

方正证券研究所证券研究报告

汉得信息(300170)

公司研究

计算机行业

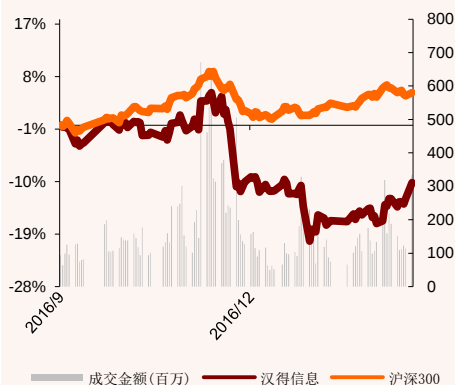
公司深度报告

2017.09.18/推荐(维持)

分析师 安永平
执业证书编号: S1220516080007
TEL: 010-68584831
E-mail anyongping@foundersc.com

联系人: 付然
TEL: 021-68388501
E-mail: furan@foundersc.com

历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

《高端 ERP 实施服务龙头发力建筑装饰信息化, 创新业务助推公司未来发展》2017.06.07

请务必阅读最后特别声明与免责条款

核心观点:

1. **ERP 行业复苏, 公司将迎发展黄金时代。**2016 年以后, ERP 软件行业需求逐渐回暖, 2017 上半年, 金蝶国际、用友网络、鼎捷软件、SAP (亚太地区) 的营业收入分别同比增长 14.27%、26.01%、9.72%、15.48%, 行业正在逐渐复苏。凭借与 SAP 及 Oracle 等多年以来良好的合作经验, 公司在高端 ERP 实施市场占据龙头地位。随着行业的逐步回暖, 公司 ERP 实施业务将进一步增长。

2. **深入解决客户痛点, 云业务发展值得期待。**公司的云业务主要分为第三方云服务和自有云服务, 其中自有云业务深入解决客户痛点问题: 云 SRM 专注解决供应商关系管理效率低下问题, 汇联易专注解决差旅及费用报销管理问题。

3. **发力智能制造, 助力未来业绩腾飞。**智能制造市场发展空间广阔。根据《“十二五”智能制造装备产业发展规划》, 未来 5 至 10 年, 中国智能制造装备行业增长率将达到年均 25%。公司智能制造业务主要包括 PLM 和 MES。PLM 覆盖产品全生命周期, 可根据客户需求“量身定制”。MES 在生产管理中起着承上启下、生产控制的核心作用, 可为客户企业带来巨大的经济效益和生产效率的提升。

4. **股权激励显雄心, 高管增持展安全边际。**2017 年 1 月, 公司控股股东及实际控制人陈迪清、范建震合计增持公司股份 5,258,801 股, 成交均价约 11.09 元/股。公司高管的增持表明其对公司未来发展的强烈信心, 且当前股价与高管的增持价格较为相近, 当前股价安全边际较高。

5. **盈利预测与估值:** 基于公司既具备高端 ERP 行业领先优势, 又大力开拓云服务、智能制造等创新业务, 未来发展潜力巨大。预计 2017-2019 将实现净利润 3.25 亿元、4.22 亿元、5.06 亿元, 对应 EPS 分别为 0.38、0.49、0.59 元。

风险提示: ERP 实施行业竞争加剧; 云业务、智能制造业务拓展不及预期

盈利预测:

单位/百万	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1710.22	1939.00	2480.00	2908.00
(+/-) (%)	40.32	13.38	27.90	17.26
净利润	241.38	324.80	422.37	506.29
(+/-) (%)	12.67	34.56	30.04	19.87
EPS (元)	0.28	0.38	0.49	0.59
P/E	41.97	26.17	20.13	16.79

数据来源: wind 方正证券研究所

目录

1	ERP 软件行业复苏，公司将迎发展黄金时代.....	4
1.1	ERP 软件行业需求回暖.....	4
1.2	SAP、ORACLE 高端 ERP 市场占据主要地位.....	5
1.3	公司营收逐年增长，ERP 实施领域布局逐步完善.....	6
1.4	业务范围扩张，员工人数增加助力未来增长.....	7
2	深入解决客户痛点，云业务发展值得期待.....	9
2.1	云计算行业飞速发展.....	9
2.2	自有云业务解决客户痛点问题，未来发展值得期待.....	10
2.2.1	云 SRM：供应商关系管理平台.....	11
2.2.2	汇联易：企业差旅和费用报销管理平台.....	12
3	发力智能制造，助力未来业绩腾飞.....	13
3.1	利好政策助力行业发展.....	13
3.2	行业成长潜力巨大.....	14
3.3	智能制造业务：PLM+MES.....	15
3.3.1	PLM.....	15
3.3.2	MES.....	17
3.4	公司业务优势显著，未来发展值得期待.....	20
4	盈利预测与估值.....	22
5	风险提示.....	22

图表目录

图表 1:	ERP 行业代表性厂商营业收入情况	4
图表 2:	国内管理软件市场规模预测	5
图表 3:	中美制造业人均信息化费用对比	5
图表 4:	SAP 与国内 ERP 软件特点对比	6
图表 5:	高端 ERP 市场格局	6
图表 6:	SAP 合作厂商分类	6
图表 7:	2016 公司营收结构	7
图表 8:	公司软件实施收入情况	7
图表 9:	公司近年来投资、并购情况	7
图表 10:	公司员工数量统计	8
图表 11:	公司员工受教育程度统计	8
图表 12:	云计算相关政策文件梳理	9
图表 13:	中国企业云服务市场规模	10
图表 14:	客户使用公共云服务调查结果	10
图表 15:	客户使用私有云服务调查结果	10
图表 16:	汉得云 SRM 平台特点图示	12
图表 17:	智能制造相关政策梳理	13
图表 18:	主要国家智能制造市场潜力比较 (2014)	14
图表 19:	中国智能装备制造业产值情况	15
图表 20:	中国自动化市场规模统计	15
图表 21:	欧俊信息客户资源	15
图表 22:	PLM 图示	16
图表 23:	Siemens PLM Software 解决方案	16
图表 24:	PLM 和 ERP 业务逻辑关系	17
图表 25:	PLM 和 ERP 业务流程一条化	17
图表 26:	生产管理系统业务流程图	18
图表 27:	MES 特点简介	18
图表 28:	MES 与 ERP 对比	20
图表 29:	公司所获荣誉情况	20
图表 30:	近年来公司高管增持及股权激励情况	21

1 ERP 软件行业复苏，公司将迎发展黄金时代

1.1 ERP 软件行业需求回暖

ERP 行业受益经济复苏，重回高增轨道。2012-2015 年间，受到宏观经济不景气和企业 IT 投资意愿等因素影响，国内的 ERP 管理软件面临低谷期，用友、金蝶等国内领导厂商营收增速均有不同程度的下滑。但 2016 年以后，ERP 软件行业需求逐渐回暖，2017 上半年，金蝶国际、用友网络、鼎捷软件、SAP（亚太地区）的营业收入分别同比增长 14.27%、26.01%、9.72%、15.48%，行业正在逐渐复苏。

图表1： ERP 行业代表性厂商营业收入情况

	单位： 百万元	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
金蝶国际	营业收入	1795.98	1643.87	1603.04	1656.36	1932.80	1087.03
	增长率	-11.20%	-8.47%	-2.48%	3.33%	16.69%	14.27%
用友网络	营业收入	4235.21	4362.69	4374.24	4451.27	5113.35	2192.31
	增长率	2.74%	3.01%	0.26%	1.76%	14.87%	26.01%
鼎捷软件	营业收入	995.01	1059.27	1053.19	1020.12	1140.01	574.01
	增长率	3.78%	6.46%	-0.57%	-3.14%	11.75%	9.72%
SAP	亚太地区			16474.53	19859.38	20135.54	10359.70
	增长率				20.55%	1.39%	15.48%

资料来源：wind, 方正证券研究所

国内 ERP 行业复苏的原因主要在于：

一是制造业转型升级带动高端 ERP 软件需求提升。国务院印发《中国制造 2025》，部署全面推进实施制造强国战略。随着众包设计、云制造等新型制造模式的出现，对企业管理的要求也进一步提升，原有的传统 ERP 软件已不再能满足客户的需求，对高端 ERP 软件的需求逐渐兴起。

