

证券研究报告—动态报告

信息技术

软件与服务

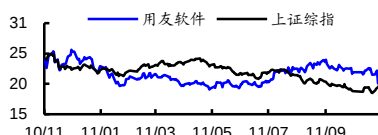
用友软件(600588)
推荐

3 季报报点评

(维持评级)

2011 年 10 月 31 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本 (百万股)	815.9/815.9
总市值 (百万元)	16,595.5/16,595.5
沪深 300/深圳成指	2,473.41/10,561.99
12 个月最高/最低 (元)	26.07/19.26

相关研究报告:

《用友软件-600588-高效益化策略引导业绩激增》——2011-8-28

《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

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

半年报点评

3 季度亏损背后有因, 仍旧看好公司未来发展

• 前三季度实现净利润 9019 万元, 同比增长 156%

前三季度公司实现营收 22.37 亿元, 同比增长 47%, 归属母公司净利润 9019 万元, 同比增长 156%。其中第三季度实现 7.74 亿元, 同比增长 27%; 归属母公司净利润-3180 万元, 同比下滑 464%, 前三季度每股收益为 0.11 元。

• 增值税返还推迟导致第三季度亏损

第三季度公司营业外收入仅为 662 万元, 大幅低于去年同期 5528 万元水平, 其中主要原因为公司尚未收到当季增值税返还约 5150 万元。考虑到增值税返还, 公司第三季度净利润约为 1970 万元, 同比增速为 125%。同时电子政务、医疗卫生等部分子公司业绩未达标也对公司 3 季度业绩产生影响, 导致公司 3 季度出现利润低点。

• 预计全年营收指标完成较为顺利, 业绩提升仍需努力

在营收方面, 公司已经完成预算的 50%, 远超过往常 38% 左右的完成率, 预计公司有望顺利完成全年的营收指标。在业绩方面, 我们认为公司今年的首要任务为达到二期股票期权激励计划方案中的行权条件: 扣非后归属于上市公司股东净利润同比增长率分别不低于 70%。按照前三季度的完成情况, 公司第四季度的净利润需要超过 4.78 亿元, 同比增速 61% 左右。公司前三季度毛利率 (87.38%) 水平较去年同期提升 2.2 个百分点, 综合费用率 (82.41%) 较去年同期下降 6 个百分点, 显示出良好的发展态势。我们预计, 随着营收指标的顺利完成以及管理效益的提升将保障公司全年业绩的快速增长。

• 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 0.70 元、0.91 元和 1.19 元, 对应 11-13 年动态市盈率分别为 29 倍、22 倍和 17 倍。基于公司在 ERP 软件行业的领先地位以及在行业解决方案领域的快速发展, 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	4,110	5,647	7,595
(+/-%)	36.01%	26.92%	38.0%	37.4%	34.5%
净利润(百万元)	593.70	332.03	568	745	971
(+/-%)	51.67%	-44.07%	71.0%	31.2%	30.4%
每股收益 (元)	0.95	0.41	0.70	0.91	1.19
EBIT Margin	28.73%	11.86%	7.7%	8.8%	9.6%
净资产收益率 (ROE)	23.01%	13.14%	19.4%	21.6%	23.5%
市盈率 (PE)	21.51	50.00	29.2	22.3	17.1
EV/EBITDA	17.20	38.65	47.0	32.2	24.2
市净率 (PB)	4.95	6.57	5.68	4.82	4.02

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。

前三季度实现净利润 9019 万元，同比增长 156%

前三季度公司实现营收 22.37 亿元，同比增长 47%，归属母公司净利润 9019 万元，同比增长 156%。其中第三季度实现 7.74 亿元，同比增长 27%；归属母公司净利润-3180 万元，同比下滑 464%，前三季度每股收益为 0.11 元。

公司第三季度出现亏损的主要原因为公司尚未收到当季增值税返还约 5150 万元。第三季度公司营业外收入仅为 662 万元，大幅低于去年同期 5528 万元水平。考虑到增值税返还，公司第三季度净利润约为 1970 万元，同比增速为 125%。同时电子政务、医疗卫生等部分子公司业绩未达标也对公司 3 季度业绩产生影响，导致公司 3 季度出现利润低点。

表 1：公司近年来 3 季度盈利情况

季度	2008 3Q	2009 3Q	2010 3Q	2011 3Q
营业利润	-34.59	-12.89	-45.55	-40.14
同比增长率		-62.75%	-253.51%	11.89%
营业外收入	34.28	37.59	51.38	6.62
利润总额	-0.73	24.44	5.50	-33.55
同比增长率		-42.58%	-32.74%	32.80%
归属于母公司净利润	-9.24	20.52	8.74	-31.80
同比增长率		322.04%	-57.40%	-463.72%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司盈利能力正在逐步回升

前三季度公司综合毛利率为 87.38%，同比提升 2.2 个百分点。净利率为 4.03%，较去年同期提升 1.7 个百分点。前三季度公司综合费用率为 82.41%，较去年同期下降了 6 个百分点。其中销售费用率为 32.63%，同比下滑 3.1 个百分点；管理费用率为 48.90%，同比下滑 4.1 个百分点。

