

建议申购区间：31.85-36.40 元

汉得信息（300170）

2011 年 1 月 17 日

股票价格

网下发行数量（万股）	585
网上发行数量（万股）	2415

股本结构（发行后）

总股本（万股）	11572
流通 A 股（万股）	3000
B 股/H 股（万股）	0/0

重要日期

询价截止日	2011 年 1 月 19 日
网下缴款日	2011 年 1 月 24 日
网上申购日	2011 年 1 月 24 日

本土高端 ERP 实施行业领先厂商

公司作为国内领先的高端 ERP 实施行业龙头企业，有望显著受益于宏观经济复苏和国内 ERP 普及率提升驱动下的 ERP 实施服务市场快速增长。预计公司未来三年净利润的年均复合增长率有望达到 40% 以上。

主要财务数据及预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率（%）	13.00	7.60	34.25	33.69
净利润增长率（%）	26.89	36.97	63.57	30.90
综合毛利率（%）	37.39	40.71	41.20	41.28
每股收益（元）	0.40	0.55	0.91	1.19

注：每股收益按本次发行结束后的总股本 11572 万股计算。

资料来源：海通证券研究所

- **ERP 实施服务市场两倍于 ERP 软件市场，对客户流程的深入理解是 ERP 实施服务商的核心价值。**目前，我国许多企业已经开始了信息化建设，但 ERP 系统建设整体还处在起步阶段，ERP 的渗透率较低。ERP 实施服务市场规模约为 ERP 软件市场的 2 倍。ERP 实施服务商最贴近客户，在实施服务中积累的对客户业务流程的理解和行业知识是其核心价值所在。高端咨询和实施服务的结合造就了 IBM 和 Accenture 等 IT 服务企业的强势地位。我们认为随着本土 ERP 实施服务商高端咨询能力的提升，其对于 ERP 软件厂商的依赖性有望减弱。
- **汉得信息竞争优势明显，多因素驱动未来几年成长。**公司是国内最早从事 ERP 实施服务的 IT 咨询商之一，在 Oracle 系统和 SAP 系统实施服务市场均占据本土领先地位。公司未来几年的成长驱动在于：其一，公司业务客户粘性强，近三年来自老客户的营收比重在 70% 以上，保障了营收稳定性；其二，经济复苏和 ERP 投资滞后驱动成长；其三，公司目前已拥有针对机械及工业制造、家用电器、快速消费品等多个行业的专业化解决方案，未来有望实现跨行业扩张；其四，公司 IPO 后人员规模有望快速扩张，从而驱动营收增长。
- **募集资金项目有利于公司主业进一步发展。**公司的募集资金计划用于 ERP 实施服务平台建设、海外 ERP 软件外包开发中心建设、应用产品解决方案和 ERP 运维服务中心建设等 4 个项目；投资总额为 31161 万元。我们认为募投项目的实施有利于公司扩大既有业务规模，进一步提升公司的技术和服务能力，并有望形成新的盈利增长点。
- **盈利预测及估值建议。**根据海通研究所财务模型，我们预计公司 2010 年-2012 年摊薄每股收益分别为 0.55 元、0.91 元和 1.19 元。公司目前正处于快速发展时期，未来三年净利润年均复合增长率有望达到 40% 以上。考虑到公司的龙头地位，以及竞争对手柯莱特公司在美国市场受到的认同，我们认为可给予公司一定的估值溢价，建议申购价格区间为 31.85 元~36.40 元，对应 2011 年 35~40 倍 PE。
- **主要不确定因素。**（1）如宏观经济状况出现较大波动，则可能对 ERP 实施服务市场产生不利影响；（2）未来 ERP 实施市场有竞争加剧的可能；（3）人员流失风险。

计算机与通信行业首席分析师
陈美凤
SAC 执业证书编号：S0850209080672
Email: chenmf@htsec.com
电话：021-23219409

联系人
蒋科
Email: jiangk@htsec.com
电话：021-23219474

目 录

1. 公司简介：本土高端 ERP 实施领先厂商	4
1.1 股本结构特点：股权结构较为简单，核心员工普遍持股	4
1.2 市场地位：本土领先 IT 咨询企业，历史业绩平稳增长	5
2. ERP 行业：ERP 实施服务将呈现较快速增长	5
2.1 业务模式：ERP 软件厂商和实施服务商协同合作	6
2.2 竞争结构：国际咨询实施服务商占据市场主导地位	7
2.3 市场规模：需求有望继续保持较快增长	8
3. 汉得信息：本土高端 ERP 实施领先企业，竞争优势明显	9
3.1 Oracle 和 SAP 系统实施服务市场均占据本土领先地位	9
3.2 客户粘性较强，有助于自有 MAS 产品业务扩张	10
3.3 实施能力较强，有望持续实现跨行业扩张	11
3.4 ERP 软件外包有较大增长潜力	12
3.5 毛利率和期间费用分析	12
4. 募投项目分析：巩固既有领先优势，有望产生新的盈利增长点	13
5. 估值与申购建议：建议询价区间为 31.85 元~36.40 元	13
5.1 盈利预测	13
5.2 相对估值	14
5.3 申购建议	15
6. 风险提示	15

图目录

图 1 发行前公司股权结构	4
图 2 公司 2007-2010H1 营业收入及增速情况	5
图 3 公司 2007-2010H1 净利润及增速情况	5
图 4 全球 ERP 软件市场前四大厂商集中度不断提高 (2007-2009)	6
图 5 全球 ERP 实施服务占 ERP 整体市场比重呈现小幅上升 (2007-2009)	6
图 6 中国高端 ERP 软件实施服务市场份额 (2009)	7
图 7 中国高端 ERP 软件实施服务市场本土厂商份额 (2009)	7
图 8 全球 ERP 实施服务市场规模及预测 (2007-2014)	8
图 9 中国 ERP 实施服务市场规模及预测 (2007-2014)	8
图 10 中国 ERP 软件支出占 IT 支出比重显著低于全球 (2009)	9
图 11 Oracle 本土咨询实施服务商市场细分结构 (2009)	9
图 12 SAP 本土咨询实施服务商市场细分结构 (2009)	9
图 13 汉得信息营收结构 (2007-2010H1)	10
图 14 汉得信息毛利结构 (2007-2010H1)	10
图 15 汉得信息来自老客户的销售收入占比超过 70%	11
图 16 汉得信息毛利率水平 (2007-2009)	12
图 17 汉得信息销售费用率和管理费用率情况 (2007-2009)	12

表目录

表 1 IPO 前后汉得信息的股权结构变化	4
表 2 公司 IPO 募集资金投向	13
表 3 分业务收入和毛利预测	13
表 4 公司损益表预测 (2010-2012)	14
表 5 A 股可比公司估值比较	14

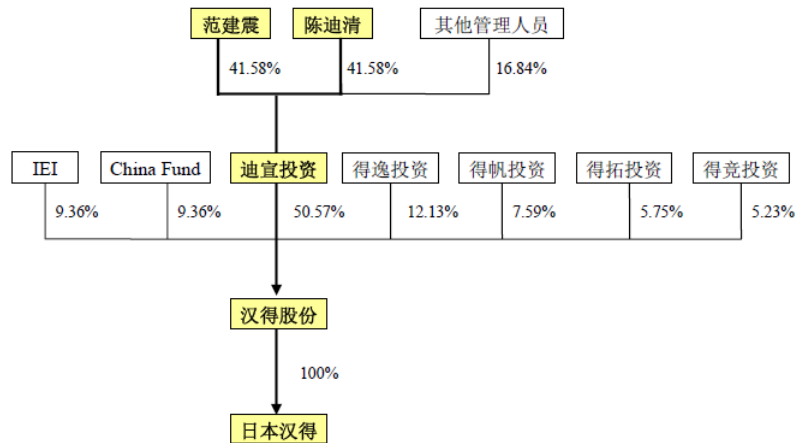
1. 公司简介：本土高端ERP实施领先厂商

1.1 股本结构特点：股权结构较为简单，核心员工普遍持股

汉得信息自 2002 年成立以来，一直专注于高端 ERP（Enterprise Resource Planning，企业资源计划）的实施服务业务，是国内最早从事 ERP 实施服务的专业咨询公司之一，其 ERP 实施经验、专业水平和服务能力等在国内居于领先水平。

公司的实际控制人为范建震和陈迪清，两者通过公司控股股东迪宣投资共同间接持有公司发行前约 50.6%的股权。此外，公司的股权结构较为简单，仅有得逸投资（发行前持股 12.1%）、IEI（Inspire East Investments Limited，发行前持股 9.4%）、China Fund（发行前持股 9.4%）、得帆投资（发行前持股 7.6%）、得拓投资（发行前持股 5.7%）和得竞投资（发行前持股 5.2%）等 7 家法人股东（参见图 1），其中 IEI 和 China Fund 为外资股东。公司的核心人员通过得逸投资、得帆投资、得拓投资和得竞投资等 4 家投资公司普遍持有公司股权，这一股权安排有利于公司核心业务的稳定和长远发展。

图 1 发行前公司股权结构



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

此次发行前公司总股本为 8572 万股，拟公开发行不超过 3000 万股，占发行后股本总额 11572 万股的 25.9%，IPO 前后公司的股权结构变化参见表 1。公司目前仅有一家全资子公司——日本汉得，主要负责公司对日 ERP 外包业务的开展，2009 年营业收入为 1691 万元，净利润为-231 万元，对公司整体业绩影响较小。

表 1 IPO 前后汉得信息的股权结构变化

股东名称	发行前		发行后	
	股份数（万股）	持股比例（%）	股份数（万股）	持股比例（%）
迪宣投资	4335	50.6	4335	37.5
得逸投资	1040	12.1	1040	9.0
IEI	803	9.4	803	6.9
China Fund	803	9.4	803	6.9
得帆投资	651	7.6	651	5.6
得拓投资	493	5.7	493	4.3
得竞投资	449	5.2	449	3.9

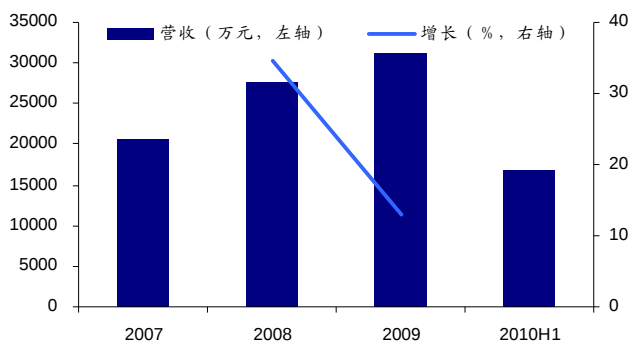
公众股东	-	-	3000	25.9
合计	8572	100.0	11572	100.0

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

1.2 市场地位：本土领先IT咨询企业，历史业绩平稳增长

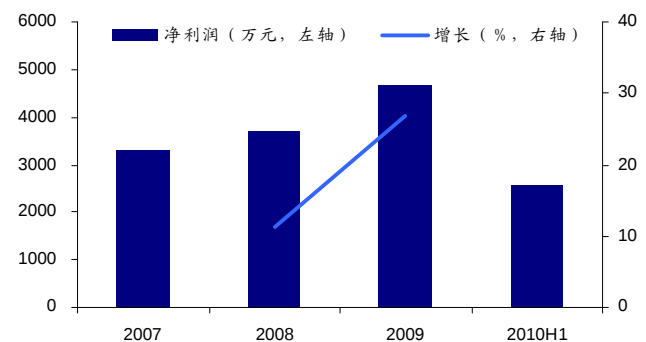
公司是我国本土领先的 IT 咨询企业，多年来致力于为企业提供高端 ERP 实施服务，其主营业务由 ERP 服务和 ERP 软件销售两部分组成，其中 ERP 服务是公司业务的主体，可细分为 ERP 实施服务、ERP 软件外包和 ERP 客户支持服务三类；而 ERP 软件销售则是 ERP 实施服务的衍生业务，仅在实施前期结合客户的意愿和业务特点向部分客户销售 ERP 软件产品。

图 2 公司 2007-2010H1 营业收入及增速情况



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

图 3 公司 2007-2010H1 净利润及增速情况



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

受益于国内 ERP 市场的不断发展，公司业绩保持较为稳健的发展步伐，2008 年和 2009 年收入增速分别为 34.7%和 13.0%，而同期归属母公司的净利润增速则分别为 11.2%和 26.9%（参见图 2 和图 3）。

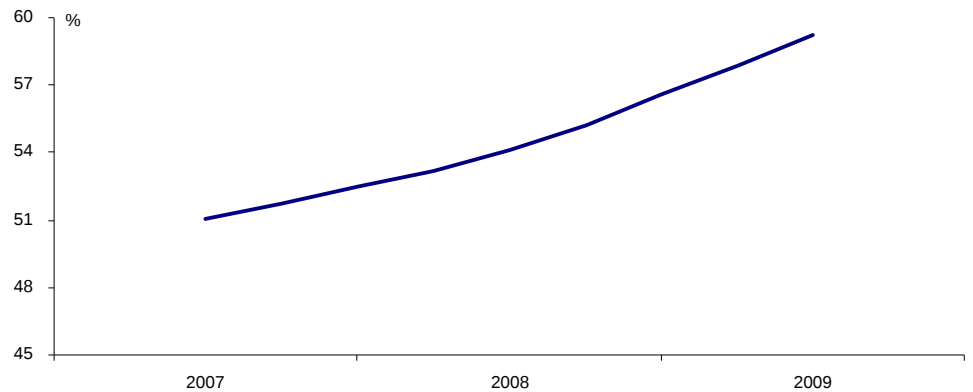
目前，公司提供的 ERP 实施服务覆盖了全国范围，可以针对客户不同的信息化需求提供系统平台或者系统中某几个功能模块的实施服务，如 FIN（财务管理）、CRM（客户关系管理）、SCM（供应链管理）、HRM（人力资源管理）、PLM/PDM（产品生命周期管理）、EAM（设备管理）、PM（项目管理）等。公司已成功为近 500 家来自不同行业的公司提供了 ERP 实施及外包服务，拥有中兴通讯、日立电器、佳通轮胎、美国铝业公司、光明乳业、新浪公司、腾讯科技、太平保险等众多优质客户。

2. ERP行业：ERP实施服务将呈现较快速增长

ERP 是针对物资资源管理（物流）、人力资源管理（人流）、财务资源管理（财流）、信息资源管理（信息流）集成一体化的企业管理软件。ERP 行业包括 ERP 软件行业和 ERP 实施服务行业两个子行业。

传统的 ERP 软件包括 6 大功能模块：财务、库存、采购、分销、制造、人力资源管理模块。伴随着信息技术与管理科学的发展，目前的 ERP 软件已逐步扩展到客户关系管理（CRM）、供应链管理（SCM）、知识管理（KM）、商业智能（BI）、电子商务（EC）等领域。随着对 ERP 软件认知理解的不断加深，用户更愿意选择主要 ERP 软件商推出的最新版本，以享受到软件升级和技术快速发展所带来的好处。因此，ERP 软件行业的集中度不断提高，2009 年，全球前四大 ERP 软件提供商 SAP、Oracle、Sage、Infor 的市场占有率之和超过 50%，其中 SAP 和 Oracle 两家公司合计的市场占有率达到了 38.8%，居于主导地位。

