

用友软件(600588)

公司研究/简评报告

股权激励费用下降增厚年内收益

民生精品---简评报告/计算机及信息服务业

2011年 05月 05日

一、事件概述

用友软件召开了第五届董事会 2011 年第三次会议，一致审议通过了《关于确定公司<股票期权激励计划（修订稿）>首次授予股票期权授权日的议案》。公司股票期权激励计划首次授予股票期权的授权日为 2011 年 5 月 4 日。

二、分析与判断

➤ 首期股权激励授予日测算股权激励费用减少

(1) 公司于今年 4 月 1 日测算股权激励总成本为 1.29 亿元。由于股权激励计划下授予的股票期权成本要在董事会确定授权日后根据期权模型进行重新测算，因此 1.29 亿仅为当时的模拟估算结果。按照 1.29 亿总成本计，今年所分摊费用为 6313.47 万元。

(2) 公司明确 2010 年 5 月 4 日为首期股权激励授予日，行权价格为 25.16 元，且费用将在未来 3 年进行摊销。按照激励费用在等待期内（2010 年 5 月 4 日至 2011 年 5 月 4 日）平均分摊的原则，我们重新测算授权日的股权激励费用在 4500 万左右，分摊到今年为 1700 万左右，较之此前测算减少费用 4613 万元，增厚 eps0.05 分，由此我们上调 2011 年业绩预期由 0.71 元至 0.76 元。

➤ 行权条件较高，激励较为到位

公司此次股权激励行权条件需同时满足：1) 2011、2012、2013 年度扣非后的净资产收益率不低于 12%；2) 以 2009 年度扣非后的净利润为固定基数，公司 2011、2012、2013 年扣非后净利润需增长不低于 70%、120%、185%；3) 期权等待期内，净利润、扣非后净利润均不得低于授权日前最近三年会计年度的平均水平且不得为负。如果以 2009 年扣非后的净利润 2.86 亿元为基数，2011-2013 年扣非后净利润将不低于 4.86、6.28、8.14 亿元，相应的全面摊薄 EPS 将不低于 0.60、0.77、1.00 元，2010-2013 年扣非后净利润复合增长率将不低于 29.9%。本次股权激励的出台，将进一步促进公司对于核心骨干人员的激励，提升人员稳定性，有利于公司长远发展。

三、盈利预测与投资建议

由于首个股权激励授予日的确定和股权激励费用的细化，我们将公司 2011 年业绩预测由 0.71 元提升为 0.76 元，维持公司 2012 年 0.98 元的业绩预测。相应的 10、11 年动态市盈率分别为 25.6、19.9 倍，上调评级至“强烈推荐”。鉴于公司正处于向控股局者转变的关键时期，大幅投入有利于加速这一进程；并且随着公司第二期股权激励的进一步实施以及云战略的推出，我们认为公司长期投资价值明显提升。

四、风险提示：

费用投入较多吞噬收入增长；行业信息化投入增速下降。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2437	2979	4099	5470
增长率(%)	36%	27%	38%	34%
归属母公司股东净利润(百万元)	594	332	621	798
增长率(%)	50%	-44%	87%	37%
每股收益(元)	0.73	0.41	0.76	0.98
PE	26.74	47.61	25.68	19.92

谨慎推荐

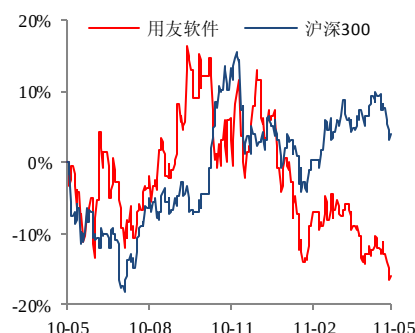
维持评级

合理估值： 28 元

交易数据(2011-05-05)

收盘价(元)	19.52
近 12 个月最高/最低	27.58/19.09
总股本(百万股)	816.03
流通股本(百万股)	805.14
流通股比例%	98.67
总市值(亿元)	159.29
流通市值(亿元)	157.16

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：卢婷

执业证书编号：S0100511010007

电话：(8610)85127655

Email: luting@mszq.com

联系人：沈海兵

电话：(8621)68855169

Email: shenhaibing@mszq.com

相关研究

1、《期待效益化、高增长的 2011 年——用友软件投资者见面会会议纪要》，2010427

2、《用友软件一季报点评：大力投入初见成效》，20110503

分析师与行业专家简介

卢婷，IT行业分析师，中国社会科学院经济学硕士。曾就职于兴业银行。3年证券研究经验。

沈海兵，IT行业分析师，复旦大学世界经济硕士、电子科学与技术学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	13621034253	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
李北铎	上海	021-68885797	18621639595	libeiduo@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	Zhuguangyu@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
许力平	广深	0755-22662071	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22662071	13701050353	weikejia@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层，100005；

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28楼。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。