

汉得信息 (300170.SZ) 软件行业

评级: 买入 维持评级

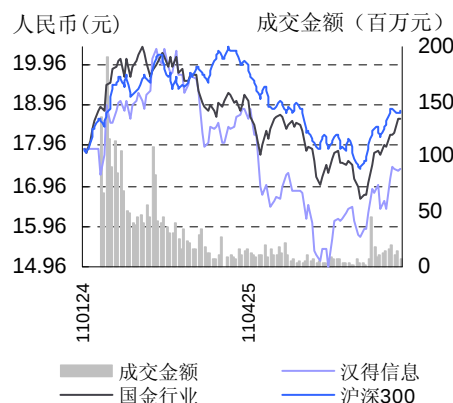
公司研究

市价(人民币): 17.38 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	42.00
总市值(百万元)	2,815.81
年内股价最高最低(元)	20.34/14.96
沪深 300 指数	3109.18



公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股盈利(元)	0.540	0.738	0.582	0.828	1.092
净利润增长率	35.38%	36.71%	49.13%	42.12%	31.96%
市盈率(倍)	N/A	N/A	29.56	20.80	15.76
净资产收益率	29.19%	28.47%	9.02%	11.50%	13.33%
每股净资产(元)	8.91	2.59	9.04	10.07	11.47
每股经营性现金(元)	3.14	0.40	0.80	1.12	1.56
发行股数(百万股)	85.72	85.72	162.01	162.01	162.01

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 企业信息化是中国软件产业中最具差异性竞争的领域之一, 掌握行业特点、倾听客户心声、迅速响应需求的企业, 将在竞争中获得优势地位。利用资本市场、迅速扩张客户基数、做大做强的公司, 将是中国 IT 服务产业的希望。IT 咨询及实施位于 IT 服务领域的最高端, 该领域有空间, 也有机会诞生出来跟用友、金蝶同样体量的公司。
- 汉得信息常年耕耘中, 积累了中外近 500 家优质的大中型企业客户。把其优秀的管理思想、丰富的最佳实践升华为 Quick-hand 方法论, 为客户提供从 IT 咨询、ERP 实施、运维支持等完整的行业信息化解决方案, 成为广受企业欢迎的公司运营总顾问和 IT 总参谋, 一朝使用, 永久相伴。
- 从中长期来看中国 ERP 行业进入到一个快速增长周期, SAP、Oracle、用友、金蝶等友商都有超过 50% 的增长; 短期来看公司将通过股权激励、组织结构调整、控制三项费用等持续的管理改进, 在降低总成本的同时维持业务的高速发展。预计未来三年复合增幅在 40% 左右。公司将借助产业经营和资本经营的良性互动, 获得跨越式发展。完成从 ERP 实施服务向综合解决方案提供商的转型, 成为中国的埃森哲。

投资与估值

- 公司 11-13 年摊薄 EPS 为 0.59、0.79 和 1.05 元, 我们给予公司未来 8-12 个月 24 元目标价位, 相当 40 x 11PE, 30 x 12PE。首次给予买入评级。

风险提示

- 受宏观经济周期波动影响。人员规模增加后, 一旦出现较高的闲置率, 会降低当期公司的业绩。

易欢欢 联系人

(8621)61038267
yihh@gjzq.com.cn

李伟奇 分析师 SAC 执业编号: S1130511030008

内容目录

盈利预测	4
估值定价	6
ERP 产业竞争格局	7
高端、低端泾渭分明	7
IT 服务总体趋势	9
汉得信息的战略路径选择——综合 IT 服务商	11
产业经营和资本经营的良性互动是公司恒大恒强的必经之路	11
汉得信息的竞争优势	12
比较竞争优势	12
最懂客户的行业解决方案	12
公司将培训上升为企业战略、品牌层面来认识和运营	13
互为依托的业务结构	13
财务分析	15
风险提示	17
附录：三张报表预测摘要	18

图表目录

图表 1: 销售预测	5
图表 2: 国内可比公司估值情况	6
图表 3: 汉得信息的利基市场和延展空间	7
图表 4: ERP 实施业务模式及汉得信息的优势领域（单位：人天）	8
图表 5: 实施服务市场份额逐年提升	8
图表 6: 中国 ERP 实施服务市场规模	8
图表 7: ERP 实施服务市场结构	9
图表 8: 2009 年中国高端 ERP 实施服务厂商份额	9
图表 9: 对日 ERP 外包市场规模及增长情况	9
图表 10: 对日 ERP 外包的竞争格局	9
图表 11: IT 服务模式全图	10
图表 12: 不断创新和持续转型造就了埃森哲的长期成功	10
图表 13: Infosys 借助离岸外包在国际市场赢得声誉	10
图表 14: 汉得信息的战略路径选择——综合 IT 服务商	11
图表 15: 汉得帮用户节约转包费用	12
图表 16: 最懂行业，最贴近用户	13
图表 17: 解决方案 = 管理咨询 + 最佳实践 + 实施方法论	13
图表 18: 汉得信息的培训体系	13

图表 19: 2010 年的业务结构	14
图表 20: ERP 实施和软件外包人均创利比较 (万)	14
图表 21: 衍生类业务发展迅速, 渗透率逐年提升	14
图表 22: 人均创收指标对比	15
图表 23: 人均创利指标对比	15
图表 24: 汉得毛利率低于 Infosys, 高于埃森哲	15
图表 25: 汉得管理及销售费用率与埃森哲齐平	15
图表 26: 汉得信息的净利润率优于埃森哲	16
图表 27: 财务指标健康	16

盈利预测

■ 收入预测假设

- 根据 CCID 统计数据, ERP 高端实施市场行业 2011-2014 年的平均增速为 17.7%, 18.3%, 18.1%, 18.9%。经济景气周期中,企业增大 IT 开支与上市形成的品牌效应相叠加。公司增速应超出行业均值 3 个点。销售增长按照 2011 年到 2014 年每年的增长率 20 %, 20%, 24%, 28%。
- 软件销售是毛利率较低的衍生性业务, 公司不会额外投入过多的精力。软件销售和实施服务的比例保持在稳定的水平。因此按照实施服务相同的增长率来预测。
- 根据 CCID 统计数据, 对日软件外包业务 2011 到 2014 年增长率为 27%、28%、32%、32%。销售增长按照 2011 年到 2014 年每年的增长率 30%来预测
- 客户支持业务是衍生性业务, 目前虽然规模较小, 但毛利率较高, 客户渗透率 20%。外来 3 年将保持较高的增长率。客户渗透率达到 50% 后, 将会增长乏力。增速和新客户的开拓同步。销售增长按照 2011 年到 2014 年每年的增长率 40%, 40%, 30%, 20%来预测。

