

# ERP 实施之路，愈行愈宽

## 报告要点

### ■ 立足高端 ERP 实施，未来前景十分明朗

汉得信息是本土领先的 SAP、Oracle ERP 实施服务商。在短期 SAP、Oracle 依然占据国内高端 ERP 主流的背景下，汉得信息实施业务仍将迎来高速增长。而从更长远来看，用友、金蝶等国产高端 ERP 实施外包更是大势所趋，汉得凭借成本、客户资源等优势将成为国内 ERP 实施的主流厂商。

### ■ 高端 ERP 实施服务行业前景广阔

中国企业正经历欧美 90 年代的管理模式变革、全球化、区域化、业务流程复杂化的进程，对信息化管理手段的需求十分旺盛。在此背景下，中国高端 ERP 将迎来黄金发展期。据此，我们判断，以汉得信息为首的 ERP 实施企业也将迎来前所未有的发展机遇。与此同时，国产 ERP 从长远来看凭借其本土化优势将成为主流，而汉得也将凭借其成本等优势将代替 IBM、埃森哲等外资厂商成为高端 ERP 实施的主流。

### ■ 公司竞争力突出，对日软件外包或成新的增长点

ERP 实施竞争力主要体现为价格与项目实施经验等指标。汉得信息通过招聘应届生、股权激励等方案对成本控制恰到好处，由此形成了强大的价格竞争优势。而公司多年来积累的客户资源和丰富项目经验，不仅是其另一竞争优势，并且成为其持续拿单和业绩稳定增长的有力保障。与此同时，公司依托国内实施业务优势，对日 ERP 软件外包已暂露头角，上半年增速达 72%，未来或将成为公司新的利润增长点。

### ■ 给予“推荐”评级

我们预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.57、0.83 元，目前股价对应 2011、2012 年 PE 分别为 32.28、22.11 倍。给予其“推荐”评级。

## 主要财务指标

|                   | 2010A | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-------------------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)        | 361   | 505    | 705    | 994    |
| 增长率 (%)           | 16%   | 39.89% | 39.60% | 40.99% |
| 归属母公司所有者净利润 (百万元) | 63.3  | 91.8   | 134.0  | 189.8  |
| 增长率 (%)           | 37%   | 45.02% | 45.97% | 41.64% |
| 每股收益 (元)          | 0.738 | 0.567  | 0.827  | 1.171  |
| 净资产收益率 (%)        | 28.5% | 8.3%   | 11.0%  | 13.7%  |
| 每股经营现金流 (元)       | 0.40  | 0.414  | 0.752  | 1.142  |

当前股价: 18.29  
 信息技术行业评级 看涨

### 公司基本数据 2011.10.14

|                |             |
|----------------|-------------|
| 总股本(万股)        | 16801       |
| 流通 A 股/B 股(万股) | 4200/0      |
| 资产负债率          | 17.83%      |
| 每股净资产 (元)      | 1.32        |
| 市盈率 (当前)       | 48.56       |
| 市净率 (当前)       | 13.83       |
| 12 个月内最高/最低价   | 29.50/14.80 |

### 市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源: Wind 资讯

### 行业内跟踪公司比较

|           |
|-----------|
| PE        |
| PB        |
| EV/EBITDA |
| PE        |
| PB        |
| EV/EBITDA |

### 相关研究

分析师:  
 马先文  
 (8627) 65799815  
 maxw@cjsc.com.cn  
 执业证书编号: S0490510120010  
 联系人:  
 黄焜  
 (8627) 65799815  
 huangkun@cjsc.com.cn

## 正文目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 专业的 ERP 实施方 .....              | 4  |
| SAP & Oracle 短期需求仍将旺盛 .....    | 5  |
| 中国 ERP 市场迎来黄金发展期 .....         | 5  |
| SAP & Oracle: 短期仍是高端市场主流 ..... | 7  |
| 第三方实施, 未来之路更为宽广 .....          | 9  |
| ERP “平台化” 令实施服务不可或缺 .....      | 9  |
| 国产 ERP 迈向高端, 第三方实施空间更为广阔 ..... | 11 |
| 汉得信息: 未来增长前景令人看好 .....         | 13 |
| 凭借人力成本优势, 形成价格竞争力 .....        | 13 |
| 项目经验丰富, 老客户成为业绩保障 .....        | 14 |
| 以国内实施业务为依托, 对日外包前景广阔 .....     | 15 |
| 风险分析 .....                     | 17 |
| 盈利预测与估值 .....                  | 17 |

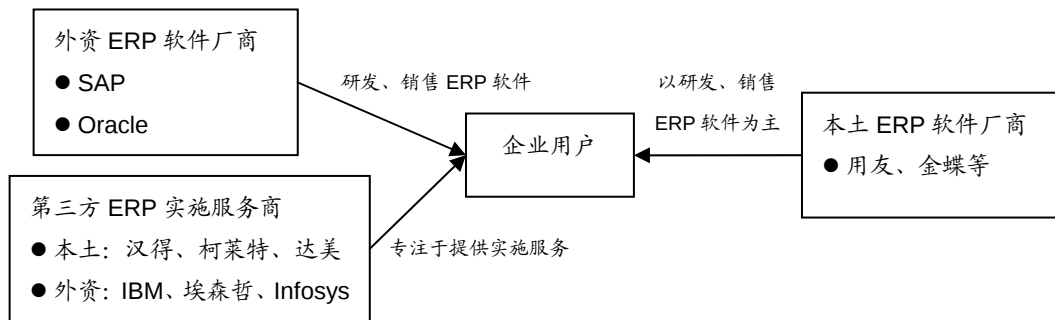
## 图表目录

|                                                      |    |
|------------------------------------------------------|----|
| 图 1: 国内高端 ERP 市场各方角色.....                            | 4  |
| 图 2: ERP 项目构成 .....                                  | 4  |
| 图 3: 美国历年跨国投资规模（单位：亿美元） .....                        | 5  |
| 图 4: 美国历年信息化投资规模（单位：亿美元） .....                       | 5  |
| 图 5: SAP 历年营业收入（单位：百万美元） .....                       | 6  |
| 图 6: Oracle 历年营业收入（单位：百万美元） .....                    | 6  |
| 图 7: 中国历年对外直接投资规模（单位：亿美元） .....                      | 6  |
| 图 8: 主要 ERP 厂商近年业绩增长率情况.....                         | 7  |
| 图 9: 国内 ERP 实施市场规模预测.....                            | 9  |
| 图 10: ERP 软件的演进历程 .....                              | 10 |
| 图 11: 高端 ERP 实施流程 .....                              | 10 |
| 图 12: 近年来国内主要高端 ERP 销量增长情况（单位：亿元） .....              | 11 |
| 图 13: 用友支持服务人员数量变化（单位：人） .....                       | 11 |
| 图 14: 用友 NC+U8/U9 产品营收变化（单位：万元） .....                | 11 |
| 图 15: 用友 NC 产品占比（左轴）与主营业务毛利率（右轴）变化情况.....            | 12 |
| 图 16: 用友支持服务人员数量及预测.....                             | 12 |
| 图 17: 08-10 年公司平均员工薪酬增幅（单位：元） .....                  | 13 |
| 图 18: 公司历年实际单位有效工时收费（单位：元/人天） .....                  | 14 |
| 图 19: 同类公司毛利率水平比较 .....                              | 14 |
| 图 20: 同类公司人均创利水平比较（单位：万元/%） .....                    | 14 |
| 图 21: 公司项目订单来源分布.....                                | 15 |
| 图 22: 中国对日 ERP 软件外包市场规模（单位：亿美元） .....                | 16 |
| 图 23: 主要软件外包企业软件外包业务毛利率（单位：亿美元） .....                | 16 |
| 图 24: 国内对日 ERP 软件外包市场份额分布 .....                      | 17 |
| 图 25: 公司对日 ERP 软件外包收入（单位：万元） .....                   | 17 |
| 表 1: 中国企业发展现阶段与美国 90 年代初比较.....                      | 6  |
| 表 2: 用友、SAP 行业解决方案的评分对比 .....                        | 7  |
| 表 3: SAP、Oracle 在中国 50 强企业中应用情况（不完全统计，共计 35 家） ..... | 8  |
| 表 4: SAP 与用友 ERP 典型项目价格对比 .....                      | 12 |
| 表 5: 公司在各行业的成功案例 .....                               | 14 |
| 表 6: 汉得信息各产品收入假设（万元） .....                           | 17 |
| 公司财务报表及指标预测 .....                                    | 18 |

## 专业的 ERP 实施方

ERP 产业链大体可分为 ERP 软件开发、ERP 实施服务两大类。大家耳熟能详的 SAP、Oracle、用友、金蝶属于 ERP 软件开发商，而汉得信息则是以 SAP、Oracle ERP 软件为主的实施服务商。

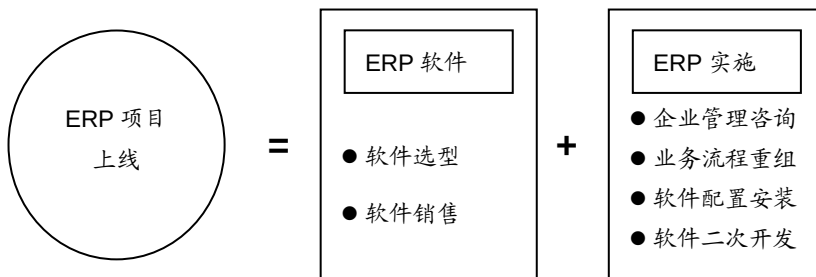
图 1：国内高端 ERP 市场各方角色



资料来源：长江证券研究部

一个成功的 ERP 项目，软件产品是基础，但由于 ERP 实施则直接与企业正面沟通将其付诸于实践，故 ERP 实施好坏对于 ERP 项目成功与否至关重要。这好比一项新的技术来自于实验室的日积月累，但能否为之所用则在于产业化的推广，ERP 实施则扮演了将先进技术转化为生产力的角色，其重要性不言而喻。而在 ERP 业界常之称道的“三分软件，七分实施”之说，也反映了 ERP 实施在产业链中地位举足轻重。

图 2：ERP 项目构成



资料来源：公司公告，长江证券研究部

汉得信息是国内初具规模的专业 ERP 实施厂商，目前以 SAP、Oracle 的 ERP 产品为主，为国内近 500 家大型企业提供过 ERP 实施方案，积累了丰富的项目经验。也正如此，市场普遍认为汉得信息过于依赖 SAP、Oracle，其业绩将随 SAP、Oracle 波动。我们认为，虽然公司目前的主营业务与 SAP、Oracle 的 ERP 软件销售密切相关，但作为国内领先的专业 ERP 实施服务商，其发展前景十分明朗。我们作此判断的理由主要有三点：

- 第一，从短期来看，中国正在步入一轮 ERP 产业的黄金发展期，而 SAP、Oracle 至少在未来几年内仍将占据国内高端 ERP 市场，这无疑将保障公司业绩继续稳定增长。
- 第二，从长远来看，实施服务在 ERP 产业链中已不可或缺，随着本土高端 ERP 软件日趋成熟，其依靠第三方实施服务也将是必然趋势。在此趋势下，更为庞大的市场需求

和突出的成本优势，将使本土第三方实施服务商获得更为广阔的发展空间。

第三，汉得具备了 ERP 实施领域最为重要的两个竞争要素：即成本和丰富的实施案例，使得公司在市场中得以长期生存。与此同时，依托 ERP 实施能力与资源，对日 ERP 外包也或将成为公司新的利润增长点。

## SAP & Oracle 短期需求仍将旺盛

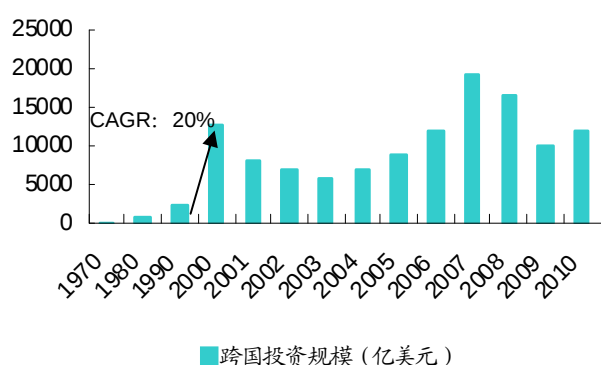
当前，中国企业正在经历全球化、区域化带来管理模式变革、业务流程复杂化的进程，对信息化管理手段需求旺盛，从而推动国内 ERP 产业进入一轮黄金发展期。SAP、Oracle 凭借技术与行业解决方案的先进性，至少未来几年内仍将继续占据国内高端 ERP 市场，因而公司 ERP 实施业务也将继续保持增长。

## 中国 ERP 市场迎来黄金发展期

我们认为国内 ERP 市场已进入黄金发展期，主要基于国内目前正在经历类似美国 90 年代企业信息化大发展的历史时期，而美国 ERP 市场正是在此期间实现了高速增长。

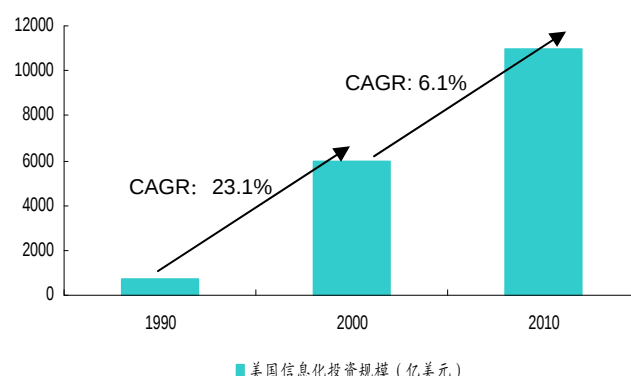
90 年代之所以成为美国 ERP 发展的黄金时期，主要源于三个因素：第一，90 年代美国企业对外投资增长十分迅猛，跨国企业的大量出现，导致管理模式和业务流程日趋复杂，由此激发了对信息化管理手段的旺盛需求。第二，90 年代互联网科技的兴起，使跨国企业通过 ERP 实现全球协同办公和集中管控成为可能。第三，美国政府在 90 年代提出“信息高速公路”计划，信息产业发展得到大力支持。在此背景下，美国 ERP 经历了 10 年的黄金发展期，而以 SAP、ORACLE 为代表的 ERP 厂商正是在此期间迅速崛起。

