

汉得信息

产品线扩张步伐加快

产品线扩张步伐加快

公司近日发布公告出资 1600 万元与上海鸿竺投资管理合伙企业共同出资设立合资公司。合资公司将整体收购上海欧俊 PLM 相关业务，从而加强公司的 PLM 产品线，抓住国内制造业转型升级带来的市场机会。我们预计合资公司 2015/16 年每年将贡献收入 3400 万元，约占我们 15/16 年收入预测的 2%。

设立子公司，开拓美国市场

公司 9 月 23 日公告设立美国子公司，以满足不断增长的全球客户高端 ERP 实施服务和运维支持服务的需求。高端 ERP 实施是一个全球竞争的市场，美国子公司的设立将帮助公司开拓海外市场，提高对全球客户的服务能力，降低此前较高海外业务的运营成本。

试水在线教育信息化市场

在线教育信息化市场迅速增长，公司同亚太地区领先的教育信息化解决方案提供商 Knowledge Platform 成立合资公司共同开拓国内 K12 在线教育信息化市场。

估值：上调盈利预测，维持“买入”评级

我们上调汉得信息 2014-2016 年 EPS 预测至 0.38 元/0.54 元/0.68 元，上调幅度分别为 2%/8%/14%。目标价 17.20 元（原 14.25 元）基于瑞银证券 VCAM 工具（WACC=8.2%）进行现金流贴现推导，维持“买入”评级。

Equities

中国
多样化技术服务

12 个月评级 **买入**
保持不变

12 个月目标价 **Rmb17.20**
之前: **Rmb14.25**

股价 **Rmb14.86**

路透代码: 300170.SZ 彭博代码 300170 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb15.17-7.26

市值 Rmb7.97 十亿/US\$1.30 十亿

已发行股本 536 百万 (ORDA)

流通股比例 57%

日均成交量(千股) 12,734

日均成交额(Rmb 百万) Rmb171.9

普通股股东权益 (12/14E) Rmb1.78 十亿

市净率 (12/14E) 4.4x

净债务 / EBITDA NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/14E	0.37	0.38	2.05
12/15E	0.50	0.54	8.24
12/16E	0.59	0.68	14.26

周中

分析师

S1460513090004

zhong.zhou@ubssecurities.com

+86-213-866 8815

重要数据(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	520	702	847	1,055	1,349	1,722	2,040	2,354
息税前利润(UBS)	66	91	117	168	241	311	370	428
净利润(UBS)	94	120	146	203	286	361	430	501
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.19	0.24	0.28	0.38	0.54	0.68	0.81	0.94
每股股息(Rmb)	0.07	0.07	0.08	0.05	0.07	0.08	0.09	0.12
现金 / (净债务)	937	779	787	1,376	1,594	1,878	2,233	2,657
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	12.8	13.0	13.8	15.9	17.9	18.0	18.1	18.2
ROIC (EBIT) (%)	77.9	37.4	25.0	34.5	55.1	63.4	68.2	72.0
EV/EBITDA(core)x	35.3	19.7	26.6	39.4	25.9	19.3	15.4	12.4
市盈率(UBS, 稀释后) (x)	33.2	23.4	28.2	38.9	27.7	21.9	18.4	15.8
权益自由现金流(UBS) 收益率 %	1.2	(4.5)	(0.7)	4.1	2.5	3.4	4.2	5.1
净股息收益率(%)	1.1	1.3	1.0	0.4	0.5	0.5	0.6	0.8

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据 2014 年 10 月 10 日 19 时 56 分的股价(Rmb14.86)得出。

投资主题

汉得信息

投资理由

我们认为汉得信息在中高端 IT 咨询服务市场将逐步蚕食外资咨询公司的市场份额，服务的性价比和政府对外资咨询公司的业务限制可能有利于汉得信息为代表的本土公司获取更大的市场份额。此外，新商业模式的探索和可能的外延并购都将成为公司进一步成长的动力。我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.38 元 /0.54 元 /0.68 元，分别高于市场一致预期 8%/11%/14%，主要原因是我们预计由于信息安全原因公司有望抢占外资竞争对手的市场份额。根据瑞银 VCAM 现金流贴现模型（WACC=8.2%），得出目标价人民币 17.20 元，给予“买入”评级。

