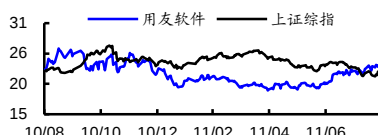


**证券研究报告—动态报告**
**信息技术**
**软件与服务**
**用友软件(600588)**
**推荐**
**半年报点评**

(维持评级)

2011年8月29日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

|              |                    |
|--------------|--------------------|
| 总股本(百万股)     | 816.0/805.1        |
| 总市值(百万元)     | 19,503.1/19,242.8  |
| 沪深300/深圳成指   | 2,612.19/11,568.17 |
| 12个月最高/最低(元) | 26.89/19.26        |

**相关研究报告:**

《用友软件-600588-ERP 市场需求旺盛,业绩有望重回上升轨道》——2011-7-1

《用友软件: 压强发展控制局产业》——2009-12-11

《用友软件 09 年三季报点评: 网络化布局初现端倪》——2009-11-2

《用友软件中报点评: 加大投入逆势而上》——2009-8-10

**证券分析师: 段迎晟**

电话: 0755-82130761-1835

E-mail: duanyingsheng@guosen.com.

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120014

**联系人: 欧阳仕华**

电话: 0755-82151833

E-mail: ouyangshih@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,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。

**半年报点评**

# 高效益化策略引导业绩激增

## ●“效益化、高增长”策略导向引导业绩激增

上半年分别实现营收 14.62 亿元,同比增长 60.9%; 归属上市公司股东净利润 1.22 亿元,同比增长 360.3%。上半年 EPS0.15 元。面向大中型企业的产品与解决方案实行整合营销,同时扩大合作伙伴规模,带动软件销售业务实现快速增长。高端产品 ERP-NC 和 ERP-U9/U8 分别实现营收 1.97 亿元和 2.11 亿元,同比增速 66.8%和 49.2%。T 系列产品通过加强分销,实现营收 1.36 亿元,同比增长 26.9%。上半年公司软件销售整体实现营收 8.42 亿元,同比增长 47.5%。同时通过扩大实施外包,软件销售毛利率提升 0.6 个百分点,达到 96.4%。

## ●经营结构优化,综合费用率下降 10 个百分点

报告期内公司综合费用率为 79.1%,较去年同期下降 10.8 个百分点。除财务费用外,管理费用率和销售费用率均出现较大幅度下降。各项费用率的大幅下滑反映公司在业务模式、经营策略方面都更加积极进取。公司二期股票期权激励计划中的行权条件对业绩的要求相当于 2011 年扣非后归属上市公司股东净利润相比 2010 年同比增长 70%左右。按照上半年业绩结果,下半年业绩同比增长 44.8%将达到激励计划的行权条件,预计全年业绩达到行权条件的概率较大。

## ●高端 ERP 软件需求增加是公司未来增长的主要推动力

公司在国内 ERP 管理软件市场中处于领先地位,连续十几年保持国内市场占有率第一的位置。2010 新设立 71 家地区分公司,增加员工人数 2300 多人。在员工人数和人均产值提升双重因素的驱动下,公司全年业绩有望实现高速增长。

## ●风险提示

经济大幅放缓可能导致企业信息化投资减速的风险。

## ●公司业绩增长快速,给予“推荐”评级

预计 11-13 年公司 EPS 分别为 0.72 元、0.94 元和 1.20 元,对应 11-13 年动态 PE 分别为 33 倍、25 倍和 20 倍。公司业绩增长较快,维持公司“推荐”评级。

