

计算机应用

署名人: 崔莹

S0960511060001

021-52288047

cuiying@cjis.cn

6-12 个月目标价: 24.00 元

当前股价: 17.57 元

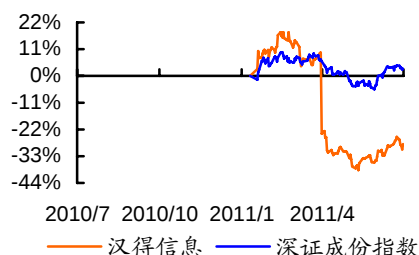
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	12352.50
总股本(百万)	162
流通股本(百万)	42
流通市值(亿)	7
EPS (TTM)	
每股净资产 (元)	1.37
资产负债率	17.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
汉得信息	10.64	-5.64	0.00
深证成份指数	7.01	-2.80	6.12



相关报告

《汉得信息-长期稳定增长的 ERP 软件实施商》2011-4-14

汉得信息

300170

推荐

限制性股票激励计划 (草案修订稿) 出台, 建议积极配置

公司近日限制性股票激励计划 (草案修订稿), 首期激励对象为 266 人, 激励对象股份总数为 656 万股, 授予日后 3 年股权激励成本分别为 549.84 万元、549.84 万元和 733.12 万元, 行权条件为以 10 年净利润为基期, 11-13 年净利润复合增值率 35%。

投资要点:

- **公司本质上是软件服务企业:** 软件服务企业的增长逻辑相对简单, 人员增加驱动收入增长以及费用 (营业成本+销售费用+管理费用) 控制驱动净利率的提高。我们认为研究汉得信息的核心就是其 ERP 实施服务收入与人力成本情况。
- **收入正处于高速增长期:** 高端 ERP 市场需求良好, 带动 ERP 实施服务需求; ERP 软件实施服务厂商也有正反馈机制, 我们认为 ERP 实施服务市场份额存在向品牌企业集中的可能, 国内 ERP 实施服务企业有望在发展中逐渐拉近和国际 ERP 实施服务商在品牌、经验方面的差距。汉得信息做行业内第一家 A 股上市的企业, 上市后在品牌与资金上较其他本土企业有一定的优势, 有望在高端 ERP 市场需求向好时获得较快的增长。
- **人力成本上升影响有限:** 我们认为在行业需求向好时, 单位有效工时收入的稳定以及利用率的提升可以基本抵消人力成本上升的压力; 股权激励对人力成本影响积极, 可以在一定程度上减少公司工资上涨的压力, 其实质是将部分人力成本由“营业成本”转入“管理费用”; 我们判断社保改革对于公司实际人力成本影响将在总人力成本的 5% 以内。
- **盈利预测与投资建议:** 在暂时不考虑社保改革影响的情况下, 我们维持公司 11-13 年 EPS 分别为 0.62, 0.88 和 1.18 元, 公司不够性感, 但是股权激励行权条件下未来 3 年最低的净利润增速 35%, 假设公司估值保持不变的条件下, 未来 2 年盈利增长带来的投资收益将超过 80%, 维持推荐的投资评级, 建议投资者积极配置。

风险提示: 核心人员流失风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	361	483	641	856
同比(%)	16%	34%	33%	33%
归属母公司净利润(百万元)	63	100	143	191
同比(%)	37%	58%	43%	33%
毛利率(%)	36.7%	37.0%	37.1%	37.3%
ROE(%)	28.5%	9.7%	12.2%	14.0%
每股收益(元)	0.39	0.62	0.88	1.18
P/E	43.12	27.27	19.06	14.30
P/B	12.28	2.65	2.33	2.00
EV/EBITDA	48	26	17	13

资料来源: 中投证券研究所

正文目录

一、公司本质上是软件服务企业	3
二、ERP 实施服务收入正处于高速增长期	3
2.1 高端 ERP 市场需求强劲，带动实施服务需求	3
2.2 ERP 软件实施服务厂商也有正反馈机制	5
三、人力成本上升影响有限	7
3.1 ERP 实施服务的毛利率预测	7
3.2 股权激励对人力成本影响积极	8
3.3 上海社保改革对人力成本影响有限	8
四、盈利预测与投资建议	9
五、风险提示	10

