

上市公司动态报告

软件

优势明显长期持有

2008 年用友软件高端产品取得 60% 以上的增长

2008 年用友软件的高端产品 NC 取得了非凡的成绩，销售收入同比增长 63%，在公司软件产品收入构成中首次超过中端产品，成为公司收入构成中比重最大的部分。

公司的中低端产品收入只增长了 8%，这也体现了金融危机对公司的影响。

用友软件竞争地位进一步加强

公司继续保持在国内管理软件市场的领导者地位。公司在国内管理软件的市场占有率为 21.3%，在国内 ERP 市场的占有率为 25.6%，在国内财务管理软件市场的占有率为 27.6%，用友软件的市场份额均超过第二名和第三名的总和，保持了公司在国内管理软件市场的领先地位。

2008 年公司发布了全新的面向中高端客户的 U9 产品，这是全球第一款基于 SOA 架构的新一代企业管理软件。U9 的研发历时 4 年多，该产品融合了中国的企业管理实践和国际先进管理理念与模式，实现了中国管理软件在技术上领先全球的创举。该产品的不断成熟和完善必将给用友软件未来一段时间在中高端市场获得更大的市场份额。

建议择机买入长期持有

用友软件是国内软件行业的旗帜，公司秉承持续创新均衡发展的理念，我们认为用友软件将保持在国内管理软件市场的领导者地位。我们建议择机买入并长期持有。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	1,726	2,226	2,866	3582
主营收入增长率	27.18%	28.96%	28.74%	25.00%
EBITDA（百万）	94.63	268.08	331.83	414.79
EBITDA 增长率	-54.50%	185.11%	23.78%	25.00%
净利润（百万）	395	365.89	475.16	593.95
净利润增长率	9.70%	-7.59%	29.86%	25.00%
ROE	18.94%	21.27%	23.14%	25.32%
EPS（元）	0.85	0.80	1.03	1.28
P/E	27.07	28.67	19.67	17.92
P/B	5.13	5.43	4.55	4.32
EV/EBITDA	102	31.90	24.57	21.17

用友软件（600588）

维持

增持

董志强

dongzhiqiang@csc.com.cn

010-85130966

分析日期：2009 年 03 月 23 日

当前股价：22.94 元

目标价格 6 个月：25.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
-2.4/-1.3	4.6/-15.6	-17.9/22.0
12 月最高/最低价（元）		59.99/0
总股本（万股）		46,668
流通 A 股（万股）		36,185
总市值（亿元）		107
流通市值（亿元）		83.01
近 3 月日均成交量（万）		226
主要股东		
北京用友科技有限公司		30.08%

股价表现



2008 年高端业务增长迅猛

2008 年用友软件实现主营业务收入 17.25 亿元，同比增长 27.18%。公司的净利润增长了 9.70%，扣除非经常损益和股权激励成本后，公司的净利润增长了 20.93%。因此我们认为用友软件的主营业务依然保持了良好的增长。

1、 高端产品取得了突飞猛进的发展

2008 年用友的高端管理软件 NC 取得了较大的发展，高端管理软件的收入同比增长了 63.03%。在销售收入中的比重首次超过中端软件，成为用友软件收入构成中比例最大的部分。

用友高端软件已经形成了覆盖 10 大行业的 38 个解决方案，这标志着用友的高端软件已经走向成熟，NC 已经发布到 5.5 版，未来用友高端管理软件将给公司带来更多的收入和利润。

2、 中低端产品只增长 7.99%

由于用友将一部分中端产品 U6 放到底端产品中统计，2008 年用友的中端产品销售额出现了下降，从 2007 年的 44215 万元下降到 2008 年的 35910 万元，但是底端软件的销售额大幅度增长，为了准确计算公司增长速度，我们将中低端软件一同计算。2008 年用友软件的中低端软件实现收入 59235 万元，同比增长 7.99%。可见国际经济危机对中小企业的影响对公司的软件产品还是有一定的影响。

