

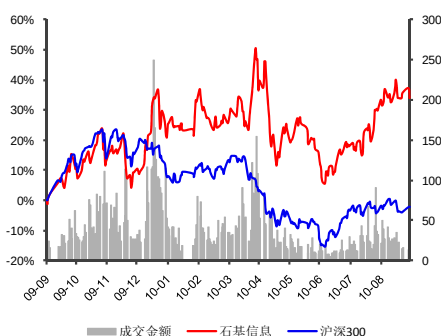
调研报告

短期增长确定，未来不止有“畅联”

计算机行业

2010年9月28日

——石基信息（002153）调研报告

评级：推荐（维持）
合理价格：45.00-50.00 元
最近 52 周走势：


相关研究报告：

《市场空间与利润率双升，...》2010/04/22

《下游市场复苏强劲，...》2010/04/28

《继续实施并购策略，...》2010/07/06

《下游行业持续景气，...》2010/08/23

报告作者

国联证券研究所物联网小组

组长：韩星南

执业证书编号：S0590210020001

联系人：

吴昊

电话：0510-82833321

Email: wuh@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

事件：近期前往北京市拜访公司，与公司管理层进行交流，对行业情况，公司当前运营和未来发展战略有了进一步的认识，总结汇报如下。

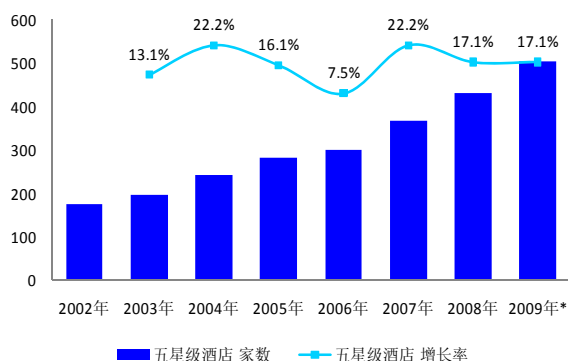
- **公司短期内增长的主要驱动力依然是高端酒店业务。**受益于国内旅游市场高度景气，国内高星级酒店在未来5年中将保持15%左右的稳定增长率。其中，五星级酒店的数量预计在2015年翻一番，达到1000余家。高端酒店的增加将持续的为公司带来的软件销售收入和技术支持与维护收入的增长。公司短期内的增长主要还是依靠新建高端酒店数量的增长。
- **业务已延伸至普通餐饮连锁和全行业收银一体化系统，他们将成为公司长期增长驱动力。**公司通过并购的方式先后收购了香港Infrasys和南京银石。增强公司在酒店餐饮POS系统和酒店银行收单一体化的实力，也使公司的业务延伸至普通餐饮连锁和收银一体化系统中。餐饮POS系统和收银一体化市场集中度虽低，但市场空间却更为广阔。此两项业务将成为公司未来长期增长的驱动力。
- **畅联直连逐步渗透，推进稳定，但不应对其在短期内爆发期望过高。**以现有情况分析，畅联直连系统拥有近2亿元的市场空间。但畅联直连是持续增长的，而不是爆发性的。公司现有畅联流量是5万间/夜每月，月同比增长率稳定在30%左右。公司已经同除携程外的大部分网上酒店分销商达成协议。短期内，畅联直连还不能贡献显著业绩，在未来将同连锁餐饮和收银一体系统共同成为公司业绩增长的长期驱动力。
- **维持“推荐”评级，短期合理价格区是45.00-50.00元。**公司2010年中报EPS为0.46元，三季度业绩预增在30%-50%，符合预期。我们维持原有较为保守的预测，公司2010-2012年每股收益分别达1.00、1.20、1.54元，鉴于公司下游行业的景气度和市场地位，给予2010年45-50倍市盈率，对应价格是45.00-50.00元。

一、高端酒店：长期稳定增长的源头

受益于国内旅游市场高度景气，增长主要来源于高端酒店数量的增加。全国共有五星级酒店500-600余家，根据全球知名酒店管理集团的投资规划，至2015年，万豪，喜达屋，洲际，香格里拉等10多家国际大型酒店集团将在中国新建超过500家五星级酒店。再加上其他新建单体高端酒店数量，**五星级酒店的数量在未来5年中都将保持至少15%的增速**。预计在2015年，国内的高端酒店数量将超过1000家。新建高端酒店将是公司短期业绩增长的最主要因素。