■ 毛利率预测

- 实施服务的毛利率和四个因素有关, 分别是单位总工时工资、工资占成本的比例、单位有效工时收入、和人员利用率。其中毛利率=1- (单位总工时工资/工资成本比) /(单位有效工时收入*利用率)。
- 利用率指标反映公司总体运营指标。一般而言公司的项目都是 10 瓶子 7 个盖 (项目的高级人员), 对于中级和初级人员, 不同的项目之间迁移中, 除了必要的修整和总结时间以外, 缩小闲置的时间, 直接反映公司管控项目的能力和项目间人员复用的能力。由于实施顾问技能的限制, 懂 MM, 不一定懂 HR, 所以此指标也反映公司对人才结构培养及预测的能力。此指标过低, 则可能造成一方面项目缺人, 另一方面人员闲置的情况。利用率指标在稳定的提高; 单位工时工资每年保持一定比例的增长。公司通过项目控制、人力预测来提供利用率。

图表1: ERP 实施毛利率预测表

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年	33.29%	382.57	56.63%	1,715.10	59.05%
2008年	31.20%	415.58	62.05%	1,532.07	63.54%
2009年	37.53%	449.57	65.62%	1,682.03	65.20%
2010年	38.03%	492.72	70.21%	1,647.10	68.75%
2011年	40.99%	522.28	74.42%	1,647.10	72.20%
2012年	41.34%	564.07	78.89%	1,647.10	74.00%
2013年	43.29%	609.19	83.62%	1,647.10	78.00%

来源: 国金证券研究所

- 软件销售是毛利率水平持平。公司在软件销售中投入的资源不多, 对总体的影响不大。按照恒定 9%预测。
- 外包业务毛利率随着员工规模的扩大, 有提高的潜力。按照 58%来预测。草根调研数据: 普通程序员工资在 2000 到 3000 元, ERP 二次开发人员 3000-5000 元, 根据招股说明书披露的数据推算, 公司人均外包价格在 13000 元/月。所以具备 58%的毛利空间。
- 客户支持业务属于培育性业务, 需加大投入, 降低毛利率。同时随着客户数量的增长毛利会有增加趋势。综合考虑按照恒定 53%预测。

图表2：销售预测

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
ERP实施					
销售收入（百万元）	206.95	239.85	306.29	392.96	503.39
增长率（YOY）	-13.41%	15.90%	27.70%	28.30%	28.10%
毛利率	37.53%	38.03%	38.60%	39.10%	38.60%
销售成本（百万元）	129.28	148.64	188.06	239.31	309.08
增长率（YOY）	-32.49%	14.98%	26.52%	27.26%	29.15%
毛利（百万元）	77.67	91.20	118.23	153.65	194.31
增长率（YOY）	63.48%	17.42%	29.63%	29.96%	26.46%
占总销售额比重	66.28%	66.50%	65.49%	64.44%	63.57%
占主营业务利润比重	66.55%	69.03%	67.24%	65.95%	64.33%
软件销售					
销售收入（百万元）	44.65	54.17	69.18	88.76	113.70
增长率（YOY）	1785828.32%	21.34%	27.70%	28.30%	28.10%
毛利率	9.73%	9.51%	9.00%	9.00%	9.00%
销售成本（百万元）	40.30	49.02	62.95	80.77	103.47
增长率（YOY）	2302987.05%	21.63%	28.42%	28.30%	28.10%
毛利（百万元）	4.34	5.15	6.23	7.99	10.23
增长率（YOY）	579124.60%	18.61%	20.83%	28.30%	28.10%
占总销售额比重	14.30%	15.02%	14.79%	14.55%	14.36%
占主营业务利润比重	3.72%	3.90%	3.54%	3.43%	3.39%
软件外包					
销售收入（百万元）	37.30	36.39	49.86	68.81	97.71
增长率（YOY）	74492.87%	-2.42%	37.00%	38.00%	42.00%
毛利率	57.69%	55.57%	58.00%	58.00%	58.00%
销售成本（百万元）	15.78	16.17	20.94	28.90	41.04
增长率（YOY）	44984.75%	2.47%	29.52%	38.00%	42.00%
毛利（百万元）	21.52	20.23	28.92	39.91	56.67
增长率（YOY）	143345.17%	-6.00%	42.98%	38.00%	42.00%
占总销售额比重	11.94%	10.09%	10.66%	11.28%	12.34%
占主营业务利润比重	18.44%	15.31%	16.45%	17.13%	18.76%
客户支持					
销售收入（百万元）	23.36	30.25	42.36	59.30	77.09
增长率（YOY）	46618.00%	29.52%	40.00%	40.00%	30.00%
毛利率	56.41%	51.34%	53.00%	53.00%	53.00%
销售成本（百万元）	10.18	14.72	19.91	27.87	36.23
增长率（YOY）	28990.28%	44.59%	35.23%	40.00%	30.00%
毛利（百万元）	13.18	15.53	22.45	31.43	40.86
增长率（YOY）	87749.34%	17.87%	44.52%	40.00%	30.00%
占总销售额比重	7.48%	8.39%	9.06%	9.72%	9.73%
占主营业务利润比重	11.29%	11.76%	12.77%	13.49%	13.53%
销售总收入（百万元）	312.25	360.67	467.68	609.83	791.88
销售总成本（百万元）	195.54	228.56	291.86	376.85	489.81
毛利（百万元）	116.71	132.11	175.82	232.97	302.07
平均毛利率	37.38%	36.63%	37.59%	38.20%	38.15%

来源：国金证券研究所

估值定价

综合相对估值以及绝对估值情况，我们认为汉得信息的目标价 24 元，对应 40X11PE,30X12PE。

绝对估值

- 我们采用 APV 绝对估值法，我们给予公司 TV 增长为 4.0%，KA 为 9.59 得出每股价值为 22.68 元。

图表3：键入图表的标题 XXXX

每股价值	22.68	TV增长率	4.0%
企业值	1,943.98	Ka	9.59%
股票价值	1,943.98	债务	0.00
		投资	0.00
		少数股东权益	0.00

会计年度截止日: 12/31	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TV	合 计
FCF	32.00	52.93	102.99	183.91	-1,779.12	-154.31	136.58	268.54	283.87	305.34	5,684.35	5,117.07
ITS	0.00	0.00	0.00	0.01	11.67	25.13	26.45	24.28	20.76	16.75	311.88	436.93
PV(FCF)	29.20	44.07	78.25	127.52	-1,125.70	-89.10	71.96	129.11	113.63	116.96	2,275.69	1,771.61
PV(ITS)	0.00	0.00	0.00	0.01	7.38	14.51	13.93	11.67	0.00	0.00	124.86	172.37

来源：国金证券研究所

相对估值

- 我们采用相对估值法对公司进行分析，预测公司 2011~2012 年的 EPS 0.59 元和 0.8 元，选取行业可比公司进行比较，行业平均估值为 30-40 倍附近。并综合考虑公司的盈利能力、成长性以及最近上市的创业板上市公司的估值情况，我们给予公司 11 年 40 倍，12 年 30 倍较为合理。