图表目录

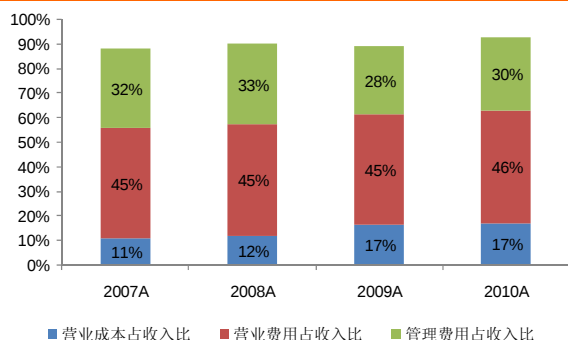
图 1: 用友软件总成本结构	3
图 2: 汉得信息总成本结构	3
图 3: 用友各类软件产品收入增速	3
图 4: 金蝶各类软件产品收入增速	3
图 5: SAP、Oracle、Infor 近年来在国内 ERP 软件市场份额	4
图 6: ERP 实施阶段图	4
图 7: 国内 ERP 实施市场格局	5
图 8: 09 年第三方 ERP 实施服务厂商市场份额	6
图 9: 实施服务的毛利率计算公式	7
图 10: 公司发行前股权结构	8
图 11: 公司 10 年上半年社保缴纳情况	9
表 1: 公司 ERP 实施服务收入来源	6
表 2: 公司毛利率分析（单位：元/天）	7
表 3: 各公司 10 年社保成本占总人力成本比例（单位：万元）	9
表 4: 分业务收入及毛利率预测（单位：百万元）	10

一、公司本质上是软件服务企业

公司本质上是软件服务企业。软件服务企业的增长逻辑相对简单，人员增加驱动收入增长以及总成本（营业成本+销售费用+管理费用）控制驱动净利率的提高。

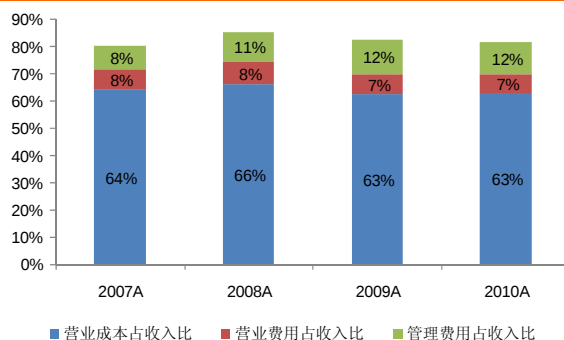
与软件产品企业相比，软件服务企业总成本结构中以营业成本为主，考虑到汉得信息收入主要来源于 ERP 实施服务，营业成本主要是人力成本，我们认为研究汉得信息的核心就是其 ERP 实施服务收入与人力成本情况。

图 1：用友软件总成本结构



资料来源：wind，中投证券研究所

图 2：汉得信息总成本结构

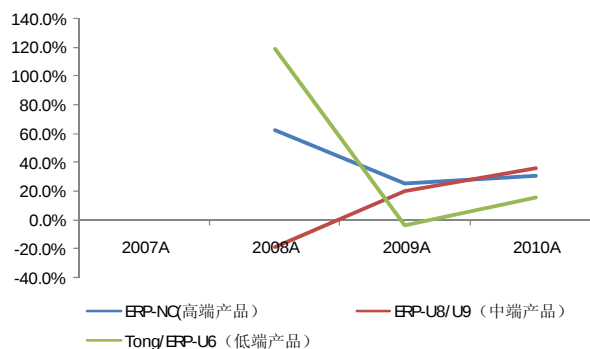


二、ERP 实施服务收入正处于高速增长期

2.1 高端 ERP 市场需求强劲，带动实施服务需求

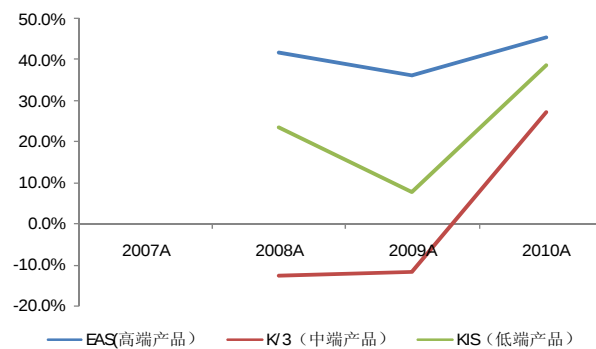
由于全球金融危机的影响，中小企业 ERP 市场受到的冲击较为严重，而高端市场在大型企业集团化管控需求的带动下则保持了较高的增速。从下图可以看出，近年来用友和金蝶销售增长较快的是 NC 与 EAS 等高端产品。

