



买入 **36% ↑**
目标价格: 人民币 26.50
600588.SS 原目标价格: 人民币 29.00
价格: 人民币 19.42
目标价格基础: 30 倍 2012 年预测市盈率
板块评级: 中立

本报告要点

- 公司 2011 年业绩快速增长, 达到股权激励条件。
- 公布非公开发行股票预案, 奠定未来发展方向。

主要催化剂/事件

- 订单大幅度增长。

股价表现



	今年 至今	1	3	12
		个月	个月	个月
绝对	15	10	6	(11)
相对新华富时 A50 指数	3	8	(1)	3

发行股数(百万)	816
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	15,845
3个月日均交易额(人民币 百万)	57
净负债率%(2012E)	41
主要股东(%)	
北京用友科技有限公司	29.08

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 3 月 12 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司 具备证券投资咨询业务资格

科技: 软件服务

胡文洲, CFA*

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120004

*周中为本报告重要贡献者

用友软件

业绩符合预期, 公布增发预案

用友软件公布 2011 年年报和非公开发行股票预案。2011 年归属上市公司净利润为 5.37 亿元, 同比增长 61.7%, 扣非后净利润 4.92 亿元, 同比增长 72%。公司同时公布非公开发行股票预案, 拟以不低于 16.7 元/股的价格发行不超过 1.12 亿股, 募集资金投入下一代企业及政府应用系统、用友云服务中心和外包服务中心建设。我们下调 12-13 年每股收益预测至 0.88 与 1.17 元, 14 年预测为 1.54 元, 下调目标价至人民币 26.50 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 用友发布 2011 年全年业绩, 公司实现归属上市公司净利润 5.37 亿元, 同比增长 61.7%, 扣除非经常性损益后净利润 4.92 亿元, 同比增长 72%, 达到股权激励业绩行权条件要求。公司 2011 年实现营业收入 41.2 亿元, 同比增长 38.4%。每股收益 0.66 元。利润分配方面, 公司拟每 10 股转增 2 股派发股息 4 元。
- 公司 2011 年主营业务收入和利润均取得较大幅度增长, 其中高端 ERP 软件 NC 系列和技术服务收入增长最快, 增速分别为 44.3% 和 72%。人均产出从 10 年的 31.2 万元增长至 11 年的 35.4 万元。11 年公司的管理提升和费用控制初见成效, 销售费用率和管理费用率较 10 年均有一定幅度的下降。财务费用则由于公司加快北京和南昌产业园区建设带来借款大幅上升而增加。
- 公司同时公告拟以不低于 16.7 元/股的价格非公开发行不超过 11,248 万股, 总募集资金不超过 18.8 亿元。募集资金将用于用友下一代企业与政府应用系统、用友云服务(北京)中心和用友业务外包服务(南昌)中心项目建设。方案还需要公司股东大会和证监会审核通过。

评级面临的主要风险

- 下游行业 IT 投资需求下滑。
- 人力成本超预期增长。

估值

- 我们认为公司将长期受益于中国经济结构转型及产业升级。公司的营业收入在 2012 年将维持较快增长。暂不考虑增发所带来的摊薄, 我们预计 2012-14 年公司每股收益为 0.88、1.17 和 1.54 元, 基于 30 倍 2012 年预测市盈率, 我们将公司目标价由 29.00 元下调至 26.50 元, 维持对公司的买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	2,979	4,122	5,467	7,109	9,258
变动(%)	27	38	33	30	30
净利润(人民币 百万)	332	537	721	953	1,255
全面摊薄每股收益(人民币)	0.41	0.66	0.88	1.17	1.54
变动(%)	(39)	62	34	32	32
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.97	1.30	
调整幅度(%)			(8.8)	(10.2)	
全面摊薄市盈率(倍)	48	30	22	17	13
每股现金流量(人民币)	(0.27)	(0.00)	0.43	0.55	0.88
价格/每股现金流量(倍)	(71)	(10,912)	45	36	22
企业价值/息税折旧前利润(倍)	148	48	30	20	14
每股股息(人民币)	0.00	0.40	0.18	0.23	0.31
股息率(%)	-	2.06	0.91	1.20	1.58

