



2009年3月19日

软件及服务

业绩预览

分析员:

李源 lilisa@cicc.com.cn

赵苏 zhaosu@cicc.com.cn

联系人:

邱爽 qius@cicc.com.cn

推荐

用友软件(600588.CH)

年报业绩或略低, 提示1季报机会

主要财务信息

(百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	1,113.6	1,356.9	1,642.7	1,977.8	2,449.0
(+/-%)	11.3%	21.8%	21.1%	20.4%	23.8%
经营性营业利润 (剔除投资收益及激励成本)	56.5	131.2	205.0	284.7	408.8
(+/-%)	20.0%	132.3%	56.2%	38.9%	43.6%
①净利润	171.7	360.5	498.1**	633.3**	553.9
每股收益 (元)	0.37	0.78	1.08	1.37	1.20
(+/-%)	73.8%	109.9%	38.2%	27.1%	-12.5%
②经营性净利润 (剔除投资收益及激励成本)	132.5	225.6	306.7	403.9	549.4
经营性每股收益 (元)	0.29	0.49	0.66	0.87	1.19
(+/-%)	34.1%	70.3%	35.9%	31.7%	36.0%
经营性市盈率 (不含净现金*, 倍)	65.4	38.4	28.3	21.5	15.8
净资产收益率 (%)	10.5%	9.9%	11.3%	12.2%	13.4%
投入资本回报率 (%)	9.7%	9.1%	10.3%	11.0%	10.0%

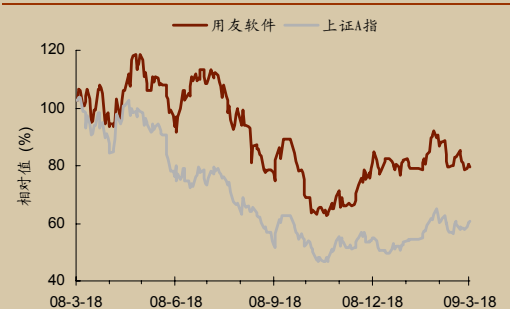
股票信息

	A股
股票代码	600588.CH
当前股价	人民币21.20
日成交量 (百万股)	3.43
52周最高价/最低价	人民币32.38/16.30
总市值 (百万元)	9,894
发行股数 (百万股)	467
其中: 流通股 (百万股)	362
主要股东 (持股比例)	北京用友科技有限公司(30.34%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
600588.CH	-2.53	-8.38	-1.85	-3.64
上证A指	+3.96	+0.61	+10.27	+22.09
软件及服务	-1.38	-9.38	+21.72	+22.16

52周估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

2009/3/23 08年度业绩发布

年报业绩预览

公司将于3月23日公布年报, 我们预计收入有望同比增长超过25%达到17亿元以上, 超出我们之前预期, 可能源自于中端U8业务。

但经营性净利润或低于预期, 同比增长约20%达到2.7亿元左右, 即每股收益0.58元。我们判断主要原因是公司为09年发展储备人才较多, 使得成本费用压力增大。

我们根据公司历史分红, 判断今年仍有一定分红以及送配, 但由于经营需要, 分红比例可能较往年略低。

1季报业绩提示

我们初步判断1季度经营业绩可能一般, 但实报业绩可能会大幅增长3倍左右。我们预计公司持有的北京银行流通股在1季度已经全部减持, 仅投资收益即有望接近3亿元, 而08年1季度实报业绩仅为7200万元, 同比增速达到300%左右。

要点关注:

公司各产品线经营情况、是否受到宏观经济影响, 以及公司人员扩张和费用控制。

估值与建议:

尽管我们对宏观经济影响考虑较保守, 但公司成本控制未能实现我们的预期, 我们不排除公司年报后下调预测的可能。目前初步判断, 可能将2009年和2010年经营性每股收益分别下调14%和17%达到0.75元和0.98元左右, 但仍需与公司进行充分交流后确定。

根据我们目前2009年和2010年每股经营性收益分别为0.87元和1.18元的盈利预测, 用友软件市盈率分别为21.7倍和15.9倍, 即使盈利调整后分别上升至25倍和19倍左右, 这一估值对于软件行业的龙头企业, 尤其是产品型企业来看仍然比较合理。因为我们仍然维持“推荐”的投资评级。

投资建议来看, 我们认为公司业绩未能达到市场预期, 股价短期可能存在回调风险。而分红送配可能具有一定吸引力, 且1季度业绩的爆增可能为公司股价带来交易性机会。而我们仍对用友软件的长期发展信心较强, 公司现金流良好, 资金充裕, 在市场低谷时通过收并购整合实现规模增长, 因此建议长线投资者, 可以在股价回调时择机介入或增持。