图 3：用友各类软件产品收入增速



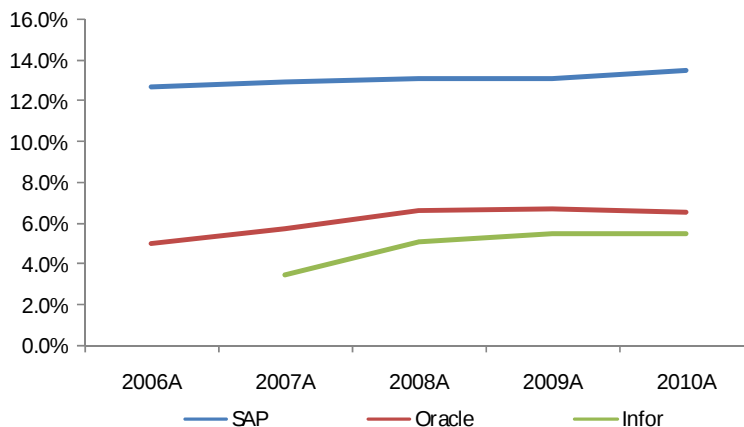
资料来源：Bloomberg，中投证券研究所

图 4：金蝶各类软件产品收入增速



与市场预期相反，国外 ERP 软件厂商的整体市场份额在上升：SAP 和 Oracle 近年来在国内 ERP 软件市场份额稳中有升，而另一大国际品牌 Infor 07 年首次进入国内 10 大 ERP 软件厂商之列，10 年其市场份额已经与 Oracle 较为接近。这些也从侧面证明了高端 ERP 市场强劲的需求。

图 5：SAP、Oracle、Infor 近年来在国内 ERP 软件市场份额



资料来源：CCID，中投证券研究所

在国外，大型企业在进行 ERP 项目建设时，通常会在 ERP 软件选型的同时确定与所选软件相配套的实施服务厂商，聘请具有企业管理知识和 ERP 知识的实施顾问对企业需求进行调研和分析；在企业实施 ERP 过程中，实施顾问会根据自己的丰富经验为企业业务流程改进提供指导；在系统交付运行后，实施顾问会定期进行系统运行效率评估，对 ERP 系统建设进行持续改进（定制化的二次开发）。从国外经验来看，实施服务贯穿于高端 ERP 建设的整个周期，对于 ERP 系统建设的效果至关重要。

图 6：ERP 实施阶段图



资料来源：中投证券研究所

国内高端 ERP 市场的现状是 SAP 和 Oracle 等国外厂商主要由其合作伙伴提供实施服务，而用友、金蝶和浪潮等国内厂商主要通过自身提供实施服务。同时我们注意到，用友 08 年开始与 IBM 合作开拓高端 ERP 市场，尽管由于种种因素合作未取得理想的效果，但是这种尝试值得鼓励。金蝶 10 年也提出向服务转型的目标，与 IBM 合作开拓高端 ERP 市场，合作的具体模式是“金蝶 EAS 软件+IBM 实施服务”，目前来看这项合作是值得期待的，金蝶 EAS 软件 10 年收入增速高达 45.4%，而 IBM 的 EAS 实施服务团队 11 年底增速有望超过 75%¹，据了解这个 EAS 实施服务团队规模未来可能上升到 500 或 1000 人。

我们认为国内高端 ERP 市场的竞争将是生态链与生态链的竞争，ERP 实施服务提供商在高端 ERP 市场生态链中将扮演举足轻重的角色，**高端 ERP 市场需求强劲，有望带动实施服务需求高速增长。**

图 7：国内 ERP 实施市场格局



资料来源：Gartner，中投证券研究所

2.2 ERP 软件实施服务厂商也有正反馈机制

优秀的企业在提供 ERP 实施服务的过程中，不断提高技术实力，积累行业经验，拥有了自己的品牌与优质客户资源。

行业经验与技术实力有利于新客户的开拓：企业在选择 ERP 实施服务商时，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。

品牌能够带来更好的价格：公司目前 ERP 实施服务的报价在 1600-1700

¹ 资料来源于 jefferies

元/天，仅相当于 IBM 和埃森哲等国际品牌厂商的 1/2-2/3，但是仍然高于国内 ERP 实施服务的分包企业。

优质的客户资源可以实现低成本营销：目前公司来源于老客户、SAP 和 ORACLE 推荐、老客户推荐和销售人员开拓的业务收入比例约为 7: 1: 1: 1，这从侧面说明了公司 ERP 实施服务效果受到客户认可，超过 500 家 ERP 实施服务的客户资源是公司价值的最大体现。