图 3：美国历年跨国投资规模（单位：亿美元）

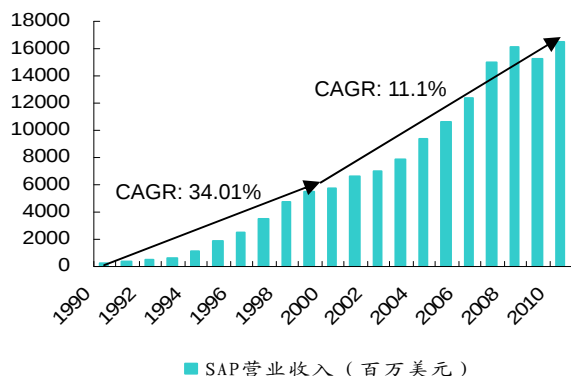


资料来源：长江证券研究所

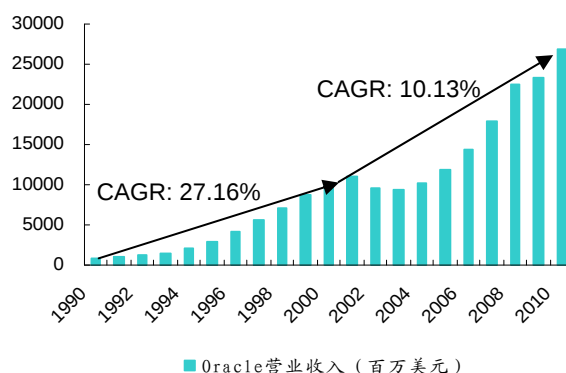
图 4：美国历年信息化投资规模（单位：亿美元）



资料来源：世界经济年鉴，长江证券研究所

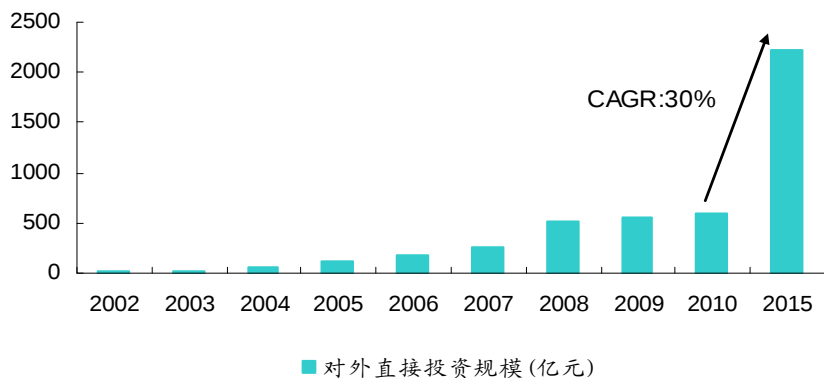
**图 5: SAP 历年营业收入 (单位: 百万美元)**


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

**图 6: Oracle 历年营业收入 (单位: 百万美元)**


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

对比美国 90 年代, 我们发现, 国内目前所面临的企业发展阶段和外部环境与之十分相似。从企业发展阶段来看, 中国近年来对外直接投资正在迅速增加, 同时由于成本压力, 更多的企业正在从东、南部发达城市向中西部转移。跨国界与跨地域经营, 同样促使中国企业对以 ERP 为主的信息化管理手段的需求快速增长。

**图 7: 中国历年对外直接投资规模 (单位: 亿美元)**


资料来源: CCID, 长江证券研究部

而从产业政策和技术发展趋势看, 新一代信息技术已被国家列为七大新兴产业之一, 将予以重点扶持。云计算等新兴信息技术的兴起, 预示着互联网时代正在向“云终端、SaaS、移动互联网”时代迈进, 企业应用信息技术的成本未来将显著下降。因此, 我们认为, 对比欧美, 中国已具备了 ERP 加速发展的先期条件, 并有望迎来数年的黄金发展期。

**表 1: 中国企业发展现阶段与美国 90 年代初比较**

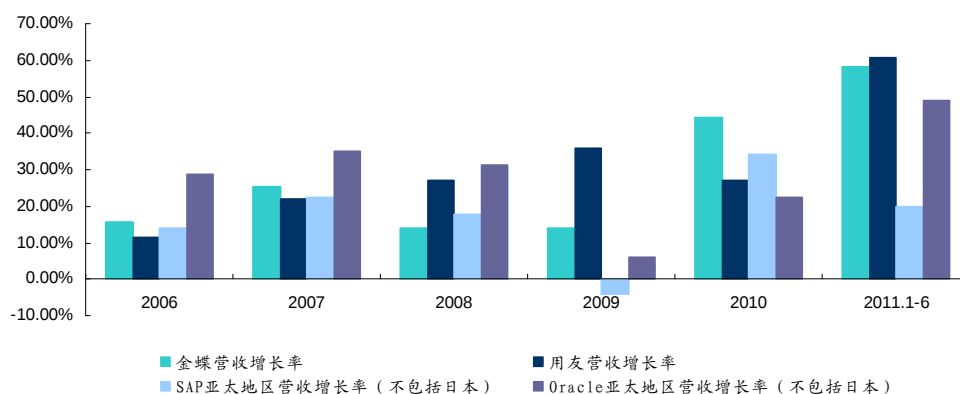
|                                               | 美国 90 年代初 | 中国现阶段                                            |
|-----------------------------------------------|-----------|--------------------------------------------------|
| 海外直接投资高速增长, 企业业务流程复杂化迫使管理模式发生变革, 对信息化管理手段需求旺盛 |           | 中国企业正经历经营全球化、区域化的加速发展期, 对以 ERP 为主的信息化管理手段需求明显增加。 |

|       |                                          |                                                        |
|-------|------------------------------------------|--------------------------------------------------------|
| 政府政策  | “信息高速公路”等相关政策相继推出                        | “十二五”规划中已明确提出通过新一代信息技术带动产业结构升级。并将新一代信息技术纳入“七大新兴”产业发展规划 |
| IT 技术 | Internet 迅速普及使企业通过 ERP 实现全球协同办公、集中管控成为可能 | 云计算等新兴 IT 技术将降低企业应用信息技术的成本。                            |

资料来源：长江证券研究部

近两年，国内主要 ERP 厂商用友、金蝶，以及国际 ERP 厂商 SAP、Oracle（亚太除日本以外地区）营收增速显著提升，充分印证了我们对国内 ERP 市场进入景气周期的判断。2011 年上半年，用友、金蝶营收分别同比增长 61% 和 58%，达到近年最高水平；SAP 中国区在 2011 第二季度也实现了 33% 的高速增长，Oracle 亚太地区 2011 财年业绩更是大幅增长 49%。

图 8：主要 ERP 厂商近年业绩增长率情况（2011.1-6 中 Oracle 为 2011 财年增长率）



资料来源：wind, 长江证券研究部

## SAP & Oracle：短期仍是高端市场主流

SAP、Oracle ERP 产品的先进性源于其在众多世界 500 强企业二十余年的应用积累。因此，我们认为，国内 ERP 厂商赶超 SAP、Oracle 依然需一段时间，未来几年，SAP、Oracle 仍可维持高端 ERP 市场的主流地位，而以 SAP、Oracle 为主的高端 ERP 实施需求也将保持旺盛。

从计世资讯的 SAP、用友 ERP 行业解决方案评分对比中，我们即可对国内外 ERP 软件的差距略见一斑。尤其在高端 ERP 软件需求较为集中的制造和能源领域，SAP 的行业解决方案评分（平均得分 4.61）要显著高于用友（平均得分 3.94）。

表 2：用友、SAP 行业解决方案的评分对比

| 大行业  | 二级行业 | 细分行业 | 用友 | SAP |
|------|------|------|----|-----|
| 金融行业 | 银行   |      | 4  | 3   |
|      | 保险   |      | 3  | 4   |
|      | 证券   |      | 4  | 3   |
|      | 其他   | 企业年金 | 4  | 2   |
| 电信行业 |      |      | 3  | 4   |
| 政府行业 |      |      | 4  | 3   |

|        |          |            |   |   |
|--------|----------|------------|---|---|
| 教育行业   | 教育       | 高等教育与研究机构  | 4 | 3 |
|        | 食品       | 食品和饮料制造    | 4 | 4 |
|        | 纺织       |            | 3 | 4 |
|        | 服装与制鞋    |            | 4 | 4 |
|        | 汽车       | 汽车配件       | 4 | 3 |
| 制造行业   |          | 汽车制造       | 3 | 5 |
|        | 飞机       |            | 3 | 5 |
|        | 化工       |            | 4 | 5 |
|        | 高科技电子    | 电子设备与计算机硬件 | 5 | 5 |
|        |          | 半导体与元器件    | 5 | 5 |
|        |          | 通信电子       | 5 | 5 |
|        | 工业机械与零部件 |            | 5 | 5 |
|        | 制药       | 制药         | 4 | 5 |
|        |          | 医疗设备/科学仪器  | 4 | 5 |
|        | 冶金       |            | 4 | 5 |
| 能源行业   | 水泥建材     |            | 4 | 4 |
|        | 烟草       |            | 3 | 4 |
|        | 石油与天然气   |            | 3 | 5 |
|        | 煤炭       |            | 4 | 5 |
| 交通运输行业 | 航空       | 航空公司与机场    | 3 | 5 |
|        |          | 飞机及零部件维修保养 | 3 | 5 |
|        | 物流       |            | 4 | 4 |
| 医疗行业   | 医院       |            | 3 | 5 |
| 流通行业   | 批发业      |            | 3 | 4 |
|        | 零售业      | 一般零售业      | 4 | 5 |
|        |          | 连锁经营类企业    | 4 | 5 |
|        | 建筑业      |            | 5 | 2 |
|        | 房地产      |            | 5 | 2 |
| 其他行业   | 专业服务     |            | 4 | 5 |
|        | 住宿餐饮     |            | 4 | 2 |
|        | 传媒业      | 广播与电视      | 4 | 2 |
|        |          | 出版社        | 4 | 2 |
|        | 军工       |            | 3 | 0 |

