

效益化经营日见成效，明年高增长空间依然较大

投资要点：

1. 事件

我们对用友软件(600588)保持持续跟踪研究。

2. 我们的分析与判断

2011 年效益化经营日见成效

2011 年公司开始推行“效益化高增长”策略，具体举措如：优化经营结构，加强支持服务业务和 IT 规划与咨询业务，提高分销业务占比；改进业务模式，加大实施外包比例；加强项目管理、内控体系建设、绩效考核等基础管理，该策略已经日见成效，从今年公司经营状况来看，公司：

1) 重点行业有所突破；2) 服务业务体系升级；3) 海外业务布局进展明显；4) 行业化产品纷纷推出，云平台建设积极推进。

2012 年仍将是收获期，高增长空间依然较大

我们认为，2012 年管理软件市场特点：

1) 软件业整体保持高增长态势；2) 管理软件市场高端、中段市场需求强劲，低端市场受经济影响，需求有所下滑；3) 云计算日趋落地，终端用户对云产品及云服务模式逐渐接受；4) 复杂数据处理能力与决策支持力度日趋重要；5) 人力资源成本继续上涨。

公司效益化经营策略经过一年实践，明年将继续推进及优化。结合市场环境，我们认为，公司 2012 年高增长空间依然较大。具体将表现为：

1) 行业从横向拓展转入纵向深耕，营销投入有望放缓，收入有望提升；2) 人员引进方面，将控制人员规模，重视优质人才引进，提高人均产出；3) 继续加大实施外包力度，分步加快推进中端产品全分销，长尾业务转向基于社会化合作，经营结构和业务模式进一步优化，促进效益化增长的可持续。

3. 投资建议

我们维持之前对公司的业绩预测，预计 2011 年、2012 年公司收入将分别达到 41.1 亿元、51.4 亿元，净利润分别达到 5.82 亿元、7.3 亿元，其中归属于母公司净利润分别为 5.65 亿元、7.08 亿元，EPS 分别为 0.69 元、0.87 元，对应 2011、2012 年市盈率分别为 25.2、20.1。目前估值已低，维持对公司的推荐评级。

4. 风险提示

1) 公司投入—产出时间差超出预期，短期内不能完全消化此前的投入，导致收益时间延迟；

2) 技术创新速度慢于市场需求。

用友软件 (600588.SH)

推荐 维持评级

分析师

王家炜

电话：(8610) 6656 8272
 邮箱：wangjiawei@chinastock.com.cn
 执业证书编号：S0130511020001

特此鸣谢

吴砚靖
 电话：(8610) 6656 8330
 邮箱：wuyanjing@chinastock.com.cn
 对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2011.12.29

A股收盘价(元)	17.94
总股本 (亿股)	8.16
实际流通 A股 (万股)	8.16
总市值 (亿元)	146.39

相对指数表现



资料来源：wind, 中国银河证券研究部

表 6：用友软件 (600588) 财务报表预测 (百万元)

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	
	货币资金	应收票据	应收账款	预付款项	其他应收款		货币资金	应收票据	应收账款	预付款项	其他应收款	
货币资金	1625.1	1939.5	2421.9	3103.9	3970.1	营业收入	2347.0	2978.8	4110.1	5137.6	6422.1	
应收票据	22.8	28.9	39.9	49.8	62.3	营业成本	391.2	517.2	680.8	851.0	1063.7	
应收账款	510.9	648.4	894.7	1118.3	1397.9	营业税金及附加	63.2	80.9	110.8	138.5	173.1	
预付款项	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	销售费用	1049.7	1359.3	1824.9	2281.1	2851.4	
其他应收款	39.1	89.4	123.3	154.1	192.7	管理费用	658.4	897.2	1191.9	1489.9	1862.4	
存货	11.7	15.5	20.4	25.5	31.8	财务费用	-10.9	-1.5	-1.4	-3.4	-6.2	
其他流动资产	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	资产减值损失	9.2	21.6	22.8	24.0	25.2	
长期股权投资	56.6	56.6	56.6	56.6	56.6	公允价值变动收益	49.1	0.0	0.0	0.0	0.0	
固定资产	505.8	590.0	655.7	708.7	751.7	投资收益	244.0	9.0	9.0	9.0	9.0	
在建工程	162.6	141.6	131.1	125.8	123.2	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	479.2	113.1	289.3	365.6	461.5	
无形资产	333.7	300.3	267.0	233.6	200.2	营业外收支净额	195.0	234.5	351.2	438.9	548.8	
长期待摊费用	33.6	30.2	26.9	23.5	20.2	税前利润	674.2	347.7	640.5	804.6	1010.3	
资产总计	3819.5	4305.1	5102.1	6064.6	7271.3	减：所得税	60.3	1.7	57.2	71.9	90.3	
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润	614.0	346.0	583.3	732.7	920.0	
应付票据	2.6	3.4	4.5	5.6	7.0	归属于母公司的净利润	593.7	332.0	566.4	711.5	893.4	
应付账款	78.8	102.7	135.2	169.0	211.2	少数股东损益	20.3	14.0	16.9	21.2	26.6	
预收款项	288.7	467.4	714.0	1022.3	1407.6	基本每股收益	0.95	0.41	0.69	0.87	1.09	
应付职工薪酬	306.4	306.4	306.4	306.4	306.4	稀释每股收益	0.95	0.41	0.69	0.87	1.09	
应交税费	184.9	184.9	184.9	184.9	184.9	财务指标		2009A	2010A	2011E	2012E	
其他应付款	321.7	321.7	321.7	321.7	321.7	成长性		2013E				
其他流动负债	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	营收增长率	36.0%	26.9%	38.0%	25.0%	25.0%	
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	52.8%	-32.6%	142.8%	25.0%	25.0%	
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	50.1%	-44.1%	70.6%	25.6%	25.6%	
负债合计	1206.0	1391.6	1671.7	2014.9	2443.9	盈利性						
股东权益合计	2613.5	2913.5	3430.3	4049.7	4827.4	销售毛利率	83.3%	82.6%	83.4%	83.4%	83.4%	
现金流量表		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	25.3%	11.1%	13.8%	13.8%	13.9%
净利润	614.0	346.0	583.3	732.7	920.0	ROE	22.7%	11.4%	16.5%	17.6%	18.5%	
折旧与摊销	68.1	94.2	102.1	109.6	117.0	ROIC	6.43%	4.24%	8.01%	8.48%	8.89%	
经营活动现金流	400.0	470.6	659.1	903.5	1113.8	估值倍数						
投资活动现金流	8.3	-111.6	-111.6	-111.6	-111.6	PE	18.5	43.0	25.2	20.1	16.0	
融资活动现金流	130.3	-44.6	-65.1	-109.8	-136.1	P/S	4.7	4.8	3.5	2.8	2.2	
现金净变动	538.6	314.4	482.4	682.0	866.1	P/B	4.2	4.9	4.2	3.5	3.0	
期初现金余额	1085.1	1625.1	1939.5	2421.9	3103.9	股息收益率	0.0%	0.9%	0.5%	0.8%	1.0%	
期末现金余额	1623.8	1939.5	2421.9	3103.9	3970.1	EV/EBITDA	37.2	56.8	29.6	23.2	17.7	

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

王家炜，计算机行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn