



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩预览

2009 年 8 月 5 日

软件及服务

研究部

赵苏

分析员

zhaosu@cicc.com.cn

推荐

用友软件(600588.CH)

人员控制是关键,预计中报主业好转

主要财务信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	1,113.6	1,356.9	1,725.6	2,099.3	2,569.4
(+/-%)	11.3%	21.8%	27.2%	21.7%	22.4%
经营性营业利润 (剔除投资收益及激励成本)	56.5	131.2	160.0	172.7	239.7
(+/-%)	20.0%	132.3%	22.0%	7.9%	38.8%
①净利润	171.7	360.5	395.4	569.1	445.8
每股收益 (元)	0.28	0.59	0.65	0.94	0.73
(+/-%)	73.8%	109.9%	9.7%	43.9%	-21.7%
②经营性净利润 (剔除投资收益及激励成本)	131.5	224.9	272.1	330.6	427.6
经营性每股收益 (元)	0.22	0.37	0.45	0.54	0.70
(+/-%)	33.1%	71.1%	21.0%	21.5%	29.4%
经营性市盈率 (不含净现金*, 倍)	91.8	53.7	44.4	36.5	28.2
净资产收益率 (%)	10.5%	9.9%	13.9%	13.7%	13.9%
投入资本回报率 (%)	9.7%	9.1%	12.6%	12.0%	0.0%

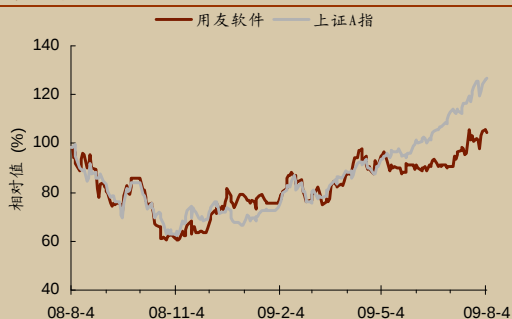
股票信息

	A股
股票代码	600588.CH
当前股价	人民币22.09
日成交量 (百万股)	10.263
52周最高价/最低价	人民币22.76/12.54
总市值 (百万元)	13,401
发行股数 (百万股)	607
其中: 流通股 (百万股)	470
主要股东 (持股比例)	北京用友科技有限公司 (30.08%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
600588.CH	+2.74	+15.65	+10.12	+30.53
上证A指	+0.96	+12.40	+35.61	+90.61
软件及服务	+6.65	+15.92	+18.05	+86.54

52周股价表现



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

主业净利降幅有望缩窄, 单季或同比增长

用友软件将于8月8日公布半年报。剔除北京银行投资收益影响, 我们预计上半年主业净利同比降幅或缩窄至20%左右, 其中, 根据我们的模型假设, 隐含2季度单季主业净利同比增长20%, 较1季度的大幅下降54.7%好转, 主要是收入持续增长, 费用和员工总数严格控制。

关注要点:

收入预计维持稳步增长, 与1季度13.9%的同比增速相似, 市场逐渐企稳。其中, 高端业务板块需求仍然较好, 受宏观经济影响较小, 增速相对较快; 中端产品线竞争仍然激烈, 但用友相对强势, 仍有望小幅增长; 低端业务仍然负增长。同时, 我们相信用友的控股业务如政务和烟草业务与NC相似, 也能实现较快增长。

员工总数控制较严, 使得费用同比增速低于收入。按照模型假设, 如果全年员工增长率为7%, 下半年主业利润增长率有望达到42%。

- 员工增速变化5个百分点, 对公司净利增速影响在10个百分点左右, (其它条件不变的情况下)若到年底增加2000人左右员工总数达到9708人, 则全年业绩可能难以增长。
- 但我们认为, 企业可能不会仅盯当期业绩, 而更看重长远发展, 在人才市场出现机会时提前储备。由于宏观经济变化, 当前国内IT行业高质量人才流动较多, 其目光从全球性软件公司逐渐转向国内优秀企业。如果仅为当期业绩过于严格而控制人数, 可能错失调整和充实人才结构。尽管人数的增加可能使短期利润受影响, 但未来收益有望弥补这一波动。

估值与建议:

公司09/10年EPS分别为0.545元和0.705元的预测, 对应市盈率分别为36.5倍和28.2倍, 估值有一定溢价。但我们认为该溢价反应了其行业龙头的地位; 且公司资金充裕, 在市场低谷时通过收并购不断丰富产品线, 因此我们仍看好其长远发展, 维持“推荐”的投资评级。

风险:

加大外包比例使毛利率降幅超预期或费用超预期。

图表 1：员工人数变动测算

(百万元，除人数)	2009年员工增长率					
	0.0%	5.0%	7.0%	10.0%	20.0%	25.0%
年末员工数(人)	7,766	8,154	8,310	8,543	9,319	9,708
年度员工费用	998.6	1023.6	1033.6	1048.5	1098.5	1123.4
09年主业净利润	365.5	340.6	330.6	315.6	265.7	240.7
09年主业EPS测算	0.602	0.561	0.545	0.520	0.438	0.397
08年主业净利润			240.0			
09年主业净利增速	52.3%	41.9%	37.8%	31.5%	10.7%	0.3%