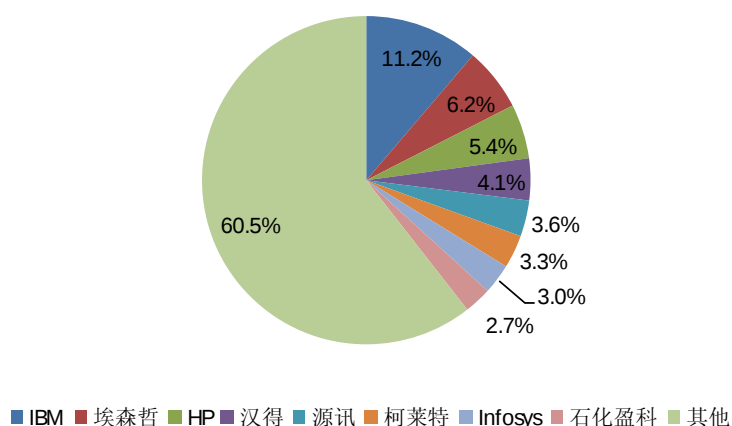
表 1: 公司 ERP 实施服务收入来源

	2007A	2008A	2009A	2010A
老客户收入比例	67%	77%	74%	70%+
新客户收入比例	33%	23%	26%	

资料来源：公司资料，中投证券研究所

目前 ERP 实施服务市场相对分散，在不考虑本土软件厂商用友、金蝶、浪潮等自身提供实施服务的情况下²，09 年第三方 ERP 实施服务厂商 CR3 和 CR5 的市场份额分别为 22.8%和 32.3%，同时国外厂商及其分包服务商控制了 50%以上的市场份额。

图 8: 09 年第三方 ERP 实施服务厂商市场份额



资料来源：CCID，汉得信息招股书，中投证券研究所

基于正反馈机制，我们认为 ERP 实施服务市场份额存在向品牌企业集中的可能，国内 ERP 实施服务企业有望在发展中逐渐拉近和国际 ERP 实施服务商在品牌、经验方面的差距。

汉得信息做行业内第一家 A 股上市的企业，上市后在品牌与资金上较其他本土企业有一定的优势，有望在高端 ERP 市场需求向好时获得较快的增长。

² 09 年金蝶实施服务收入 2.35 亿元，根据我们推算 09 年用友、浪潮 ERP 实施服务收入也在数亿元。

三、人力成本上升影响有限

3.1 ERP 实施服务的毛利率预测

图 9 是公司实施服务毛利率的计算公式，其与单位总工时工资（即公司的工资水平）成反比，与工资成本比（即工资以外的成本控制能力）、单位有效工时收入（即公司向下游客户的报价）以及利用率（即 ERP 实施效率）成正比。

图 9：实施服务的毛利率计算公式

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

资料来源：公司资料，中投证券研究所

目前公司的单位有效工时收入仅相当于 IBM 和埃森哲的 1/2-2/3，利用率仍低于 IBM 和埃森哲等公司（据估计在 85% 以上），我们认为在行业需求向好时，单位有效工时收入将基本保持稳定或略有提高，利用率将进一步提升。

假设公司单位总工时工资每年上升 8%，工资以外的其他成本保持不变，单位有效工时收入每年上升 1%，利用率每年提高 3%，未来 3 年公司的 ERP 实施服务的毛利率预测见下表。

表 2：公司毛利率分析（单位：元/天）

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
2007A	33.3%	383	56.6%	1715	59.1%
2008A	31.2%	416	62.1%	1532	63.5%
2009A	37.5%	450	65.6%	1682	65.2%
2010H1	40.0%	493	70.2%	1647	71.1%
2010E	38.0%	512	71.0%	1640	71.0%
2011E	37.8%	553	72.6%	1656	74.0%
2012E	37.4%	598	74.1%	1673	77.0%
2013E	36.8%	646	75.5%	1690	80.0%