资料来源：计世资讯，长江证券研究部

同时，从国内大型企业的 ERP 软件选型中，也足以体现 SAP、Oracle 目前在中国高端 ERP 市场的主流地位。据不完全统计，在中国前 50 强企业中，SAP 和 Oracle 产品的应用率达到 70%。而且，根据我们草根调研了解的情况，随着企业管理模式的日趋复杂，在大型企业中仍不断出现以 SAP、Oracle 替代低端国产 ERP 软件的现象。

**表 3：SAP、Oracle 在中国 50 强企业中应用情况（不完全统计，共计 35 家）**

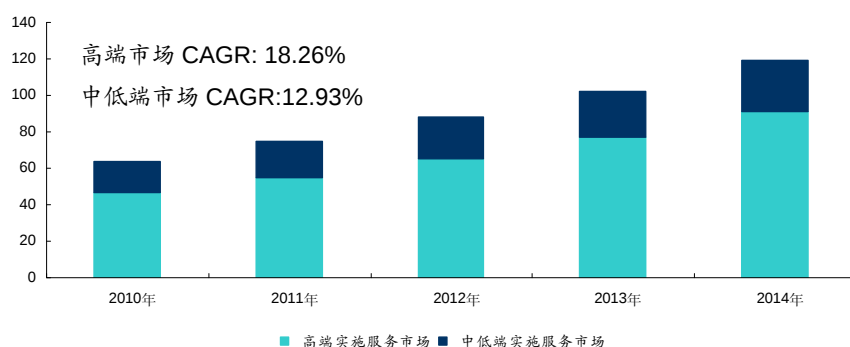
| ERP 软件供应商 | 应用企业                                                                                                                                                                                                                        |
|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| SAP       | 中国石油化工集团公司、中国石油天然气集团公司、国家电网公司、中国人寿保险（集团）公司、中国中化集团公司、宝钢集团有限公司、中国电信集团公司、中国海洋石油总公司、中国远洋运输（集团）总公司、中粮集团有限公司、中国五矿集团公司、上海汽车工业（集团）总公司、河北钢铁集团有限公司、中国第一汽车集团公司、东风汽车公司、江苏沙钢集团有限公司、首钢总公司、中国铝业公司、武汉钢铁（集团）公司、中国化工集团公司、海尔集团公司、广州汽车工业集团有限公司、 |

|        |                                                                                                                                           |
|--------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|        | 联想控股有限公司                                                                                                                                  |
|        | 中国移动通信集团公司、中国建设银行股份有限公司、中国银行股份有限公司、中国联合网络通信集团有限公司、中国中钢集团公司、中国冶金科工集团公司、中国华能集团公司、中国航空工业集团公司、中国平安保险（集团）股份有限公司、华为技术有限公司、华润（集团）有限公司、山东钢铁集团有限公司 |
| Oracle |                                                                                                                                           |

资料来源：长江证券研究部

由于以 SAP、Oracle 为主的高端 ERP 实施费用十分昂贵，因而高端 ERP 实施市场规模和增速均远胜于中低端市场。据 CCID 预计，2010-2014 年，国内高端 ERP 实施市场年均复合增长率将达到 18.26%，2014 年高端实施服务需求规模或超过 90 亿元。

图 9：国内 ERP 实施市场规模预测



资料来源：CCID，长江证券研究部

综上所述，我们认为，未来几年，随着 SAP、Oracle 的 ERP 软件销量增长，相应的实施服务需求将继续保持旺盛，汉得等 SAP、Oracle 实施服务商的业绩增长也较为确定。

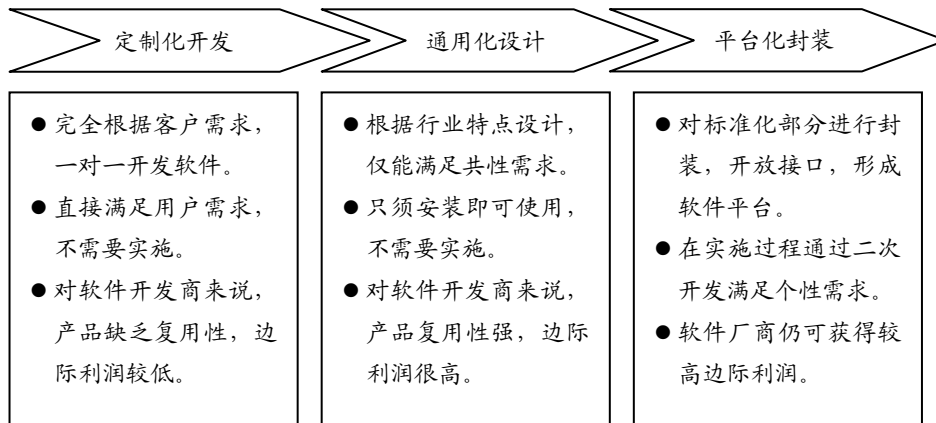
## 第三方实施，未来之路更为宽广

以 SAP、Oracle 为主的高端 ERP 实施需求将在短期内保持旺盛。而从长远来看，我们认为，第三方实施服务商的发展空间将更为广阔：首先，高端 ERP 软件的“平台化”趋势，使实施服务在产业链中不可或缺。其次，国产高端 ERP 软件日趋成熟，将扩大高端 ERP 市场需求；而国产 ERP 转向依靠第三方实施，势必推动本土实施商凭借成本优势成为实施市场主流。

## ERP “平台化”令实施服务不可或缺

ERP 软件的发展，大体上经历了定制化开发、通用化设计、平台化封装三个阶段（详见下图 10）。其中，“平台化”是指将管理模型、业务核心、系统架构等标准化程度较高的部分进行封装，并开放模块接口和开发语言平台，使用户的个性化需求：如业务流程定义、报表样式与数量、界面配置等，可通过实施过程中的二次开发满足。由此兼顾了通用化软件较高的边际利润和客户的个性化需求。

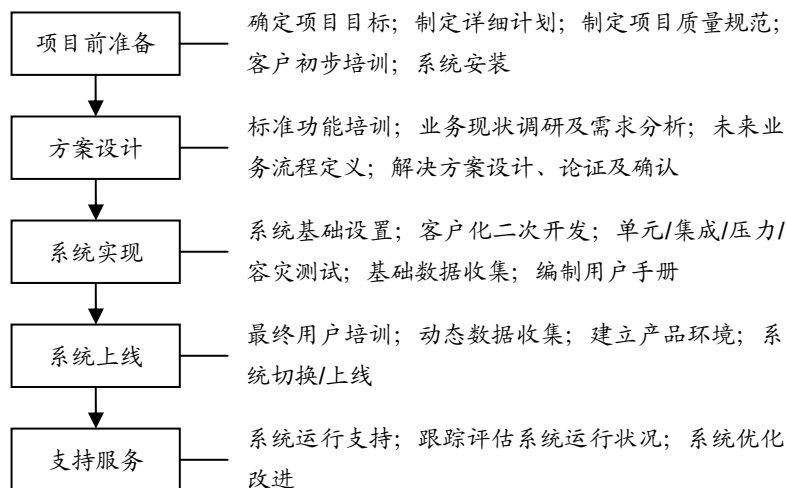
图 10: ERP 软件的演进历程



资料来源：长江证券研究部

高端 ERP 的用户大多为管理模式复杂的大型企业，需求的个性化程度较高，其实施流程一般包括：项目前期准备、方案设计、系统实现、系统上线、支持服务等。因而其项目成功与否，高度依赖于实施服务商的行业理解能力和二次开发能力，无怪乎业界有 ERP 项目“三分软件，七分实施”之说。

