

用友软件 (600588)

费用支出侵蚀利润 期待来年业绩表现

——2010 年三季报点评

	魏兴耘	袁煜明
	0755-23976213	021-38674633
	weixy1@gtjas.com	yuanyuming008092@gtjas.com
	S0880200010167	S0880110040003

本报告导读:

与上半年一样,前三季度仍是因收入季度分配不均,而去年同期出售股权的投资收益不再,使净利润大幅下降。单季度情况来看业绩有好转迹象。

投资要点:

- 公司 1-9 月实现主营业务收入 15.18 亿元,同比增长 21%; 营业利润-9411 万元,同比下降 134%; 净利润 3525 万元,同比下降 90%, 对应 EPS 0.04 元; 扣除非经常性损益的净利润 1678 万元,同比下降 85%; 扣除非经常性损益和股权激励成本后的净利润 2965 万元,同比下降 74%。
- 3 季度实现营收 6.09 亿元,同比增长 24%, 相比上半年增长 19% 有所提升,高端的 NC 产品仍是增长最快; 净利润 874 万元,同比下降 57%, 相比上半年下降 92% 也有所收窄。
- 公司整体毛利率略升 1 个点达 85%, 其中三季度毛利率为 82%, 相比上半年 87% 有所下降。销售与管理费用分别同比增长 35% 与 28%, 增速与上半年大致相当, 合计占营收比重上升 8 个点至 89%。与中报披露的净利润大幅下滑的原因一样, 前三季度仍是因收入季度分配不均, 而去年同期出售股权的投资收益不再。
- 相比上半年的积极扩张, 3 季度公司投入有所减缓。在上半年新成立 30 多家分子公司的基础上, 3 季度新设立的公司为个位数; 上半年员工增加近千人, 3 季度受英孚思为的人员并入与人员招聘影响, 9 月末员工数比年初增加近 2 千人, 总数已超过 1 万人。
- 我们认同公司基于下一阶段业务发展所做的大规模投入。同时基于投入先行的考虑, 10 年公司盈利情况可能不及预期理想。基于此, 我们全面调整 10-12 年盈利预测。预计公司 2010-2012 年销售收入分别为 28.87 亿元、34.59 亿元、39.71 亿元; 净利润分别为 3.62 亿元、4.68 亿元、5.66 亿元; 对应 EPS 分别为 0.44 元、0.57 元、0.69 元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,726	2,347	2,887	3,459	3,971
(+/-)%	27.2%	36.0%	23.0%	19.8%	14.8%
经营利润 (EBIT)	121	184	202	320	419
(+/-)%	-2%	53%	9%	59%	31%
净利润	395	594	362	468	566
(+/-)%	9.70%	50.14%	-39.05%	29.29%	21.05%
每股净收益 (元)	0.48	0.73	0.44	0.57	0.69
每股股利 (元)	0.30	0.60	0.60	0.47	0.57

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	7%	8%	7%	9%	11%
市盈率	50	33	54	42	35
股息率 (%)	1.3%	2.5%	2.5%	2.0%	2.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: 26.50

上次预测: 26.50

当前价格: 24.44

2010.11.02

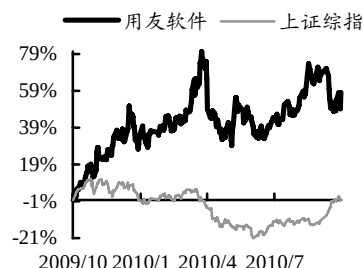
交易数据

52 周内股价区间 (元)	19.52-37.65
总市值 (百万元)	19,946
总股本/流通 A 股 (百万股)	816/805
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	99%
日均成交量 (百万股)	5
日均成交值 (百万元)	119

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,220
每股净资产	2.72
市净率	9.0
资产负债率	27%

52 周内股价走势图



相关报告

《投入持续加大 营业利润现亏损》	2010.09.03
《用友软件 2010 中报电话沟通会纪要》	2010.08.30
《4.9 亿收购汽车经销商管理龙头》	2010.06.18
《出资 2 亿成立投资中心》	2010.06.08
《期待公司高于行业平均的增长》	2010.03.23

作者简介:**魏兴耘:**

厦门大学经济学博士，国泰君安证券电子元器件行业首席分析师、计算机行业首席分析师。2002-2009 年《新财富》电子行业最佳分析师、计算机行业最佳分析师。

袁煜明:

毕业于清华大学自动化系，工学硕士；2009 年 7 月进入国泰君安，从事计算机行业研究

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		