乐观情景

在乐观情景假设下，我们预计公司 2014-2016 年公司收入的复合增速为 30%，则依据瑞银 VCAM 模型得出公司每股估值为 19.1 元，较我们基准预期下的目标价高 11%。

悲观情景

在悲观情景假设下，我们预计公司 2014-2016 年收入复合增长速度为 20%，则依据瑞银 VCAM 模型得出公司每股估值为 14.6 元，较我们基准预期下的目标价低 15%。

近期催化剂

定期报告业绩超预期或者低于预期；国家或出台更多信息安全方面的政策。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb17.20

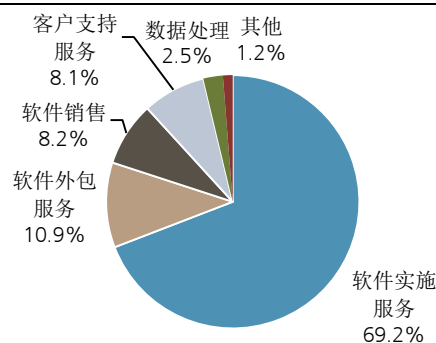
公司简介

上海汉得信息技术股份有限公司的服务领域涉及企业信息化的各个方面，包括业务流程优化管理与 IT 规划、高端 ERP 软件（ORACLE 及 SAP 全线产品）实施、软件离岸外包开发（Offshore Developing）、信息系统长期支持维护服务、信息化应用产品培训、大型 IT 系统定制开发与信息系统集成等服务。公司信息显示，它已成长为中国内陆人员规模最大、服务范围最广、客户群体最多的 IT 咨询服务公司之一，在 ERP 实施咨询领域具有较高的知名度。

行业展望

目前国内企业信息化广度和深度仍然较低。我们预计未来 3 年 ERP 实施服务收入的 CAGR 将超过 20%。

2013 产品收入分拆(%)



来源：公司数据

各产品毛利

（百万元）	2012	2013	2014E	2015E	2016E
软件销售和实施	193	272	366	479	621
软件外包	51	40	49	57	67
合计	244	313	415	537	688

来源：公司数据，瑞银证券估算

产品线横向扩张加速

开拓 PLM 业务

2014 年 9 月 22 日，公司发布公告称，公司出资 1600 万元与上海鸿竺投资管理合伙企业共同出资设立合资公司，注册资本 2000 万元，汉得信息持有 80% 的股权。合资公司将整体收购上海欧俊 PLM 相关业务。

汉得信息作为国内 ERP 服务实施的龙头企业，一直积极寻找外延并购机会，我们认为此次收购欧俊 PLM 业务的落地，将对公司原有业务产生强势互补效应。综合来看，我们认为公司未来有望在以下几个方面获益。

第一，加固公司作为高端 IT 咨询公司的龙头地位。汉得信息在 IT 咨询行业深耕多年，特别是在 ERP 实施服务方面，行业技术经验得到深厚沉淀和积累。欧俊作为本土优良的 PLM 咨询公司，在服务实施、渠道推广以及客户资源储备方面都具有较大优势。此次并购的落地有望将公司打造成企业信息化整体解决方案提供商。

第二，产品线得到进一步拓展，差异化竞争优势凸显。并购后，公司的产品线和服务的领域得到进一步延伸和拓展。新并入的 PLM 业务有望与公司的优势 ERP 实施业务产生深度融合，增强公司在 ERP 实施服务市场的差异化竞争优势。欧俊信息此前在国防军工和航空航天 PLM 市场有先入优势，通过并购公司有望快速建立与国防军工和航空航天单位的长期合作关系。