图 4 全球 ERP 软件市场前四大厂商集中度不断提高 (2007-2009)



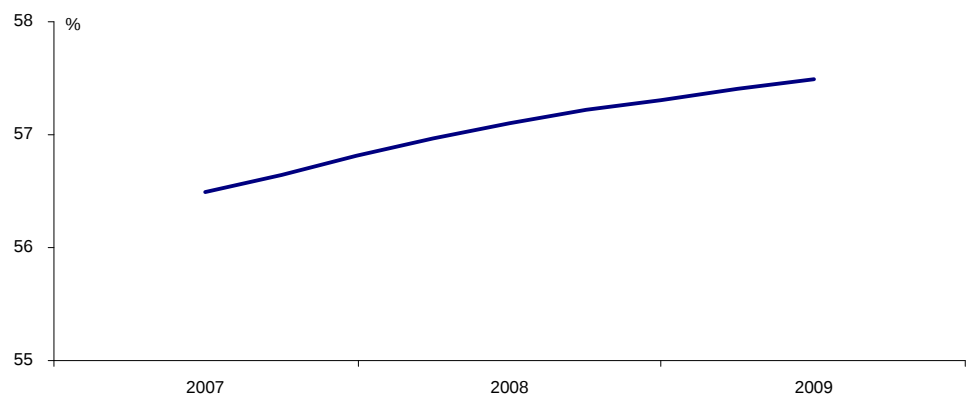
资料来源：赛迪顾问，海通证券研究所

ERP 实施服务行业则属于 IT 咨询范畴，是指在 ERP 系统的建设过程中，由专业的咨询顾问和企业项目人员协同运作，按照企业的实际需求，提供的专业化和个性化服务。ERP 实施顾问首先要对客户业务流程进行细化分析，其次要在此基础上结合企业的业务发展战略和目标，对业务流程进行优化设计，并提出一个切实可行，同时又能适应一定发展需要的新流程。最后把新流程在 ERP 软件提供的标准业务流程之上定义出符合企业特点的应用插件、参数设置和开关等。

2.1 业务模式：ERP 软件厂商和实施服务商协同合作

高端 ERP 实施服务市场主要是为以 SAP 和 Oracle 为代表的大型 ERP 软件提供实施服务的市场，因其软件投资额度大、实施复杂程度高而区别于中低端 ERP 实施服务市场。高端 ERP 软件的实施需要大量的业务流程咨询、梳理、软件部署实施以及二次开发、上线、调试、培训、维护等服务，实施服务一般通过合作伙伴群体而非软件厂商自身提供。

图 5 全球 ERP 实施服务占 ERP 整体市场比重呈现小幅上升 (2007-2009)



资料来源：赛迪顾问，海通证券研究所

目前，高端 ERP 系统市场已经形成了 ERP 软件开发厂商和 ERP 实施厂商协力运作的良性模式。其中，ERP 软件开发厂商专注于提高软件的功能和可靠性，采用模块化的方式方便客户组合选用，并提供更为丰富的可配置参数、可变动业务逻辑和数据接口便于 ERP 实施服务商为客户度身定制和实施；而 ERP 实施厂商则更侧重于客户需求分析、业务流程重组咨询、软件定制化和测试培训等贴身服务。ERP 软件开发和实施的分

离使得各方都能专注于所擅长的领域,实现优势互补,共同推动企业管理变革的实现。

ERP 实施服务在 ERP 软件应用中占据着越来越重要的地位,2007 年-2009 年,全球 ERP 实施服务占 ERP 整体市场的比例不断小幅提升,2009 年达到 57.5%,比 2007 年增加了约 1 个百分点。随着 ERP 实施在 ERP 系统建设中的重要性日益增加,我们预计 ERP 实施服务的占比仍有继续小幅增加的可能。

ERP 实施服务商最贴近客户,在实施服务中积累的对客户业务流程的理解和行业知识是其核心价值所在。高端咨询和实施服务的结合造就了 IBM 和 Accenture 等 IT 服务企业的强势地位。我们认为随着本土 ERP 实施服务商高端咨询能力的提升,其对于 ERP 软件厂商的依赖性有望减弱。

2.2 竞争结构: 国际咨询实施服务商占据市场主导地位

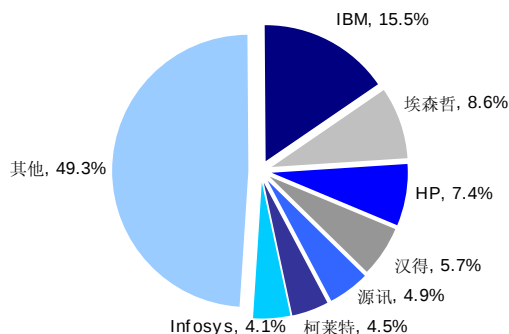
目前,国内 ERP 实施服务市场的竞争厂商主要由三大群体组成:

第一,国际咨询实施服务商,包括跨国大型咨询实施商如 IBM、Accenture、HP、Capgemini、Deloitte、Altos Origin、Infosys 等,国际咨询服务商在高端 ERP 的实施领域起步较早,与 ERP 软件厂商的合作历史较长,品牌认知度也较高。国际咨询实施服务商的优势是可以利用其全球案例和知识库的支持,并结合它们在 IT 整体规划和战略咨询方面的经验,为客户提供更全面的 ERP 实施服务。

第二,本土咨询实施服务商,主要包括本土专业 ERP 实施服务商和行业用户类 ERP 实施商等,自身能独立承接 ERP 项目的整体实施。相比国际咨询实施服务商,本土专业 ERP 咨询实施服务商虽然起步较晚,但进步迅速。本土咨询实施服务商的优势在于对中国企业 ERP 需求的深入理解和精准把握,在项目实施中沟通能力强,反应速度快,客户体验佳。随着本土咨询实施服务商在行业经验和成功案例方面的不断积累和实施方式方法论上的不断成熟,其专业能力和实施经验与国际咨询实施服务商的差距在不断缩小,客户认可度也在不断提升。在高端 ERP 实施领域,本土咨询实施服务商的行业领先者包括汉得、石化盈科、太极、汉普、达美信息等。

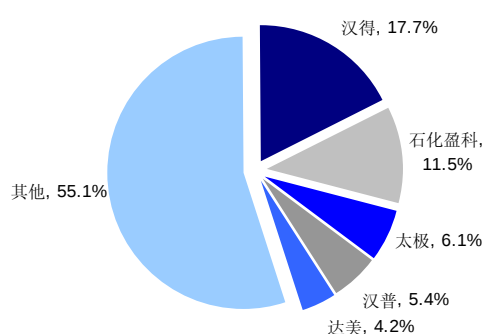
第三,外包服务商,其主要业务模式是接受国际咨询实施服务商的项目分包,并以人才派遣的形式参与 ERP 实施项目,通常并不独立承接项目的整体实施。外包服务商一般具有较强的人力资源搜寻、培训和组织能力,会与一家或多家国际咨询实施服务商结成长期的合作关系,但对终端客户的开拓和维系能力相对较弱。

图 6 中国高端 ERP 软件实施服务市场份额 (2009)



资料来源:招股意向书,海通证券研究所

图 7 中国高端 ERP 软件实施服务市场本土厂商份额 (2009)



资料来源:招股意向书,海通证券研究所

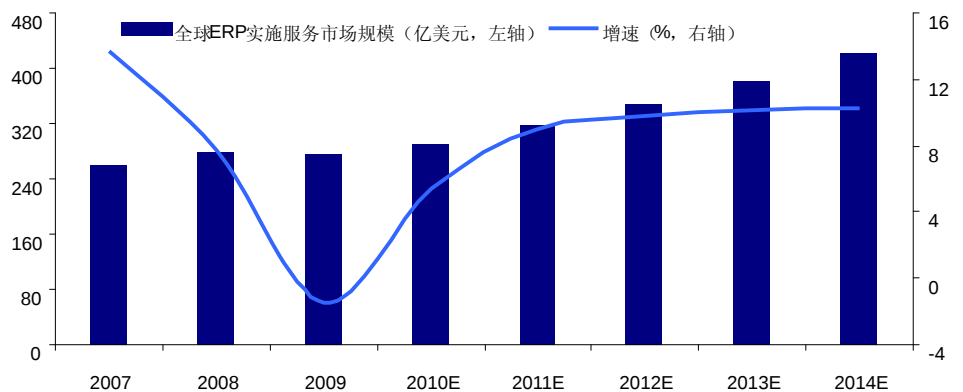
根据赛迪顾问的统计,在 2009 年国际咨询实施服务商、本土咨询实施服务商和外包服务商的市场份额分别为 38.4%, 32.3%和 29.3%,由于绝大多数外包服务商都只

国际咨询实施服务商提供服务，因此国际咨询实施服务商通过其自身和外包合作伙伴的资源实质上占据了国内 ERP 实施服务市场近三分之二的份额。

2.3 市场规模：需求有望继续保持较快增长

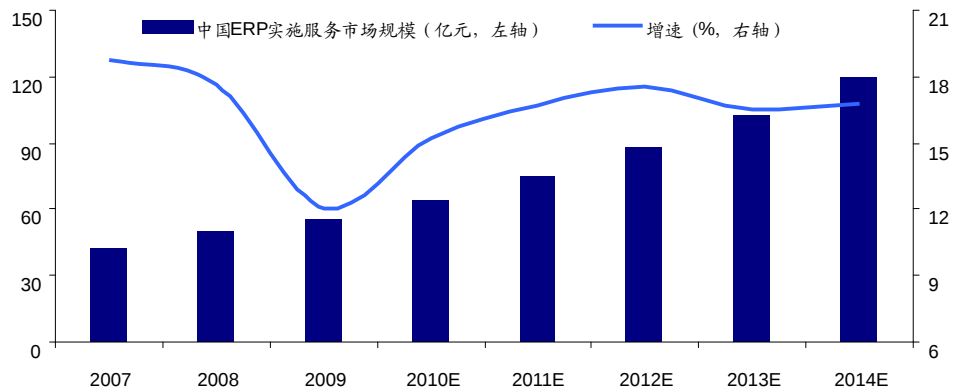
根据赛迪顾问的统计，在国内 ERP 市场快速增长的带动下，2007 年和 2008 年中国 ERP 实施服务市场分别以 18.8%和 17.6%的速度增长，受金融危机的影响，2009 年中国 ERP 实施服务市场规模达到人民币 55.6 亿元，同比增长 12%，增速有所下降。赛迪顾问预计，随着国内制造、电信、金融、能源等市场用户 ERP 需求的稳步上升，ERP 实施服务市场规模增长速度将高于 ERP 软件市场的增速，到 2014 年接近 120 亿元，五年年均复合增长率约为 16.6%。

图 8 全球 ERP 实施服务市场规模及预测（2007-2014）



资料来源：赛迪顾问，海通证券研究所

图 9 中国 ERP 实施服务市场规模及预测（2007-2014）

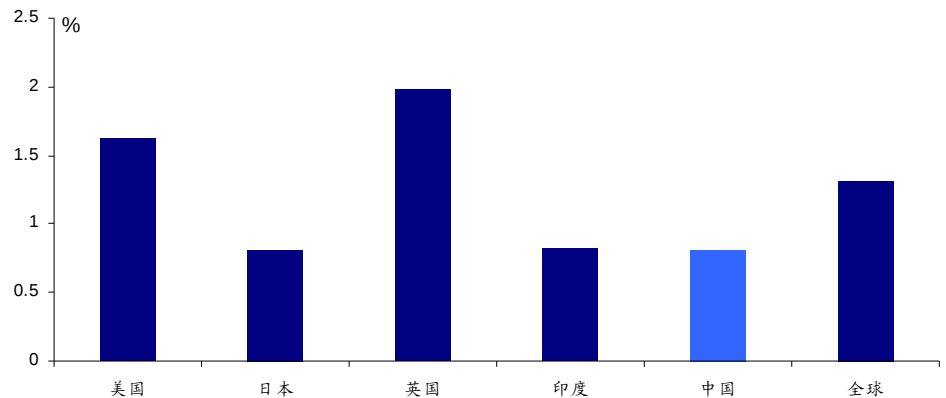


资料来源：赛迪顾问，海通证券研究所

我们预计未来 ERP 实施服务市场的驱动力主要来自三个方面：其一，宏观经济的复苏带来 ERP 投资的反弹，ERP 行业的周期性主要和宏观经济的走势相关，并有一定的滞后效应。宏观经济的波动会影响 ERP 实施客户自身的经营状况和预期，从而影响客户在 IT 咨询、ERP 系统建设方面的投资预算，这中间的传导过程会经历半年至一年左右的时滞，目前全球经济正处在金融危机后的复苏期，ERP 投资支出有望出现明显反弹；其二，中国 ERP 普及率仍较低，新上项目的 ERP 实施服务业务会有较大发展，从全球来看，ERP 系统在企业信息化特别是制造业信息化中占据了核心地位，我们采用 ERP 软件支出在 IT 支出的比重作为反映 ERP 渗透率的指标，2009 年我国 ERP 软件支

出占整体 IT 支出的比重仅为 0.81%，远低于欧美 1.62% 的比例，也显著低于全球平均约 1.31% 的水平，较低的 ERP 普及率与我国在全球经济中的制造业地位并不相符，ERP 市场容量有较大的提升空间；其三，ERP 的后续实施需求随着企业的进一步发展而继续增强，由于企业用户内部组织流程的复杂化和个性化需求的增加，将需要更多的流程梳理和二次开发、运维等实施服务，从而提升 ERP 的后续实施需求。

图 10 中国 ERP 软件支出占 IT 支出比重显著低于全球（2009）



资料来源：赛迪顾问，海通证券研究所

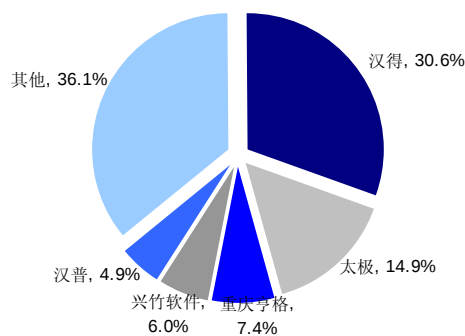
3. 汉得信息：本土高端ERP实施领先企业，竞争优势明显

汉得信息自成立以来，一直专注于高端 ERP 实施服务业务。公司是国内最早从事 ERP 实施服务的专业咨询公司之一，通过多年的技术创新和市场开拓，市场竞争能力得以不断增强，公司 ERP 实施经验、专业水平和服务能力均居于国内领先水平。

3.1 Oracle和SAP系统实施服务市场均占据本土领先地位

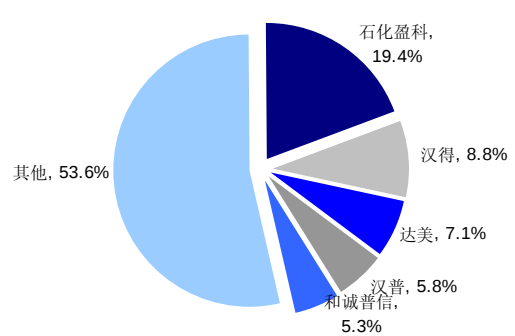
从高端 ERP 实施服务市场来看，2009 年国内 Oracle 系统实施服务的市场规模达到 14.4 亿元人民币，汉得信息在本土咨询实施服务商中以 30.6% 的市场份额排名第一；国内 SAP 系统实施服务的市场规模达到 25.9 亿元人民币，公司在本土咨询实施服务商中以 8.8% 的市场份额排名第二，仅次于石化盈科。

图 11 Oracle 本土咨询实施服务商市场细分结构（2009）



资料来源：赛迪顾问，海通证券研究所

图 12 SAP 本土咨询实施服务商市场细分结构（2009）



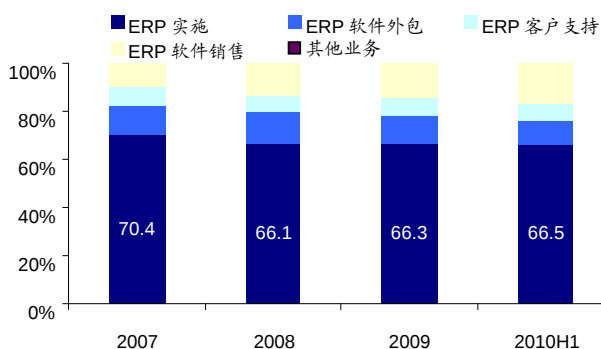
资料来源：赛迪顾问，海通证券研究所

汉得信息的 Oracle 实施团队是 Oracle 企业管理软件在中国本土最早的实施合作伙

伴之一，至今已发展成为国内规模最大的 Oracle 实施团队，其中包括一大批能力素质突出、实战经验丰富的业内知名专业人才，是国内目前实力最强劲、经验最丰富的 Oracle 应用产品实施队伍之一。公司多年来已成功为 300 多家本地及跨国企业实施了 Oracle 系统，行业涉及家用电器制造、机械及工业品制造、汽摩制造及配件、金属冶炼及加工、医药/化工/农药、快速消费品、贸易/物流/分销、网络媒体以及金融/保险等。

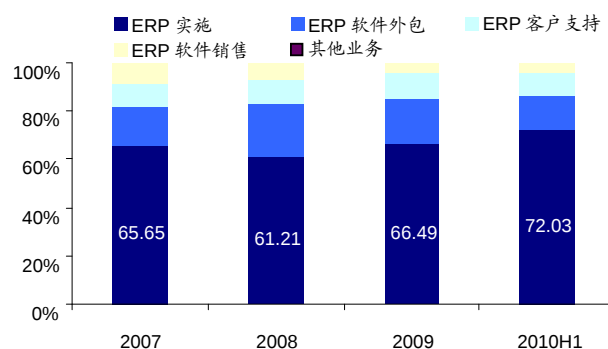
与 Oracle 团队发展历史相似，公司的 SAP 团队也早在 1997 年已经成为 SAP 在中国的认证合作伙伴。经过十年多的发展，公司 SAP 团队成功为 100 家以上的中外企业实施了 SAP R/3 及 mySAP All-in-One 等 SAP 产品。

图 13 汉得信息营收结构 (2007-2010H1)



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

图 14 汉得信息毛利结构 (2007-2010H1)



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

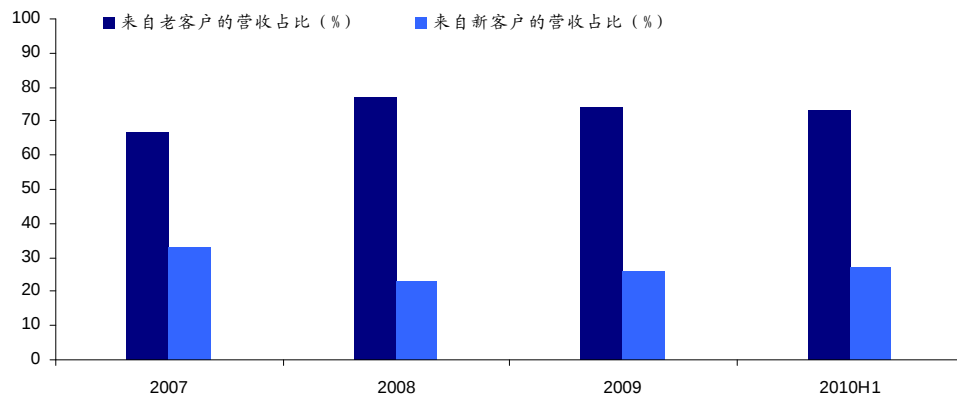
公司目前的 ERP 服务业务主要由 ERP 实施服务、ERP 软件和 ERP 客户支持服务组成，其中 ERP 实施服务是公司营收的主要来源，2007 年-2010 年上半年来自该业务的营收占比分别为 70.4%、66.1%、66.3%和 66.5%，毛利占比也在 60%-70%之间。凭借优秀的实施能力和丰富的行业经验，公司逐步成为本土高端 ERP 实施服务领域的领先企业，在 ERP 实施服务市场获得了较为明显的竞争优势。

3.2 客户粘性较强，有助于自有 MAS 产品业务扩张

从客户定位角度来看，公司重点开拓需求比较复杂并对性价比有一定要求的客户。通常情况下，比较复杂的需求如供应链管理、营销渠道管理等虽然能给企业带来很好的效益，但往往个性化程度较高，因此通过 SAP、ORACLE 等 ERP 软件的标准功能完全覆盖其需求的可能性较低，客户需要技术开发实力雄厚的实施商为其提供服务。同时，由于需要解决的问题比较明确，客户关注的重点是实施服务商的行业经验及解决方案，而不仅仅是品牌，这给具备较强开发实力及一定行业经验的汉得信息带来较多的机会。

当公司获得新客户并成功实施 ERP 系统后，在相近的竞争条件下，客户通常会倾向于把 ERP 系统后续的升级、维护、优化等工作仍然交由公司执行，这使得公司的客户具有较强的粘性。从 2007 年-2010 上半年汉得信息的新老客户营收占比（参见图 15）来看，来自老客户的销售收入占比通常超过 70%，而来自新客户的营收中，也有相当数量是来自于老客户的推荐。

图 15 汉得信息来自老客户的销售收入占比超过 70%



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

较强的客户粘性使得公司业务具有较好的持续性，不仅降低了业绩波动风险，同时有助于公司自有软件产品——MAS 业务的扩张。公司结合自身多年 ERP 实施服务积累研究发布了 MAS HRMS（汉得人力资源管理系统）、MAS FSMS（汉得营销渠道管理软件）、MAS ISP（汉得供应商门户软件）、MAS HEC（汉得费用控制及管理软件）等系列产品。公司 MAS 系统产品一方面为本土企业在进行 ERP 管理改革时提供了性价比较高的整体解决方案，另一方面也对公司 Oracle、SAP ERP 产品实施服务形成了很好的补充，有利于其 ERP 产品适应更多不同类型的客户。MAS 软件客户主要分为两类：第一类是以 MAS 产品作为实施主体的客户；第二类是已选择实施 Oracle 或 SAP 的客户，通过选用 MAS 系统的某些产品以拓展、延伸信息化领域。公司的 MAS 业务一方面为本土企业在进行 ERP 管理改革时提供了性价比较高的整体解决方案，另一方面也对公司 Oracle、SAP ERP 产品实施服务形成了很好的补充，有利于其 ERP 产品适应更多不同类型的客户。

