

证券研究报告—调研简报

信息技术

软件与服务

汉得信息 (300170)
推荐

2011 年 07 月 08 日

ERP 市场需求旺盛、咨询实施服务前程远大

证券分析师: 段迎晟 0755-82130761-1835 duanyingsheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120014
联系人: 欧阳仕华 0755-82151833 ouyangshih@guosen.com.cn

事项:

最近我们对公司进行了调研,了解公司的经营情况及公司未来发展规划。

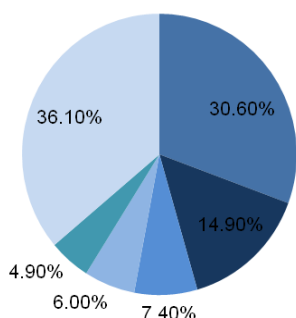
评论:

■ 公司是国内领先的高端 ERP 软件实施服务提供商

公司主要基于 Oracle、SAP 等高端 ERP 软件为下游企业客户提供 ERP 软件实施服务。2009 年国内高端 ERP 实施服务的市场规模为 40.3 亿元左右,其中 SAP 和 Oracle 的市场规模分别为 25.9 亿元和 14.4 亿元。公司 ERP 实施服务业务收入占国内整体高端 ERP 实施服务市场的份额大约为 5.7%,市场占有率排名 IBM、Accenture、HP 之后,位居行业第四。在 Oracle 和 SAP 实施服务中,国内 ERP 实施服务厂商的市场规模分别为 5.29 亿元和 7.74 亿元,公司的市场占有率分别 30.6%和 8.8%,分别位居第一和第二,是国内领先的高端 ERP 软件实施服务提供商。

图 1: 2009 年 Oracle 国内咨询实施服务厂商市场格局

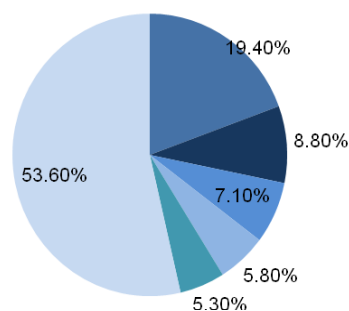
汉得 ■ 太极 ■ 重庆亨格 ■ 兴竹软件 ■ 汉普 ■ 其他



资料来源: CCID, 国信证券经济研究所整理

图 2: 2009 年 SAP 国内咨询实施服务厂商市场格局

石化盈科 ■ 汉得 ■ 达美 ■ 汉普 ■ 和诚普信 ■ 其他



资料来源: CCID, 国信证券经济研究所整理

根据 CCID 统计,2010 年 Oracle 和 SAP 的 ERP 软件国内销售额分别为 4.52 亿元和 9.37 亿元,分别同比增长 13.85% 和 20.28%。按照实施服务与软件销售比例为 1:3.3 估算,2010 年国内 Oracle 和 SAP 实施服务的市场规模分别为 16.27 亿元和 30.92 亿元。2010 年公司软件实施服务业务收入同比增长 15.9%,公司实施服务业务同比增速与 SAP 和 Oracle 的 ERP 软件销售额增速基本一致,我们预计公司 2010 年的市场占有率与 2009 年基本相同,仍旧保持在高端 ERP 软件实施服务的领先地位。

