

## 计算机

署名人: 崔莹

S0960511060001

021-52288047

[cuiying@cjis.cn](mailto:cuiying@cjis.cn)

6-12 个月目标价: 26.70 元

当前股价: 18.10 元

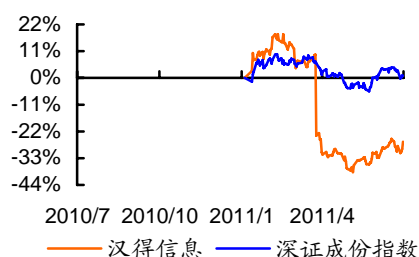
评级调整: 维持

## 基本资料

|           |          |
|-----------|----------|
| 深证成份指数    | 11990.43 |
| 总股本(百万)   | 162      |
| 流通股本(百万)  | 42       |
| 流通市值(亿)   | 8        |
| 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   | 10.30 | 8.25  | 0.00 |
| 深证成份指数 | 0.65  | -2.62 | 0.81 |



## 相关报告

《汉得信息-限制性股票激励计划(草案修订稿)》出台, 建议积极配置》2011-7-24

《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

## 业绩略超预期, 建议积极配置

公司发布中报, 上半年实现营业收入 2.29 亿元, 同比增长 36.6%; 实现净利润 0.40 亿元, 同比增长 54.3%。

### 投资要点:

- **业绩略超预期:** 公司上半年净利润增长 54.3%, 略超此前业绩预告的上限(46.25%至 53.95%), 其中收入同比增长 36.6%, 利润超过收入主要是销售费用同比仅增长 11.7%, 以及财务费用减少 850 万元。
- **上半年 ERP 服务收入重回高速增长轨道:** 其中 ERP 实施服务实现收入 15043 万元, 同比增长 34.7%, 印证了我们之前的判断, 高端 ERP 市场需求良好, 带动 ERP 实施服务需求强劲增长; ERP 软件外包实现收入 2819 万元, 同比增长 72.2%, 主要是受益于日本 ERP 软件市场的复苏, 报表附注中显示公司来源于日本的收入 1272 万元, 同比增长 153.7%; 客户支持服务实现收入 1886 万元, 同比增长 56.0%, 主要是 ERP 系统运维服务与客户支持收入稳健增长。
- 过去两年公司 ERP 服务增速不快, 我们判断主要原因是公司在金融危机后人员投入略显保守, 错失了市场扩张的机会, 上市后公司也意识到了这一问题, 据了解, 公司上半年应届生招聘需求 480 人, 以 ERP 业务顾问与技术顾问为主, 即使考虑到一定的人员流失率, 我们判断公司上半年 ERP 服务人员增幅在 30% 左右, 由于新员工从入职到贡献收入时间相对较短, 我们看好公司在新一轮 ERP 扩张周期的成长。
- **社保改革对公司业绩影响有限:** 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, 市场担心公司人力成本大幅增加, 据了解若社保改革执行将对上海很多上市公司产生影响, 同时公司也在积极应对这一问题, 我们判断社保改革对于公司业绩影响有限。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.60, 0.89 和 1.21 元, 前次(0.62, 0.88 和 1.18 元), 目标价 26.7 元, 维持推荐的评级。

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   | 501   | 678   | 914   |
| 同比(%)         | 16%   | 39%   | 35%   | 35%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 63    | 97    | 144   | 195   |
| 同比(%)         | 37%   | 53%   | 48%   | 36%   |
| 毛利率(%)        | 36.7% | 35.5% | 35.9% | 36.2% |
| ROE(%)        | 28.5% | 9.4%  | 12.3% | 14.3% |
| 每股收益(元)       | 0.39  | 0.60  | 0.89  | 1.21  |
| P/E           | 46.34 | 30.28 | 20.40 | 15.01 |
| P/B           | 13.19 | 2.86  | 2.50  | 2.15  |
| EV/EBITDA     | 52    | 33    | 21    | 15    |

资料来源: 中投证券研究所

## 一、过去两年 ERP 服务收入的增长不够快？

09、10 年公司 ERP 服务收入（实施+外包+客户支持）增速分别为 13.3% 和 15.9%，我们判断主要原因是公司在金融危机后人员投入略显保守，错失了市场扩张的机会。数据显示柯莱特（纳斯达克上市）ERP 服务 10 年增速超过 50%，也说明了 ERP 服务市场已从金融危机中复苏。

图 1：汉得 ERP 服务收入（单位：百万元）

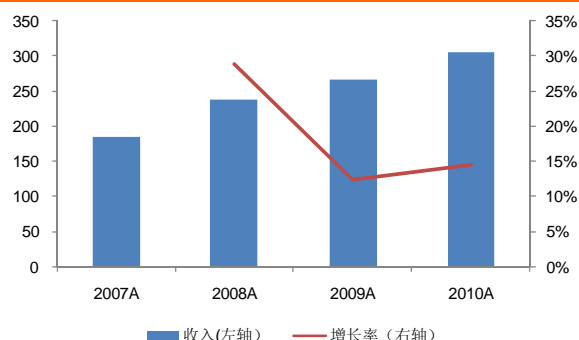
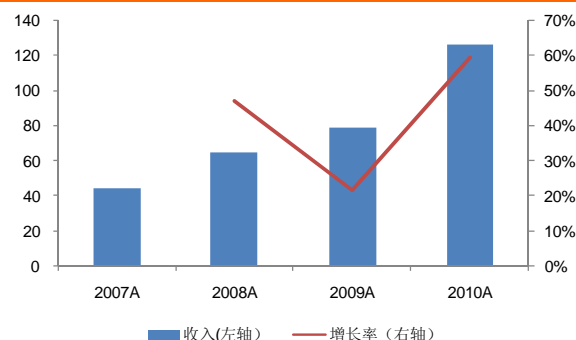


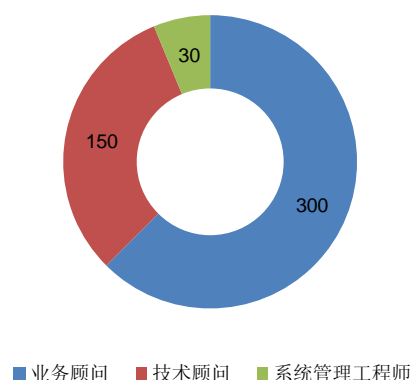
图 2：柯莱特 ERP 服务收入（单位：百万美元）



资料来源：Bloomberg，中投证券研究所

上市后公司也意识到了这一问题，据了解，公司上半年应届生招聘需求 480 人<sup>1</sup>，以 ERP 业务顾问与技术顾问为主，即使考虑到一定的人员流失率，我们判断公司上半年 ERP 服务人员增幅在 30% 左右。

图 3：公司上半年应届生招聘结构



资料来源：公司资料，中投证券研究所

公司应届毕业生的培养计划在 5 个月左右，通常从第 3 个月开始就进入项目实践，由于 ERP 服务通常按照人头计费（不同级别顾问价格不同），实际上从进入项目开始新员工就已经能够贡献收入，因此新员工从入职到贡献收入时间相对较短，我们看好公司在新一轮 ERP 扩张周期的成长。

<sup>1</sup> 在发给应届生的 offer 中，有一定比例的 offer 会被拒掉

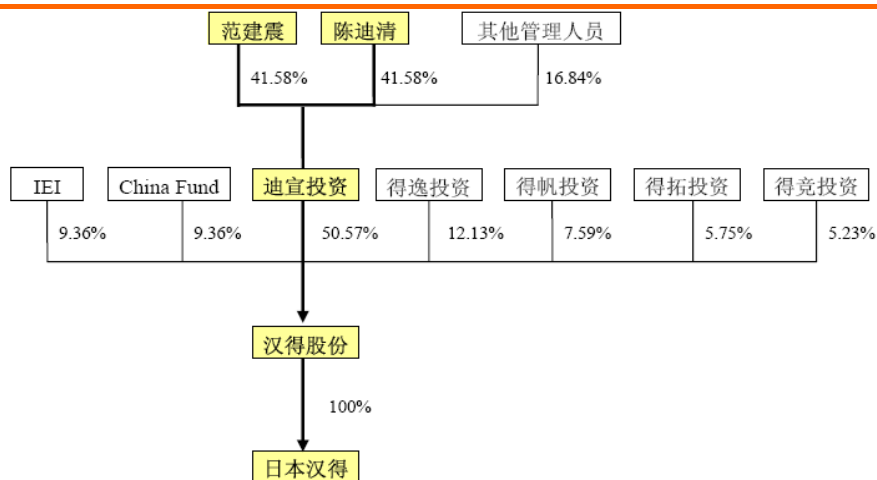
## 二、限制性股票激励以后公司的业绩缺乏弹性？

公司限制性股票激励计划解锁条件是以 10 年业绩为基期，11、12 和 13 年净利润增长率分别为 35%、82%和 146%，市场可能担心公司激励计划出台以后，业绩缺乏弹性。