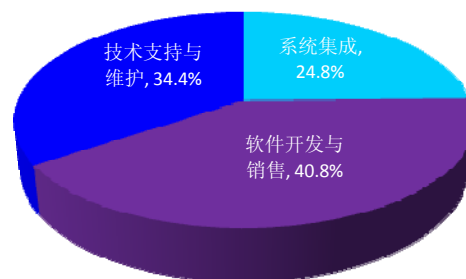
客户增加带动技术支持与维护收入持续增长。酒店客户的不断增加最直接的体现在软件销售的收入增加，随着公司用户规模的不断扩大，技术支持与服务用户也会随之持续扩大。据2009年数据显示，技术支持和服务的收入已占公司总营业收入的34.4%。预计技术支持与服务的收入还将维持稳定的增长趋势。

图 1：五星级酒店数量和增长率



数据来源：国家旅游局，国联证券研究所

图 2：2009 年公司分业务收入



数据来源：WIND 咨询，国联证券研究所

CRS（中央预定系统）在连锁酒店打开市场，为未来酒店集团化打下基础。国内一部分知名商务连锁酒店集团已采用公司的CRS系统，如：华侨城，开元，金陵，如家，格林豪泰等。此类酒店在近期均制定了庞大的扩张计划：如家将新增200家左右分店，格林豪泰将新增200家左右分店等。预计CRS会在未来取得较快的增长速度。此外，酒店的集团化是酒店行业发展趋势之一。我国酒店，尤其是国有的高端酒店单体比例较高，集团化比例较低，CRS在中低端连锁酒店中的广泛使用也为将来进入高端集团酒店的CRS打下基础。

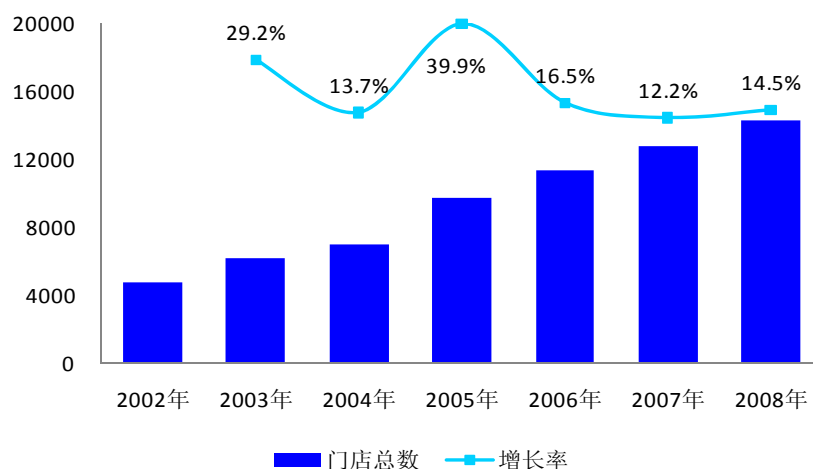
拥有中端软件的终身使用权，填补市场空白，为代理协议加保险。公司在高端酒店中采用的是Micros的Fidelio系列产品（此软件按照酒店客房数量

收费，例如广州长隆酒店采购公司PMS系统花费约为1500万元，长隆酒店拥有客房数量为1500个左右)。公司子公司西软主要从事低端酒店的PMS的研发和销售，售价在10-20万元左右。高端和低端酒店中间夹层是大部分三星级和小部分四星级酒店，低端产品并不能够完全满足中端酒店的业务需求，高端产品价格又过于昂贵。公司从Micros公司购得Micros Opera V7源代码永久使用权，在此基础上开发出适用于中端酒店的PMS信息系统。此举即填补了高端酒店和低端酒店的市场空白，还使得公司在自有技术上拥有超越国内同行业的水平。假如2017年后，公司停止与Micros的代理协议，公司同样也可以通过现有的技术和产品在国内酒店市场中取得一席之地。

二、餐饮POS，收银一体化：“畅联”外的驱动力

餐饮POS系统业务延伸至普通连锁餐饮市场。公司收购香港Infrasys，取得了在东南亚地区餐饮POS系统60%的市场份额。公司利用Infrasys的技术和市场优势，不仅扩大了在酒店中的餐饮POS系统的市场份额，还将业务扩展至普通连锁餐饮POS系统中。公司餐饮POS系统现已拥有包括星巴克在内的多家国内外知名餐饮连锁企业客户（星巴克国内现有门店300余家，未来计划在中国增开至1000余家）。公司为北京顺峰餐饮提供餐饮POS系统，此项目总金额在3000万元左右。根据统计局数据，全国现有连锁餐饮门店数约为15000家，年增速在15%左右，按照每个门店POS系统10万元计算，全国餐饮POS系统市场空间约在15亿元左右。