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2010	2011	同比变动 (%)
营业收入	2,979	4,122	38
减: 营业成本	517	624	21
营业毛利	2,462	3,499	42
减: 营业税费及附加	81	139	72
减: 销售费用	1,359	1,816	34
减: 管理费用	897	1,172	31
减: 财务费用	(1)	32	(2,234)
减: 资产减值损失	22	38	76
加: 公允价值变动收益			
加: 投资收益	9	8	(14)
加: 汇兑收益			
营业利润	113	310	174
加: 营业外收入	236	297	26
减: 营业外支出	2	1	(23)
利润总额	348	606	74
减: 所得税	2	55	3,234
净利润(含少数股东损益)	346	551	59
减: 少数股东损益	14	14	0
净利润(不含少数股东损益)	332	537	62

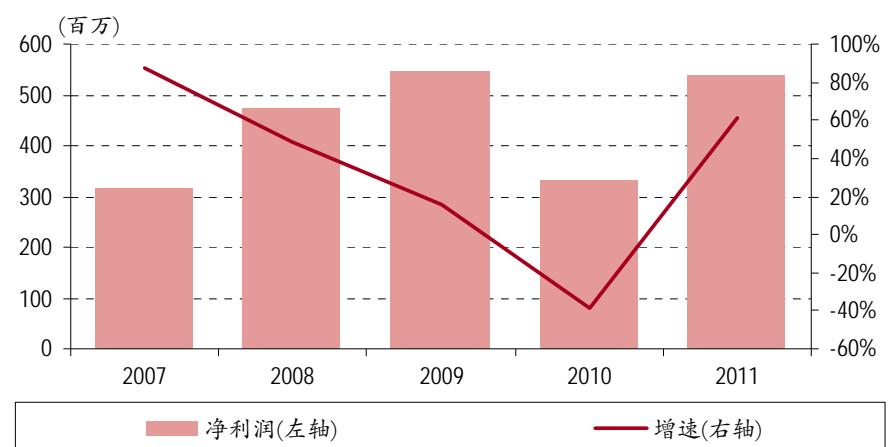
资料来源: 公司公告

2011 年业绩基本符合预期

用友发布 2011 年全年业绩, 公司实现归属上市公司净利润 5.37 亿元, 同比增长 61.7%, 扣除非经常性损益后净利润 4.92 亿元, 同比增长 72%, 达到股权激励业绩要求。公司 2011 年实现营业收入 41.2 亿元, 同比增长 38.4%。每股收益 0.66 元。股息分配方面, 公司拟每股派发股息 0.4 元转增 0.2 股。

