

汉得信息-经济下滑中逆袭

买入 首次
目标价 18.50 元

投资要点:

- 汉得信息发布2013中报业绩预告，公司预计2013上半年实现营业收入3.8亿-3.9亿，实现归属上市公司股东净利润6500万-6600万，同比分别上升22%-25%和23%-25%。

报告摘要:

- 经济下滑中的逆袭。**经济景气程度下滑虽然对企业的IT投资意愿造成一定负面影响，但是企业IT投资决策时会更注重性价比，公司所处领域为高端ERP实施，主要竞争对手是国际厂商IBM、埃森哲等，相对于这些竞争对手公司性价优势明显，公司从去年四季度开始陆续中标大型国企订单也是这种性价比优势的显现。
- 利用率弹性带来业绩提升。**公司2011年700人左右的校招员工在2013年已经有了2年的经验，将为人均营收的提升做出重大贡献。一个员工的人均营收在利用率比较饱满的时候可以达到50万元，公司2012年的人均营收为33.5万，仍有较大提升空间。在订单比较饱满的情况下，毛利率和利润增速都会有明显提升。
- 外延拓展值得期待。**公司在一季报中提出“在未来发过程中，公司会从发展战略规划角度出选择适当时机进行的收购兼并而实现公司扩大业务规模、加快市场份额提升、补充现有业务空白等战略目标”；公司一季度末现金余额8.3亿，所以公司有意愿也有能力进行外延拓展。公司目前体量不大，可以通过外延拓展实现业绩快速增长。
- 投资建议。**预计公司13-15年EPS 0.61元,0.78元,0.99元，给予“买入”评级，目标价18.5元，对应2013年PE 30倍。

计算机研究组

分析师: 易欢欢(S1180513040001)

电话: 010-88085952

Email: yihuanhuan@hysec.com

姜国平(S1180513070003)

电话: 021-51782232

Email: jiangguoping@hysec.com

市场表现



相关研究

主要经营指标	2011	2012	2013E	2013E	2015E
营业收入(百万)	520.49	702.20	904.20	1171.60	1501.32
增长率 (%)	44.14	34.91	28.77	29.57	28.14
归母净利润(百万)	93.77	120.03	163.15	206.69	262.98
增长率 (%)	48.19	28.01	35.92	26.69	27.24
每股收益	0.56	0.72	0.61	0.78	0.99
市盈率	47.03	36.70	26.89	21.22	16.68

一、经济下滑中的逆袭

经济景气程度下滑会对企业的IT投资造成一定的负面影响，在预算压缩的情况下企业的IT投资决策会更理性，对供应商的选择会更加注重性价比。汉得信息一直比较重视项目实施的质量，客户满意度较高，公司每年有大约70%的收入来自于老客户，可见客户对公司服务质量的认同。公司上市后知名度提高，品牌价值也有所提升，而公司的项目报价一般会比IBM、埃森哲等国际一线厂商更有竞争力，公司在项目性价比上较有优势。

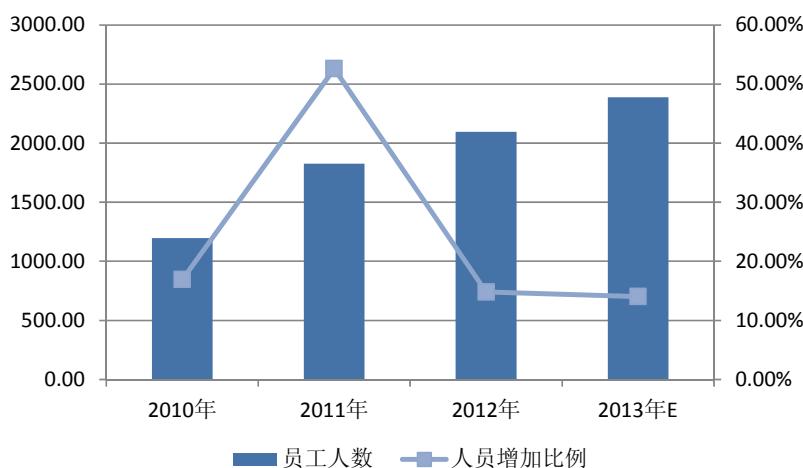
公司自2012年四季度开始陆续接到一些大型国企的订单，而在以前大型国企的ERP实施大多交给国际厂商去实施，这也印证了在经济景气程度下滑环境中企业对性价比的重视和公司竞争力的提升。根据我们的行业调研，今年上半年公司在国企客户的开拓仍然保持了良好的势头。

