公司盈利角度来看，由于产品数控化率较高、费用控制有效性等，昆机的盈利性要远好于齐二和武重。

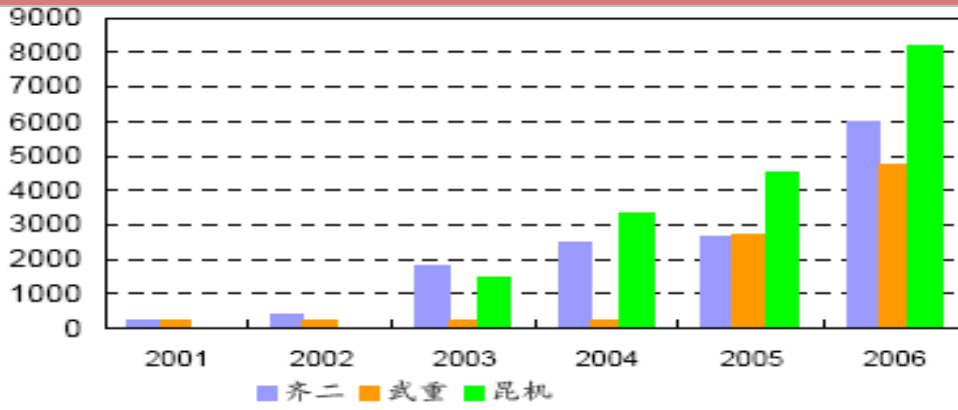
**图表 7：齐二、武重、昆机收入情况对比（万元）**



资料来源：公司公告，塔晶投资研究中心



图表 8: 齐二、武重、昆机利润总额情况对比(万元)



资料来源: 公司公告, 塔晶投资研究中心



图表 9: 三张财务报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	673	852	1,302	1,764	2,344	2,846	货币资金	172	167	370	429	701	1,152
增长率		26.7%	52.9%	35.4%	32.9%	21.4%	应收款项	129	202	312	444	627	772
主营业务成本	-496	-584	-834	-1,189	-1,573	-1,906	存货	275	261	427	485	662	802
% 销售收入	73.7%	68.5%	64.1%	67.4%	67.1%	67.0%	其他流动资产	39	43	41	59	79	95
毛利	177	268	468	575	770	940	流动资产	615	673	1,151	1,417	2,089	2,821
% 销售收入	26.3%	31.5%	35.9%	32.6%	32.9%	33.0%	% 总资产	57.0%	55.3%	64.7%	62.8%	69.9%	75.0%
营业税金及附加	-2	-1	-3	-4	-5	-6	长期投资	32	47	44	44	44	44
% 销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	377	410	448	572	629	681
营业费用	-33	-41	-62	-83	-108	-128	% 总资产	35.0%	33.7%	25.2%	25.4%	21.2%	18.1%
% 销售收入	4.9%	4.8%	4.8%	4.7%	4.6%	4.5%	无形资产	55	52	100	187	183	179
管理费用	-87	-85	-116	-106	-129	-142	非流动资产	465	544	628	840	892	940
% 销售收入	12.9%	10.0%	8.9%	6.0%	5.5%	5.0%	% 总资产	43.0%	44.7%	35.3%	37.2%	30.1%	25.0%
息税前利润 (EBIT)	56	141	287	383	529	664	资产总计	1,079	1,216	1,779	2,257	2,961	3,761
% 销售收入	8.3%	16.5%	22.0%	21.7%	22.6%	23.3%	短期借款	60	41	0	0	0	0
财务费用	-4	-6	-5	7	11	20	应付款项	326	381	632	804	1,048	1,249
% 销售收入	0.6%	0.7%	0.4%	-0.4%	-0.5%	-0.7%	其他流动负债	45	62	111	138	174	206
资产减值损失	0	-15	-28	-23	-56	-49	流动负债	431	484	743	942	1,223	1,455
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	40	20	50	50	50	51
投资收益	-3	0	28	6	10	15	其他长期负债	17	28	32	0	0	0
% 税前利润	n.a	0.1%	9.4%	1.5%	1.9%	2.2%	负债	488	532	826	992	1,273	1,506
营业利润	49	120	283	373	493	649	普通股股东权益	532	613	879	1,185	1,598	2,152
营业利润率	7.3%	14.1%	21.7%	21.1%	21.0%	22.8%	少数股东权益	59	71	74	82	92	104
营业外收支	-10	4	14	26	35	47	负债股东权益合计	1,079	1,216	1,779	2,258	2,963	3,763
税前利润	38	124	297	399	528	696							
利润率	5.7%	14.6%	22.8%	22.6%	22.5%	24.4%							
所得税	-10	-17	-46	-60	-79	-104							
所得税率	25.4%	13.6%	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	29	108	251	339	449	591							
少数股东损益	10	9	9	8	10	12							
归属于母公司的净利润	18	98	243	331	439	579							
净利率	1.9%	2.6%	2.3%	4.8%	5.4%	6.0%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	29	86	251	339	449	591	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.075	0.400	0.572	0.779	1.033	1.364
非现金支出	53	48	60	62	102	99	每股净资产	2.171	2.502	2.070	2.788	3.762	5.066
非经营收益	9	8	-22	-29	-42	-58	每股经营现金净流	0.252	0.409	0.624	0.742	0.838	1.215
营运资金变动	-29	-42	-25	-57	-153	-116	每股股利	0.250	0.250	0.150	0.060	0.060	0.060
经营活动现金净流	62	100	265	315	356	516	回报率						
资本开支	-53	-63	-80	-226	-65	-53	净资产收益率	3.44%	15.99%	27.63%	27.93%	27.47%	26.92%
投资	-10	1	54	0	0	0	总资产收益率	1.70%	8.06%	13.66%	14.65%	14.82%	15.40%
其他	-1	-11	0	6	10	15	投入资本收益率	5.99%	16.27%	24.21%	24.70%	25.82%	24.45%
投资活动现金净流	-64	-73	-26	-220	-55	-38	增长率						
股权募资	14	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	43.29%	26.67%	52.86%	35.43%	32.88%	21.42%
债权募资	-35	-40	-5	-32	0	1	EBIT增长率	67.08%	153.30%	103.98%	33.28%	38.16%	25.52%
其他	-5	-1	-7	-5	-29	-29	净利润增长率	N/A	435.23%	147.77%	36.17%	32.72%	31.96%
筹资活动现金净流	-26	-41	-12	-37	-29	-28	总资产增长率	-3.31%	12.72%	46.24%	26.84%	31.23%	27.02%
现金净流量	-28	-14	227	58	273	450	资产管理能力						
							应收账款周转天数	44.5	47.4	51.5	65.0	68.0	70.0
							存货周转天数	220.2	167.4	154.9	155.0	160.0	160.0
							应付账款周转天数	59.9	66.8	53.5	55.0	53.0	51.0
							固定资产周转天数	179.5	26.3	115.1	111.4	93.0	83.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-14.27%	-15.50%	-33.60%	-29.91%	-38.54%	-48.79%
							EBIT利息保障倍数	14.9	23.4	61.2	-58.6	-49.6	-33.7
							资产负债率	45.24%	43.74%	46.41%	43.91%	42.95%	40.04%