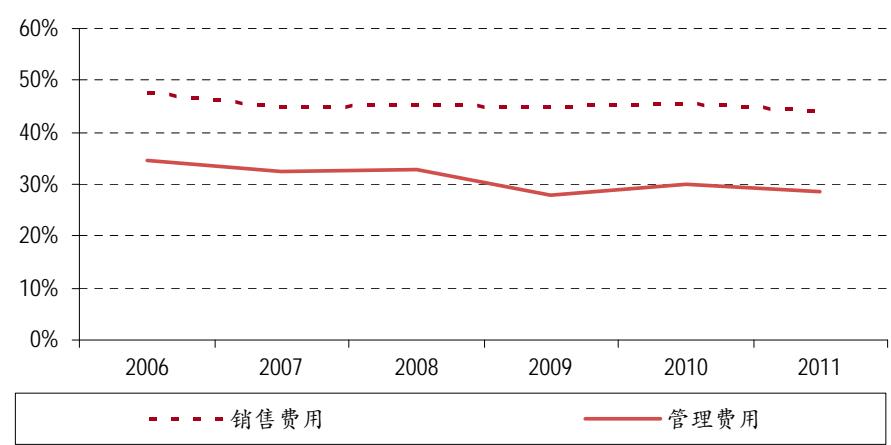
- 销售费用率和管理费用率双降, 未来仍有改善空间。公司销售费用率从 10 年的 45.6% 下降到 11 年的 44%, 管理费用率从 10 年的 30.1% 下降到 28.4%, 经营效率有所提高。
- 11 年人力成本快速增长, 预计 12 年将有所缓解。公司 11 年工资总额达到 20.05 亿元, 同比增长 38.2%, 占一般管理费用的 66%, 增速和收入增长基本持平。公司员工数从 10 年底的 10,689 人增加到 12,594 人, 我们预计 12 年人数将保持相对稳定, 同时由于 CPI 下行, 人力成本压力可能小于 10 年和 11 年。
- 人均单产处于稳定上升通道, 效率稳步提升, 从 10 年的 31.2 万元增长到 11 年的 35.4 万元, 人均利润从 10 年的 3.48 万元增长至 4.61 万元, 但是离 08 年的 6.77 万元的人均利润高点还有较大距离。我们认为提高高端 ERP 软件产品化率和实施服务效率将是人均利润增长的主要手段。
- 公司 2011 年扣非后净利润 4.92 亿元, 为历史最高。扣非后净利润率为 11.9%, 较 2010 年 9.6% 的低点有所恢复, 未来还有进一步提升的空间。

