

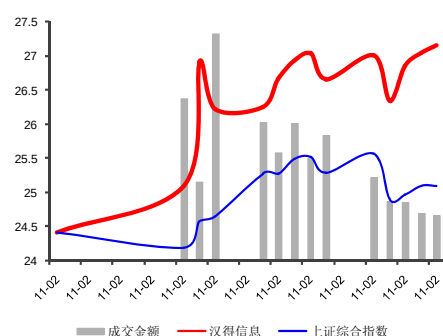
公司研究

订单饱满，交付能力提升，增长高速稳定

计算机行业

2011 年 02 月 25 日

——汉得信息（300170）调研报告

评级：推荐（首次）
目标价格：30.0-34.0 元
最近 52 周走势：

相关研究报告：
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：近期前往上海张江拜访公司，与公司管理层进行交流，对行业情况，公司运营和未来发展战略有了进一步的认识，总结汇报如下。

投资要点：

紧跟 Oracle 和 SAP 发展，未来目标是综合 IT 服务公司。公司的主要业务是为企业用户提供 Oracle 和 SAP 的 ERP 套装软件实施服务。近期 Oracle 和 SAP 在亚洲地区的业务均实现较高增长，公司实施业务也随之呈现出较高增长态势。公司的目标不仅仅是 IT 咨询，而是通过 IT 咨询成为从行业应用软件设计、开发到流程管理的综合性 IT 服务公司。

国内竞争优势明显，同国际公司差距缩小。IT 咨询行业主要考察企业品牌、行业经验、价格和团队四个方面。公司在国内同类企业中优势较为明显，与国际公司之间的差距也在逐步缩小。尤其是在国内制造业 ERP 实施领域中，公司已建立起一定优势。

订单饱满，提升交付能力是关键。金融危机过后，企业对 ERP 的需求提升。公司当前订单充足，交付能力是制约发展的主要瓶颈。公司将通过招聘新员工和提高人均产出提升交付能力。人员将按照每年 30% 的增速扩充。人均产出能力则通过组织机构改革和激励等手段提高，目标是希望在未来的几年内逐渐将有效人均利用率从 60% 提高到 80%。

外包、自主开发软件期待突破，新政策对业绩提升显著。海外事业部规模在逐步扩大。在日本市场的接单能力仍需提高。公司未来有可能选择行业应用软件类企业并购，以实现公司在行业应用软件中的突破。公司业务以 IT 服务业为主，新“18 号文”营业税减免政策对业绩提升显著。

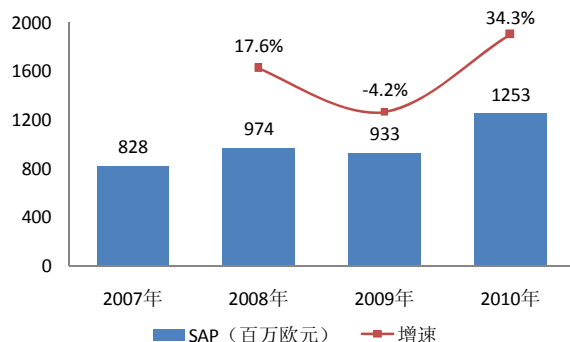
“推荐”评级，目标价格 30.00-34.00 元。从现有订单和员工扩充计划预计 2010-2012 年 EPS 为 0.53 元，0.76 元和 1.03 元。对应当前股价的市盈率为 51，35 和 26 倍。公司业绩增长稳定，空间广阔，行业地位较高，给予公司 2011 年每股收益 40-45 倍 PE，对应股价为 30.00-34.00 元，“推荐”评级。

1. IT咨询是敲门砖，目标是综合IT服务公司

公司主要从事的ERP实施是属于IT咨询业子集，以ERP套装软件实施服务、代销ERP套装软件为主。ERP实施工作的70%是在同客户讨论业务的流程。IT咨询行业在国内的主要公司是以IBM、埃森哲和Infosys为代表的国际公司。国内IT咨询公司数量较多但规模较小。经过15年的发展，公司在本土IT咨询企业中脱颖而出，已积累客户500余家，从制造业扩展至医药、电信等多个行业，在国内高端ERP实施市场中占据领先地位。IT咨询行业主要生产力是高素质的人才，人员流动较大，行业内很多公司整体规模都不大。公司未来目标是通过IT咨询介入到企业行业软件的开发与应用中，最终成为从行业应用软件的开发、应用到流程管理的综合性IT服务公司。由于主要从事Oracle和SAP的ERP软件的实施服务，因此公司的发展将紧跟Oracle和SAP两大ERP厂商在中国地区的发展状况。

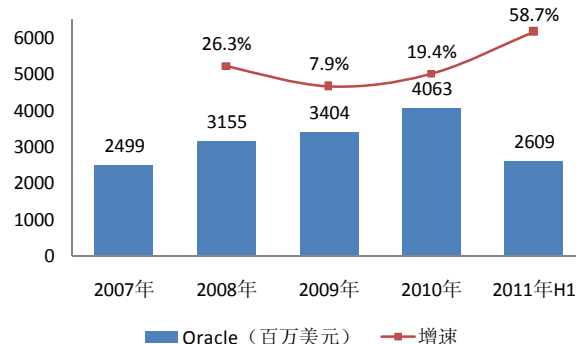
我们的看法：纯粹的IT咨询公司很难做大，而综合IT服务公司的规模和面对的市场却更大更多。公司先从IT咨询入手，逐步渗透，为将来成为综合性的IT服务公司打下良好的经验和客户基础。Oracle和SAP最近的财务报表显示其在亚洲地区业务比去年同期上升了58.7%和34.3%，表现出良好的增长势头。我们认为随着Oracle和SAP在国内的高速增长，公司的业绩也将进入快速增长通道。

图表 1: SAP 亚洲地区销售额（除日本）



数据来源：SAP，国联证券研究所

图表 2: Oracle 亚洲地区销售额



数据来源：Oracle，国联证券研究所

2. 国内竞争优势明显，与国际公司差距缩小

客户选择IT咨询公司一般会从品牌、行业经验、价格和团队四个方面考虑。总体来说，公司在同国内同类企业对比中拥有一定优势，与国际公司对比则略显不足，但差距在逐渐缩小。公司现已获得央企ERP实施业务的竞标机

会，有望在央企市场中取得一定突破。

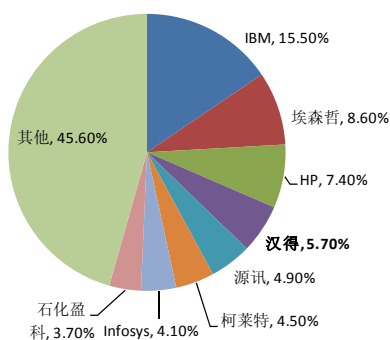
图表 3：四项基本要素对比

	同本土其他公司对比	同国际公司对比
品牌	优势：本土较多公司一般规模为 200-300 人，公司员工总数为 1200 人左右。在 15 年 ERP 实施的经历中积累了较为明显的品牌优势。与公司同时期的竞争对手已寥寥无几。	劣势：品牌差距较大，特别是在央企中。但现在公司已可以参与央企的第二期工程的竞标，说明差距在缩小
行业经验	优势：公司参与 500 家公司的 ERP 实施。客户从制造业扩展至全行业。	中性：公司在流程复杂，且有管理目标的客户中优势较为明显。此类公司主要集中的制造业中。
价格	劣势：公司的价格比本土其他公司高 20%-30%。	优势：价格比国际公司低 50%-100%。
团队	中性：可以用品牌弥补。	劣势：国际公司团队更有经验，效率更高，且国际公司工资水平较高，可以直接招聘成熟员工。

资料来源：国联证券研究所

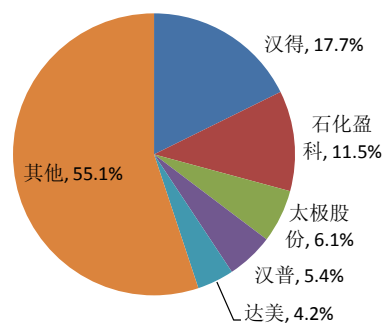
我们的看法：当前国内的高端ERP市场依然以国际公司为主导。公司在与国际公司的竞争中最明显的是价格优势。经过15年的经营，公司在国内的ERP实施市场中脱颖而出，证明公司具有很强的业务和市场能力。随着高级顾问数量的增加，行业经验的丰富，与国际公司之间的差距将逐步缩小。

图表 4：中国高端 ERP 软件实施服务市场厂商份额



数据来源：赛迪顾问，国联证券研究所

图表 5：ERP 软件本土咨询实施服务市场厂商份额



数据来源：赛迪顾问，国联证券研究所

3. 订单饱满，提高交付能力是关键

根据公司多年从业经验，利润大于5000万的公司对ERP的需求较为强烈，且ERP对此类公司的管理效率提升也较为明显。随着企业对ERP认知的提高，大部分的企业都认识到了ERP的重要性，每个实施项目的平均价格也从几年前的150万上升到现在的300万元左右。公司订单数量大幅度增加，但当前制约公司发展的最大瓶颈不是订单，而是交付能力。公司希望通过募集投资项目提高人均产出能力。现已推出事业部制，使核算单位变小，这样可以更好

地调动员工的积极性。当前公司的人工有效利用率约为60%，而国际IT咨询公司的人工有效利用率近80%。公司的目标是达到或者接近国际水平。

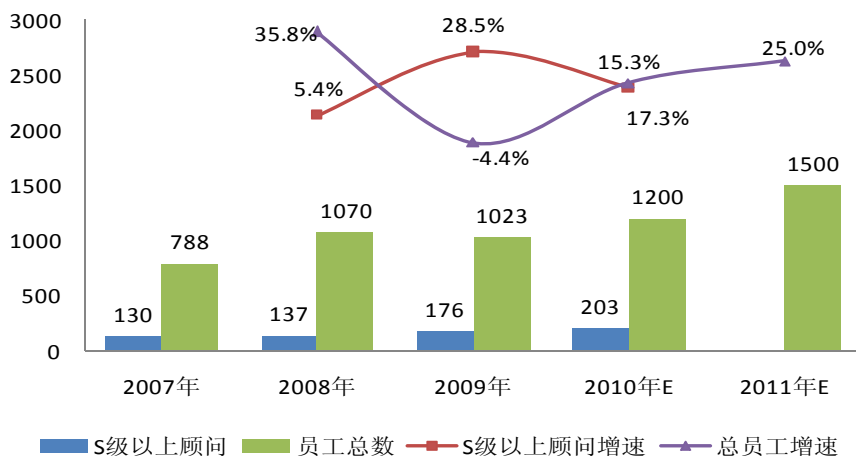
我们的看法：全球经济从金融危机中复苏，同时也让企业意识到成本控制，人员管理的重要性。危机后，企业对ERP的需求明显提高。而成熟的实施顾问成长周期则较长，不能立刻满足现存项目的增速。因此需要通过增加员工和提高人工有效利用率双重手段来提高公司的交付能力。

4. 人员稳定扩充，激励机制丰富

IT咨询行业的核心资源是“高级实施顾问”。公司现有员工1200人左右，其中技术开发人员约200人，海外事业部约200人，咨询顾问为700多人。公司的经营成本主要是人力资源支出。员工平均每年工资增长的幅度约为10%。现有的工资水平在招募有经验的员工方面并没有特别优势。因此，招聘以应届毕业生，自主培养为主。一个应届毕业生成为有能力的顾问，胜任项目经理一般需要3-4年。公司计划每年以30%的速度增加员工数量。由于高级顾问的成长期较长，过快的招聘新员工可能会导致项目质量下滑，人均效率的降低。因此，提高交付能力不能仅仅通过快速的招人扩产解决。为了提供员工的积极性，吸引人才，公司有计划通过提供员工宿舍等提高员工福利，并希望未来借助资本市场这个平台为员工提供更丰富的激励手段。同时公司还面临由于工资水平略低于引发的人员流失问题。其中，2-3年工龄的工资差距最大，此工龄段的离职率也最高。

我们的看法：员工数量是公司基本情况的重要参考指标。2007年公司为788人，到2010年公司员工为1200人左右。未来将以每年30%的增速扩充员工数量。公司上市后，不仅可以利用资金提高员工待遇，而且还可以利用股权激励等手段充分调动员工积极性，达到人员数量与效率双升的目的。最终有效的提高交付能力。

图表 6: 员工总数, S 级以上高级顾问人数



数据来源: 公司公告, 国联证券研究所整理

5. 对日外包期待突破, 并购目标以应用软件公司为主

对日外包接单能力还需提高, 自主软件MAS随实施业务增长, 未来有可能并购行业应用类软件公司。在对日业务方面主要是作为分包商, 承接日立和富士通公司的二次开发项目。公司将在日本增加人员和资金上的投入, 提高在日本市场的接单能力。自主开发的MAS系统主要客户还集中于大客户, 主要的商业模式是捆绑在Oracle和SAP的ERP上一同销售。公司或在未来选择行业应用类软件公司进行并购, 从而实现从IT咨询向综合IT服务商的转变。

我们的意见: 公司对日外包的接单能力有待进一步的提高, 短期还不能提供可观的收益。自主开发的MAS软件随ERP套装软件捆绑销售, 也不能为公司带来超额收益。公司整体并购同类IT咨询公司意义不大, 而选择行业应用软件公司则可以提供从行业应用软件到IT咨询的全程服务, 为将来转变为综合IT服务公司铺路。

6. 新十八号文营业税对公司业绩影响较为明显

公司主要收入为IT服务收入, 营业税税率为5%。如果能够全部免除, 将会给公司业绩带来较为明显的影响。

我们的意见: 公司是较为纯粹的IT服务类公司, IT服务类业务占比较高, 营业税的减免将会明显提高公司的业绩。

7. 投资意见与评级

7.1 盈利预测

受全球经济复苏，企业IT支出提高影响，Oracle和SAP在亚洲地区销售量持续增长。我们预计公司未来两年的主要业务有望逐年稳定增长。

- 1) 公司主要业务的营业收入和毛利率情况见下表。
- 2) 2010-2012年所得税率为10%。

图表 7: 假设条件

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
营业收入(百万元)						
ERP 实施服务	144.42	182.69	206.95	242.78	296.39	383.24
ERP 软件外包	24.92	37.47	37.30	43.48	55.71	72.72
ERP 客户支持服务	15.50	17.97	23.36	25.36	35.66	51.95
ERP 软件销售	19.72	38.06	44.65	50.73	57.94	69.26
收入增长率						
ERP 实施服务		26.5%	13.3%	17.3%	22.1%	29.3%
ERP 软件外包		50.4%	-0.5%	16.6%	28.1%	30.5%
ERP 客户支持服务		15.9%	30.0%	8.6%	40.6%	45.7%
ERP 软件销售		93.0%	17.3%	13.6%	14.2%	19.5%
毛利率						
ERP 实施服务	33.3%	31.2%	37.5%	38.0%	39.0%	39.0%
ERP 软件外包	46.3%	55.6%	57.7%	58.0%	58.2%	58.5%
ERP 客户支持服务	48.2%	48.2%	56.4%	56.6%	57.0%	57.0%
ERP 软件销售	31.2%	17.0%	9.7%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源: Wind, 国联证券研究所

根据以上条件，保守估算公司2010-2012年将实现每股收益0.53元、0.76元和1.03元。

7.2 “推荐评级”，目标价 30.00-34.00 元

我们选取中小板和创业板中的7家业务类似的公司进行对比。可比公司2011年平均市盈率为44倍。我们认为公司股价对应2011年的合理市盈率区间为40-45倍，对应价格为30.00-34.00元。首次给予“推荐”评级。

图表 8: 可比公司市盈率

股票代码	股票名称	2010 年	2011 年	2012 年
002368.SZ	太极股份	55	38	28
002153.SZ	石基信息	50	40	31
002410.SZ	广联达	65	45	32
002474.SZ	榕基软件	60	37	24
300096.SZ	易联众	72	55	41
002280.SZ	新世纪	50	39	29
300150.SZ	世纪瑞尔	82	51	36
平均		62	44	32