我们认为经济景气下滑对汉得信息影响中性，是公司积累优质客户，积累标杆项目，提升公司品牌价值和竞争力的好时机。

二、利用率提升带来业绩弹性

公司主要从事ERP实施和维护，顾问的利用率对公司的业绩来说至关重要。公司并未披露各报告期的人员利用率情况，由于人天报价基本保持稳定，我们可以用人均营业收入来观察利用率的变化情况。公司2011年700人左右的校招员工在2013年已经有了2年的经验，将为人均营收的提升做出重大贡献。一个员工的人均营收在利用率比较饱满的时候可以达到50万元，公司2012年的人均营收为33.5万，仍有较大提升空间。

图1：员工人数与增速



资料来源：公司公告，宏源证券

三、业务布局拓展值得期待

公司在13年一季报中提出“在未来发展过程中，公司会从发展战略规划角度出发选择适当时机进行的收购兼并而实现公司扩大业务规模、加快市场份额提升、补充现有业务空白等战略目标”。公司一季度末现金余额8.3亿，外延拓展有资金保障。公司上市后对外扩张一直保持态度积极，行动谨慎的作风，我们期待后面能有比较有影响力的外延拓展，

向综合性 IT 服务厂商迈进。公司 2012 年营业收入 7 亿，归属上市公司股东净利润 1.2 亿，目前从体量上来看并不是很大，可以通过外延拓展进行业绩的快速提升。

表格 1：公司上市后的外延扩展

时间	对象	金额	领域
2012.2	上海夏尔	6200 万	服务外包
2012.9	随身科技	669 万	移动互联
2012.9	汉得融晶	1510 万	金融信息化