图表 2. 用友软件利润情况



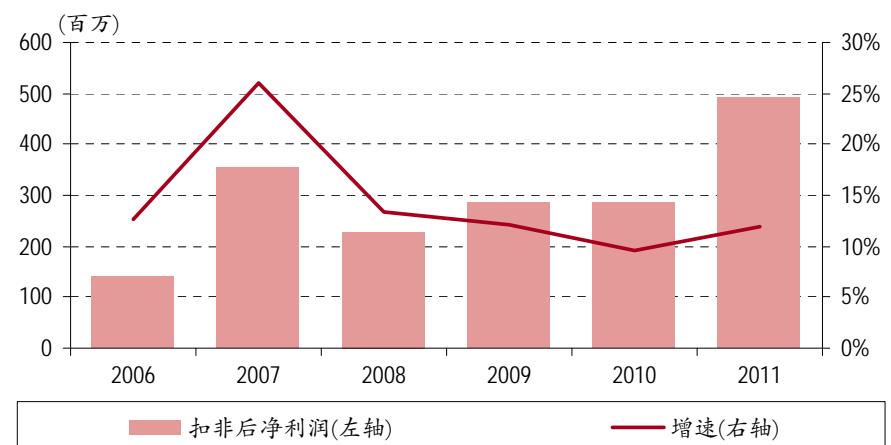
资料来源：公司数据

图表 3. 费用率缓降



资料来源：公司公告，中银国际研究预测

图表 4. 扣非后净利润创新高，利润率还有提升空间



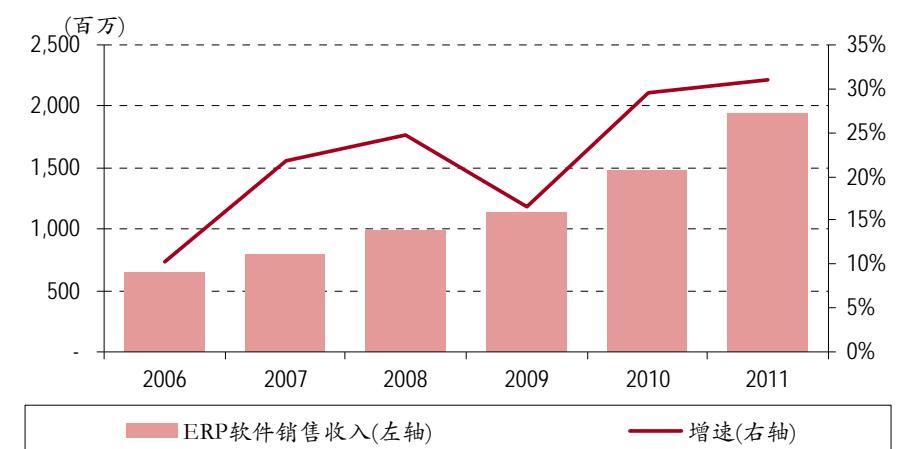
资料来源：公司公告，中银国际研究预测

ERP: NC 增长较快

公司支柱业务 ERP 软件收入 (NC+U 系列+T 系列) 增长迅速, 11 年销售收入达到 19.4 亿元, 同比增长 31%, 增长势头强劲。分产品来看, 面向大型企业的高端产品 NC 系列保持快速增长, 增速达到 44.3%, 面向大中型企业的 U 系列由于 U9 表现一般整体增速慢于 10 年, 为 20.6%。面向小微企业客户的 T 系列面对下半年较为不利的市场环境, 依然录得 21.5% 的增长。我们认为国内大型企业集团加强集团管控的趋势仍然在加强, 面对激烈竞争的市场, 其加强管理提高经营效率的需求越发迫切, 将对于高端 ERP 产品的销售形成拉动。U 系列以及 T 系列更多将受到宏观经济波动的影响, 中小企业 ERP 需求目前来看并不明朗, 我们认为未来看点在于公司进一步扩大分销网络以及中小企业对于 SaaS 的需求能否爆发。

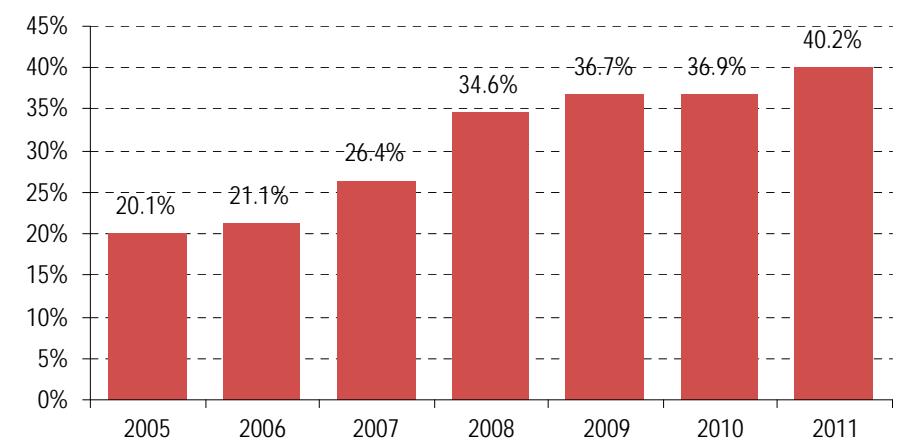
11 年公司技术服务及培训实现收入 16.96 亿元, 同比增长 63.8%。公司 10 年以来大力发展软件实施和服务, 该部分业务收入增长较快, 与之对应的是服务支持人员快速增长。我们认为未来公司如何提高实施服务效率, 进一步降低实施成本是公司能否大幅度提升利润率的关键。

图表 5. ERP 软件销售收入增长迅速



资料来源 公司公告, 中银国际研究预测

图表 6. 高端软件收入占比不断提升



资料来源 公司公告, 中银国际研究预测

主要子公司经营情况

用友软件各子公司 11 年经营情况层次不齐，畅捷通、用友汽车、用友烟草的利润贡献较大，而用友政务、用友医疗则出现了较大亏损。总体来看，用友行业应用业务还处于投入阶段，业绩贡献还需时日。