图 1: 收入预测

(百万人民币)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	07 vs. 06	08 vs. 07	09 vs. 08	10 vs. 09
主营业务收入	1,113.6	1,356.9	1,642.7	1,977.8	2,449.0	21.8%	21.1%	20.4%	23.8%
软件销售	765.4	915.8	1,110.0	1,331.6	1,634.7	19.6%	21.2%	20.0%	22.8%
NC	158.4	238.4	313.2	392.4	490.9	50.6%	31.3%	25.3%	25.1%
U8	401.9	442.2	502.3	581.4	673.3	10.0%	13.6%	15.7%	15.8%
U9	-	-	30.0	60.0	120.0	n.a.	n.a.	100.0%	100.0%
Tong	86.2	106.4	126.3	139.0	159.8	23.5%	18.8%	10.0%	15.0%
其他	119.0	128.9	138.2	158.9	190.7	8.2%	7.2%	15.0%	20.0%
技术服务及培训	297.1	382.8	462.2	561.4	709.2	28.9%	20.8%	21.5%	26.3%
软件配套	50.8	54.3	65.7	79.1	98.0	7.0%	21.1%	20.4%	23.8%
其他	0.3	3.9	4.7	5.7	7.1	1178.1%	21.1%	20.4%	23.8%
占收比									
软件销售	68.7%	67.5%	67.6%	67.3%	66.7%	-1.2%	0.1%	-0.2%	-0.6%
NC	20.7%	26.0%	28.2%	29.5%	30.0%	5.3%	2.2%	1.3%	0.6%
U8	52.5%	48.3%	45.3%	43.7%	41.2%	-4.2%	-3.0%	-1.6%	-2.5%
U9	0.0%	0.0%	2.7%	4.5%	7.3%	0.0%	2.7%	1.8%	2.8%
Tong	11.3%	11.6%	11.4%	10.4%	9.8%	0.4%	-0.2%	-0.9%	-0.7%
其他	15.6%	14.1%	12.4%	11.9%	11.7%	-1.5%	-1.6%	-0.5%	-0.3%
技术服务及培训	26.7%	28.2%	28.1%	28.4%	29.0%	1.5%	-0.1%	0.2%	0.6%
软件配套	4.6%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	-0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	90.1%	88.9%	88.2%	87.3%	86.7%	-1.2%	-0.7%	-0.8%	-0.6%
软件销售	98.2%	97.5%	97.4%	97.4%	97.2%	-0.7%	-0.1%	0.0%	-0.3%
NC	98.4%	97.4%	97.4%	97.4%	97.4%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
U8	98.0%	97.0%	97.0%	97.0%	97.0%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
U9	99.2%	98.0%	98.0%	98.0%	98.0%	-1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
Tong	95.9%	97.4%	97.4%	97.4%	95.0%	1.5%	0.0%	0.0%	-2.4%
其他	96.1%	96.2%	96.2%	96.2%	96.0%	0.2%	0.0%	0.0%	-0.2%
技术服务及培训	81.9%	80.1%	77.1%	74.3%	73.2%	-1.8%	-3.0%	-2.8%	-1.1%
软件配套	15.1%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	-6.7%	0.0%	0.0%	0.0%
人均假设									
人均收入 (千元)	218.6	219.7	251.2	293.3	327.2	0.5%	14.3%	16.8%	11.5%
人均费用 (千元)	180.5	169.4	186.8	204.0	223.5	-6.2%	10.3%	9.2%	9.6%
人均经营性净利 (千元)	26.0	36.5	46.9	59.9	73.4	40.5%	28.4%	27.7%	22.5%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图2：盈利预测