■ ERP 软件行业分工日益明确，实施服务提供商作用凸显

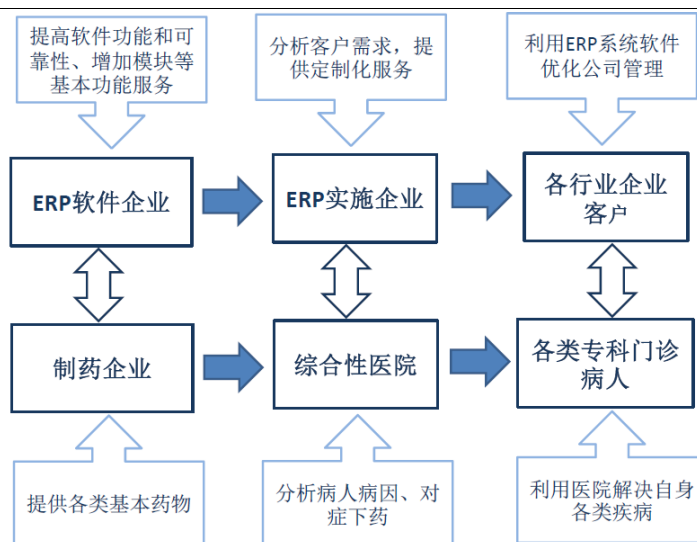
ERP 实施服务是根据企业的业务流程和实际需求，由专业的咨询顾问和企业项目人员协同运作，提供专业化和个性化服务，为企业搭建信息化系统的过程。ERP 系统将帮助企业实现财务、人力资源、库存、采购、营销、制造、供应链以及客户关系等各方面管理的信息化。ERP 信息化系统将能够帮助企业提升运营效率，有效降低运营成本。

ERP 实施服务过程一方面需要在深刻了解公司客户业务流程的基础上，根据企业的业务发展战略和目标，对其业务流程进行优化设计，帮助其设计出符合其实际业务需求和未来发展的业务流程；另外一方面需要在 ERP 软件提供的标准业务流程上，通过 IT 技术定义出符合企业特点的应用插件，参数设置和开关等，从而建立起满足公司客户个性化需求的 ERP 信息系统。因此，ERP 实施服务过程是管理咨询和 IT 技术的综合过程。

ERP 实施服务商，其职能类似于医疗行业中的综合医院。实施顾问则类似于医院中经验丰富的专科医生。ERP 实施服务商通过建立 ERP 系统为企业解决各中管理中的问题、规范工作流程、降低成本从而企业整体的提高运营效率。公司与上游的 ERP 软件商如 ORACLE、SAP 等之间的关系类似与医院与制药厂的关系。在推广 ERP 系统过程中两者相辅相成、协同合作。

因此公司客户的 ERP 系统搭建成功与否，除了需要选择符合其业务流程的 ERP 软件之外，更需要选择了解其行业和公司业务流程的 ERP 软件实施服务提供商。

图 3：ERP 软件实施服务商类似于医疗行业中的“综合性医院”



资料来源：国信证券经济研究所整理

■ 公司 ERP 软件实施经验非常丰富

企业客户在选择 ERP 实施服务商的过程中，实施服务商是否有曾为同行业内企业提供实施服务的成功案例是十分重要的考核因素。公司目前已成功为近 500 家公司提供了 ERP 实施服务，所涵盖的企业行业领域从制造业逐步延伸到了医药、电信、金融等行业，积累了丰富的实战经验。同时，在各个不同的行业领域建立起了较好的标杆客户，为公司开拓新的行业领域和客户奠定了较好的基础。

表 1: 不同行业领域建立的标杆客户

家用电器行业
高新技术行业
机械及工业制品
汽摩及配件行业
医药/化工/农药
食品饮料及日用消费品
贸易/物流/分销
网络媒体
金融/保险/电讯

公司实施 ERP 软件服务的主要公司客户

松下电器(中国)、九阳股份、青岛澳柯玛股份
中兴通讯、力诺瑞特新能源、晶澳太阳能
英格索兰(中国)、上海日立电器、株洲南车时代电器、中海集运
五羊本田摩托(广州)、约翰迪尔(中国)、旭硝子汽车玻璃(中国)
北京医药集团、河北威远生物化工
光明乳业、青岛啤酒、新疆麦趣尔集团、维达纸业
中纺集团、中钢股份、永恩投资
新浪、腾讯、阿里巴巴(中国)
太平保险、广发银行、中国移动