数据来源: Wind, 国联证券研究所

8. 风险提示

1. 金融危机带来的企业IT支出大幅下降风险。
2. 人员流失风险。
3. 保险, 税收政策变动带来的成本升高风险。

财务报表预测与财务指标						单位: 百万		更新日期: 10-02-25					
利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E		
营业收入	276.44	312.37	362.35	445.69	577.17	现金	88.55	142.28	316.08	1,138.61	1,225.51		
YOY(%)	34.7%	13.0%	16.0%	23.0%	29.5%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
营业成本	183.32	195.57	225.45	271.56	348.63	应收款项净额	58.29	58.00	67.28	82.76	107.17		
营业税金及附加	8.57	10.73	12.46	15.33	19.85	存货	5.31	3.83	4.46	5.38	6.91		
销售费用	22.42	23.35	26.31	32.36	41.90	其他流动资产	0.62	0.50	0.58	0.71	0.92		
占营业收入比(%)	8.1%	7.5%	7.3%	7.3%	7.3%	流动资产总额	152.77	204.61	388.41	1,227.46	1,340.52		
管理费用	30.40	38.64	44.17	54.33	70.36	固定资产净值	9.92	6.11	9.68	12.85	16.43		
占营业收入比(%)	11.0%	12.4%	12.2%	12.2%	12.2%	减: 资产减值准备	(3.95)	(2.30)	(3.64)	(4.84)	(6.18)		
EBIT	31.51	43.85	53.95	72.10	96.42	固定资产净额	5.97	3.81	6.03	8.01	10.24		
财务费用	(2.40)	(0.44)	(5.16)	(16.37)	(26.60)	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
占营业收入比(%)	-0.9%	-0.1%	-1.4%	-3.7%	-4.6%	在建工程	0.00	0.00	0.70	1.57	1.78		
资产减值损失	(3.95)	(2.30)	0.00	0.00	0.00	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
投资净收益	0.15	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	5.97	3.81	6.74	9.58	12.02		
营业利润	30.11	42.00	59.11	88.47	123.01	无形资产	0.46	0.28	0.27	0.26	0.25		
营业外净收入	8.35	8.86	8.00	8.00	8.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
利润总额	38.46	50.86	67.11	96.47	131.01	其他长期资产	3.57	2.47	2.47	2.47	2.47		
所得税	4.27	4.57	6.71	9.65	13.10	资产总额	162.77	211.17	397.88	1,239.77	1,355.25		
所得税率(%)	11.1%	9.0%	10.0%	10.0%	10.0%	循环贷款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
净利润	34.19	46.29	60.40	86.82	117.91	应付款项	2.55	6.47	7.54	9.09	11.68		
占营业收入比(%)	12.4%	14.8%	16.7%	19.5%	20.4%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	50.26	46.11	53.43	64.72	83.28		
归属母公司净利润	34.19	46.29	60.40	86.82	117.91	流动负债	52.81	52.58	60.98	73.81	94.96		
YOY(%)	0.6%	35.4%	30.5%	43.8%	35.8%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
EPS (元)	0.40	0.54	0.53	0.76	1.03	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
						其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
主要财务比率	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	负债总额	52.81	52.58	60.98	73.81	94.96		
成长能力						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
营业收入	34.7%	13.0%	16.0%	23.0%	29.5%	股东权益	109.96	158.59	336.91	1,165.96	1,260.29		
营业利润	0.7%	39.5%	40.7%	49.7%	39.0%	负债和股东权益	162.77	211.17	397.88	1,239.77	1,355.25		
净利润	0.6%	35.4%	30.5%	43.8%	35.8%								
获利能力						现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E		
毛利率(%)	33.7%	37.4%	37.8%	39.1%	39.6%	税后利润	34.19	46.29	60.40	86.82	117.91		
净利率(%)	12.4%	14.8%	16.7%	19.5%	20.4%	加: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
ROE(%)	31.1%	29.2%	17.9%	7.4%	9.4%	公允价值变动	3.95	2.30	0.00	0.00	0.00		
ROA(%)	21.0%	21.9%	15.2%	7.0%	8.7%	折旧和摊销	3.16	3.03	0.74	0.98	1.22		
偿债能力						营运资金的变动	3.61	1.11	-0.26	-2.50	-3.65		
流动比率	2.89	3.89	6.37	16.63	14.12	经营活动现金流	44.91	52.73	60.88	85.30	115.48		
速动比率	2.79	3.82	6.30	16.56	14.04	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
资产负债率%	32.4%	24.9%	15.3%	6.0%	7.0%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
营运能力						固定资产投资	0.00	3.31	-5.00	-5.00	-5.00		
总资产周转率	169.8%	147.9%	91.1%	35.9%	42.6%	投资活动现金流	0.00	3.31	-5.00	-5.00	-5.00		
应收账款周转天数	76.96	67.77	67.77	67.77	67.77	股权融资	1.30	0.00	130.00	759.60	0.00		
存货周转天数	10.26	6.87	6.87	6.87	6.87	长期贷款的增加/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
每股指标 (元)						公司债券发行/(	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
每股收益	0.40	0.54	0.53	0.76	1.03	股利分配	0.00	0.00	-12.08	-17.36	-23.58		
每股净资产	1.28	1.85	2.91	10.05	10.86	计入循环贷款前	1.30	0.00	117.92	742.24	-23.58		
估值比率						循环贷款的增加(	-10.31	-2.31	0.00	0.00	0.00		
P/E	67.8	50.1	50.8	35.7	26.3	融资活动现金流	-9.01	-2.31	117.92	742.24	-23.58		
P/B	21.1	14.6	9.3	2.7	2.5	现金净变动额	35.90	53.73	173.80	822.53	86.90		

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%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	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。