来源: 塔晶研究中心

(塔晶投资研究中心 机械行业研究员 曲成涛)



# 石基信息 (002153.SZ)

—— 细分行业龙头，持续高速增长

## 主要结论、价值评估与投资建议

- 石基公司属于细分行业龙头，在五星级酒店市场，占有超过80%的市场份额，在酒店管理软件细分行业内处于领导地位。低星级酒店客户群3000多家（包括西软和泰能），客户保有量优势明显；
- 引进INFRASYS餐饮管理系统，预计扩张速度会很快，在服务领域上能够有所扩展；
- 石基客户技术支持服务中心的功能已经发挥出来，高端的信息系统用户会逐渐成为技术支持服务用户，能形成稳定收入来源；
- 石基酒店分销在线处理平台（畅联）的发展是石基打破自身行业容量空间的重要项目，如果开发成功可以进入酒店客房销售业务领域。
- 预计公司08—10年销售收入分别可以达到3.72、6.22和11.29亿元，净利润分别可以达到1.43、2.18、3.37亿元，每股收益分别可以达到1.11、1.60、2.27元。
- 主要风险因素：公司与MICROS公司的独家技术许可合作关系可能被终止。另外酒店行业的发展放缓会对公司造成较大的影响。

## 1. 盈利预测

### 1.1. 盈利预测假设

- 公司08年主营业务为系统集成、软件开发、技术支持与服务，除系统集成外其它两项业务的毛利率都较高，且具有较好的增长潜力，这主要得益于中国酒店业尤其是高档酒店业的快速发展。
- 技术支持与服务的规模效应逐步显现，毛利率能够逐步提高，且受益于国内酒店保有量的扩大，该业务的盈利逐步提升。
- 从09年开始，畅联能够达到成熟并应用在酒店客房销售产业链中，由于酒店客房销售领域的市场规模大，仅携程一家公司07年的客房预定收入就达6.8亿元，畅联的加入能够使这些客房预定公司的运营成本降低，畅联也能从节约的成本中分得一部分，由于市场规模巨大，且畅联系统运作效率高、成本低，在09年以后，畅联有望成为公司新的利润增长点。
- 80%以上的市场份额；
- 高星级酒店总量继续保持10%以上增长速度；
- 管理费用率在08—10年保持为19%、18.75%、18.5%；
- 销售费用率在08—10年保持在10%；
- 实际所得税率08—10年为5.5%；
- 公司的高端酒店管理系统销售量08年达到70%的增长，09、10年保持50%的增长。
- 公司低端酒店管理系统销售量08—10年保持10%的增长。INFRASYS餐饮管理系统销售量08—10年保持20%的增长。
- 畅联系统09年能够实现收费，能够签订相当于携程酒店客房预定规模的下游企业用户（可以是一家或多家用户）。



## 1.2. 盈利预测

预计公司08—10年销售收入分别可以达到3.72、6.22和11.29亿元，净利润分别可以达到1.43、218、3.37亿元，每股收益分别可以达到1.11、1.60、2.27元。

## 2. 行业发展情况

### ➤ 软件行业增长快于电子信息产业整体水平，规模继续扩大

2007年，我国软件行业保持稳定增长，但是增长速度明显放缓。全年软件产业实现收入5800亿元，同比增长20.8%，比2006年的增速有所减缓，但是仍高于电子信息产业18%的全年增长速度，也远高于全球软件产业2003年以来6.5%左右的平均增长率。

2008年1-2月，我国软件产业累计完成软件业务收入922.75亿元，同比增长28.7%，增速比去年同期高7.1个百分点，比整个电子信息产业高11个百分点；规模以上企业个数达12317家，比去年同期增加了492家；全行业就业人数超过130万人。（信息产业部）

### ➤ 星级酒店快速增长

2006年底，全国星级饭店13378家，同比增长11.26%，比2005年增加了1350多家，其中五星级298家（2007年5月底324家，5个月增加26家），四星级1400家，三星级4993家，二星级6027家，一星级660家。2007年7月1日，全国星级饭店13923家。（《全球酒店》）

### ➤ 高星级酒店增长更快

2007年底前开工全国待评、在建、待建四、五星级饭店1107家，其中相当于五星级的554家，是目前全国五星级饭店总量的1.9倍。石基信息作为高星级酒店管理信息系统的最主要供应商，需求增长显著。（《全球酒店》）