图表4：国内可比公司估值情况

股票名称	11年EPS	12年EPS	11年P/E	12年P/E	股价
广联达	1.10	1.60	32.36	22.25	35.60
榕基软件	1.27	2.02	31.18	19.60	39.60
四维图新	0.74	1.15	44.26	28.56	32.84
顺网科技	0.57	0.87	44.74	29.13	25.42
华力创通	1.06	1.59	40.09	26.73	21.25
海兰信	1.00	1.64	37.11	22.63	37.11
太极股份	0.65	0.91	32.92	23.52	21.40
超图软件	0.85	1.26	34.45	23.24	18.30
启明星辰	0.57	0.87	64.53	42.28	36.78
川大智胜	0.82	1.16	52.11	36.84	42.73
总计			41.38	27.48	

来源：国金证券研究所

ERP 产业竞争格局

高端、低端泾渭分明

- 高端市场形成“软件提供商+实施顾问”生态圈。大中型和大型企业的信息化建设关键词是：个性化，私有云；服务模式是以管理咨询带动 IT 服务。因此高端市场形成咨询服务公司和软件产品供应商紧密协作的生态圈。
- 低端市场由中小型以及微型企业组成，对信息化服务要求趋同。关键词是：标准化，公有云。服务模式是产品许可权销售、在线付费使用。形成产品公司和众多代理商、分销商的生态模式。软件公司既提供产品，又提供实施服务。缺少咨询服务单独生存的空间和土壤。

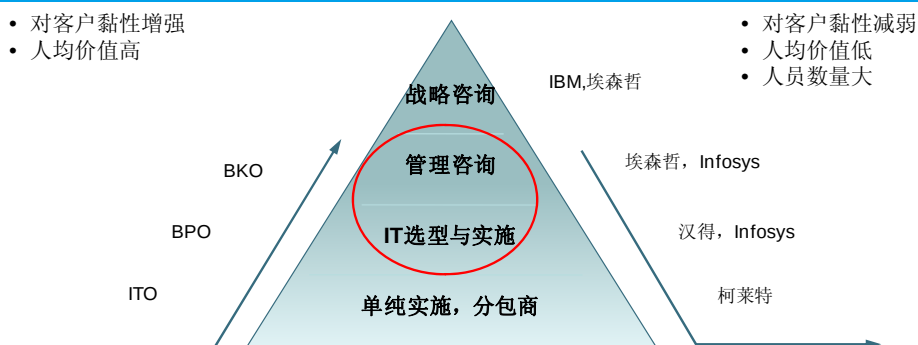
图表5：汉得信息的利基市场和延展空间

	特点	服务方式	主要供应商	竞争格局
大型企业	跨国跨地区 管理复杂 定制化明显 承受较高价格 规避政治风险	咨询+实施 实施周期长 定制工作多 续单比例高 维护工作多	SAP, Oracle 五大咨询公司 二次外包商	个性化，私有云，以管理咨询带动 IT 服务，形成咨询服务公司和产品供应商共治的格局。
大中型	跨国跨地区 管理复杂 定制化明显 追求性价比	咨询+实施 定制工作多 续单比例高 维护工作多	Oracle, SAP, 实施商 二次外包商	
中型	管理复杂 定制化明显 追求性价比 对价格敏感	解决方案 实施周期长 续单比例高 维护工作多	用友，金蝶、浪潮、新中大	标准化，公有云，主打产品附带 IT 服务，形成产品公司+销售公司的格局
中小型	变化快 有相近的流程 低价格	产品 部分云模式 续单少 维护工作多	畅捷通，友商网、DCMS	
微型	要求少 流程相同 低价	单机产品 云模式 续单少 维护工作无	友商网，畅捷通	

来源：国金证券研究所

- 汉得信息立足于大中型企业服务市场，是高端服务领域中活力最强，增速最快的市场。这类企业一般经过多年的企业信息化洗礼，对企业信息化有深刻的认识，企业主营业务处在高速发展阶段，追求更高效率的运作。希望用合理的 IT 投入，换的最佳的投资回报。一般而言这些企业每年在 ERP 投资金额集中 500 万到 1000 万之间。

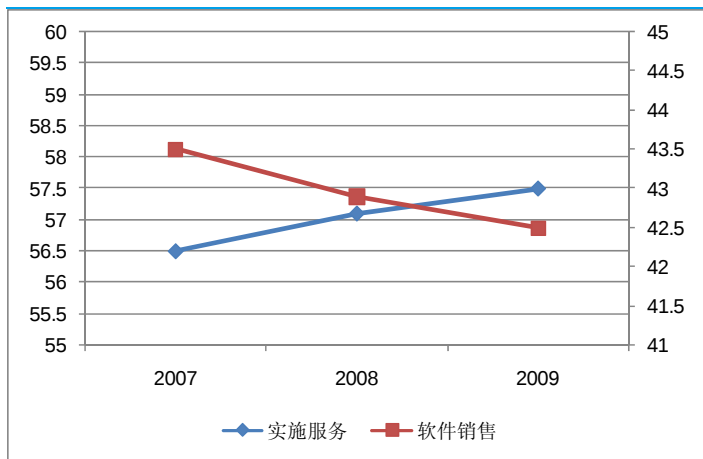
图表6: ERP 实施业务模式及汉得信息的优势领域 (单位: 人天)



来源: 国金证券研究所

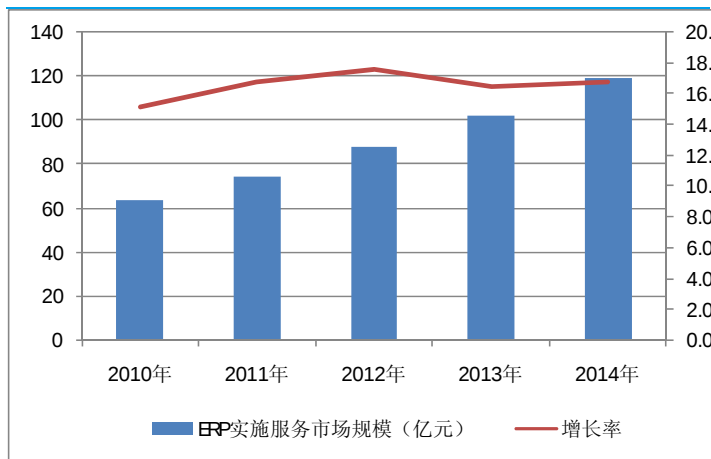
- ERP 市场划分为实施服务和软件销售两个市场。因为各行业之间、企业之间的差异非常大, 套装软件必须经过客户化定制或者配置, 才能满足公司的需要。另外, ERP 实施过程, 往往业务流程优化先行, 因此需要管理咨询、运营咨询先期介入。从发展趋势来看, 实施服务比重已经超过软件销售, 且呈逐年增加的趋势。