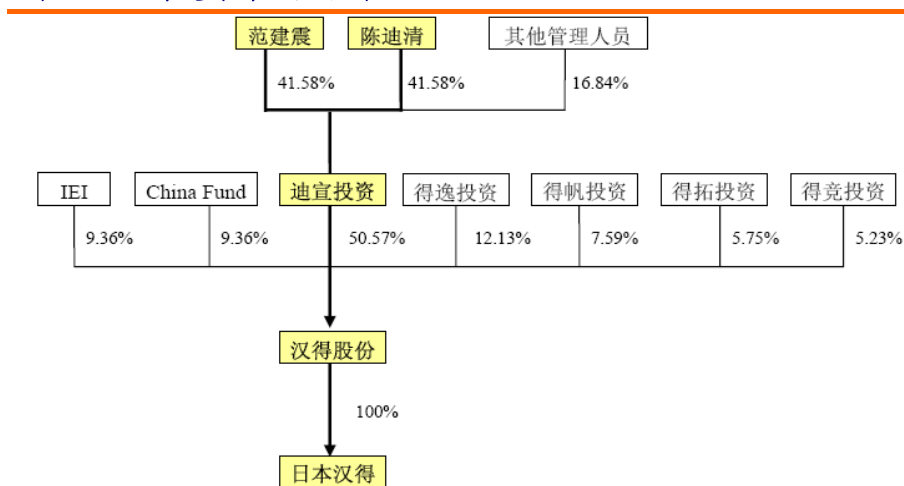
资料来源：公司资料，中投证券研究所

我们认为在行业需求向好时，单位有效工时收入的稳定以及利用率的提升可以基本抵消人力成本上升的压力。

3.2 股权激励对人力成本影响积极

作为以人力资源为核心竞争力的公司，实际上在上市之前公司就通过间接持有股权的方式把核心人员的个人利益和公司利益绑定在一起，上市前 200 多名核心人员通过迪宣投资、得逸投资、得帆投资、得拓投资和得竞投资等持有公司股权，这样的股权安排也使得公司工资涨幅相对较小。

图 10: 公司发行前股权结构



资料来源：汉得信息招股书，中投证券研究所

上市之后公司推出了股权激励计划，根据限制性股票激励计划（草案修订稿），公司授予首期激励对象为 266 人，激励对象股份总数为 656 万股，授予日后 3 年股权激励成本分别为 549.84 万元、549.84 万元和 733.12 万元，占净利润的比例低于 5%。

我们认为股权激励对人力成本影响积极，可以在一定程度上减少公司工资上涨的压力，其实质是将部分人力成本由“营业成本”转入“管理费用”。

3.3 上海社保改革对人力成本影响有限

11 年 7 月起，上海市外来从业人员和郊区单位人员纳入城镇社保，由于此前公司多数职工按照小城镇保险和综合保险缴纳社保，市场担心公司人力成本大幅增加。

我们倾向于从社保成本占总人力成本比例的角度来看待上述问题，从下表可以看出，10 年公司社保成本/总人力成本=10.1%，在可比企业中处于中下水平，如果按照比例最高的交技发展（18.3%）计算，10 年实际增加人力成本约 8%。我们认为社保改革对于公司实际人力成本影响将更小，因为社保是工资的一部分，原来的小城镇和综合保险也是员工所认可的，主要是从员工角度每月可以获得更多的现金；同时上海新的社保缴纳办法也设立了过渡期。我们判

断该影响将在总人力成本的 5%以内。

表 3: 各公司 10 年社保成本占总人力成本比例 (单位: 万元)

	社会保险	人力成本合计	占比
汉得信息	1412	14008	10.1%
万达信息	1946	14445	13.5%
海隆软件	2424	14656	16.5%
交技发展	681	3717	18.3%
华平股份	180	2158	8.3%
大智慧	650	7520	8.6%
网宿科技	613	5780	10.6%

资料来源: 各公司年报, 中投证券研究所

图 11: 公司 10 年上半年社保缴纳情况

	社会保险				住房公积金		
	类型	缴纳人数	缴纳比例		缴纳人数	缴纳比例	
			个人	公司		个人	公司
已交	城保	15	11%	37%	995	个人与公司缴纳比例相同。按照户籍所在地不同, 缴纳比例分为 5%、7%、8%、10%、11%、12%和 16%几种。	
	小城镇	298	-	25%			
	综合保险	683	-	12.5%			
未交		18			19		
合计		1014			1014		

注: 上海市小城镇与综合保险均由用人单位全额缴纳, 个人无须缴纳, 小城镇与综合保险的缴纳基数均为上一年度上海市平均工资 60%。

资料来源: 汉得信息招股书, 中投证券研究所

四、盈利预测与投资建议

假设 ERP 软件实施收入高于行业增速, 毛利率如前预测;

ERP 软件销售属于附带业务, 非战略重点;

客户支持服务收入由于 ERP 软件实施客户资源积累而加速增长, 毛利率小幅提高;