二是随着移动互联技术的逐渐普及，消费逐渐升级。“新零售”概念兴起，企业以互联网为依托，通过运用大数据、人工智能等先进技术手段，对商品的生产、流通与销售过程进行升级改造，进而重塑业态结构与生态圈，并对线上服务、线下体验以及现代物流进行深度融合，与此同时，对企业内部的管理流程与管理效率也提出了更高的要求，助力国内 ERP 行业复苏。

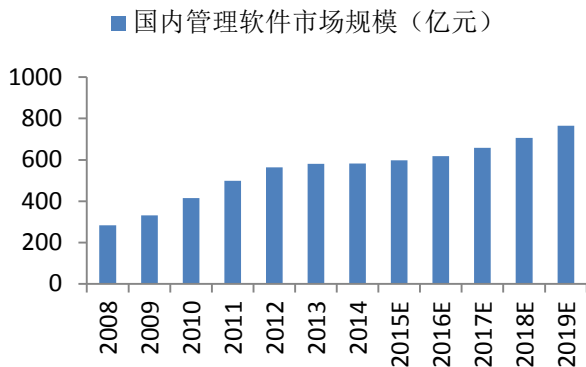
根据计世资讯的数据，2014 年国内管理软件市场整体规模达 582.5 亿元，据计世资讯预测，2019 年国内管理软件市场规模将达 765.4 亿元，未来行业仍将处于稳定发展阶段。

并且，与美国相比，中国制造业信息化费用相对较低，不到美国的五分之一。2015 年美国制造业信息化费用为 6188 元，而中国仅为 890 元，差距巨大。随着工业 4.0 和《中国制造 2025》的提出，中国制造业信息化进程将加速推进，ERP 等相关企业管理软件作为其中的重要部分，也将迎来发展的黄金时期。而制造业一直都是汉得信息在

ERP 实施领域的优势行业，作为行业龙头，公司有望率先受益。

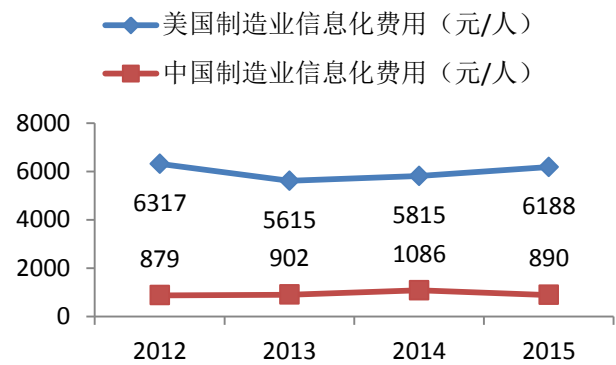
另外，由于以传统 ERP 为核心的整个企业管理软件行业的发展，已由原来的空白增长型阶段进入替代型阶段，传统 ERP 行业不可避免地将面临一场洗牌，一些中小型厂商可能因为产品系列不完善、客户体验不佳、粘性不高等原因而面临倒闭或是被大厂商收购。而大厂商则将凭借优质的产品和强大的品牌优势继续完善自身产品线，增加客户粘性，并有望通过并购整合进一步提升自身综合实力。而公司作为国内高端 ERP 实施龙头企业，市场地位和品牌影响力优势明显。

图表2：国内管理软件市场规模预测



资料来源：计世资讯，方正证券研究所

图表3：中美制造业人均信息化费用对比



资料来源：中国产业信息网，方正证券研究所

1.2 SAP、Oracle 高端 ERP 市场占据主要地位

SAP 白金合作商地位优势突出。在 SAP 的 ERP 系统的全球 128 家合作商中，银牌合作商 92 家，金牌合作商 28 家，白金合作商 8 家。在仅有的 8 家白金合作商中，汉得信息是仅有的中国企业，市场地位优势明显。

在目前的高端 ERP 市场，SAP 和 Oracle 仍占据主导地位，二者的市占率合计超过 50%。究其原因，主要在于二者设计思路和扩展性等与国内的许多 ERP 企业相比存在区别。从设计思路看，国内 ERP 软件通常采用单电板设置，设计思路是由下至上，而国外则是由上至下，因而更能满足日益庞大的企业规模对与公司管理的需求。

从可维护扩展性上看，SAP 提供多种便捷的工具使其系统的维护量大大下降，经过短期培训，企业的 IT 人员就能独立维护。而国内的 ERP 软件厂商许多则是针对的是企业的操作人员，而没有在相应的软件技术上提供多少解决方案，导致了其软件的维护性工作量居高不下。

从服务经营模式上看，像 SAP 这样的国外软件厂商以企业为服务对象，建立了完整的服务体系，从售前到人员教育、软件实施及客户化、二次开发都有相应的人员提供服务，使各环节互相衔接，服务较为完善，因而更加适用于各类结构复杂的大型企业。

深耕高端信息化服务，订单附加值较高。汉得信息多年以来深耕 Oracle 和 SAP 的实施业务，行业项目经验和客户资源丰富，市场地位优势显著。与国内的许多 ERP 厂商不同的是，公司始终定位于高端信息化服务，致力于为高端客户（收入在 10 亿以上）提供个性化服务，而国内的许多竞争对手则更多地定位于中小企业市场，因此公司的订单业务附加值更高，在高端 ERP 实施市场实力强大。

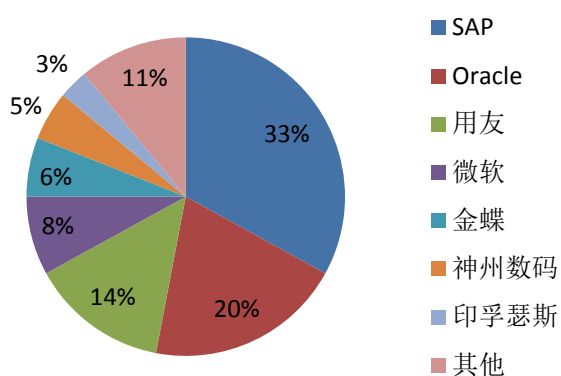
凭借与 SAP 及 Oracle 等多年以来良好的合作经验，公司在高端 ERP 实施市场占据龙头地位。随着行业的逐步回暖，公司 ERP 实施业务将进一步增长。

图表4： SAP 与国内 ERP 软件特点对比

	SAP 由上至下	国内 ERP 软件 由下至上
设计思路		
可维护扩展性	提供多种便捷的工具使其系统的维护量大大下降，经过短期培训，企业的 IT 人员就能独立维护。同时与各种专业系统存在集成，比如：CAD 接口、BAR CODE(条形码) 接口、CNC 接口等。	在软件的维护上大多没有摆脱厂商的影响，大多针对的是企业的操作人员，而没有在相应的软件技术上提供多少解决方案，导致了其软件的维护性工作量居高不下
服务经营模式	建立了完整的服务体系，从售前到人员教育、软件实施及客户化、二次开发都有相应的人员提供服务，使各环节互相衔接	仅以软件可操作性为目标，不会提供咨询服务
功能	适用于各类结构复杂的大型企业	更适用于中小型企业

