

用友软件(600588)

公司研究/简评报告

收入确认滞后，全年业绩预期不变

—用友软件（600588）三季度报点评

民生精品---简评报告/计算机应用行业

2011年10月31日

一、事件概述

用友软件发布 2011 年三季度业绩公告：今年前 3 季度公司实现营业收入 22.36 亿元，同比增长 47.4%；实现归属上市公司股东的净利润 9018.5 万元，同比增长 155.9%；扣除非经常性损益后净利润 6752.8 万元，同比增长 302.4%。第三季度实现收入 7.74 亿元，同比增长 27.21%；实现归属上市公司股东的净利润-3180 万元。

二、分析与判断

➤ 3季度收入增长27.2%，毛利较之去年同期略有提升，但费用率由2季度的67.74%上升至88.74%

第三季度亏损 3180 万元的主要原因是：

（1）季节性因素。每年 1、3 季度是公司收入确认的低点。今年第三季度收入增长 27.2%，低于 09 年第三季度收入增速（46.9%），但略高于以往 3 季度收入增速。

（2）政务和医疗子公司 3 季度未完成当期业绩指标。政务公司主要受到收入结算滞后的影响，预计全年完成年初 6 亿收入指标的概率较大。医疗公司预计也将达到年初利润目标，即亏损 3000 万。

（3）增值税退税因素。公司当季尚未收到的增值税返还约 5150 万元。剔除该因素，归属于上市公司股东的净利润约为 1971 万元，同比增长约 125.4%。

➤ 对全年业绩预测维持不变

考虑全年的增值税退税，以及前 3 季度 9018 万利润，要完成全年业绩目标，4 季度单季度大致需要完成 2.5 亿左右净利润。08 年第 4 季度实现净利润 3.07 亿，09 年第 4 季度实现净利润 2.67 亿，2010 年第 4 季度实现净利润 3.16 亿元。从历史来看，今年 4 季度实现 2.5 亿净利润的概率较大。

三、盈利预测与投资建议

（1）基于 ERP 行业趋势性向好（目前尚未出现向下的显性指标），作为 ERP 行业的标杆，公司具有长期投资价值。

（2）我们此前看好公司的逻辑是基于公司的内生性变化。其一，长期看，用友将成为中国软件企业商业模式变革时期的范本，转型成功概率最大。其二，短期看，根据用友以往的历史经验，公司增加投入的当年费用难以控制，当年净利润受到拖累。由于前两年的投入积累，今明两年业绩将显现成效。（参见我们 7 月 11 日用友深度报告《软件变革时期范本，初现企业信息化平台雏形》）

（3）维持 2011-2013 年净利润增速分别为 74.4%/30.8%/29.9%，EPS 分别为 0.71/0.93/1.21 元。目前股价对应 2011-2013 年 PE 为 28.72 x/21.75 x/16.84x。

重申此前“强烈推荐”评级。我们认为，用友内在革命性的变化、而非短期业绩，才是我们看好公司的逻辑和前提。

四、风险提示：

费用投入较多吞噬收入增长；SaaS 拓展不及预期；企业管理效率随着规模扩大而降低；年内增值税退税不能及时到账。

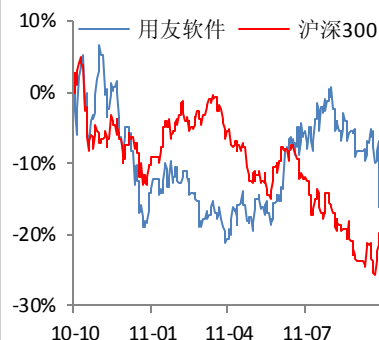
强烈推荐

维持评级

交易数据（2011-10-28）

收盘价（元）	20.34
近 12 个月最高/最低	26.76/18.88
总股本（百万股）	815.9
流通股本（百万股）	815.9
流通股比例%	100
总市值（亿元）	165.95
流通市值（亿元）	165.95

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：尹沿技

执业证书编号：S0100511050001

电话：(8621)68885156

Email: yinyanji@mszq.com

分析师：卢婷

执业证书编号：S0100511010007

电话：(8610)85127655

Email: luting@mszq.com

相关研究

1.《用友软件一季报点评：大力投入初见成效》，20110503

2.《用友软件（600588）深度研究报告：软件变革时期范本，初现企业信息化平台雏形》，20110711

3.《用友软件业绩快报点评：业绩远超预期，变革才是本质》，20110819

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	2,979	4,585	6,455	8,928
增长率 (%)	26.92%	53.91%	40.81%	38.30%
归属母公司股东净利润 (百万元)	332	578	763	986
增长率 (%)	-44.07%	74.05%	32.03%	29.18%
每股收益 (元)	0.41	0.71	0.94	1.21
PE	49.98	28.72	21.75	16.84
PB	6.47	5.24	4.19	3.32