图 3：全国连锁餐饮门店数量和增速



数据来源：统计局，国联证券研究所

收购南京银石，业务延伸至银行收支信息系统。2010年，公司收购南京银石。南京银石是专门从事银行卡应用软件、金融支付系统、大型商业银行应用软件的开发和服务。目前已为国内超过2500家，包括银行、商场、酒店在内的商户提供收银一体化解决方案和信息技术服务。其中，SOFTPOS系统自2002至今稳居收银一体化系统国内市场占有率第一。根据南京银石网站介绍，2008年，南京银石中标并实施了沃尔玛全国银行卡、储值卡交易处理系统。这也反映南京银石在大型商贸零售公司的银行卡、储值卡支付行业中拥有较强的实力。公司在收银系统中原本主要从事酒店与银行之间的收单一体化（PGS）信息系统建设。2009年公司为一小部分酒店安装PGS系统，收入约为2000万元，而公司现有酒店客户为4000余家，PGS自身空间已经不小。收购南京银石后，公司通过技术和渠道的整合，一方面加强自身在银行收单系统中的实力，同时将收银一体化业务从酒店延伸至全行业当中。

三、畅联直连：逐步渗透，推进稳定

畅联直连逐步渗透，推进稳定，但不应对其在短期内爆发期望过高。畅联直连系统是公司的重要战略产品。现已实现每月5万间/夜的流量。公司已同艺龙、芒果网等主流分销渠道签订协议，同12580的合作正在洽谈之中。但公司一直未能和携程达成合作协议，而携程占有国内分销市场50%左右的市场份额。现有的畅联流量中，艺龙贡献最大，约占50%左右。畅联直连的客户每月同比增长稳定在30%。**我们认为畅联是持续增长的，而不是爆发性的。**仅从现有的情况分析，畅联的市场空间依然很大。假设同公司签约的分销商占酒店分销市场份额的50%，公司酒店客户为4000家，每家客房量是200，全年入住率是80%，网上分销占40%，每间夜收费是5元，现有客户的市场空间约为2亿元。未来，餐饮POS系统、收银一体化系统和畅联将成为公司长期增长的驱动力。

四、盈利预测及投资建议

维持“推荐”评级，短期合理价格为45.00-50.00元。公司2010年中报披露EPS为0.46元，三季度业绩预增在30%-50%，符合预期。我们维持原盈利预测，公司2010-2012年每股收益分别为1.00、1.20和1.54元。2009年第四季度是公司业绩低点，一般情况来看，下半年的业绩将好于上半年。因此，公司2010年全年业绩增长将有望超过50%。同时，鉴于公司下游行业的景气度和领先的市场地位，我们给予2010年45-50倍市盈率，对应价格是45.00-50.00元。

财务报表预测与财务指标

单位: 百万

利润表	2008年A	2009年A	2010年E	2011年E	2012年E	资产负债表	2007年A	2008年A	2009年A	2010年E	2011年E	2012年E
营业收入	442.73	406.62	633.18	782.53	990.25	流动资产	502.58	523.71	575.87	783.96	868.90	1,577.41
YOY	58.4%	-8.2%	55.7%	23.6%	26.5%	货币资金	375.25	379.03	412.93	457.52	589.21	1,088.61
营业成本	162.76	120.67	199.83	248.50	313.85	交易性金融资产	0.08	0.02	0.00	0.00	0.00	1.00
营业税金及附加	8.69	10.05	15.65	19.34	24.48	应收票据	0.24	0.00	3.80	2.12	5.20	4.06
销售费用	39.01	33.81	52.65	65.07	82.34	应收账款	61.14	73.12	80.36	158.64	136.73	237.04
占营业收入比	8.8%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	预付账款	19.72	16.85	11.19	32.47	21.49	46.80
管理费用	92.41	120.50	157.08	193.24	237.73	存货	38.79	46.10	59.53	115.39	102.13	172.60
占营业收入比	20.9%	29.6%	24.8%	24.7%	24.0%	其它流动资产	7.36	8.59	8.06	17.82	14.15	27.29
财务费用	-4.81	-3.68	-5.75	-6.31	-6.91	非流动资产	131.99	258.74	293.37	348.37	441.07	558.86
占营业收入比	-1.1%	-0.9%	-0.9%	-0.8%	-0.7%	商誉	62.44	61.20	61.17	61.17	61.17	61.17
资产减值损失	0.50	3.32	3.07	3.80	4.80	固定资产	35.02	122.07	133.86	210.30	303.00	418.79
公允价值变动收益	-0.05	0.04	0.00	0.00	0.00	无形资产	24.72	51.16	40.04	40.04	40.04	40.04
投资净收益	0.02	0.46	0.00	0.00	0.00	其他长期资产	9.81	24.31	36.86	36.86	36.86	36.86
营业利润	144.14	122.45	210.66	258.90	333.97	资产总计	634.57	782.45	869.24	1,132.33	1,309.97	2,136.27
营业外净收入	26.24	22.32	34.03	42.52	53.20	流动负债	89.66	115.08	122.42	246.95	217.62	756.51
利润总额	170.33	144.74	244.69	301.41	387.17	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
所得税	19.55	3.42	12.49	22.84	29.40	应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税率	11.5%	2.4%	5.1%	7.6%	7.6%	应付账款	8.10	10.86	11.47	25.51	20.48	37.60
净利润	150.78	141.32	232.20	278.57	357.77	其他流动负债	81.56	104.22	110.95	221.44	197.14	717.91
占营业收入比	34.1%	34.8%	36.7%	35.6%	36.1%	非流动负债	0.88	1.18	1.38	1.38	1.38	1.38
少数股东损益	8.56	9.66	8.56	10.30	12.87	递延所得税负债	0.53	0.53	0.53	0.53	0.53	0.53
归属母公司净利润	142.22	131.66	223.63	268.28	344.89	其他非流动负债	0.35	0.65	0.85	0.85	0.85	0.85
YOY	40.5%	-7.4%	69.9%	20.0%	28.6%	股东权益	543.68	665.87	745.22	910.22	1,121.59	1,412.86
EPS (元)	1.38	0.59	1.00	1.20	1.54	股本	56.00	112.00	224.00	224.00	224.00	225.00
						资本公积	270.17	214.59	86.26	86.26	86.26	86.26
						未分配利润	175.11	281.26	379.33	509.54	706.23	980.75
						少数股东权益	18.26	26.17	24.88	33.44	43.74	56.62
						母公司股东权益	525.42	639.70	720.34	876.77	1,077.85	1,356.24
						负债和股东权益	634.02	782.13	869.02	1,132.33	1,309.97	2,136.27
主要财务比率	2008年A	2009年A	2010年E	2011年E	2012年E	现金流量表	2007年A	2008年A	2009年A	2010年E	2011年E	2012年E
成长能力						经营活动现金流	105.30	168.11	145.84	196.83	303.99	699.89
收入增长率	58.4%	-8.2%	55.7%	23.6%	26.5%	净利润	101.35	163.05	141.32	232.20	278.57	357.77
利润增长率	68.8%	-15.0%	72.0%	22.9%	29.0%	折旧和摊销	10.07	12.32	18.76	8.60	12.40	17.20
净利润	48.8%	-6.3%	64.3%	20.0%	28.4%	存货减少	-1.84	-7.40	-13.43	-55.86	13.26	-70.47
获利能力						营运资本减少	-10.02	-12.56	-8.06	-113.39	27.19	-143.54
毛利率	63.2%	70.3%	68.4%	68.2%	68.3%	其他	5.74	12.70	7.25	125.29	-27.43	538.94
净利率	32.6%	30.1%	33.3%	33.1%	33.7%	投资活动现金流	-73.83	-137.63	-77.99	-85.04	-105.10	-132.99
ROE	19.3%	16.3%	20.5%	21.3%	16.7%	资本支出	21.46	137.65	54.61	85.04	105.10	132.99
ROA	19.3%	16.3%	20.5%	21.3%	16.7%	直接支付	6.66	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
偿债能力						收回投资	51.07	0.00	23.38	0.00	0.00	0.00
流动比率%	4.55	4.70	3.17	3.99	2.09	投资产生的流入	5.36	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
速动比率%	4.15	4.22	2.71	3.52	1.86	融资活动现金流	278.77	-26.70	-33.95	-67.20	-67.20	-67.50
资产负债率%	14.9%	14.2%	21.9%	16.7%	35.4%	发行股票	284.17	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
总资产周转率	39.4%	53.6%	40.6%	51.9%	45.4%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款周转天数	55.34	68.89	68.89	68.89	68.89	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-1.00
存货周转天数	95.19	159.75	159.75	159.75	159.75	支付股利	5.40	26.70	33.95	67.20	67.20	67.50
每股指标 (元)						现金净增加额	310.24	3.78	33.90	44.59	131.70	499.40
每股收益	1.38	0.59	1.00	1.20	1.54							
每股净资产	5.95	3.33	4.06	5.01	6.28							
估值比率												
P/E	28.0	65.5	38.7	32.3	25.1							
P/B	6.5	11.6	9.5	7.7	6.2							

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。