



汉得信息(300170):积极寻找并购标的,外延式扩张正当其时

推荐(首次)

计算机应用行业

当前股价: 26.91 元

报告日期: 2014年06月17日

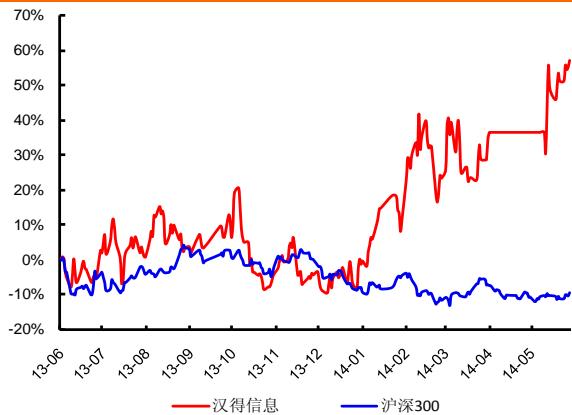
主要财务指标(单位: 百万元)

	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	847	1,039	1,287	1,628
(+/-)	20.61%	22.73%	23.78%	26.55%
营业利润	136	163	195	262
(+/-)	20.55%	19.70%	19.34%	34.34%
归属于母公司净利润	146	165	194	259
(+/-)	20.17%	12.65%	17.61%	33.66%
每股收益(元)	0.55	0.61	0.72	0.96
市盈率(倍)	49	44	38	28

公司基本情况(最新)

总股本/已流通股(亿股)	2.65/1.98
流通市值(亿元)	53.38
每股净资产(元)	5.17
资产负债率(%)	9.50

股价表现(最近一年)



行业研究员: 邱祖学

执业证书编号: S1050511070004

021-51793717 qjuzx@cfsc.com.cn

联系人: 董冰华

021-51793719 dongbh@cfsc.com.cn

- **公司是国内高端ERP实施服务领先企业。**公司通过多年的技术创新和市场开拓,ERP实施经验和服务能力已居于国内领先水平,主要竞争对手有IBM、埃森哲、HP等Global公司以及石化盈科、太极、汉普等本土厂商。
- **已具备与国外巨头竞争的实力。**公司主要通过股权激励稳固优质员工。近三年累计离职率约20%,每年6.7%左右,显著低于行业平均25%的水平。在与国外公司竞争中,更注重让客户获得价值,近年来一直能保持70%以上的客户黏性。我们认为随着国家加强信息安全政策,IT咨询服务国产化趋势明显,未来公司将占领更大的市场空间。
- **积极寻找并购标的,外延式扩张正当其时。**公司目前的业务覆盖面较窄,未来向业务种类全面的综合性IT服务提供商发展是公司保持业绩持续高增长的必然选择。并购则是公司外延式扩张的最佳路径。目前公司在手现金富余,2013年末为7.87亿元,是13年营业收入的93%,其中绝大部分为上市时的超募资金,由于公司承诺不使用募集资金进行银行理财产品投资,我们认为公司利用该部分资金进行并购正当其时。
- **供应链金融业务仍需进一步破题。**2013年公司已完成“基于云计算的中小企业供应链金融平台”的软件著作权登记程序,供应链金融业务的前期产品研发和定型基本完成。我们认为该项业务进展较慢,在如何整合1000家不同行业客户产业链资源以及引入金融机构等方面仍需进一步推进。
- **投资建议:**预计2014-2016年实现归属于上市公司股东的净利润为1.65、1.94、2.59亿元,摊薄后EPS分别为0.62、0.73、0.98元,对应PE分别为44、38、28倍。我们看好公司积极收购兼并优质标的,加速外延式扩展的发展战略,以及管理层做大做强公司的决心。首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示:**宏观经济增速放缓;新行业拓展缓慢;行业竞争加剧导致利润率下降。