注：色彩标注为中金目前预测数字，假设员工工资涨幅为5%

资料来源：中金公司研究部

图表 2：盈利预测

(百万人民币)	2006A	2007A	2008A	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	1,725.6	2,099.3	2,569.4	21.8%	27.2%	21.7%	22.4%
主营业务成本	(110.7)	(150.8)	(212.3)	(268.3)	(346.1)	36.2%	40.8%	26.4%	29.0%
毛利率	90.1%	88.9%	87.7%	87.2%	86.5%	-1.2%	-1.2%	-0.5%	-0.7%
主营业务税金及附加	(26.9)	(35.6)	(48.0)	(42.0)	(51.4)	32.4%	34.7%	-12.6%	22.4%
主营业务利润	975.9	1,170.4	1,465.3	1,789.0	2,171.9	19.9%	25.2%	22.1%	21.4%
费用	(919.5)	(1,045.9)	(1,343.3)	(1,616.4)	(1,932.2)	13.8%	28.4%	20.3%	19.5%
费用率	82.6%	77.1%	77.8%	77.0%	75.2%	-5.5%	0.8%	-0.8%	-1.8%
营业费用	(530.8)	(606.7)	(778.9)	(961.7)	(1,213.8)	14.3%	28.4%	23.5%	26.2%
营业费用率	47.7%	44.7%	45.1%	45.8%	47.2%	-3.0%	0.4%	0.7%	1.4%
管理费用	(383.5)	(440.8)	(565.7)	(657.2)	(710.7)	14.9%	28.3%	16.2%	8.1%
管理费用率	34.4%	32.5%	32.8%	31.3%	27.7%	-2.0%	0.3%	-1.5%	-3.6%
财务费用	6.1	5.9	8.3	13.1	18.1	-4.0%	40.4%	57.8%	38.1%
财务费用率	-0.6%	-0.4%	-0.5%	-0.6%	-0.7%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	(11.3)	(4.3)	(7.0)	(10.5)	(25.7)	-61.6%	61.8%	49.9%	144.8%
减值损失率	1.0%	0.3%	0.4%	0.5%	1.0%	-0.7%	0.1%	0.1%	0.5%
公允价值变动	2.9	43.6	(76.5)	-	-	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
投资收益	39.9	108.2	204.3	270.0	20.0	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
营业利润	99.3	276.3	249.9	442.7	259.7	178.3%	-9.6%	77.2%	-41.3%
营业利润率	8.9%	20.4%	14.5%	21.1%	10.1%	11.4%	-5.9%	6.6%	-11.0%
税前利润	187.5	387.8	468.1	646.0	509.0	106.9%	20.7%	38.0%	-21.2%
所得税	(17.0)	(28.1)	(60.3)	(64.6)	(50.9)	65.5%	114.2%	7.1%	-21.2%
有效税率	9.1%	7.3%	12.9%	10.0%	10.0%	-1.8%	5.6%	-2.9%	0.0%
少数股东损益	1.3	0.8	(12.3)	(12.3)	(12.3)	-35.9%	n.m.	0.0%	0.0%
净利润	171.7	360.5	395.4	569.1	445.8	109.9%	9.7%	43.9%	-21.7%
净利率	15.4%	26.6%	22.9%	27.1%	17.3%	11.1%	-3.7%	4.2%	-9.8%
每股收益(元)	0.28	0.59	0.65	0.94	0.73	109.9%	9.7%	43.9%	-21.7%
剔除投资收益及激励成本									
经营性净利润	131.5	224.9	272.1	330.6	427.6	71.1%	21.0%	21.5%	29.4%
经营性净利率	11.8%	16.6%	15.8%	15.7%	16.6%	4.8%	-0.8%	0.0%	0.9%
经营性每股收益(元)	0.22	0.37	0.45	0.54	0.70	71.1%	21.0%	21.5%	29.4%

