

软件开发

署名人: 崔莹

S0960511060001

021-52288047

cuiying@cjis.cn

6-12 个月目标价: 20.00 元

当前股价: 16.59 元

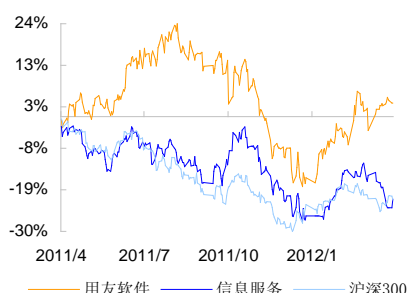
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2388.83
总股本(百万)	979
流通股本(百万)	979
流通市值(亿)	162
EPS	0.66
每股净资产(元)	3.62
资产负债率	44.58%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
用友软件	0.33	24.07	-5.49
信息服务	-4.02	8.78	-3.13
沪深 300 指数	0.86	4.07	3.91



相关报告

用友软件 - 业绩符合预期, 服务与高端产品
是主要增长动力 2012-03-12

用友软件

600588

推荐

一季度收入增速放缓无碍全年业绩目标实现

公司发布一季报, 12 年一季度实现收入 4.85 亿元, 同比增长 2.56%, 实现归属于母公司股东净利润-0.42 亿元, 同比下滑 11.6%。

投资要点:

- **收入增速下滑是业绩低于预期的主要原因:** 12 年一季度收入同比仅增长 2.56%, 为近五年最低, 主要原因是公司继续加强 U 系列产品的分销力度, 且提升了项目签约质量 (公司一季度末应收账款相比期初下降 3768 万元), 从而影响了项目签约效率; 同时我们判断宏观经济持续低迷对于公司 U 系列和 T 系列产品的销售有一定影响。近年来公司一季度占全年收入比重基本不超过 15%, 对全年指导意义不大, 我们对于公司 12 年实现 25% 以上收入增长与 30% 以上净利润增长的目标保持乐观 (竞争对手金蝶国际推介材料显示其 12 年目标为收入增长 25% 以上, 费用增长 10% 以下)。
- **营业费用和管理费用同比分别增长 12.9% 和 9.2%, 增速较 11 年同期大幅下降 (47.5% 和 46.5%),** 我们判断这说明公司 10 年开始的人员与渠道扩张有所放缓 (竞争对手金蝶国际推介材料显示其人员数量在 11 年 7 月达到历史新高后开始下降), 公司 11 年扣除投资净收益与公允价值变动净收益后净利率自 08 年以来恢复性增长, 预计随着渠道建设的初步完成, 公司整体净利率仍有不小的提升空间。
- **过去几年公司在人均收入上一直大幅领先于竞争对手金蝶国际 (按照 11 年年末人数计算用友人均收入 32.7 万元/年, 金蝶人均收入 19.6 万元),** 我们认为在人力成本上升的背景下, 双方的差距将不断拉大, 公司有望抢夺金蝶的市场份额。
- **盈利预测与投资评级:** 暂不考虑增发摊薄影响, 我们预计公司 12-14 年 EPS 分别为 0.72、0.97 和 1.26 元, 维持推荐评级。
- **风险提示:** 中低端产品受经济增速下滑影响超预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4122	5292	6789	8592
收入同比(%)	38%	28%	28%	27%
归属母公司净利润	537	708	947	1236
净利润同比(%)	62%	32%	34%	31%
毛利率(%)	84.9%	84.8%	84.4%	84.2%
ROE(%)	18.2%	21.2%	22.1%	22.4%
每股收益(元)	0.55	0.72	0.97	1.26
P/E	30.26	22.96	17.15	13.14
P/B	5.50	4.86	3.79	2.94
EV/EBITDA	34	27	21	17

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2791	3483	4351	5918
现金	1397	1700	2000	2863
应收账款	1266	1642	2170	2827
其他应收款	81	99	127	161
预付账款	5	8	11	14
存货	23	29	38	49
其他流动资产	18	5	5	5
非流动资产	2671	2752	2755	2734
长期投资	163	162	162	162
固定资产	796	1075	1192	1248
无形资产	397	388	383	374
其他非流动资产	1316	1126	1017	950
资产总计	5462	6234	7106	8652
流动负债	2239	2602	2492	2756
短期借款	490	535	128	0
应付账款	227	282	371	475
其他流动负债	1522	1785	1993	2281
非流动负债	196	197	199	203
长期借款	180	180	180	180
其他非流动负债	16	17	19	23
负债合计	2435	2800	2692	2959
少数股东权益	72	96	128	170
股本	816	979	979	979
资本公积	739	576	576	576
留存收益	1403	1784	2731	3967
归属母公司股东权益	2956	3339	4286	5522
负债和股东权益	5462	6234	7106	8652

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	472	826	869	1119
净利润	551	732	979	1279
折旧摊销	109	132	162	186
财务费用	32	30	12	-16
投资损失	-8	-10	-10	-10
营运资金变动	637	-73	-301	-352
其他经营现金流	-850	15	28	33
投资活动现金流	-629	-197	-150	-145
资本支出	283	200	150	150
长期投资	-26	0	0	0
其他投资现金流	-372	3	0	5
筹资活动现金流	156	-326	-419	-112
短期借款	290	45	-407	-128
长期借款	30	0	0	0
普通股增加	0	163	0	0
资本公积增加	73	-163	0	0
其他筹资现金流	-238	-371	-12	16
现金净增加额	-2	303	300	863

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4122	5292	6789	8592
营业成本	624	807	1060	1356
营业税金及附加	139	169	217	275
营业费用	1816	2328	2974	3738
管理费用	1172	1508	1901	2406
财务费用	32	30	12	-16
资产减值损失	38	50	66	82
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	8	10	10	10
营业利润	310	409	569	763
营业外收入	297	397	509	644
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	606	804	1076	1405
所得税	55	72	97	126
净利润	551	732	979	1279
少数股东损益	14	24	32	42
归属母公司净利润	537	708	947	1236
EBITDA	451	572	743	932
EPS (元)	0.66	0.72	0.97	1.26

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	38.4%	28.4%	28.3%	26.6%
营业利润	174.0	32.0%	39.0%	34.0%
归属于母公司净利润	61.7%	31.8%	33.8%	30.6%
获利能力				
毛利率	84.9%	84.8%	84.4%	84.2%
净利率	13.0%	13.4%	13.9%	14.4%
ROE	18.2%	21.2%	22.1%	22.4%
ROIC	14.6%	17.8%	21.1%	24.4%
偿债能力				
资产负债率	44.6%	44.9%	37.9%	34.2%
净负债比率	28.11	25.55%	11.45	6.08%
流动比率	1.25	1.34	1.75	2.15
速动比率	1.24	1.33	1.73	2.13
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.90	1.02	1.09
应收账款周转率	4	3	3	3
应付账款周转率	3.04	3.17	3.25	3.21
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.72	0.97	1.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.84	0.89	1.14
每股净资产(最新摊薄)	3.02	3.41	4.38	5.64
估值比率				
P/E	30.26	22.96	17.15	13.14
P/B	5.50	4.86	3.79	2.94
EV/EBITDA	34	27	21	17

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

2012-03-12	用友软件 - 业绩符合预期，服务与高端产品是主要增长动力
------------	------------------------------

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

崔莹, CPA, CFA Charter pending candidate, 中投证券研究所计算机行业研究员, 南京大学计算机学士, 金融工程硕士, 多年金融行业从业经验。重点覆盖公司: 远光软件、汉得信息、海隆软件、新北洋、广电运通、恒泰艾普、软控股份、恒生电子、金证股份、广联达、四维图新

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434