

# 用友软件 (600588. sh)

## 11 年收入有望高增长，股权激励业绩达标需看费用控制

惠毓伦 分析师

电话: 010-59136726

eMail: hyl6@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511010003

### 2011 年一季度收入和费用均有较快增长

2011 年一季度，公司实现营业收入 4.71 亿元，同比增长 36.50%；销售费用和管理费用分别同比增加 47.5% 和 46.5%；实现归属于上市公司股东的净利润-3738 万元，同比减少 407.8%。

### 全年收入有望高增长，股权激励业绩达标需看费用控制

根据对包括公司和金蝶、汉得信息等公司的调研，2011 年初以来国内 ERP 软件市场需求相对旺盛，行业整体增速在 2011 年有望进一步加快。传统上一季度是 ERP 软件销售和实施的淡季，但 2011 年一季度以来主要厂家销售收入同比均有提高。在此基础上，我们认为公司有望在 2011 年实现营业收入 35% 以上的较高增长。2011 年公司对下属分支机构的考核由过去的“收入+利润考核”改变为“利润考核”，将有利于加强费用控制，但 2011 全年费用控制情况仍受公司新员工招聘进度、新业务投入等因素的影响。

### 维持“买入”投资评级

我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.68 元、0.90 元、1.16 元，对应动态市盈率分别为 29、22、17 倍。在行业需求旺盛背景下公司全年营业收入有望实现较高增长，同时公司管理层已经明确表示 2011 年以实现“效益化高增长”为目标，在费用控制得力的情况下股权激励的业绩目标也有望实现，因此维持“买入”评级，12 个月合理价格为 22 元。

### 风险提示

2011 年新业务投入加大导致费用增长较快的风险；人力成本上升的风险。

### 预测及评估

|             | 2009A   | 2010A   | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 2347.01 | 2978.83 | 4123.10 | 5621.55 | 7606.48 |
| 增长率(%)      | 36.01%  | 26.92%  | 38.41%  | 36.34%  | 35.31%  |
| EBITDA(百万元) | 252.62  | 209.60  | 483.16  | 636.49  | 868.97  |
| 净利润(百万元)    | 593.70  | 332.03  | 556.18  | 730.98  | 950.40  |
| 增长率(%)      | 50.14%  | -44.07% | 67.51%  | 31.43%  | 30.02%  |
| 每股收益(元)     | 0.73    | 0.41    | 0.68    | 0.90    | 1.16    |
| 市盈率         | 29.25   | 57.17   | 29.10   | 22.14   | 17.03   |
| 市净率         | 6.73    | 7.52    | 5.25    | 4.24    | 3.40    |
| EV/EBITDA   | 62.31   | 85.59   | 28.88   | 20.37   | 13.26   |

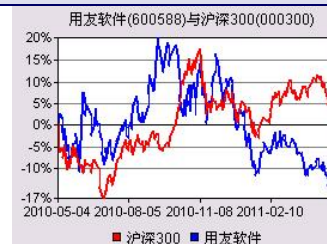
数据来源: 用友软件股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

**买入**

|         |       |
|---------|-------|
| 当前价格(元) | 19.43 |
| 目标价格(元) | 22.00 |
| 前次评级    | 买入    |

### 股价走势



|        |        |        |         |
|--------|--------|--------|---------|
| 市场表现   | 1 个月   | 3 个月   | 12 个月   |
| 股价涨幅   | -3.38% | -9.54% | -15.81% |
| 沪深 300 | -2.44% | 3.75%  | 4.09%   |

### 股票数据

|                 |               |
|-----------------|---------------|
| 总股本/流通 A 股(百万股) | 816.03/805.14 |
| 主要股东:           | 北京用友科技有限公司    |
| 主要股东持股比例        | 29.08%        |

### 财务比率

|           |        |
|-----------|--------|
| ROE       | 13.14% |
| ROA       | 8.06%  |
| 资产负债率     | 46.16% |
| 每股净资产(元)  | 3.10   |
| 2010 年报数据 |        |