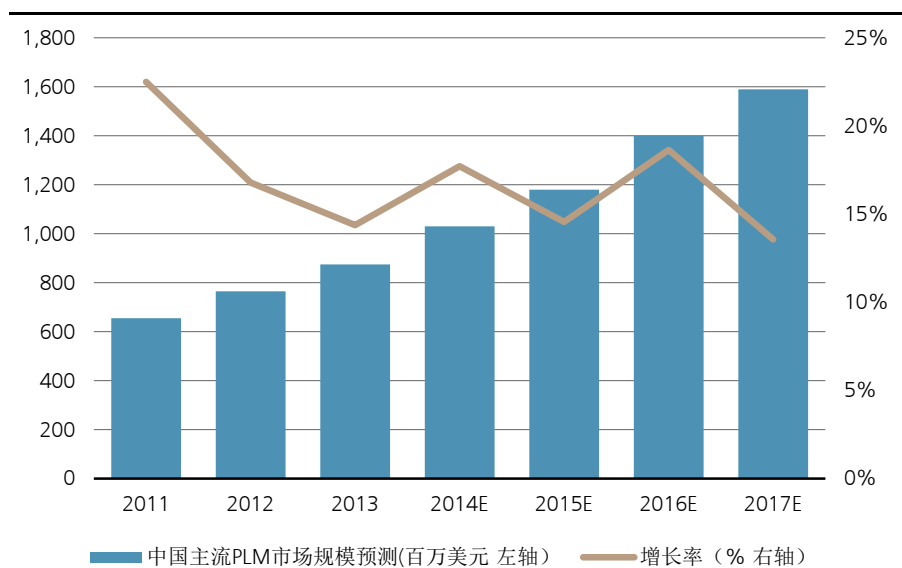
第三，挖掘服务深度，强化客户黏性。基于 ERP 和 PLM 之间的互补关系以及公司对这两项业务进行的深度融合，公司未来提供的解决方案和服务可能更加凸显出行业深度。公司与客户之间的关系也有望由于深度服务的开展而得到重塑和进一步加深，客户粘性或不断得到提高。深入挖掘 PLM 和 ERP 的整合应用方案是汉得信息未来非常重要的业务增长点。

PLM：制造业升级的利器

随着国内制造业企业转型升级和产业结构的调整，随着大数据、云计算、3D 打印等资产的数字化技术应用水平的提升，企业着力追求不断的技术产品创新、快速的产品制造转换以及互联互通的灵活的产品制造执行，以此缩短新品上市周期、获得市场先机以争取更高的产品利润。高端制造业在精益制造、敏捷制造和集成智造方面开始更多地引入信息技术来改造传统的运营模式。在 2013 年汉诺威工业博览会上，德国政府和产业学术界率先提出了工业 4.0 的概念，希望通过融合虚拟制造及智能制造，推动传统的制造业发生革命性改变。PLM 就是典型的技术工具，能够帮助制造业企业更好地管理生产。

这种企业应用环境的变化，推动 ERP 与 PLM 融合的解决方案和系统集成的技术实现日益成为企业信息化解决方案供应商的必备能力。国外高端 IT 咨询公司相继推出相应的行业解决方案和服务产品，以满足各个行业在 ERP 和 PLM 整合应用方面的需求，进一步加强了企业信息化整体解决方案提供商的地位。

图表 1: PLM 市场规模



来源: 公司公告

上海欧俊的 PLM 业务将通过本次并购成为汉得信息整体解决方案的一个重要组成部分。由于本次并购不涉及重大资产重组, 我们预计推进整合的速度将会比较快。我们预计该业务将从 2014Q4 开始贡献收入, 预计该合资公司 2015/16 年每年将贡献收入 3400 万元, 约占我们 15/16 年收入预测的 2%。

设立美国子公司, 开启全球化竞争之路

公司 9 月 23 日公告设立美国子公司, 以满足不断增长的全球客户高端 ERP 实施服务和运维支持服务的需求。高端 ERP 实施是一个全球竞争的市场, 对于跨国公司而言, ERP 系统具有全球共享平台的特点。汉得信息在国内 ERP 市场耕耘多年, 为许多大型跨国公司国内分子公司提供 ERP 实施和运维服务多年, 已经积累起良好的口碑。美国子公司有望更好的服务于公司的全球化客户, 为公司在北美地区开拓业务打下基础。此外, 考虑到公司目前服务美国客户主要是通过派遣国内员工前往海外出差的方式, 成本费用明显较高。设立美国子公司后可以利用当地资源服务当地客户, 同时将部分标准化外包服务离岸分包给国内的后台中心, 有利于降低公司的运营成本, 提升业务盈利能力。公司目前海外业务收入占比约为 19% (2014H1), 但是主要来自日本市场, 美国市场业务占比还比较小。我们预计公司在美国市场的市场开拓速度将有所加快。

试水在线教育市场

在线教育信息化市场迅速增长, 公司同亚太地区领先的教育信息化解决方案提供商 Knowledge Platform 成立合资公司共同开拓国内 K12 在线教育信息化市场。

在线教育近年来在国内开始兴起, 相应拉动国内在线教育信息化的投入不断提升。公司通过同国际上成熟解决方案提供商合作的形式切入市场, 是一种较为稳妥的市场开拓策略, 成功的概率较高, 经营风险相对较小。合作三方优势互补, 各司其职。Knowledge Platform 从事教育信息化解决方案多年, 服务对象遍布全球, 拥有优质客户资源的优势; 天序科技在中小学在线教育方面积累了丰富的行业经验, 汉得在大数据处理和数据挖掘方面拥有技术储

备。“客户资源+行业经验+技术支持”的组合构成公司在线教育未来发展的铁三角。

合作伙伴情况简介：

Knowledge Platform 是一家亚太地区领先的教育信息化解决方案提供商，多年致力于为全球化公司及教育部门提供面向下一代的教育信息化解决方案，在这一领域积累了丰富的经验以及大量优质的全球化客户，如雅培实验室、拜耳、JP 摩根等，并形成了在上述领域具有竞争力的解决方案。2014 年 1 月，Knowledge Platform 旗下解决方案 Knowledge Platform's Ultrabot 获得有“世界教育解决方案领域的奥斯卡奖”之称的“Brandon Hall”2013 年度个体教育技术类金奖和社会教育技术类银奖。

盈利预测和估值

一方面，我们预计汉得信息的国内高端 IT 咨询业务将受益于中国政府推动 IT 国产化的大趋势，市场份额将稳步提升；另一方面，公司管理层积极通过外延式并购扩张。新产品如 PLM 解决方案和在线教育信息化产品的市场需求均比较旺盛，成长潜力较大。公司近期不断进行外延扩张的布局以及设立新的子公司显示公司的开拓步伐在加快，我们预计公司的利润增速将较之前有所提速，市场给予公司的相对估值水平也将提升。公司目前的估值水平较行业可比公司平均估值水平有一定的折价，而我们预计公司未来 3 年的复合增速高于可比公司平均水平。我们认为公司估值水平将得到修复。

图表 2: 可比公司估值表

公司	代码	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				3 年复合 增长
			2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E	
太极股份	002368.SZ	45.49	0.64	0.85	1.09	1.36	70.6	53.4	41.6	33.5	28%
东软集团	600718.SH	15.09	0.33	0.37	0.43	0.53	45.1	40.8	35.1	28.5	17%
广联达	002410.SZ	27.16	0.91	0.89	1.21	1.62	29.9	30.6	22.4	16.8	21%
天玑科技	300245.SZ	26.18	0.44	0.44	0.58	0.82	60.0	59.8	44.8	31.8	24%
华宇软件	300271.SZ	45.49	0.81	1.10	1.46	1.85	56.3	41.3	31.2	24.6	32%
久其软件	002279.SZ	31.60	0.34	0.47	0.68	0.88	93.5	66.6	46.7	36.1	37%
平均							59.2	48.7	37.0	28.5	26%
汉得信息	300170.SZ	14.86	0.28	0.38	0.54	0.68	53.1	39.1	27.5	21.9	34%

来源: 万得, 瑞银证券估算, 股价为 10 月 10 日收盘价, 东软集团和汉得信息盈利预测为瑞银证券估算, 其余采用市场一致预期。

我们上调汉得信息 2014-2016 年 EPS 分别至 0.38 元/0.54 元/0.68 元, 上调幅度分别为 2%/8%/14%。我们的赢利预测较万得一致预期分别高 8%/11%/14%，主要系我们的利润率假设高于市场一致预期，因我们认为公司未来的利润率将逐步提升。我们认为随着公司特别是随着青浦园区的落成及“ERP 运维服务中心建设项目”和“ERP 实施服务平台建设项目”两个募投项目的实施，公司的离岸实施能力将得到加强，咨询实施人员的利用率将步入上升通道，从而推动公司的利润率超市场预期。

我们根据瑞银证券 VCAM 现金流贴现模型得出公司目标价 17.2 元人民币，维持“买入”评级。

图表 3: EPS 预测变化

盈利预测			
	旧预测 (元)	新预测 (元)	变动幅度 (%)
2014E	0.37	0.38	2%
2015E	0.50	0.54	8%
2016E	0.59	0.68	14%

来源: 瑞银证券估算

图表 4: 汉得信息 (300170.SZ) 瑞银 VCAM 估值表

相对年 财年	+1E 2014E	+2E 2015E	+3E 2016E	+4E 2017E	+5E 2018E	+6E 2019E	+7E 2020E	+8E 2021E	+9E 2022E	+10E 2023E
息税前利润	168	241	311	370	428	350	405	466	534	609
折旧及摊销*	7	10	13	15	18	19	23	27	31	36
资本支出	(12)	(15)	(19)	(22)	(26)	(28)	(30)	(32)	(34)	(36)
运营资本变动	91	(66)	(84)	(72)	(71)	(93)	(109)	(124)	(141)	(160)
所得税 (营运)	(13)	(18)	(23)	(28)	(32)	(26)	(30)	(35)	(40)	(46)
其他	(6)	(9)	(11)	(10)	(9)	(13)	(15)	(17)	(19)	(21)
自由现金流	235	143	186	253	308	210	243	284	330	382
增长		-39.2%	30.2%	35.8%	21.6%	-31.9%	16.1%	16.7%	16.2%	15.8%

估值	
明计现金流现值	3,907
期末价值 (第 20 年) 现值	3,443
企业价值	7,350
占永续价值百分比	47%
联营公司及其他	(2)
少数股东权益	9
现金盈余 **	1,212
债务***	0
权益价值	8,551
已发行股数 [m]	536.4
每股权益价值 (Rmb/股)	15.90
权益成本	8.2%
股息收益率	0.4%
1年期目标价 (Rmb/股)	17.20

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	16.0%	11.0%	4.5%
息税前利润率	11.8%	11.5%	6.9%
资本支出 / 销售收入	0.7%	0.6%	0.5%
投资资本回报率	41.3%	42.2%	26.3%

估值对应指标			
财年	2014E	2015E	1年期预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	42.0x	29.3x	31.4x
企业价值 / 息税前利润	43.7x	30.4x	32.7x
自由现金流收益率	3.2%	1.9%	2.2%
市盈率 (现值)	41.7x	29.7x	31.7x
市盈率 (目标)	45.0x	32.0x	34.3x

加权平均资本成本	
无风险利	4.25%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.78
债务/权益比	0.0%
边际税率	15.0%
权益成本	8.2%
债务成本	6.1%
WACC	8.2%