**盈利预测和财务指标**

|              | 2009     | 2010     | 2011E | 2012E | 2013E |
|--------------|----------|----------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)    | 2,347.01 | 2,978.83 | 4,053 | 5,519 | 7,312 |
| (+/-%)       | 36.01%   | 26.92%   | 36.0% | 36.2% | 32.5% |
| 净利润(百万元)     | 593.70   | 332.03   | 589   | 771   | 978   |
| (+/-%)       | 51.67%   | -44.07%  | 77.3% | 30.9% | 26.9% |
| 每股收益(元)      | 0.95     | 0.41     | 0.72  | 0.94  | 1.20  |
| EBIT Margin  | 28.73%   | 11.86%   | 9.6%  | 10.5% | 10.8% |
| 净资产收益率 (ROE) | 23.01%   | 13.14%   | 20.0% | 22.2% | 23.5% |
| 市盈率 (PE)     | 25.28    | 58.75    | 33.0  | 25.2  | 19.8  |
| EV/EBITDA    | 20.21    | 45.28    | 45.5  | 32.4  | 25.5  |
| 市净率 (PB)     | 5.81     | 7.72     | 6.61  | 5.58  | 4.66  |

## 附表 1：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      | 2010        | 2011E       | 2012E       | 2013E       | 利润表 (百万元)        | 2010       | 2011E      | 2012E      | 2013E       |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|------------|------------|------------|-------------|
| 现金及现金等价物         | 1398        | 1953        | 2657        | 3701        | 营业收入             | 2979       | 4053       | 5519       | 7312        |
| 应收款项             | 960         | 1050        | 1519        | 2088        | 营业成本             | 517        | 677        | 909        | 1188        |
| 存货净额             | 18          | 30          | 33          | 47          | 营业税金及附加          | 81         | 109        | 149        | 197         |
| 其他流动资产           | 11          | 12          | 17          | 22          | 销售费用             | 1359       | 1783       | 2401       | 3181        |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>2387</b> | <b>3045</b> | <b>4225</b> | <b>5858</b> | 管理费用             | 897        | 1093       | 1482       | 1957        |
| 固定资产             | 901         | 1135        | 1302        | 1355        | 财务费用             | (1)        | (37)       | (58)       | (86)        |
| 无形资产及其他          | 388         | 369         | 351         | 333         | 投资收益             | 9          | 20         | 20         | 20          |
| 投资性房地产           | 956         | 956         | 956         | 956         | 资产减值及公允价值变动      | (22)       | (20)       | (20)       | (20)        |
| 长期股权投资           | 134         | 134         | 134         | 134         | 其他收入             | (0)        | 0          | 0          | 0           |
| <b>资产总计</b>      | <b>4766</b> | <b>5640</b> | <b>6969</b> | <b>8635</b> | 营业利润             | 113        | 427        | 636        | 875         |
| 短期借款及交易性金融负债     | 205         | 200         | 200         | 200         | 营业外净收支           | 235        | 250        | 250        | 250         |
| 应付款项             | 184         | 171         | 246         | 352         | <b>利润总额</b>      | <b>348</b> | <b>677</b> | <b>886</b> | <b>1125</b> |
| 其他流动负债           | 1646        | 2105        | 2792        | 3636        | 所得税费用            | 2          | 61         | 80         | 101         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>2035</b> | <b>2476</b> | <b>3239</b> | <b>4189</b> | 少数股东损益           | 14         | 27         | 36         | 45          |
| 长期借款及应付债券        | 150         | 150         | 150         | 150         | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>332</b> | <b>589</b> | <b>771</b> | <b>978</b>  |
| 其他长期负债           | 15          | 17          | 18          | 18          |                  |            |            |            |             |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>165</b>  | <b>167</b>  | <b>168</b>  | <b>168</b>  |                  |            |            |            |             |
| <b>负债合计</b>      | <b>2200</b> | <b>2643</b> | <b>3407</b> | <b>4357</b> |                  |            |            |            |             |
| 少数股东权益           | 40          | 59          | 84          | 116         |                  |            |            |            |             |
| 股东权益             | 2526        | 2938        | 3478        | 4163        |                  |            |            |            |             |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>4766</b> | <b>5640</b> | <b>6969</b> | <b>8635</b> |                  |            |            |            |             |