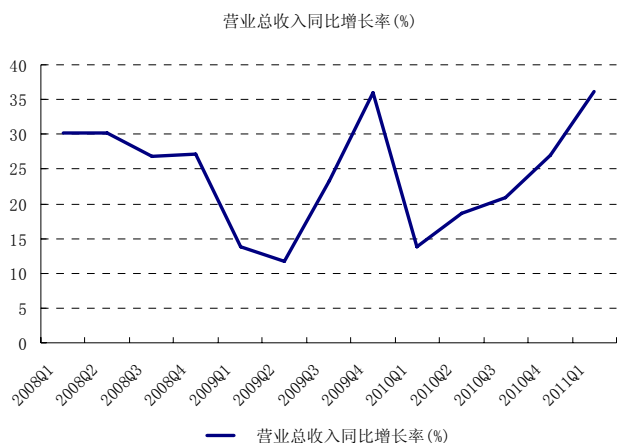
## 2011年一季度收入和费用都有较快增长

2011年一季度，公司实现营业收入4.71亿元，同比增长36.50%；销售费用和管理费用分别同比增加47.5%和46.5%；实现归属于上市公司股东的净利润-3738万元，同比减少407.8%。

**2011年Q1营业收入增速明显加快。**用友软件2008Q1以来的季度营业收入增速平均值为24%，2010年Q1以来的营业收入增速分别为13.75%、18.63%、20.84%、26.92%、36.14%，呈加快趋势。根据从用友软件和包括金蝶软件、汉得信息等ERP行业公司了解到的情况，2011年以来行业需求确有加快的势头，往年一季度通常为淡季，但2011年一季度开始即已经出现了较快增长。

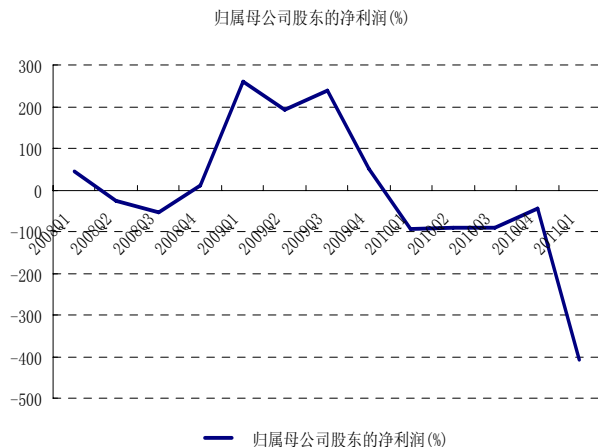
**2011年Q1费用增速仍较快。**2010年公司管理费用和销售费用增长较快，是导致营业利润出现同比下降的关键因素。因此2011年公司业绩能否达到股权激励行权条件，一方面需要营业收入实现较高增长，另一方面费用控制力度也需要在2010年基础上有所加大。从2011年一季度情况来看，管理费用和销售费用增速超过同期营业收入增速，也反应出公司2011年“效益化高增长”目标的贯彻仍需一定时间。

图 5：用友软件 2008Q1 以来营业收入增长情况



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心整理

图 6：用友软件 2008Q1 以来净利润增长情况



公司年报，广发证券发展研究中心整理

## 行业需求向好，2011年营业收入增长有望加速

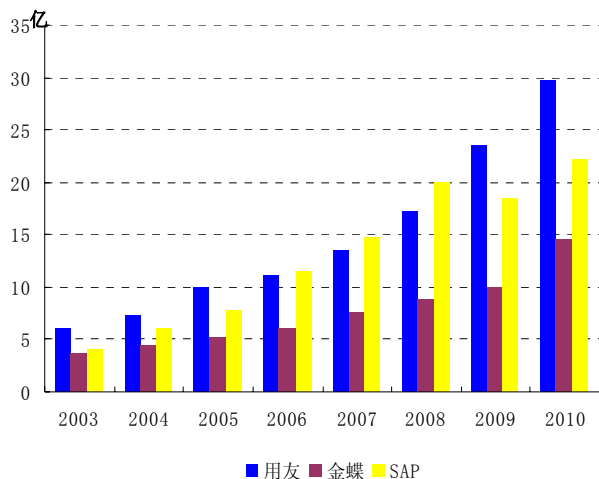
目前国内ERP软件行业中用友、金蝶、SAP、Oracle等主要厂家具备较强的控制力，用友软件在2009年营业收入超过SAP后已经占据国内ERP软件企业营业收入规模第一名，因此行业整体增速是判断公司2011年营业收入增长的首要依据。