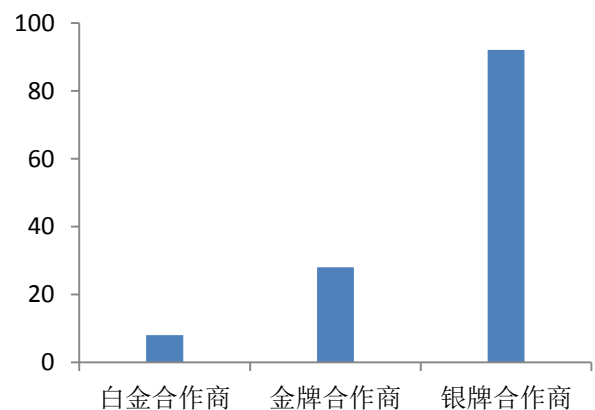
资料来源：中国知网《中外 ERP 软件差距争议》，方正证券研究所

图表5： 高端 ERP 市场格局



资料来源：计世资讯，方正证券研究所

图表6： SAP 合作厂商分类



资料来源：SAP 官网，方正证券研究所

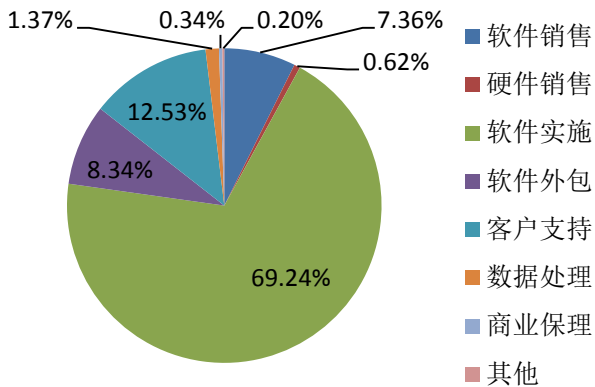
1.3 公司营收逐年增长，ERP 实施领域布局逐步完善

多年以来，公司主要针对 Oracle、SAP 等高端 ERP 软件提供实施服务，积累了丰富的实施经验，并已逐渐发展成为国内信息化综合实力领先的咨询服务公司。

软件实施收入保持稳健增长。目前来看，软件实施业务在公司营收中依然占比最高，2016 年该比例为 69.24%。从业务收入来看，公

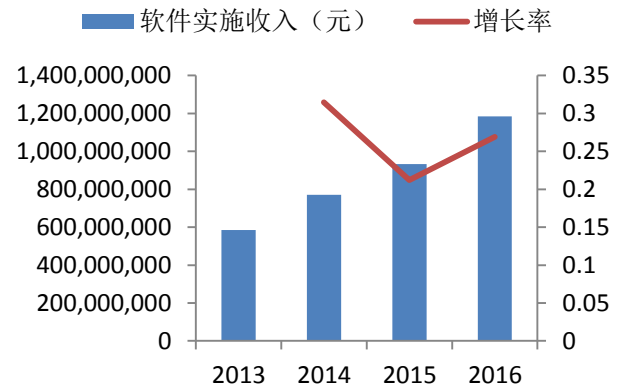
司近年来软件实施收入保持稳健增长,2016 年该业务收入 11.84 亿元,同比增长 27%。

图表7: 2016 公司营收结构



资料来源: 公司年报, 方正证券研究所

图表8: 公司软件实施收入情况



资料来源: 公司年报, 方正证券研究所

ERP 实施领域布局日臻完善。多年以来, 公司通过行业内部投资和并购, 积极完善 ERP 实施领域布局。自 2012 年以来, 公司相继投资和收购了夏尔软件、欧俊信息、汉得微扬、汉得融晶, 积极完善业务布局, 2016 年, 公司又以 12,928.25 万元收购达美 100% 股权, 达美专注于服装行业、高科技行业和零售行业, 而公司则以制造业客户为主要实施服务对象, 此次交易完成后, 达美的业务将与公司 SAP、Oracle 系统实施业务形成协同, 增强公司的综合竞争力。

公司作为国内高端 ERP 实施领域龙头, 深耕行业多年, 积累了丰富的项目经验和客户资源, 在行业内形成了较好的口碑和较强的品牌影响力。随着公司 ERP 实施领域布局的逐步完善, 公司的市场龙头地位将进一步巩固。

图表9: 公司近年来投资、并购情况

时间	投资标的	业务	优势领域/拓展领域
2012 年	夏尔软件	扫描加工外包服务、ECM 系列产品、iCAS 大容量非结构化数据存储、iFile 法规遵从文件归档平台	拓展 BPO 相关业务
2014 年	欧俊信息	PLM (产品生命周期管理) 解决方案及咨询服务	拓展 PLM (产品生命周期管理) 服务
2015 年	汉得微扬	微软 Dynamics ERP 实施服务	企业 CRM 和数字化营销市场
2015 年	汉得融晶	ERP 实施服务	银行、金融等行业
2016 年	达美	SAP ERP 系统的销售、实施和运维	服装行业、高科技行业和零售行业

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

1.4 业务范围扩张, 员工人数增加助力未来增长

企业信息化建设需求逐渐多样化。由于现在企业的业务和管理需求都愈发呈现出多样化、个性化的特点, 比如对实现营销数字化转型、

提高采购效率、降低采购成本，实现供应链流程管控，加强仓储运输管理，企业绩效管理 etc 都有非常急迫的需求，单一的 ERP 很难满足企业全面信息化建设的需求。

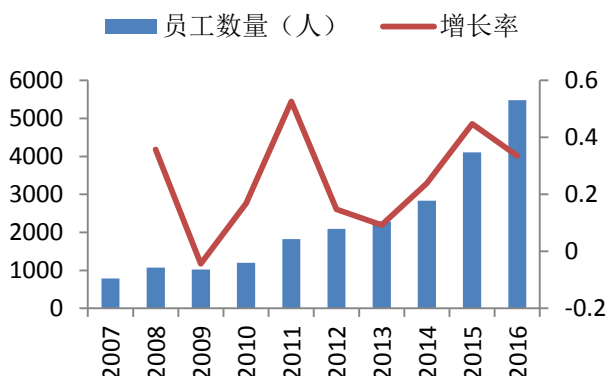
因此除了高端 ERP 软件外，公司还提供其他套装软件的实施服务，比如 CRM 客户关系管理、HRMS 人力资源管理、WMS 仓储管理系统、BI 商务智能分析系统等。因而，公司除了设有专门的 SAP 和 Oracle 事业部外，随着业务范围和规模的扩大，公司还设立了 AMS 事业部，为客户提供全方位的运维服务。

汉得提供专业的运维平台 HISMS，该平台集问题管理、知识库管理等等于一身，配合合同中的 SLA（服务水平协议）提供快速、专业、成体系的运维服务。经过多年运维的发展，公司形成了远程、驻场，远程+驻场，远程+现场等多种运维模式，同时提供多种类运维产品的专业运维，涵盖 EBS\SAP\EBSHR\Peoplesoft HR\CRM\Hyperion\BIEE\Java EE\Agile PLMdeng 等，目前汉得运维中心有近 200 余家运维客户，客户年增长率超 30%。

基于公司客户的不断增长，为给客户提供更为细致的服务，公司的员工数量也不断增长。2012-2014 年受到 ERP 行业不景气影响，公司员工增长率有所下滑。但自 2015 年以来，随着行业逐步回暖，公司员工增长速率也相继提高，2015、2016 年员工增长率分别为 44.8%、33.6%。根据机构交流会的交流得知，公司的业务模式是先签合同，然后在半年到一年后实现交付，由于人员培训需一定时间，一般都是先有订单，然后才会招募人员，因而公司员工的大幅增加也侧面说明了公司业务规模的快速扩张。

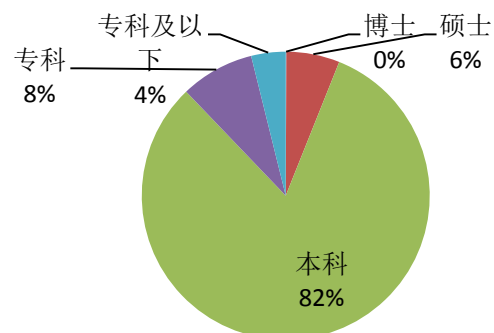
高素质员工为公司未来发展奠定坚实基础。由于公司目前本质上是提供企业信息化的咨询服务与行业解决方案等，员工的数量和质量是影响方案成功和客户体验的重要因素。根据 2016 年报数据，公司员工中本科学历占比最高，比例高达 82%，本科和硕士学历共占比 88%，表明公司员工受教育程度较高，为行业方案的实施和客户体验的提升奠定良好的基础。随着员工人数不断增加，公司未来业绩有望进一步增长。

图表10： 公司员工数量统计



资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表11： 公司员工受教育程度统计



资料来源：公司年报，方正证券研究所

总体来看，目前，公司已形成了包括 SAP、Oracle、微软等多个品牌的高端 ERP 实施服务+其他套装软件的实施和增值服务+BPO 业务的全方位企业信息化业务，随着国内 ERP 行业逐渐复苏，公司未来业绩有望进一步增长。

另外，在 ERP 国产化替代方面，我们认为公司未来发展不会受到太大影响，原因在于：公司的主营业务并非销售 SAP 和 Oracle 的 ERP 软件，而是为客户提供行业解决方案和咨询服务，ERP 软件只是帮助企业实施信息化的工具而已，不是决定公司业绩的最主要因素。一旦未来国内产生优质的 ERP 产品并得到客户的认可，公司同样可以提供国产 ERP 产品的咨询和实施服务。

2 深入解决客户痛点，云业务发展值得期待

2.1 云计算行业飞速发展

自 2010 年以来，云计算政策持续利好。近年来多项促进云计算发展的政策文件发布，助力云服务市场快速发展。

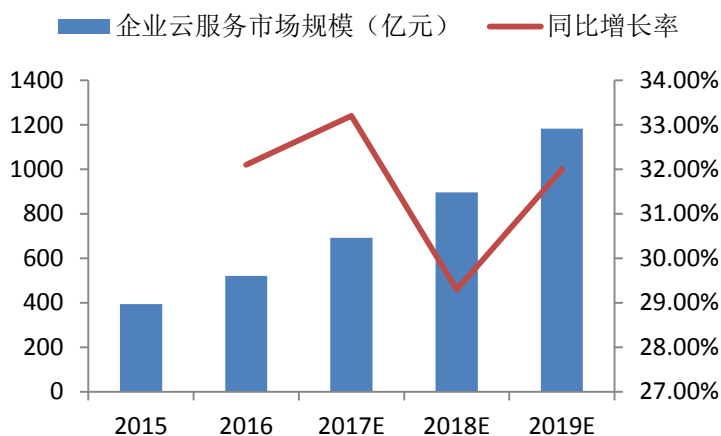
图表12： 云计算相关政策文件梳理

事件	文件	内容
2015 年 1 月	《关于促进云计算创新发展培育信息产业新业态的意见》	提出促进云计算创新发展，积极培育信息产业新业态。
2015 年 7 月	《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	强调把互联网的创新成果与经济社会各领域深度融合，推动技术进步、效率提升和组织变革。
2015 年 11 月	《云计算综合标准化体系建设指南》	为云计算和云服务建立统一标准。
2016 年 3 月	十三五规划纲要	指出要重点突破大数据和云计算关键技术，并积极推进云计算和物联网发展。
2016 年 7 月	《国家信息化发展战略纲要》	提出着力构筑移动互联网、云计算、大数据、物联网等领域比较优势。
2016 年 7 月	《中国银行业信息科技“十三五”发展规划监管指导意见（征求意见稿）》	指出要“探索建立银行业金融公共服务行业云，构建私有云与行业云相结合的混合云应用”。
2016 年 10 月	《关于发布 2016 年工业转型升级（中国制造 2025）重点项目指南的通知》	明确了中国制造 2025 重点项目共十八个重点领域，其中重点扶持工业云和大数据公共服务平台建设及应用推广。

资料来源：艾瑞咨询，网易，搜狐，方正证券研究所

据艾瑞咨询数据，2016 年中国企业云服务市场规模超 500 亿元，预计未来几年仍保持约 30% 的年复合增长率，2019 年市场规模有望达 1182.6 亿元，市场发展潜力巨大。

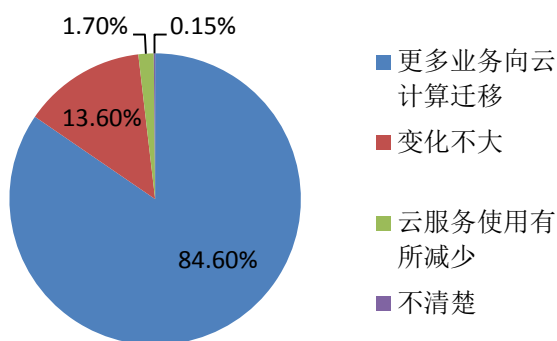
图表13: 中国企业云服务市场规模



资料来源: 艾瑞咨询, 方正证券研究所

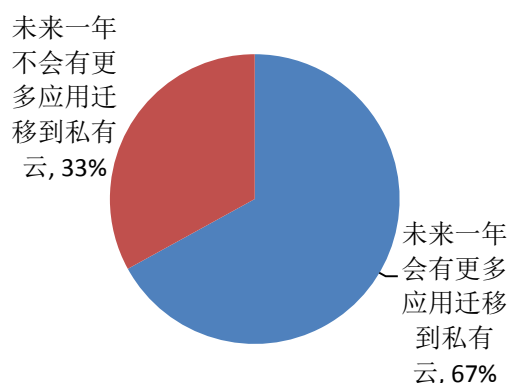
客户云计算迁移意愿强烈。基于云计算具有总体成本低、服务好、环保等特点, 由传统 IT 向云计算转变逐渐成为大势所趋, 客户使用意愿较为强烈。据信通院 2015 年调查数据显示, 更多业务向公共云和私有云迁移的企业占比分别为 85%和 67%, 预计未来公共云和私有云的使用比例将进一步上升, 行业应用前景广阔。

图表14: 客户使用公共云服务调查结果



资料来源: 艾瑞咨询, 方正证券研究所

图表15: 客户使用私有云服务调查结果



资料来源: 艾瑞咨询, 方正证券研究所

2.2 自有云业务解决客户痛点问题, 未来发展值得期待

公司的云业务主要分为: 第三方云服务和自有云服务两大部分,其中第三方云服务中公司是亚马逊、微软、华为、阿里、腾讯、浪潮等云计算基础设施厂商的重要合作伙伴。公司是亚马逊在大中华区的唯一一家、全球第 18 家最高级别合作伙伴, 在阿里和腾讯云上, 公司也参与到其中的数字营销、新零售等领域。

双方的合作模式是: 公司作为亚马逊 AWS、阿里云及腾讯云的分销商和实施服务商, 主要业务有云转售、云迁移、云部署, 公司也会在 PaaS 平台上进行一些应用开发等, 其中云转售一般是收取使用费, 主要通过线下销售渠道销售, 而云迁移和云部署则按照项目收费。

而对于自有云服务，公司基于 20 多年来在 Oracle、SAP 和微软实施业务上的积累，已形成了自己的较为完善的行业解决方案。公司目前已有 10 多个自有云产品，汇联易和云 SRM 是公司的两大核心产品，分别由子公司独立运营。

2.2.1 云 SRM：供应商关系管理平台

国内企业供应商管理信息化水平较低，灰色采购行为层出不穷，造成企业采购效率低下。由于国内企业供应商管理信息化水平较低，难以与供应商的信息系统进行有效连接，也难以形成完善的供应商管理信息系统，缺乏与供应商交流、对供应商进行管理的科学高效的信息系统，市场和供应商信息难以方便快捷地应用到企业采购中。

同时，采购过程中采购人员的主观性和随意性大，而供应商为了销售产品，往往会采用非常规甚至非法手段来影响采购人员的选择和决策，导致腐败现象、灰色采购行为层出不穷、屡禁不止，造成企业采购效率低下。

供应商关系管理成为客户痛点问题。国内目前大多数企业还没有实现在线采购等业务，对通过 SRM 供应商关系管理系统实现采购效率提升、采购成本降低以及采购业务流程管控有比较急迫的需求，而目前国内能满足此类需求的企业却寥寥无几，企业的痛点问题难以解决。

2017 年 5 月，公司以 SRM 著作权作价出资与宁波得厚领峰企业管理咨询合伙企业（有限合伙）合计投资 200 万人民币设立上海甄云信息科技有限公司，致力于为企事业单位提供 SRM 系统的管理，从质量、成本、效率三个方向出发，积极打造敏捷、高效、高控的供应链体系。

公司基于多年来对企业供应链管理的解决方案总结和经验积累，公司内部孵化了汉得供应商关系管理平台软件及汉得供应商关系管理云平台软件。公司的云 SRM 一端连接核心企业，另一端连接供应商，实现交易和数据互换等。

汉得云 SRM 平台主要具备三大特点：丰富的产品功能、健全的平台管理和高效的采购协同。以电子招投标为例，企业在云平台上发布招标信息，供应商进行投标并可看到报价所处区间并做出是否改价选择，同时招标企业可通过平台大数据资源，查询供应商历史投标信息及资信情况，帮助企业选出最佳供应商，较好地解决了原先采购中存在的投标人资信情况难以查证、招投标采购效率低下等问题。根据官网披露的数据显示：使用汉得云 SRM 平台可使得企业月结效率增幅达 73%、整体协同效率增幅达 62%，帮助企业实现降本增效的目标。

图表16： 汉得云 SRM 平台特点图示



资料来源：官网，方正证券研究所

平台兼容性较好。公司云 SRM 对 ERP 系统没有要求，可以和 Oracle、SAP 的 ERP 对接，也可以对接金蝶、用友等 ERP 平台，兼容性较好。公司收费的对象是客户供应商，目前收费模式有：统一收费（和核心企业谈好，供应商全部统一收取年费）、按采购额收费（按订单的交易额比例收取平台使用费）、转售收费（核心企业一次买断一年的平台费用）三种模式。

