

汉得信息(300170.sz)

IT 咨询国内领先企业，有望成为“中国版埃森哲”

惠毓伦 分析师

电话: 010-68058657

eMail: hyl6@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260200010112

经济发展、信息化程度提升将促进高端 ERP 实施行业快速发展

在总体经济较快发展和信息化水平持续提升双重因素驱动下，当前我国 ERP 软件行业面临良好发展机遇；特别是随着越来越多的中型企业成长为大型企业集团，高端 ERP 实施服务行业的市场需求将持续快速增长。相对于软件产品而言，IT 咨询服务行业中后进企业面对的进入门槛和竞争壁垒相对更低。因此面临国外巨头竞争压力下的国内 IT 服务行业领先企业，相比软件产品类企业，长大的机会更大。

公司内生性增长根基牢固，外延扩张空间广阔

公司是国内企业中从事 Oracle 和 SAP ERP 实施服务业务的领先企业，国内市场份额仅次于 IBM、埃森哲和 HP。ERP 实施企业的核心竞争力体现在其实施顾问团队建设和项目管理上，公司在行业解决方案、IT 技术、ERP 实施过程三个层面上形成了丰富系统的方法论沉淀，核心团队稳定，内生性增长根基牢固。其次公司在 ERP 实施外包业务领域对日本市场进行了长期培育，有望进入快速发展时期。此外公司在行业解决方案方面的深刻积累，有助于在未来合适时点进入战略咨询领域，成为中国版埃森哲。

建议询价区间 29.7 元~34.2 元

公司是国内 IT 咨询行业首家上市企业，占据 IT 咨询产业链高端位置且位居国内龙头地位，我们认为应该在行业平均水平之上给予公司一定的估值溢价。按照 2011 年 33-38 倍的 PE，公司合理价值区间在 29.7 元~34.2 元。

风险提示

宏观经济波动带来市场需求降低的风险；核心人员流失风险；市场竞争加剧带来的风险。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	276.44	312.37	363.53	468.74	593.94
增长率(%)	34.69%	13.00%	16.38%	28.94%	26.71%
EBITDA(百万元)	35.37	47.85	61.26	88.43	118.30
净利润(百万元)	34.19	46.29	66.40	103.61	132.58
增长率(%)	0.64%	35.38%	43.46%	56.03%	27.96%
每股收益(元)	0.30	0.40	0.57	0.90	1.15

数据来源: 财务报表, 广发证券发展研究中心

价格区间 29.7-34.2

发行价格	元
上市价格	元

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	115.72/30
主要股东:	迪宣投资
主要股东持股比例	50.57%

财务比率

ROE	29.19%
ROA	26.97%
资产负债率	24.90%
每股净资产(元)	1.85
2009 年报数据	

发行信息:

发行价格(元)	-
主承销商:	兴业证券股份有限公司
发行市盈率	-

目录

目录.....	2
一、估值与投资建议.....	4
(一) 合理价值区间：29.7 元—34.2 元/股	4
二、国内领先的 IT 咨询服务提供商.....	5
(一) 核心员工持股比例达到 80%.....	5
(二) 公司是国内领先的 ERP 实施与咨询企业	5
(三) IT 咨询服务行业的发展空间广阔.....	6
三、信息化向纵深发展将驱动国内 IT 咨询行业蓬勃发展.....	7
(一) ERP 实施服务：IT 咨询的高端细分行业	7
(二) ERP 实施服务以高端 ERP 软件为主.....	8
(三) 信息化纵深化发展将提升 ERP 实施行业的整体空间	9
(四) 国际咨询实施服务商主导行业，但本土企业成长迅速	10
四、公司是 IT 咨询国内领军企业，面临良好发展机遇.....	11
(一) 公司是国内 ERP 实施服务行业领军企业	11
(二) 方法论沉淀和员工培训是内生性增长驱动力	12
(三) ERP 外包业务持续投入多年，有望开始快速增长.....	13
(四) 长期来看，战略咨询也是可能的新增长点	14
五、财务分析.....	15
(一) 利润增速与宏观经济景气周期挂钩	15
(二) 毛利率高于行业平均水平	15
(三) 运营能力	17
(四) 经营稳健，债务风险小	18
六、盈利预测：10-12 年净利润复合增长率 42%.....	19
(一) 盈利预测主要假设	19
(二) 盈利预测	19
七、风险提示.....	20
(一) 宏观经济波动带来市场需求降低的风险	20
(二) 人员流失风险	20
(三) 市场竞争风险	20

图目录

错误！未找到图形项目表。

表目录

错误！未找到图形项目表。

一、估值与投资建议

（一）合理价值区间：29.7 元—34.2 元/股

公司主营业务为IT咨询中的ERP软件实施服务，目前A股上市公司中没有与其主营业务类似的企业。我们选取软件行业的用友软件、东软集团、太极股份、东华软件、石基信息、启明信息、榕基软件作为对比公司。可比公司2010年和2011年动态市盈率平均值为47倍和33倍。

表1：A股部分软件行业上市公司盈利预测和估值指标（以2011年1月18日股价为基准）

	2010EPS	2011EPS	2012EPS	2010PE	2011PE	2012PE
用友软件	0.54	0.73	0.97	38	28	21
东软集团	0.48	0.58	0.72	31	26	21
太极股份	0.92	1.23	1.70	53	40	29
东华软件	0.76	1.06	1.42	32	24	18
石基信息	0.94	1.22	1.62	49	38	28
启明信息	0.37	0.62	0.93	62	37	24
榕基软件	0.74	1.19	1.82	65	40	26
7家公司平均	0.53	0.75	1.04	47	33	24

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

公司是国内IT咨询行业首家上市企业，所从事的ERP实施业务位于IT咨询产业链的相对高端位置，考虑到公司未来增长前景较为明确，并拥有广阔的成长空间，我们认为应该给予公司一定的估值溢价。按照2011年33-38倍的PE，以及2010-2012年0.57元、0.90元、1.15元的预测EPS，公司合理价值区间在29.7元—34.2元。

二、国内领先的 IT 咨询服务提供商

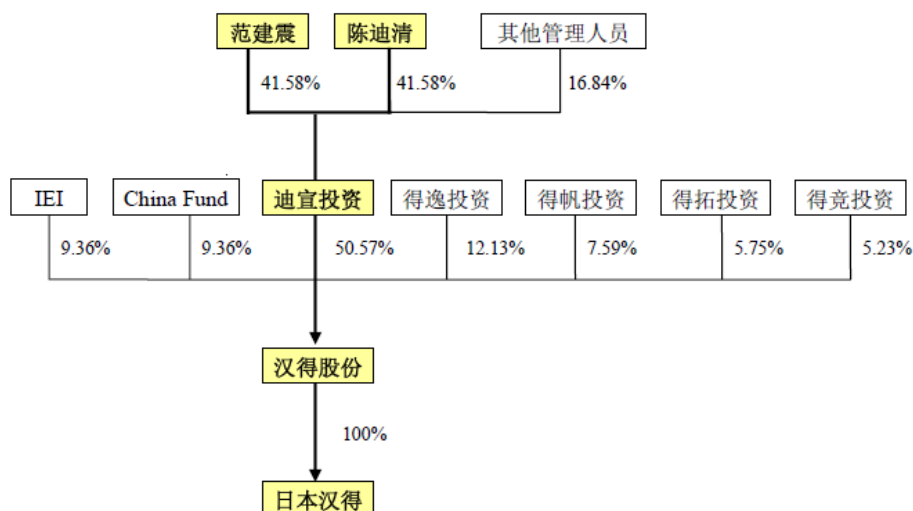
（一）核心员工持股比例达到 80%

公司控股股东为迪宣投资，持有公司发行前总股本的50.57%。公司董事长范建震和总经理陈迪清是公司的实际控制人，分别持有迪宣投资41.58%的股权。迪宣投资、得逸投资、得帆投资、得拓投资、得竞投资为员工持股公司，合计持有公司81.28%比例的股份。本次公开发行3000万股后，社会公众投资者持股比例为25.92%；迪宣投资、得逸投资、得帆投资、得拓投资、得竞投资的持股比例分别为37.46%、8.99%、5.63%、4.26%、3.88%。

截止2010年6月30日，公司员工总数1016人。上述5家员工持股公司除实际控制人范建震和陈迪清之外，共有自然人股东163名，均为公司在职资深员工，占截至2010年6月时公司S、M、P级别核心员工203人总数的80%。

ERP实施与咨询行业是典型的智力、人才密集型行业，核心员工即ERP实施顾问的个人价值远超普通软件公司。在此情况下，公司核心员工持股的股权结构有利于公司业务长期稳定发展。

图1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系图



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心整理

(二) 公司是国内领先的 ERP 实施与咨询企业

公司主营业务是为企业提供高端ERP实施服务，可以针对客户不同的信息化需求提供ERP 系统平台或者ERP系统中某几个功能模块，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）等的实施服务，已成功为近500 家来自于不同行业的公司提供ERP实施及外包服务。

(三) IT 咨询服务行业的发展空间广阔

以计算机行业的全球视角来看，从1950年代算起到现在经过60年的发展，特别是2000年以来行业巨头间不断发生的并购整合，可以说行业整体已经进入稳定发展期。具体表现就是在以服务器、存储、网络设备为代表的硬件提供商和以操作系统、数据库、中间件为代表的软件提供商阵营上出现了IBM、HP、Oracle、微软、思科为代表的巨头，在通用的软硬件市场上形成了垄断竞争的局面，每个产品线上的只剩下2-3家核心竞争企业。

由于通用产品在技术研发、服务和支持体系、品牌和销售等方面具有非常高的壁垒，因此国内企业能够取得突破的空间非常有限。在企业级IT市场上，除去通用软硬件产品，产业链余下的部分主要是行业应用软件和IT服务领域，对国内客户需求的更准确把握和成本控制优势使得国内企业在这两方面具备相对更充分的发展空间。

由于行业应用软件大多受行业规模的先天限制，相比之下IT服务的整体市场空间更加广阔。进一步观察IT服务行业，可以发现有两类代表型企业：一类是印度塔塔咨询（TCS）为代表的IT服务商，依靠成本控制而崛起，在欧美市场正在实现对传统IT服务厂商如CSC等的替代；另一类是埃森哲（Accenture）为代表的信息技术咨询服务商，不仅负责IT系统建设和维护，更涉及企业客户IT系统建设有关的业务流程重构，对行业特点和客户业务的理解和掌握成为这类企业的核心竞争力。

国内IT服务企业的演进路径同样可以分为上面提及的两种类型：一类是以东华软件、东软集团、东南融通等为代表的企业，大多源自传统的系统集成商，通过越来越多的自主软件和IT服务业务逐步摆脱纯粹的硬件系统集成和IT产品分销，进而发展为综合的IT解决方案提供商。由于系统集成业务的市场规模远大于IT咨询和服务，因此这类企业更容易将规模做大。

第二类企业就是以公司为代表的ERP实施服务类公司，由于占据IT咨询行业的制高点，因此在获得资本助力的情况下，有望驶入快速发展的车道。

通用IT产品以“产品”为核心，而IT服务的核心是“人”，因此以ERP实施为代表的高端IT服务企业经营的关键在于项目制下的运营管理能力和成本控制能力，以及IT系统咨询、实施、维护过程中的有效经验能否沉淀为系统的方法论和企业制度，在内部更大范围推广从而提升效率、降低成本并最终转化为企业的核心竞争力。

三、信息化向纵深发展将驱动国内 IT 咨询行业蓬勃发展

（一）ERP 实施服务：IT 咨询的高端细分行业

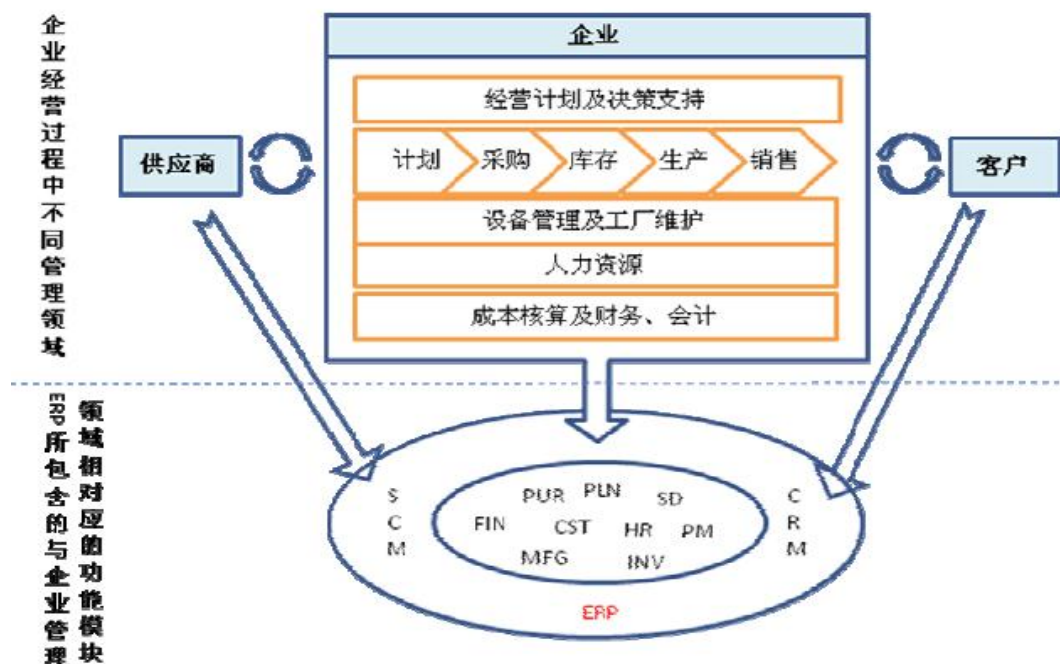
公司所处ERP实施服务行业属于IT咨询业。IT咨询也可称为信息化咨询，帮助企业进行全方位的信息系统改造。咨询内容主要涵盖企业管理模式设计、业务流程重组、信息化解决方案设计以及管理软件系统的实施应用等。

ERP 实施服务是联通企业信息化管理需求与ERP 软件产品之间的桥梁。任何企业概括来看均基本符合如图示的经营架构，但是不同企业因经营环境、业务特色与发展时期不同其业务流程与信息传递的细节也存在很大差异。ERP 实施服务即在分析客户具体经营和管理特点基础之上，通过对客户业务流程重组、用户培训以及对标准ERP 软件二次开发等途径，帮助客户企业构建符合其行业、业务特点的ERP 系统平台，并通过系统长期运维支持服务全面维护企业ERP 信息系统的稳定运行。

在ERP实施过程中，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。最后把这样一个流程在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的插件、参数设置和开关等等。ERP实施的最终交付成果就是设计出符合企业特点的先进管理模式与人机合一的流程。

所以从根本上来说，ERP软件的实施，不仅仅是IT纯技术的工作，更是一项管理改造的过程。因此ERP实施服务实际是IT咨询行业中的高端细分行业。

图2：ERP业务内涵



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心整理

(二) ERP 实施服务以高端 ERP 软件为主

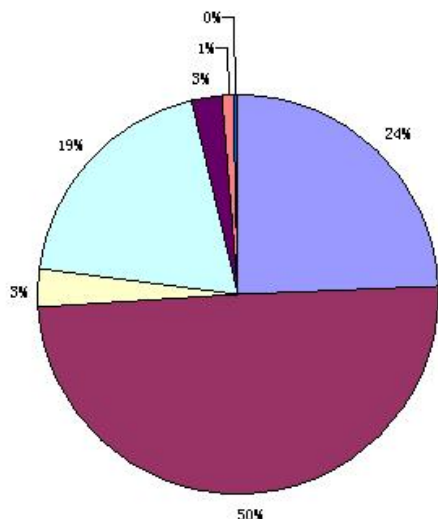
由于高端和中低端ERP软件项目投资规模和实施复杂度的区别，导致ERP实施服务市场以高端的SAP和Oracle软件实施为主。

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，软件投资额度大、实施复杂程度高，实施需要大量的业务流程咨询、梳理、软件部署实施、二次开发、上线、调试、培训、维护等服务。第三方ERP实施服务提供商的出现一方面可以使ERP软件厂商更加专注于通用软件功能的研发，另外成熟的第三方ERP实施团队也有利于促进ERP软件的销售。因此，长期以来，围绕着高端ERP的应用，市场上业已形成了一个规模庞大的实施合作伙伴生态圈。

国内中低端ERP实施服务市场主要以国产ERP软件和一些非主流国外ERP软件的实施服务为主。在中低端市场，通常情况下由于ERP软件厂商项目规模相对较小，单笔实施服务金额相对较低，尚不足以吸引和支撑一批有规模的、专业的ERP实施服务提供商为之提供相应的配套服务和维护。因此该类ERP软件主要依靠厂商自身的团队开展实施服务。

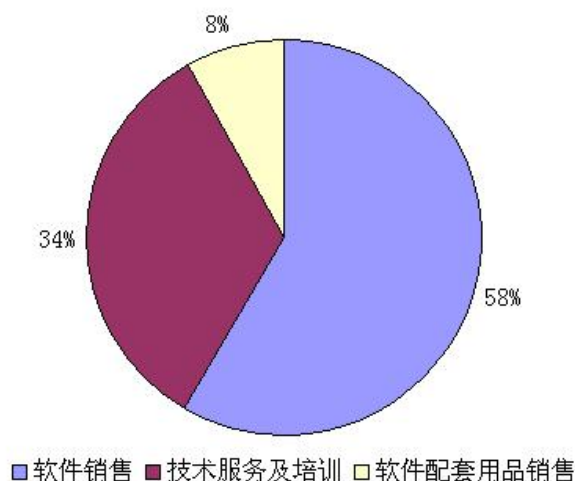
图3：SAP 2009年主营业务收入构成

图4：用友软件2009年主营收入构成



■ 软件 ■ 技术支持 ■ 订阅和其他服务 ■ 咨询 ■ 培训 ■ 其他服务 ■ 其他

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心整理



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心整理

通过对比SAP和用友软件的主营业务收入构成，我们可以看到SAP为代表的高端ERP软件的支持服务、咨询收入占比较用友软件要高很多。

用友软件2009年总收入23.47亿元，其中软件销售13.29亿元占比达到58%，软件服务及培训占比达到34%。而SAP2009年总收入106.72亿欧元，其中软件收入26.07亿欧元占24%；技术支持和咨询业务收入分别为52.85亿欧元、20.74亿欧元，占比分别为50%和19%。这里仅仅体现了SAP软件对公司内部实施服务、咨询等业务收入的拉动，实际上SAP对外部SAP实施服务行业的拉动效应更加显著。

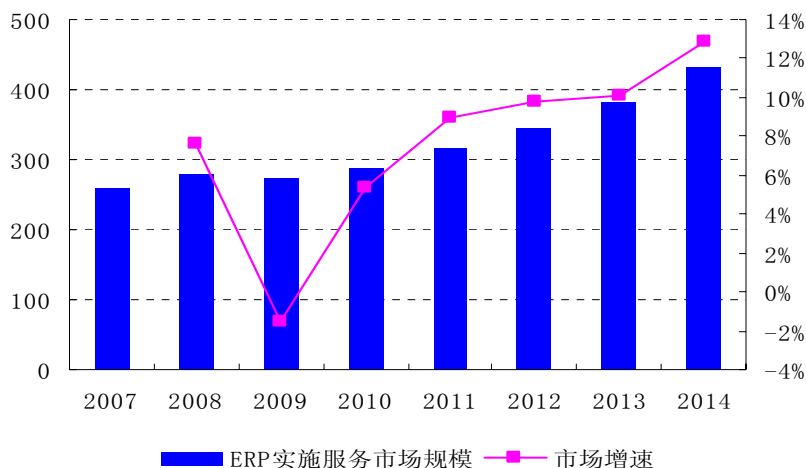
技术支持和咨询业务在SAP总业务收入中占比更大，远超纯粹的软件销售收入，这是由SAP软件实施过程的复杂性和专业性所决定的。

(三) 信息化纵深化发展将提升 ERP 实施行业的整体空间

根据赛迪顾问的统计，2009年全球ERP实施服务市场规模为275.2亿美元。在全球经济从危急中复苏并稳定增长的背景下，未来全球ERP实施服务市场平均增速有望达到8%-12%的水平。

