



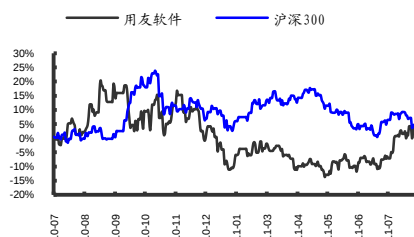
用友软件 (600588):

进入新一轮增长期

软件与服务—信息网络

首次评级: 买入

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
用友软件	9.5	18.1	2.7
沪深 300	-2.0	-6.6	4.1

市场数据 2011.08.02

当前价格 (元)	22.45
52 周价格区间 (元)	19.09-27.58
总市值 (百万)	18319.89
流通市值 (百万)	18075.34
总股本 (万股)	81603.08
流通股 (万股)	80513.76
日均成交额 (百万)	109.86
近一月换手 (%)	9.11
Beta (2 年)	0.51

相关报告

分析师

蒋传宁

电话: 0755-83706290

邮件: jiangcn@ghzq.com.cn

证书编号: S0350208100565

合规申明:

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%?

☐ 是 ☒ 否

- 国内信息化程度仍偏低, 未来 3 年可保持 15-20% 的增长率, 原因在于: 1. 随着行业竞争加剧、技术进步、产业环境变化, 大企业管理软件将进行与时俱进的更新。2. 国内中小企业管理软件渗透率仍较低, 其对管理软件的需求日益旺盛。3. 十二五期间, 软件作为重点扶持行业将继续受一系列政策支持。
- 公司连续 9 年居国内管理软件市场份额第一, 并且逐年上升, 2010 年管理软件、ERP 软件市场份额分别是 22.8%、28.3%。除大型制造企业复杂流程弱于 SAP、ORACLE 外, 公司具有性价比、渠道、服务等多方面的优势, 未来份额仍具上升空间。
- 公司汽车、政务、医疗、烟草、房产建筑等优势行业将加大投资、深耕细作。与此同时, 公司依托软件研发和服务优势及庞大客户规模基础推出云战略, 扩展边界, 提高效率, 为公司进一步扩大规模、提升效益奠定基础。
- 公司 6 月份订单较强, 同比增长 27.8%, 明显高于前 5 月增长水平。6 月份定单对全年有方向标作用, 随着前两年人员、渠道扩张的效果逐步体现, 估计全年增长率有望达 35-40%。基于股权激励行权条件因素, 公司内部考核效益化导向下费用控制力度加强, 盈利增速将快于收入增速。
- 公司重新步入新一轮增长期, 预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.69\0.90\1.23 元, 动态 PE 分别为 33.2、25、18.6 倍。公司未来 3 年复合增长率可达 30% 以上, 长期具有投资价值, 以 2012 年 30XPE 估值, 对应价格区间 27 元。当前股价低于股票期权行权价格 25.16 元, 给予“买入”评级。
- 风险: 收入增速、费用控制低于预期。

预测指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	2979	4146	5436	7062
营业利润 (百万元)	113	343	462	670
净利润 (百万元)	332	561	732	1002
摊薄每股收益 (元)	0.407	0.687	0.897	1.228
摊薄每股净资产 (元)	3.10	3.59	4.24	5.13
加权平均 ROE (%)	13.14%	19.12%	21.14%	23.93%

未来 3 年管理软件行业复合增长率 15-20%

近年来国内管理软件增速为 15-20% (如图 1), 根据 CCID 统计, 2010 年国内管理软件的市场总额为 137.66 亿元, 同比增速为 17.2%。

国内信息化程度总体仍然偏低, 未来 3 年依然可保持 15-20% 的增长率, 原因如下:

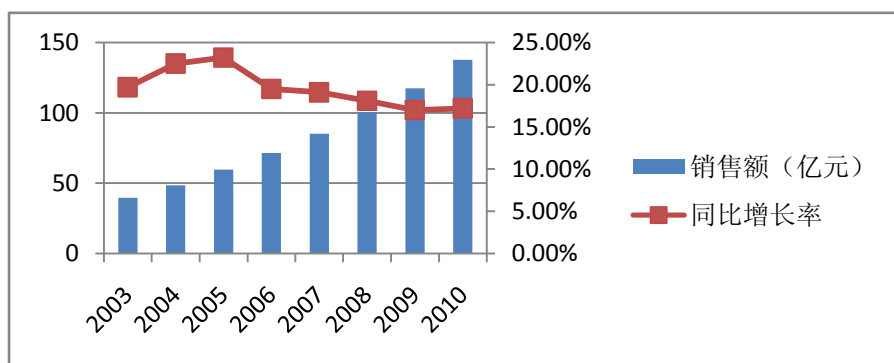
大企业管理软件渗透率虽较高, 但随着行业竞争加剧、技术进步、产业环境变化, 其管理软件必须随着公司战略、运营、营销层面的变化进行与时俱进的更新和纵深推进, 提高运营效率和竞争力。

国内中小企业管理软件渗透率仍较低, 随着人工成本提高、运作规范要求 and 效率提升需要, 其对管理软件的需求日益旺盛。

十二五期间, 国家将重点发展战略性新兴行业, 推动两化融合。信息化将在各行各业推广深化, 促进软件行业需求。软件作为重点扶持行业将继续受税收、财政、专项资金等一系列政策支持。《进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》即新十八号文今年 2 月发布, 软件行业受新政策支持力度更大, 未来 5-10 年国内软件发展仍处黄金时期。

两大国内管理软件巨头用友、金蝶大举招兵买马表明其对管理软件未来增长形势看好。用友去年增加 2000 多人, 11 年进一步补充人员, 金蝶 10 年扩张 4000 多人。

图 1: 国内管理软件历史发展情况



资料来源: CCID, 国海证券研究所

国内龙头地位难以撼动，市场份额继续上升

根据赛迪统计，2010 年用友在国内 ERP 市场占有率为 28.3%，管理软件领域市场占有率为 22.8%，排名第一。

用友连续 9 年居国内管理软件市场份额第一，并且逐年上升，显示公司管理软件的优势。公司除了大型企业复杂制造流程方面与国外大厂商 SAP、ORACLE 仍存在差距外，其它多方面表现出较强的竞争优势：

依托本土优势。了解国内文化、语言习惯，界面更为友好，贴近本土市场，响应迅速，服务成本低。

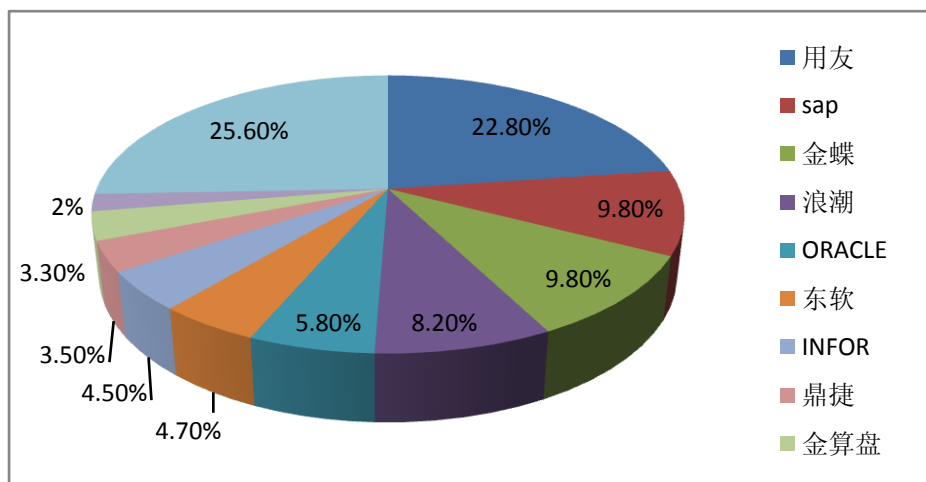
渠道优势。公司有 100 多家分子公司，渠道下沉至二三线城市，触角延伸到发达县市，了解用户个性化需求及行业用户特点，营销、售后服务均占优势。云战略的推出使公司可实现更广范围的全程覆盖。