2017 上半年，SRM 业务发展迅速，已初步搭建组成方案专家、实施团队和管理团队，共完成数十家客户签约，产品与实施合同金额达到 1000 多万。公司计划在下半年加速客户开拓步伐，进一步加深产品功能和应用场景的研发和实施投入，提高自身竞争力，未来有望形成新的业务增长点。

2.2.2 汇联易：企业差旅和费用报销管理平台

基于对企业差旅和费用报销管理的深刻理解，公司内部孵化了一站式差旅及费用报销管理产品即汇联易，并基于该产品提供 SaaS 服务，帮助企业落地商旅，报销和费控流程，实现商旅消费、费用控制、员工报销、财务审核、信用支付、实物及电子发票管理的精细化和自动化，大大简化了服务业企业繁杂的差旅、报销等流程，提高了管理效率。

秉持“透明是最好的管理”理念，汇联易持续扩大企业消费端接入范围，与多家在线商旅公司、酒店、航空公司达成战略合作，双方将发挥各自优势，将整合后的一体化方案推向市场。2017 年上半年，汇联易新增 50 余家客户，完成合同金额 1000 多万元，并进一步完善了产品功能。

截至目前，汇联易用户数约 10 万，公司向客户收取前期的平台建设实施费，然后按时间向使用了汇联易的每一个终端用户进行计费并向企业进行收取。随着公司客户的不断拓展，该业务规模有望快速上升。

3 发力智能制造，助力未来业绩腾飞

3.1 利好政策助力行业发展

自 2011 年以来，国家先后出台了多项政策支撑中国智能制造的发展，在国务院发布的《中国制造 2025》中，提出信息化与工业化的深度融合、推动工业向智能制造升级的战略目标，未来工业互联网、云计算和大数据在企业研发设计、采购供应、生产制造、销售服务等经营管理的全流程和全产业链的综合集成应用将形成新的产业形态、商业模式和经济增长点，其中信息化也将成为制造业转型升级、创新发展的先行军。

在此背景下，作为传统制造业信息化领域的重要生力军，公司在制造业的信息化长期积累优势得到凸显。

图表17： 智能制造相关政策梳理

时间	政策	内容
2011 年 6 月	《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020）》	重点研究开发绿色流程制造技术、基于生态工业概念的系统集成和自动化技术，智能化检测控制技术
2011 年 7 月	《国家十二五科学和技术发展规划》	发展工业机器人、智能控制、微纳制造、制造业信息化等相关系统和装备，重点研发工业机器人的模块化核心技术和功能部件、重大工程自动化控制系统和智能测试仪器及基础件等技术装备
2011 年 9 月	《关于促进战略性新兴产业国际化发展的指导意见》	鼓励高端装备制造业充分利用全球创新资源，开展多种形式的研发合作，提升创新能力
2013 年 2 月	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》	重大智能制造成套设备分类中的自动化物流成套设备和智能化成形和加工成套设备，被列入战略性新兴产业细分产品
2013 年 12 月	《关于推进工业机器人产业发展的指导意见》	到 2020 年，形成较为完善的工业机器人产业体系，培育 3-5 家具有国际竞争力的龙头企业和 8-10 个配套产业集群
2015 年 3 月	《2015 年智能制造试点示范专项行动实施方案》	通过试点示范，关键智能部件、装备和系统自主化能力大幅提升，智能制造标准化体系初步建立，智能制造体系和公共服务平台初步成形
2015 年 5 月	《中国制造 2025》	紧密围绕重点制造领域关键环节，开展新一代信息技术与制造装备融合的集成创新和工程应用。支持政产学研用联合攻关，开发智能产品和自主可控的智能装置并实现产业化。到 2020 年，制造业重点领域智能化水平显著提升，试点示范项目运营成本降低 30%，产品生产周期缩短 30%，不良品率降低 30%。到 2025 年，制造业重点领域全面实现智能化，试点示范项目运营成本降低 50%，产品生产周期缩短 50%，不良品率降低 50%。
2016 年 3 月	《机器人产业发展规划（2016-2020 年）》	面向《工业机器人关键技术中国制造 2025》十大重点领域及其他国民经济重点行业需求，聚焦智能生产、智能物流，攻克
2016 年 8 月	《装备制造业标准化和质量提升规划》	到 2020 年，工业基础、智能制造、绿色制造等重点领域标准体系基本完善，质量安全标准与国际标准加快接轨，

研究源于数据 13 研究创造价值

2016 年 12 月

《智能制造发展规划
(2016-2020 年)》

重点领域国际标准转化率力争达到 90%以上，装备制造业标准整体水平大幅提升，质量品牌建设机制基本形成，部分重点领域质量品牌建设取得突破性进展，重点装备质量达到或接近国际先进水平。

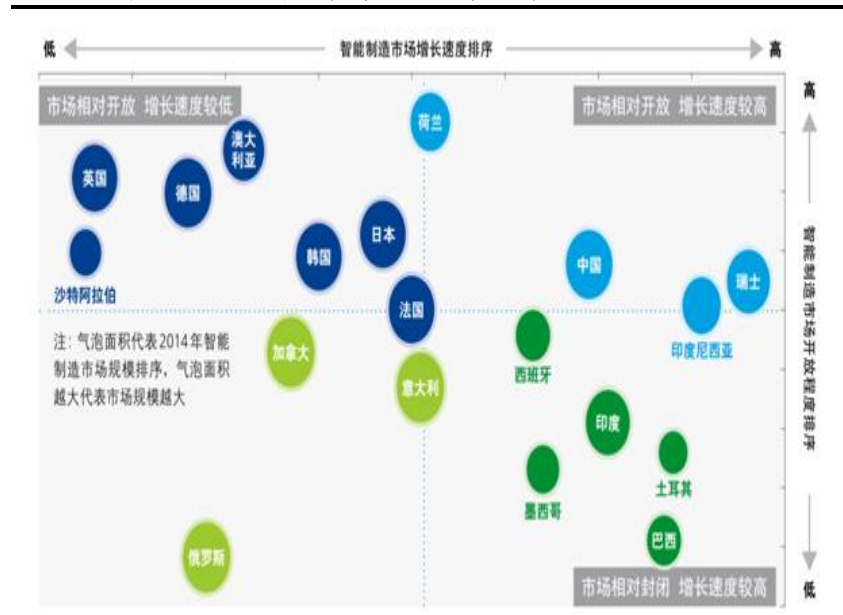
提出 2025 年前，推进智能制造实施“两步走”战略：第一步，到 2020 年，智能制造发展基础和支撑能力明显增强，传统制造业重点领域基本实现数字化制造，有条件、有基础的重点产业智能转型取得明显进展；第二步，到 2025 年，智能制造支撑体系基本建立，重点产业初步实现智能转型。

资料来源：中商情报网，方正证券研究所

3.2 行业成长潜力巨大

中国制造业智能化改造需求巨大。2014 年 2 月，密歇根大学从美国智能制造产业目标市场的角度，对包括中国在内的 19 个国家的智能制造市场增长潜力、开放程度、市场规模、基础设施和国家风险等指标进行分析和对比，结果显示中国市场处于开放程度较高、增长速度较快的象限，表明中国制造业产能巨大，存在强烈的智能化改造需求。

图表18： 主要国家智能制造市场潜力比较（2014）

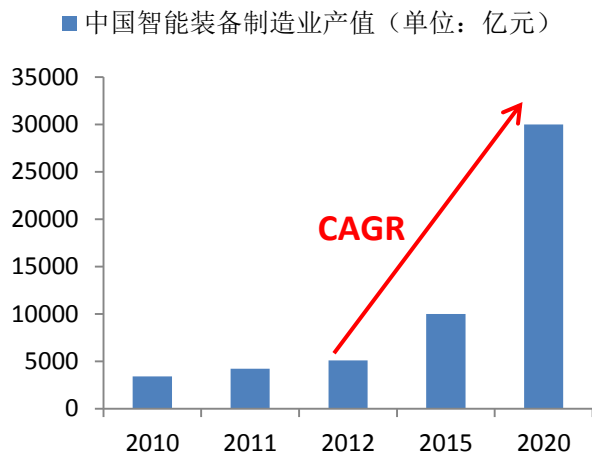


资料来源：中国产业信息网，方正证券研究所

智能制造市场发展空间广阔。根据《“十二五”智能制造装备产业规划》，到 2015 年，智能制造装备产业销售收入预计将超过 1 万亿元。到 2020 年，智能制造装备业将成为具有国际竞争力的先导产业，建立完善的智能装备产业体系，产业销售收入超过 3 万亿元，国内市场占有率超过 60%，实现装备的智能化及制造过程的自动化。在未来 5 至 10 年的时间里，中国智能制造装备行业增长率将达到年均 25%。

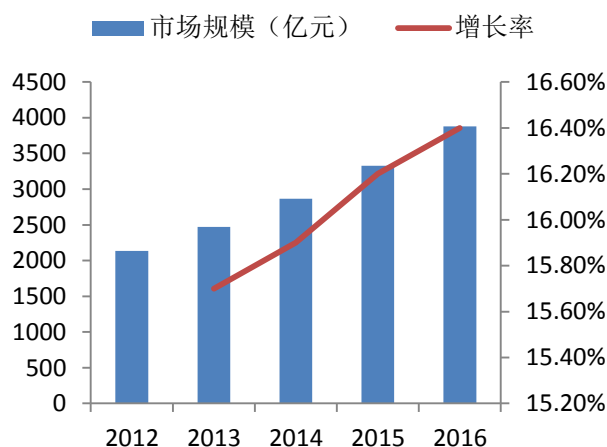
并且, 根据中国产业信息网的数据, 中国自动化市场将由 2012 年的 344 亿美元 (约合 2,135 亿人民币), 增长至 2016 年的 625 亿美元 (约合 3,876 亿人民币), 年复合增长率达到 16%。自动化作为智能化的重要领域之一, 其设备及服务的应用市场增长趋势无疑也反应了整个智能制造应用市场未来的广阔前景。

图表19: 中国智能装备制造业产值情况



资料来源: 中国产业信息网, 方正证券研究所

图表20: 中国自动化市场规模统计



资料来源: 中国产业信息网, 方正证券研究所

3.3 智能制造业务: PLM+MES

公司的智能制造业务主要包括两大部分: PLM 和 MES。

3.3.1 PLM

2014 年 9 月, 公司收购上海欧俊信息技术有限公司产品生命周期管理 (PLM) 相关的资产和业务, 自此进军 PLM 业务。

欧俊信息是一家专业提供 PLM (产品生命周期管理) 解决方案及咨询服务的专业公司, 面向中国大中型企业以及跨国公司在中国的研发组织, 专业提供包括研发制定策略, 研发流程评估及优化, 研发系统化部署实施, 结构化企业知识管理应用, 工程信息技术实施和开发等全产品生命周期管理解决方案的全方位服务。

欧俊客户资源丰富。作为中国本土高端 PLM 产品咨询服务的领先企业, 欧俊信息先后承接过西门子、华为 3com、艾默生、海尔、北汽福田、许继电气和中航工业、航天科技下属企业等国内众多知名客户的 PLM 项目, 在业内形成了良好的口碑。通过并购, 不仅可以为公司节省大量的研发投入和人力成本, 还承接了欧俊原先积累的大量客户。

图表21: 欧俊信息客户资源

行业	成功案例
能源及电力装备	无锡透平叶片制造有限公司、西安高压电器研究院有限责任公司、西门子 (杭州) 高

业	压开关有限公司、西安高压开关有限公司、哈尔滨电机集团有限公司、上海电气集团上海电气电站集团、东方电气广州重型机械有限公司、陕西鼓风机(集团)有限公司、许继电气集团、国电南京自动化股份有限公司、大全集团南京研究院
航空航天和国防工业	中航工业陕西飞机工业(集团)有限公司、西安航空发动机(集团)有限公司、陕西宝成航空仪表有限责任公司、中航飞机起落架有限责任公司、宝成航空仪表、北京航天研究所、航空 602 研究所、洛阳 612 研究所、洛阳 613 研究所、南京晨光集团有限责任公司
汽车及交通设备行业	比亚迪股份有限公司、北汽福田汽车股份有限公司、深圳市航盛电子股份有限公司、浙江新柴股份有限公司、杭州依维柯汽车变速器有限公司、上汽通用五菱汽车有限公司、南京中航特种装备研究院有限公司、盐城中大集团中威客车有限公司、内蒙古北方重型汽车股份有限公司、北京理工大学车辆研究工程中心、中信戴卡轮毂制造有限公司
高科技电子行业	青岛海尔集团有限公司、海信集团有限公司、杭州九阳小家电有限公司、瑞声声学科技集团有限公司、步步高视听电子有限公司、上海微电子装备有限公司、上海海立特种制冷设备有限公司、上海日立电器有限公司、美的微波电器制造有限公司、奥克斯集团有限公司、华为 3COM 通讯设备、华为技术有限公司、广州白云电器有限公司、厦门立达信光电有限公司、厦华电子股份有限公司、山东浪潮集团、芯邦微 Chipsbank (芯片)、深圳市科陆电子有限公司、艾默生网络能源有限公司、四川长虹集团有限公司
机械制造业	无锡压缩机股份有限公司、西安陕鼓动力股份有限公司、西安庆安制冷设备股份有限公司、大连大重集团、江汉油田第四石油机械厂、上海柴油机股份有限公司、江苏常发实业集团有限公司、上海科瓦纳设备制造有限公司、兰石集团兰州重工机械有限公司、大连重工起重集团有限公司、太原重工集团有限公司、中国煤炭科工集团西安研究院、河南卫华重型设备有限公司
新行业	江苏省交通科学研究院股份有限公司

资料来源：公司官网，方正证券研究所

PLM 覆盖产品全生命周期，根据客户需求“量身定制”。PLM 是覆盖了从产品诞生到消亡的产品生命周期全过程的、开放的、互操作的一整套应用方案。PLM 的作用可以覆盖到一个产品从概念设计、制造、使用直到报废的每一个环节，包括了充分利用跨越供应链的产品智力资产来实现产品创新的最大化，改善产品研发速度和敏捷性，增强交付客户化和为用户量身定做产品的能力，以便最大限度地满足客户的需求。

图 22： PLM 图示



资料来源：公司官网，方正证券研究所

图 23： Siemens PLM Software 解决方案

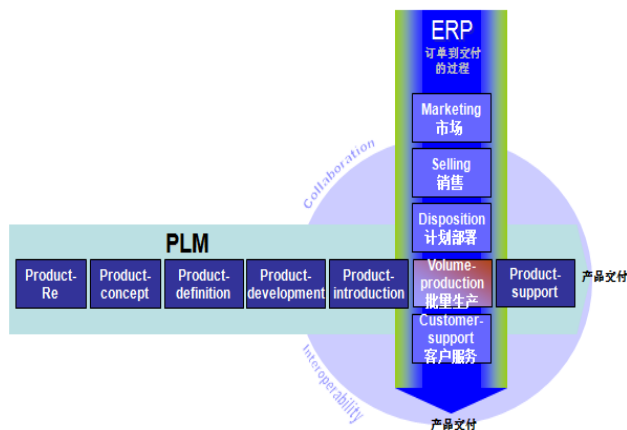


资料来源：公司官网，方正证券研究所

PLM&ERP 系统集成技术方案实施服务是公司的优势业务之一，公司在 PLM 和 ERP 系统集成实施方面具有 10 年以上的经验积累，其可提供的 PLM 系统包括:Siemens Teamcenter PLM 全部产品线的系统、PTC Winchil PLM 系统；可提供的 ERP 系统包括：SAP、Oracle、用友（nc/u8）、金蝶（k3）、和佳、神码等，能够最大程度地满足客户多样化需求。

在产品生命周期中，在产品研发管理阶段，企业重点在文档管理，产品结构，工程变更和配置管理。而产品真正发放到生产，进行小批量和量产阶段的时候，重心就转移到 ERP 的计划、采购和生产中。而 **PLM 和 ERP 的集成点就是设计向生产的一个转化过程**，打通整个研发、设计和生产的工程变更过程，充分利用跨越供应链的产品智力资产来实现产品创新的最大化，增强交付客户化和用户“量身定制”的效果。