3、 整体来看保持平稳增长

尽管公司的中低端软件出现了增长速度放缓的情况，但是公司的高端软件增长强劲，弥补了中低端的不足，整体来看公司的软件销售依然保持了平稳的增长，增长速度达到 24.56%，高于国内管理软件市场的整体增长速度。

表 1：用友软件各项软件收入增长速度

单位：万元

	2008	2007	增长速度	2008 年比例构成
高端软件 NC	38879	23844	63.03%	34.60%
中端软件 U8/U9	35911	44215	-18.78%	31.96%
用友通/U6	23324	10638	119.25%	20.76%
其他产品	14253	11513	23.80%	12.68%
软件行业整体	112367	90210	24.56%	100.00%

资料来源：用友软件年报

用友软件竞争地位进一步巩固

用友软件通过 2008 年的努力，巩固了公司在国内管理软件市场的竞争地位。

1、市场占有率继续保持国内第一名

2008 年用友软件在国内管理软件市场的占有率为 21.3%，在国内 ERP 市场的占有率为 25.6%，在国内财务管理软件市场的占有率为 27.6%，用友软件的市场份额均超过第二名和第三名的总和，保持了公司在国内管理软件市场的领先地位，为公司进一步开拓市场创造了条件。

2、公司的高端产品进一步成熟，产品结构更加合理

公司以前在高端产品市场有些被动，通过多年的努力，公司的高端产品逐渐成熟，目前公司的高端产品收入已经占公司总收入的三分之一以上，公司已经具备了同国际品牌抗衡竞争的實力，公司的高端产品已经覆盖了金融、地产和烟草等 10 大行业。公司高端产品的竞争实力进一步加强。

另外 2008 年公司发布了全新的面向中高端客户的 U9 产品，这是全球第一款基于 SOA 架构的新一代企业管理软件。U9 的研发历时 4 年多，该产品融合了中国的企业管理实践和国际先进管理理念与模式，实现了中国管理软件在技术上领先全球的创举。该产品的不断成熟和完善必将给用友软件未来一段实践在中高端市场获得更大的市场份额。

3、竞争优势更加明显

用友软件经过 20 年的发展，已经成为中国管理软件市场中市场份额最大、产品线最丰富、成功应用最多、行业覆盖最广、服务网络最大、交付能力最强的亚洲第一大管理软件供应商。公司积累了 20 年的企业管理软件经验，秉承持续创新均衡发展的经营理念，在产品技术、售前、销售、实施、支持服务、市场推广等各条业务线上保持良好发展，实力均衡。

未来将保持稳定增长

我们认为用友软件未来几年依然能够保持高速增长。

首先，中高端产品将继续给公司带来增长。公司的 NC 产品不断完善，目前已经到了收获的时候，2008 年收入增长超过 60%，这款产品是处于替代进口产品的过程中，最终国产高端管理软件必将完全替代进口管理软件。

第二，公司兼并收购策略将取得收获。公司 2008 年收购了方正春元等 4 家公司，这些公司的加入丰富了公司的产品线，使公司产品覆盖的领域更加广阔，竞争实力得到加强。这些公司合并报表，必将加强公司的盈利能力。

我们预测 2009 年公司的净利润为 0.80 元，2010 年公司的净利润为 1.03 元。

2008 年公司的每股收益为 0.85 元，表面上 2009 年出现了下降，但是 2008 年的扣除非经常损益后每股收益

为 0.50 元，实际上，2009 年是增长的。2008 公司通过出售北京银行股权获得了 1.9 亿元的收益。

估值

1、绝对估值。

我们采用 DCF 估值方法，对公司进行估值，采取的主要假设如下

表 2：估值假设

单位：xx

假设	数值
第二阶段(2010-2017)年数	8
第二阶段增长率	10.00%
长期增长率	3.00%
应付债券利率	0.00%
无风险利率 Rf	5.00%
β	0.70
Rm	11.00%
Ke	9.21%
税率	7.26%
Kd	5.56%
Ve	9,347.72
Vd	55.55
WACC	9.18%