一方面，我们认为限制性股票激励计划的业绩考核是**解锁条件，达成该条件对于以人为核心竞争力的软件服务公司而言意义重大**，目前公司股价对应 11 年 PE 约 30 倍，假设维持该 PE 不变，长期持有(2 年)获得的收益将超过 80%，从印度几家软件服务龙头企业的经验来看，投资软件服务企业的收益主要来源于“EPS”而非“PE”，长期持有优秀的软件服务企业都给投资者带来了相当丰厚的回报。

另一方面，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。这部分股权的解锁期在 12 年，我们认为公司短期内有业绩释放的动力，11 年利润增速超过 50%可能性较大。

图 4：汉得信息发行前股权结构

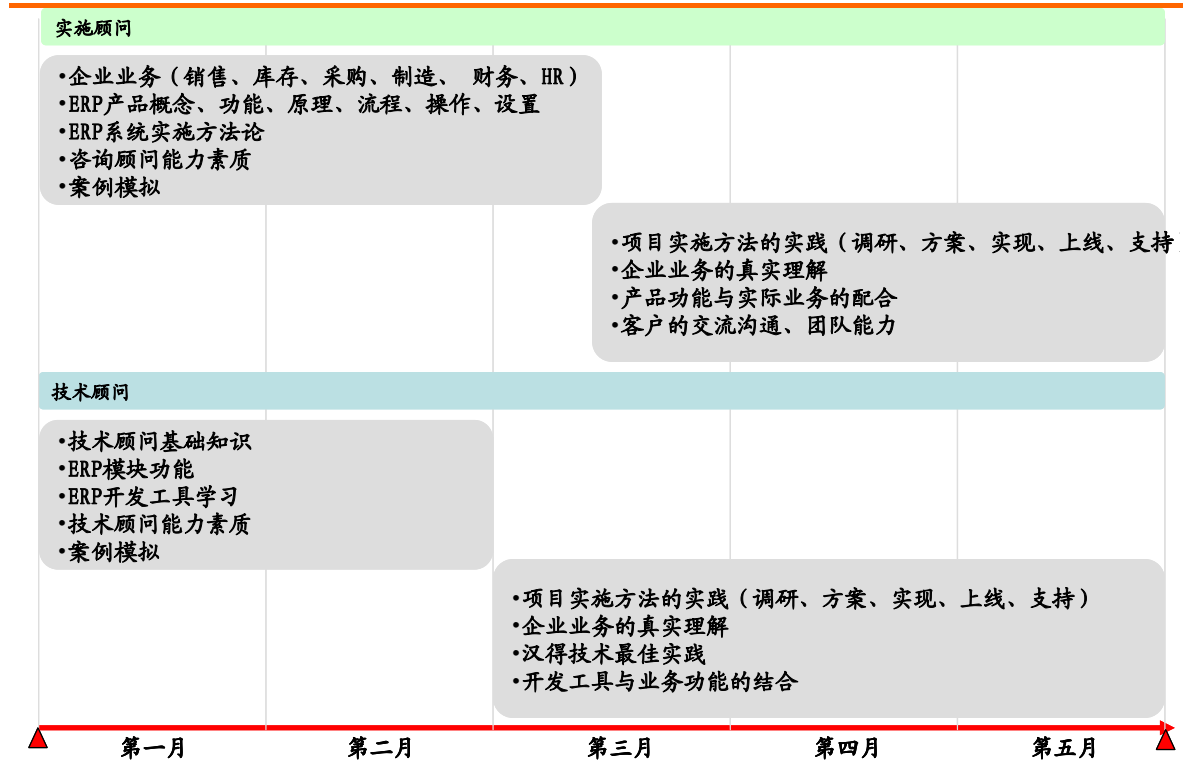


资料来源：汉得信息招股书，中投证券研究所

## 三、上市以后更容易留住人才

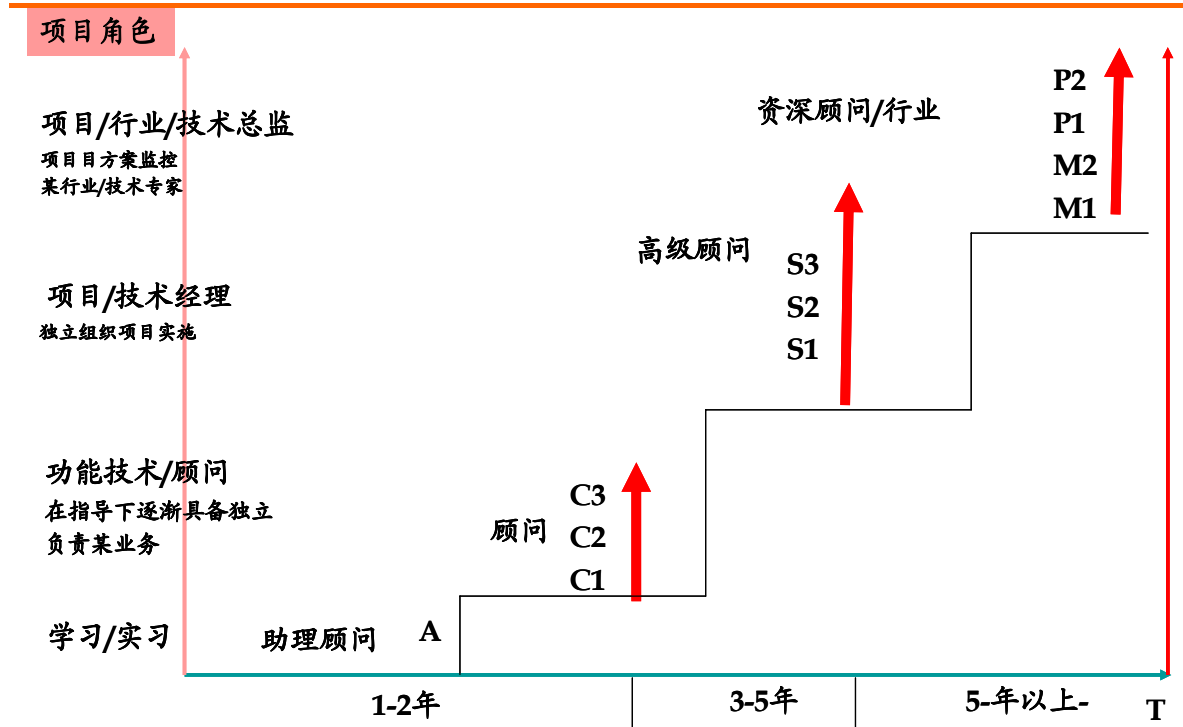
汉得信息是国内公认的“ERP 顾问黄埔军校”，在业内以培养应届生而闻名。公司有成熟的应届生选拔和培养计划，能够在最短时间内帮助应届生完成从学生到专业顾问的转变，同时公司也为应届生提供了完善的职业发展路径。我们认为这对于公司和应届生而言是双赢，公司可以控制人力成本，应届生可以获得较好的发展空间。