图表7: 实施服务市场份额逐年提升



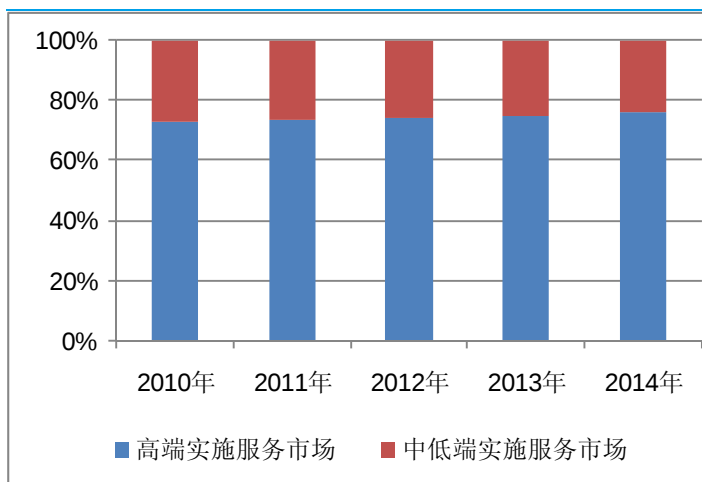
来源: CCID 国金证券研究所

图表8: 中国 ERP 实施服务市场规模



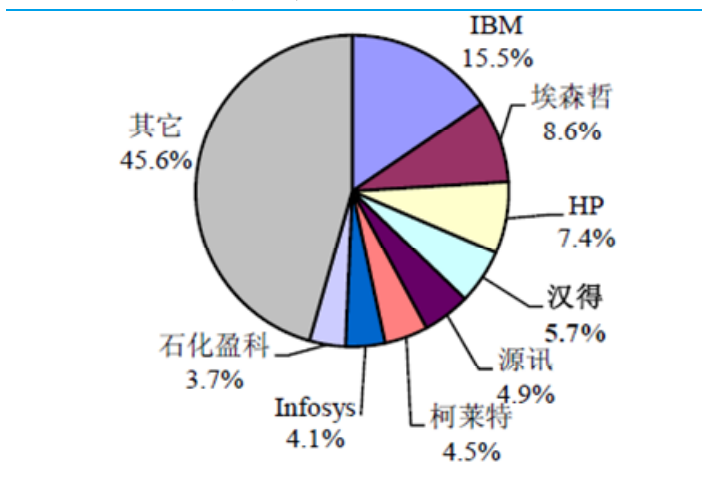
- ERP 实施服务市场受宏观经济波动影响, 一般而言要比 GDP 发展高出近 10 个百分点。中国 ERP 实施服务市场规模到 2014 年接近 120 亿。保持 17% 左右的增长率。
- ERP 实施高端市场, 占据总体实施服务市场份额的 70% 以上。以 IBM、埃森哲、HP、汉得信息为首的四家, 合计占据行业市场份额的 37.2%。行业集中度远低于高端 ERP 软件行业。以 SAP、oracle、saga、infor 为首的四家供应商占据全球高端 ERP 软件销售额的 50% 以上。相较之下未来 ERP 服务市场存在购并整合的机会。

图表9: ERP 实施服务市场结构



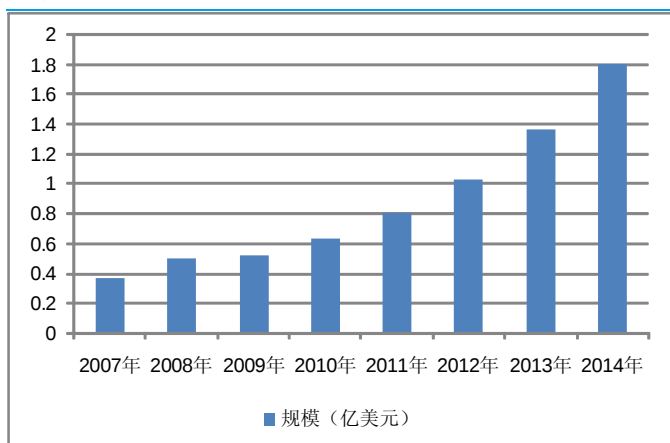
来源: CCID 国金证券研究所

图表10: 2009 年中国高端 ERP 实施服务厂商份额



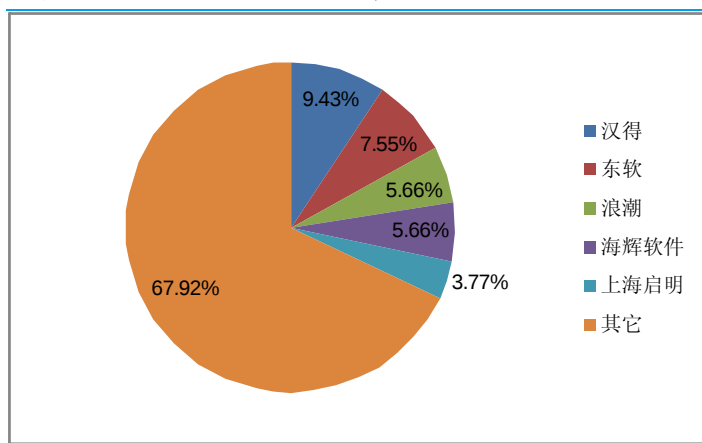
- 对日外包业务, 随着日本进一步趋向老龄化社会, 就业人口下降, ERP 外包转移趋势在逐渐加快。预计从 2011 年到 2014 保持 30%左右的增长率。该行业 CR4 为 28.30%, 集中度较低, 行业面临洗牌。汉得信息结合 ERP 实施服务, 与行业先发优势, 在未来的整合中, 处于主动地位。

图表11: 对日 ERP 外包市场规模及增长情况



来源: CCID 国金证券研究所

图表12: 对日 ERP 外包的竞争格局



IT 服务总体趋势

- IT 服务市场广阔, 领先的公司如埃森哲、Infosys 拥有 400 亿美元的市值。中国 IT 服务市场扩张迅速。随着经济整体提升, IT 服务领域必将产生百亿营收的大型 IT 服务公司。
- IT 服务的价值链包括企业战略规划、系统设计与选型、系统实施、运营服务。IT 服务内容包括: 一, 直接服务于客户的业务; 二, 围绕 IT 应用提供服务; 三, 企业的基础 IT 设施、设备。价值链和服务内容纵横交叉形成 12 个服务模式图。见图 9。一般而言, IT 服务公司结合自身优势向两端延伸的趋势明显。
- 汉得信息目前的业务聚焦在中间三格。从埃森哲、Infosys 等标杆企业的发展趋势来看, 汉得信息现阶段重点培育行业解决方案能力, 伺机加大 IT 咨询投入的力度和应用外包服务的市场份额。

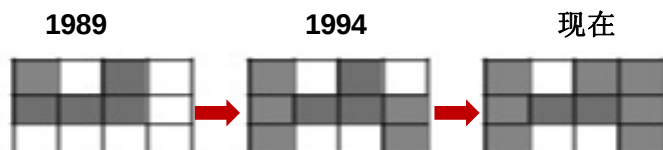
图表13: IT 服务模式全图



来源：国金证券研究所

- 标杆公司埃森哲市值 410 亿美元，2009 财年收入 239 亿美元。Infosys 公司市值 414 亿美元，2010 财年收入 60 亿美元。

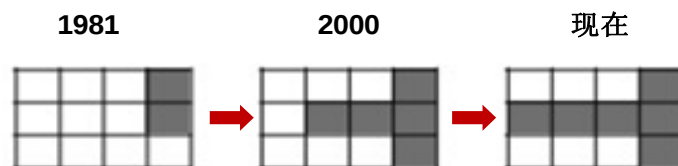
图表14: 不断创新和持续转型造就了埃森哲的长期成功



- 总部：美国纽约
- 分支机构：全球49个国家的110个办事处
- 员工总数：204000
- 2010年收入：230.94亿美元
- 2007~2010年复合增长率：2.49%
- 2010 净利润：17.81亿美元
- 2007~2010年净利润复合增长率12.72%
- 目前市值410.50亿美元