- 用友汽车 11 年重点突破了商用车、摩托车和工程机械等子行业的新增市场，同时原有的优势产品 DMS 和 DCS 受益于乘用车市场的高速的景气也获得了高速增长。汽车行业是国内发展较快的行业，信息化需求非常旺盛，用友具备服务整个汽车产业链的能力，向整车厂、经销商和配件商提供完善的软件与 IT 咨询服务，发展前景较好。
- 用友政务 11 年实现收入 4.38 亿元，净利润为 -800 万；而 2010 年收入为 4.9 亿元，净利润 5,000 万元。净利润大幅下滑主要因为较多政府项目收入确认延后，此外公司 11 年市场活动投入较大以及 11 年政务公司完成了多家分子公司的筹建工作也是原因之一。产品方面，新产品稳步推进，11 年用友 GPR 系列多个政府应用模块发版，发版数量较去年有所增加。10 年用友政务收购较为频繁，11 年处于整合阶段，我们认为 12 年政府软件采购同 11 年相比将有较快增长，12 年政务公司的经营业绩有望扭转。
- 用友医疗 2011 年营业收入达到 0.73 亿元，同比大幅增长 273%，亏损 0.39 亿元。10 年以来，用友医疗在区域卫生信息平台方面市场开拓力度较大，投入较多。医疗信息化是“十二五”期间政府重点扶持的领域，但是企业的投资回报期较长，我们估算 12 年用友医疗还将处于投入期。

非公开增发锁定云计算

用友拟以不低于 16.7 元/股的价格非公开发行不超过 11,248 万股普通股（占目前总股本的 13.8%），拟募集资金总额（含发行费用）不超过 18.79 亿元。募集资金将用于三个项目的建设：（1）用友下一代企业与政府应用系统；（2）用友云服务（北京）中心；（3）用友业务外包服务（南昌）中心项目建设。发行尚需股东大会审议通过和证监会核准。

公司主要产品将全面转向云计算技术，实现商业模式上的重要转变。用友“下一代企业与政府应用系统”完全基于云计算技术，为大中型企业和政府用户提供基于云计算的系列管理软件及服务，包括企业与政府的内外部管理及整个产业链的协同应用，涉及 ERP、HRM、CRM 等主流管理软件应用的全面云计算化。此举将为成长中的中国企业提供更加具有弹性的业务管理解决方案，摆脱大型 IT 架构所带来的束缚。

云服务（北京）中心将加快用友转型为“软件+云服务”提供商，促进用友成长为云计算平台型企业。公司通过自身研发和运营的 Paas 平台，聚合用友、客户和合作伙伴的软件、技术和数据等各类资源。云服务中心将提供基于云服务的企业商务社区 SNS，电子商务企业云，企业在线管理云，其他独立第三方应用云等多重云计算应用。

我们认为用友在向云计算转型方面的步伐走在国内软件企业的最前端，募投项目前景值得看好。未来贡献将取决于项目实施情况以及云计算商业环境在国内的成熟度；而由于股权稀释和研发投入的加大，可能对公司的短期业绩造成一定负面影响。

图表 7. 募投项目情况

项目	项目总投资 (万元)	拟投入募集 资金(万元)	投资回收期	税后收益率 (%)
用友下一代企业与政府应用系统	80,398	80,398	5.56 年	30.89
用友云服务(北京)中心	70,484	70,484	6.17 年	21.95
用友业务外包服务(南昌)中心	35,449	32,976	6.28 年	12.52

资料来源 公司公告, 中银国际研究预测

盈利预期及评级

我们认为公司将长期受益于中国经济结构转型及产业升级。暂不考虑增发所带来的摊薄, 我们预计 2012-14 年公司每股收益为 0.88、1.17 与 1.54 元, 基于 30 倍 2012 年预测市盈率, 我们下调公司目标价至 26.50 元, 维持对公司的买入评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	2,979	4,122	5,467	7,109	9,258
销售成本	(598)	(763)	(995)	(1,258)	(1,609)
经营费用	(2,202)	(2,918)	(3,789)	(4,859)	(6,250)
息税折旧前利润	178	441	682	992	1,398
折旧及摊销	(54)	(69)	(85)	(100)	(120)
经营利润(息税前利润)	124	372	597	892	1,278
净利润收入/(费用)	1	(32)	(2)	(15)	(32)
其他收益/(损失)	222	266	231	214	192
税前利润	348	606	827	1,092	1,437
所得税	(2)	(55)	(75)	(99)	(131)
少数股东权益	(14)	(14)	(30)	(40)	(52)
净利润	332	537	721	953	1,255
每股收益(人民币)	0.4	0.7	0.9	1.2	1.5
每股股息(人民币)	0.0	0.4	0.2	0.2	0.3
收入增长(%)	27	38	33	30	30
息税前利润增长(%)	(33)	200	61	49	43
息税折旧前利润增长(%)	(22)	148	55	45	41
每股收益增长(%)	(39)	62	34	32	32