公司主要业务为 ERP 管理软件产品销售，产品的可复制性较强。在不断扩充自身管理软件产品线的同时，公司业绩的快速发展主要依靠销售能力和管理能力的提升。基于在管理软件产品上面的领先优势，公司积极向多个行业解决方案提供商快速发展。目前公司已经建立电子政务、烟草、汽车、医疗卫生、审计以及 BI 等多个行业的行业解决方案公司。

我们认为，随着公司在行业解决方案领域的不断深入，公司营业收入将会保持快速增长。在营业收入保持一定增速的同时，费用率的控制是保证公司未来业绩的快速增长重要因素。前三季度综合费用率的降低显示出公司管理能力的提升，同时也会公司未来业绩的快速增长提供了较好的经验基础。

预计全年营收指标完成较为顺利，业绩提升仍需努力

在营收方面，公司已经完成预算的 50%，远超过往常 38%左右的完成率，预计公司有望顺利完成全年的营收指标。在业绩方面，我们认为公司今年的首要任务为达

到二期股票期权激励计划方案中的行权条件: 扣非后归属于上市公司股东净利润同比增长率分别不低于 70%。

按照前三季度的完成情况, 公司第四季度的净利润需要超过 4.78 亿元, 同比增速 61%左右。公司前三季度毛利率(87.38%)水平较去年同期提升 2.2 个百分点, 综合费用率(82.41%)较去年同期下降 6 个百分点, 显示出良好的发展态势。我们预计, 随着营收指标的顺利完成以及管理效益的提升将保障公司全年业绩的快速增长。

预计 11-13 年公司 EPS 分别为 0.70 元、0.91 元和 1.19 元, 对应 11-13 年动态市盈率分别为 29 倍、22 倍和 17 倍。基于公司在 ERP 软件行业的领先地位以及在行业解决方案领域的快速发展, 维持公司“推荐”评级。

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。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1398	1977	2675	3727	营业收入	2979	4110	5647	7595
应收款项	960	1065	1554	2169	营业成本	517	562	759	983
存货净额	18	26	28	39	营业税金及附加	81	111	152	205
其他流动资产	11	12	17	23	销售费用	1359	1890	2569	3456
流动资产合计	2387	3080	4274	5958	管理费用	897	1232	1668	2222
固定资产	901	1135	1302	1355	财务费用	(1)	(38)	(59)	(87)
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
资产总计	4766	5675	7017	8735	营业利润	113	353	556	816
短期借款及交易性金融负债	205	200	200	200	营业外净收支	235	300	300	300
应付款项	184	144	208	297	利润总额	348	653	856	1116
其他流动负债	1646	2183	2914	3832	所得税费用	2	59	77	100
流动负债合计	2035	2527	3322	4329	少数股东损益	14	26	34	45
长期借款及应付债券	150	150	150	150	归属于母公司净利润	332	568	745	971
其他长期负债	15	17	18	18					
长期负债合计	165	167	168	168	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2200	2693	3490	4497		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	40	58	82	114	净利润	332	568	745	971
股东权益	2526	2923	3445	4124	资产减值准备	12	20	7	3
负债和股东权益总计	4766	5675	7017	8735	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)	(38)	(59)	(87)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(158)	404	308	378
	2010	2011E	2012E	2013E	其它	(15)	(2)	17	28
每股收益	0.41	0.70	0.91	1.19	经营活动现金流	267	1106	1223	1544
每股红利	0.47	0.21	0.27	0.36	资本开支	(278)	(351)	(301)	(201)
每股净资产	3.10	3.58	4.22	5.05	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	5%	11%	18%	30%	投资活动现金流	(355)	(351)	(301)	(201)
ROE	13%	19%	22%	24%	权益性融资	1	0	0	0
毛利率	83%	86%	87%	87%	负债净变化	150	0	0	0
EBIT Margin	4%	8%	9%	10%	支付股利、利息	(384)	(170)	(223)	(291)
EBITDA Margin	7%	10%	11%	11%	其它融资现金流	328	(5)	0	0
收入增长	27%	38%	37%	34%	融资活动现金流	(140)	(175)	(223)	(291)
净利润增长率	-44%	71%	31%	30%	现金净变动	(227)	579	698	1052
资产负债率	47%	48%	51%	53%	货币资金的期初余额	1625	1398	1977	2675
息率	2.3%	1.0%	1.3%	1.8%	货币资金的期末余额	1398	1977	2675	3727
P/E	50.0	29.2	22.3	17.1	企业自由现金流	(238)	435	586	984
P/B	6.6	5.7	4.8	4.0	权益自由现金流	239	464	639	1063
EV/EBITDA	94.7	47.0	32.2	24.2					

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 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 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 勍	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
周 琦	0755-82133568	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
邓 岳	0755- 82150533	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
		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 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 骞	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn