

分析师： 马先文 027-65799506 maxw@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 021-68751636 yangjf@cjsc.com.cn

复苏迹象明朗

事件描述

用友软件 2009 年股价涨幅明显落后大盘，其主要原因是金融危机引起的市场对其短期业绩的担忧。但随着中国经济逐步复苏，企业效益正逐步走出低谷，其对信息化投入的步伐也将加快，在此背景下，用友软件增长有望加速，而我们认为其股价也存在补涨潜力。

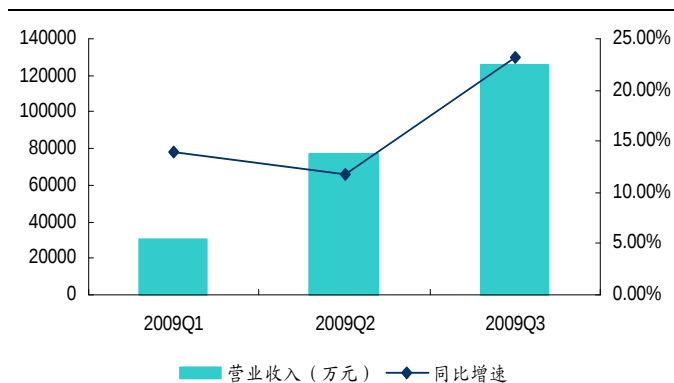
事件评论

第一，业绩好转迹象明朗

用友软件业绩的逐步好转主要体现在以下几方面：

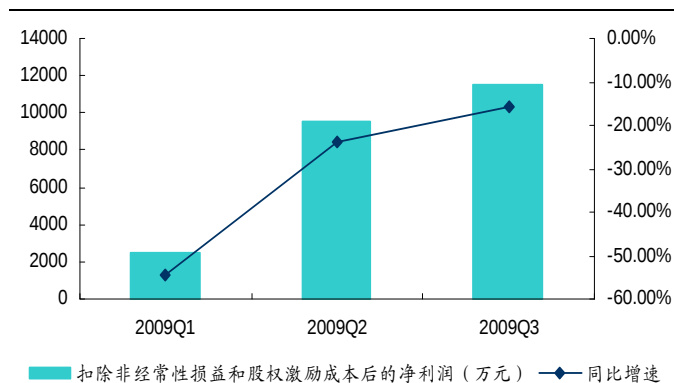
第一，从用友软件前三季度主营业绩来看，虽然同样受到金融危机影响，但无论从收入和扣除非经常性损益和股权激励成本后的净利润来看，均出现逐步好转趋势。

图 1：用友软件营业收入增长趋势



资料来源：公司公告，长江证券研究部

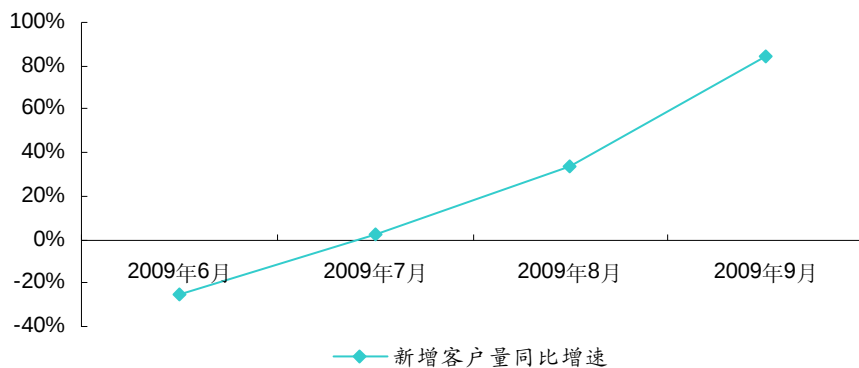
图 2：用友软件扣除非经常性损益和股权激励成本后净利润趋势



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，从新增客户量来看，我们以低端产品“通”为例，从图 3 可看出，“通”系列产品新增客户数量从 6 月份开始加速增长，9 月份增长约为 84%，“通”系列产品客户量的加速增长意味下游客户对 ERP 的投入已开始增加，而这则与中国经济的逐步复苏密切相关。