根据对包括公司和金蝶、汉得信息等公司的调研，2011年初以来国内ERP软件市场需求相对旺盛，行业整体增速在2011年有望进一步加快。传统上一季度是ERP软件销售和实施的淡季，但2011年一季度以来主要厂家销售收入同比均有提高。在此基础上，我们认为公司有望在2011年实现营业收入35%以上的较高增长。

国内ERP软件行业增长加速的主要原因包括：国内企业信息化程度总体上仍在相对

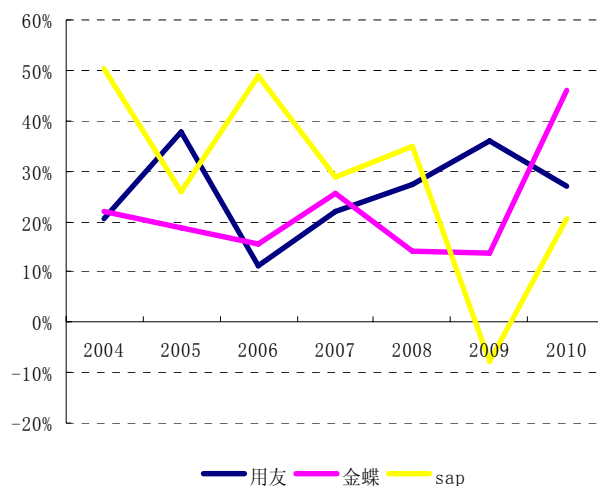
初级阶段，提升空间很大；劳动力成本上升带动制造业企业精细化管理需求，拉动了ERP软件销售。

图 5：用友、金蝶、SAP 营业收入



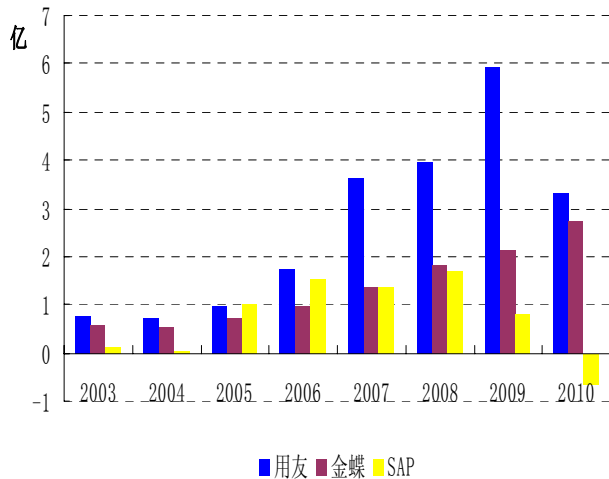
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心整理

图 6：用友、金蝶、SAP 营业收入增长情况



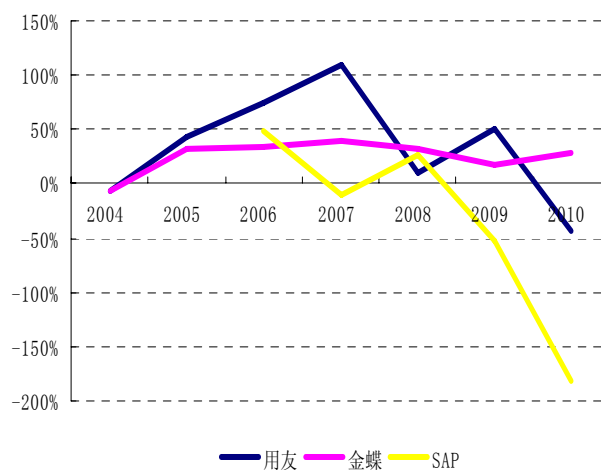
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心整理

图 5：用友、金蝶、SAP 净利润



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心整理

图 6：用友、金蝶、SAP 净利润增长情况



公司年报，广发证券发展研究中心整理

## 费用控制是股权激励业绩达标的关键

公司2011年股权激励的行权条件中最主要的是2011年扣非后净利润比2009年要同比增长70%以上。由于2010年公司扣非后净利润与2009年基本相当，因此2011年扣非后净利润要比2010年增长70%以上才能实现股权激励业绩达标。

2010年公司招聘2000人，新设立71家区域性分支机构，以及对医疗信息化、畅捷通公司等业务的投入力度较大，造成管理费用同比增长36%，销售费用同比增长29%，因此

在营业收入同比增长27%的情况下营业利润同比降低76%。2011年公司对下属分支机构的考核由过去的“收入+利润考核”改变为“利润考核”，将有利于加强费用控制，但2011全年费用控制情况仍受公司新员工招聘进度、新业务投入等因素的影响。