期末假设值	
VCH (年数)	20
对应的自由现金流增长	1.5%
回报率增幅	8.9%
企业价值息税折旧摊销前利	10.5x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: UBS VCAM

汉得信息 (300170.SZ)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	520	702	847	1,055	24.6	1,349	27.8	1,722	2,040	2,354
毛利	176	244	313	415	32.8	537	29.2	688	814	941
息税折旧摊销前利润(UBS)	70	98	125	175	39.9	251	43.4	324	385	446
折旧和摊销	(4)	(7)	(9)	(7)	-19.6	(10)	40.4	(13)	(15)	(18)
息税前利润(UBS)	66	91	117	168	44.3	241	43.5	311	370	428
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	18	16	23	20	-10.5	25	20.0	29	35	42
净利息	25	22	14	31	126.8	43	37.3	50	60	71
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	109	129	153	220	43.6	309	40.5	390	465	542
税项	(16)	(10)	(10)	(17)	-68.4	(23)	-40.5	(29)	(35)	(41)
税后利润	94	119	143	203	41.9	286	40.5	361	430	501
优先股股息及少数股权	0	1	3	0	-	0	-	0	0	0
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	94	120	146	203	39.3	286	40.5	361	430	501
净利润 (UBS)	94	120	146	203	39.3	286	40.5	361	430	501
税率(%)	14.2	7.5	6.4	7.5	17.3	7.5	0.0	7.5	7.5	7.5
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	0.19	0.24	0.28	0.38	38.9	0.54	40.5	0.68	0.81	0.94
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.19	0.24	0.28	0.38	38.9	0.54	40.5	0.68	0.81	0.94
每股收益 (UBS, 基本)	0.19	0.24	0.28	0.38	38.9	0.54	40.5	0.68	0.81	0.94
每股股息净值(Rmb)	0.07	0.07	0.08	0.05	-28.4	0.07	26.3	0.08	0.09	0.12
每股账面价值	2.10	2.26	2.52	3.35	32.7	3.85	15.0	4.48	5.25	6.14
平均股数(稀释后)	504.03	503.74	530.74	532.34	0.3	532.34	0.0	532.34	532.34	532.34
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	937	779	787	1,376	74.9	1,594	15.8	1,878	2,233	2,657
其他流动资产	172	279	416	307	-26.3	389	26.9	494	585	677
流动资产总额	1,109	1,057	1,203	1,683	39.9	1,983	17.8	2,372	2,819	3,334
有形固定资产净值	8	83	166	171	2.7	176	2.9	181	189	197
无形固定资产净值	0	89	92	92	0.2	92	0.2	92	92	93
投资/其他资产	6	14	16	16	0.0	16	0.0	16	16	16
总资产	1,123	1,243	1,477	1,962	32.8	2,266	15.5	2,661	3,116	3,639
应付账款和其他短期负债	67	92	123	168	37.1	205	22.0	262	309	357
短期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	67	92	123	168	37.1	205	22.0	262	309	357
长期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	0	3	3	3	0.0	3	0.0	3	3	3
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	67	95	126	172	36.1	209	21.5	265	313	360
普通股股东权益	1,056	1,137	1,342	1,781	32.7	2,049	15.0	2,388	2,794	3,270
少数股东权益	0	11	9	9	0.0	9	0.0	9	9	9
负债和权益总计	1,123	1,243	1,477	1,962	32.8	2,266	15.5	2,661	3,116	3,639
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	94	120	146	203	39.3	286	40.5	361	430	501
折旧和摊销	4	7	9	7	-19.6	10	40.4	13	15	18
营运资本变动净值	(66)	(100)	(114)	135	-	(56)	-	(62)	(55)	(55)
其他营业性现金流	13	19	23	(8)	-	(22)	-172.0	(23)	(28)	(35)
经营性现金流	45	45	64	337	NM	217	-35.5	289	361	429
有形资本支出	(8)	(81)	(92)	(11)	87.6	(15)	-28.2	(19)	(22)	(26)
无形资本支出	0	(88)	0	0	-	0	-3.5	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(1)	(5)	(8)	6	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(9)	(175)	(100)	(6)	94.2	(15)	-158.1	(19)	(22)	(26)
已付股息	(35)	(34)	(35)	(40)	-12.5	(29)	28.4	(36)	(43)	(50)
股份发行/回购	772	5	81	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(1)	16	109	298	173.20	43	-85.54	50	60	71
债务及优先股变化	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	737	(13)	154	258	67.0	14	-94.4	14	17	21
现金流量中现金的增加/(减少)	772	(143)	118	589	398.6	217	-63.2	285	355	424
外汇/非现金项目	(7)	(15)	(110)	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	765	(158)	8	589	NM	217	-63.2	285	355	424