图 11: 高端 ERP 实施流程



资料来源：长江证券研究部

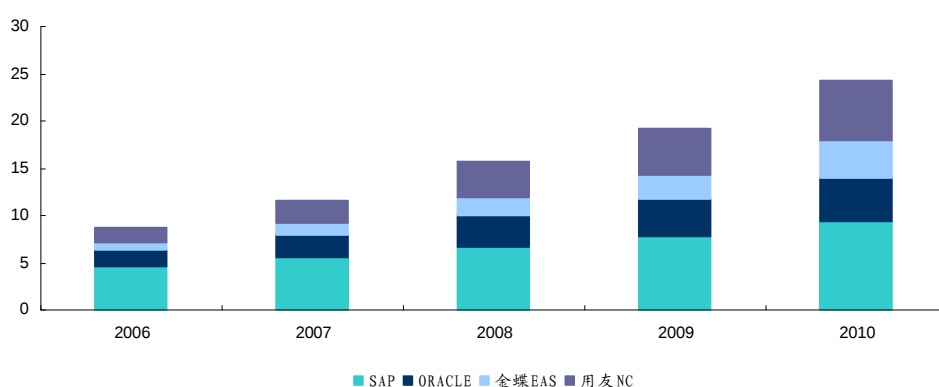
由此可见，高端 ERP 软件“平台化”，已使得实施服务商在高端 ERP 项目中的作用变得不可或缺，而企业用户需求的日趋复杂化和个性化，更凸显了实施服务商在 ERP 产业链中的价值。

## 国产 ERP 迈向高端，第三方实施空间更为广阔

目前第三方实施商主要经营 SAP、Oracle 产品的实施业务。但从长远来看，国产高端 ERP 软件日趋成熟，将为第三方实施服务商带来更为广阔的发展空间。对此，我们可从三方面加以分析：

第一，国产高端 ERP 软件逐渐走向成熟，促使国内高端 ERP 市场需求进一步释放。由于用友、金蝶、SAP、Oracle 占据了国内高端 ERP 市场绝大部分份额，而从用友 NC、金蝶 EAS 近年来销量增速均远超 SAP、Oracle，便足以可见国产 ERP 的崛起正是推动国内高端 ERP 需求增长的主要力量。

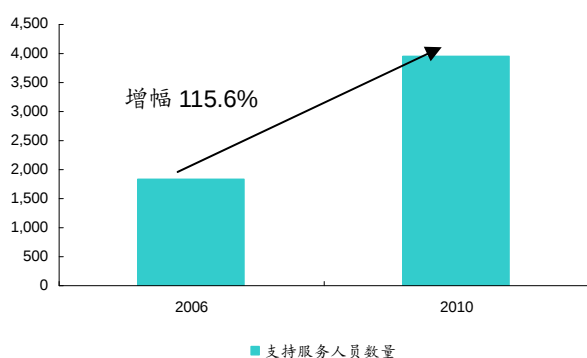
图 12：近年来国内主要高端 ERP 销量增长情况（单位：亿元）



资料来源：CCID，长江证券研究部

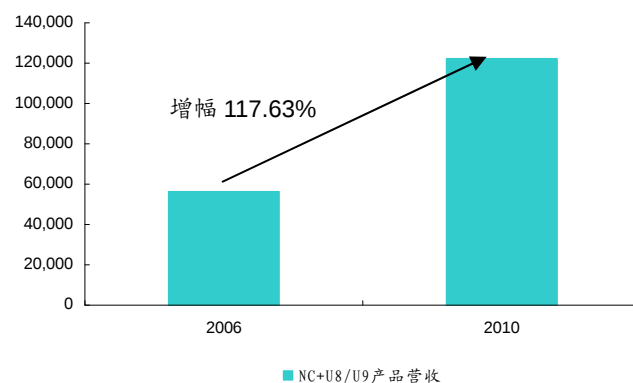
第二，随着国内 ERP 厂商高端产品销量不断增长，自身承担实施的模式将降低其盈利能力和运营效率，因而未来势必依赖于第三方实施。以用友为例，其实施顾问主要以 U8/U9 和 NC 的实施服务为主，过往五年，U8/U9/NC 销售增长与支持服务人员数量增幅几乎完全相同。由于实施服务成本主要来自人工，其利润不具有边际递增效应，用友近年来随着高端产品占比提高，毛利率已呈现逐年下降的趋势。

图 13：用友支持服务人员数量变化（单位：人）

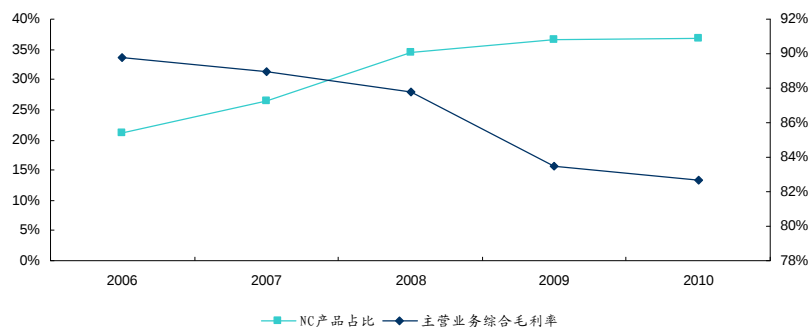


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 14：用友 NC+U8/U9 产品营收变化（单位：万元）

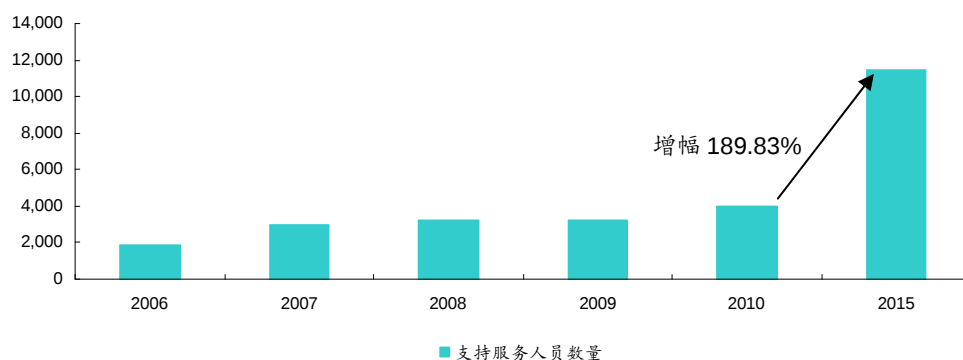


资料来源：公司公告，长江证券研究部

**图 15：用友 NC 产品占比（左轴）与主营业务毛利率（右轴）变化情况**


资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们保守假设未来五年用友 U8/U9 与 NC 产品复合年均增速分别为 15% 和 30%，则至 2015 年，支持服务人员数量可达到 11000 人，由此无疑将给企业带来较大管理难度，运营效率也将因此下降。所以，从长远来看，国产高端 ERP 依赖第三方实施服务将是必然趋势。

**图 16：用友支持服务人员数量及预测（假设 2015 年用友仍自身承担高端产品实施）**


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，在国产高端 ERP 转向依靠第三方实施服务的趋势下，若未来用友等国内 ERP 逐渐成为高端市场主流，由于其价格相比国外 ERP 明显较低，因而高端 ERP 实施价格势必随着软件价格下降而大幅回调，从而使埃森哲、IBM 等 ERP 外资实施商成本压力大增，而汉得等本土实施商将凭借成本优势将替代埃森哲、IBM 成为实施市场主流。