(百万人民币)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	07 vs. 06	08 vs. 07	09 vs. 08	10 vs. 09
主营业务收入	1,113.6	1,356.9	1,642.7	1,977.8	2,449.0	21.8%	21.1%	20.4%	23.8%
主营业务成本	(110.7)	(150.8)	(194.5)	(250.8)	(325.7)	36.2%	29.0%	28.9%	29.9%
毛利率	90.1%	88.9%	88.2%	87.3%	86.7%	-1.2%	-0.7%	-0.8%	-0.6%
主营业务税金及附加	(26.9)	(35.6)	(43.2)	(52.0)	(7.1)	32.4%	21.1%	20.4%	-86.4%
主营业务利润	975.9	1,170.4	1,405.0	1,675.1	2,116.2	19.9%	20.0%	19.2%	26.3%
费用	(919.5)	(1,045.9)	(1,221.7)	(1,375.7)	(1,673.4)	13.8%	16.8%	12.6%	21.6%
费用率	82.6%	77.1%	74.4%	69.6%	68.3%	-5.5%	-2.7%	-4.8%	-1.2%
营业费用	(530.8)	(606.7)	(686.2)	(818.2)	(1,073.3)	14.3%	13.1%	19.2%	31.2%
营业费用率	47.7%	44.7%	41.8%	41.4%	43.8%	-3.0%	-2.9%	-0.4%	2.5%
管理费用	(383.5)	(440.8)	(543.7)	(570.5)	(618.2)	14.9%	23.4%	4.9%	8.4%
管理费用率	34.4%	32.5%	33.1%	28.8%	25.2%	-2.0%	0.6%	-4.3%	-3.6%
财务费用	6.1	5.9	8.2	13.1	18.1	-4.0%	39.6%	58.7%	38.1%
财务费用率	-0.6%	-0.4%	-0.5%	-0.7%	-0.7%	0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.1%
资产减值损失	(11.3)	(4.3)	(16.4)	(29.7)	(49.0)	-61.6%	279.6%	80.6%	65.1%
减值损失率	1.0%	0.3%	1.0%	1.5%	2.0%	-0.7%	0.7%	0.5%	0.5%
公允价值变动	2.9	43.6	200.0	250.00	-	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
投资收益	39.9	108.2	50.0	20.0	20.0	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
营业利润	99.3	276.3	417.0	539.7	413.8	178.3%	50.9%	29.4%	-23.3%
营业利润率	8.9%	20.4%	25.4%	27.3%	16.9%	11.4%	5.0%	1.9%	-10.4%
税前利润	187.5	387.8	552.6	702.8	614.5	106.9%	42.5%	27.2%	-12.6%
所得税	(17.0)	(28.1)	(55.3)	(70.3)	(61.5)	65.5%	96.3%	27.2%	-12.6%
有效税率	9.1%	7.3%	10.0%	10.0%	10.0%	-1.8%	2.7%	0.0%	0.0%
少数股东损益	1.3	0.8	0.8	0.8	0.8	-35.9%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	171.7	360.5	498.1	633.3	553.9	109.9%	38.2%	27.1%	-12.5%
净利率	15.4%	26.6%	30.3%	32.0%	22.6%	11.1%	3.8%	1.7%	-9.4%
每股收益(元)	0.37	0.77	1.07	1.36	1.19	109.9%	38.2%	27.1%	-12.5%
剔除投资收益及激励成本									
经营性营业利润	56.5	131.2	205.0	284.7	408.8	132.3%	56.2%	38.9%	43.6%
经营性营业利润率	5.1%	9.7%	12.5%	14.4%	16.7%	4.6%	2.8%	1.9%	2.3%
经营性净利润	132.5	225.6	306.7	403.9	549.4	70.3%	35.9%	31.7%	36.0%
经营性净利率	11.9%	16.6%	18.7%	20.4%	22.4%	4.7%	2.0%	1.7%	2.0%
经营性每股收益(元)	0.28	0.48	0.66	0.87	1.18	70.3%	35.9%	31.7%	36.0%

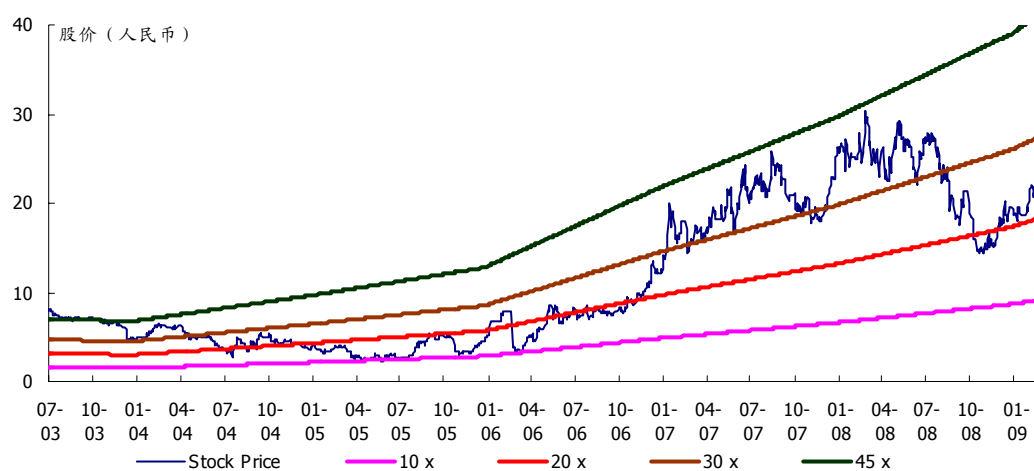
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图 3：可比公司估值对比