资料来源：公司公告，宏源证券

表格 2：财务报表预测

资产负债表				利润表					
	单位:百万元				单位:百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1057.49	1172.25	1332.26	1530.34	营业收入	702.20	904.20	1171.60	1501.32
现金	778.69	910.10	929.32	1056.59	营业成本	457.85	576.94	740.35	940.39
应收账款	194.90	218.11	296.15	386.11	营业税金及附加	2.04	2.62	3.40	4.35
其它应收款	15.16	11.67	27.21	22.72	营业费用	42.10	54.25	70.30	90.08
预付账款	22.34	0.00	34.65	10.86	管理费用	95.75	123.42	159.92	204.93
存货	4.35	2.60	3.46	5.85	财务费用	-21.72	-23.52	-25.25	-26.62
其他	42.05	29.77	41.48	48.20	资产减值损失	13.14	16.28	20.76	27.24
非流动资产	185.05	182.63	189.48	206.34	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	12.48	23.67	29.05	33.36	营业利润	113.05	154.21	202.13	260.95
无形资产	43.56	44.23	47.53	54.68	营业外收入	16.03	22.00	21.00	23.00
其他	129.01	114.73	112.89	118.31	营业外支出	0.00	0.02	0.01	0.01
资产总计	1242.54	1354.87	1521.74	1736.68	利润总额	129.07	176.19	223.12	283.94
流动负债	91.81	76.71	98.99	107.15	所得税	9.72	13.27	16.73	21.35
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	119.35	162.92	206.38	262.58
应付账款	9.56	12.04	14.28	20.24	少数股东损益	-0.68	-0.23	-0.30	-0.40
其他	82.25	64.66	84.71	86.91	归属母公司净利润	120.03	163.15	206.69	262.98
非流动负债	2.88	0.96	1.28	1.71	EBITDA	112.30	161.99	213.78	275.86
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS(摊薄)	0.45	0.61	0.78	0.99
其他	2.88	0.96	1.28	1.71	主要财务比率				
负债合计	94.69	77.67	100.27	108.86	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	11.17	10.94	10.64	10.24	成长能力				
归属母公司股东权益	1136.68	1266.27	1410.82	1617.59	营业收入增长率	34.91%	28.77%	29.57%	28.14%
负债和股东权益	1242.54	1354.87	1521.74	1736.68	营业利润增长率	23.26%	36.41%	31.07%	29.10%
					归属母公司净利润增长率	28.01%	35.92%	26.69%	27.24%
现金流量表	单位:百万元				获利能力				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	毛利率	34.80%	36.19%	36.81%	37.36%
经营活动现金流	44.94	154.16	80.25	194.76	净利率	17.00%	18.02%	17.62%	17.49%
净利润	119.35	162.92	206.38	262.58	ROE	10.89%	13.45%	15.32%	17.25%
折旧摊销	6.59	11.14	18.26	21.72	ROIC	8.58%	11.01%	12.81%	14.51%
财务费用	-21.72	-23.52	-25.25	-26.62	偿债能力				
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	7.62%	5.73%	6.59%	6.27%
营运资金变动	-81.49	1.55	-118.51	-62.65	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其它	22.20	2.08	-0.64	-0.27	流动比率	11.52	15.28	13.46	14.28
投资活动现金流	-166.18	-10.79	-24.47	-38.31	速动比率	11.47	15.25	13.42	14.23
资本支出	160.27	5.07	5.36	15.36	营运能力				
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.59	0.70	0.81	0.92
其他	-5.90	-5.72	-19.11	-22.95	应收账款周转率	0.28	0.24	0.25	0.26
筹资活动现金流	-35.85	-11.96	-36.56	-29.17	应付账款周转率	53.80	53.40	56.25	54.49
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(最新摊薄)	0.45	0.61	0.78	0.99
其他	-35.85	-11.96	-36.56	-29.17	每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.58	0.30	0.73
现金净增加额	-157.09	131.41	19.22	127.27	每股净资产(最新摊薄)	4.31	4.80	5.34	6.12
					估值比率				
					P/E	24.16	26.89	21.22	16.68
					P/B	2.55	3.46	3.11	2.71
重要财务指标	单位:百万元				EV/EBITDA	19.02	21.53	16.23	12.11
主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E	永续增长率	3.00%		WACC	10.60%
营业收入	702.20	904.20	1171.60	1501.32	终值	2594.84		Ke	10.60%
同比(%)	34.91%	28.77%	29.57%	28.14%	企业价值	4120.00		Kd	6.06%
归属母公司净利润	120.03	163.15	206.69	262.98	非核心资产价值	914.67		t	7.53%
同比(%)	28.01%	35.92%	26.69%	27.24%	债务价值	0.96		Rf	4.00%
毛利率(%)	34.80%	36.19%	36.81%	37.36%	股权价值	5022.77		Rm	10.00%
ROE(%)	10.89%	13.45%	15.32%	17.25%	股本	266.17		Rm-Rf	6.00%
每股收益(元)	0.45	0.61	0.78	0.99	每股价值	18.87		Beta	1.10
P/E	24.16	26.89	21.22	16.68					
P/B	2.55	3.46	3.11	2.71					
EV/EBITDA	19.02	21.53	16.23	12.11					

作者简介:

易欢欢: 宏源证券研究所副所长(机构客户部副总经理), 战略新兴产业 首席分析师, 聚焦计算机与互联网行业。

毕业于北京大学通信与信息系统硕士, 应用数学学士, 2011年水晶球、新财富最佳分析师第一名, 2012年水晶球最佳分析师非公募第一名, 新财富最佳分析师第二名。

代表作: 大数据时代系列报告、云计算系列报告、北斗地理信息、智能交通系列报告

个股: 首度挖掘易华录、广联达、捷成股份、北信源、中海达、太极股份, 覆盖东软集团、用友软件

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
		夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
	广深片区	周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
		赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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