## 3. 石基公司历史沿革及发展情况

- 石基公司是经北京市人民政府经济体制改革办公室《关于同意北京中长石基信息技术有限公司变更为北京中长石基信息技术股份有限公司的通知》的批准，以石基公司六家股东李仲初先生、长春燃气、业勤投资、焦梅荣女士、陈国强先生、李殿坤先生作为发起人，于2001年12月21日由石基公司整体变更设立的股份有限公司，注册资本3,300万元。后经分红送股和股权转让，截至本招股意向书签署日，公司注册资本4,200万元，公司股东为李仲初、业勤投资、焦梅荣、陈国强、李殿坤。
- 公司主要从事酒店信息管理系统软件的开发与销售、系统集成、技术支持与服务业务，是目前国内最主要的酒店信息管理系统全面解决方案提供商之一。公司开发的具有自主知识产权的石基数字酒店信息管理系统V2.0（软著登字第043738号）为国内高星级酒店所广泛采用。公司控股子公司石基泰能开发的具有自主知识产权的Talent This2000饭店管理系统V7.0（软著登字第052927号），在国内较低星级酒店拥有稳定的市场占有率。
- 为进一步完善公司的产品和业务结构，扩大市场占有率，充实公司已有的从高星级到较低星级直至经济型连锁酒店完整客户群体，提高公司盈利能力和抗风险能力，公司于2006年12月8日与全国知名的酒店信息管理系统供应商杭州西软科技有限公司（以下简称西软科技）之股东签署了《西软科技股权转让协议》，收购其持有的西软科技60%股权，西软科技已于2007年4月18日取得了变更后的营业执照。西软科技持有FOXHIS酒店计算机管理系统V4.0（软著登字第0009594号）等多项拥有自主知识产权的软件产品。
- 截止2007年底5月31日，在国内（未含港、澳、台地区）约13,000家星级酒店当中，由公司提供酒店信息管理系统客户数量超过3,000家，其中五星级酒店客户数量为279家，在国内（未含港、澳、台地区）五星级酒店市场占有率达到80%以上。
- 公司为经北京市科学技术委员会认证的高新技术企业，公司于2002年获得北京市新技术产业开发试验区高新技术企业协会颁发的“中关村最具发展潜力十佳中小高新技术企业最佳科技创新能力奖”，2003年通过ISO9001国际质量管理体系认证，2004年获得北京市中关村高新技术企业协会颁发的“最具发展潜力的中小企业奖”。



图表 1: 公司前五大股东持股情况 (2007 年 12 月)

股东名称	持股比例	持股总数
李仲初	63.00%	35,280,000
业勤投资	4.80%	2,688,000
焦梅荣	4.20%	2,352,000
交通银行-富国天益价值证券投资基金	2.28%	1,280,980
陈国强	1.80%	1,008,000

来源: 公司报告

#### 4. 石基公司的业务发展过程

##### ➤ 第一阶段: 系统集成商 (1998年-2001年)

在发展初期,公司以酒店信息系统集成业务作为切入点。技术先进、运行可靠的系统集成服务为公司赢得了极大的声誉,在公司成立之后的三年时间内为近100家国内顶级酒店提供了系统集成服务。

##### ➤ 第二阶段: 系统服务商 (2003年以前)

在用户迅速增长、经验不断累积的基础上,公司针对用户的需求适时推出包括系统配置、性能优化、技术支持、系统维护在内的系统服务业务。目前,超过300家国内顶级酒店已成为公司的系统服务用户。

##### ➤ 第三阶段: 软件供应商 (目前阶段)

基于系统集成、系统服务的业务基础及对市场需求的深刻理解,更有赖于公司在领域内的专业人才优势,从2002年以来,公司业务重点逐步转向软件开发领域。目前,酒店信息化全面解决方案——石基酒店信息管理系统 (IP HOTEL) 已成为国内高星级酒店信息化所选用的主流产品。

##### ➤ 第四阶段: 应用服务提供商 (ASP)

顺应软件和网络技术的发展,为更好的满足酒店营销管理网络化对信息系统产生的新的需求,公司正以自主开发的基于宽带技术的软件产品为核心,面向全球选购适当的产品与技术,构筑起完整的架构于互联网的服务于整个旅游业的连接酒店与渠道的信息交易处理系统。这一系统的成功运转将推动石基信息成为未来最主要的酒店信息系统应用服务提供商 (ASP)。

##### ➤ 第五阶段: 通过并购完善产品链条,扩大公司的产品领域

07年11月,公司以2924.3万港元收购Infrasys(香港)有限公司的70%股权公司,进入餐饮信息系统领域。Infrasys是亚洲最主要的餐饮业POS系统厂商,该公司在香港和新加坡餐饮业(高档餐厅和会所)POS系统市场占有率均超过60%。通过并购,公司增加了新的产品系列,Infrasys餐饮管理信息系统具有多种语言界面和优于Micros系统餐饮管理模块的功能。同时也降低了严重依靠Micros系统餐饮管理模块的风险。在并购之后,石基信息将利用Infrasys在餐饮POS系统的技术和产品优势完善公司在酒店领域的解决方案,同时也将利用Infrasys现有的市场、品牌、销售渠道有效的扩大公司在其他亚洲市场的占有率。而Infrasys也可以利用石基信息技术提高产品的技术含量,同时利用石基信息现有在大陆市场的渠道提高在大陆市场的占有率。

#### 5. 石基的市场占有率情况及资源优势

➤ 截止2007 年底5 月31 日,石基公司提供酒店信息管理系统的高星级酒店客户数量为279 家,在国内(未含港、澳、台地区)高星级酒店市场占有率达到80%以上。低星级酒店客户群3000多家(包括西软和泰能),全国酒店业共有酒店13000家,在酒店管理软件细分行业内处于领导地位。

➤ **品牌(酒店业信息系统最顶级供应商)**。公司已确立起技术领先、产品优秀、服务专业的良好品牌形象。这一品牌优势有力地支撑着公司业务的拓展及业绩的提升。许多竞标项目的放弃主要是基于公司服务与品牌的严格标准,而非实力不济。

➤ **人才(业内优秀人才因品牌而凝聚)**。技术精湛、经验丰富、结构合理、团结合作的国际化管理团队。公司的技术开发和市场销售骨干大多具有多年国际酒店从业经验,既精通信息技术,同时又理解酒店及消



费者需求。工程实施人员、技术服务人员也大都具有多年从业经验，并经过公司严格的内部培训和国际集团认证。由于石基信息能给予员工更多的更快地成为国际化人才的发展机会，公司已经和正在成为酒店业新一代年轻专业人才的就业理想。专业的国际化管理团队和专业、敬业的优秀员工队伍是公司的核心优势所在。