图 5：汉得信息应届生培训计划



资料来源：公司资料，中投证券研究所

图 6：汉得信息职业发展路径



资料来源：公司资料，中投证券研究所

由于薪酬与 IBM 咨询、埃森哲等企业有一定差距，应届毕业生在汉得工作 2-3 年以后会有部分流失到竞争对手处，不利于团队稳定。上市给予公司的不

仅是品牌和资金，上市公司股权与未上市公司股权的吸引力不可同日而语，我们认为公司上市以后更容易留住人才，为长期增长奠定基础。

#### 四、风险提示

核心人员流失风险。

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  |
| <b>流动资产</b>    | 261  | 1057  | 1211  | 1419  | <b>营业收入</b>     | 361   | 501   | 678   | 914    |
| 现金             | 172  | 951   | 1067  | 1224  | 营业成本            | 229   | 323   | 435   | 584    |
| 应收账款           | 75   | 89    | 121   | 163   | 营业税金及附加         | 13    | 18    | 24    | 33     |
| 其它应收款          | 6    | 6     | 9     | 12    | 营业费用            | 24    | 29    | 37    | 48     |
| 预付账款           | 5    | 3     | 4     | 6     | 管理费用            | 42    | 55    | 68    | 87     |
| 存货             | 1    | 3     | 4     | 6     | 财务费用            | -4    | -17   | -24   | -23    |
| 其他             | 4    | 5     | 7     | 9     | 资产减值损失          | 3     | 3     | 3     | 3      |
| <b>非流动资产</b>   | 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    | <b>营业利润</b>     | 54    | 89    | 135   | 184    |
| 无形资产           | 0    | -0    | -0    | -1    | 营业外收入           | 15    | 17    | 23    | 31     |
| 其他             | 5    | 4     | 3     | 2     | 营业外支出           | 0     | 0     | 0     | 0      |
| <b>资产总计</b>    | 270  | 1080  | 1232  | 1437  | <b>利润总额</b>     | 69    | 106   | 158   | 215    |
| <b>流动负债</b>    | 48   | 53    | 61    | 71    | 所得税             | 6     | 10    | 14    | 19     |
| 短期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>净利润</b>      | 63    | 97    | 144   | 195    |
| 应付账款           | 4    | 5     | 7     | 9     | 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 其他             | 44   | 48    | 54    | 62    | <b>归属母公司净利润</b> | 63    | 97    | 144   | 195    |
| <b>非流动负债</b>   | 0    | 0     | 0     | 0     | EBITDA          | 53    | 84    | 133   | 179    |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 0.74  | 0.60  | 0.89  | 1.21   |
| 其他             | 0    | 0     | 0     | 0     |                 |       |       |       |        |
| <b>负债合计</b>    | 48   | 53    | 61    | 71    | <b>主要财务比率</b>   |       |       |       |        |
| 少数股东权益         | 0    | 0     | 0     | 0     | 会计年度            | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E  |
| 股本             | 86   | 162   | 162   | 162   | <b>成长能力</b>     |       |       |       |        |
| 资本公积           | 58   | 716   | 716   | 716   | 营业收入            | 15.6% | 38.7% | 35.3% | 34.9%  |
| 留存收益           | 78   | 149   | 293   | 489   | 营业利润            | 27.7% | 66.8% | 50.9% | 36.1%  |
| 归属母公司股东权益      | 222  | 1027  | 1171  | 1366  | 归属于母公司净利润       | 36.7% | 53.0% | 48.5% | 35.9%  |
| <b>负债和股东权益</b> | 270  | 1080  | 1232  | 1437  | <b>获利能力</b>     |       |       |       |        |
|                |      |       |       |       | 毛利率             | 36.7% | 35.5% | 35.9% | 36.2%  |
|                |      |       |       |       | 净利率             | 17.5% | 19.3% | 21.2% | 21.4%  |
|                |      |       |       |       | ROE             | 28.5% | 9.4%  | 12.3% | 14.3%  |
|                |      |       |       |       | ROIC            | 95.6% | 91.7% | 103.3 | 109.6% |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |       |       |       |        |
|                |      |       |       |       | 资产负债率           | 17.8% | 4.9%  | 5.0%  | 4.9%   |
|                |      |       |       |       | 净负债比率           | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00%  |
|                |      |       |       |       | 流动比率            | 5.42  | 20.00 | 19.86 | 20.11  |
|                |      |       |       |       | 速动比率            | 5.40  | 19.94 | 19.79 | 20.03  |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |       |       |       |        |
|                |      |       |       |       | 总资产周转率          | 1.50  | 0.74  | 0.59  | 0.69   |
|                |      |       |       |       | 应收账款周转率         | 4.97  | 5.44  | 5.75  | 5.74   |
|                |      |       |       |       | 应付账款周转率         | 44.87 | 75.37 | 76.50 | 76.42  |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |        |
|                |      |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)      | 0.39  | 0.60  | 0.89  | 1.21   |
|                |      |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.21  | 0.50  | 0.70  | 0.93   |
|                |      |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)     | 1.37  | 6.34  | 7.23  | 8.43   |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>     |       |       |       |        |
|                |      |       |       |       | P/E             | 46.34 | 30.28 | 20.40 | 15.01  |
|                |      |       |       |       | P/B             | 13.19 | 2.86  | 2.50  | 2.15   |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA       | 52    | 33    | 21    | 15     |

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        |