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

汉得信息 (300170.SZ)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	33.2	23.4	28.2	38.9	27.7	21.9	18.4	15.8
市盈率 (UBS, 稀释后)	33.2	23.4	28.2	38.9	27.7	21.9	18.4	15.8
股价/每股现金收益	31.9	22.2	26.7	37.6	26.8	21.1	17.8	15.2
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	1.2	(4.5)	(0.7)	4.1	2.5	3.4	4.2	5.1
净股息收益率(%)	1.1	1.3	1.0	0.4	0.5	0.5	0.6	0.8
市净率	2.9	2.5	3.1	4.4	3.9	3.3	2.8	2.4
企业价值/营业收入(核心)	4.8	2.7	3.9	6.5	4.8	3.6	2.9	2.4
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	35.3	19.7	26.6	39.4	25.9	19.3	15.4	12.4
企业价值/息税前利润(核心)	NM	21.1	28.6	NM	26.9	20.1	16.0	12.9
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	20.2	27.3	NM	26.4	19.6	15.6	12.5
企业价值/运营投入资本	NM	7.9	7.2	NM	NM	NM	NM	9.3
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	3,039	2,781	4,105	7,970	7,970	7,970	7,970	7,970
净债务 (现金)	(554)	(858)	(783)	(1,082)	(1,485)	(1,736)	(2,056)	(2,445)
少数股东权益	0	6	10	9	9	9	9	9
养老金拨备/其他	0	1	3	3	3	3	3	3
企业价值总额	2,485	1,930	3,335	6,901	6,497	6,247	5,927	5,537
非核心资产	0	0	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
核心企业价值	2,485	1,930	3,334	6,900	6,496	6,246	5,926	5,536
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	44.1	34.9	20.6	24.6	27.8	27.7	18.5	15.4
息税折旧摊销前利润(UBS)	31.6	39.1	27.9	39.9	43.4	29.0	18.7	16.0
息税前利润(UBS)	32.8	37.6	27.7	44.3	43.5	28.7	19.1	15.8
每股收益(UBS 稀释后)	42.9	28.1	15.5	38.9	40.5	26.3	19.1	16.5
每股股息净值	-77.8	5.8	6.4	-28.4	26.3	19.1	16.5	24.5
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	33.9	34.8	36.9	39.4	39.8	39.9	39.9	40.0
息税折旧摊销前利润率	13.5	13.9	14.8	16.6	18.6	18.8	18.9	19.0
息税前利润率	12.8	13.0	13.8	15.9	17.9	18.0	18.1	18.2
净利 (UBS) 率	18.0	17.1	17.2	19.3	21.2	21.0	21.1	21.3
ROIC (EBIT)	77.9	37.4	25.0	34.5	55.1	63.4	68.2	72.0
税后投资资本回报率	66.8	34.5	23.4	31.9	51.0	58.6	63.0	66.6
净股东权益回报率(UBS)	14.7	10.9	11.8	13.0	14.9	16.3	16.6	16.5
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	(13.3)	(8.0)	(6.3)	(7.9)	(6.3)	(5.8)	(5.8)	(6.0)
净债务/总权益 %	(88.7)	(67.8)	(58.3)	(76.9)	(77.4)	(78.4)	(79.7)	(81.0)
净债务/ (净债务 + 总权益) %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值	(37.7)	(40.3)	(23.6)	(19.9)	(24.5)	(30.1)	(37.7)	(48.0)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	166.7	152.7	143.1	155.6	148.3
资本支出/营业收入(%)	1.6	11.5	10.9	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	2.8	3.4	3.7	7.1	7.9	8.4	8.6	8.0
股息支付率 (UBS) %	35.8	29.6	27.3	14.0	12.6	11.9	11.7	12.5
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	520	702	847	1,055	1,349	1,722	2,040	2,354
总计	520	702	847	1,055	1,349	1,722	2,040	2,354
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	66	91	117	168	241	311	370	428
总计	66	91	117	168	241	311	370	428