- **(中国最好，国际接轨)**。拥有构建酒店信息管理系统的所需要的全套技术与方案，拥有多项与酒店信息系统相关的具有自主知识产权的产品；公司的主要产品技术居国内领先水平，部分产品技术达到国际领先水平；获得MICROS全球领先的基于多酒店多物业的前台管理软件技术在中国境内（不包括香港、澳门、台湾）的独家使用许可，因此，公司确立了在国内市场较为显著的技术优势。
- **(最顶级的客户和合作伙伴)**。公司的客户大部分为国内外知名酒店管理集团所管理的高星级酒店。北京国际俱乐部喜来登饭店，上海金茂君悦大酒店，广州花园酒店，深圳五洲宾馆等等著名酒店以及国内其他各主要城市的大部分知名高档酒店均为公司的代表性客户。具有国际背景的客户对技术与服务的需求往往反映了国内酒店信息行业的未来发展趋势，推动了公司技术水平的不断提高、服务手段的不断改进；这些知名用户经营稳健、管理规范、信誉卓著，与这些客户的合作将从经营管理、财务控制、现金流入等方面保障公司的长远稳定发展。

## 6. 订单情况与未来利润增长点

### ➤ 石基订单情况

2007年底开工全国待评、在建、待建四、五星级饭店1107家，其中相当于五星级的554家，1.9倍。石基信息作为高星级酒店管理信息系统的最主要供应商，需求增长显著。在新增的高档酒店信息系统需求中，除少数几家使用自行开发的管理系统外，其它全部成为石基公司的客户。

中低档酒店信息系统。公司控股子公司西软科技进一步强化产品研发，形成了以Smart、V系列、X系列所组成的从低至高的较为完善的产品序列，同时通过强化市场推广、提高服务质量，使各产品逐步确立了其在各自领域的国内主导产品地位。西软科技在本年度进一步提高并强化了其在本土高档酒店及较低星级酒店业务领域内的市场领先地位。西软科技的“西软”系列酒店管理软件已成为国内较低星级酒店所选用的主流产品。能够拿到低星级酒店中较优质客户的订单。

INFRASYS餐饮管理系统。石基信息利用Infrasys在餐饮POS系统的技术和产品优势完善公司在酒店领域的解决方案，在高档酒店的餐厅中应用INFRASYS系统，部分替代Micros系统。由于石基公司庞大的客户群和具有高端酒店垄断优势，INFRASYS的销售情况能够达到稳定的增长。

### ➤ 未来利润增长点

08—10年的主要利润增长还是来自于高端酒店管理系统，由于2008年北京奥运会、2010年上海世博会以及中国旅游业的快速发展，全国范围内高星级酒店的建设处于高速增长阶段。公司在高星级酒店信息系统建设中的绝对优势地位给公司带来快速发展的机会，预计该项业务的年增长率超过50%。

09年开始，畅联系统将促进公司更上一层楼。畅联系统成功的必要条件就是广泛的酒店信息系统客户基础，石基公司经过多年的经营积累，目前在国内是唯一具备该条件的系统服务提供商。畅联系统能够有效提高酒店客房销售的效率，增加产业链上下游的价值，具有较强的生命力和盈利能力。从09年开始畅联应该能够在酒店客房销售产业链中发挥作用并实现盈利，由于酒店客房销售领域的市场规模大，2010年全国客房总量预计超过220万间，网上订房的比例也在逐步提升，仅携程一家公司07年的客房预定收入就达6.8亿元，E龙及其它客房预定公司的销售收入也在逐步增长。畅联的加入能够使这些客房预定公司的运营成本降低，畅联也能从节约的成本中分得一部分，由于市场规模巨大，且畅联系统运作效率高、成本低，在09年以后，畅联有望成为公司新的利润增长点。如果石基公司进一步做酒店客房销售业务，则会产生更强劲的利润增长。

## 7. 竞争对手情况分析

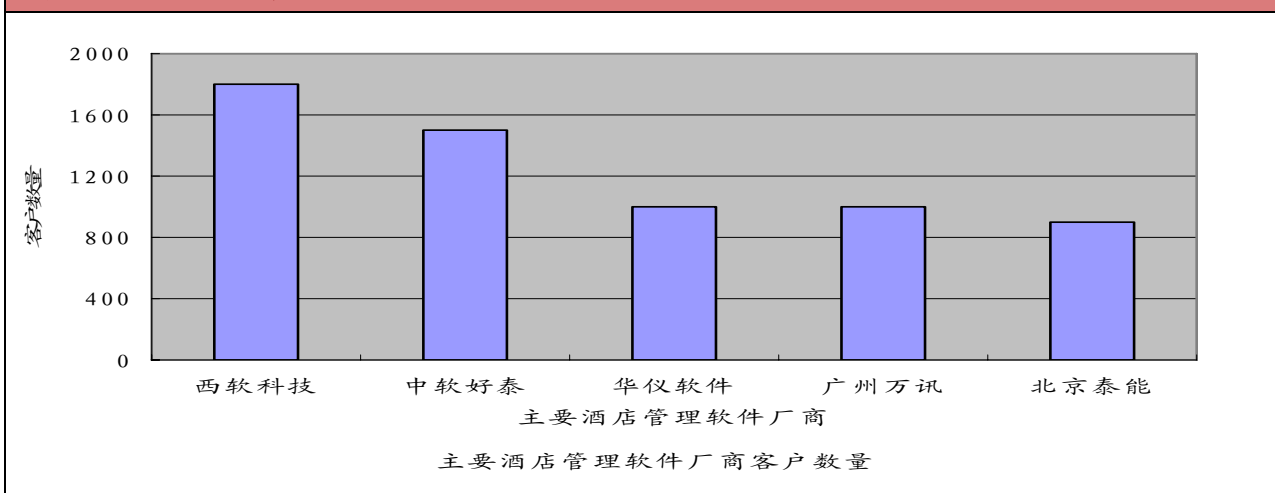
- 软件供应商，也是全国首批高科技中外合资企业之一。经历二十多年的磨练，产品不断推陈出新，始终保持行业领先地位，用户遍布全国30个省市自治区，被世界经济杂志誉为酒店智能化管理的“排头兵”。华仪酒店管理软件HY.COM版的隆重推出，标志着酒店管理软件从单纯的酒店内部管理转向整合互联网应用、电子商务应用、移动办公与酒店的经营、管理、控制相结合的全新的酒店信息化平台建设迈出了重



要一步。目前的主要产品为“HY 华仪酒店管理系统”系列产品，在全国拥有约 1000 家酒店用户，其中包括五星级酒店用户 20 多家。该公司是酒店管理软件细分行业中具有一定竞争力的公司，但它的客户规模，尤其是高端酒店客户规模无法与石基公司相比；在低端酒店市场上也无法与石基公司的控股子公司西软科技相比。