中小企业价格敏感性高，相比国际厂商，用友作为本土厂商具有性价比、服务、营销优势。

国有企业和政府信息化进程在推进，基于安全因素，对软件产品的选型更趋于本地化，有利于国内管理龙头厂商用友提升份额。

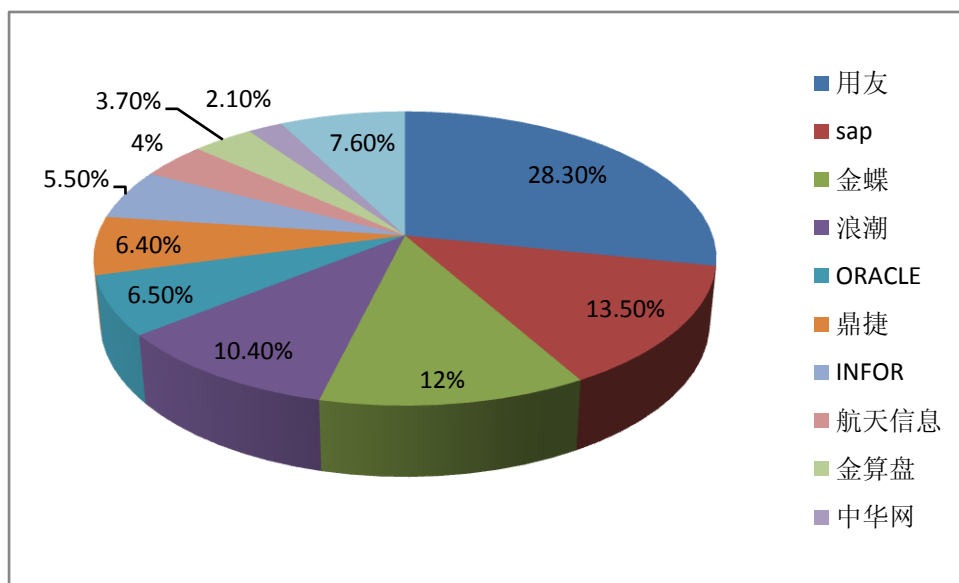
未来公司的市场份额仍有进一步上升的空间。

图 2：国内管理软件市场竞争格局



资料来源：CCID

图 3: 国内 ERP 市场竞争格局



资料来源：CCID

深化行业应用

公司收购英孚思，收购方正春园与公司政务整合，加大医疗卫生体系、烟草工业、房地产等行业的投入，行业性管理软件与服务发展不断深化：

医疗信息化市场快速启动。随着国内新医改的推动，医疗行业信息化市场增长加速。卫生部信息化十二五规划提出建设方向，我国将建立国家级、省级、地市级三级平台，搭建健康档案和电子病历信息资源库。10 年投入 27 亿在 5 省 16 城市开始进行医疗信息化建设，估计公司可获 5-6 城市订单，11 年向全国 31 省市推广，每省推两个地市，基于公司管理软件行业较强的竞争地位，公司有可能获得 6-8 省份份额。医疗管理信息化市场开始启动，公司医疗管理信息化业务未来 3 年将高速增长。

汽车行业信息化大步迈进

公司收购的上海英孚思股份有限公司专注于汽车行业，大力拓展新业务与战略客户，在汽车营销与售后服务领域继续扩大优势，保持在 DMS（汽车经销商管理）与 DCS（汽车销售服务管理）方面的领先地位。基于国内汽车保有量低，未来汽车行业仍有极大的发展空间，汽车信息化未来 3 年保持 30% 的年增长率应不成问题。

政务市场发展动力强

用友政务软件定位于对政府公共资金全过程管理。主要客户是政府机关和行政事业单位。用友政务软件有限公司不断完善现有产品，加快新产品研发、加强渠道部署。完成了与收购的方正春元软件的整合后，政务（资金管控）市场份额超过 50%。随着各级政府电子政务的推进、资金管控力度的加强。预计未来政务信息化软件年复合增长率 30%以上。

云战略布局未来

依托自身优势产品线、品牌和 120 万企业客户基础，2010 年公司用友提出云端服务战略，面向客户提供 S+S，即软件+服务，实现商业模式创新、战略布局未来云发展。云战略的实施一方面扩大了公司服务时空边界，实现更大范围、更广空间、更高效率为客户群提供软件和服务，另一方面将广大客户迁移向云端，大大提高软件的复用频率、提升服务效率，为未来扩大发展空间、提升效益打下基础。

11 年云服务仍处于产品研发打基础阶段，云服务相关业务可实现的收入预计 2000 多万，短期盈利贡献有限，但为公司卡位未来发展新趋势、提升效益、保持长远可持续增长迈出坚实的一步。

图 4：用友云战略架构



资料来源：公司网站

6 月订单好于预期，全年增长目标完成可能性加大

6 月订单较好，超乎预期

上半年定位高端市场产品 NC 订单同比增长 48%，而前 5 月增长率为 18%，房地产领域实现较大突破；定位中端的 U8 产品增长近 19%，前 5 月增长率仅 4%；定位中高端的 U9 略降，其规模基数较小。T 系列同比增长 30%，前 5 月仅增长 20%。上半年 NC（高端）、U8（中端）、U9（中高端）订单同比增长 27.8%，呈现良好增长态势。一般 6 月份订单对全年增长态势有方向标作用，6 月定单同比增长强劲，预示全年良好增长态势良好。

规模增长导向转为效益增长导向

在 2009 年下半年成立 16 家地区分公司的基础上，2010 年又新设立了 71 家地区分公司。2010 年员工人数增加了 2300 多人，员工总人数达到 10698 人。员工人数增加、分公司开设导致管理、营业费用的快速增长，影响 2010 年盈利增长。

2011 年公司原计划再增 2000 人,但基于 1Q2011 亏损以及股权激励行权条件约束,公司开始加强费用控制,改变考核导向,转向效益增长,新增人员适当控制。公司股权激励行权条件要求是:以 2009 年扣非后归属于上市公司股东的净利润为基数,2011 年-2013 年公司扣非后归属于上市公司股东的净利润同比增长率分别不低于 70%、120%、185%。估计公司完成此目标的可能性较大。

估值

公司重新步入快速增长期,预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.69\0.90\1.23 元,动态 PE 分别为 33.2、25、18.6 倍。公司未来 3 年复合增长率可达 30%以上,长期具有投资价值,以 2012 年 30XPE 估值,对应价格区间 27 元。当前股价低于股票期权行权价格 25.16 元,给予“买入”评级,建议逢低买入。

风险

收入增长不及预期;

公司人员规模仍继续增加,费用控制可能不及预期,导致盈利增速低于预期。

附：业绩预测

表 1: 财务和估值数据摘要 (百万元)

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1725.63	2347.01	2978.83	4146.03	5435.73	7062.29
增长率(%)	27.18%	36.01%	26.92%	39.18%	31.11%	29.92%
归属母公司股东净利润	395.43	593.70	332.03	560.53	731.97	1002.25
增长率(%)	9.70%	50.14%	-44.07%	68.82%	30.59%	36.92%
每股收益(EPS)	0.485	0.728	0.407	0.687	0.897	1.228
每股股利(DPS)	0.286	0.172	0.000	0.189	0.247	0.338
每股经营现金流	0.448	0.491	0.602	-0.111	0.818	0.356
销售毛利率	87.70%	83.33%	82.64%	83.53%	82.67%	82.78%