| 现金流量表 (百万元)    | 2010         | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>净利润</b>     | <b>332</b>   | <b>589</b>   | <b>771</b>   | <b>978</b>   |
| 资产减值准备         | 12           | 20           | 7            | 3            |
| 折旧摊销           | 74           | 95           | 126          | 143          |
| 公允价值变动损失       | 22           | 20           | 20           | 20           |
| 财务费用           | (1)          | (37)         | (58)         | (86)         |
| 营运资本变动         | (158)        | 364          | 295          | 365          |
| 其它             | (15)         | (1)          | 18           | 28           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>267</b>   | <b>1087</b>  | <b>1237</b>  | <b>1539</b>  |
| 资本开支           | (278)        | (351)        | (301)        | (201)        |
| 其它投资现金流        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(355)</b> | <b>(351)</b> | <b>(301)</b> | <b>(201)</b> |
| 权益性融资          | 1            | 0            | 0            | 0            |
| 负债净变化          | 150          | 0            | 0            | 0            |
| 支付股利、利息        | (384)        | (177)        | (231)        | (294)        |
| 其它融资现金流        | 328          | (5)          | 0            | 0            |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>(140)</b> | <b>(182)</b> | <b>(231)</b> | <b>(294)</b> |
| <b>现金净变动</b>   | <b>(227)</b> | <b>555</b>   | <b>705</b>   | <b>1044</b>  |
| 货币资金的期初余额      | 1625         | 1398         | 1953         | 2657         |
| 货币资金的期末余额      | 1398         | 1953         | 2657         | 3701         |
| 企业自由现金流        | (238)        | 463          | 646          | 1025         |
| 权益自由现金流        | 239          | 492          | 699          | 1104         |

| 关键财务与估值指标     | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 每股收益          | 0.41  | 0.72  | 0.94  | 1.20  |
| 每股红利          | 0.47  | 0.22  | 0.28  | 0.36  |
| 每股净资产         | 3.10  | 3.60  | 4.26  | 5.10  |
| ROIC          | 5%    | 14%   | 21%   | 31%   |
| ROE           | 13%   | 20%   | 22%   | 24%   |
| 毛利率           | 83%   | 83%   | 84%   | 84%   |
| EBIT Margin   | 4%    | 10%   | 10%   | 11%   |
| EBITDA Margin | 7%    | 12%   | 13%   | 13%   |
| 收入增长          | 27%   | 36%   | 36%   | 32%   |
| 净利润增长率        | -44%  | 77%   | 31%   | 27%   |
| 资产负债率         | 47%   | 48%   | 50%   | 52%   |
| 息率            | 2.0%  | 0.9%  | 1.2%  | 1.5%  |
| P/E           | 58.5  | 33.0  | 25.2  | 19.8  |
| P/B           | 7.7   | 6.6   | 5.6   | 4.7   |
| EV/EBITDA     | 108.9 | 45.5  | 32.4  | 25.5  |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别   | 定义                                 |
|------------|------|------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上          |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间      |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间  |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上          |
| 行业<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上        |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间    |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间 |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上         |