2010 年上半年，受益于在 MAS 预算及费用控制解决方案的客户开拓取得成效，公司 MAS 软件实施服务收入为 899 万元，为去年全年的 72.4%，收入增速明显上升。我们预计随着公司 MAS 产品的逐步成熟和客户基础的不断扩大，MAS 产品业务有进一步扩张的可能。

3.3 实施能力较强，有望持续实现跨行业扩张

在顾问咨询实施方面，ERP 实施公司技术水平主要体现在顾问技术水平、实施方法和项目管理经验上。一方面，ERP 实施公司需要具备对客户销售管理、生产管理、质量管理、财务管理、资金管理、客户关系管理、仓库管理、物流管理、供应链管理等相关的业务流程较为精通的人才，在业务梳理、需求把握上有较强的能力；另一方面需要有具备相关行业、相关模块的实施经验和编程能力的优秀顾问，应对实施过程中的技术难题并有效契合客户行业特性开展服务。由于标准化的 ERP 产品不可能百分之百地契合企业的信息化要求，二次开发或者增补性的开发显得尤为重要。在资深实施顾问多年系统实施经验积累的基础上，根据行业特征和企业特点，ERP 实施商通过研发形成高水平的体系化整体解决方案，从而对 ERP 系统标准功能进行细分领域的扩展、延伸、改良与优化，以适应不同企业个性化需求。二次开发的有效实行将显著降低企业后续的系统维护成本，提高客户的综合满意度，提升 ERP 系统使用效能。汉得信息拥有大量优秀的实施顾问，同时具有较强的二次开发能力，使得公司在 ERP 系统建设中具有较强的实施能力。

ERP 实施服务的区域性差异不大，而行业间差别较大，不同地区同行业内企业 ERP 建设存在一定共性需求。公司成立初期业务主要集中在制造业领域，在制造业内拥有较

强影响力,随着业务的不断发展,公司目前已拥有针对机械及工业制造、家用电器、快速消费品等多个行业的专业化解决方案,基于众多成功实施案例所积累的行业实施经验有助于公司进一步巩固在相关行业内的市场领先地位,同时也有望持续实现跨行业扩张,提升公司未来业绩。

3.4 ERP软件外包有较大增长潜力

ERP 外包服务业务是公司基于国内 ERP 实施服务所积累的强大实施团队与丰富实施经验而开拓的衍生业务领域。公司是较早进入日本 ERP 外包服务市场的服务供应商之一,占据了一定的先发优势。根据赛迪顾问的统计,目前公司在国内对日 ERP 软件外包领域以 9.43% 的市场份额名列第一名。经过多年发展,公司在对日 ERP 软件外包领域已具备了一定的客户基础。

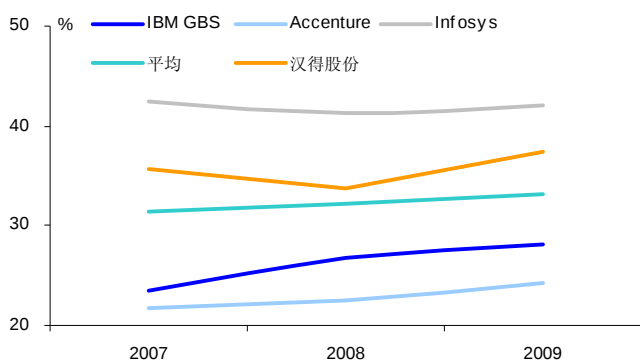
汉得信息的 ERP 外包服务业务主要涉及 ERP 实施服务中 ERP 软件二次开发与设计部分。公司海外事业部在日本客户中取得了良好的口碑,于 2005 年获得日立集团外包合作伙伴的最高级别认证,其集团下属主要企业如株式会社日立制作所、日立(上海)有限公司上海分公司、日立物流软件系统(上海)有限公司等都是公司海外事业部的主要发包方。另外,富士通株式会社、富士施乐株式会社等公司也与海外事业部建立了紧密的合作关系。

根据赛迪顾问的统计,2009 年中国对日 ERP 软件外包市场规模为 5000 万美元,日本将应用软件开发和服务外包到中国的趋势日渐明显,估计未来将会有更多的 ERP 实施服务如二次开发等业务发包到中国市场,未来市场增长仍有较大潜力。这有望为公司带来新的市场机遇。

3.5 毛利率和期间费用分析

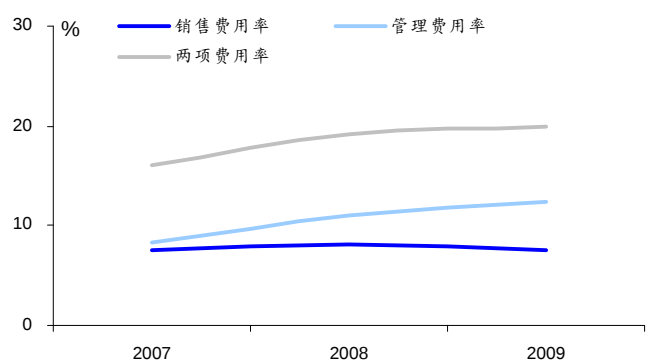
根据赛迪顾问的数据,2007-2009 年国内 ERP 实施服务行业平均毛利率分别为 22.0%、23.0%和 24.5%,而同期汉得信息的毛利率水平分别为 35.7%、33.7%和 37.4%,显著高于行业平均,同时也显著高于 IBM GBS、Accenture、Infosys 等国际领先 IT 咨询厂商,显示了公司良好的盈利能力。

图 16 汉得信息毛利率水平(2007-2009)



资料来源:招股意向书,海通证券研究所

图 17 汉得信息销售费用率和管理费用率情况(2007-2009)



资料来源:招股意向书,海通证券研究所

2007-2009 年,公司的销售费用率分别为 7.6%、8.1%和 7.5%,销售费用率基本维持稳定;同期管理费用率则分别为 8.4%、11.1%和 12.4%,2008 年管理费用率同比增加 2.7 个百分点,增速较快,其主要原因是由于提高公司职工薪酬和举办推广活动较多,我们预计随着公司业务规模的快速增长和公司知名度的不断提升,未来公司的销售费用率和管理费用率有望出现小幅下降,从而进一步提升公司的盈利能力。

4. 募投项目分析：巩固既有领先优势，有望产生新的盈利增长点

公司此次的募集资金计划用于五个项目：（1）投资 12139 万元的 ERP 实施服务平台建设项目；（2）投资 10927 万元的海外 ERP 软件外包开发中心建设项目；（3）投资 3089 万元的应用产品解决方案项目；（4）投资 5007 万元的 ERP 运维服务中心建设项目。

表 2 公司 IPO 募集资金投向

序号	项目名称	投资金额（万元）	募集资金使用金额(万元)
1	ERP 实施服务平台建设项目	12139	12139
2	海外 ERP 软件外包开发中心建设项目	10927	10927
3	应用产品解决方案项目	3089	3089
5	ERP 运维服务中心建设项目	5007	5007
合计		31161	31161