## 维持“买入”投资评级

我们预测公司2011-2013年EPS分别为0.68元、0.90元、1.16元，对应动态市盈率分别为29、22、17倍。在行业需求旺盛背景下公司全年营业收入有望实现较高增长，同时公司管理层已经明确表示2011年以实现“效益化高增长”为目标，在费用控制得力的情况下股权激励的业绩目标也有望实现，因此维持“买入”评级，12个月合理价格为22元。

## 风险提示

2011年新业务投入加大导致费用增长较快的风险；人力成本上升超过预期的风险。

## 资产负债表

单位：百万元

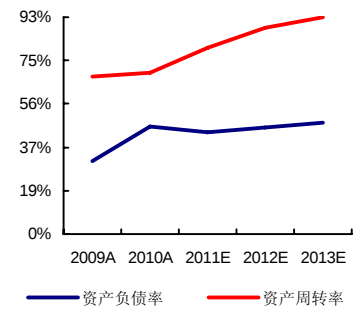
| 至 12 月 31 日    | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 2,215 | 2,387 | 3,315 | 4,689 | 6,610 |
| 货币资金           | 1,625 | 1,398 | 2,379 | 3,366 | 4,809 |
| 应收及预付          | 575   | 968   | 912   | 1,293 | 1,760 |
| 存货             | 12    | 18    | 24    | 31    | 42    |
| 其他流动资产         | 3     | 3     | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 1,604 | 2,379 | 2,237 | 2,423 | 2,584 |
| 长期股权投资         | 57    | 134   | 134   | 134   | 134   |
| 固定资产           | 506   | 532   | 471   | 423   | 374   |
| 在建工程           | 163   | 369   | 514   | 676   | 840   |
| 无形资产           | 840   | 1,295 | 1,118 | 1,190 | 1,236 |
| 其他长期资产         | 39    | 49    | 0     | 0     | 0     |
| <b>资产总计</b>    | 3,820 | 4,766 | 5,551 | 7,112 | 9,194 |
| <b>流动负债</b>    | 1,192 | 2,035 | 2,278 | 3,108 | 4,239 |
| 短期借款           | 0     | 200   | 0     | 0     | 0     |
| 应付及预收          | 1,187 | 1,818 | 2,278 | 3,108 | 4,239 |
| 其他流动负债         | 5     | 17    | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动负债</b>   | 14    | 165   | 150   | 150   | 150   |
| 长期借款           | 0     | 150   | 150   | 150   | 150   |
| 应付债券           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 14    | 15    | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 1,206 | 2,200 | 2,428 | 3,258 | 4,389 |
| 股本             | 628   | 816   | 816   | 816   | 816   |
| 资本公积           | 863   | 666   | 666   | 666   | 666   |
| 留存收益           | 1,090 | 1,045 | 1,601 | 2,332 | 3,283 |
| 归属母公司股东权益      | 2,581 | 2,526 | 3,083 | 3,814 | 4,765 |
| 少数股东权益         | 33    | 40    | 40    | 40    | 40    |
| <b>负债和股东权益</b> | 3,820 | 4,766 | 5,551 | 7,112 | 9,194 |