- 北京泰能软件有限公司（石基泰能）07 年已经将股权出售，公司持有石基泰能 63.73% 的股权。石基泰能继承了原北京世纪泰能科技有限公司的所有客户、软件产品、人员等，截至 2006 年底，石基泰能拥有超过 900 家的较低星级酒店客户。中软好泰酒店计算机管理系统工程有限公司。成立于 1995 年，是中国计算机软件与服务股份公司（股票简称中国软件，股票代码 600536）从事酒店业信息化软件研发、销售和服务的专业化子公司，是目前国内知名的酒店信息化全面解决方案的供应商之一。其主要产品为“CSHIS 中软酒店管理系统”系列产品，目前拥有约 1500 家酒店用户，其中几十家为五星级（含五星标准）酒店用户。2007 年 12 月 11 日，中国酒店行业第一个基于 SaaS 模式的产品“中软酒店管理系统赛斯版”在北京隆重发布。
- 广州万迅电脑软件有限公司，成立于 1992 年，是香港上市的香港万达资讯科技有限公司(股票代码:8213)的子公司，现有员工 100 多名，在全国共有十三个分区办事处，并在中国各大城市有多个分销网络。广州万迅为专业致力于应用软件开发和服务的“双软认定”企业，其目前的主要产品为千里马酒店管理系统及千里马餐饮管理系统，在全国拥有数百家酒店用户。
- 深圳市聚源达科技有限公司：是一家专业从事酒店、公寓、小区智能化系统的高科技企业。主要产品包括：智能卡门锁，酒店信息管理系统软件，桑拿洗浴管理软件，餐饮酒楼管理软件等。是国内较早从事大中型智能管理系统及网络系统工程设计、开发、安装、培训与维护的专业公司之一。多年来，公司先后为国内数百家用户提供了包括工程承包、系统改造、项目规划及顾问等服务，涉及计算机软件开发、网络设计、酒店管理系统、VOD 视频点播、计算机视频监控及电子门禁等众多领域。公司下设酒店事业部，专门从事酒店计算机管理系统、智能卡电子门锁、客房智能弱电系统开发、推广、设计、安装服务。公司拥有一批既具有丰富的酒店业务经验又掌握先进计算机技术的开发人员，经过多年的努力，Fountain 酒店智能系统的软、硬件功能已达到国内领先水平，并完全可以与国外同类产品相媲美。在采用计算机新技术、结合中国国情、界面友好、功能特别修改、售后服务等方面更胜国外同类产品一筹。公司遵循“用户至上，共同发展”的原则，切实关心用户的需求，以合作方式与用户一起设计系统，真正体现了“用户是系统的一部分”的概念。公司一贯致力于开发和推广国际最先进的技术，为客户提供完整卓越的解决方案。同时，公司不断的将高科技的产品与与先进的管理理念有机结合，为用户提供超值服务。
- 南京佳境管理软件：酒店管理、餐饮管理、超市管理、洗浴管理的一系列软件。

图表 2：主要酒店管理软件厂商客户数量（截至 2006 年）



来源：公司报告

➤ 竞争者分析基本结论：

目前看来酒店管理系统软件行业普遍存在中小软件公司数量多，软件产品种类多，中低端市场竞争激烈，高端市场基本由石基公司垄断。



➤ 进入本行业的主要壁垒

公司所从事的酒店信息管理系统业务的进入壁垒主要表现为行业经验和知识的积累、产品与技术的积累及用户群的积累等三个方面。总体而言，国内市场经过十多年的充分竞争和发展，新的竞争者难以短期内形成行业知识和经验、产品与技术、用户群等三方面的积累，竞争将主要在现有市场参与者之间展开。

## 8. 两项主要业务的竞争战略模型分析

➤ 高端酒店管理系统的竞争战略模型分析：

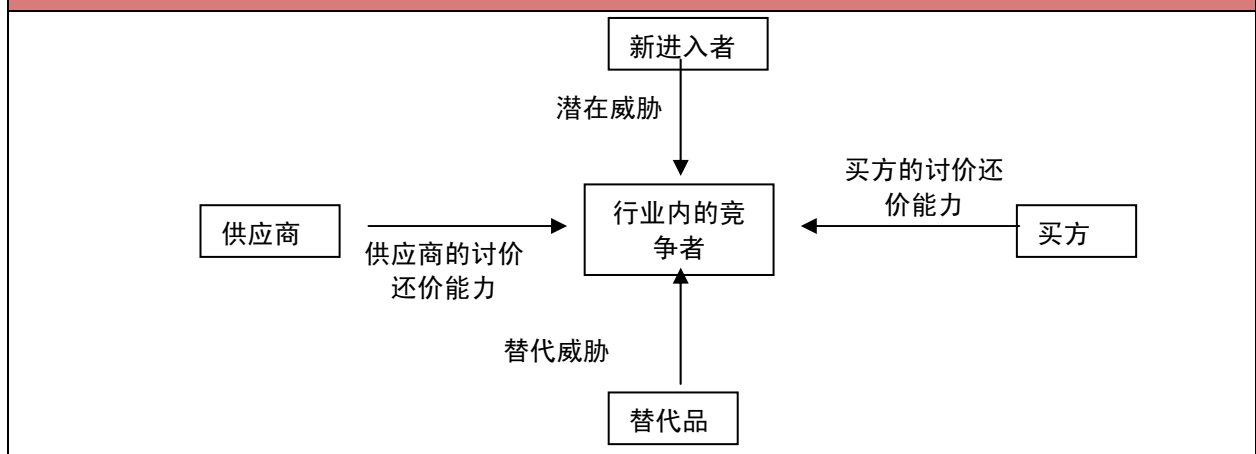
在高端酒店管理系统业务领域，石基公司的供应商是Micros公司，两家公司签定了长期合同，石基公司是Micros在中国的唯一销售商，双方长期合作，相互依赖，价格比较稳定。高端酒店管理系统的客户主要是国内的高星级酒店，由于目前中国正处于酒店建设的高峰期，且石基是国内仅有的国际化酒店管理系统供应商，在该细分市场中处于垄断地位，具有很强的议价能力。该行业由于行业经验和知识的积累、产品与技术的积累等方面的壁垒，新进入者很少，又没有替代品，所以该项业务在产业链中占据着十分有利的位置。

