

其它计算机应用



张英娟 刘亮

证书号 S0190209030141

021-38565923

zhangyj@xyzq.com.cn

用友软件 (600588)

高端产品快速增长, 费用控制有力

---2009 年年报点评

推荐 (维持)

市场数据

报告日期	2010-3-22
收盘价(元)	29.37
52周最高/最低(元)	30.89/17.66
总股本(百万股)	627.86
流通股本(百万股)	604.58
总市值(百万元)	18440.21
流通市值(百万元)	17756.59
净资产(百万元)	2078.13
总资产(百万元)	2841.47

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2347	2973	3637	4459
同比增长(%)	36.0%	26.7%	22.3%	22.6%
净利润(百万元)	594	413	501	643
同比增长(%)	51.7%	-30.5%	21.5%	28.2%
毛利率(%)	83.3%	82.6%	82.4%	82.4%
净利率(%)	25.3%	13.9%	13.8%	14.4%
净资产收益率(%)	23.0%	13.8%	14.3%	15.5%
每股收益(元)	0.95	0.66	0.80	1.02
每股经营现金流(元)	0.64	0.89	1.03	1.16

股价走势



投资要点

事件:

2009 年, 公司实现营业收入 23.47 亿元, 归属于上市公司股东的净利润 5.9 亿元, 扣除非经常性损益后的净利润 2.86 亿元, 同比分别增长 36%、51.7%、28.2%。每股收益 0.95, 略高于我们预期。公司拟向全体股东每 10 股转赠 3 股, 每 10 股派发现金股利 6 元 (含税)。

点评:

相关报告

《业务运行稳健, 趋势向好》
2009-11-2《收入增长稳定, 费用亟待控制》
2009-8-13

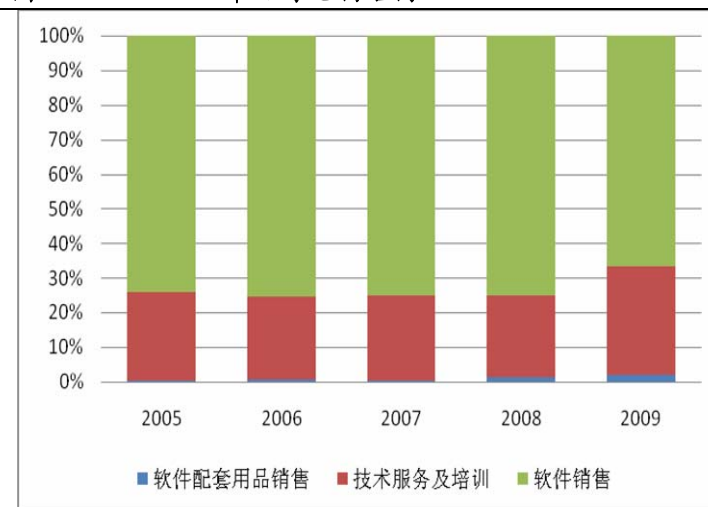
《有容乃大》2009-7-29

- **主营业务快速增长, 高端产品不改快速成长势头:** 分业务而言, 报告期内, 软件配套用品销售业务实现收入 1.83 亿元, 同比增长 122.59%; 技术服务及培训业务实现收入 7.64 亿元, 同比增长 64.96%; 软件销售业务实现收入 13.29 亿元, 同比增长 18.26%。分产品而言, 在 2009 年宏观经济复苏尚不确定的态势下, 高端 NC 产品依然保持了 25.3% 的增长, 实现收入 4.87 亿元; 中端 U8/U9 产品实现收入 4.3 亿元, 同比增长 19.7%; 由于下游客户需求尚未复苏, 低端 T 系列产品实现收入 2.26 亿元, 同比下降 3.3%。
- **软件销售收入占比下滑致毛利率下滑 4.4 个百分点:** 软件配套用品销售业务毛利率 19.27%, 下滑 2 个百分点, 收入占比提升 3 个百分点, 软件销售毛利率 94.95%, 下滑 2.5 个百分点, 收入占比下滑 9 个百分点。