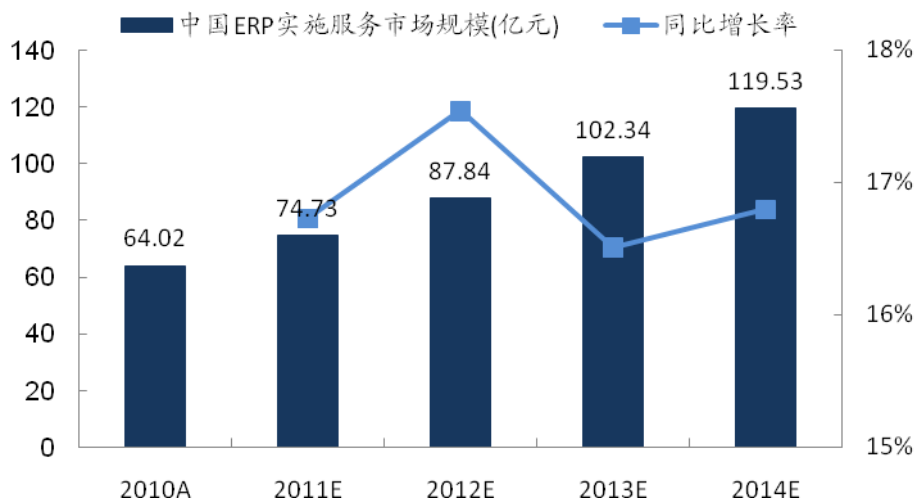
资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

国内企业信息化加速催生巨大的 ERP 实施服务市场需求

随着宏观经济的发展, 近年来国内企业无论从数量上还是从营收规模上发展非常迅速。随着管理规模的扩大以及企业流程的复杂化程度提升, 企业都对信息化系统特别是 ERP 系统的需求非常强烈。

根据 CCID 的统计, 2010 年国内管理软件的市场总额为 137.66 亿元, 同比增速为 17.2%。从增长的来源看, SAP 和 Oracle 的成长 20%来自于新客户, 而用友和金蝶 40-50%来自于新客户, 其中 10 几%来自于替换其他 ERP 厂商, 说明大企业的 ERP 渗透率虽然高, 但企业竞争导致管理需求的改变, 是 ERP 增长的源泉; 对中小企业来说, 规范运作的要求和人力成本上升的压力, 是选择 ERP 的主要原因。同时国内 ERP 厂商看好市场的发展, 扩张积极。用友去年扩张 2000 多人, 而金蝶扩张 4000 多人。

图 4: 中国 ERP 软件实施服务市场规模变化预测



资料来源: CCID, 国信证券经济研究所整理

股权激励计划提高公司盈利安全边际

公司 2011 年 4 月 29 日发布限制性股票激励计划, 计划授予股票数量不超过 693 万股, 授予对象为公司的核心技术人员在内的 284 人。股权激励计划股票分 3 批解锁, 相对应的解锁条件以 2010 年为基准年, 2011 年-2013 年公司净利润增长率分别不低于 35%、82%和 146%。同时 2011-2013 年公司的加权平均净资产收益率分别不低于 7%、8%、9.5%。

公司属于轻资产型的高新技术软件企业,2009 年和 2010 年公司加权平均净资产收益率分别达到 34.78%和 33.23%,我们预计股权激励计划中对于加权平均净资产收益率的要求完全能够实现。股权激励计划对于净利润的要求相当于公司未来三年的净利润同比增长率分别为 35%、34.81%和 35.16%。较高的净利润同比增长率要求反映出公司对于未来的发展前景较为看好,提升了公司未来盈利预测的安全边际。另外,2011-2013 年公司限制性股票激励成本分别为 580.85 万元、580.85 万元和 774.47 万元,对公司利润影响较小。

■ 收入与盈利预测

ERP 实施服务业务的扩展主要是靠人力资源推动的,实施顾问人数的多少直接决定公司实施服务项目的多少,从而决定公司实施服务业务收入的多少。另外,随着实施顾问项目实施经验的不断积累,公司 ERP 实施顾问人均产值的有望提高,这将成为推动公司业务快速发展的另外一个主要因素。