图5：全球ERP实施服务市场规模及预测

单位：亿美元



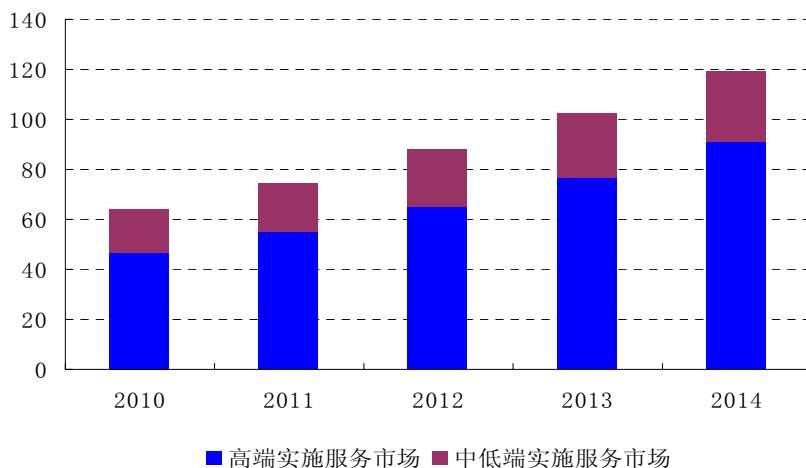
数据来源：CCID

由于ERP应用覆盖了国民经济各主要行业，因此ERP实施服务行业的发展与GDP增速和信息化程度密切相关。

与发达国家相比我国信息化程度目前仍处于较低水平，再考虑到国内相对更高的经济增速，国内ERP实施服务市场未来5年的复合增速将超过世界平均增速。根据CCID的预测有望达到16.6%的水平，其中高端ERP实施服务市场规模将保持在70%-80%的稳定比例。

图6: 国内ERP实施服务市场规模及预测

单位：亿美元



数据来源：CCID

(四) 国际咨询实施服务商主导行业，但本土企业成长迅速

国内ERP实施服务市场的参与者主要由三大类群体组成：

第一，国际咨询实施服务商：主要由跨国大型咨询实施商如国际商业机器公司（IBM）、埃森哲（Accenture）、惠普（HP）、凯捷（Capgemini）、德勤（Deloitte）、源讯（Altos Origin）、印孚瑟斯（Infosys）等组成，他们在高端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（Service/Consulting Firm）：主要由本土专业ERP实施服务商和行业用户类ERP实施商等组成，自身能独立承接ERP项目的整体实施。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。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。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。

第三，外包服务商（Body Shop）：该类企业一般不独立承接项目的整体实施，而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客户的ERP实施项目。国际咨询实施服务商为满足阶段性的人才短缺，降低人员的闲置率和企业运营成本，常会在项目需要时委托外包服务商为其派遣所需的专业人才，加入其自有的实施顾问团队共同为客户提供服务。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。但由于其一般不独立承接项目，因此对终端客户的开拓和维系能力较弱，并且在企业文化构建，实施方法论提炼和员工归属感提升方面与前述两类企业相比略显不足。

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为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。

四、公司是 IT 咨询国内领军企业，面临良好发展机遇

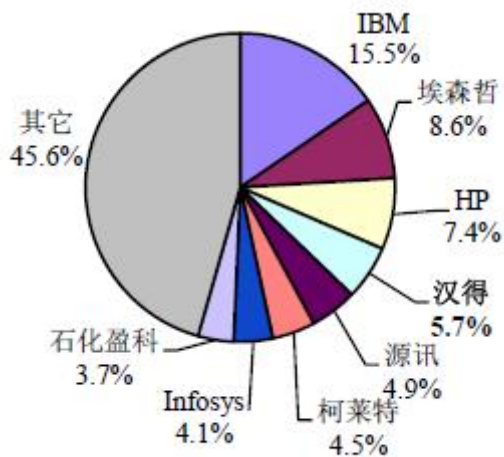
（一）公司是国内 ERP 实施服务行业领军企业

根据赛迪顾问的数据，2009年国内高端ERP实施服务市场份额中IBM、埃森哲、HP分别位于前三名，市场份额分别为15.5%、8.6%、7.4%。

汉得信息作为国内ERP实施服务行业中的领军企业，以5.7%的市场份额排名第四。行业内其他主要国内公司还包括石化盈科、太极、汉普、达美等。按照赛迪的数据，国

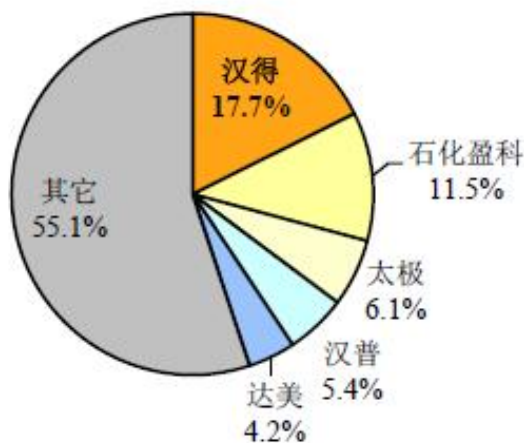
内排名第二的ERP实施企业石化盈科的市场份额为3.7%，若考虑到石化盈科专注于石化行业的业务特点，汉得信息对国内竞争对手的领先优势将更加明显。

图7：2009年中国高端ERP实施服务市场厂商份额



数据来源：CCID，广发证券发展研究中心整理

图8：2009年中国高端ERP实施服务本土厂商份额



数据来源：CCID，广发证券发展研究中心整理

表2：国内ERP实施服务市场主要提供商

类别	企业	ERP实施主要业务领域
国际咨询实施服务商	IBM	SAP、等 Oracle 高端 ERP 实施和战略咨询规划等
	埃森哲	Oracle、ERP 高端 ERP 实施和战略咨询规划等
	HP	SAP、Oracle 等高端 ERP 实施
	源讯	SAP、Oracle 等高端 ERP 实施及运维管理
	Infosys	SAP、Oracle 等高端 ERP 实施
	凯捷	Oracle、ERP 高端 ERP 实施和战略咨询规划等
外包服务商	萨蒂扬	ERP 实施、运维外包服务
	柯莱特	ERP 实施、运维外包服务
本土专业咨询实施服务商	汉得股份	制造、能源、金融、电信等多行业 Oracle、SAP 高端 ERP 实施
	石化盈科	石化行业 SAP ERP 实施
	达美	能源、制造、金融行业的 SAP 实施和运维
	太极	Oracle ERP 实施和系统集成
	兴竹软件	专注于电力行业 Oracle 实施
	重庆亨格	汽车行业 SAP ERP 实施、运维服务
	和诚普信	电力、汽车行业 SAP 实施及增值开发
	汉普	SAP/Oracle 信息系统实施、IT 运营维护外包

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心整理

（二）方法论沉淀和员工培训是内生性增长驱动力

公司未来发展空间主要来自三个方面的拓展：国内信息化纵深发展下的行业增长；ERP实施服务行业中市场份额的进一步提升；包括ERP服务外包甚至管理咨询在内的新业

务增长点。

国内ERP实施服务行业的整体发展情况我们已经在之前有过介绍。公司行业内市场份额的提升主要取决于对优势国外IT咨询服务商的追赶。

ERP实施行业属于智力、人才密集型行业，**ERP实施顾问是行业发展的关键因素**。ERP实施顾问不仅需要精通ERP软件的设置、调试和应用，还要具备系统、全面的企业管理理论知识和实践经验。优秀的ERP实施顾问更是集良好的沟通能力、缜密的分析能力、出色的表达能力、优秀的写作能力、周密的计划能力和快速的学习能力等特质于一身。掌握这些技术和能力无疑需要长期的积累和历练。

正是由于ERP实施顾问的作用突出，**公司竞争力的提升就取决于如何对优秀ERP实施顾问的经验进行总结并形成系统化的方法论沉淀，在公司层面推广和复制；ERP实施顾问个人作用突出，也要求公司具备有凝聚力的企业文化，降低人员流失率并完善员工培训体系。**

方法论沉淀方面，公司在三个方面进行经验总结和方法论沉淀：一是将对重点行业业务特点的理解沉淀为各行业解决方案，提炼出了行业本质特点和通用需求，目前已覆盖了包括大型设备制造行业、机械行业、汽车制造行业、医药行业、证券行业、电信行业、流通行业、玻璃行业等；二是在IT技术有关的ERP二次开发方面形成了ERP数据库、BI技术、Web应用开发技术等核心技术为主的系统性总结；三是针对ERP复杂的实施过程，形成了系统实施方法和IT规划实施方法方面的方法论。

表3：公司行业解决方案、IT技术二次开发、ERP实施方面的方法论沉淀

行业解决方案	大型设备制造行业、机械行业、汽车制造行业、医药行业、证券行业、电信行业、流通行业、玻璃行业的解决方案。	
二次开发技术沉淀	ADF开发技术、基于Java的Web应用开发技术、客户端Web应用开发技术、ERP数据库、BI技术、SAP开发技术、Siebel开发技术、PeopleSoft技术、Agile PLM开发技术、Hyperion开发技术。	
系统实施方法论	Quick-HAND 实施方法论	Quick-HAND 实施论主要应用于业务模式多变、管理需求复杂的信息化项目。Quick-HAND 实施方法主要由项目管理、实施管理、质量管理、技术管理、知识管理、培训管理、资源管理等内容构成。
	CRP实施方法论	CRP 实施方法论在内容构成方面基本与Quick-HAND 实施方法相同，但其与Quick-HAND 的主要区别体现在处理方法的不同。Quick-HAND 实施管理的处理模式是事先尽可能了解业务管理需求，然后据此建立方案，在与客户详细讨论、确认后再进行系统的实现；而CRP 则根据对客户企业基本业务模式的了解或者根据客户企业已有的解决方案，建立相应的信息化系统环境，再据此与客户关键性用户进行详细的演示和讨论，由客户提出企业业务实际与目前系统环境的差异，双方就差异进行讨论与处理，经过多次这样的循环后确定最终的适合于客户实际业务情况的信息化系统。
IT规划实施方法论	Value-HAND方法论	在通常的企业信息化的过程中，企业往往首先决定企业信息化的目标、蓝图、措施与步骤，公司针对企业这样的计划，产生了Value-HAND方法论来帮助企业实施ERP系统。Value-HAND实施方法论的核心是价值导向，是公司为客户创造价值的理念的产物，是对Quick-HAND方法论的充实和完善。此外，其应用范围不仅仅局限于ERP的实施，还可应用于管理咨询或BPR、可研分析、需求分析等领域。
数据来源：广发证券发展研究中心整理		

此外，在人力资源管理方面，公司在激励、管理、培训几个方面采取了合理有效的措施：

激励方面，公司大部分核心员工均拥有企业股权。除去实际控制人公司核心员工范建震和陈迪清之外，公司员工持股公司迪宣投资、得逸投资、得帆投资、得拓投资、得竞投资共有自然人股东163名，占公司2010年6月底1016名员工总数的16%，占同期S、M、P级别核心员工203人总数的80%。

公司核心技术人员2007-2010上半年的离职率分别为8.46%、10.22%、3.98%、3.94%，考虑到ERP实施顾问行业本身偏高的流动率，**2009年以来公司核心员工的流失率已处于较低水平。**

表4：公司S、M、P级别顾问（核心员工）离职情况

年份	年初总人数	年底（中）总人数	平均在职人数	当年离职人数	离职率
2007	135	125	130	11	8.46%
2008	125	149	137	14	10.22%
2009	149	203	176	7	3.98%
2010H1	203	203	203	8	3.94%

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心整理

与国外咨询服务商相比，很难说公司具有其他行业国内企业常见的人力成本优势，因为国外咨询服务商所拥有的ERP实施顾问同样以国内员工为主，并且行业内ERP实施顾问的流动性较高，企业人力成本难以降低到低于行业平均很多的程度。在此情况下，公司以自主培训为主要的人才取得方式的确是较为明智的选择。

（三）ERP 外包业务持续投入多年，有望开始快速增长

中国对日ERP软件外包市场是一个相对新兴的市场，根据赛迪顾问的统计，2009年该行业实现收入5,300万美元，未来市场增长仍有着巨大的潜力。公司是较早进入日本ERP外包服务市场的服务供应商之一，2004年2月成立了海外事业部，占据了一定的先发优势，目前主要客户包括日立、富士通、富士施乐等。

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%的市场份额位居第一。经过多年发展，公司在对日ERP外包服务领域内目前已经拥有了一支语言、技术和管理能力兼备的高素质人才队伍和业务需求稳定的优质客户。由于日本企业十分重视合作伙伴的口碑，公司以往良好的服务预计会使公司未来对日ERP外包业务的开展更加顺利，在该领域内取得更大的市场份额与更好的业绩表现。

（四）长期来看，战略咨询也是可能的新增长点

招股说明书披露的公司未来三年战略定位以巩固目前相对国内竞争对手的优势，并追赶国外ERP实施服务商位主要目标。实际上，**公司目前的ERP实施服务和战略咨询业务有非常大的相关性，因此长期来看公司具备转向战略咨询服务商的良好潜质。**

国内客户在做ERP实施的过程中，经常同时考虑通过梳理企业流程来提升管理水平，因此单纯的ERP软件实施很难满足国内客户的全部需求。在这种情况下，一种方法是企业客户做完战略咨询之后再行ERP实施；另一种情况是通过ERP实施顾问团队在最大程

度上完成客户的战略咨询任务。

在公司现有条件下，针对特定行业特点开展战略咨询相关工作已经是ERP实施完整过程中的一部分。但开始单独的战略咨询业务，根据公司现有行业经验和管理经验的积累水平可能还存在一定难度。尽管如此，公司在战略管理和行业经验的积累方面具备得天独厚的优势，因此具有良好的基础条件以便未来开展独立的战略咨询业务。

五、财务分析

（一） 利润增速与宏观经济景气周期挂钩

公司2007-2010H1的营业收入分别为2.05亿元、2.76亿元、3.12亿元、1.67亿元，2008年和2009年的收入增长率分别为35%和13%。2009年营业收入增速较低的主要原因是经济危机对企业客户ERP实施需求的负面影响有一定的滞后期。

公司净利润2007-2010H1分别为3398万、3419万、4629万、2598万，2008和2009年

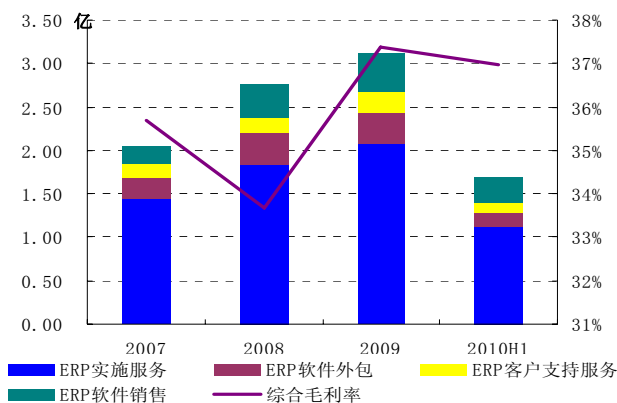
的净利润增速分别为1%和35%。

公司营业收入和净利润增长情况出现较大差异的主要原因在于毛利率、期间费用和所得税的影响。

受经济危机影响，公司毛利率从2007年的35.68%下降到2008年的33.69%，造成在营业收入增长35%的同时营业毛利润增长仅为27%。此外2008年期间费用较2007年增加56%，导致利润总额仅同比增长15%，期间费用大幅增长的主要原因是新增招聘员工较多导致培训、招聘费用增加，以及研发支出。最后，2007年公司仍处于所得税免税期，2008年则为减半征收（税率12.5%），由此造成利润总额增长15%的同时净利润近增长1%。

2009年公司由于人员利用率提升影响，综合毛利率比2008年上升3.71%，导致营业收入增长13%的情况下营业利润增长25%，同时期间费用和资产减值较2008年减少，导致利润总额增长32.24%。

图9：主营业务收入和综合毛利率变动



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心整理

(二) 毛利率高于行业平均水平

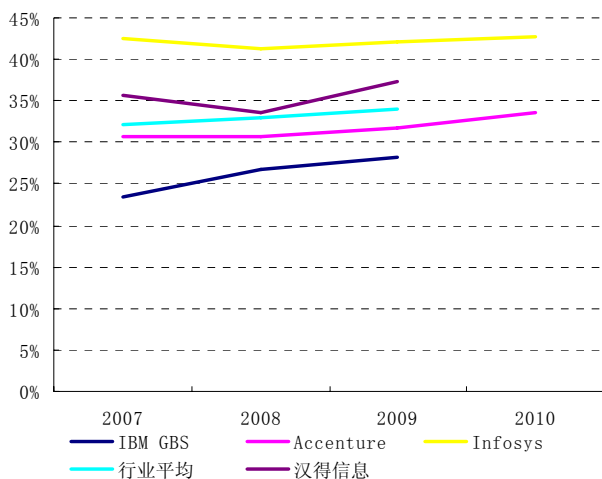
通过与IBM GBS (IBM的IT咨询部门)、埃森哲 (Accenture)、Infosys等同行业公司比较发现，公司毛利率水平略高于行业平均水平，高于IBM GBS和Accenture，但低于Infosys。

上面我们提到在国内ERP实施服务市场上，公司的人力成本与外资竞争对手相比并没有明显优势。不过我们发现印度Infosys的毛利率较IBM、埃森哲高出约10%以上，我们认为原因在于：与国内ERP实施市场上实施顾问的主力为中国籍员工不同，在全球IT咨询市场范围内IBM、埃森哲的欧美籍员工比例明显较高，因此印度的低成本优势可以体现的更加明显。

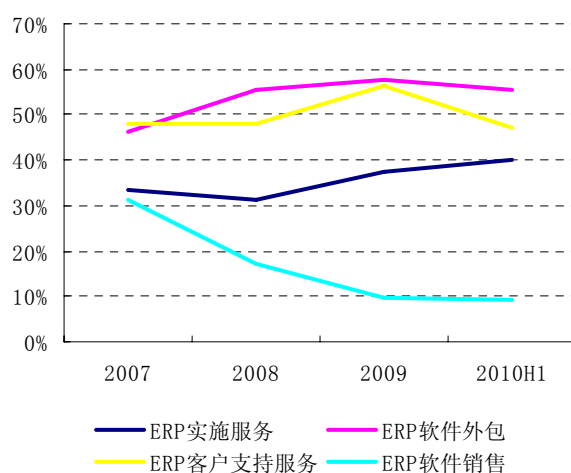
沿此逻辑，我们认为公司综合毛利率相比Infosys还有5%-10%的提升空间，部分来自公司内部效率的持续提高，部分来自对日软件外包业务规模扩大带来的综合人力成本降低。

图10：同行业可比公司的毛利率比较

图11：分项主营业务毛利率变动



数据来源：



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心整理

从主营业务各个具体分项考察，最主要的ERP实施服务业务毛利率呈现稳步上升的趋势，2007-2010H1的毛利率分别为33.29%、31.20%、37.53%、40.04%；ERP软件销售毛利率下降很快，从2007年的31.23%下降到2010H1的9.17%；ERP客户支持和ERP软件外包业务毛利率相对较高，大部分时间保持在50%以上的水平。

在公司的ERP服务收入构成中，ERP软件实施服务收入占比最近三年半平均达到80%的水平，在主营业务中占比最大。ERP实施服务业务毛利率可以进一步分解为以下的公式：毛利率水平与单位总工时工资成反比；毛利率与工资成本比、单位有效工时收入、利用率成正比。

图12：ERP实施服务的毛利率影响因素

$$\text{毛利率} = 1 - \frac{\text{成本}}{\text{收入}} = 1 - \frac{\frac{\text{工资}}{\text{总工时}}}{\frac{\text{工资}}{\text{成本}} \times \frac{\text{收入}}{\text{计费工时}} \times \frac{\text{计费工时}}{\text{总工时}}} = 1 - \frac{\text{单位总工时工资}}{\text{工资成本比} \times \text{单位有效工时收入} \times \text{利用率}}$$

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心整理

从公司最近三年一期的ERP软件实施业务毛利率及影响因素变动情况来看，2007到2010H1单位总工时工资即员工工资水平一直呈上涨趋势，年均复合增长率达到8.8%。同期单位有效工时收入却不降反升，反映出金融危机期间对企业客户的议价能力下降，未能将员工工资上升压力传导给企业客户。在此情况下，毛利率仍保持上升的主要原因在于工资成本比和利用率提升，前者代表了公司加强了对工资以外部分费用的控制，后者则是项目管理能力提升的结果。

基于各项因素的当前水平，我们认为尽管工资成本比和利用率仍有继续提升空间，但未来毛利率继续提升确实有赖于单位有效工时收入的提高。客观上金融危机后期客户接受更高单位有效工时支出的可能性应该有所增加，但从长期看来此项指标的提升必须以公司ERP实施能力的提升以及品牌认可度的提高为主要驱动力。

表5：最近三年一期公司ERP软件实施毛利率变动及影响因素变化

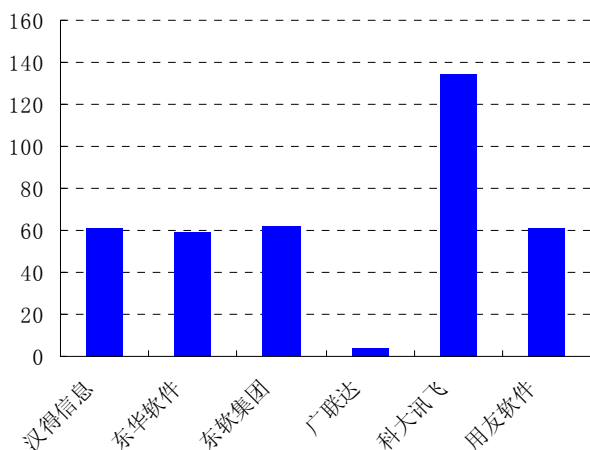
年份	毛利率	单位总工时工资	工资成本比	单位有效工时收入	利用率
2007	33.29%	382.57	56.63%	1715.10	59.05%
2008	31.20%	415.58	62.05%	1532.07	63.54%
2009	37.53%	449.57	65.62%	1682.03	65.20%
2010H1	40.04%	492.72	70.21%	1647.10	71.06%

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心整理

（三）运营能力

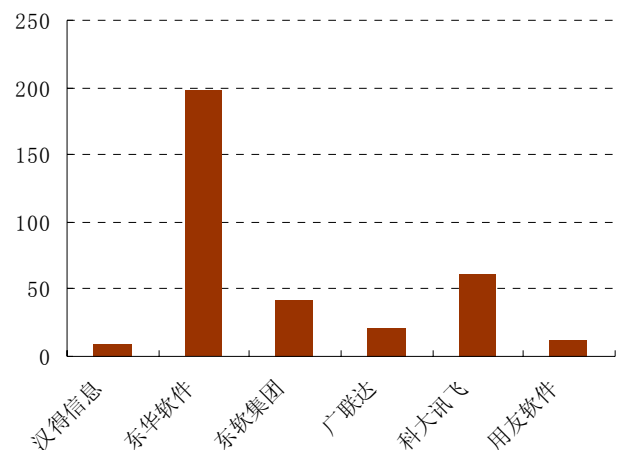
公司以IT咨询为主业，在已上市公司中缺乏主营业务相同的可比公司。我们选择用友软件、东软集团、东华软件、广联达、科大讯飞为对比公司，可以看出公司的应收账款周转天数与软件行业平均水平相当，存货周转天数大幅领先软件行业平均水平。

图13：比较公司应收账款周转天数（2009年数据）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心整理

图14：比较公司存货周转天数（2009年数据）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心整理

表6：公司资产周转财务指标

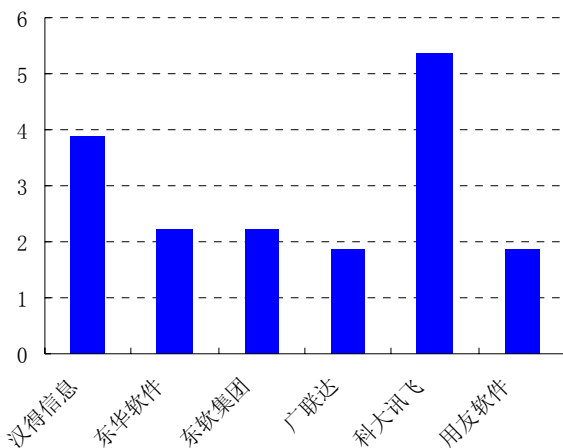
项目	2007	2008	2009	2010H1
应收账款周转率（次）	5.55	5.56	5.94	2.54
应收账款周转天数（天）	64.86	64.75	60.61	70.87
存货周转率（次）	86.94	52.91	42.78	22.47
存货周转天数（天）	4.14	6.80	8.42	8.01
流动资产周转率（次）	2.15	2.09	1.75	0.79
总资产周转率（次）	2.01	1.96	1.67	0.77

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心整理

(四) 经营稳健，债务风险小

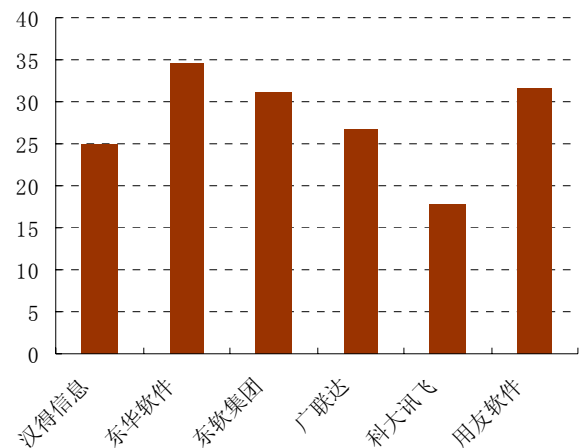
软件行业的“轻资产”特点造成行业公司的债务压力普遍相对较小。公司2009年流动比率3.89，与选取的比较公司平均水平相比高出1左右；2009年公司资产负债率24.9%，比选取公司的平均水平略低2.86%。

图15：比较公司流动比率（2009年数据）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心整理

图16：比较公司资产负债率（2009年数据）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心整理

六、盈利预测：10-12 年净利润复合增长率 42%

(一) 盈利预测主要假设

- (1) 公司募投项目进展顺利，带动ERP实施业务达到2010-2012年15%、30%、25%的增长，进而带动整体业务收入增长。
- (2) 公司ERP实施能力的提升以及上市带来的品牌效应，带来对企业客户议价能

力的提高，导致单位有效工时收入提升，ERP软件实施业务毛利率在2010-2012年提升，并带动综合毛利率稳定提升。

- (3) 2010-2012年所得税税率按照与2008年相同的12.5%征收，实际综合税率等同2008年的11.10%。

具体的主营业务盈利预测见下表：

表7：主营业务收入盈利预测表

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
ERP软件实施服务收入（万元）	18268.61	20694.98	23799.23	30939.00	38674.74
ERP软件实施服务毛利率(%)	31.19	37.53	41.50	44.00	45.00
ERP软件销售收入（万元）	3805.84	4464.82	4866.65	6326.65	7908.31
ERP软件销售毛利率(%)	17.00	9.72	10.00	10.00	10.00
ERP软件外包收入（万元）	5811.45	4895.83	5140.62	6425.77	8674.79
ERP软件外包毛利率(%)	35.83	43.94	45.00	48.00	50.00
ERP客户支持服务收入（万元）	1797.06	2335.98	2546.22	3182.76	4137.61
ERP客户支持服务毛利率(%)	48.16	56.41	57.00	57.00	57.00
总收入（万元）	27618.14	31225.43	36352.72	46874.19	59394.46
综合毛利率(%)	33.69	37.39	38.86	40.84	41.91

数据来源：广发证券发展研究中心整理

（二）盈利预测

根据以上假设，公司2010-2012年营业收入分别达到3.64亿、4.69亿、5.94亿元，2010-2012年归属于母公司所有者的净利润分别为6640万元、1.04亿元、1.33亿元，对应3年的EPS分别为每股0.57元、0.90元、1.15元。

七、风险提示

（一）宏观经济波动带来市场需求降低的风险

ERP软件行业市场和宏观经济景气程度联系紧密，行业低潮时期部分公司会推迟IT投入和ERP系统建设计划，因此宏观经济增速下降可能影响公司ERP实施服务业务的正常发展。

（二）人员流失风险

ERP 实施行业属于智力、人才密集型行业。由于ERP 实施顾问在行业内流动较为容易，因此如果公司不能对核心ERP实施顾问实行有效的激励和约束，核心员工的流失将对公司经营带来不利影响。

（三）市场竞争风险

ERP软件实施是充分竞争行业，公司面临国际知名ERP实施厂商以及国内厂商的竞争。如果公司不能正确判断、把握行业的市场动态和发展趋势，不能及时进行技术创新和业务模式创新，则存在因竞争优势减弱而导致经营业绩不能达到预期目标的风险。

资产负债表

单位：百万元

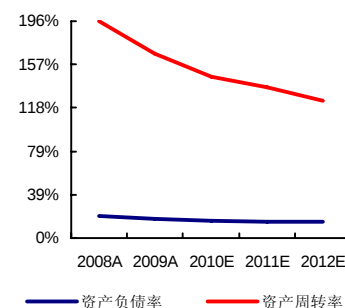
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	153	205	281	399	551
货币资金	89	142	205	303	429
应收及预付	59	58	71	90	115
存货	5	4	5	6	8
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	10	7	4	4	4
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	6	4	4	4	4
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	3	2	0	0	0
其他称其资产	1	1	0	0	0
资产总计	163	211	285	404	555
流动负债	53	53	60	75	94
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	53	53	60	75	94
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	53	53	60	75	94
股本	116	116	116	116	116
资本公积	1	3	3	3	3
留存收益	92	138	204	308	440
归属母公司股东权益	208	257	323	427	559
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	261	309	383	502	653

利润表

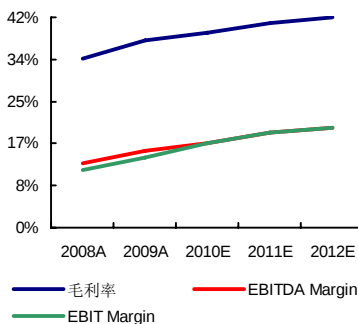
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	276	312	364	469	594
营业成本	183	196	222	277	345
营业税金及附加	9	11	12	16	20
销售费用	22	23	28	36	45
管理费用	31	39	40	52	65
财务费用	-2	0	-5	-19	-22
资产减值损失	4	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	30	42	66	108	140
营业外收入	8	9	9	9	9
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	38	51	75	117	149
所得税	4	5	8	13	17
净利润	34	46	66	104	133
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	34	46	66	104	133
EBITDA	35	48	61	88	118
EPS (元)	0.30	0.40	0.57	0.90	1.15

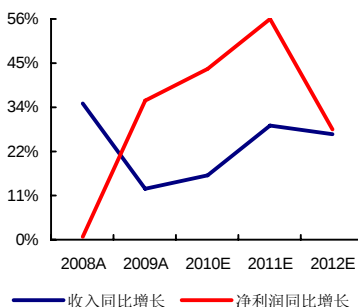
资产负债率趋势



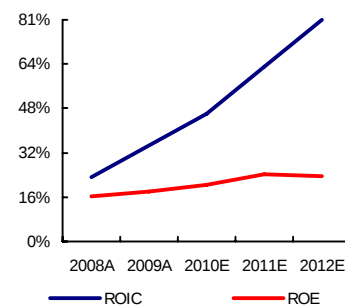
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

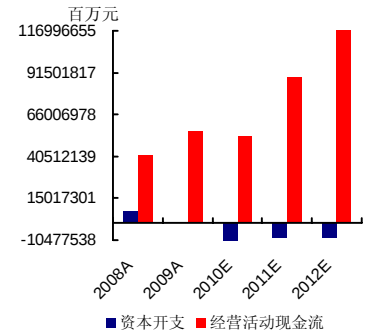
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	41	56	53	89	117
净利润	34	46	66	104	133
折旧摊销	4	4	0	0	0
营运资金变动	1	2	-6	-6	-7
其它	2	3	-8	-9	-9
投资活动现金流	-7	-2	11	9	9
资本支出	-7	-1	10	9	9
投资变动	0	-1	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	1	0	0	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	1	0	0	0	0
现金净增加额	36	54	63	97	126
期初现金余额	53	89	142	205	303
期末现金余额	89	142	205	303	429

主要财务比率

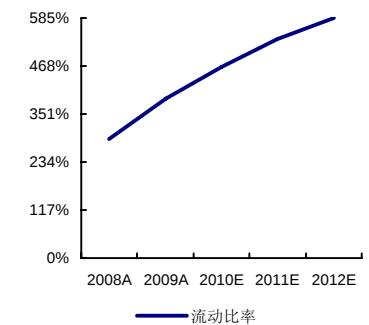
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	34.7%	13.0%	16.4%	28.9%	26.7%
营业利润	0.7%	39.5%	57.2%	63.3%	30.2%
归属于母公司净利润	0.6%	35.4%	43.5%	56.0%	28.0%
获利能力					
毛利率	33.7%	37.4%	38.9%	40.8%	41.9%
净利率	12.4%	14.8%	18.3%	22.1%	22.3%
ROE	16.4%	18.0%	20.6%	24.3%	23.7%
ROIC	23.5%	34.9%	46.4%	63.6%	80.6%
偿债能力					
资产负债率	20.3%	17.0%	15.7%	14.9%	14.4%
净负债比率	-42.6%	-55.5%	-63.6%	-71.0%	-76.7%
流动比率	2.89	3.89	4.66	5.33	5.85
速动比率	2.78	3.81	4.57	5.24	5.76
营运能力					
总资产周转率	1.96	1.67	1.46	1.36	1.24
应收账款周转率	5.56	5.94	5.81	5.85	5.83
存货周转率	52.91	42.78	45.70	44.68	45.02
每股指标 (元)					
每股收益	0.30	0.40	0.57	0.90	1.15
每股经营现金流	0.36	0.48	0.45	0.77	1.01
每股净资产	1.80	2.22	2.79	3.69	4.83
估值比率					
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	-2.5	-3.0	-3.4	-3.4	-3.6

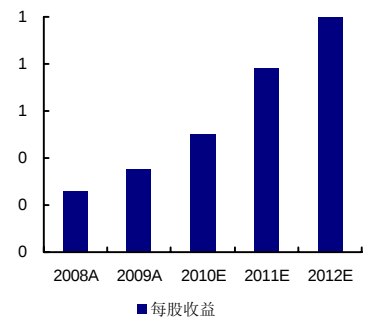
资本开支与经营活动现金流



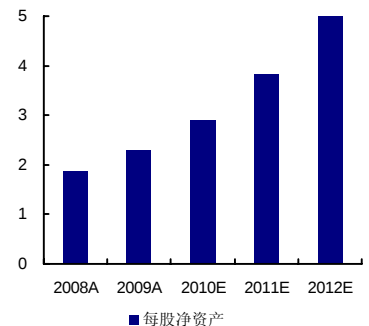
流动比率趋势



每股收益



每股净资产



广发计算机行业研究小组

惠毓伦，分析师，中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师，15 年计算机、光电、集成电路、军工领域工作和研究经历，11 年证券营业部和证券研究所从业经历。

邵卓，研究助理，北京邮电大学信号与信息处理硕士，曾在明基（西门子）移动通信研发中心、IBM 中国软件开发实验室工作，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：sz3@gf.com.cn，010-15330229387。

康健，研究助理，美国南加州大学金融数学硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：kangjian@gf.com.cn，020-87555888-697。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。