图 1、2005-2009 年公司收入结构



图 2、2005-2009 年公司毛利结构



数据来源：公司公告，兴业证券研发中心整理

数据来源：公司公告，兴业证券研发中心整理

- **管理费用控制有力，带动期间费用率下降 5 个百分点：**报告期内，公司营业费用率 44.73%，下降 0.4 个百分点；管理费用率 28.05%，下降 4.7 个百分点；财务费用率 0.46%，变动不大。我们认为，随着 2009 年大规模人才招聘落下帷幕，未来管理费用率将维持稳定，而营业费用率将会随着公司经营规模的扩大以及市场持续的扩展略有上升。
- **2009 年市场份额不断扩大：**公司在 ERP 软件、财务管理软件、管理软件、CRM、HRM、EAM 等软件市场占有率逐步提升，稳占第一桂冠，巩固了公司作为中国企业管理软件产业链中的核心企业领导厂商地位。
- **公司在高端日益显现后发优势，未来成长主要关注软件与服务、产业基地、投资三大业务板块：**
 - 1) 管理软件与服务，公司的核心优势：无论短期还是长期来看，管理软件与服务依然是公司未来发展的有力坚石，公司业已形成完善的中高低端产品线，直面不同层次客户需求，未来公司的持续研发投入对产品线的完善与充实是该业务持续发展的重要动力，而公司长期手握充沛现金，为外延式扩张和战略式投资提供了有力保障；
 - 2) 产业基地有效运营将会降低公司运营成本；
 - 3) 公司将在 2010-2012 三年内加强投资业务，做好投资资产的经营和管理，形成公司重要利润来源和可变现资产，而这块业务，相比较传统核心业务，是公司面临的一个经营风险点。
- **盈利预测：**2009 年公司扣除非经常性损益后每股收益 0.47 元，**不考虑投资收益、公允价值变动的影响**，预计公司 2010 年-2012 年每股收益 0.66 元、0.80 元和 1.02 元，给予长期“推荐”评级。

表、用友软件分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	09-1Q	09-2Q	09-3Q	09-4Q	QOQ	2008	2009	YOY		说明
营业收入	304	462	490	1091	122.8%	1726	2347	36.0%		
营业成本	51	67	88	184	108.4%	212	391	84.2%		公司鼓励实施技术咨询和项目外包，导致支付给培训咨询单位和外包单位的成本费用增长
毛利	253	395	401	907	126.0%	1513	1956	29.2%		
销售费用	151	204	240	454	89.1%	779	1050	34.8%		经营规模扩大和人员增加，销售人员奖金增长
管理费用	121	143	161	234	44.9%	566	658	16.4%		经营规模扩大和人员增加，管理人员奖金增长
财务费用	-2	-3	-3	19	-752.9%	8	11	31.1%		
资产减值	0	2	1	6	780.0%	7	9	31.9%		计提长期股权投资减值准备、无形资产减值准备
公允价值	11	38	0	0		76	49	-35.8%		包括北京银行股票在内的交易性金融资产全部售出
投资收益	266	-37	1	13	1341.8%	200	244	21.8%		可供出售金融资产收益
营业利润	253	36	-13	203	-1677.2%	246	479	94.9%		
利润总额	293	60	24	297	1113.5%	464	674	45.3%		
净利润	259	70	21	245	1093.5%	391	594	51.7%		
EPS	0.554	0.115	0.034	0.390	1053.2%	0.839	0.946	12.7%		
销售费用率	49.6%	44.3%	49.1%	41.6%	-7.4%	45.1%	44.7%	-0.4%		
管理费用率	39.6%	30.9%	32.9%	21.4%	-11.5%	32.8%	28.1%	-4.7%		
财务费用率	-0.8%	-0.6%	-0.6%	1.8%	2.3%	0.5%	0.5%	0.0%		
所得税率	12.7%	-20.8%	26.4%	9.8%	-16.6%	13.0%	8.9%	-4.1%		
毛利率	83.1%	85.5%	81.9%	83.1%	1.2%	87.7%	83.3%	-4.4%		
净利润率	85.0%	15.1%	4.2%	22.4%	18.3%	22.7%	25.3%	2.6%		

