

2009年8月9日

软件与服务行业

用友软件 (600588)

评级: 中性

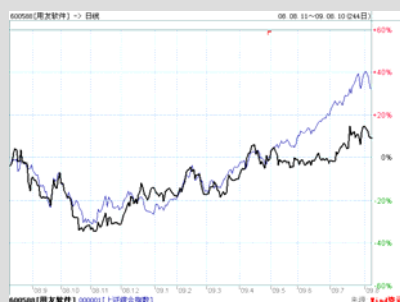
TMT 行业研究员

张广荣

010-88086830-699

zhanggr@rxzq.com.cn

用友软件与上证指数走势对比图



股价透支未来两年主业增长预期

投资要点:

- 2009年1-6月,公司实现营业收入7.66亿元,同比增长11.76%;归属于上市公司股东的净利润3.28亿元,同比增长192%;扣除非经常性损益后的净利润为9180万元,同比下降11%;实现摊薄后每股收益0.54元,扣除非经常性损益后每股收益0.15元。
- **高端产品快速增长、中低端下滑明显:**公司上半年软件销售收入为4.62亿元,增长1.33%,其中高端产品NC实现收入1.46亿元,同比增长68.4%,中端产品U8/U9实现收入1.69亿元,同比下降11.11%,低端产品T系列实现销售收入0.99亿元,同比下降22.31%;其他业务中技术服务与培训收入为2.23亿元,同比增长20.83%,软件配套用品销售收入为5525万元,同比增长132.44%。
- **外购商品增加降低综合毛利率。**受外购商品成本增加影响,公司综合毛利率为84.16%,同比下降5.61%。其中软件销售、技术服务与培训、软件配套用品销售毛利率分别为94.07%、80.23%和17.11%,同比下降2.36%、1.09%和10.59%。
- **销售费用率提高3.3%、管理费用率下降1.51%:**上半年销售费用为3.55亿元,同比增长20.34%,占营收的比重为46.37%,显示公司对市场开拓的重视力度;上半年管理费用为2.63亿元,同比仅增长7.07%,占营收的比重为34.37%,其中股权激励成本319万元,同比减少1834万元,研发费用1.15亿元,同比增长18.5%。
- **投资收益大幅增长:**公司上半年将北京银行股票全部卖出实现收益2.67亿元,贡献投资收益22957万元,公允价值变动收益为4913万元,同比增长为355.28%和151.34%。
- **盈利预测与评级:**我们预测公司2009年到2011年EPS分别为0.78元、0.49元和0.64元,对应PE分别为27倍、43倍和33倍,目前股价反映了09年非经常性损益的每股收益贡献,透支了2010和2011年两年主业增长预期,给予“中性”评级。

单位(百万、元)	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1725	1916	2265.8	2703
增长率	27.18%	11.04%	18.25%	19.30%
归属于母公司的净利润	395.4	473.19	297.65	390.32
增长率	9.7%	19.7%	-37.1%	31.1%
每股收益(摊薄)	0.85	0.78	0.49	0.64

表 1: 盈利预测假设条件

项目	2008	2009E	2010E	2011E
软件销售收入 (万元)	112367	123603.7	142144.255	166834.71
增长率	24.60%	10%	15%	17.37%
毛利率	97.45%	95.00%	96.50%	97.50%
技术服务及培训 (万元)	46307	56494.54	70618.18	88272.72
增长率	28.30%	22%	25%	25%
毛利率	75%	80%	80%	80%
软件配套用品销售 (万元)	8227	11517.80	13821.36	15203.50
增长率	51.80%	40%	20%	10%
毛利率	21.04%	17.00%	15%	15%
销售费用率	45.14%	46%	45.5%	45.00%
管理费用率	32.78%	32.50%	32%	32%

表 2: 利润表预测

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	172563.30	191616.04	226583.79	270310.93
增长 (YOY)	27.18%	11.04%	18.25%	19.30%
减: 营业成本	21232.41	27019.06	30846.84	34748.38
毛利率	87.7%	85.9%	86.39%	87.15%
营业税金及附加	4802.42	4982.02	5891.18	7028.08
销售费用	77889.29	86227.22	100829.79	118936.81
管理费用	56565.11	62235.62	72506.81	86499.50
EBIT	12074.07	11152.12	16509.17	23098.16
增长率 (YOY)	-1.8%	-7.6%	48.0%	39.9%
财务费用	-828.50	-1610	-1926	-2487
资产减值损失	700.31	544.34	580.00	614.32
加: 公允价值变动收益	-7649.75	4913	0	0
投资收益	20434.70	22957.00	0.00	0.00
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	362.51	0	0	0
汇兑收益	0.00	0	0	0
营业利润	24987.20	40087.36	17855.13	24970.70
增长 (YOY)	-9.55%	60.43%	-55.46%	39.85%
加: 营业外收入	22438.03	13800	16560	19872
减: 营业外支出	619.02	600	600	600
其中: 非流动资产处置损失	234.51	0	0	0
税前利润	46806.21	53287.36	33815.13	44242.70
减: 所得税	6030.22	5328.7	3381.5	4424.3
实际税率	12.9%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	40776.0	47958.6	30433.6	39818.4
归属于母公司所有者的净利润	39542.54	47319.14	29765.57	39032.15
增长 (YOY)	9.7%	19.7%	-37.1%	31.1%
销售净利率	22.91%	24.69%	13.14%	14.44%
少数股东损益	1233.44	639.48	668.05	786.27
每股收益				
基本每股收益	0.85	0.78	0.49	0.64
稀释每股收益	0.85	0.78	0.49	0.64

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。