我们得到的估值结果如下：

表 3：估值

单位：xx

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	1,670.62	15.16%
第二阶段	2,980.39	27.05%
第三阶段（终值）	6,367.43	57.79%
企业价值 AEV	11,018.44	100.00%
+ 非核心资产价值	1,153.22	10.47%
- 少数股东权益	14.81	-0.13%
- 净债务	55.55	-0.50%
总股本价值	12,101.31	109.83%
股本（百百万股）	462.76	

每股价值（元）

26.15

采用绝对估值法，我们得到的估值是 26.15 元。

2、相对估值法

我们预测用友软件 2009 年的每股收益为 0.80 元，根据公司未来的增长潜力，公司的市盈率应该定位在 30 倍，因此我们认为用友软件的股价应该定位在 24 元。

根据以上绝对估值和相对估值计算，我们认为用友软件的合理定位在 25 元比较合适。

增持评级、建议择机买入并长期持有

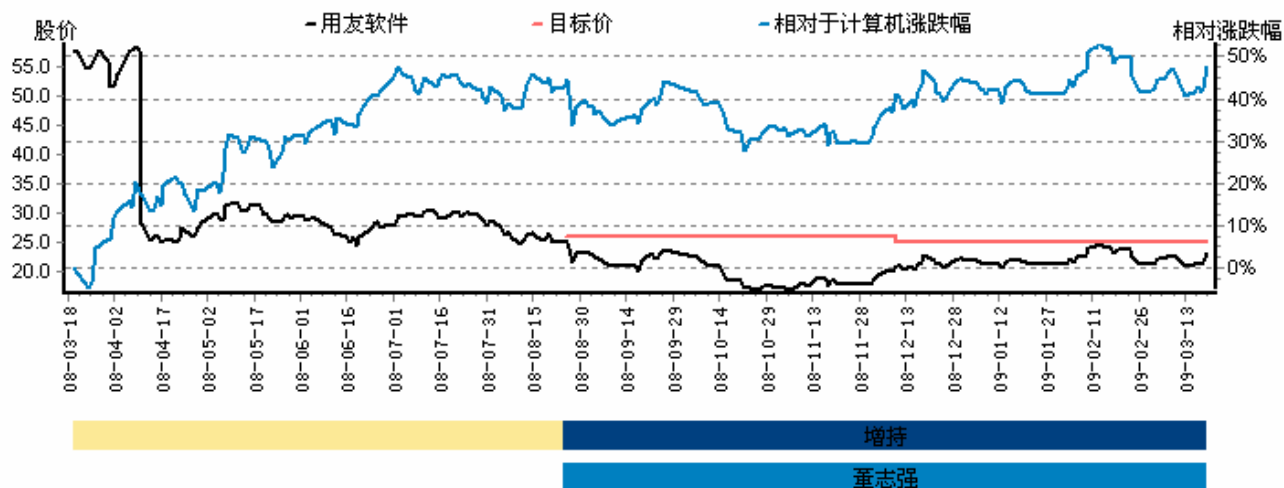
对于用友软件这样一家国内软件产业的龙头企业，我们建议大家给予长期的关注，选择合适的时机买入并长期持有。我们给出增持的评级。

关于介入的时机，从我国宏观经济的走势来看，2008 年第四季度和 2009 年第一季度可能是宏观经济最困难的时期，用友软件的业绩也许会在这两个季度出现波动，如果用友软件的股价因为业绩波动而出现波动，我们认为这个时候就是最好的介入时机。

风险分析

全球金融危机的影响目前还没有完全体现出来，尤其是软件企业订单有一个周期，如果 2008 年第四季度和 2009 年第一季度订单出现下降，体现在业绩上将有一个半年左右的滞后。

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告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、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

董志强 有 10 年 IT 行业研究经验，曾获得《新财富》计算机行业最佳分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010