**表 4：SAP 与用友 ERP 典型项目价格对比**

|               |                  | 6 年系统总体   |      |                   |
|---------------|------------------|-----------|------|-------------------|
|               |                  | 营业规模 (亿元) | 员工数  | IT 人员数量 拥有成本 (万元) |
| SAP ERP 某成功案例 | 1998 年启动         | 5.6       | 900  |                   |
|               | 1999 年上线         |           |      |                   |
|               | 2002 进入稳定应用      | 8.8       | 1200 | 10                |
|               | 2004 升级 SAP 商务套件 | 18.4      | 1500 | 1636              |
| 用友 ERP 某      | 2002 年引进 U8 财务模块 |           | 200  | 1                 |
|               |                  |           |      | 955               |

|                |    |      |   |
|----------------|----|------|---|
| 2005 年扩展进销存模块  |    | 1000 | 6 |
| 2007 年扩展生产制造模块 |    | 1200 | 5 |
| 2008 年升级至 U9   | 20 | 700  | 7 |

\* 以上 SAP 系统仅为 ERP 核心部分，不含 HR，随版本升级；用友 U8/U9 包含其内部所有应用系统（ERP/HR/OA/CAD 等）

资料来源：CSDN，长江证券研究部

综上所述，在国产 ERP 迈向高端的背景下，ERP 实施市场将随之显著增长，而最为受益的则是凭借较低成本取得竞争优势的本土第三方服务商，如汉得信息等。

## 汉得信息：未来增长前景令人看好

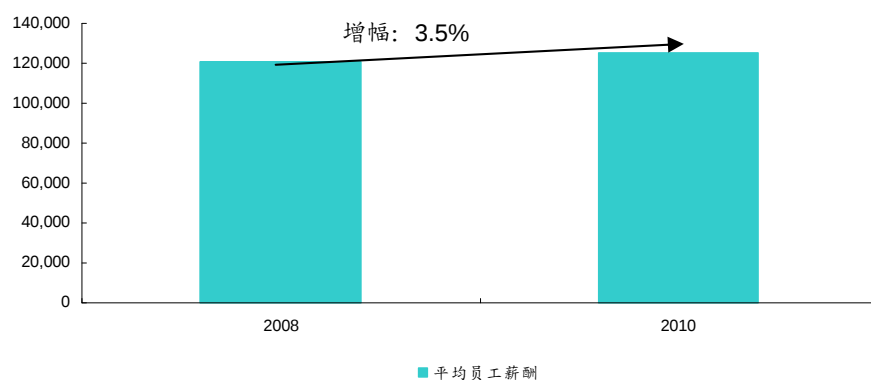
用户在选择 ERP 实施方时，考量因素主要在于实施方的报价和项目经验。以此两点来看，汉得在 ERP 实施领域竞争优势明显。此外，公司对日 ERP 软件外包业务与国内实施业务具有良好的协同性，未来或成为新的利润增长点。因此，我们十分看好公司未来的业绩增长前景。

### 凭借人力成本优势，形成价格竞争力

相比 IBM 等外资实施顾问普遍 20 万元以上年薪，汉得人均工资仅为 12 万元左右，显著的人力成本优势是公司项目报价更具竞争力的基础条件。

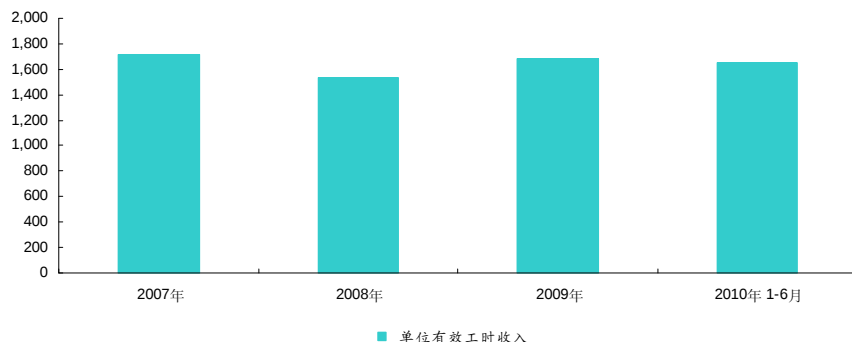
公司能够维持较低的人力成本，主要源于两方面：第一，公司仅从应届毕业生中招聘实施顾问，然后通过内部培养和项目锻炼促其快速成长，因而员工起薪相对较低。第二，公司对高级顾问实施股权激励，覆盖近 1/3 的员工。股权激励代替了大幅涨薪，不仅有效控制了人力成本的快速上升，同时也保持了高级顾问的人员稳定。08 年~10 年，公司平均员工薪酬涨幅仅为 3.5%。

图 17：08-10 年公司平均员工薪酬增幅（单位：元）



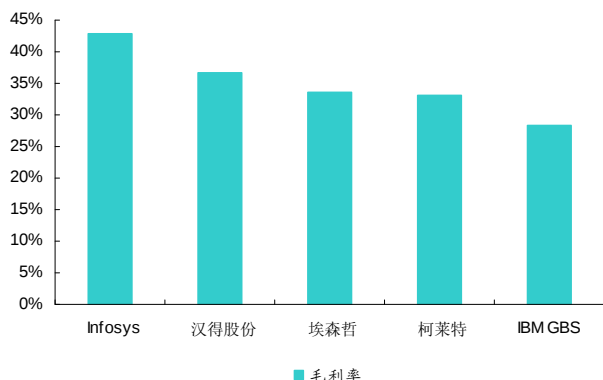
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

凭借人力成本优势，公司的项目报价十分具有竞争力。据我们草根调研了解，埃森哲实施报价一般为 4500~6000 元/人天，而公司报价通常仅为 2500 元/人天。除此之外，公司的弹性收费方式使其价格竞争力体现得更为突出：即在项目实施中，若实际耗费工时超出合同预计工时，公司往往本着让客户满意的原则，极少加收费用，因而其实际单位有效工时收费仅为 1500~1700 元/人天。

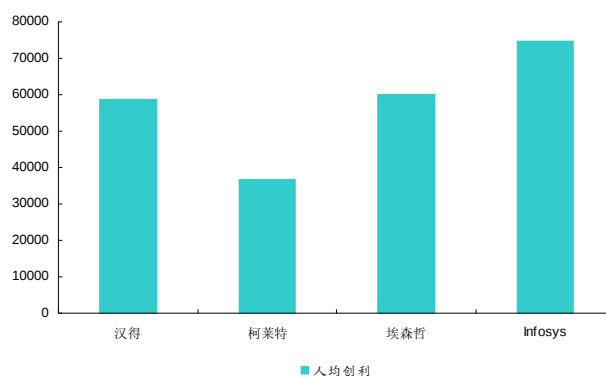
**图 18: 公司历年实际单位有效工时收费 (单位: 元/人天)**


资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

公司在维持较低项目报价的同时, 也并未丧失自身的盈利能力。从行业内企业横向对比情况来看, 汉得仍保持了较高的毛利率水平和人均创利水平。2010 年, 公司综合毛利率达到 36.6%, 在主要 ERP 实施服务商中仅次于 Infosys, 而人均创利水平也与埃森哲十分接近。

**图 19: 同类公司毛利率水平比较**


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

**图 20: 同类公司人均创利水平比较 (单位: 万元/%)**


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

## 项目经验丰富, 老客户成为业绩保障

除报价之外, 项目经验也是用户选择 ERP 实施服务商的重要考量指标。汉得多年专注于 ERP 实施服务, 积累的丰富实施经验和标杆案例已成为其另一竞争优势。同时, 老客户群为公司带来的后续订单, 成为其未来业绩稳定增长的有力保障。