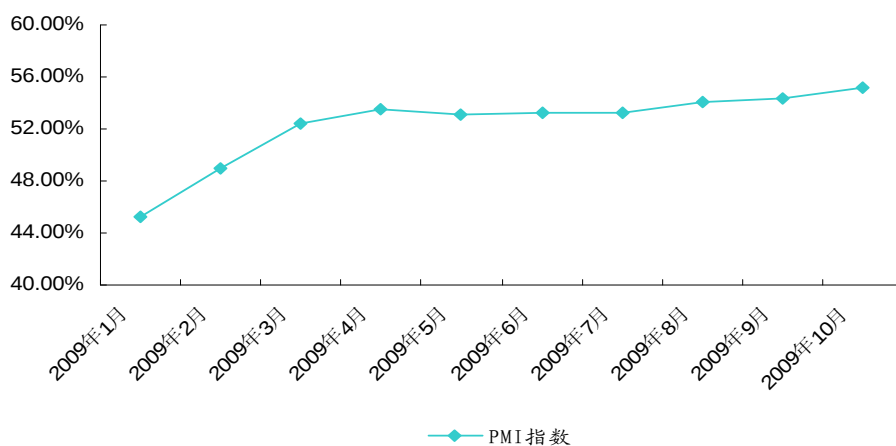
图 3：“通”系列产品 6 至 9 月份新增客户量同比增速



资料来源：长江证券研究部

从公司收入、利润及新增客户量情况来看，用友均出现了加速发展势头，而其增长主源自经济逐步复苏带动企业信息化投入的增加，我们以制造业为例，用友的客户结构中，制造业占其客户量的 40%以上，从中国 PMI 指数也可看出中国制造业回暖趋势明显，而未来这一趋势仍将延续。

图 4：中国制造业 PMI 指数



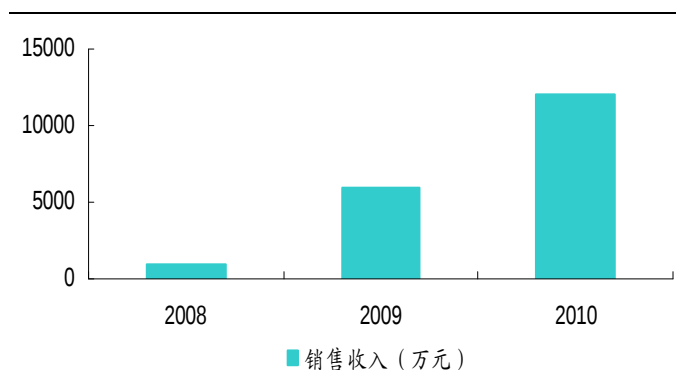
资料来源：Wind，长江证券研究部

第二，明年或将加速增长

我们判断用友软件明年或将出现加速增长态势。从公司各大产品线来看，“通”系列和 U8 产品处于成熟期，其受金融危机影响较大，但随着中国经济逐步复苏，其客户量和收入有望大幅提升。“通”系列产品 6-9 月份客户量的大幅提升已对此有所反映。而中端产品 U8 既上半年下滑后，7-9 月份单季度实现收入同比增长 15%左右，回暖趋势也十分明朗。