目录

1、公司是国内高端ERP实施服务领先企业.....	3
2、已具备同Global公司竞争的实力，未来国产替代机会凸显	4
2.1、股权激励稳固核心员工，离职率低于行业平均水平	4
2.2、注重服务质量，维持高客户黏性.....	4
2.3、信息安全形势严峻，国产替代机会凸显.....	5
3、积极寻找并购标的，外延式扩张正当其时.....	5
3.1、参照Global巨头，积极并购打开成长空间.....	5
3.2、在手现金富余，外延式扩张有保障.....	6
4、供应链金融业务仍需进一步破题.....	6
5、盈利预测与投资评级	6
6、风险提示	6

图表

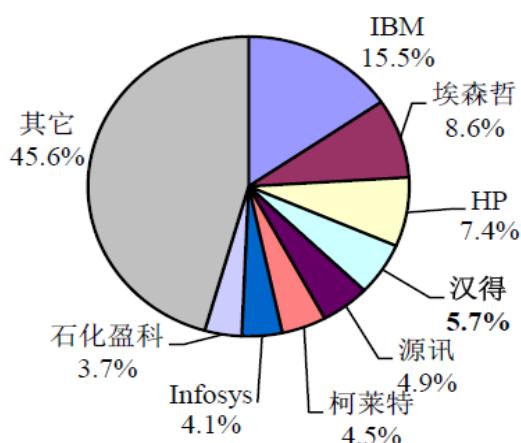
图表 1、2009 年我国高端ERP软件实施服务市场格局	3
图表 2、2009 年我国高端ERP软件本土实施服务市场格局	3
图表 3、近三年公司主营业务收入构成情况	3
图表 4、2009 年我国高端ERP软件本土实施服务市场格局	3
图表 5、公司股权激励实施情况.....	4
图表 6、近三年公司前五大客户情况.....	4
图表 7、公司业务外延式扩张路径.....	6
图表 8、公司盈利预测	7



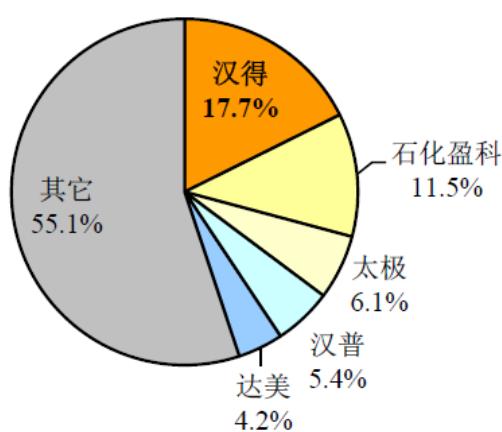
1、公司是国内高端 ERP 实施服务领先企业

公司在我国高端 ERP 软件本土实施服务市场占有率居首。公司是国内最早从事 ERP 实施服务的专业咨询公司之一，专注于高端 ERP 实施服务业务。通过多年的技术创新和市场开拓，公司 ERP 实施经验、专业水平和服务能力已居于国内领先水平，主要竞争对手有 IBM、埃森哲、HP 等 Global 公司以及石化盈科、太极、汉普等本土厂商。

图表 1、2009 年我国高端 ERP 软件实施服务市场格局



图表 2、2009 年我国高端 ERP 软件本土实施服务市场格局

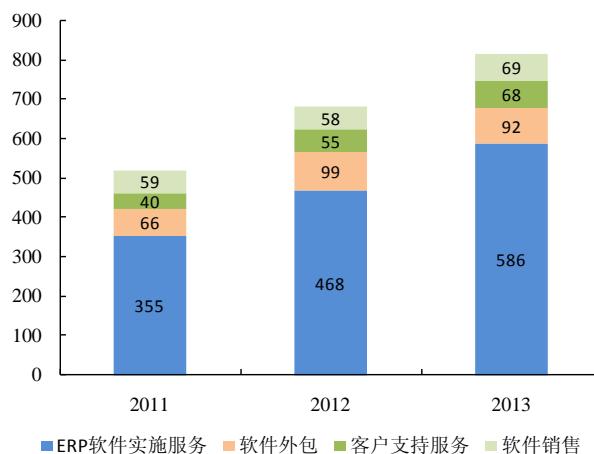


资料来源：赛迪顾问，华鑫证券研发部

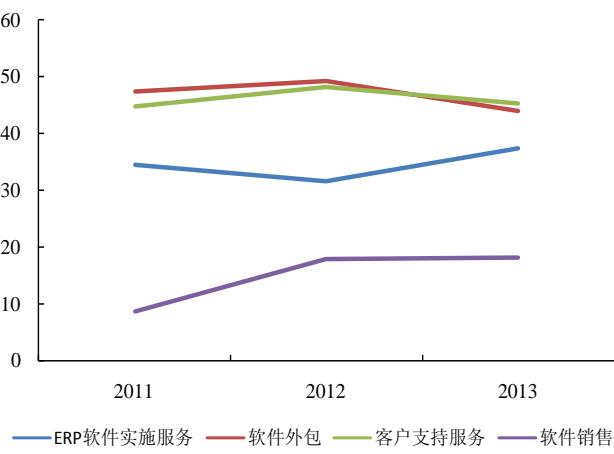
资料来源：赛迪顾问，华鑫证券研发部

ERP 软件实施服务业务收入占公司营收近七成。2011-2013 年，公司 ERP 软件实施服务收入占营业收入的比例分别为 68%、67%、69%，呈较稳定态势。近三年，ERP 实施服务收入复合增长率为 28.5%。毛利率方面，ERP 实施服务业务 2013 年呈逆势回升，达到 37.3%，说明公司在高端 ERP 实施服务市场的竞争力正逐步增强。

图表 3、近三年公司主营业务收入构成情况



图表 3、2009 年我国高端 ERP 软件本土实施服务市场格局



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

2、已具备同 Global 公司竞争的实力，未来国产替代机会凸显

2.1、股权激励稳固核心员工，离职率低于行业平均水平

通过股权激励降低优质员工离职率。IT 咨询服务行业对优质员工的依赖是核心，公司上市后通过股权激励与员工分享快速发展红利，对员工稳定性具有很好的促进作用。2011 年股权激励回购注销的人员大约 60 人，激励总人数约 300 人。所以，三年累计的离职率约 20%，每年 6.7% 左右。显著低于行业平均 25% 的年离职率。另外公司从招聘到培养环节都很重视员工基本素质的锻炼，在技术水平上不比国外公司差。

图表 4、公司股权激励实施情况

实施公告日	激励总数	初始行权价格	有效期	业绩考核条件
2014/4/23	552.6 万股 /247 人	7.82 元/股	4 年	第一批解锁要求，2014 年 ROE 不低于 10.5%，相对于 2012 年净利润增长率不低于 50%；第二批解锁要求，2015 年 ROE 不低于 11%，净利润相对 2012 年增长率不低于 73%；第三批解锁要求，2013 年 ROE 不低于 11.5%，净利润相对于 2012 年增长率不低于 99%。
2013/2/28	963.5 万股 /305 人	8.4 元/股	4 年	第一批解锁要求，2012 年 ROE 不低于 8.5%，相对于 2011 年净利润增长率不低于 25%；第二批解锁要求，2013 年 ROE 不低于 9%，净利润相对 2011 年增长率不低于 56%；第三批解锁要求，2013 年 ROE 不低于 9.5%，净利润相对于 2011 年增长率不低于 88%。
2011/8/10	650.65 万股 /266 人	9.73 元/股	5 年	第一批解锁要求，2011 年 ROE 不低于 7%，净利润增长率不低于 35%；第二批解锁要求，2012 年 ROE 不低于 8%，净利润相对 2010 年增长率不低于 82%；第三批解锁要求，2013 年 ROE 不低于 9.5%，净利润相对于 2010 年增长率不低于 146%。