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+15.7%
预测股息收益率	0.4%
预测股票回报率	+16.1%
市场回报率假设	9.3%
预测超额回报率	+6.8%

风险声明

悲观的宏观经济可能导致下游需求疲软；扩张战略的实施可能受到市场环境变化的影响。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	34%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	28%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	21%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 09 月 30 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 **英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：周中。

涉及报告中提及的公司的披露

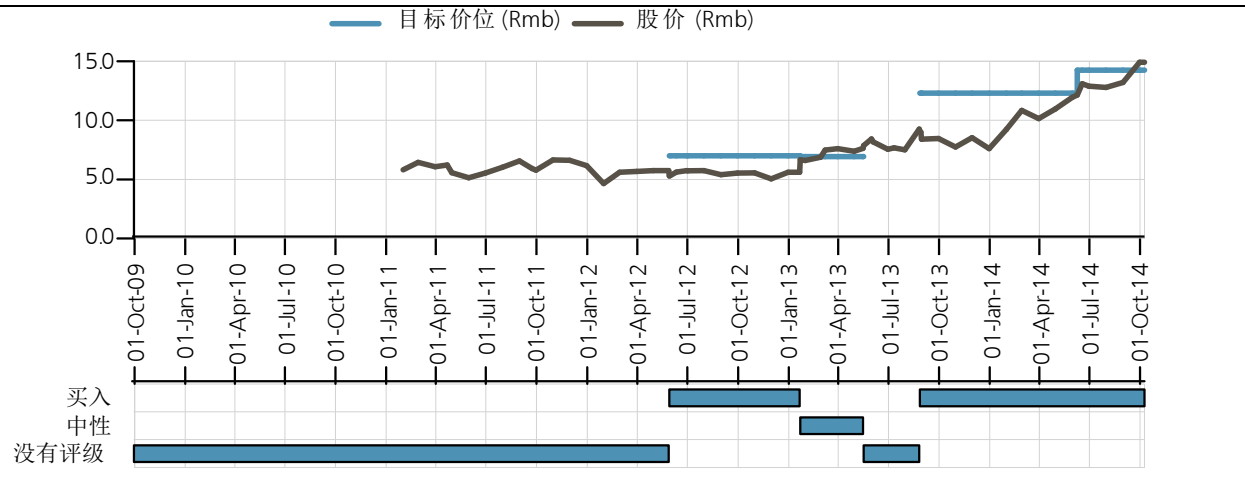
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
汉得信息	300170.SZ	买入	不适用	Rmb14.91	2014 年 10 月 09 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

汉得信息 (Rmb)



资料来源：UBS(瑞银)；截止至 2014 年 10 月 9 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭受的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区： 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：** 由 UBS Limited (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 分发。**俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**意大利：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel 和 Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd [mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发（除非另有许可）。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：** 由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：** 由 UBS Securities India Private Ltd（公司识别码 U67120MH1996PTC097299），2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码：+912261556000 SEBI 注册号：NSE 现金交易：INB230951431，NSE 期货与期权：INF230951431；BSE 现金交易：INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的物体或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。