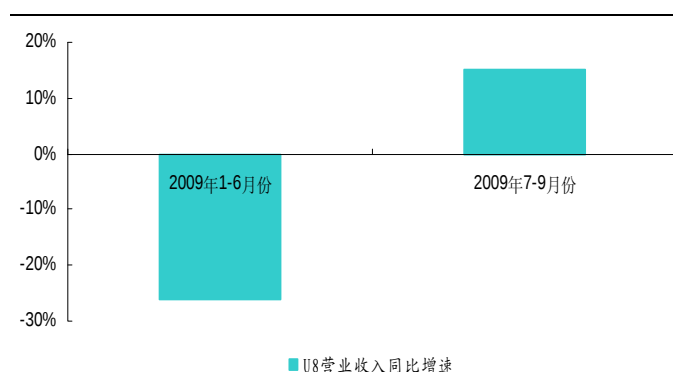
高端 NC 产品前三季度仍然延续了 60%以上增速，在 NC 品牌逐步得到客户认同后，其高速增长趋势仍将延续。而 U9 自去年推广以来，去年销售 1000 多万元，预计今年全年 6000 万元左右，2009 年 U9 处于盈亏平衡状态，但从 2010 年逐步进入在成熟期后，其收入将出现高速增长，对公司的利润也将在明年得以体现。同时，公司 09 年已完成二三线城市布局，虽然对公司今年费用造成一定压力，但从长远来看，二三线城市布局将有利于公司未来拿到更多的订单。

图 5: U9 销售收入



资料来源: 长江证券研究部

图 6: U8 销售收入同比增速

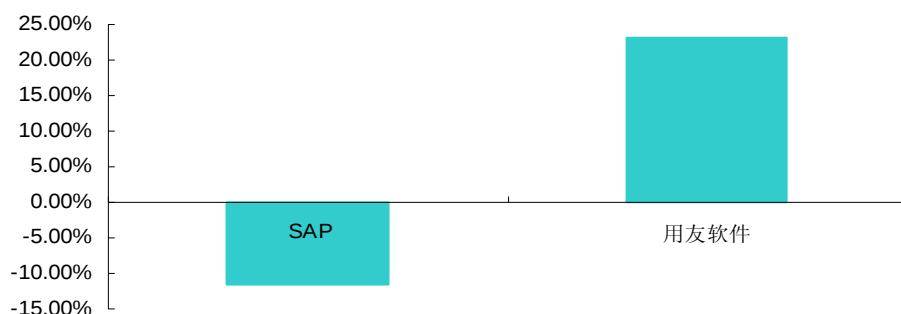


资料来源: 长江证券研究部

第三, 仍然具备长期投资价值

我们认为, 用友软件的长期投资价值在于其市场竞争力和 ERP 仍然具备较大的市场空间。从其市场竞争力来看, 中低端产品已处于国内龙头地位, 而在中高端领域面临 SAP 等国际厂商的竞争, 但 ERP 依靠行业积累和服务的特点决定了本土化企业在竞争中将处于上风。事实上, 从 1-9 月份 SAP 亚太地区收入增速与用友软件收入增速比较中可看出其抗风险能力较 SAP 更胜一筹。

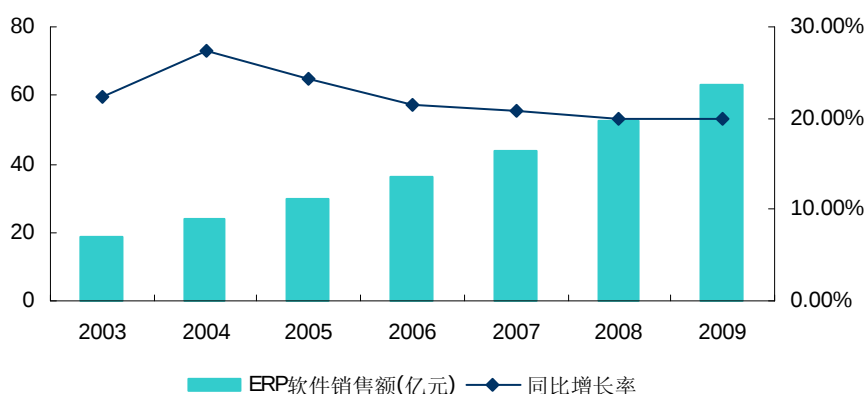
图 7: 1-9 月份用友软件与 SAP 亚太地区收入增速比较



资料来源: bloomberg, 长江证券研究部

从市场空间来看, 中国 ERP 普及率仍然较低, 尤其是中小企业, 未来仍然具备广阔的发展空间, 而此次金融危机影响仅仅是短期因素, 随着经济得以复苏, 企业现金流将得到改善, ERP 产业将进入高速增长轨道。