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2215	2234	2775	3373
货币资金	1625	1815	2273	2745
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	511	275	339	416
其他应收款	39	82	101	123
存货	12	27	19	38
非流动资产	1604	1892	1993	2167
可供出售金融资产	0	60	0	0
长期股权投资	57	45	47	48
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	506	725	851	939
在建工程	163	151	126	113
油气资产	0	0	0	0
无形资产	334	387	454	547
资产总计	3820	4126	4768	5540
流动负债	1192	1077	1188	1361
短期借款	0	0	0	0
应付票据	3	0	0	0
应付账款	79	30	36	45
其他	1111	1047	1152	1316
非流动负债	14	23	52	9
长期借款	0	0	0	0
其他	14	23	52	9
负债合计	1206	1100	1240	1370
股本	628	628	628	753
资本公积	863	863	863	737
未分配利润	819	1171	1602	2153
少数股东权益	33	33	33	33
股东权益合计	2613	3026	3527	4170
负债及权益合计	3820	4126	4768	5540

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	594	413	501	643
折旧和摊销	68	85	110	134
资产减值准备	7	-5	5	-0
无形资产摊销	24	13	10	9
公允价值变动损失	49	0	0	0
财务费用	11	-26	-31	-38
投资损失	-244	0	0	0
少数股东损益	20	0	0	0
营运资金的变动	-38	-60	-23	-36
经营活动产生现金流量	481	560	648	729
投资活动产生现金流量	290	-393	-220	-295
融资活动产生现金流量	-114	22	31	38
现金净变动	657	189	458	472
现金的期初余额	1085	1625	1815	2273
现金的期末余额	1742	1815	2273	2745

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2347	2973	3637	4459
营业成本	391	517	640	783
营业税金及附加	63	80	98	89
销售费用	1050	1332	1626	1997
管理费用	658	827	1011	1239
财务费用	11	-26	-31	-38
资产减值损失	9	0	0	0
公允价值变动	49	0	0	0
投资收益	244	0	0	0
营业利润	479	244	293	387
营业外收入	202	222	272	333
营业外支出	7	7	6	6
利润总额	674	459	558	714
所得税	60	46	57	71
净利润	614	413	501	643
少数股东损益	20	0	0	0
归属母公司净利润	594	413	501	643
EPS (元)	0.95	0.66	0.80	1.02

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	36.0%	26.7%	22.3%	22.6%
营业利润增长率	94.9%	-49.2%	20.1%	32.2%
净利润增长率	51.7%	-30.5%	21.5%	28.2%
盈利能力(%)				
毛利率	83.3%	82.6%	82.4%	82.4%
净利率	25.3%	13.9%	13.8%	14.4%
ROE	23.0%	13.8%	14.3%	15.5%

偿债能力(%)

资产负债率	31.6%	26.7%	26.0%	24.7%
流动比率	1.86	2.07	2.34	2.48
速动比率	1.85	2.05	2.32	2.45

营运能力(次)

资产周转率	0.68	0.75	0.82	0.87
应收帐款周转率	5.59	7.11	11.00	11.01

每股资料 (元)

每股收益	0.95	0.66	0.80	1.02
每股经营现金	0.64	0.89	1.03	1.16
每股净资产	4.11	4.77	5.57	6.59

估值比率 (倍)

PE	31.06	44.67	36.78	28.68
PB	7.15	6.16	5.28	4.46

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%部 ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍	电话: 021-38565916	Email: dengyp@xyzq.com.cn
盛英君	电话: 021-38565938	Email: shengyj@xyzq.com.cn
过 枫	电话: 021-38565966	Email: guofeng120@hotmail.com
姜 洋	电话: 021-38565910	Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华	电话: 021-38565933	Email: hanyh@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

广东地区销售经理

朱元戥	电话: 021-38565941	Email: zhuyy@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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, 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。