图表24： PLM 和 ERP 业务逻辑关系



资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表25： PLM 和 ERP 业务流程一条化



资料来源：公司官网，方正证券研究所

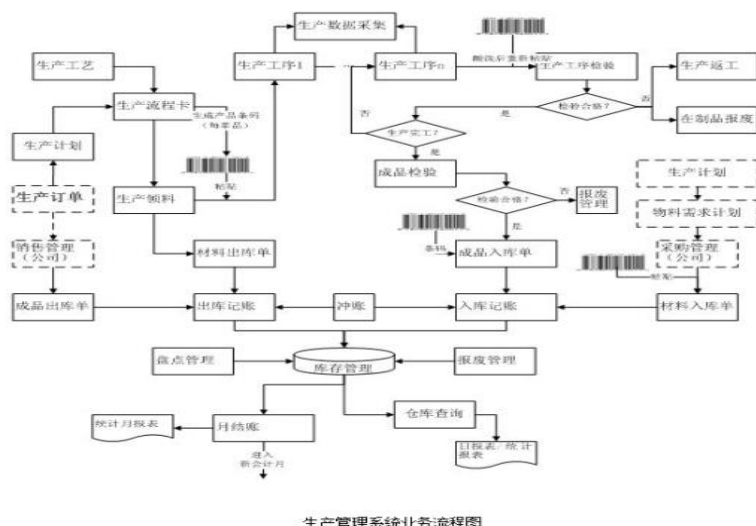
3.3.2 MES

根据公司调研信息，公司在智能制造方面，专设智能制造事业部群，除了 PLM 以外，MES 系统也是公司的核心产品。PLM 产品对应产品设计，MES 产品对应智能工程，其中 MES 有自主产品，也有西门子相关产品以及 SAP 的 ME 等，目前整个事业部约 500 多人。

MES 在生产管理中起着承上启下、生产控制的核心作用。 MES(Manufacturing Execution System)直译成制造执行系统，俗称生产管理系统。MES 处于企业信息系统 ERP/SCM 和过程控制系统 DCS/PLC 的中间位置。ERP 作为业务管理系统，DCS/PLC 作为控制系统，而 MES 则作为生产执行系统。在企业生产管理中，MES 起着上下沟通企业管理平台和现场控制设备的垂直集成作用，同时又起着前后贯通所有产线，实现全过程的一体化产品与质量设计、计划与物流调度、生产控制与管理的核心作用。

MES 通过基于前后工序衔接的生产协调、考虑工序能力的生产计划、实时的物料跟踪与指导等功能，掌握从订单接受到发货的整个过

图表26: 生产管理系统业务流程图



MES 主要具备四大特点：敏捷生产计划管理体系、灵活的生产流程管理技术、生产过程全程引入条码管理和精确实时的库存控制管理。它不仅实现了企业生产管理的计算机化，还规范了生产管理业务、实现了生产信息资源的共享，可为客户企业带来巨大的经济效益和生产效率的提升。

系统特点	介绍	实施效益
敏捷生产计划管理体系	帮助企业根据销售订单与销售预测而制定比较精确的生产计划，满足企业实现及时生产和避免库存积压的生产要求。	实现各工序集中计划管理，使之负荷均衡、物流紧密衔接；实现生产的平衡、资源平衡、时间平衡，提高资源利用率，最大限度消除生产瓶颈。
灵活的生产流程管理技术	MES 系统将企业内的工序、工位、作业计划单进行综合管理和过程控制，从而实现生产流程清晰可控，使人员与设备达到最佳配置。一旦产品属性、交货期限、数量、质量、工艺路径以及投入的物料得到确认，生产计划单就转化成为生产任务单，并开始生产。	减少手工劳动，保持物流连续高效运作，上下工序紧密衔接，提高工作效率，降低差错率。
生产过程全程引入条码管理	生产管理系统采用了先进的条码技术，利用条码信息介质，对生产进行全程跟踪。	
精确实时的库存控制管理	仓库管理模块可以对每种商品进行从入库、库存、出库、库存预警到发货、退货、盘点以及库存信息查询等进行全过程管理。	降低中间库存量，缩短合同的交货期，保证生产柔性、产品质量和准时交货。

研究源于数据 18 研究创造价值

与 ERP 不同的是, ERP 类似于“锦上添花”, 适合于上升期的企业, 主要目的是规范性和合规性。而智能制造则更类似于“雪中送炭”, 可帮助某些因供应链管理不善落后于竞争对手的企业, 改善其管理细节, 帮助客户提高生产效率、库存周转率、改善质量、改善交期等。

将 MES 与 ERP 进行对比, 从管理目标上来看, ERP 的重点在于财务, 即从财务的角度出发来对企业的资源进行计划, 相关的模块也是以财务为核心的展开, 最终的管理数据也是集中到财务报表上。而 MES 重点在于制造, 即以产品质量、准时交货、设备利用、流程控制等作为管理的目标。特别是对制造型企业而言, MES 的作用至关重要。

从管理范围来看, ERP 管理的范围比 MES 大, 但 MES 管理比 ERP 更为细致。ERP 管理的范围主要是以工作中心为单位, 而 MES 则是细致到每个制造工序, 对每个工序进行任务的下达、执行的控制和数据采集、现场调度。相比而言, ERP 要做到工序级的管理, 则需要进行定制开发。

从管理的功能来看, ERP 在制造管理方面的功能主要是编制生产计划, 收集生产数据。而 MES 除了细化生产计划和收集生产数据外, 还有批次级的生产控制和调度的管理功能, 例如: 批次级的工艺流程变更, 对制造设备、人员和物料的验证控制, 批次分拆、合并, 批次的生产订单变更等现场调度功能。

从实现方式来看, ERP 主要采用填写表单和表单抛转的方式实现管理, 现场收到的制造任务是通过表单传达, 现场制造数据也是通过填写表单完成收集。

MES 是采用事件的方式实现管理, 生产订单的变化和现场的制造情况, 通过 MES 内置的 WIP 引擎立刻触发相关事件, 要求相关人员或设备采取相应的行动。因此, MES 可以减少数据的输入工作, 减少差错, 也提高了及时性。

从管理的时间周期来看, 由于 MES 采取了 WIP 引擎来驱动管理, 能够做到现场的“实时管理”: 上级生产计划和生产调度能立刻反映在制造现场的作业界面, 现场的生产数据和异常情况也能实时反映在管理岗位的监督界面, 使得及时调度成为可能。

而 ERP 的表单方式不可避免会有一个录入周期, 因此在生产调度上会有两个录入周期的滞后, 对于制造周期短的生产可能会造成影响。

由此可见, MES 对于企业生产效率的提高和经济效益的增长具有重要的促进作用。根据公司调研信息, 2017 上半年, 智能制造业务占公司总营收比例约 20%, 增速快于传统业务, 毛利率也略高于传统企业信息化服务, 该业务毛利率在 40% 以上。未来随着国家对智能制造的不断推进, 公司未来业绩弹性巨大。

图表28: MES 与 ERP 对比

	MES	ERP
管理目标	重点在于制造, 以产品质量、准时交货、设备利用、流程控制等作为管理的目标	重点在于财务, 从财务的角度出发来对企业的资源进行计划
管理范围	MES 的管理更为细致	ERP 管理的范围更大
管理功能	除了细化生产计划和收集生产数据外, 还有批次级的生产控制和调度的管理功能	编制生产计划, 收集生产数据
实现方式	采用事件的方式实现管理, 生产订单的变化和现场的制造情况, 通过 MES 内置的 WIP 引擎立刻触发相关事件, 要求相关人员或设备采取相应的行动。	主要采用填写表单和表单抛转的方式实现管理, 现场收到的制造任务是通过表单传达, 现场制造数据也是通过填写表单完成收集。
管理的时间周期	能够做到现场的“实时管理”	表单方式不可避免会有一个录入的周期, 因此在生产调度上会有两个录入周期的滞后

资料来源: CNBLOGS, 方正证券研究所

3.4 公司业务优势显著, 未来发展值得期待

我们认为, 公司从事智能制造业务主要具备三大独特优势:

一是产品线最为完备, 最大程度地实现客户定制。在信息化领域, 汉得信息是国内目前产品线最为完备的公司, 公司可帮助客户实现纵、横向管理流程打通, 连接多个系统, 这也是汉得最大的优势。在横向上: 实现供应链+ERP+CRM, 从客户到供应商的打通; 在纵向上: 销售订单-生产订单-财务订单-最终设备, 实现企业内部流程的打通。汉得可以提供最为完备的一篮子方案, 并且在每个领域都能找到相应的专家, 全面满足客户各类信息化需求, 真正为客户提供个性化的定制式服务。

二是强大的品牌影响力和丰富的客户资源。公司已发展成为国内信息化综合实力领先的咨询服务公司, 服务的企业数量居于行业前列, 自上市以后, 品牌影响力也在不断提升。公司多年深耕 ERP 实施和企业咨询业务, 在 Oracle 和 SAP 等高端 ERP 实施服务市场中均拥有稳定的客户基础和丰富的客户资源, 近年来公司主营业务收入 60%以上来自于老客户, 表明公司客户黏性较高。随着企业信息化的不断深入, 原有的客户资源将为企业的业务扩展和创新提供良好的平台, 助力公司创造新的盈利增长点。