公司成立至今已成功为近 500 家用户提供了 ERP 实施服务。其中包括松下、英格索兰、日立等国际著名企业, 也包括中兴通讯、中集集团等国内大型企业。

**表 5: 公司在各行业的成功案例**

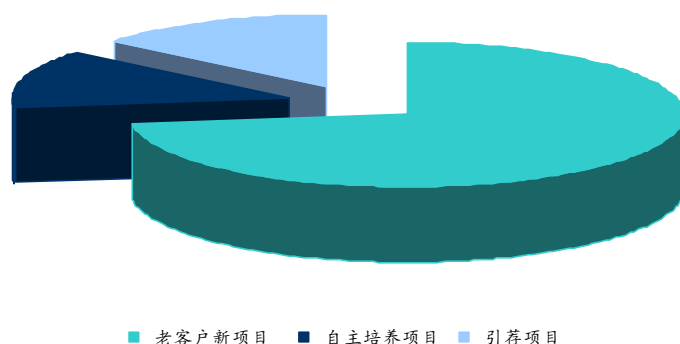
| 所属行业    | 用户企业                                                                     |
|---------|--------------------------------------------------------------------------|
| 家用电器    | 松下电器(中国)有限公司、九阳股份有限公司、青岛澳柯玛股份有限公司                                        |
| 高科技     | 深圳中兴通讯股份有限公司、山东力诺瑞特新能源有限公司、晶澳太阳能有限公司                                     |
| 机械及工业制品 | 英格索兰(中国)工业设备制造有限公司、日立电梯(中国)有限公司、上海日立电器有限公司、株洲南车时代电气股份有限公司、中国国际海运集装箱(集团)有 |

|          |                                                           |
|----------|-----------------------------------------------------------|
|          | 限公司                                                       |
| 汽摩及配件    | 五羊-本田摩托（广州）有限公司、约翰迪尔（中国）投资有限公司、佳通轮胎股份有限公司、旭硝子汽车玻璃（中国）有限公司 |
| 金属冶炼及加工  | 美国铝业公司、瑞典 SAPA 铝业集团                                       |
| 医药/化工/农药 | 北京医药集团有限责任公司、河北威远生物化工股份有限公司                               |
| 快速消费品    | 光明乳业股份有限公司、青岛啤酒股份有限公司、新疆麦趣尔集团有限责任公司、维达纸业（广东）有限公司          |
| 贸易/物流/分销 | 中国中纺集团公司、中国中钢股份有限公司、永恩投资（集团）有限公司                          |
| 网络媒体     | 北京新浪信息技术有限公司、腾讯科技（深圳）有限公司、阿里巴巴（中国）网络技术有限公司                |
| 金融/保险/电讯 | 中国太平保险集团公司、广东发展银行股份有限公司、中国移动通信集团广东有限公司                    |

资料来源：公司资料，长江证券研究部

众多的项目案例不仅印证了汉得强大的 ERP 实施服务能力，使其在市场招标中更具优势。同时，原有客户出于降低沟通成本和实施风险的考虑，后续项目一般仍会选择原有实施方。近年来，公司 70% 左右的项目均来自于老客户，而这无疑为公司业绩的稳定增长奠定基础。

图 21：公司项目订单来源分布

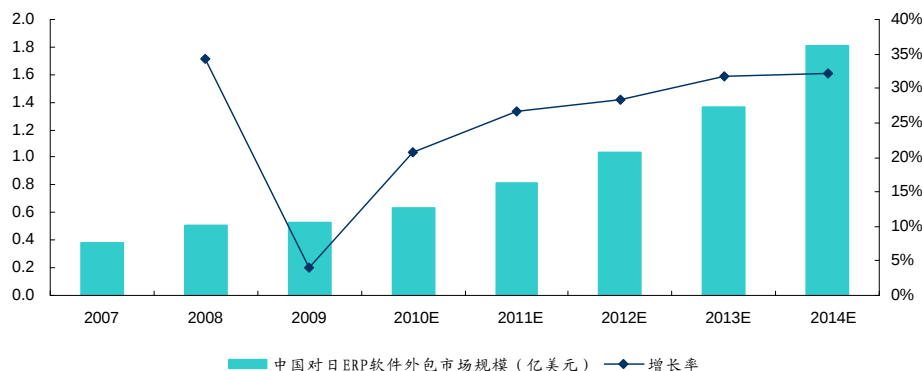


资料来源：公司公告，长江证券研究部

## 以国内实施业务为依托，对日外包前景广阔

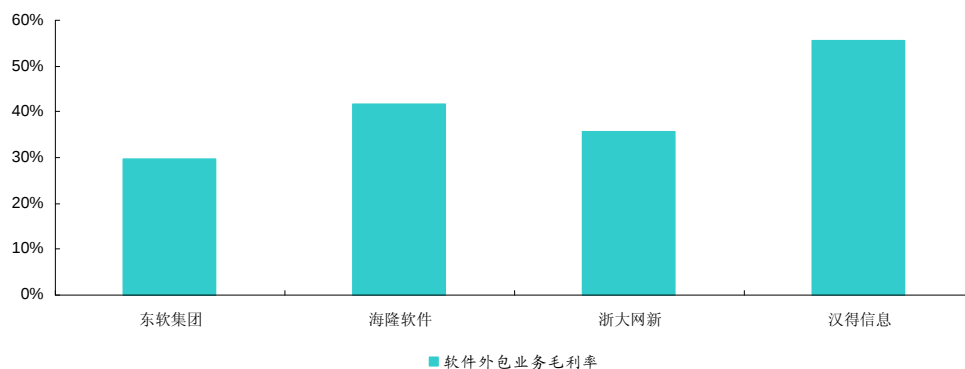
对日 ERP 软件外包，即日本企业在 ERP 实施中，将二次开发和维护服务等工作外包中国企业完成。公司依托 ERP 实施服务经验与研发资源，承接对日 ERP 软件外包，从今年上半年情况来看，收入增长十分迅猛，未来或可成为新的业绩增长点。

从市场规模来看，由于 ERP 二次开发是基于成熟的 ERP 系统，接包方和发包方面对的产品、框架和规范均相同，相比常规软件外包，大大减少了外包过程中的沟通成本，因而其市场需求将增长较快。据 CCID 预测，2011~2014 年对日 ERP 软件外包市场年均增速将在 30% 左右，2014 年市场规模将达到 1.81 亿美元，潜力十分巨大。

**图 22：中国对日 ERP 软件外包市场规模（单位：亿美元）**


资料来源：公司公告，长江证券研究部

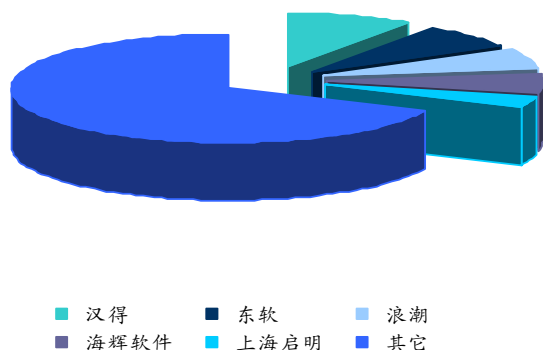
从对日 ERP 软件外包的利润空间来看，由于相比其他常规软件外包项目，ERP 软件外包难度更高，国内有能力承担该项业务的企业较少，市场竞争压力较小，因而利润空间更大。这一点从公司与东软集团、海隆软件、浙大网新等传统外包企业的毛利率对比中便可略见一斑。

**图 23：主要软件外包企业软件外包业务毛利率（单位：亿美元）**


资料来源：公司公告，长江证券研究部

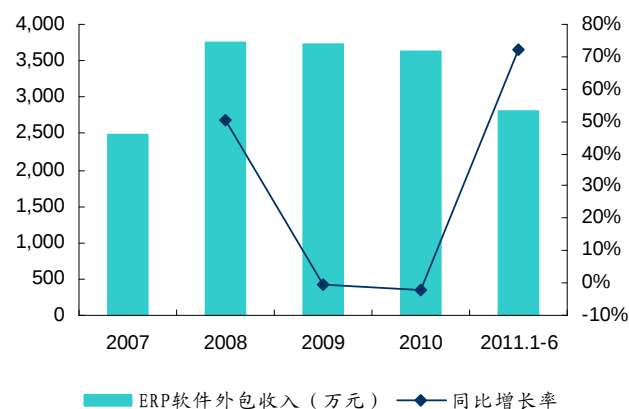
依托 ERP 实施业务的丰富经验与研发资源，公司 ERP 软件外包业务在日本客户中已取得了良好的口碑，09 年市场占有率位列第一，日立集团下属多家公司，以及富士通株式会社、富士施乐株式会社等均已成为公司的发包方。尽管 09、10 年受金融危机影响，对日外包业务发展缓慢，但 11 年上半年已出现明显加速回升趋势，同比增速达 72%。我们认为，公司对日 ERP 软件外包与其实施服务业务具有很好的协同性，随着市场规模的扩大，未来或成为公司新的业绩增长点。