图 4: 中国 ERP 市场规模



资料来源：CCID，长江证券研究部

第四，维持“推荐”评级

我们预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.84、0.70 元，2010 年 EPS 低于 2009 年主要因为今年出售北京银行股权获利 2.67 亿，而明年全部基于主营业绩，基于对公司未来良好的成长预期和行业龙头低位，我们仍然维持对其“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1726	2112	2722	3574	货币资金	1085	2183	2578	3217
营业成本	212	326	382	471	交易性金融资产	61	0	0	0
毛利	1513	1785	2339	3103	应收账款	362	449	579	760
% 营业收入	87.7%	84.5%	86.0%	86.8%	存货	14	22	25	31
营业税金及附加	48	59	76	99	预付账款	3	5	6	7
% 营业收入	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	其他流动资产	1	2	2	3
销售费用	779	971	1225	1573	流动资产合计	1529	2663	3217	4044
% 营业收入	45.1%	46.0%	45.0%	44.0%	可供出售金融资产	276	0	0	0
管理费用	566	633	789	1036	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	32.8%	30.0%	29.0%	29.0%	长期股权投资	47	47	29	34
财务费用	-8	-6	-9	-10	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.5%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	固定资产合计	548	623	697	772
资产减值损失	7	7	10	14	无形资产	325	329	332	335
公允价值变动收益	-76	49	0	0	商誉	361	361	361	361
投资收益	204	235	5	5	递延所得税资产	11	1	1	1
营业利润	250	405	253	395	其他非流动资产	12	12	12	12
% 营业收入	14.5%	19.2%	9.3%	11.1%	资产总计	3110	4036	4649	5560
营业外收支	218	180	230	270	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	468	585	483	665	应付款项	41	67	76	93
% 营业收入	27.1%	27.7%	17.7%	18.6%	预收账款	240	275	354	465

所得税费用	60	58	48	67	应付职工薪酬	194	308	353	427
净利润	408	526	435	599	应交税费	111	117	124	166
归属于母公司所有者的净利润	395.4	510.9	422.0	581.6	其他流动负债	355	440	545	700
少数股东损益	12	15	13	17	流动负债合计	941	1206	1452	1851
EPS (元/股)	0.65	0.84	0.70	0.96	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	23	5	0	0
经营活动现金流净额	363	459	597	871	其他非流动负债	26	26	26	26
取得投资收益收回现金	193	0	0	0	负债合计	990	1237	1478	1877
长期股权投资	14	235	0	0	归属于母公司所有者权益	2088	2752	3111	3605
无形资产投资	0	-20	-20	-20	少数股东权益	33	48	60	78
固定资产投资	-51	-121	-127	-136	股东权益	2120	2800	3171	3683
其他	32	616	0	0	负债及股东权益	3110	4036	4649	5560
投资活动现金流净额	-5	710	-147	-156	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.652	0.842	0.696	0.959
股权融资	56	0	0	0	BVPS	4.47	5.90	6.67	7.72
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	PE	36.47	28.22	34.17	24.79
筹资成本	237	-71	-55	-77	PEG	2.66	2.06	2.49	1.81
其他	-474	0	0	0	PB	5.31	4.03	3.57	3.08
筹资活动现金流净额	-182	-71	-55	-77	EV/EBITDA	44.61	26.55	37.67	24.17
现金净流量	177	1098	395	639	ROE	18.9%	18.6%	13.6%	16.1%

资料来源：长江证券研究部

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。