资料来源：民生证券研究所

表 1：2011 年前 3 季度利润贡献因素分解

	2011Q3	2010Q3	变化幅度
毛利	87.4%	85.2%	2.21%
营业税金及附加	-2.9%	-2.5%	-0.4%
销售费用	-48.9%	-53.1%	4.2%
管理费用	-32.6%	-35.8%	3.2%
财务费用	-0.9%	0.3%	-1.2%
资产减值损失	-0.5%	-0.2%	-0.3%
投资收益	-0.4%	-0.1%	-0.3%
营业利润	1.2%	-6.2%	7.4%
加：营业外收入	4.0%	9.8%	-5.9%
减：营业外支出	0.0%	-0.1%	0.0%
利润总额	5.1%	3.5%	1.6%
减：所得税费用	-1.4%	-1.6%	0.2%
净利润	3.7%	1.9%	1.7%
少数股东损益	0.4%	0.4%	0.0%
归属于母公司所有者的净利润	4.0%	2.3%	1.7%

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	2,979	4,585	6,455	8,928
减：营业成本	517	855	1,205	1,649
营业税金及附加	81	125	174	241
销售费用	1,359	1,908	2,709	3,798
管理费用	897	1,272	1,806	2,532
财务费用	(1)	11	42	89
资产减值损失	22	20	20	19
加：投资收益	9	10	10	10
二、营业利润	113	404	509	611
加：营业外收支净额	235	305	427	598
三、利润总额	348	709	936	1,209
减：所得税费用	2	106	140	181
四、净利润	346	602	795	1,027
归属于母公司的利润	332	578	763	986
五、基本每股收益 (元)	0.41	0.71	0.93	1.21
主要财务指标				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	184.74	38.36	29.42	23.34
成长能力：				
营业收入同比	26.92%	53.91%	40.81%	38.30%
营业利润同比	-76.4%	256.8%	26.0%	20.1%
净利润同比	-43.64%	74.06%	32.03%	29.2%
营运能力：				
应收账款周转率	4.28	4.53	4.68	4.64
存货周转率	198.97	187.00	174.06	173.80
总资产周转率	0.69	0.91	0.98	1.02
盈利能力与收益质量：				
毛利率	82.6%	81.3%	81.3%	81.5%
净利率	11.1%	12.6%	11.8%	11.0%
总资产净利率 ROA	8.1%	11.9%	12.1%	11.7%
净资产收益率 ROE	13.4%	21.0%	22.3%	22.9%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	1.17	1.39	1.29	1.36
资产负债率	46.2%	40.9%	48.8%	49.2%
长期借款/总负债	6.8%	11.4%	9.2%	7.2%
每股指标：				
每股收益	0.41	0.71	0.93	1.21
每股经营现金流量	0.60	1.08	1.01	1.35
每股净资产	3.14	3.88	4.86	6.12

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,398	1,388	2,582	3,571
应收票据	0	0	0	0
应收账款	880	1,146	1,614	2,232
预付账款	8	11	16	22
其他应收款	80	115	161	223
存货	18	31	43	59
其他流动资产	3	3	3	3
流动资产合计	2,387	2,694	4,420	6,111
长期股权投资	134	184	234	284
固定资产	532	980	1,451	1,847
在建工程	369	619	819	819
无形资产	388	349	310	271
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	2,379	2,132	2,814	3,222
资产总计	4,766	5,362	7,751	9,829
短期借款	200	0	1,101	1,616
应付票据	0	0	0	0
应付账款	184	299	434	594
预收账款	469	777	1,024	1,402
其他应付款	517	600	600	600
应交税费	268	250	260	260
其他流动负债	12	12	12	12
流动负债合计	2,035	1,938	3,431	4,483
长期借款	150	250	350	350
其他非流动负债	0	5	5	5
非流动负债合计	150	255	355	355
负债合计	2,200	2,193	3,786	4,838
股本	816	816	816	816
资本公积	666	666	666	666
留存收益	1,045	1,623	2,386	3,372
少数股东权益	40	64	96	138
所有者权益合计	2,566	3,169	3,965	4,992
负债和股东权益合计	4,766	5,362	7,751	9,830
现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	489	885	825	1,103
投资活动现金流量	(677)	(790)	(790)	(540)
筹资活动现金流量	(34)	(106)	1,159	426
现金及等价物净增加	(224)	(10)	1,194	989

资料来源：民生证券研究所

分析师与行业专家简介

尹沿技，IT行业首席分析师，3年IT行业经验，6年证券行业从业经验；2010年《新财富》、“水晶球”计算机最佳分析师第一名。

卢婷，IT行业分析师，中国社会科学院经济学硕士。3年证券研究经验。

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。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@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;

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。

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

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。