➤ 畅联系统的竞争战略模型分析：

畅联系统的供应商主要是酒店，供应的产品就是酒店的客房信息，由于畅联具有酒店销售渠道的作用，客房信息可以免费获得。畅联的客户从短期来看是携程、E龙等客房预定服务提供商，他们的议价能力是比较强的，但畅联系统能实实在在的降低他们的运营费用，同时石基能够掌握较大比例的酒店客房实时信息，对携程、E龙能够形成威逼利诱的双重效果，所以石基也具有一定的议价能力。由于畅联需要众多的酒店管理软件客户群，潜在竞争者进入畅联业务的可能性几乎为零。替代者目前来看主要是携程、E龙等的手工操作系统，根据成本核算和规模效应原则，手工系统的威胁会逐渐减小，最终消失。

从长期发展来看，畅联系统会成为酒店和客房预定公司供需信息的汇节点，由于占有大量供求信息，所以对酒店和客房预定公司的粘性很强。在产业链中能够占据极为有利的位置。由于携程等公司可能考虑到这样的发展态势，其手工系统也许会被保留或采取其它的应对措施，需要密切注意这方面的进展情况。

图表 3：石基信息主要业务的竞争战略模型分析



来源：塔晶投资研究中心

### 毛利率预测

- 系统集成业务主要是进口Micros和HP公司的硬件设备，为酒店做硬件系统的集成服务。由于硬件系统中HP公司产品不是国内唯一代理商，竞争比较激烈，所以毛利率有一定幅度的下降。
- 软件开发的毛利率是公司将成本转移到其它业务中形成的100%的毛利率水平，今后还会持续这样操作，主要是因为软件开发有增值税返还政策。
- 技术支持与服务的毛利率水平在07年有一个较大幅度的上升，主要是因为公司该项业务的规模效应开始显现，预计08—10年随着规模的进一步扩大，规模效应能使单位成本进一步下降，毛利率稳步提升。
- 畅联系统是一个自动化的系统，从目前石基建设畅联的情况来看，建设过程中能够从每家酒店收到2—3



万元的费用，所以建设成本不会很高，但在应用初期直接成本还是比较高的，预计09—10年毛利率水平能够在30%—40%左右

**图表 4: 毛利率情况**

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
系统集成	23.00%	22.00%	18.26%	17.00%	16.00%	15.00%
软件开发	100%	100%	100%	100%	100%	100%
技术支持与服务	38.00%	35.00%	51.59%	52.00%	53.00%	54.00%
畅联系统					30.00%	40.00%

来源：公司报告、塔晶投资研究中心

## 9. 财务分析

- 销售费用：公司营业费用的构成主要是销售人员的旅差费。随着产品市场规模的扩大，以及公司在全国各主要城市子公司的建立和完善，这部分费用能够维持在10%左右。
- 管理费用：包括企业管理和组织生产经营活动所发生的各项费用。对于石基公司来说，主要是公司管理人员的相关费用，由于石基公司在管理人员增长方面一贯的谨慎态度，在管理费用方面能够产生一定的规模效应，08—10年分别为：19.00%、18.50%、18.50%
- 财务费用：由于公司在07年增发融资后，帐面上始终有大量现金，将1.5亿的现金直接存定期存款，所以财务费用始终为负，08—10年分别为：-10.55、-12.81、-15.14亿元。

**图表 5: 三项费用情况**

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入（百万元）	148.41	193.11	279.48	371.78	622.98	1,129.59
销售费用（百万元）	19.62	20.75	29.03	37.18	62.30	112.96
销售费用/营业收入	13.22%	10.75%	10.39%	10.00%	10.00%	10.00%
管理费用（百万元）	29.31	37.86	53.91	70.64	116.81	208.97
管理费用/营业收入	19.75%	19.61%	19.29%	19.00%	18.50%	18.50%
财务费用（百万元）	-0.57	-0.81	-1.58	-10.55	-12.81	-15.14
财务费用/营业收入	-0.39%	-0.42%	-0.56%	-2.84%	-2.06%	-1.34%