	股价	总市值	销售规模	市盈率				利润增长率	PEG
	09-3-18	(百万美元) 09-3-18	(百万美元) 2007A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	FY10/FY08 2010E
A股可比公司									
软件产品及行业应用									
用友软件	CNY 21.20	1,448	193	57.6x	27.4x	19.9x	15.6x	17.9x	5.4% 2.9x
用友软件（经常性）	CNY 21.20	1,448	193	74.7x	43.9x	32.3x	24.5x	18.0x	33.8% 0.7x
用友软件（不含净现金）	CNY 18.75	1,448	193	51.0x	24.3x	17.6x	13.8x	15.8x	5.4% 2.5x
用友软件（经常性，不含净现金）	CNY 18.75	1,448	193	66.0x	38.8x	28.5x	21.7x	15.9x	33.8% 0.6x
浪潮软件	CNY 6.24	170	87	67.2x	63.2x	-	-	-	- -
航天信息	CNY 24.24	2,183	698	41.7x	31.7x	26.8x	19.3x	17.5x	23.9% 0.8x
怡亚通	CNY 22.95	830	262	54.0x	69.5x	30.6x	23.5x	21.4x	19.6% 1.2x
石基信息	CNY 56.00	918	40	109.3x	61.9x	42.8x	29.8x	20.7x	43.7% 0.7x
国电南瑞	CNY 23.48	876	157	52.0x	42.1x	33.0x	26.4x	20.8x	25.9% 1.0x
宝信软件	CNY 18.61	567	266	55.8x	35.6x	25.4x	19.6x	16.6x	23.8% 0.8x
青岛软控	CNY 16.75	698	73	53.6x	35.7x	22.4x	15.8x	11.6x	39.1% 0.4x
亿阳信通	CNY 13.52	696	128	55.8x	38.0x	29.1x	21.6x	18.6x	24.9% 0.9x
新大陆软件	CNY 6.99	463	124	76.6x	36.7x	24.1x	16.8x	15.1x	26.3% 0.6x
恒生电子	CNY 14.34	623	82	78.0x	33.7x	30.1x	22.0x	14.1x	46.4% 0.5x
远光软件	CNY 17.86	287	22	50.7x	35.3x	27.9x	21.1x	16.7x	29.1% 0.7x
延华智能	CNY 10.31	121	29	35.6x	33.3x	36.9x	34.9x	28.9x	13.0% 2.7x
中值				54.9x	36.2x	28.5x	21.6x	16.7x	25.9% 0.7x
系统集成									
华胜天成	CNY 12.94	793	325	36.2x	30.4x	26.8x	21.5x	17.1x	25.1% 0.9x
东华合创	CNY 19.68	818	116	77.2x	59.0x	32.7x	24.5x	19.5x	29.4% 0.8x
太工天成	CNY 12.72	291	74	49.6x	51.5x	-	-	-	- -
中国软件	CNY 17.94	423	274	51.8x	44.7x	41.9x	37.6x	32.9x	12.9% 2.9x
中值				50.7x	48.1x	32.7x	24.5x	19.5x	25.1% 0.9x
A股可比公司中值									
				53.8x	37.4x	28.8x	21.6x	17.3x	25.5% 0.8x
港股可比公司									
软件产品及行业应用									
中国航信	HKD 3.37	772	258	11.6x	9.4x	10.5x	10.0x	9.6x	4.6% 2.2x
金碟软件	HKD 0.90	223	99	16.4x	12.0x	11.3x	9.3x	7.6x	22.0% 0.4x
港股可比公司中值				14.0x	10.7x	10.9x	9.7x	8.6x	13.3% 1.3x
国际可比公司									
软件产品									
Microsoft	USD 16.90	150,251	51,122	14.0x	11.7x	9.0x	9.7x	8.8x	1.2% 8.0x
Symantec	USD 13.83	11,354	5,199	86.4x	32.9x	11.1x	9.0x	9.1x	10.1% 0.9x
Adobe	USD 19.13	10,025	3,158	22.5x	15.4x	9.4x	12.6x	11.6x	-10.0% -1.3
中值				22.5x	15.4x	9.4x	9.7x	9.1x	1.2% 0.9x
解决方案									
Sage	GBP 172.00	3,137	1,611	14.6x	14.5x	11.6x	11.1x	10.5x	5.3% 2.1x
Oracle	USD 15.40	77,711	17,996	23.7x	18.6x	12.1x	11.0x	10.2x	8.8% 1.2x
SAP	USD 34.68	42,512	n.a.	-	-	16.8x	17.7x	16.0x	2.5% 7.2x
Citrix	USD 23.66	4,261	1,392	23.4x	20.1x	14.6x	14.4x	12.7x	7.2% 2.0x
中值				23.4x	18.6x	13.4x	12.8x	11.6x	6.2% 2.1x
国际可比公司中值				23.0x	17.0x	11.6x	11.1x	10.5x	5.3% 2.0x

资料来源：彭博资讯、Wind、中金公司研究部

图 4: 历史市盈率区间 (不含净现金)



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。