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	348	606	827	1,092	1,437
折旧与摊销	54	69	85	100	120
净利润利息费用	0	(31)	(2)	(15)	(32)
运营资本变动	28	(261)	428	359	375
税金	(10)	(55)	(75)	(99)	(131)
其他经营现金流	67	144	(201)	(218)	(175)
经营活动产生的现金流	489	472	1,061	1,219	1,594
购买固定资产净值	(342)	(283)	(300)	(300)	(300)
投资减少/增加					
其他投资现金流	(335)	(346)	(94)	(130)	(90)
投资活动产生的现金流	(677)	(629)	(394)	(430)	(390)
净增权益	1	71	0	0	1
净增债务	350	156	0	0	0
支付股息	(384)	(233)	(326)	(144)	(191)
其他融资现金流	(1)	162	10	(200)	(300)
融资活动产生的现金流	(34)	156	(316)	(344)	(490)
现金变动	(222)	(1)	351	445	715
期初现金	1,625	1,398	1,397	2,187	2,844

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	1,398	1,397	2,187	2,844	3,703
应收帐款	880	1,266	1,429	2,466	2,607
库存	18	23	23	23	23
其他流动资产	91	104	104	104	104
流动资产总计	2,387	2,791	3,743	5,437	6,437
固定资产	532	796	1,011	1,211	1,391
无形资产	388	397	476	571	685
其他长期资产	1,459	1,478	1,616	1,855	2,136
长期资产总计	2,379	2,671	3,103	3,638	4,213
总资产	4,766	5,462	6,846	9,074	10,650
应付帐款	184	227	212	213	272
短期债务	200	490	500	300	0
其他流动负债	1,651	1,522	2,128	3,522	3,980
流动负债总计	2,035	2,239	2,839	4,035	4,251
长期借款	150	180	180	180	180
其他长期负债	15	16	16	16	16
股本	816	816	816	816	816
储备	1,710	2,140	2,893	3,886	5,193
股东权益	2,526	2,956	3,709	4,702	6,008
少数股东权益	40	72	102	141	194
总负债及权益	4,766	5,462	6,846	9,074	10,650
每股帐面价值(人民币)	3	4	5	6	7
每股有形资产(人民币)	5	6	8	10	12
每股净负债/(现金)(人民币)	(1)	(1)	(2)	(3)	(4)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6	11	12	14	15
息税前利润率(%)	4	9	11	13	14
税前利润率(%)	12	15	15	15	16
净利率(%)	11	13	13	13	14
流动性					
流动比率(倍)	1	1	1	1	2
利息覆盖率(倍)	(119)	14	306	67	43
净权益负债率(%)	(41)	(25)	(41)	(50)	(59)
速动比率(倍)	1	1	1	1	2
估值					
市盈率(倍)	48	30	22	17	13
市净率(倍)	6	5	4	3	3
价格/现金流(倍)	(71)	(10,912)	45	36	22
企业价值/息税折旧前利润(倍)	148	48	30	20	14
周转率					
存货周转天数	11	12	12	12	12
应收帐款周转天数	85	95	90	100	100
应付帐款周转天数	93	120	80	70	70
回报率					
股息支付率(%)	0	61	20	20	20
净资产收益率(%)	13	20	22	23	23
资产收益率(%)	8	10	12	12	13
已运用资本收益率(%)	15	23	24	23	22

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371