销售净利率	23.63%	26.16%	11.62%	14.09%	14.03%	14.79%
净资产收益率(ROE)	18.94%	23.01%	13.14%	19.12%	21.14%	23.93%
投入资本回报率(ROIC)	23.93%	24.15%	6.09%	11.11%	10.66%	13.11%
市盈率(P/E)	46.33	30.86	55.18	32.68	25.03	18.28
市净率(P/B)	8.78	7.10	7.25	6.25	5.29	4.37
股息率(分红/股价)	0.013	0.008	0.000	0.008	0.011	0.015

资料来源：WIND，国海证券研究所，公司股价以8月2日收市为准。

表 2：报表预测（百万元）

报表预测						
利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1725.63	2347.01	2978.83	4146.03	5435.73	7062.29
减：营业成本	212.32	391.17	517.22	682.74	941.80	1216.43
营业税金及附加	48.02	63.25	80.91	112.62	147.65	191.83
营业费用	778.89	1049.72	1359.25	1766.21	2272.14	2909.66
管理费用	565.65	658.38	897.18	1194.06	1532.88	1963.32
财务费用	-8.28	-10.87	-1.49	19.49	43.28	63.93
资产减值损失	7.00	9.23	21.58	28.06	36.47	47.42
加：投资收益	204.35	243.98	8.97	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-76.50	49.13	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	249.87	479.23	113.14	342.86	461.51	669.70
加：其他非经营损益	218.19	195.02	234.54	306.21	386.09	490.87
利润总额	468.06	674.24	347.68	649.07	847.60	1160.57
减：所得税	60.30	60.26	1.65	64.91	84.76	116.06
净利润	407.76	613.98	346.03	584.16	762.84	1044.51
减：少数股东损益	12.33	20.28	14.00	23.64	30.87	42.27
归属母公司股东净利润	395.43	593.70	332.03	560.53	731.97	1002.25
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	732.90	1155.08	783.91	1243.81	1630.72	2118.69
应收和预付款项	367.72	575.03	967.86	1580.42	2052.67	2809.81
存货	14.48	11.71	18.24	21.29	33.23	37.19
其他流动资产	61.78	3.29	2.75	2.75	2.75	2.75
长期股权投资	34.65	56.61	133.50	133.50	133.50	133.50
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	547.83	668.42	901.38	1214.09	1623.37	2061.72
无形资产和开发支出	686.75	806.58	1250.52	1203.11	1155.70	1108.29
其他非流动资产	300.97	33.60	44.19	22.09	0.00	0.00
资产总计	2747.07	3310.33	4102.35	5421.06	6631.94	8271.94
短期借款	0.00	0.00	200.00	595.90	310.26	503.56

应付和预收款项	622.27	691.72	1169.76	1162.69	1597.85	1675.90
长期借款	0.00	0.00	150.00	650.00	1150.00	1750.00
其他负债	4.51	5.13	16.78	16.78	16.78	16.78
负债合计	626.78	696.85	1536.54	2425.37	3074.89	3946.23
股本	466.68	627.86	816.13	816.13	816.13	816.13
资本公积	981.64	862.84	665.88	665.88	665.88	665.88
留存收益	639.33	1089.88	1043.98	1450.22	1980.72	2707.11
归属母公司股东权益	2087.66	2580.58	2525.99	2932.24	3462.74	4189.12
少数股东权益	32.63	32.90	39.81	63.45	94.32	136.58
股东权益合计	2120.29	2613.48	2565.81	2995.69	3557.05	4325.70
负债和股东权益合计	2747.07	3310.33	4102.35	5421.06	6631.94	8271.94
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	365.81	400.93	491.44	-90.31	667.32	290.19
投资性现金净流量	-5.00	8.34	-676.95	-174.41	-252.52	-258.22
筹资性现金净流量	-181.56	130.34	-34.24	724.62	-27.89	456.00
现金流量净额	178.13	540.14	-221.66	459.90	386.91	487.97

资料来源：WIND，国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：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；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

风险提示

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。