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

2.2、注重服务质量，客户黏性高

注重服务质量，客户黏性高。公司在与国外公司竞争中，更注重让客户获得价值，得到客户认可度不断提高，对一城一池的得失不是很计较，更注重长期的利益，因此近年来公司一直能保持 70% 以上的客户黏性。高客户黏性也是公司业绩保持稳定增长的主要原因。

图表 5、近三年公司前五大客户情况

序号	客户名称	销售收入（万元）	占当期收入比例
2013 年上半年前五大客户			
1	日立（上海）贸易有限公司	2844	7.5%
2	沙迪克株式会社	1103	2.9%
3	中国东方电气集团有限公司	994	2.6%
4	富士通（中国）信息系统有限公司	866	2.3%
5	神华和利时信息技术有限公司	659	1.8%
合计		6466	17.1%
2012 年上半年前五大客户			
1	日立（上海）贸易有限公司	3969	12.8%
2	富士通（中国）信息系统有限公司	1043	3.4%
3	沙迪克株式会社	685	2.2%
4	佳通轮胎（中国）投资有限公司	641	2.1%
5	松下电器（中国）有限公司上海分公司	595	1.9%
合计		6933	22.3%

2011 年前五大客户

1	日立（上海）贸易有限公司	4499	8.6%
2	富士通（中国）信息系统有限公司	1958	3.8%
3	松下电器（中国）有限公司上海分公司	1232	2.4%
4	广西玉柴重工有限公司	1050	2.0%
5	青岛啤酒股份有限公司	1050	2.0%
合计		9789	18.8%

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

2.3、信息安全形势严峻，国产替代机会凸显

信息安全催生国产替代巨大空间，公司已接触政府流程梳理项目。近日，英国金融时报报道，接近中国高层领导的人士透露，中国已下令国有企业于麦肯锡和波士顿等美国咨询公司断绝关系，担心后者代表美国从事间谍活动。本次政府关注国产化替代已经从软硬件国产化的去 IOE (IBM、Oracle、EMC) 延伸到顶层设计和咨询的国产化的去 SOA (SAP、Oracle、Accenture)，保证全方位的信息安全。我们认为，顶层设计和咨询的国产化有利于本土信息咨询服务厂商获得更大的市场份额，公司有望充分分享政府、金融机构、能源等重要领域 IT 信息咨询国产化催生的巨大市场空间。公司目前已经开始接触政府流程梳理项目，未来或将成为公司业绩新增长点。

3、积极寻找并购标的，外延式扩张正当其时

3.1、参照 Global 巨头，积极并购打开成长空间

并购重组是公司正常的发展路径。对比埃森哲、Infosys 等国际 IT 服务巨头的发展路径，公司目前的业务覆盖面较窄，仅包括 ERP 软件实施、软件外包和针对日本市场的 BPO 业务，其中 ERP 实施服务也基本囿于制造业和服务业。未来向业务种类全面而丰富的综合性 IT 服务提供商发展的多元化战略是公司提升综合实力，保持业绩持续高增长的必然选择，而通过资本市场并购是正常的发展路径，可以缩短企业成长时间。公司选择并购对象的标准主要有三条：(1) 与公司目前业务有较好的结合；(2) 拥有比较好的解决方案、产品或服务，但客户范围较小，可以利用汉得的客户资源进行推广；(3) 文化共通性，对于以人力资源为主的软件企业尤为重要。

公司自 12 年以来先后收购了夏尔软件，切入 BPO 领域；设立汉得融晶，进入金融信息化领域；成立随身科技，增强移动端技术储备；切入供应链金融业务服务领域，利用 ERP 实施积累的客户和数据资源，寻求新的利润增长点。在新行业拓展方面，公司目前正在切入政府业务流程梳理方面的业务。2014 年 4 月，公司发布公告，将向上海黑骥马股权投资合伙企业出资 2500 万元并成为其有限合伙人。黑骥马的管理公司是盛大知本，具有丰富的 TMT 领域投资经验，我们认为公司此次参股股权投资基金，将加速资本运作，有望通过积极并购打开成长空间。