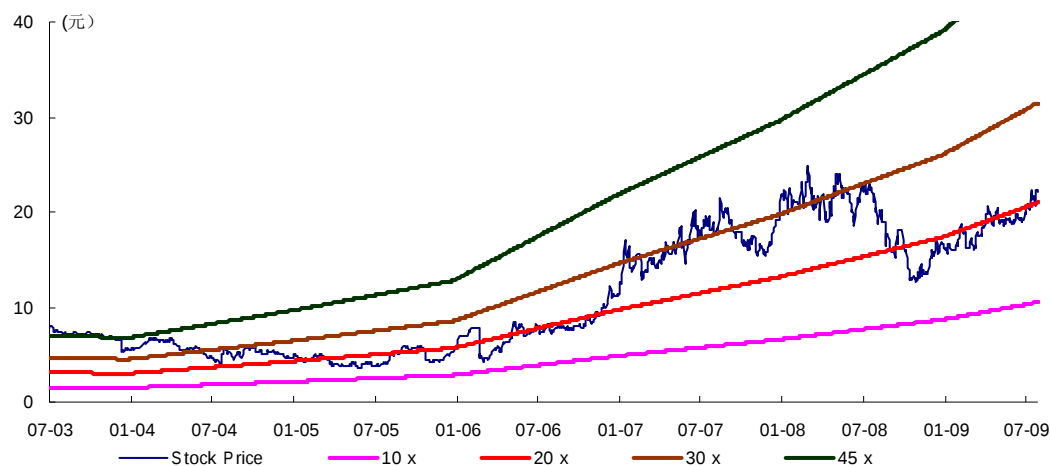
资料来源：中金公司研究部

图表 3: 可比公司估值对比

	股价	总市值 (百万元)	销售规模 (百万元)	市盈率			利润增长率		PEG
	09-8-4	09-8-4	2008A	2007A	2008A	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 22.09	13,402	1,726	37.2x	33.9x	23.5x	30.1x	6.2%	3.8x
用友软件 (经常性)	CNY 19.91	13,402	1,726	53.5x	44.4x	36.5x	28.2x	25.4%	1.4x
浪潮软件	CNY 17.17	3,191	494	173.8x	-	-	-	-	-
航天信息	CNY 19.16	17,692	5,931	37.6x	32.0x	27.4x	23.0x	17.9%	1.5x
怡亚通	CNY 17.95	6,654	2,873	81.5x	44.2x	35.9x	28.7x	24.1%	1.5x
石基信息	CNY 34.99	7,838	443	77.4x	55.1x	38.6x	29.9x	35.8%	1.1x
国电南瑞	CNY 35.42	9,034	1,107	63.4x	72.1x	44.3x	35.3x	42.9%	1.0x
宝信软件	CNY 27.53	5,708	2,147	52.7x	39.8x	32.0x	25.7x	24.5%	1.3x
青岛软控	CNY 24.94	8,229	912	57.0x	36.7x	27.7x	21.8x	29.7%	0.9x
亿阳信通	CNY 17.10	6,019	854	48.1x	81.6x	37.8x	29.8x	65.4%	0.6x
新大陆软件	CNY 9.31	4,212	1,018	48.9x	121.8x	53.6x	20.2x	145.8%	0.4x
恒生电子	CNY 13.43	5,984	669	47.3x	42.3x	30.9x	59.2x	-15.5%	-2.0
远光软件	CNY 16.69	3,299	214	59.4x	44.6x	35.7x	29.2x	23.7%	1.5x
延华智能	CNY 13.23	1,058	215	42.7x	80.9x	61.6x	48.4x	29.3%	2.1x
中值				48.9x	43.3x	33.9x	27.2x	24.9%	1.1x
系统集成									
华胜天成	CNY 14.10	6,500	2,945	36.4x	32.2x	25.8x	20.5x	25.1%	1.0x
东华软件	CNY 16.61	7,076	1,159	49.8x	27.6x	20.7x	16.5x	29.4%	0.7x
太工天成	CNY 25.50	3,993	542	103.2x	-	-	-	-	-
中国软件	CNY 28.04	4,523	2,241	69.9x	65.6x	58.7x	51.4x	12.9%	4.5x
中值				59.8x	32.2x	25.8x	20.5x	25.1%	1.0x
A股可比公司中值									
				51.3x	43.3x	33.9x	27.2x	25.2%	1.1x
港股可比公司									
软件产品及行业应用									
中国航信	HKD 5.85	9,158	1,767	16.3x	18.3x	18.3x	16.8x	4.3%	4.3x
金碟软件	HKD 1.55	2,779	771	20.7x	16.2x	17.8x	14.6x	5.2%	3.4x
港股可比公司中值				18.5x	17.2x	18.0x	15.7x	4.7%	3.9x
国际可比公司									
软件产品									
Microsoft	USD 23.83	1,450,313	412,675	16.5x	12.5x	14.1x	14.2x	-6.0%	-2.4
Symantec	USD 15.25	85,184	40,123	36.3x	28.8x	9.9x	10.6x	64.5%	0.2x
Adobe	USD 32.68	117,184	24,451	26.4x	20.2x	21.7x	19.4x	1.9%	11.4x
中值				26.4x	20.2x	14.1x	14.2x	1.9%	0.2x
解决方案									
Sage	GBP 202.80	30,743	14,971	17.1x	15.9x	12.4x	11.8x	16.2%	0.8x
Oracle	USD 22.30	762,657	153,199	26.9x	20.6x	15.7x	14.5x	19.3%	0.8x
SAP	USD 47.96	401,589	n.a.	-	-	30.0x	25.2x	-	-
Citrix	USD 36.54	45,164	10,814	31.0x	37.7x	22.2x	19.6x	38.7%	0.6x
中值				26.9x	20.6x	19.0x	17.0x	19.3%	0.8x
国际可比公司中值				26.6x	20.4x	15.7x	14.5x	17.8%	0.7x

资料来源: Bloomberg, Wind 资讯, 中金公司研究部:

图表 4：历史市盈率区间



资料来源：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。