对于公司的营业收入预测,我们做了如下关键假设:

- 1、2011-2013 年公司员工人数分别达到 1554 人、2021 人和 2627 人,分别同比增长 30%、30%和 30%。随着实施顾问经验不断积累,人均实施服务产值分别同比增长 8%、5%和 3%;
- 2、公司 ERP 软件外包服务主要为对日软件外包,考虑到日本地震的负面影响,我们预计 2011 年公司软件外包服务业务收入同比增速为 15%,2012-2013 年同比增速恢复到 25%和 20%;
- 3、ERP 客户支持服务业务与公司 ERP 软件实施服务保持同步增长,2011-2013 年业务收入同比增速分别为 34.31%、36.50 和 33.90%。

根据上述假设,我们预计 2011-2013 年公司营收分别为 4.76 亿元、6.40 亿元和 8.44 亿元,实现净利润分别为 0.96 亿元、1.33 亿元和 1.76 亿元,对应 EPS 分别为 0.59 元、0.82 元和 1.09 元。公司目前股价对应 11-13 年动态市盈率分别为 29 倍、21 倍和 16 倍,公司业绩未来三年的复合增长率达到 40.84%,给予公司“推荐”评级。

■ 风险提示

公司 ERP 实施服务市场开拓低于预期。日本经济复苏低于预期导致公司 ERP 软件外包业务增长低于预期。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	172	228	302	403
应收款项	84	100	134	177
存货净额	1	5	5	6
其他流动资产	5	6	8	11
流动资产合计	261	340	450	597
固定资产	4	5	6	7
无形资产及其他	0	1	2	3
投资性房地产	5	5	5	5
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	270	351	464	612
短期借款及交易性金融资产	0	0	0	0
应付款项	4	5	6	8
其他流动负债	44	57	75	98
流动负债合计	48	61	81	106
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	0	0	0	0
负债合计	48	61	81	106
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	222	290	383	506
负债和股东权益总计	270	351	464	612

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.39	0.59	0.82	1.09
每股红利	0.00	0.18	0.25	0.33
每股净资产	1.37	1.79	2.36	3.12
ROIC	26%	40%	65%	79%
ROE	28%	33%	35%	35%
毛利率	37%	40%	40%	39%
EBIT Margin	15%	18%	19%	20%
EBITDA Margin	15%	18%	19%	20%
收入增长	16%	32%	34%	32%
净利润增长率	37%	52%	38%	33%
资产负债率	18%	18%	17%	17%
息率	0.0%	1.0%	1.4%	1.9%
P/E	44.5	29.3	21.2	16.0
P/B	12.7	9.7	7.4	5.6
EV/EBITDA	51.3	33.1	23.4	17.5

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	361	476	640	844
营业成本	229	287	386	512
营业税金及附加	13	17	22	26
销售费用	24	31	38	51
管理费用	42	55	70	89
财务费用	(4)	(6)	(9)	(11)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值	(3)	(3)	(3)	(3)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	54	90	129	175
营业外净收支	15	15	16	18
利润总额	69	105	145	193
所得税费用	6	9	12	16
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	63	96	133	176

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	63	96	133	176
资产减值准备	1	0	0	0
折旧摊销	3	1	1	1
公允价值变动损失	3	3	3	3
财务费用	(4)	(6)	(9)	(11)
营运资本变动	(33)	(8)	(17)	(20)
其它	(1)	(0)	(0)	(0)
经营活动现金流	36	92	119	160
资本开支	(1)	(6)	(6)	(6)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(1)	(6)	(6)	(6)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	0	(29)	(40)	(53)
其它融资现金流	(6)	0	0	0
融资活动现金流	(6)	(29)	(40)	(53)
现金净变动	29	57	74	101
货币资金的期初余额	142	172	228	302
货币资金的期末余额	172	228	302	403
企业自由现金流	18	66	91	127
权益自由现金流	12	72	99	137

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 %之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

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，特此声明。

风险提示:

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或询价。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。本报告版权归国信证券所有，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。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。