

增 持 维持

用友软件（600588）

2010 年 6 月 18 日

计算机与通信行业分析师：陈美凤

SAC 执业证书编号：S0850209080672

chenmf@htsec.com

021-23219409

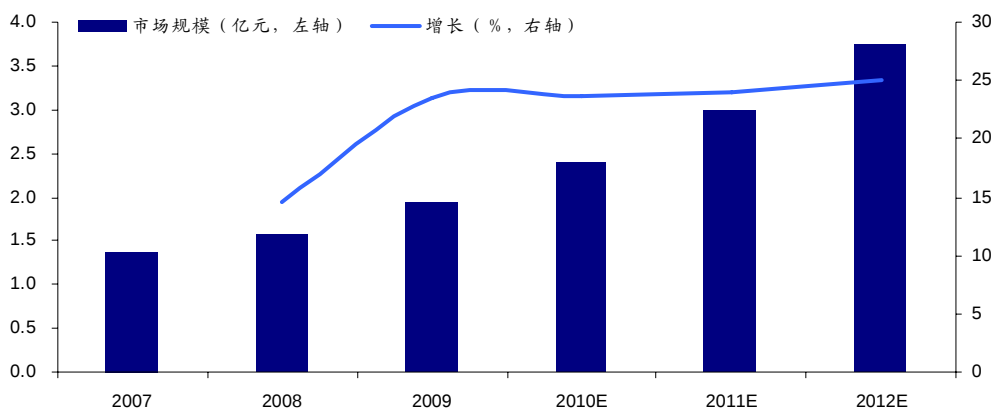
收购英孚思为强化汽车行业覆盖

2010 年 6 月 17 日收盘价：22.94 元 6 个月目标价：26.00 元

用友软件今日公布资产收购公告。公司拟以人民币 48609 万元收购上海英孚思为信息科技股份有限公司（下称“英孚思为”）99% 股权，公司全资子公司——江西用友软件有限责任公司以人民币 491 万元的价格收购英孚思为 1% 股权。

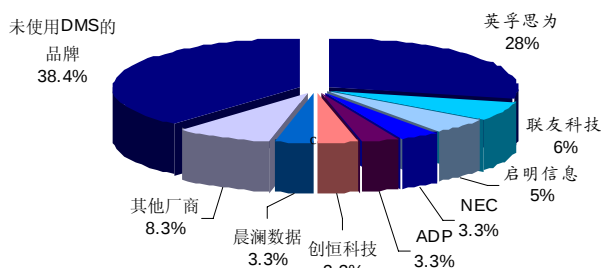
英孚思为是国内汽车流通与零售行业软件市场领导厂商。英孚思为专注于汽车行业的连锁销售与后市场服务领域，是国内市场占有率最高的汽车行业 DMS 应用管理软件及其服务的供应商。英孚思为主要的软件产品包括面对整车厂的 DCS 系统和面向 4S 店的 DMS 系统，目前其客户包括 18 家车厂和 3000 多家 4S 经销商。根据 CCID 统计，英孚思为 2009 年在国内 DMS 软件市场的占有率为 28.3%（按对乘用车品牌的覆盖率），在国内 DCS 软件市场的占有率为 31.7%，均位居第一。2009 年，国内 DMS 软件市场规模约为 1.95 亿，CCID 预计该市场 2010~2012 年年均增长 23~25%。