图表 6、公司业务外延式扩张路径


资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

3.2、在手现金富余，外延式扩张有保障

在手现金富裕，是资本运作的有力保障。截至 2013 年末公司在手现金为 7.87 亿元，是 13 年营业收入的 93%，其中绝大部分为上市时的超募资金，由于公司承诺不使用募集资金进行银行理财产品投资，我们认为公司利用该部分资金进行外延式扩张正当其时。

4、供应链金融业务仍需进一步破题

静待供应链金融业务取得突破。2013 年公司已完成“基于云计算的中小企业供应链金融平台”的软件著作权登记程序，供应链金融业务的前期产品研发和定型基本完成。我们认为公司发展供应链金融业务有望打破依赖收入与利润和人头线性挂钩的盈利模式，但目前来看，该项业务进展较慢，在如何整合 1000 家不同行业客户产业链资源以及引入金融机构等方面仍需进一步推进。

5、盈利预测与投资评级

我们预计公司 2014-2016 年归属于上市公司股东的净利润分别为 1.65 亿元、1.94 亿元和 2.59 亿元，EPS 分别为 0.62 元、0.73 元和 0.98 元，对应 PE 分别为 44、38 和 28 倍。我们看好公司积极收购兼并优质标的，加速外延式扩展的发展战略，以及管理层做大做强公司的决心。首次覆盖给予“推荐”评级。

6、风险提示

1. 宏观经济增速放缓，企业降低 IT 投入；
2. 新行业拓展缓慢；
3. 行业竞争加剧导致利润率下滑。

图表 7、公司盈利预测

单位: 万元	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	84,692	103,946	128,660	162,825
增长率 (%)	20.61%	22.73%	23.78%	26.55%
减: 营业成本	53,414	65,833	81,563	101,771
毛利率 (%)	36.93%	36.67%	36.61%	37.50%
营业税金及附加	214	262	325	411
销售费用	4,544	5,550	6,900	8,600
管理费用	13,389	16,350	20,380	25,500
财务费用	-1,383	-1,000	-600	-200
费用合计	16,550	20,900	26,680	33,900
期间费用率 (%)	19.54%	20.11%	20.74%	20.82%
资产减值损失	1,473	1,500	1,550	1,600
加: 公允价值变动收益	587	600	600	600
投资收益	0	0	0	0
营业利润	13,628	16,313	19,468	26,154
增长率 (%)	20.55%	19.70%	19.34%	34.34%
营业利润率(%)	16.09%	15.69%	15.13%	16.06%
加: 营业外收入	1,705	1,500	1,500	1,500
减: 营业外支出	6	0	0	0
利润总额	15,327	17,813	20,968	27,654
增长率 (%)	18.75%	16.22%	17.71%	31.89%
利润率 (%)	18.10%	17.14%	16.30%	16.98%
减: 所得税费用	984	1,656	1,965	2,255
所得税率 (%)	6.42%	9.30%	9.37%	8.15%
净利润	14,343	16,157	19,003	25,399
增长率(%)	20.17%	12.65%	17.61%	33.66%
净利润率 (%)	16.94%	15.54%	14.77%	15.60%
归属于母公司所有者的净利润	14,606	16,453	19,352	25,865
增长率(%)	21.69%	12.65%	17.61%	33.66%
少数股东损益	-263	-297	-349	-466
总股本	26,467	26,467	26,467	26,467
摊薄每股收益(元)	0.55	0.62	0.73	0.98

资料来源: 公司公告, 华鑫证券研发部

研究员简介

邱祖学：华鑫证券行业研究员，经济学硕士，2009年7月加盟华鑫证券。

董冰华：中国科学院大学，理学硕士，2013年7月加盟华鑫证券。重点跟踪领域：计算机应用。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>