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

其中，ERP 实施服务平台建设项主要是基于公司现有的 ERP 实施服务体系进行的能力提升建设，该项目能够有效的缩短 ERP 实施服务的周期，提高 ERP 实施服务的质量与可靠性；海外 ERP 软件外包开发中心建设项目则可以扩大公司海外 ERP 外包开发服务业务规模，有望为公司提供新的利润增长点；应用产品解决方案项目则将形成能够满足客户个性化需求的应用产品解决方案，补充标准软件产品的不足；ERP 运维中心建设项目则将有效推进公司 ERP 运维服务业务的发展。我们认为此 4 个募投项目具有技术和应用基础，同时具有未来较大的市场拓展空间，募投项目的实施不仅有望拓宽公司的收入来源，巩固公司在行业内容的领先地位，还可以在在一定程度上降低公司未来业绩的波动性。

5. 估值与申购建议：建议询价区间为 31.85 元~36.40 元

5.1 盈利预测

我们基于以下假设对分业务收入和成本做预测：（1）公司募投项目实施进展顺利；（2）公司销售费用率和管理费用率由于规模效应而出现稳步小幅下降；（3）ERP 实施服务毛利率小幅增加。

详细的分业务收入和毛利率预测如表 3 所示。

表 3 分业务收入和毛利预测

（收入，万元）	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
ERP 服务收入	18484	23812	26761	30471	41044	55023
ERP 软件销售	1972	3806	4465	3125	4063	5282
其他业务	68	26	12	16	20	26
合计	20524	27644	31237	33613	45127	60330
（收入增速，%）	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
ERP 服务收入		28.82	12.38	13.87	34.70	34.06
ERP 软件销售		93.03	17.31	-30.00	30.00	30.00
其他业务		-61.76	-53.85	32.00	25.00	30.00
合计		34.69	13.00	7.60	34.25	33.69
（毛利率，%）	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E

ERP 服务收入	36.3	36.3	42.0	43.9	44.3	44.3
ERP 软件销售	31.2	17.0	9.7	9.5	9.5	9.3
其他业务	-	65.4	83.3	90.3	91.7	92.7
合 计	35.7	33.7	37.4	40.7	41.2	41.3

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

根据以上的收入和毛利率预测，我们预测的利润表主要数据如下表 4。

表 4 公司损益表预测（2010-2012）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(万元)	20524	27644	31237	33613	45127	60330
同比增长 (%)	n/a	34.69	13.00	7.60	34.25	33.69
营业成本(万元)	13201	18332	19557	19930	26535	35426
毛利 (万元)	7323	9312	11681	13683	18592	24905
毛利率 (%)	35.7	33.7	37.39	40.71	41.20	41.28
主营业务税金及附加(万元)	760	857	1073	1155	1550	2073
销售费用(万元)	1564	2242	2335	2412	2914	3740
销售费用/营业收入(%)	7.6	8.1	7.5	7.2	6.5	6.2
管理费用(万元)	1721	3062	3887	4099	5228	6710
管理费用/营业收入(%)	8.4	11.1	12.4	12.2	11.6	11.1
财务费用(万元)	-32	-240	-44	-387	-1700	-2040
资产减值损失(万元)	318	395	230	280	280	280
加：公允价值变动收益 (万元)	0	0	0	0	0	0
投资收益(万元)	0	15	0	0	0	0
营业利润(万元)	2991	3011	4200	6124	10319	14141
营业外收入(万元)	375	840	891	900	1200	1000
营业外支出(万元)	11	5	5	0	0	0
利润总额(万元)	3355	3846	5086	7024	11519	15141
所得税费用(万元)	38	157	405	612	1032	1414
少数股东损益(万元)	0	0	0	0	0	0
净利润(万元)	3317	3689	4681	6411	10487	13727
摊薄每股收益 (元)	0.29	0.32	0.40	0.55	0.91	1.19

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

5.2 相对估值

我们参照可比公司的 2010 年 PE 和 2011 年 PE 以及近期上市新股的发行 PE 来计
算公司股票的合理价值区间。由于汉得信息的主营业务为 IT 咨询业，A 股目前没有业务
模式完全相近的公司，我们选取了东华软件、东软集团、石基信息、易联众、榕基软件、
启明信息和宝信软件作为可比公司进行估值比较。可比公司 2010 年和 2011 年的 PE 均
值为 50.16 倍和 35.99 倍（参加表 5），而近期创业板上市公司以 2010 年、2011 年为基
准的发行 PE 均值为 49.12 倍和 34.64 倍（参见附表 1）。

表 5 A 股可比公司估值比较

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
002065.SZ	东华软件	120.09	0.57	0.78	1.05	49.46	36.14	26.85	8.23

600718.SH	东软集团	194.57	0.52	0.42	0.52	30.48	37.74	30.48	4.77
002153.SZ	石基信息	112.69	0.59	0.94	1.22	85.27	53.52	41.24	14.23
300096.SZ	易联众	32.55	0.49	0.57	0.80	77.24	66.40	47.31	6.36
002474.SZ	榕基软件	49.51	0.62	0.73	1.17	77.00	65.40	40.80	4.35
002232.SZ	启明信息	62.54	0.27	0.35	0.54	79.37	61.23	39.69	7.27
600845.SH	宝信软件	68.45	0.77	0.85	1.02	33.90	30.71	25.59	6.57
均值						61.82	50.16	35.99	7.40

注：收盘价为 2011 年 1 月 10 日价格
资料来源：海通证券研究所

从发展阶段来看，公司目前正处于快速发展时期，考虑到其未来业绩增长较为明确以及公司在行业中的龙头地位，我们认为可以给予公司一定的估值溢价，即公司合理价值区间为 31.85~36.40 元，对应 2011 年 35~40 倍 PE。

5.3 申购建议

公司竞争对手柯莱特在美国上市后获得市场的较高程度认同，我们预计公司股票在 A 股上市后其认同度有望逐步得到提高。结合盈利预测和估值分析结果，我们建议询价区间为 31.85 元~36.40 元。

6. 风险提示

公司未来面临的不确定因素主要体现在以下几个方面：（1）ERP 软件支出受宏观经济影响较大，如宏观经济状况出现较大波动，则可能对 ERP 实施服务市场产生不利影响；（2）未来 ERP 实施市场有竞争加剧的可能；（3）人员流失风险，ERP 实施是高度人才密集型行业，如果公司的高级顾问出现较大程度流失，会对公司业务造成较大的不利影响。