图 1 国内汽车经销商 DMS 软件市场规模及预测



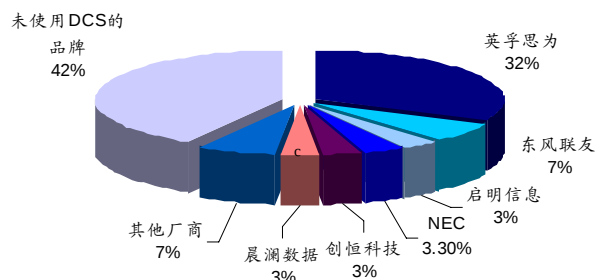
资料来源：CCID；2010/01

图 2 国内 DMS 软件市场品牌结构（2009）



资料来源：CCID

图 3 国内 DCS 软件市场品牌结构（2009）



资料来源：CCID

强化汽车行业覆盖并增厚短期盈利。本次收购是对公司行业化战略的贯彻。我们认为本次收购对用友软件公司的意义在于：首先，强化了公司对汽车行业的覆盖。按照我们的理解，公司原来在汽车行业的覆盖主要是车厂的后台软件（如财务软件、HR 软件）。通过本次收购，公司在国内汽车行业前端软件市场取得了领先地位；其次，有助于形成汽车行业整体解决方案并加强后台软件的市场拓展能力。通过本次收购，公司将形成涵盖整车厂后端软件、整车厂 DCS 软件和经销商 DMS 软件的汽车行业整体解决方案。同时，依托英孚思为在汽车行业的客户基础，公司后端软件有望获得更大的市场份额；最后，增厚公司短期盈利。英孚思为公司 2009 年收入和净利分别为 9281 万和 2713 万。考虑到英孚思为公司的收入基数以及行业增速情况，我们认为该公司在 2010~2012 年实现 20~30% 的年均净利增速是可以预期的。假设 2010 年全年并表，我们预计本次交易可为公司增加 4% 左右的营收和 8% 左右的净利。我们估计本次交易需耗时两个月左右，意味着英孚思为公司下半年盈利可大部分并入用友软件报表。

维持“增持”评级。由于我们前期盈利预测已经考虑了部分资产并购预期，我们暂时维持公司 2010~2012 年 EPS 分别为 0.57 元、0.80 元和 1.12 元的预期。通过不断收购行业应用软件公司，公司产品不断由后台向前台推进，所面临的市场空间得到大幅拓展。同时，行业化战略使公司面临更多的竞争对手，前端软件更多的定制需求对公司目前的软件产品模式形成了一定程度的挑战。公司目前股价对应约 40 倍的 2010 年动态市盈率，高于行业平均水平。由于前期市场对本次交易有充分的预期，我们判断本次交易的公布不会带来股价的大幅波动。从长期的角度，我们维持公司股票“增持”的投资评级，6 个月目标价为 26.00 元，对应约 33 倍的 2011 年 PE。我们认为公司股价催化剂在于后续定期报告确认高速增长趋势以及后续的资产并购。

主要不确定性。宏观经济形势若有反复将导致行业需求进而公司营收增长低于预期；并购对公司的业绩贡献存在较大不确定性。

表 1 用友软件利润表预测（万元）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主要业务营业收入：					
软件销售	114167	135084	174914	221400	280557
NC	38879	48729	68221	88687	115293
U8	35911	42980	55874	69842	87303
通	23324	22565	26627	31420	37076
其他	14253	18610	24192	31450	40885
服务及培训	49283	80466	108447	143910	187973
营业收入	172563	234701	307230	391088	496371
减：营业成本	21232	39117	54632	67491	83648
毛利	151331	195584	252598	323597	412723
毛利率（%）	87.7	83.3	82.2	82.7	83.1
主营业务税金及附加	4802	6325	9831	12515	15884
营业费用（销售费用）	77889	104972	131915	164563	204687
营业费用/收入（%）	45	45	43	42	41
管理费用	56565	65838	81013	100031	123151
管理费用/收入（%）	33	28	26	26	25
财务费用	-829	-1087	-1422	-1811	-2298
资产减值损失	700	923	1209	1539	1953
加：公允价值变动收益	-7650	4913	0	0	0
投资收益	20435	24398	1000	1000	1000
营业利润	24987	47923	31052	47760	70346
营业外收入	22438	20179	23054	28118	34562
减：营业外支出	619	678	678	678	678
利润总额	46806	67424	53429	75200	104230
减：所得税	6030	6026	4809	6768	9381

减：少数股东损益	1233	2028	2434	2921	3505
净利润	39543	59370	46186	65511	91345
EPS(元)	0.48	0.73	0.57	0.80	1.12
扣非后净利润	22286	28562	46186	65511	91345
EPS (元)	0.27	0.35	0.57	0.80	1.12
扣非和激励费用后净利润	26111	29387	46636	65761	91795
EPS (元)	0.32	0.36	0.57	0.81	1.12

资料来源：公司公告、海通证券研究所预测

信息披露

分析师负责的股票研究范围

陈美凤：计算机与通信行业

重点研究上市公司：中国联通、中兴通讯、东软集团、航天信息、用友软件、远光软件、华胜天成、宝信软件、石基信息、长城电脑、长城开发

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。