## 利润表

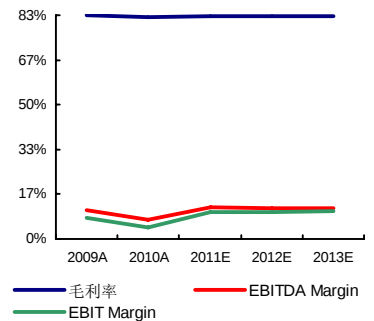
单位：百万元

| 至 12 月 31 日     | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 2347  | 2979  | 4123  | 5622  | 7606  |
| 营业成本            | 391   | 517   | 702   | 956   | 1300  |
| 营业税金及附加         | 63    | 81    | 41    | 56    | 76    |
| 销售费用            | 1050  | 1359  | 1814  | 2502  | 3385  |
| 管理费用            | 658   | 897   | 1154  | 1546  | 2054  |
| 财务费用            | -11   | -1    | -12   | -30   | -42   |
| 资产减值损失          | 9     | 22    | 39    | 17    | 21    |
| 公允价值变动收益        | 49    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 244   | 9     | 9     | 9     | 9     |
| <b>营业利润</b>     | 479   | 113   | 393   | 583   | 822   |
| 营业外收入           | 202   | 236   | 223   | 224   | 225   |
| 营业外支出           | 7     | 2     | 4     | 4     | 3     |
| <b>利润总额</b>     | 674   | 348   | 611   | 803   | 1044  |
| 所得税             | 60    | 2     | 55    | 72    | 94    |
| <b>净利润</b>      | 614   | 346   | 556   | 731   | 950   |
| 少数股东损益          | 20    | 14    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 594   | 332   | 556   | 731   | 950   |
| EBITDA          | 253   | 210   | 483   | 636   | 869   |
| EPS (元)         | 0.73  | 0.41  | 0.68  | 0.90  | 1.16  |

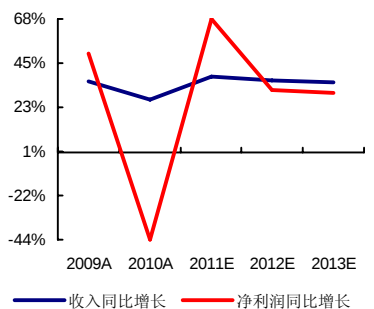
## 资产负债率趋势



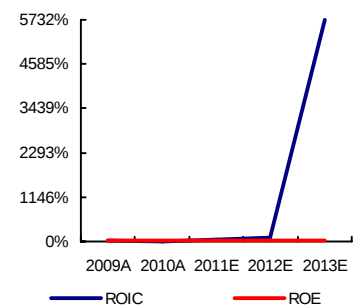
## 经营利润率趋势



## 收入与利润增长趋势



## 投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

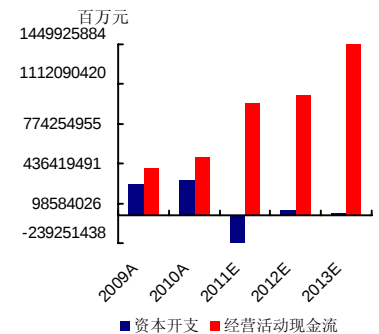
| 至 12 月 31 日    | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 400   | 489   | 956   | 1,018 | 1,450 |
| 净利润            | 614   | 346   | 556   | 731   | 950   |
| 折旧摊销           | 68    | 85    | 72    | 75    | 77    |
| 营运资金变动         | 41    | 64    | 465   | 424   | 633   |
| 其它             | -323  | -6    | -138  | -212  | -210  |
| <b>投资活动现金流</b> | 8     | -677  | 248   | -31   | -7    |
| 资本支出           | -259  | -297  | 239   | -40   | -16   |
| 投资变动           | 96    | -149  | 9     | 9     | 9     |
| 其他             | 171   | -231  | 0     | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 131   | -36   | -222  | 0     | 0     |
| 银行借款           | 0     | 350   | -200  | 0     | 0     |
| 债券融资           | 0     | 0     | -16   | 0     | 0     |
| 股权融资           | 281   | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | -150  | -387  | -7    | 0     | 0     |
| <b>现金净增加额</b>  | 539   | -224  | 981   | 986   | 1,443 |
| <b>期初现金余额</b>  | 1,085 | 1,625 | 1,398 | 2,379 | 3,366 |
| <b>期末现金余额</b>  | 1,624 | 1,401 | 2,379 | 3,366 | 4,809 |

