

买入 首次

汉得信息 (300170)

2011 年 4 月 15 日

今后三年持续快速成长可期

计算机与通信行业首席分析师：陈美凤
SAC 执业证书编号：S0850209080672

chenmf@htsec.com
021-23219409

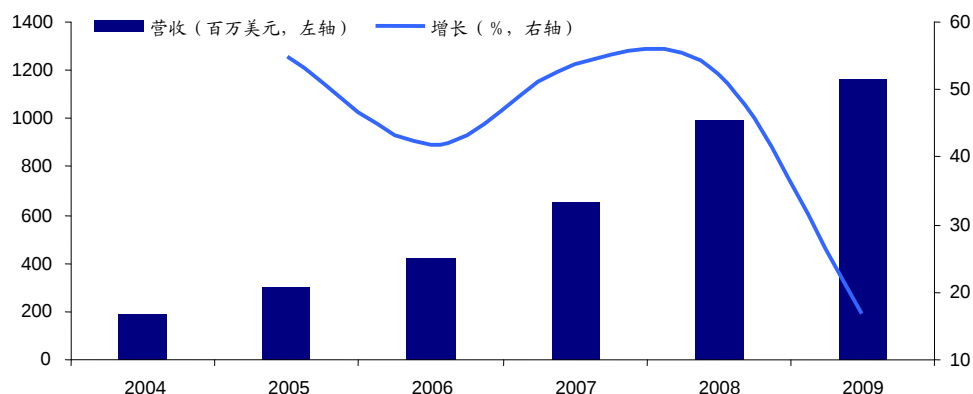
联系人：蒋科
jiangk@htsec.com
021-23219474

4 月 14 日收盘价：26.03 元 六个月目标价：35.00 元

咨询与实施服务：市场潜力大的高端服务。汉得信息目前主要从事 Oracle 和 SAP ERP 软件的咨询和实施服务。我们理解目前市场对 ERP 咨询和实施行业的认识主要有两点：其一，ERP 实施依赖于 ERP 软件厂商。一旦 ERP 软件厂商自身业务欠佳或者倾向于自己提供实施服务，则 ERP 实施服务商的成长将面临困境。因此，市场会担心 ERP 咨询与实施行业的长期前景；其二，不同于软件产品，咨询与实施服务的规模与人力资源的规模呈线性关系，而市场往往将纯粹由人员规模驱动的行业归于低端。

我们认为咨询与实施服务行业是可持续成长并有巨大市场潜力的高端服务市场。首先，咨询和实施服务通常需要对客户的业务流程有深刻的理解，并能对业务流程的改进提出建议。因此，咨询和实施顾问的素质要求较高，从新进入行业到能独立承担咨询和实施服务通常需要三到五年时间。高端的管理咨询服务更是需要对客户的战略发展和组织结构等提出建议，对人员素质的要求也更高。咨询和实施服务的人月报价可以超过 5 万，而人均年营收贡献一般超过 30 万，远高于同样依赖于人员扩张的软件外包业务。全球 IT 服务巨擘 IBM 和 Accenture 等公司相当部分营收来自于咨询与实施服务，而印度 IT 服务巨头 Infosys 公司将咨询与实施服务视为高端服务，并将其作为业务升级的方向；其次，咨询和实施服务拥有巨大的市场潜力。以 Infosys 为例，2004~2009 财年，其咨询与实施服务营收 CAGR 达 43%，2009 财年营收规模达到 11.6 亿美元。4Q2010，咨询与实施服务已经占到 Infosys 公司营收的 26%，其中 24% 来自实施服务。关于咨询与实施服务模式的可持续性，我们认为全球以 ERP 为主的套装管理软件生态链形成已久，咨询和实施服务已经成为生态链中不可或缺的一环。

图 1 Infosys 各财年咨询与实施服务营收 (2004-2009)



资料来源：Infosys；海通证券研究所

国内 ERP 实施服务行业有稳健增长潜力。我们认为国内 ERP 实施服务市场今后数年有望保持两位数的增长。首先，人力成本上升驱动 ERP 软件需求。随着人力成本的快速上涨和人力资源供应趋于紧张，中国的人口红利正在逐步消失。因此，效率的提升对于中国企业将变得越来越重要，而 ERP 为客户创造的主要价值是提高生产以及管理效率。尽管缺乏数

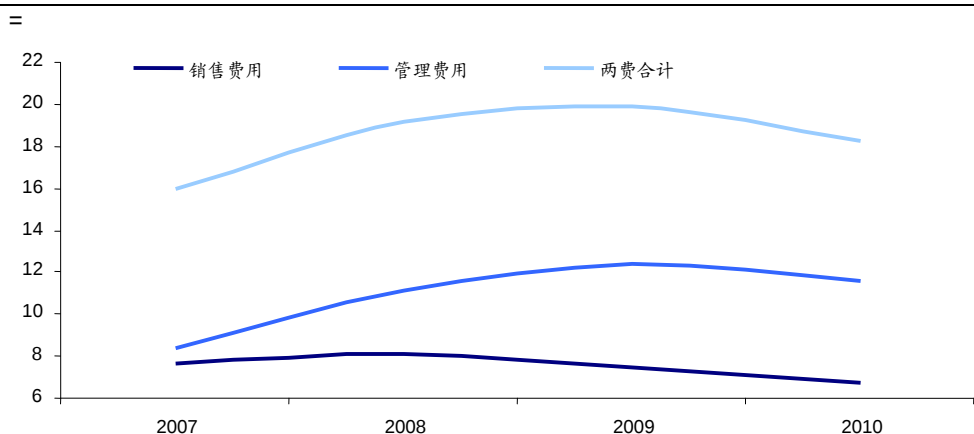
量证据，我们认为未来数年国内 ERP 市场将在企业对效率的追逐中实现持续稳健的增长；其次，上市潮驱动信息化需求。自 2009 年 IPO 重启和创业板设立以来，许多企业通过 IPO 获得大量超募资金，而 ERP 是较好的超募资金投向。因此，有很多企业将超募资金投向以 ERP 为主的信息化建设，如雅化集团、梦洁家纺、宝德股份和红日药业等公司均将部分超募资金投入 ERP 建设。此外，一些拟上市公司通过采用 ERP 系统来规范企业业务流程和管理，以期能够更加顺利的过会；最后，短期来看，SAP 和 Oracle 的软件授权增长预示实施服务将有较高增速。由于软件授权的收入确认通常早于实施服务，软件授权增长情况对实施服务增长有一定预测功能。3Q2011（2010 年 11 月至 2011 年 2 月），Oracle 公司亚太区企业应用软件全新授权收入同比增长 45%到 8700 万美元；2010 年，SAP（北京）软件系统公司收入同比增长约 21%至 2.35 亿欧元。鉴于目前国内较为高端的 ERP 实施服务主要是基于 Oracle 和 SAP 这两家公司的软件产品，我们判断国内 ERP 实施服务市场短期内将有较高增速。

公司业务快速成长可期。汉得信息目前主要提供 SAP 和 Oracle ERP 软件咨询和实施服务，我们判断其单个客户合同金额以 300~500 万为主，而 IBM、Accenture 和 SAP 以及 Oracle 自身的咨询与实施部门单个客户金额通常超过 1000 万。我们认为公司今后三年业务将快速成长，主要由以下因素驱动：

- ✓ IPO 助力公司成长。上市后公司品牌得到提升，有助于其市场拓展；上市后可以实施股权激励，这对于人力密集型的咨询与实施行业尤为重要；超募资金较多，并购能力增强。
- ✓ 细分行业拓展。ERP 咨询和实施的核心是对客户所处行业以及客户特定业务流程的理解。由于实施经验的不同，通常各个实施服务公司均有各自优势的细分行业。目前，机械制造和电子电器两个细分行业在公司实施服务营收中占比较大，然而，在公司客户所处的近 20 个细分行业中，营收超过 5000 万的目前估计只有一个细分行业。今年以来，公司针对一些细分行业专门设立了事业部。我们认为在设立事业部后，细分行业的资源投入将得到明显加强，可以期待更多营收超过 5000 万的细分行业出现。
- ✓ 中小企业为主的客户结构面临更佳成长机遇。相对于 IBM 和 Accenture 等公司服务的客户而言，公司的客户以中小企业（年收入低于 10 亿美元）为主。由于中小企业的 ERP 渗透率相对较低，中小企业 ERP 市场的预期成长率更高。
- ✓ 并购弥补弱势。我们相信今年几年公司会通过并购来增强某些产品线（如 Hyperion）或者某些细分行业（如金融行业）的咨询与实施服务能力，从而加速公司部分业务的成长。

应届生比重上升抵御薪资上涨压力。公司主营成本主要是员工薪酬，员工薪酬的快速上涨势必带来较大的成本上升压力。同时，公司项目通常按人头报价且较为稳定，较难持续提升。因此，市场较为担心公司毛利率会否持续下行。我们认为在营收较快增长时期，人力成本上升可以得到明显的缓解。首先，公司目前招聘以应届生为主，而应届生人力成本相对较低。在营收较快扩张的时期，应届生比重持续上升将明显拉低平均薪酬增速；其次，以 2010 年底员工数计算，公司 2010 年平均薪酬约为 12 万，相对于软件行业平均水平而言并不算低，其面临的涨薪压力相对要小一些。