来源：yahoo 财经 国金证券研究所

图表15: Infosys 借助离岸外包在国际市场赢得声誉



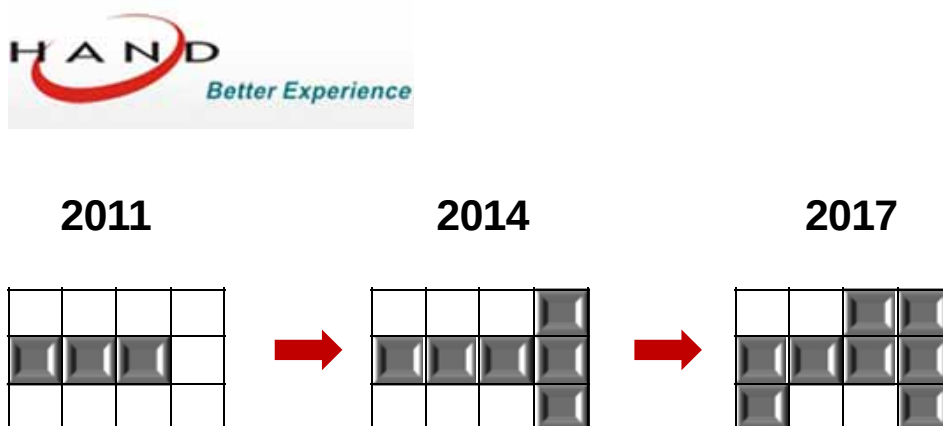
- 员工总数：130820
- 2010年收入：60.41亿美元
- 2008~2010年复合增长率：13%
- 2010净利润：14.99亿美元
- 2008~2010年净利润复合增长率8.83%
- 目前市值414.2亿美元

- 埃森哲成立于 1989 年，当时的名称是 Anderson Consulting,是安达信会计师事务所旗下的咨询行业。2001 安达信咨询与母公司分离，改名为埃森哲。通过利用其会计领域的能力建立最初的“互信”客户关系，从战略咨询开始，扩张到外包服务。1991 年同 BP（英国石油）签订了首个 ITO 外包协议。将业务疆域从企业咨询、IT 咨询、实施服务扩展到 ITO 外包领域。2000 年以后形成全面的 IT 服务提供商。

- 1981 年成立于印度，率先开展软件服务离岸外包。1987 年在美国设立首个国际分支机构；1993 年在印度证券交易所上市；1999 年达到 CMM5 级，在 NASDAQ 上市，成立业务咨询部门；2003 年 Infosys 投资创始资金 500 万美元，成立中国子公司——Infosys (中国)；2004 年销售额首度突破 10 亿美元；2006 年 12 月 12 日，Infosys 作为当年表现突出的 IT 和非金融公司，登陆美国纳斯达克 100 综合指数的股票列表。本土拥有大量低成本、高素质、能讲英语的软件开发和管理人才。收购、兼并、及本土化运作能力突出。

汉得信息的战略路径选择——综合 IT 服务商

图表16：汉得信息的战略路径选择——综合 IT 服务商



- 1.立足现有ERP实施服务，大力发展行业解决方案。
- 2.利用对日外包的在位优势，积极拓展离岸外包业务，培育本土外包业务。
- 3.全面增强IT咨询能力，提升品牌价值。成为综合IT服务商。

来源：国金证券研究所

产业经营和资本经营的良性互动是公司恒大恒强的必经之路

- 从微观层面看，在高端 ERP 服务领域，是相对稳态的市场。客户缺乏足够的动力更换实施服务提供商。获得新客户往往需要 1 年左右的跟单过程，从公司数据来看，完全通过销售获得的订单占总营收的 10%左右。足见该行业获得新客户的难度。一旦获得新客户，几乎会获得 100%的续单率。因此通过并购是获得大量客户最佳手段。
- 从宏观层面看，中国 IT 服务正经历一场波澜壮阔的结构变迁运动。从以产品为中心，过渡到以服务中心。核心竞争要素过渡到“以标准化过程提供大规模柔性服务”的能力。在这一大背景下，非大不足以致强，非强不足以致大，惟大且强者生存！

汉得信息的竞争优势

比较竞争优势

- 一些客户追求“政治上正确”，从而会选择品牌更强的公司。埃森哲、IBM 等会从中获益。埃森哲成本较高，为确保一定的毛利率，埃森哲再以较低价格转包订单。实际上埃森哲、IBM 等赚取的是品牌溢价。

图表17：汉得帮用户节约转包费用



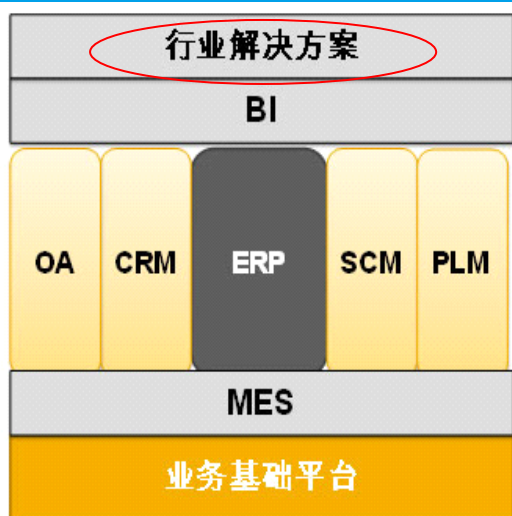
来源：国金证券研究所综合整理

- 但对于大中型客户而言，厂商的行业经验、服务与支持能力、服务性价比成为他们选择客户的主要指标。汉得凭借自己的多年的行业积累，对客户需求的精准把握等综合优势。往往在此类招标中，占据优势。
- 通过草根调研发现，埃森哲人天报价平均在 6000 元以上。汉得信息大约在 3000 到 4000 元之间。汉得并不是以牺牲利润为代价。尽管以比对手低 50%到 100%的价格中标，仍然在保持客户满意度的基础上，获得和竞争对手持平的人均创利。
- 汉得和埃森哲相比，品牌处于劣势，但占据成本优势，销售与管理费率也较对手稍低。实战中销售策略比较灵活，可以抢占部分竞争对手的市场份额。