主要财务比率

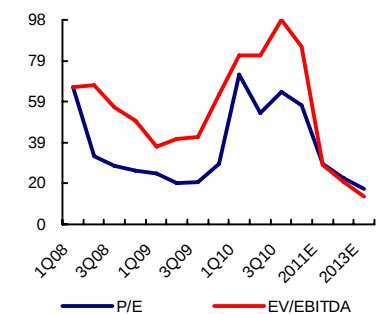
单位：%

| 至 12 月 31 日     | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E   |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |         |
| 营业收入            | 36.0%  | 26.9%  | 38.4%  | 36.3%  | 35.3%   |
| 营业利润            | 91.8%  | -76.4% | 246.9% | 48.6%  | 41.0%   |
| 归属于母公司净利润       | 50.1%  | -44.1% | 67.5%  | 31.4%  | 30.0%   |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |         |
| 毛利率             | 83.3%  | 82.6%  | 83.0%  | 83.0%  | 82.9%   |
| 净利率             | 26.2%  | 11.6%  | 13.5%  | 13.0%  | 12.5%   |
| ROE             | 23.0%  | 13.1%  | 18.0%  | 19.2%  | 19.9%   |
| ROIC            | 18.0%  | 8.9%   | 49.2%  | 101.2% | 5731.6% |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |         |
| 资产负债率           | 31.6%  | 46.2%  | 43.7%  | 45.8%  | 47.7%   |
| 净负债比率           | -62.2% | -40.6% | -71.4% | -83.4% | -97.0%  |
| 流动比率            | 1.86   | 1.17   | 1.45   | 1.51   | 1.56    |
| 速动比率            | 1.85   | 1.16   | 1.44   | 1.50   | 1.55    |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |         |
| 总资产周转率          | 0.68   | 0.69   | 0.80   | 0.89   | 0.93    |
| 应收账款周转率         | 5.95   | 4.28   | 5.23   | 4.96   | 4.91    |
| 存货周转率           | 29.88  | 34.55  | 29.80  | 31.24  | 31.24   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |         |
| 每股收益            | 0.73   | 0.41   | 0.68   | 0.90   | 1.16    |
| 每股经营现金流         | 0.49   | 0.60   | 1.17   | 1.25   | 1.78    |
| 每股净资产           | 4.11   | 3.10   | 3.78   | 4.67   | 5.84    |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |         |
| P/E             | 38.0   | 57.2   | 29.1   | 22.1   | 17.0    |
| P/B             | 6.7    | 7.5    | 5.2    | 4.2    | 3.4     |
| EV/EBITDA       | 62.3   | 85.6   | 28.9   | 20.4   | 13.3    |

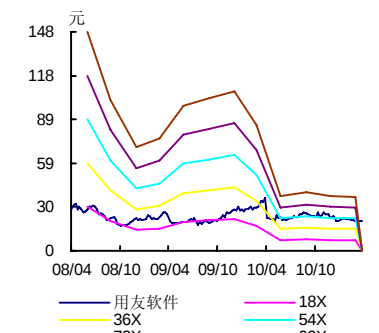
资本支出与经营活动现金流



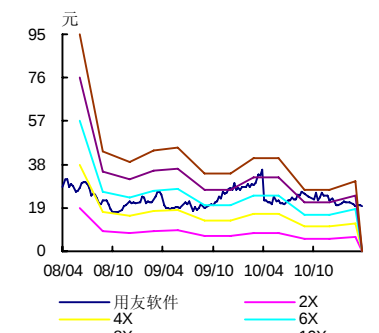
相对估值



PE BAND



PB BAND



## 广发计算机行业研究小组

惠毓伦，分析师，中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师，15 年计算机、光电、集成电路、军工领域工作和研究经历，11 年证券营业部和证券研究所从业经历。

邵卓，研究助理，北京邮电大学信号与信息处理硕士，曾在明基（西门子）移动通信研发中心、IBM 中国软件开发实验室工作，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：sz3@gf.com.cn，010-59136687。

康健，研究助理，美国南加州大学金融数学硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：kangjian@gf.com.cn，010-59136690。

## 相关研究报告

|                          |     |            |
|--------------------------|-----|------------|
| 用友软件(600588.SH)_公告点评     | 惠毓伦 | 2009-06-10 |
| 用友软件(600588.SH)_公告点评     | 惠毓伦 | 2008-11-15 |
| 用友软件(600588.SH)_公司跟踪研究报告 | 惠毓伦 | 2008-06-02 |

## 广发证券—公司投资评级说明

|          |                                       |
|----------|---------------------------------------|
| 买入（Buy）  | 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。          |
| 持有（Hold） | 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。 |
| 卖出（Sell） | 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。          |

|      | 广州                          | 深圳                   | 北京                              | 上海                           |
|------|-----------------------------|----------------------|---------------------------------|------------------------------|
| 地址   | 广州市天河北路 183 号<br>大都会广场 36 楼 | 深圳市民田路华融大厦<br>2501 室 | 北京市月坛北街 2 号月坛大<br>厦 18 层 1808 室 | 上海市浦东南路 528 号<br>证券大厦北塔 17 楼 |
| 邮政编码 | 510075                      | 518026               | 100045                          | 200120                       |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn              |                      |                                 |                              |
| 服务热线 | 020-87555888-612            |                      |                                 |                              |

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。