附表 1: 近期发行股票估值一览

股票代码	股票简称	发行价 (元)	上市日期	发行 PE				上市首日 涨幅(%)
				2009	2010E	2011E	2012E	
002520.SZ	日发数码	35.00	2010-12-10	44.30	46.09	33.03	25.68	31.49
002521.SZ	齐峰股份	41.50	2010-12-10	32.41	35.19	27.75	22.87	4.05
002522.SZ	浙江众成	30.00	2010-12-10	57.38	53.00	39.57	32.09	27.67
002523.SZ	天桥起重	19.50	2010-12-10	77.78	78.92	60.40	47.87	13.85
300146.SZ	汤臣倍健	110.00	2010-12-15	24.14	21.11	12.96	8.69	33.44
300147.SZ	香雪制药	33.99	2010-12-15	55.56	59.58	44.57	33.16	15.03
300148.SZ	天舟文化	21.88	2010-12-15	97.22	83.59	59.75	45.57	57.22
601933.SH	永辉超市	23.98	2010-12-15	89.74	90.79	59.27	41.59	34.65
002524.SZ	光正钢构	15.18	2010-12-17	125.00	121.61	79.22	55.27	161.53
002526.SZ	山东矿机	20.00	2010-12-17	94.06	77.57	48.50	35.46	53.65
300149.SZ	量子高科	28.00	2010-12-22	53.85	65.12	51.42	42.62	51.46
300150.SZ	世纪瑞尔	32.99	2010-12-22	66.04	69.39	44.33	31.42	80.05
300151.SZ	昌红科技	34.00	2010-12-22	61.40	52.82	36.60	26.33	30.85
002527.SZ	新时达	16.00	2010-12-24	81.40	84.36	68.01	59.38	53.19
002528.SZ	英飞拓	53.80	2010-12-24	47.95	44.40	27.14	19.01	7.12
002529.SZ	海源机械	18.00	2010-12-24	70.00	79.17	58.13	42.97	29.94
601890.SH	亚星锚链	22.50	2010-12-28	50.00	61.77	48.81	40.39	6.58
300152.SZ	燃控科技	39.00	2010-12-29	44.87	48.73	34.06	24.54	30.90
300153.SZ	科泰电源	40.00	2010-12-29	47.30	51.37	36.16	26.86	1.95
300154.SZ	瑞凌股份	38.50	2010-12-29	57.38	44.51	31.84	22.57	3.12
601126.SH	四方股份	23.00	2010-12-31	87.50	90.02	63.12	45.17	35.26
002532.SZ	新界泵业	32.88	2010-12-31	44.87	48.89	35.31	25.87	12.53
002533.SZ	金杯电工	33.80	2010-12-31	36.46	43.46	31.01	23.67	2.54
002530.SZ	丰东股份	12.00	2010-12-31	90.44	147.99	108.63	84.75	83.33
002531.SZ	天顺风能	24.90	2010-12-31	52.24	74.55	49.86	38.83	1.69
601118.SH	海南橡胶	5.99	2011-01-07	388.89	218.89	168.35	135.98	83.81
300155.SZ	安居宝	49.00	2011-01-07	34.31	38.65	28.19	19.89	-2.65
300156.SZ	天立环保	58.00	2011-01-07	28.46	28.09	21.21	15.52	15.07
300157.SZ	恒泰艾普	57.00	2011-01-07	41.67	41.89	28.09	19.65	22.89
300158.SZ	振东制药	38.80	2011-01-07	53.85	54.01	36.80	28.60	0.59
300159.SZ	新研股份	69.98	2011-01-07	38.46	28.77	19.01	13.19	52.36
所有发行均值				70.16	67.24	48.10	36.63	33.39
创业板均值				50.32	49.12	34.64	25.62	28.02

信息披露

分析师负责的股票研究范围

陈美凤：计算机与通信行业

重点研究上市公司：中国联通、中兴通讯、东软集团、航天信息、用友软件、远光软件、华胜天成、宝信软件、石基信息、长城电脑、长城开发

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈露 所长助理
(021) 23219435
chenl@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434 lml@htsec.com
汪辉 (021) 23219432 wanghui@htsec.com
刘铁军 (021) 23219394 liutj@htsec.com

联系人

高远 (021) 23219669 gaoy@htsec.com
李宁 (021) 23219431 lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197 chenrm@htsec.com
吴一萍 (021) 23219387 wuyiping@htsec.com
单磊 (021) 23219428 shanl@htsec.com

联系人

汤慧 (021) 23219733 tangh@htsec.com

基金研究团队

娄静 (021) 23219450 loujing@htsec.com
单开佳 (021) 23219448 shankj@htsec.com
吴先兴 (021) 23219449 wuxx@htsec.com
倪韵婷 (021) 23219419 niyt@htsec.com
杨俭秋 (021) 23219605 yangjq@htsec.com

联系人

唐洋运 (021) 23219004 tangyy@htsec.com
徐益璠 (021) 23219443 xuyj@htsec.com
陈瑶 (021) 23219645 chen Yao@htsec.com

金融工程研究团队

周健 (021) 23219444 zhouj@htsec.com
丁鲁明 (021) 23219068 dinglm@htsec.com
联系人
郑雅斌 (021) 23219395 zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445 jiangjx@htsec.com
邱庆东 (021) 23219424 qiuqd@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393 chenjiuhong@htsec.com
陈峥嵘 (021) 23219433 zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409 chenmf@htsec.com
联系人
蒋科 (021) 23219474 jiangk@htsec.com

煤炭行业

刘惠莹 (021) 23219441 liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403 luying@htsec.com
潘鹤 (021) 23219423 panh@htsec.com
汪立亭 (021) 23219399 wanglt@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422 kljiang@htsec.com
联系人
赵健 (021) 23219472 zhaoj@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021) 23219404 dengyong@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411 longh@htsec.com
方维 (021) 23219438 fangw@htsec.com
舒灏 (021) 23219171 shuh@htsec.com
联系人
何继红 (021) 23219674 hejh@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405 dingpin@htsec.com
联系人
夏木 (021) 23219748 xiam@htsec.com

纺织服装行业

联系人
唐爽爽 (021) 23219716 tangss@htsec.com

非银行金融行业

潘洪文 (021) 23219389 panhw@htsec.com
董乐 (021) 23219374 dl5573@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413 qiucc@htsec.com
联系人
张孝达 (021) 23219697 zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

王茹远 (010) 58067935 wangry@htsec.com
联系人
白洋 (021) 23219646 baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420 ymniu@htsec.com
钱列飞 (021) 23219104 qianlf@htsec.com
联系人
虞楠 (021) 23219382 yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473 zhaocx@htsec.com

食品饮料行业

赵勇 (0755) 82775282 zhaoyong@htsec.com
联系人
齐莹 (021) 23219166 qiy@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391 liuyq@htsec.com

医药行业

江维娜 (021) 23219610 jiangwn@htsec.com
联系人
刘宇 (021) 23219608 liuy4986@htsec.com
刘杰 (021) 23219269 liuj5068@htsec.com

有色金属行业

杨红杰 (021) 23219406 yanghj@htsec.com
联系人
刘博 (021) 23219401 liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267 caoxf@htsec.com
联系人
易团辉 (021) 23219737 yith@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244 chenzy@htsec.com
联系人
孔维娜 (021) 23219223 kongwn@htsec.com

建筑建材行业

蒲世林 (021) 23219054 pusl@htsec.com

电力设备及新能源行业

张浩 (021) 23219383 zhangh@htsec.com
联系人
房青 (021) 23219692 fangq@htsec.com

公用事业

陆凤鸣 (021) 23219415
白瑜 (021) 23219430

lufm@htsec.com
baiy@htsec.com

银行业

联系人
冯梓钦 (021) 23219402

fengzq@htsec.com

社会服务业

罗少平 (021) 23219390

luosp@htsec.com

房地产业

涂力磊 (021) 23219747
谢盐 (021) 23219436

tl5535@htsec.com
xiey@htsec.com

联系人

贾亚童 (021) 23219421

jiayt@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理

(021) 63609993

chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理

(021) 23219381

hzh@htsec.com

深广地区销售团队

贺振华 (021) 23219381
胡雪梅 (021) 23219385
毛艺龙 (021) 23219373
辜丽娟 (021) 23219397
刘晶晶 (021) 23219671

hzh@htsec.com
huxm@htsec.com
maoyl@htsec.com
gulj@htsec.com
liujj4900@htsec.com

上海地区销售团队

高 溱 (021) 23219386
季唯佳 (021) 23219384
黄 毓 (021) 23219410
朱 健 (021) 23219592
肖文宇 (021) 23219442

gaoq@htsec.com
jiwj@htsec.com
huangyu@htsec.com
zhuj@htsec.com
xiaowu@htsec.com

北京地区销售团队

孙 俊 (021) 23219454
殷怡琦 (010) 58067944

sunj@htsec.com
yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话: (021) 23219000

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com