

用友软件

600588

中性/ 维持评级

股 价	2009/04/27
RMB24.36	

基础数据

总股本（百万股）	467
流通 A 股（百万股）	362
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	8815

财务数据

市净率 (X)	5.45
TRACING P/E (X)*	28.75
EPS (元)	0.85
股息率 (%)	1.23

*最近四季盈利计算。

相关研究

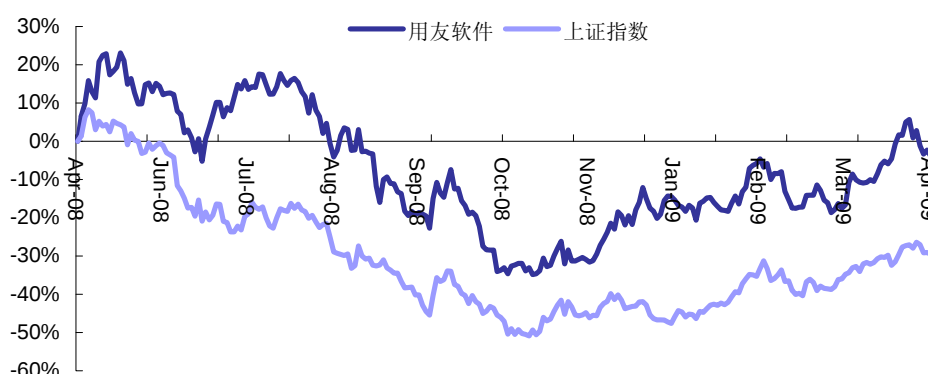
分 析 师
 龚浩
 +21-58406364
 gonghao@lhqz.com

一季度呈现惯有的波动性

经营预测与估值	2008A	2009Q1	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1725.6	305.4	1993.7	2534.6	3319.1
(+/-%)	27.2	13.9	20.7	27.1	31.0
归属母公司净利润(百万元)	395.4	258.7	631.7	513.0	697.10
(+/-%)	9.7	259.3	59.8	-18.8	35.9
EPS(元)	0.85	0.55	1.36	1.09	1.49
P/E(倍)	28.7	17.9	17.9	22.3	16.3

- 2009 年 1 季度用友软件实现主营业务收入 3.0 亿元，同比增长 14%；归属于母公司的净利润为 2.6 亿元，同比增长 2.6 倍。每股收益 0.55 元。
- 减持剩余的约 3000 万股北京银行股票，获得投资收益 2.7 亿元。扣除投资收益、公允价值变动和股权激励费用后的主营业务净利润为 2433 万元，同比下降 55%。
- 主营业务净利润同比大幅下降的直接原因是毛利率下降以及销售和管理费用率上升。2008 年公司执行较为积极的经营战略，人员增加较快。2008 年新增的人员大多从 2 季度或之后到位，并使得今年 1 季度的人员基数较高。因此，去年 1 季度费用率较低，而今年 1 季度较高。
- 据了解，今年 1 季度的收入完成预算的比例尚属正常。我们预计今年全年的收入增长 20.8%，两项费用率比去年略微下降。
- NC 的市场需求比预想要好；U8/U9 按计划完成销售；通的收入比去年第 4 季度改善，T6（原 U6）仍旧较低迷。总体而言，今年完成收入预期的把握较大。用友软件的收入增长取决于企业客户的收入和利润增长，信息化投入意愿，公司自身的管理能力。第一项或存不确定性，但是后两者都是有利因素。我们预期未来三年内公司的收入增长潜力是年均 20%左右。
- 预计 09、10 和 11 年的收入分别为 19.9、25.3 和 33 亿元，每股收益分别为 1.36、1.09 和 1.49 元。维持“中性”评级。

最近 52 周股价表现



资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1529	1062	1454	1624
现金	1085	718	887	1129
应收账款	278	133	333	233
其它应收款	84	97	105	138
预付账款	3	3	4	6
存货	14	7	20	14
其他	64	104	105	105
非流动资产	1581	2449	2095	2382
长期投资	35	51	60	70
固定资产	510	962	627	1440
无形资产	325	360	383	422
其他	711	1076	1025	451
资产总计	3110	3512	3549	4007
流动负债	941	720	681	803
短期借款	0	208	97	174
应付账款	41	16	20	26
其他	900	496	564	604
非流动负债	49	58	42	21
长期借款	0	0	0	0
其他	49	58	42	21
负债合计	990	778	724	824
少数股东权益	33	31	30	28
股本	467	467	467	467
资本公积	982	982	982	982
留存收益	640	1273	1366	1726
归属母公司股东权益	2088	2720	2813	3172
负债和股东权益	3110	3530	3567	4024

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	363	135	431	908
净利润	408	631	510	695
折旧摊销	64	74	98	146
财务费用	-8	1	5	2
投资损失	-204	-280	-15	-11
营运资金变动	49	-280	-224	109
其它	55	-10	58	-32
投资活动现金流	363	-701	272	-404
资本支出	114	622	-59	577
长期投资	-12	259	-247	-247
其他	466	180	-34	-74
筹资活动现金流	-182	198	-534	-263
短期借款	0	208	-111	76
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	235	0	0	0
资本公积增加	-719	0	0	0
其他	302	-10	-423	-339
现金净增加额	176	-367	169	241

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1726	1994	2535	3319
营业成本	212	233	295	380
营业税金及附加	48	54	68	90
营业费用	779	877	1065	1377
管理费用	566	638	786	1012
财务费用	-8	1	5	2
资产减值损失	7	4	7	7
公允价值变动收益	-76	0	0	0
投资净收益	204	280	15	11
营业利润	250	466	325	462
营业外收入	224	249	248	317
营业外支出	6	6	6	6
利润总额	468	709	566	772
所得税	60	78	57	77
净利润	408	631	510	695
少数股东损益	12	-1	-1	-2
归属于母公司净利润	395	633	511	697
EBITDA	305	541	427	609
EPS (元)	0.85	1.36	1.09	1.49

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	27.2%	15.5%	27.1%	31.0%
营业利润	-9.6%	86.7%	-30.4%	42.3%
净利润	9.7%	60.0%	-19.3%	36.4%
获利能力				
毛利率	87.7%	88.3%	88.4%	88.5%
净利率	22.9%	31.7%	20.2%	21.0%
ROE	18.9%	23.3%	18.2%	22.0%
ROIC	32.8%	28.7%	19.6%	22.0%
偿债能力				
资产负债率	31.8%	22.0%	20.3%	20.5%
净负债比率				
流动比率	1.62	1.48	2.13	2.02
速动比率	1.61	1.47	2.11	2.01
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.60	0.72	0.88
应收账款周转率	8	9	9	10
应付账款周转率	8.29	8.22	16.56	16.72
每股指标 (元)				
每股收益	0.85	1.36	1.09	1.49
每股经营现金流	0.78	0.29	0.92	1.95
每股净资产	4.47	5.83	6.03	6.80
估值比率				
P/E	27.07	16.92	20.96	15.37
P/B	5.13	3.94	3.81	3.37
EV/EBITDA	30	17	22	15

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。