图 24：国内对日 ERP 软件外包市场份额分布



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 25：公司对日 ERP 软件外包收入（单位：万元）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

## 风险分析

我们认为公司的风险主要来自两方面：一是国内 ERP 市场增速低于预期。二是日本经济持续低迷，导致公司对日外包业务增长低于预期。

## 盈利预测与估值

根据上文分析，我们认为汉得将受益于国内高端 ERP 市场的快速发展，并凭借其自身的竞争优势获得高速增长。各产品收入及增速假设如表 6 所示：

表 6：汉得信息各产品收入假设（万元）

|               | 2010A     | 2011E     | 2012E     | 2013E     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| ERP 软件销售收入    | 5,417.44  | 7,584.42  | 10,618.18 | 14,865.46 |
| 增长率           | 21.34%    | 40%       | 40%       | 40%       |
| SAP 实施服务收入    | 6,687.17  | 9,027.68  | 12,187.37 | 16,452.95 |
| 增长率           | 16.42%    | 35%       | 35%       | 35%       |
| Oracle 实施服务收入 | 15,773.78 | 22,083.29 | 30,916.61 | 43,283.25 |
| 增长率           | 15.06%    | 40%       | 40%       | 40%       |
| MAS 实施服务收入    | 1,523.80  | 1,828.56  | 2,285.70  | 2,971.41  |
| 增长率           | 22.75%    | 20.00%    | 25.00%    | 30.00%    |
| ERP 软件外包      | 3,639.46  | 5,823.14  | 8,734.70  | 13,102.06 |
| 增长率           | -2.42%    | 60.00%    | 50.00%    | 50.00%    |
| 客户支持服务        | 3,025.37  | 4,084.25  | 5,717.95  | 8,576.92  |
| 增长率           | 29.51%    | 35.00%    | 40.00%    | 50.00%    |

我们预计公司 2011、2012、2013 年 EPS 分别为 0.57、0.83、1.17 元，公司业绩增长较快，目前股价对应 2011、2012、2013 年 PE 分别为 32.28、22.11、15.61 倍。由于公司未来发展前景十分看好，我们给予其“推荐”评级。

## 公司财务报表及指标预测

### 利润表 (百万元)

|               | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入          | 361   | 505   | 705   | 994   |
| 营业成本          | 229   | 319   | 442   | 612   |
| 毛利            | 132   | 186   | 264   | 381   |
| % 营业收入        | 36.7% | 36.8% | 37.4% | 38.4% |
| 营业税金及附加       | 13    | 18    | 26    | 36    |
| % 营业收入        | 3.6%  | 3.6%  | 3.6%  | 3.6%  |
| 销售费用          | 24    | 35    | 49    | 65    |
| % 营业收入        | 6.7%  | 7.0%  | 7.0%  | 6.5%  |
| 管理费用          | 42    | 56    | 74    | 104   |
| % 营业收入        | 11.5% | 11.0% | 10.5% | 10.5% |
| 财务费用          | -4    | -12   | -19   | -20   |
| % 营业收入        | -1.0% | -2.4% | -2.7% | -2.0% |
| 资产减值损失        | 4     | 5     | 6     | 9     |
| 公允价值变动收益      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润          | 53    | 83    | 128   | 187   |
| % 营业收入        | 14.8% | 16.5% | 18.1% | 18.8% |
| 营业外收支         | 15    | 17    | 19    | 20    |
| 利润总额          | 69    | 100   | 146   | 207   |
| % 营业收入        | 19.1% | 19.8% | 20.7% | 20.9% |
| 所得税费用         | 6     | 8     | 12    | 17    |
| 净利润           | 63    | 92    | 134   | 190   |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 63.3  | 91.8  | 134.0 | 189.8 |
| 少数股东损益        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| EPS (元/股)     | 0.39  | 0.57  | 0.83  | 1.17  |

### 现金流量表 (百万元)

|             | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流净额   | 34    | 67    | 122   | 185   |
| 取得投资收益收回现金  | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期股权投资      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产投资      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产投资      | -6    | -205  | -157  | -110  |
| 其他          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金流净额   | -6    | -205  | -157  | -110  |
| 债券融资        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股权融资        | 0     | 760   | 0     | 0     |
| 银行贷款增加 (减少) | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 筹资成本        | 0     | -2    | -1    | -9    |
| 其他          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流净额   | 0     | 758   | -1    | -9    |
| 现金净流量       | 28    | 620   | -36   | 66    |

资料来源: 长江证券研究所

### 资产负债表 (百万元)

|             | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金        | 172   | 791   | 756   | 822   |
| 交易性金融资产     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款        | 80    | 121   | 169   | 238   |
| 存货          | 1     | 2     | 2     | 3     |
| 预付账款        | 5     | 6     | 9     | 12    |
| 其他流动资产      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 流动资产合计      | 261   | 926   | 943   | 1086  |
| 可供出售金融资产    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 持有至到期投资     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期股权投资      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资性房地产      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产合计      | 4     | 197   | 320   | 374   |
| 无形资产        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 商誉          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 递延所得税资产     | 1     | 0     | 1     | 1     |
| 其他非流动资产     | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 资产总计        | 270   | 1128  | 1268  | 1466  |
| 短期贷款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付款项        | 4     | 5     | 7     | 10    |
| 预收账款        | 5     | 7     | 10    | 14    |
| 应付职工薪酬      | 31    | 44    | 60    | 84    |
| 应交税费        | 3     | 5     | 7     | 10    |
| 其他流动负债      | 5     | 7     | 10    | 13    |
| 流动负债合计      | 48    | 68    | 94    | 131   |
| 长期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付债券        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 递延所得税负债     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 负债合计        | 48    | 68    | 94    | 131   |
| 归属于母公司所有者权益 | 222   | 1106  | 1220  | 1381  |
| 少数股东权益      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股东权益        | 222   | 1106  | 1220  | 1381  |
| 负债及股东权益     | 270   | 1174  | 1314  | 1512  |
| <b>基本指标</b> |       |       |       |       |
| EPS         | 0.391 | 0.567 | 0.827 | 1.171 |
| BVPS        | 2.59  | 12.90 | 14.23 | 16.11 |
| PE          | 46.83 | 32.28 | 22.11 | 15.61 |
| PEG         | 1.06  | 0.73  | 0.50  | 0.35  |
| PB          | 7.05  | 1.42  | 1.29  | 1.13  |
| EV/EBITDA   | 53.42 | 26.05 | 15.47 | 9.64  |
| ROE         | 28.5% | 8.3%  | 11.0% | 13.7% |

## 分析师介绍

马先文，华中科技大学财务金融硕士，武汉理工大学计算机科学学士，从事计算机行业研究。

黄焜，华中科技大学管理科学与工程专业博士，南京航空航天大学信息工程学士，从事计算机行业研究。

## 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工      | 电话              | E-mail                             |
|-----|---------|-----------------|------------------------------------|
| 伍朝晖 | 副主管     | (8621) 68752398 | 13564079561 wuzh@cjsc.com.cn       |
| 甘 露 | 华东区总经理  | (8621) 68751916 | 13701696936 ganlu@cjsc.com.cn      |
| 鞠 雷 | 华南区总经理  | (8621) 68751863 | 13817196202 julei@cjsc.com.cn      |
| 程 杨 | 华北区总经理  | (8621) 68753198 | 13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn |
| 李劲雪 | 上海私募总经理 | (8621) 68751926 | 13818973382 lijx@cjsc.com.cn       |
| 张 晖 | 深圳私募总经理 | (0755) 82766999 | 13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn  |

## 投资评级说明

|      |                                                                                                                                                                                                                     |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>看淡： 相对表现弱于市场                                                                                                          |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间<br>中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于-5%<br>无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。