来源：塔晶投资研究中心



图表 6: 三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	148	193	279	372	623	1,130	货币资金	63	65	375	494	561	689
增长率		30.1%	44.7%	33.0%	67.6%	81.3%	应收款项	37	58	69	73	121	219
主营业务成本	-68	-80	-108	-162	-290	-579	存货	13	37	39	57	106	217
% 销售收入	45.7%	41.5%	38.8%	43.5%	46.5%	51.2%	其他流动资产	13	14	20	14	19	22
毛利	81	113	171	210	333	551	流动资产	126	174	502	638	806	1,147
% 销售收入	54.3%	58.5%	61.2%	56.5%	53.5%	48.8%	% 总资产	77.2%	76.9%	79.2%	79.7%	79.6%	82.3%
营业税金及附加	-3	-4	-6	-8	-13	-24	长期投资	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	2.2%	2.1%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	固定资产	30	31	35	65	108	149
营业费用	-20	-21	-29	-37	-62	-113	% 总资产	18.2%	13.8%	5.6%	8.1%	10.7%	10.7%
% 销售收入	13.2%	10.7%	10.4%	10.0%	10.0%	10.0%	无形资产	7	20	96	96	96	95
管理费用	-29	-38	-54	-71	-117	-209	非流动资产	37	52	132	162	206	246
% 销售收入	19.7%	19.6%	19.3%	19.0%	18.8%	18.5%	% 总资产	22.8%	23.1%	20.8%	20.3%	20.4%	17.7%
息税前利润 (EBIT)	28	50	82	94	141	204	资产总计	163	227	634	800	1,013	1,393
% 销售收入	19.1%	26.1%	29.4%	25.3%	22.6%	18.1%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	1	1	2	11	13	15	应付款项	46	69	77	113	192	354
% 销售收入	-0.4%	-0.4%	-0.6%	-2.8%	-2.1%	-1.3%	其他流动负债	9	10	13	73	84	103
资产减值损失	-1	-2	-1	-2	-10	-18	流动负债	55	79	90	186	276	457
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	3	0	0	0	其他长期负债	0	0	1	1	1	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	2.9%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	55	79	91	188	277	458
营业利润	27	49	85	103	143	202	普通股股东权益	105	140	525	594	717	915
营业利润率	18.5%	25.6%	30.5%	27.6%	23.0%	17.9%	少数股东权益	2	8	18	19	19	19
营业外收支	9	12	22	29	47	67	负债股东权益合计	163	227	634	800	1,013	1,393
税前利润	37	62	107	132	190	269	比率分析						
利润率	24.7%	32.0%	38.4%	35.5%	30.5%	23.9%		2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
所得税	-1	-4	-6	-7	-10	-15	每股指标						
所得税率	2.7%	6.8%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	每股收益	0.841	1.366	1.808	1.111	1.601	2.270
净利润	36	58	101	125	180	255	每股净资产	2.506	3.343	9.382	5.301	6.402	8.174
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.198	1.301	1.880	1.190	1.241	1.585
归属于母公司的净利润	35	57	101	124	179	254	每股股利	0.250	0.250	0.500	0.500	0.500	0.000
净利率	23.8%	29.7%	36.2%	33.5%	5.4%	6.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	33.56%	40.88%	19.27%	20.95%	25.01%	27.77%
	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	总资产收益率	21.67%	25.31%	15.97%	15.55%	17.71%	18.26%
净利润	36	58	101	125	180	255	投入资本收益率	25.64%	31.70%	14.28%	14.51%	18.08%	20.65%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	5	7	12	15	27	39	主营业务收入增长率	36.06%	30.12%	44.72%	33.03%	67.56%	81.32%
非经营收益	-1	-1	-3	-29	-47	-68	EBIT增长率	73.99%	77.52%	63.34%	14.53%	49.73%	45.06%
营运资金变动	10	-8	-5	22	-21	-48	净利润增长率	67.82%	62.47%	76.44%	22.85%	44.15%	41.78%
经营活动现金净流	50	55	105	133	139	178	总资产增长率	37.94%	39.10%	179.73%	26.15%	26.58%	37.50%
资本开支	-24	-13	-21	-15	-15	6	资产管理能力						
投资	0	-18	-52	0	-1	0	应收账款周转天数	71.9	67.9	70.1	72.0	72.0	72.0
其他	1	1	0	0	0	0	存货周转天数	84.7	113.9	128.1	130.0	135.0	138.0
投资活动现金净流	-23	-30	-74	-15	-16	6	应付账款周转天数	49.1	47.3	32.2	35.0	35.0	35.0
股权募资	0	0	284	0	0	0	固定资产周转天数	#DIV/0!	61.5	47.4	65.3	64.9	48.7
债权募资	0	0	0	0	0	1	偿债能力						
其他	-4	-22	-6	0	-56	-56	净负债/股东权益	-58.46%	-43.97%	-68.97%	-80.64%	-76.20%	-73.57%
筹资活动现金净流	-4	-22	278	0	-56	-55	EBIT利息保障倍数	-49.5	-62.1	-52.1	-8.9	-11.0	-13.5
现金净流量	23	2	310	119	67	128	资产负债率	33.99%	34.75%	14.27%	23.47%	27.34%	32.88%

来源: 塔晶投资研究中心

(塔晶投资研究中心 软件行业研究员 赵金实)



## 交 易 回 顾

二零零八年六月份上海塔晶旗下包括中泰塔晶一号、中泰塔晶犀牛、华宝塔晶狮王一号、华宝塔晶狮王二号、厦信塔晶华南虎一号、深国投老虎一期在内的六支信托基金一直保持了较低的仓位来回避系统性的非理性杀跌风险。目前整个市场的估值水平已经处于全球最低端水平，部分有核心竞争力的企业股票已非常便宜，虽然短期股价仍在剧烈波动，但长期来看其投资价值空间巨大，因此，本基金管理公司在六月末借助行情的加速下跌，逐渐在相对低位对部分核心投资品种进行了适度加仓，为后面即将到来的上涨行情作建仓准备，考虑到目前市场非理性情绪干扰严重，不排除指数在7月份再出现恐慌的最后一跌阶段，因此，本基金后期将继续放慢建仓节奏，对核心品种采取边跌边买的加仓策略，以防止建仓过程给净值带来过大的损失，同时也要防止错过3季度可能出现的较大级别的中级上涨行情。

上海塔晶旗下基金 2008 年 6 月度开放日净值如下：

### 塔晶信托基金 2008 年 6 月度净值披露

计划名称	净值	累积净值	净值增长率	成立日期	更新日期
中泰.塔晶一号	1.0735	1.0735	7.35%	2007-06-20	2008-06-10
中泰.塔晶.犀牛	1.0734	1.0734	7.34%	2007-07-20	2008-06-10
华宝.塔晶.狮王一号	0.9155	0.9155	-8.45%	2007-09-03	2008-06-13
华宝.塔晶.狮王二号	0.8335	0.8335	-16.65%	2007-10-08	2008-06-13
厦信.塔晶.华南虎1号	0.7365	0.7365	-26.35%	2007-10-24	2008-06-30
深国投老虎I期	0.8356	0.8356	-16.44%	2007-12-11	2008-06-10

注释：上述基金公布的净值均已扣除所有信托费用及业绩报酬。



# 大宗商品价格

## 食品行业-糖价格

主产地糖价 (单位: 人民币元 / 吨)

地区	最新价格	比昨天变化	比上周同期	比上月同期
柳州	3200	+10	-5	-30
南宁	3200	0	-20	-50
昆明	3150-3160	0	0	-30
旬尾	3120-3130	0	-20	-20
湛江	3220-3230	0	-20	-50
乌鲁木齐	3380-3400	0	-20	-20

资料来源: 中国食糖网 2008-6-30

## 最新国际油价

名称	最新价格 (\$/bbl)	涨跌幅%
Nymex	143.57	+2.6
Brent	144.28	+3.59

资料来源: BLOOMBERG 2008-7-2

## 金属期货价格 (美元/吨)

名称	最新价格(USD/MT)	涨跌额	涨跌幅%
锌	2332.500	-54.750	-2.34
镍	21150.000	-400.000	-1.89
铅	1865.000	-65.000	-3.49
铜	8720.000	110.000	1.26
铝	3200.000	45.000	1.41