最懂客户的行业解决方案

- 优秀的方案产生于优势的实践。行业解决方案的定于管理咨询加标杆企业的最佳实践加方法论。各行各业的标杆企业管理模式、流程、经验，是构成解决方案的核心要素。

图表18：最懂行业，最贴近用户



来源：国金证券研究所综合整理

图表19：解决方案 = 管理咨询 + 最佳实践 + 实施方法论

领先的行业解决方案 = 管理咨询 + 标杆企业的最佳实践 + Quick-Hand 实施方法论

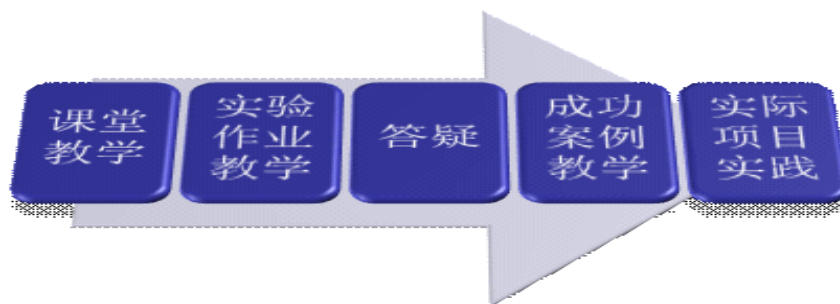


- 汉得信息通过十余年的积累，在电信运营、机械制造、通信设备、啤酒、网络媒体等多个行业积累了众多客户。如广东移动、玉柴机器、新浪、青岛啤酒、日立、富士通等等行业巨擘。为研发行业解决方案奠定了客户基础。

公司将培训上升为企业战略、品牌层面来认识和运营

- 解决初级顾问来源和高级顾问稳定是人力资源管理的核心工作。培训不仅仅是投入的问题，亦可以成为公司收入的一部分。在降低管理费用的同时，增加收入。公司改善空间较大。

图表20：汉得信息的培训体系

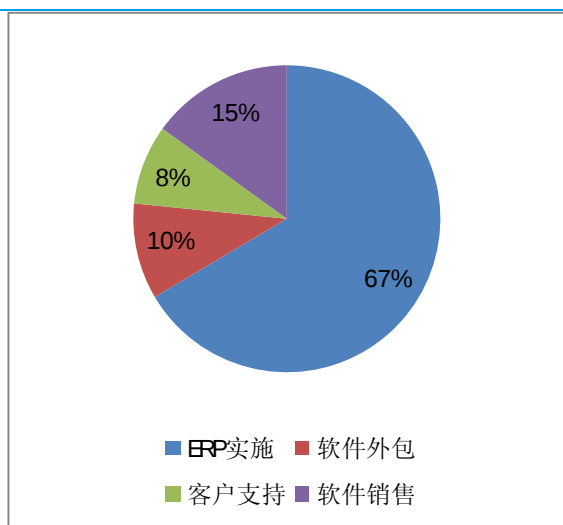


来源：国金证券研究所综合整理

互为依托的业务结构

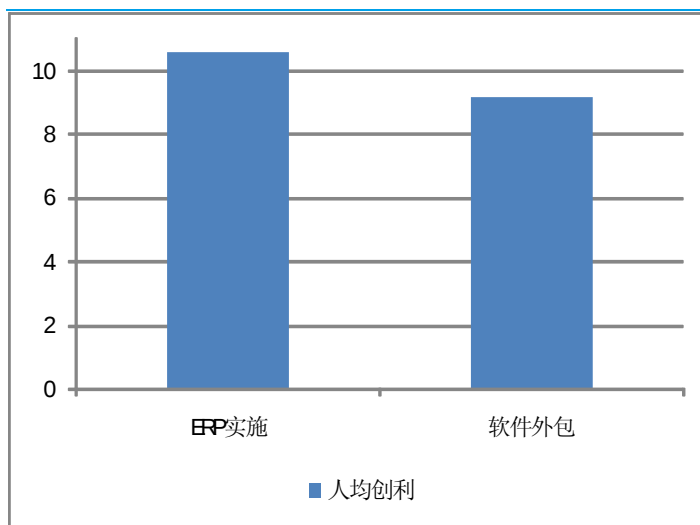
- 根据招股说明书资料，对日 ERP 外包虽然人均创收低于 ERP 实施业务，但人均创利水平和 ERP 实施相差无几。因为业务知识的相关性，ERP 外包，可以为实施团队提供低价的人力资源；实施团队则可以带动外包团队的业务水平。

图表21：2010 年的业务结构



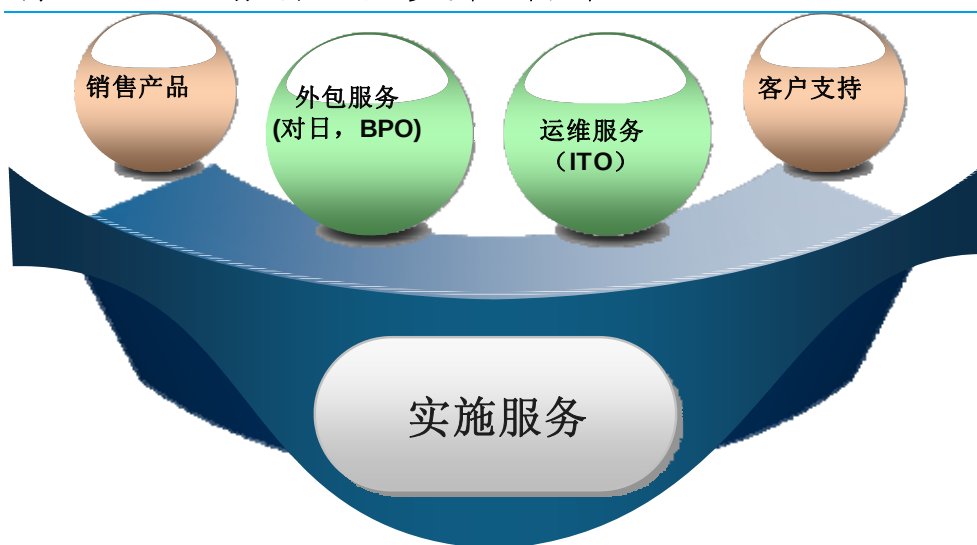
来源：招股说明书 国金证券研究所

图表22：ERP 实施和软件外包人均创利比较（万）



- 老客户的价值。老客户直接贡献的订单占据 70 以上，另外，通过口碑传播，引荐新客户带来近 10 的订单。合计从老客户渠道获得订单占公司总营收的 80%。
- 通过精耕细作，提升老客户的单位产出尤为重要。譬如客户普遍存在月底结账财务数据导入导出及核对的问题。公司应积极介入，主动为客户提供此类服务，将扩展出 BPO 业务。在提升单客户产出的同时，进一步增强客户黏性。