图表29: 公司所获荣誉情况

年份	荣誉资质
2005 年	CMMI3 级证书
2013 年	青浦区认定企业技术中心
2014 年	信息安全管理体认证证书
2014 年	质量管理体系认证证书
2015 年	青浦区服务业重点企业
2015 年	上海市级企业技术中心
2007-2014 年	国家规划布局内重点软件企业
2010-2015 年	上海市软件和信息技术服务出口重点企业

研究源于数据 20 研究创造价值

2005-2017 年

上海市软件企业

2008-2017 年

国家高新技术企业

资料来源：公司公告，方正证券研究所

三是优势互补形成协同效应。公司多年以来积累的客户资源不仅可以为智能制造等创新业务提供良好的平台，同样，智能制造业务现有的客户基础也能为 ERP 业务的拓展起到促进作用。

随着国家对国防军工相关行业的投资增加，国防军工和航空航天企业信息化将会有非常广阔的发展机会。国防军工和航空航天单位在 PLM 信息系统方面的投入已经有较长历史，但 ERP 建设尚未全面开展，因此公司在这个领域的优质客户积累亦相对较少。

公司在 2014 年收购了以 PLM 为主业的欧俊信息，欧俊信息的客户资源包括许继电气和中航工业、航天科技下属企业等，借助欧俊信息和 Teamcenter 产品平台在这个领域的先入优势，公司可快速建立与国防军工和航空航天单位的长期合作，深入挖掘 PLM 和 ERP 整合应用方案，优势互补发挥协同效应，助力未来业绩增长。

我们认为，随着相关政策的推动和智能制造市场的飞速发展，凭借公司显著的竞争优势，公司的智能制造业务有望实现快速发展，未来有望成为公司新的利润增长点。

3.5 股权激励显雄心，高管增持展安全边际

近年来，公司接连推出多项股权激励计划，这不仅极大地调动了员工的积极性，也显示出公司对未来发展的雄心壮志。并且，2017 年 1 月，公司控股股东及实际控制人陈迪清、范建震合计增持公司股份 5,258,801 股，占公司总股本的 0.61%，增持成本合计约为 5831 万元，成交均价约 11.09 元/股。公司高管的增持表明其对公司未来发展的强烈信心，且当前的股价与高管的增持价格较为相近，当前股价安全边际较高。

图表30： 近年来公司高管增持及股权激励情况

时间	增持计划/股权激励计划	成交均价
2014 年 11 月	2014 年限制性股票激励计划：激励对象人数：556 人，拟授予的股份数：1269.6 万股。	6.50 元
2015 年 7 月	控制股东及实际控制人范建震、陈迪清（二者系一致行动人）拟合计增持公司股票不少于 1500 万元；董事会秘书、副总经理张伟锋拟增持公司股票不少于 20 万元；财务总监王辛夷拟增持公司股票不少于 10 万元。	13.10—19.88 元
2015 年 11 月	2015 年限制性股票激励计划：授予数量：5,026,000 股，授予对象：251 人。	11.01 元
2016 年 7 月	2016 年限制性股票激励计划：授予数量：2709.55 万股，授予对象：1039 人。	7.27 元

2017 年 1 月 控制股东及实际控制人陈迪清、范建震（二者系一致行动人）拟合 约 11.09 元
计增持公司股票不超过 7000 万元。

资料来源：公司公告，方正证券研究所

4 盈利预测与估值

基于公司既具备高端 ERP 行业领先优势，又大力开拓云服务、智能制造等创新业务，未来发展潜力巨大。预计 2017-2019 将实现净利润 3.25 亿元、4.22 亿元、5.06 亿元，对应 EPS 分别为 0.38、0.49、0.59 元。

5 风险提示

ERP 实施行业竞争加剧；云业务、智能制造业务拓展不及预期

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2053.49	2445.53	3022.18	3653.90	营业总收入	1710.22	1939.00	2480.00	2908.00
现金	742.52	1378.95	1631.95	2065.48	营业成本	1040.03	1180.00	1483.00	1728.00
应收账款	1092.03	841.24	1119.57	1287.21	营业税金及附加	9.78	8.61	11.59	14.00
其它应收款	36.03	30.80	40.21	46.67	营业费用	123.28	130.50	170.86	198.81
预付账款	41.35	53.12	64.16	75.77	管理费用	293.64	338.24	430.34	505.50
存货	0.86	1.39	1.56	1.93	财务费用	-34.69	0.00	0.00	0.00
其他	140.71	140.03	164.73	176.83	资产减值损失	71.42	0.00	0.00	0.00
非流动资产	583.77	560.35	579.09	574.32	公允价值变动收益	-0.60	0.00	0.00	0.00
长期投资	32.94	32.94	32.94	32.94	投资净收益	-4.68	1.60	1.60	1.60
固定资产	323.41	331.74	335.49	339.04	营业利润	201.49	283.25	385.80	463.30
无形资产	187.88	156.13	171.12	162.81	营业外收入	31.69	0.00	0.00	0.00
其他	39.54	39.54	39.54	39.54	营业外支出	0.07	0.00	0.00	0.00
资产总计	2637.27	3005.88	3601.26	4228.22	利润总额	233.11	313.25	415.80	493.30
流动负债	556.18	599.99	773.00	893.67	所得税	1.23	-11.55	-6.57	-12.99
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	231.88	324.80	422.37	506.29
应付账款	26.04	21.09	26.71	31.00	少数股东损益	-9.50	0.00	0.00	0.00
其他	530.13	578.90	746.30	862.66	归属母公司净利润	241.38	324.80	422.37	506.29
非流动负债	8.99	8.99	8.99	8.99	EBITDA	269.01	307.97	412.49	491.42
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS（元）	0.28	0.38	0.49	0.59
其他	8.99	8.99	8.99	8.99					
负债合计	565.17	608.99	782.00	902.66	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	7.55	7.55	7.55	7.55	成长能力				
股本	862.47	862.47	862.47	862.47	营业收入	0.40	0.13	0.28	0.17
资本公积	597.22	597.22	597.22	597.22	营业利润	0.18	0.41	0.36	0.20
留存收益	902.50	1227.31	1649.68	2155.96	归属母公司净利润	0.13	0.35	0.30	0.20
归属母公司股东权益	2064.55	2389.35	2811.72	3318.01	获利能力				
负债和股东权益	2637.27	3005.88	3601.26	4228.22	毛利率	0.39	0.39	0.40	0.41
					净利率	0.14	0.17	0.17	0.17
现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E	ROE	0.12	0.14	0.15	0.15
经营活动现金流	-270.46	607.73	268.42	426.89	ROIC	0.19	0.30	0.34	0.39
净利润	231.88	324.80	422.37	506.29	偿债能力				
折旧摊销	25.52	26.32	28.28	29.72	资产负债率	0.21	0.20	0.22	0.21
财务费用	-20.21	0.00	0.00	0.00	净负债比率	0.00	0.00	0.00	0.00
投资损失	4.68	-1.60	-1.60	-1.60	流动比率	3.69	4.08	3.91	4.09
营运资金变动	-581.02	288.21	-150.63	-77.52	速动比率	3.69	4.07	3.91	4.09
其他	68.69	-30.00	-30.00	-30.00	营运能力				
投资活动现金流	-138.37	28.70	-15.41	6.64	总资产周转率	0.72	0.69	0.75	0.74
资本支出	-61.20	27.10	-17.01	5.04	应收账款周转率	2.13	2.01	2.53	2.42
长期投资	-116.62	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	90.65	82.27	103.77	100.78
其他	39.44	1.60	1.60	1.60	每股指标(元)				
筹资活动现金流	189.44	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.28	0.38	0.49	0.59
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	-0.32	0.71	0.31	0.50
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	2.41	2.79	3.28	3.87
普通股增加	233.81	0.00	0.00	0.00	估值比率				
资本公积增加	0.00	-8.22	-3.61	-5.92	P/E	41.97	26.17	20.13	16.79
其他	-44.38	8.21	3.61	5.92	P/B	4.91	3.56	3.02	2.56
现金净增加额	-219.39	636.43	253.01	433.53	EV/EBITDA	35.10	23.28	16.76	13.19

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com