资料来源: BLOOMBERG 2008-6-30

## 黄金现货价格 (美元/盎司)

名称	最新价格(USD/t oz.)	涨跌额	涨跌幅%
金	941.000	-3.9	-0.41

资料来源: BLOOMBERG 2008-6-30



# 基金服务

## ■ 中国股市为何常会超跌于海外市场

尽管引起中国股市超跌于海外市场的原因异常复杂，但推动中国股市超跌于海外市场，从各种迹象看，最大因素显然是大小非的大量减持及其带给市场的悲观预期。

这是一个让很多人都困惑不解的现象。

美国次贷危机仅让美股下跌了不到两成，却让中国股市下跌了 55%；越南金融剧烈振荡只让其股市下跌了百分之六十几，我国既没有出现外资抽离，CPI 也已经回落，股指却暴跌了 55%；新兴市场的俄罗斯、印度、巴西自 2002 年 10 月以来狂涨了 5 倍多，但其后的跌幅却不过分别为 15%、12%和 8%，而同期 A 股虽然仅仅上涨了 2.95 倍，随后却暴跌了 55%。

人们在求解上述问题答案时，通常把矛头指向我国股市新兴加转轨的特征和对监管措施的反思，或者认为是中国股市缺乏类似股指期货、融资融券之类的做空和避险机制。尽管引起中国股市超跌于海外市场的原因异常复杂，上述因素也不排除是引起超跌的原因之一，但推动中国股市超跌于海外市场，从各种迹象看，最大因素显然是大小非的大量减持及其带给市场的悲观预期。

为什么是大小非？大小非真的有如此强大的威力？是的。大小非不仅成本低廉，而且数量巨大，这个数量不仅可以轻松吞噬几乎所有做多资金，即便当前 10 多万亿元居民储蓄全部接盘，大小非 20 多万亿元的市值也可以迅速将其消解于无形，且还存在一半的资金缺口。最为关键的是，大小非问题并不存在于上述诸如美国、俄罗斯、印度、巴西、越南等国的资本市场，而仅仅是属于中国股市历史遗留下来的独有问题。由于这个中国特色问题的存在，加之国际油价、粮价、大宗商品价格等持续高企带来的全球性通胀时代的到来，以及国际资本市场的整体走熊、中国持续实施宏观调控政策……种种因素的叠加，最终造成了中国股市超跌于海外市场。

在三一集团承诺将解禁股推迟 2 年全流通，并将减持价大幅提高后，有研硅股等多家公司大非也加入到了推迟解禁行列。此外，浙大网新子公司和大众交通、大众公用高管纷纷增持股份。或许有人说，如果大非们都像三一重工那样，“猛于虎”的解禁股问题不就可以明显缓和？如果推迟解禁成为潮流，那么，股市的供需关系不就可以彻底改观、中国股市超跌于海外市场的现象不就可以彻底扭转？而且，高管们纷纷增持股份和大非推迟解禁，某种程度上不也恰恰显示了产业资本开始认同金融资本的价值底线么？是的，如果真的如人们假设的那样，推迟解禁和高管增持成为潮流，那么中国股市超跌于海外市场的势头将会扭转。问题是，这毕竟是假设。我们不能强迫所有上市公司都像三一重工那样为了控股而将大非推迟解禁，我们更不可能要求所有上市公司高管都来增持自己公司的股份。何况，推迟解禁和高管增持是否显示了大小非这些产业资本开始认同金融资本的价值底线，还需观察。最起码，从大小非减持或推迟减持的动机看，作出如此判断可能为时过早。



当前决定大小非是抛售还是推迟解禁的因素，主要有四个：一是大小非对中国股市未来的预期。如果预期中国股市继续下跌，且下跌空间颇大，那么大小非就有很强的减持冲动。即便他们看好公司股票，他们也会因为将来有更好的价格回购而宁愿现在抛售，这不是一件很难决断的事情。二是大小非自身的资金链状况。在银行贷款难以获取，民间借贷利率高企，而紧缩政策一时半会儿还不会改变的情况下，如果大小非在实业或其他经营中面临资金紧张，甚至面临资金链断裂风险时，他们会毫不犹豫地抛售套现。三是大小非对公司未来成长性的价值判断。如果公司正处于快速成长期，未来公司业绩将会出现裂变式增长，公司股价有望再上台阶的话，那么大小非一般会倾向于推迟减持，高管也会乐于增持股份。反之，若公司前景不妙，未来股票甚至有可能被ST的话，那么大小非即便认同金融资本的价值底线，现在也不会死守预期不佳的股票而不减持。四是大小非对控股权的态度。三一重工等 5 家自愿推迟解禁的大非中，有研硅股、黄山旅游、中航精机都是国有企业，国有控股权必须维护，所以大非解禁后不能减持，三一重工和鼎立股份为民营企业，这两家因为不愿丧失控股权，大非解禁后也不愿减持。显然，5 家大非不是不抛，而是为了控股权不能抛。假如大非拥有 60% 的绝对控股权，那么抛掉其中的 9.9%，大非肯定会毫不犹豫。

总之，中国股市正处于向全流通市场转型、向成熟市场变身的“阵痛”期，巨量的大小非正如悬于大众投资者头顶的“堰塞湖”一样，随时有可能冲垮所有金融资本坚守的价值底线。尽管目前各方面的数据都显示，大小非并未大规模减持。但随着宏观基本面和大小非自身对资金需求的变化，以及他们对后市的判断，大小非很难说不会在未来实施大规模减持，从而继续上演中国股市超跌于海外市场的怪象。因此，在没有有效约束大小非减持的新政出台前，有关方面必须加大大小非减持信息披露的透明度和频率，以便投资者虽然不能期待此举能帮助其获利或解套，但起码可以让其据此判断大小非减持的强度和趋势，从而及时调整仓位和进退策略，防止在股市继续超跌于海外市场中招致更大损失。



## 特 别 声 明

本刊所载文章版权归“上海塔晶投资管理有限公司”所有，未经事先书面授权，任何人不得进行任何形式的复制、刊登、发表或引用。

本刊所载文章基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，文章涉及信息或所表达意见均不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，仅供基金持有人了解我公司投资研究情况使用，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

**上海塔晶投资管理有限公司**

地址：上海浦东新区新金桥路28号新金桥大厦24层

电话：(021) 33821711 传真：(021) 33821701

网址：[www.tajing.com](http://www.tajing.com)