图表23：衍生类业务发展迅速，渗透率逐年提升



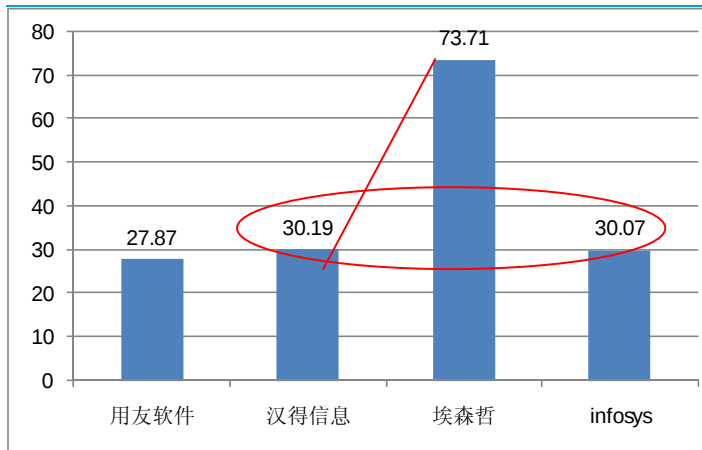
来源：国金证券研究所综合整理

- 客户支持业务受益于公司募投项目运维中心的建设。目前该业务的渗透率约 20%。从长期来看该业务的渗透率将达到 50%以上。增长率约 30%到 40%之间。

财务分析

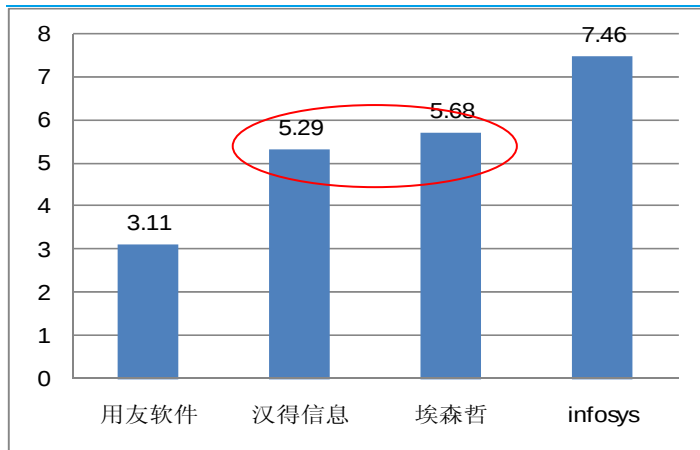
- 埃森哲最大的咨询服务公司；Infosys 最大的外包公司；用友国内最大的 ERP 开发商；汉得国内最大的 ERP 实施服务商。人均创收埃森哲最高，反映其在市场上强势的品牌地位，人均创利水平 Infosys 最高，反映其卓越的运营能力。这四家公司的综合对比发现汉得信息在品牌和运营能力上都处在中游的位置

图表24：人均创收指标对比



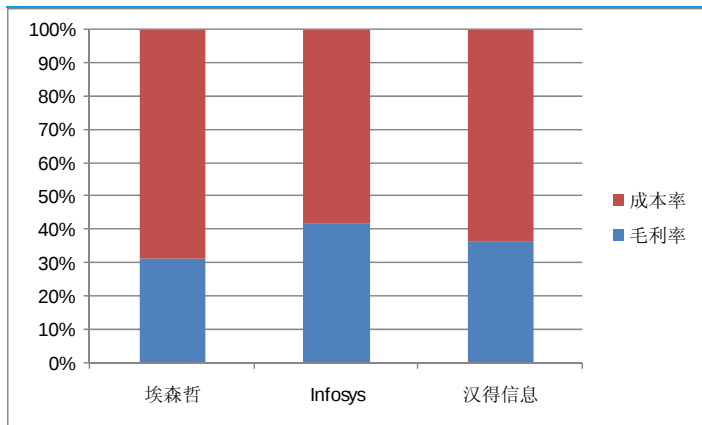
来源：Bloomberg 同花顺 国金证券研究所整理

图表25：人均创利指标对比



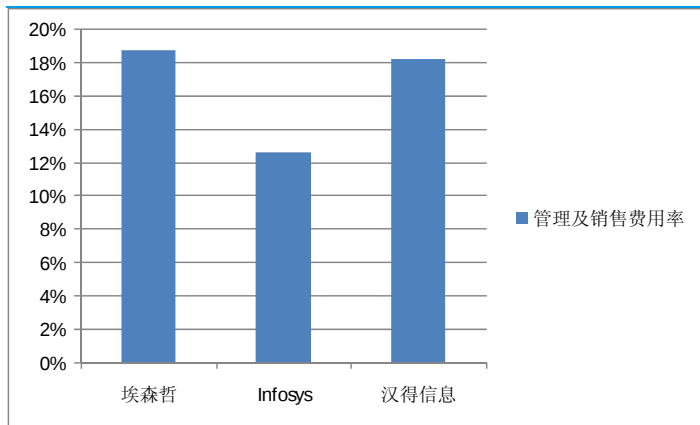
- 埃森哲是汉得信息最大的竞争对手，与之相比，汉得拥有成本优势。Infosys 进入中国较晚，但其卓越的国际化品牌和本土运作的能力，是汉得最为直接的威胁。

图表26：汉得毛利率低于Infosys，高于埃森哲



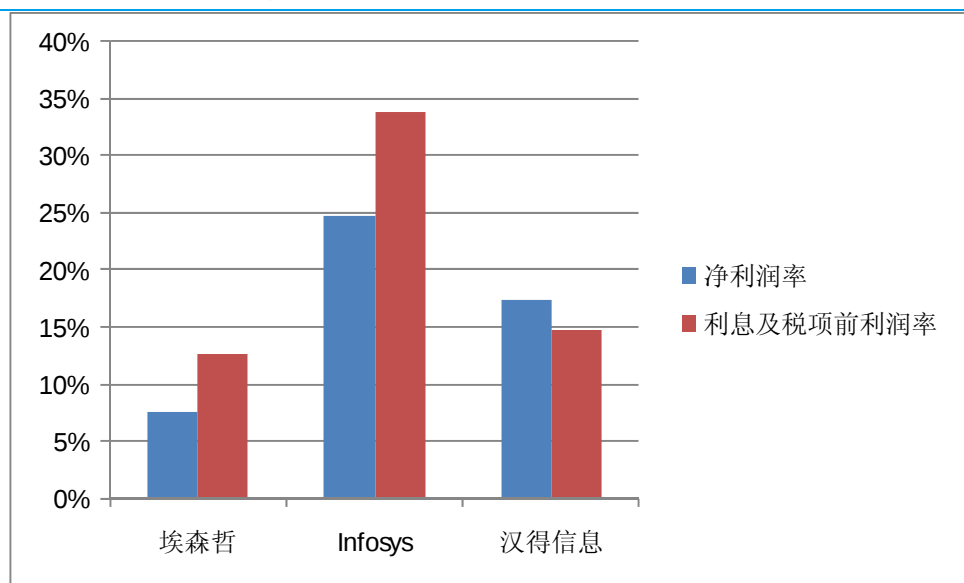
来源：Bloomberg 国金证券研究所整理

图表27：汉得管理及销售费用率与埃森哲齐平



- 但相较 Infosys，汉得信息需要加强整体的运作能力。进一步在保持人员培训投入、员工关怀投入、解决方案研发费用的基础上，持续提升运营能力，不断降低管理费用。提高毛利率水平。