## 风险提示

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

|           |                    |         |                    |        |                    |
|-----------|--------------------|---------|--------------------|--------|--------------------|
| 宏观        |                    | 固定收益    |                    | 策略     |                    |
| 周炳林       | 0755-82130638      | 李怀定     | 021-60933152       | 黄学军    | 021-60933142       |
| 林松立       | 010-66026312       | 侯慧娣     | 021-60875161       | 林丽梅    | 021-60933157       |
| 崔 嵘       | 021-60933159       | 张 旭     | 010-66026340       | 技术分析   |                    |
|           |                    |         |                    | 闫 莉    | 010-88005316       |
| 交通运输      |                    | 银行      |                    | 房地产    |                    |
| 郑 武       | 0755- 82130422     | 邱志承     | 021- 60875167      | 方 焱    | 0755-82130648      |
| 陈建生       | 0755- 82133766     | 黄 飙     | 0755-82133476      | 区瑞明    | 0755-82130678      |
| 岳 鑫       | 0755- 82130432     | 谈 煊     | 010- 66025229      | 黄道立    | 0755- 82133397     |
| 周 俊       | 0755-82130833-6215 |         |                    |        |                    |
| 糜怀清       |                    |         |                    |        |                    |
| 商业贸易      |                    | 汽车及零配件  |                    | 钢铁及新材料 |                    |
| 孙菲菲       | 0755-82130722      | 左 涛     | 021-60933164       | 郑 东    | 010- 66025270      |
| 祝 彬       | 021-60933156       |         |                    | 秦 波    | 010-66026317       |
| 常 伟       |                    |         |                    | 郭 莹    | 010-88005303       |
| 机械        |                    | 基础化工    |                    | 医药     |                    |
| 郑 武       | 0755- 82130422     | 刘旭明     | 010-66025272       | 贺平鸽    | 0755-82133396      |
| 陈 玲       | 0755-82130646      | 张栋梁     | 0755-82130532      | 丁 丹    | 0755- 82139908     |
| 杨 森       | 0755-82133343      | 罗 洋     | 0755-82150633      | 杜佐远    | 0755-82130473      |
| 后立尧       | 010-88005327       | 吴琳琳     | 0755-82130833-1867 | 谭权胜    | 0755-82136019      |
|           |                    | 梁 丹     | 0755- 82134323     | 胡博新    | 0755-82133263      |
|           |                    |         |                    | 刘 勃    | 0755-82130833-1845 |
| 电力设备与新能源  |                    | 传媒      |                    | 有色金属   |                    |
| 杨敬梅       | 021-60933160       | 陈财茂     | 010-88005322       | 彭 波    | 0755-82133909      |
| 张 弢       | 010-88005311       | 刘 明     | 010-88005319       | 谢鸿鹤    | 0755-82130646      |
|           |                    |         |                    | 龙 飞    |                    |
| 电力与公用事业   |                    | 非银行金融   |                    | 通信     |                    |
| 徐颖真       | 021-60875162       | 邵子钦     | 0755- 82130468     | 严 平    | 021-60875165       |
| 谢达成       | 021-60933161       | 田 良     | 0755-82130513      | 唐俊杰    | 021-60875160       |
|           |                    | 童成敦     | 0755-82130513      |        |                    |
| 造纸        |                    | 家电      |                    | 计算机    |                    |
| 李世新       | 0755-82130565      | 王念春     | 0755-82130407      | 段迎晟    | 0755- 82130761     |
| 邵 达       | 0755-82130706      | 黄海培     | 021-60933150       | 欧阳仕华   | 0755-82151833      |
| 电子元器件     |                    | 纺织服装    |                    | 农业     |                    |
| 段迎晟       | 0755- 82130761     | 方军平     | 021-60933158       | 张 如    | 021-60933151       |
| 高耀华       | 0755-82130771      |         |                    |        |                    |
| 熊 丹       |                    |         |                    |        |                    |
| 建材        |                    | 旅游      |                    | 食品饮料   |                    |
| 郑 东       | 010- 66025270      | 曾 光     | 0755-82150809      | 黄 茂    | 0755-82138922      |
| 马 彦       | 010-88005304       |         |                    |        |                    |
| 建筑        |                    | 新兴产业    |                    | 研究支持   |                    |
| 邱 波       | 0755-82133390      | 陈 健     | 010-66022025       | 沈 瑞    | 0755-82132998      |
| 刘 萍       | 0755-82130678      | 李筱筠     | 010-66026326       | 雷 达    | 0755-82132098      |
|           |                    | 孙 伟     | 010- 66026320      | 余 辉    | 0755-82130741      |
|           |                    |         |                    | 王越明    | 0755-82130478      |
| 量化投资产品    |                    | 基金评价与研究 |                    | 量化投资策略 |                    |
| 焦 健       | 0755-82133928      | 杨 涛     | 0755-82133339      | 葛新元    | 0755-82133332      |
| 阳 瑾       | 0755-82133538      | 康 亢     | 010-66026337       | 董艺婷    | 021-60933155       |
| 周 琦       | 0755-82133568      | 刘舒宇     | 0755-82133568      | 程景佳    | 010-88005326       |
| 邓 岳       | 0755- 82150533     | 李 腾     | 0755-82130833-6223 | 郑 云    | 021-60875163       |
|           |                    | 刘 洋     | 0755-82150566      | 毛 甜    | 021-60933154       |
|           |                    | 潘小果     | 0755-82130843      | 李荣兴    | 021-60933165       |
|           |                    | 蔡乐祥     | 0755-82130833-1368 | 郑亚斌    |                    |
|           |                    | 钱 晶     | 0755-82130833-1367 |        |                    |
| 量化交易策略与技术 |                    | 数据与系统支持 |                    |        |                    |

