

U9产品闪耀未来 股权投资收益加速业绩提升

推荐（调高）

用友软件（600588）年报点评

公司研究

2009 年 3 月 24 日

投资要点:

■ **收入增速加快，盈利能力略有下降。**08 年公司实现营业收入 17.26 亿元，同比增长 27.18%，高于 07 年增速 5.33 个百分点；实现营业利润 2.49 亿元，同比下降 9.55%；归属于上市公司股东的净利润 3.95 亿元，同比增长 9.70%，增速较 07 年大幅下降。08 年公司收入增速加快的主要原因是 NC 产品收入大幅增长，以及方正春元收入纳入合并报表所致。公司 08 年毛利率下降 1.19 个百分点，期间费用率上升 0.68 个百分点，此外，公司虽然在 08 年出售了 2412 万北京银行的股权，但由于公允价值的大幅下降，使 08 年的投资收益仍然低于 07 年的投资收益，导致营业利润增速出现负增长。08 年公司出售原来使用的用友大厦以及相关的 IT 设备，获得溢价收入 5025 万元，部分弥补了由于营业利润增速下滑对净利润产生的负面影响。

■ **NC 已成为公司收入和利润的主要驱动力，U8 和 Tong 产品收入增速将有所下降。**08 年，NC 产品收入 3.88 亿元，同比增长 63%，连续两年收入增速超过 50%，NC 收入占总收入的比重首次超过 20%，达 22%。NC 产品的快速增长主要来自于下游集团企业信息化进程的加快，以及主要的国外竞争对手为了应对金融危机提升了产品价格和实施服务费用，而用友的 NC 产品价格却没有变化，这种相对降价，使 NC 在集团产品的市场份额进一步扩大。另外 09 年开始，方正春元的收入将归入 NC 业务收入，这将使 NC 业务 09 年出现超速增长的态势。由于统计分项的调整，公司将 08 年 U6 的收入从 U8 业务收入中剥离开，转而计入 Tong 业务收入中，我们调整产品业务收入后发现，公司的 U8 产品系列和 Tong 产品系列收入同比增速较 07 年都出现了一定幅度的下降，其中 U8 产品增速下降了近 5 个百分点，Tong 系列产品收入增速下降了近 4 个百分点。下降的主要原因是由于国际金融危机对我国出口加工制造业造成了较大的冲击，从而一定程度上降低了 U8 和 Tong 产品的客户规模和客户在 ERP 领域上的投资。目前虽然各国政府都在不遗余力的刺激经济，但经济恢复仍需时日，我们调低了公司这两项业务 09 年收入的增速。

分析师

张凯

Tel.: 010-59355911

Email: zhangk@chinans.com.cn

主要数据

总股本: 466.66 百万股
流通股本: 361.85 百万股
近 12 个月最高价: 59.99 元
近 12 个月最低价: 16.30 元
近 1 个月内涨幅: 3.67%
近 6 个月内涨幅: 5.52%

股价与沪深 300 指数对比



相关研究

《外延式发展正式提速，未来业绩提升可期》，

2008 年 11 月 14 日

- **U9 发展空间巨大，将成为公司未来重要的收入来源。**公司面向离散制造业全球第一款基于 SOA 的产品 U9 在 08 年开始进行试点销售，成绩喜人，09 年 U9 将成为公司产品发展的重点，由于目前我国的离散制造业的 ERP 程度还很低，同时 ERP 在离散制造业企业的实施将极大的提升企业的生产效率，目前我国制造业企业采用 ERP 产品多为国外产品，产品价格、实施费用、后续服务费用高昂，这为公司 U9 产品提供了广阔的发展空间，预计 09 年公司此项产品收入在 5 千万到 8 千万左右，未来成长空间非常巨大，将成为公司未来 3 到 5 年重要的收入增长点。
- **成本费用控制能力将加强，盈利能力将有所提高。**公司 08 年毛利率较 07 年下降了 1.19 个百分点，主要原因是技术服务和培训业务毛利率下降 4 个百分点所致。我们认为，技术服务和培训业务在规模不断扩大的情况下，毛利率水平有进一步下降的趋势，但由于此项业务收入占总收入的比重仅为四分之一，同时在 NC 和 U9 产品以及方正春元完全并表的带动下，09 年高毛利的软件产品业务收入增速将快于技术服务和培训业务的增速，从而提升公司的综合毛利率水平。08 年公司的员工人数大幅增加 25%，此外 U9 产品的研发投入也导致公司 08 年研发费用同比增长 42%，从而导致 08 年管理费用率的上升。面对较为严峻经济环境，预计公司 09 年将严格控制员工的规模，进一步优化业务结构和员工结构，努力提高员工的工作效率，从而有效的控制期间费用率水平。
- **北京银行股权投资收益将助力公司业绩提升。**公司目前仍持有北京银行 3100 万的股权，公司计划 09 年将北京银行的股权全部出售，按目前北京银行的股价，公司 09 年将至少获得 3 亿元的投资收益，每股将因此增加至少 0.66 元。

存在风险：

- U8 和 Tong 系列产品是否能在较短的时间内及时恢复正常的增长速度。

综合评价及评级调整：

- 虽然国际金融危机对公司的部分产品产生了一定的冲击，但随着 NC 产品竞争能力的不断增强，以及 U9 产品快速发展的带动下，公司主营业务盈利增长将有所加快。若公司未来有实质性并购或公司下游受金融危机影响企业的复苏先于我们的预期，公司存在超预期增长的可能。此外，公司出售北京银行的股权，也将提高公司 09 年的业绩。我们预计公司 09 年和 10 年的每股收益分别为 1.33 元和 1.02 元，对应 17.32 倍和 22.65 倍的动态市盈率，我们调高公司的投资评级为“推荐”。

财务数据摘要

项 目	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	1726	2129	2784	3601
<i>Growth (%)</i>	27.18	23.35	30.81	29.32
归属于母公司所有 者净利润（百万元）	395	623	476	655
<i>Growth (%)</i>	9.70	57.52	-23.51	37.44
毛利率（%）	87.70	87.21	87.80	88.00
净资产收益率（%）	18.65	22.71	14.80	16.90
每股收益（元）	0.85	1.33	1.02	1.40
P/E（倍）	25.88	17.32	22.65	16.48

分析师简介

张凯：清华大学工商管理硕士，07 年加入民族证券，负责计算机和水务行业的研究工作，有丰富的证券从业经验和 IT 行业从业经验，先后在中国证券报、证券时报等媒体发表过多篇行业和公司分析文章。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、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接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

	总 部	上海地区	深圳地区
	袁 泉	郭剑超	吴宝峰
电 话	010—59355995	021-68539273	0755—83781415
手 机	13671072405	13818101878	——
Email	yuanquan@chinans.com.cn	guojc@chinans.com.cn	wubf@chinans.com.cn