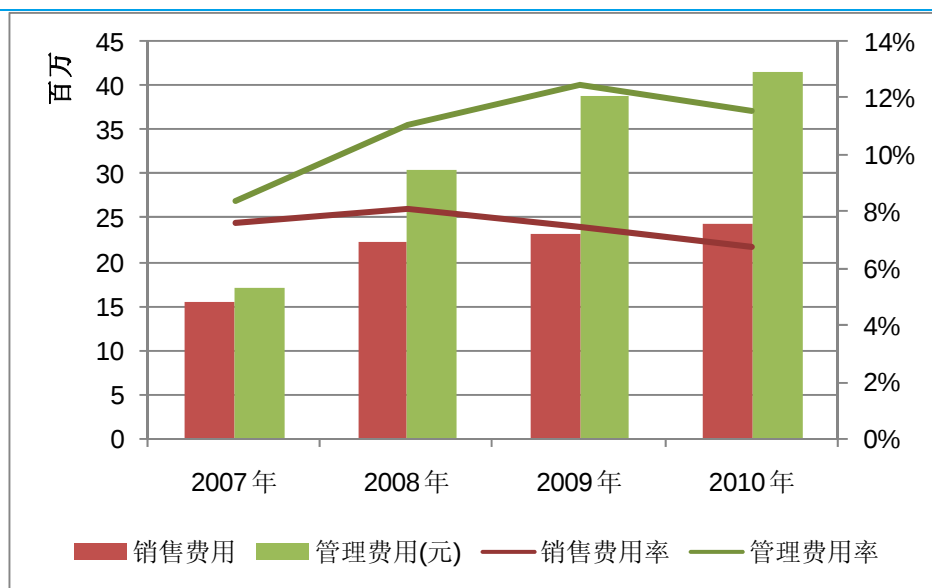
图表28：汉得信息的净利润率优于埃森哲



来源：Bloomberg 国金证券研究所整理

- 公司营业规模扩大，管理及销售费用会相应增加。公司加大内部精细化管理粒度，优化费用结构。管理费用、销售费用增长率在未来 3 到 5 年保持小幅走低趋势。

图表29：财务指标健康



来源：国金证券研究所

风险提示

- 受宏观经济周期波动影响。人员规模增加后，一旦出现较高的闲置率，会降低当期公司的业绩。
- ERP 实施服务增长率未达预期的风险。企业可能会缩减 IT 的投资。造成老客户产出下降，新客户增长未达预期的风险。
- 对日外包业务未达增长预期的风险。日本对中国外包持谨慎态度。如果不希望高端开发业务转移的中国的情绪蔓延，将影响对日外包业务的增长率。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	312	361	447	556	714
增长率	13.0%	15.6%	23.7%	24.4%	28.5%
主营业务成本	-196	-229	-273	-338	-425
% 销售收入	62.6%	63.3%	61.0%	60.7%	59.5%
毛利	117	132	174	218	289
% 销售收入	37.4%	36.7%	39.0%	39.3%	40.5%
营业税金及附加	-11	-13	-16	-20	-25
% 销售收入	3.4%	3.6%	3.5%	3.6%	3.5%
营业费用	-23	-24	-29	-36	-46
% 销售收入	7.5%	6.7%	6.5%	6.5%	6.5%
管理费用	-39	-42	-45	-50	-57
% 销售收入	12.4%	11.5%	10.0%	9.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	44	53	85	112	161
% 销售收入	14.0%	14.8%	18.9%	20.1%	22.5%
财务费用	0	4	12	21	23
% 销售收入	-0.1%	-1.0%	-2.6%	-3.7%	-3.2%
资产减值损失	-2	-3	-9	-2	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	42	54	87	130	180
营业利润率	13.4%	14.9%	19.6%	23.4%	25.2%
营业外收支	9	15	15	15	15
税前利润	51	69	102	145	195
利润率	16.3%	19.1%	22.9%	26.1%	27.3%
所得税	-5	-6	-9	-12	-16
所得税率	9.0%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%
净利润	46	63	94	133	179
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	46	63	94	133	179
净利率	14.8%	17.5%	21.0%	24.0%	25.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	46	63	94	133	179
少数股东损益	0	0	0	0	0
非现金支出	6	7	16	21	34
非经营收益	1	-2	-15	-15	-15
营运资金变动	2	-35	-3	-11	-18
经营活动现金净流	56	34	92	128	180
资本开支	-1	-6	-47	-44	-45
投资	-1	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-2	-6	-48	-44	-45
股权募资	0	0	745	0	0
债权募资	0	0	0	0	1
其他	0	1	0	-15	-15
筹资活动现金净流	0	1	745	-15	-14
现金净流量	54	29	789	68	121

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	142	172	961	1,029	1,150
应收款项	58	84	82	102	131
存货	4	1	2	3	3
其他流动资产	0	5	7	9	10
流动资产	205	261	1,053	1,143	1,295
% 总资产	96.9%	97.6%	94.5%	91.8%	90.8%
长期投资	0	0	1	0	0
固定资产	4	4	58	99	129
% 总资产	1.8%	1.5%	5.2%	8.0%	9.0%
无形资产	2	1	0	1	1
非流动资产	7	6	62	102	131
% 总资产	3.1%	2.4%	5.5%	8.2%	9.2%
资产总计	211	267	1,114	1,245	1,427
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	16	14	16	19	25
其他流动负债	37	32	52	61	73
流动负债	53	45	68	81	98
长期贷款	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0
负债	53	45	68	81	99
普通股股东权益	159	222	1,046	1,164	1,328
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	211	267	1,114	1,245	1,427

比率分析

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标					
每股收益	0.540	0.738	0.579	0.822	1.103
每股净资产	8.912	2.593	9.040	10.061	11.475
每股经营现金净流	3.137	0.397	0.795	1.104	1.557
每股股利	0.250	0.250	0.130	0.130	0.130
回报率					
净资产收益率	29.19%	28.47%	8.97%	11.44%	13.46%
总资产收益率	21.92%	23.66%	8.43%	10.70%	12.53%
投入资本收益率	25.17%	21.98%	7.41%	8.80%	11.08%
增长率					
主营业务收入增长率	13.00%	15.60%	23.69%	24.43%	28.51%
EBIT增长率	39.22%	21.54%	58.68%	32.24%	43.61%
净利润增长率	35.38%	36.71%	48.34%	41.84%	34.22%
总资产增长率	29.73%	26.68%	316.49%	11.73%	14.61%
资产管理能力					
应收账款周转天数	61.5	65.8	65.8	65.8	65.8
存货周转天数	8.5	3.8	3.0	3.0	3.0
应付账款周转天数	8.4	8.1	8.0	8.0	8.0
固定资产周转天数	4.5	3.9	46.7	64.6	65.2
偿债能力					
净负债/股东权益	-89.71%	-77.18%	-91.82%	-88.38%	-86.52%
EBIT利息保障倍数	-99.9	-14.6	-7.2	-5.4	-7.1
资产负债率	24.90%	16.91%	6.10%	6.47%	6.92%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	4	4	7	8
买入	0	0	0	3	9
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.16	1.33

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室