ERP 软件外包属于对日软件外包, 维持行业增速, 毛利率保持稳定;

我们预计公司分业务收入和毛利率见下表。

表 4: 分业务收入及毛利率预测 (单位: 百万元)

	2010A	2011E	2012E	2013E
ERP 软件实施收入	239.9	333.4	460.1	634.9
增长率		39.0%	38.0%	38.0%
毛利率	38.0%	37.8%	37.4%	36.8%
ERP 软件销售收入	54.2	65.0	73.8	81.2
增长率		20.00%	13.50%	10.00%
毛利率	9.5%	10.0%	10.0%	10.0%
客户支持服务收入	30.3	40.2	54.3	76.0
增长率		33.0%	35.0%	40.0%
毛利率	51.3%	53.0%	53.0%	55.0%
ERP 软件外包收入	36.4	44.3	53.1	63.8
增长率		21.7%	20.0%	20.0%
毛利率	55.6%	56.0%	56.0%	56.0%
合计收入	360.7	482.9	641.3	855.9
增长率		33.9%	32.8%	33.5%
毛利率	36.6%	37.0%	37.1%	37.3%

资料来源: 中投证券研究所

在暂时不考虑社保改革影响的情况下, 我们维持公司 11-13 年 EPS 分别为 0.62, 0.88 和 1.18 元, 公司不够性感, 但是股权激励行权条件下未来 3 年最低的净利润增速 35%, 假设公司估值保持不变的条件下, 未来 2 年盈利增长带来的投资收益将超过 80%, 维持推荐的投资评级, 建议投资者积极配置。

五、风险提示

大量优秀实施顾问是专业 ERP 实施服务商的核心竞争力, 核心人员流失是公司成长的最大风险。公司薪酬与埃森哲、IBM 咨询等有一定差距, 不能排除核心人员被挖角的风险。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	261	1060	1213	1415	营业收入	361	483	641	856
现金	172	957	1076	1233	营业成本	229	304	403	537
应收账款	75	86	114	152	营业税金及附加	13	5	6	9
其它应收款	6	6	8	11	营业费用	24	29	37	46
预付账款	5	3	4	5	管理费用	42	53	67	90
存货	1	3	4	5	财务费用	-4	-11	-20	-23
其他	4	5	6	9	资产减值损失	3	3	3	3
非流动资产	9	23	20	18	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	4	19	18	17	营业利润	54	100	144	195
无形资产	0	-0	-0	-1	营业外收入	15	10	13	15
其他	5	4	3	2	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	270	1083	1233	1433	利润总额	69	110	157	210
流动负债	48	52	60	69	所得税	6	10	14	19
短期借款	0	0	0	0	净利润	63	100	143	191
应付账款	4	5	6	8	少数股东损益	0	0	0	0
其他	44	48	54	61	归属母公司净利润	63	100	143	191
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	53	100	146	189
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.74	0.62	0.88	1.18
其他	0	0	0	0					
负债合计	48	52	60	69	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	86	162	162	162	成长能力				
资本公积	58	716	716	716	营业收入	15.6%	33.7%	32.8%	33.5%
留存收益	78	153	296	487	营业利润	27.7%	86.4%	44.4%	34.9%
归属母公司股东权益	222	1030	1173	1364	归属于母公司净利润	36.7%	58.1%	43.1%	33.3%
负债和股东权益	270	1083	1233	1433	获利能力				
					毛利率	36.7%	37.0%	37.1%	37.3%
					净利率	17.5%	20.7%	22.3%	22.3%
					ROE	28.5%	9.7%	12.2%	14.0%
					ROIC	95.6%	117.6%	124.5	127.6%
					偿债能力				
					资产负债率	17.8%	4.8%	4.9%	4.8%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.42	20.26	20.21	20.50
					速动比率	5.40	20.20	20.14	20.43
					营运能力				
					总资产周转率	1.50	0.71	0.55	0.64
					应收账款周转率	4.97	5.35	5.70	5.72
					应付账款周转率	44.87	73.41	76.00	76.12
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.39	0.62	0.88	1.18
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.57	0.74	0.92
					每股净资产(最新摊薄)	1.37	6.36	7.24	8.42
					估值比率				
					P/E	43.12	27.27	19.06	14.30
					P/B	12.28	2.65	2.33	2.00
					EV/EBITDA	48	26	17	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

崔莹, CPA, CFA Charter pending candidate, 中投证券研究所计算机行业研究员, 南京大学计算机学士, 金融工程硕士, 多年金融行业从业经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434