|     |                     |     |               |
|-----|---------------------|-----|---------------|
| 戴 军 | 0755-82133129       | 赵斯尘 | 021-60875174  |
| 黄志文 | 0755-82133928       | 徐左乾 | 0755-82133090 |
| 彭甘霖 | 0755-82133259       | 李扬之 | 0755-82136165 |
| 秦国文 | 0755-82133528       | 陈爱华 | 0755-82133397 |
| 韦 敏 | 0755-82130833-3772  | 袁 剑 | 0755-82139918 |
| 张璐楠 | 0755-82130833- 1379 |     |               |

### 国信证券机构销售团队

| 华北区（机构销售一部） |                                                       | 华东区（机构销售二部） |                                                      | 华南区（机构销售三部） |                                                        |
|-------------|-------------------------------------------------------|-------------|------------------------------------------------------|-------------|--------------------------------------------------------|
| 王立法         | 010-66026352<br>13910524551<br>wanglf@guosen.com.cn   | 盛建平         | 021-60875169<br>15821778133<br>shengjp@guosen.com.cn | 魏 宁         | 0755-82133492<br>13823515980<br>weining@guosen.com.cn  |
| 王晓建         | 010-66026342<br>13701099132<br>wangxj@guosen.com.cn   | 马小丹         | 021-60875172<br>13801832154<br>maxd@guosen.com.cn    | 邵燕芳         | 0755-82133148<br>13480668226<br>shaoyf@guosen.com.cn   |
| 焦 骞         | 010-66026343<br>13601094018<br>jiaojian@guosen.com.cn | 郑 毅         | 021-60875171<br>13795229060<br>zhengyi@guosen.com.cn | 林 莉         | 0755-82133197<br>13824397011<br>linli2@guosen.com.cn   |
| 李文英         | 010-88005334<br>13910793700<br>liwying@guosen.com.cn  | 黄胜蓝         | 021-60875166<br>13761873797<br>huangsl@guosen.com.cn | 王昊文         | 0755-82130818<br>18925287888<br>wanghaow@guosen.com.cn |
| 赵海英         | 010-66025249<br>13810917275<br>zhaohy@guosen.com.cn   | 刘 塑         | 021-60875177<br>13817906789<br>liusu@guosen.com.cn   | 甘 墨         | 0755-82133456<br>15013851021<br>ganmo@guosen.com.cn    |
| 原 祎         | 010-88005332<br>15910551936<br>yuanyi@guosen.com.cn   | 叶琳菲         | 021-60875178<br>13817758288<br>yelf@guosen.com.cn    | 段莉娟         | 0755-82130509<br>18675575010<br>duanlj@guosen.com.cn   |
|             |                                                       | 孔华强         | 021-60875170<br>13681669123<br>konghq@guosen.com.cn  | 徐 冉         | 0755-82130655<br>13632580795<br>xuran1@guosen.com.cn   |
|             |                                                       |             |                                                      | 颜小燕         | 0755-82133147<br>13590436977<br>yanxy@guosen.com.cn    |
|             |                                                       |             |                                                      | 赵晓曦         | 0755-82134356<br>15999667170<br>zhaoxxi@guosen.com.cn  |
|             |                                                       |             |                                                      | 郑 灿         | 0755-82133043<br>13421837630<br>zhengcan@guosen.com.cn |