图 2 汉得信息历年期间费用率（2007~2010）



资料来源：公司资料；海通证券研究所

营收增长对期间费用依赖度低。公司 70%的营收来自老客户，因此，公司业务成长对于渠道扩张和销售费用扩张的依赖度相对较低。近三年来，公司销售费用率呈下降趋势。我们相信随着公司营收增速的提升，公司销售费用率将继续逐年下降的趋势。不同于软件产品企业，咨询和实施服务公司业务的成长并不主要由研发投入驱动。尽管近几年管理费用率并无明显趋势，我们判断营收增速的提升以及公司严格的费用控制将使今后几年管理费用率趋于下降。

营业外收入有持续增长潜力。2010 年，公司营业外收入超过 1500 万，占公司利润总额比重约 22%。市场难免担心营业外收入的可持续性。在公司 2010 年的营业外收入中，近 1300 万是青浦区财政补贴。该补贴实际上是公司营业税、公司所得税和个人所得税的返还，每年与公司主营成长高度相关。因此，我们认为公司营业外收入将随营业收入持续增长。

营业税减免或有惊喜。公司 2010 年营业收入中超过 70%为营业税计税依据，其 2010 年实际缴纳的营业税（扣除返还）估计近 600 万。若能够完全享受新 18 号文中营业税减免的优惠政策，公司净利润率将因此提高约 1.5 个百分点。

首次给予“买入”评级。我们预测公司 2011~2013 年 EPS 分别为 0.86、1.21 元和 1.67 元。我们认为 ERP 咨询与实施服务市场是高端且潜力巨大的市场。从五年的区间看，公司具备成为百亿市值公司的潜力。尽管公司的业务模式决定了其业绩很难有爆发式增长，考虑到公司未来两年预期盈利增速均在 40%左右，我们首次给予公司股票“买入”的投资评级，六个月目标价为 35 元，对应约 40 倍的 2011 年市盈率。公司股票可能的股价催化剂包括股权激励预期，定期报表验证高速增长以及可能的资产并购。

主要不确定性。人力成本上升幅度可能超出预期；IBM 和 Accenture 可能会加大中小企业市场的开拓力度，从而带来较大竞争压力。

表 1 汉得信息销售收入和毛利率主要假设

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售额（万元）					
ERP 服务	26761	30650	40467	53783	71485
实施	20695	23985	32379	43065	57276
软件外包	3730	3639	4003	5204	6766
客户支持	2336	3025	4084	5514	7444
ERP 软件销售	4465	5417	7043	9155	11902
+/-（%）					
ERP 服务	12.4	14.5	32.0	32.9	32.9
实施	13.3	15.9	35.0	33.0	33.0
软件外包	50.4	-2.4	10.0	30.0	30.0
客户支持	15.9	29.5	35.0	35.0	35.0
ERP 软件销售	93.0	21.3	30.0	30.0	30.0
毛利率（%）					
ERP 服务	42.0	41.4	41.6	41.5	41.5
实施	37.5	38.0	38.5	38.5	38.5
软件外包	57.7	55.6	55.6	55.6	55.6
客户支持	56.4	51.3	51.8	51.8	51.8
ERP 软件销售	9.7	9.5	9.5	9.5	9.5

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 2 汉得信息利润表预测（万元）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	31237	36111	47565	63010	83477
YoY(%)	13.00	15.60	31.72	32.47	32.48
减：营业成本	19557	22869	30040	39747	52598
毛利	11681	13242	17525	23263	30880
毛利率（%）	37.39	36.67	36.84	36.92	36.99
主营业务税金及附加	1073	1313	1730	2292	3036
营业费用（销售费用）	2335	2435	2678	3016	3596
营业费用/收入（%）	7.5	6.7	5.6	4.8	4.3
管理费用	3887	4164	4789	5710	6808
管理费用/收入（%）	12.4	11.5	10.1	9.1	8.2
财务费用	-44	-365	-1200	-1200	-1200
资产减值损失	230	330	330	330	330
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	4200	5365	9198	13116	18311
营业外收入	891	1545	1715	2206	2856
减：营业外支出	5	6	6	6	6
利润总额	5086	6904	10908	15316	21160
减：所得税	405	577	919	1311	1830
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	4681	6328	9989	14005	19330
EPS（元）	0.40	0.55	0.86	1.21	1.67

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈美凤：计算机与通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国联通、中兴通讯、东软集团、航天信息、用友软件、远光软件、华胜天成、宝信软件、石基信息、长城电脑、长城开发

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。