

增值税如期返还，业绩增长保障增强

—用友软件（600588）公告点评

民生精品---简评报告/计算机应用行业

2011年12月26日

一、事件概述

用友软件发布公告，用友软件股份有限公司及控股子公司畅捷通信息技术股份有限公司、北京用友政务软件有限公司所属期为2011年1月至2011年11月的相关退税手续已经办理完毕，并已收到软件产品增值税退税款1.76亿元。按照有关规定，该部分退税所得将计入公司本年的营业外收入，对公司本年度损益产生积极影响。

二、分析与判断

➤ 增值税如期返还，业绩增长保障增强

根据公司年初计划，今年扣非净利润增长要达到70%，这也是第二期股权激励的行权条件之一。70%的业绩目标包含增值税返还预期，此前由于相关税收细则延后出台，导致市场对其是否能在年内获得增值税返还收入一直存疑，公司此时收到相关收入为今年业绩增长提供有力保障。

➤ 2012年市场需求有所变化，仍需加强费用控制

根据公司沟通，大中型企业及政府客户市场需求依然强劲，小型企业市场受宏观经济环境影响增长略降。软件业整体仍将继续高增长。明年可能有三方面能够保障业绩达标：（1）从今年业务来看，虽然有部分子公司业绩没有达标，但股份公司业绩超出年初预期；（2）从内部看，内部NC6.0产品，以及行业化产品对高端市场的覆盖能力越来越强；（3）在内部管理上，对知识管理、项目管理上进一步提升项目管理能力，以及复用能力。

➤ 2012年业绩目标初步定为扣非净利润增长30%

公司对于2012年业绩目标初步计划是：营收增长25%以上，扣非后净利润增长30%以上。控制人员规模，基本保持2011年预算编制人数。且2012年的人员扩张，主要投入在研发上，而非实施。

三、盈利预测与投资建议

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25.2x/19.3x/14.8x。维持“强烈推荐”。

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。

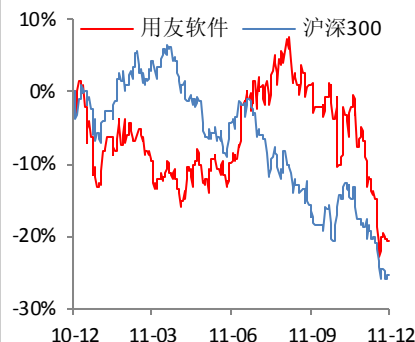
强烈推荐

维持评级

交易数据（2011-12-23）

收盘价（元）	17.96
近12个月最高/最低	24.55/16.5
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）	146.54
流通市值（亿元）	146.54

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：尹沿枝

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

公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	2,979	4,585	6,455	8,928	货币资金	1,398	1,388	2,582	3,571
减: 营业成本	517	855	1,205	1,649	应收票据	0	0	0	0
营业税金及附加	81	125	174	241	应收账款	880	1,146	1,614	2,232
销售费用	1,359	1,908	2,709	3,798	预付账款	8	11	16	22
管理费用	897	1,272	1,806	2,532	其他应收款	80	115	161	223
财务费用	(1)	11	42	89	存货	18	31	43	59
资产减值损失	22	20	20	19	其他流动资产	3	3	3	3
加: 投资收益	9	10	10	10	流动资产合计	2,387	2,694	4,420	6,111
二、营业利润	113	404	509	611	长期股权投资	134	184	234	284
加: 营业外收支净额	235	305	427	598	固定资产	532	980	1,451	1,847
三、利润总额	348	709	936	1,209	在建工程	369	619	819	819
减: 所得税费用	2	106	140	181	无形资产	388	349	310	271
四、净利润	346	602	795	1,027	其他非流动资产	0	0	0	0
归属于母公司的利润	332	578	763	986	非流动资产合计	2,379	2,132	2,814	3,222
五、基本每股收益 (元)	0.41	0.71	0.93	1.21	资产总计	4,766	5,362	7,751	9,829
主要财务指标					短期借款	200	0	1,101	1,616
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	应付票据	0	0	0	0
EV/EBITDA	184.74	38.36	29.42	23.34	应付账款	184	299	434	594
成长能力:					预收账款	469	777	1,024	1,402
营业收入同比	26.92%	53.91%	40.81%	38.30%	其他应付款	517	600	600	600
营业利润同比	-76.4%	256.8%	26.0%	20.1%	应交税费	268	250	260	260
净利润同比	-43.64%	74.06%	32.03%	29.2%	其他流动负债	12	12	12	12
营运能力:					流动负债合计	2,035	1,938	3,431	4,483
应收账款周转率	4.28	4.53	4.68	4.64	长期借款	150	250	350	350
存货周转率	198.97	187.00	174.06	173.80	其他非流动负债	0	5	5	5
总资产周转率	0.69	0.91	0.98	1.02	非流动负债合计	150	255	355	355
盈利能力与收益质量:					负债合计	2,200	2,193	3,786	4,838
毛利率	82.6%	81.3%	81.3%	81.5%	股本	816	816	816	816
净利率	11.1%	12.6%	11.8%	11.0%	资本公积	666	666	666	666
总资产净利率 ROA	8.1%	11.9%	12.1%	11.7%	留存收益	1,045	1,623	2,386	3,372
净资产收益率 ROE	13.4%	21.0%	22.3%	22.9%	少数股东权益	40	64	96	138
资本结构与偿债能力:					所有者权益合计	2,566	3,169	3,965	4,992
流动比率	1.17	1.39	1.29	1.36	负债和股东权益合计	4,766	5,362	7,751	9,830
资产负债率	46.2%	40.9%	48.8%	49.2%	现金流量表				
长期借款/总负债	6.8%	11.4%	9.2%	7.2%	项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
每股指标:					经营活动现金流量	489	885	825	1,103
每股收益	0.41	0.71	0.93	1.21	投资活动现金流量	(677)	(790)	(790)	(540)
每股经营现金流量	0.60	1.08	1.01	1.35	筹资活动现金流量	(34)	(106)	1,159	426
每股净资产	3.14	3.88	4.86	6.12	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	maweiyang@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。