

软件开发**署名人：崔莹**

S0960511060001

021-52288047

cuiying@cjis.cn

6-12个月目标价： 17.25元

当前股价： 13.86元

评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2136.15
总股本(百万)	979
流通股本(百万)	979
流通市值(亿)	135
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	-13.59	-16.51	3.65
信息服务	-6.15	-9.81	-1.89
沪深300指数	-5.42	-8.83	-5.12

**相关报告**

用友软件 - 一季度收入增速放缓无碍全年业绩目标实现 2012-04-25

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****业绩符合预期，高端产品增速较快**

公司发布半年报，12年上半年实现收入 17.15 亿元、归属于上市公司股东的净利润 1.35 亿元、扣除非经常性损益后的净利润 1.20 亿元、扣除非经常性损益和股权激励成本后的净利润 1.40 亿元，同比增长率分别为 17.3%、10.4%、15.3%、26.8%。

投资要点：

- **人力成本同比增长较快：**上半年支付给职工的薪酬 11.4 亿元，同比增长 25.7%，其中销售费用中职工薪酬 6.3 亿元，同比增长 27.3%，管理费用中职工薪酬 3.3 亿元，同比增长 15.3%。我们推测公司销售人员薪酬与收入密切相关，其成本控制压力较大。
- **其他财务指标分析：**上半年财务费用 2310 万元，同比增长 148%，主要原因是利息费用大幅增加；资产减值损失 1991 万元，同比增长 102%，主要原因是应收账款增加较快；营业外收入 1.21 亿元，同比增长 48%，主要是增值税退税同比大幅增长；公司实际所得税率由去年同期的 21.3% 上升到 26.6%。收益质量下滑，应收账款/收入上升 (71%->93%)，预收账款/收入下滑 (29%->22%)。同时公司未进行研发费用资本化。
- **分条线看，高端产品仍保持较快增长：**NC 高端（含实施、服务等）收入同比增长近 30%；U8/U9 中端（含实施、服务等）收入同比下降 1.5%；畅捷通系列（包括产品、服务）收入同比增长 23%。同时公司继续推进 U8 分销，上半年中端产品实现分销收入 8600 万元，同比增长 20%。
- **分业务看，服务收入增速较快：**软件产品销售同比增长 10%，技术服务和培训同比增长 28%，软件配套产品销售同比增长 11%，也印证了公司向服务、向高端的转型。软件产品中 NC、U8/U9 和畅捷通同比分别增长 14%、-8% 和 16%，而其他软件产品同比增长 94%。
- **盈利预测与投资评级：**暂不考虑增发摊薄影响，预计 12-14 年 EPS 分别为 0.69、0.87 和 1.09 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	5192	6354	7836
收入同比(%)	38%	26%	22%	23%
归属母公司净利润	537	696	881	1105
净利润同比(%)	62%	30%	26%	25%
毛利率(%)	84.9%	84.6%	84.1%	83.7%
ROE(%)	18.2%	20.7%	20.8%	20.7%
每股收益(元)	0.53	0.69	0.87	1.09
P/E	25.95	20.01	15.82	12.61
P/B	4.71	4.15	3.28	2.61
EV/EBITDA	28	22	18	15

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				
现金	2791	3450	4201	5653
应收账款	1397	1700	2000	2864
其他应收款	1266	1611	2031	2578
预付账款	81	97	119	147
存货	5	8	10	13
其他流动资产	23	29	36	46
非流动资产				
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	6201	6956	8387
流动负债				
短期借款	2239	2548	2390	2675
应付账款	490	492	78	0
其他流动负债	227	280	354	446
非流动负债				
长期借款	1522	1776	1958	2229
其他非流动负债	196	197	199	203
负债合计	180	180	180	180
少数股东权益	2435	2745	2590	2878
股本	72	95	125	163
资本公积	816	1012	1012	1012
留存收益	739	576	576	576
归属于母公司股东权益	1403	1772	2653	3758
负债和股东权益	2956	3360	4241	5346
	5462	6201	6956	8387

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	472	834	873	1070
净利润	551	720	911	1143
折旧摊销	109	132	162	186
财务费用	32	29	9	-18
投资损失	-8	-10	-10	-10
营运资金变动	-261	-49	-219	-256
其他经营现金流	49	13	20	26
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	-335	-423	-60
短期借款	290	2	-414	-78
长期借款	30	0	0	0
普通股增加	0	196	0	0
资本公积增加	73	-163	0	0
其他筹资现金流	-238	-370	-9	18
现金净增加额	-2	303	300	864

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4122	5192	6354	7836
营业成本	624	800	1010	1275
营业税金及附加	139	156	191	235
营业费用	1816	2284	2783	3409
管理费用	1172	1480	1779	2194
财务费用	32	29	9	-18
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	404	526	670
营业外收入	297	389	477	588
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	606	791	1001	1256
所得税	55	71	90	113
净利润	551	720	911	1143
少数股东损益	14	24	30	38
归属母公司净利润	537	696	881	1105
EBITDA	451	565	697	838
EPS (元)	0.66	0.69	0.87	1.09

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	38.4%	26.0%	22.4%	23.3%
营业利润	174.0	30.2%	30.3%	27.3%
归属于母公司净利润	61.7%	29.7%	26.5%	25.5%
获利能力				
毛利率	84.9%	84.6%	84.1%	83.7%
净利率	13.0%	13.4%	13.9%	14.1%
ROE	18.2%	20.7%	20.8%	20.7%
ROIC	14.6%	17.7%	20.2%	22.8%
偿债能力				
资产负债率	44.6%	44.3%	37.2%	34.3%
净负债比率	28.11	24.49%	9.98%	6.25%
流动比率	1.25	1.35	1.76	2.11
速动比率	1.24	1.34	1.74	2.10
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.89	0.97	1.02
应收账款周转率	4	3	3	3
应付账款周转率	3.04	3.15	3.19	3.19
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.69	0.87	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.82	0.86	1.06
每股净资产(最新摊薄)	2.92	3.32	4.19	5.28
估值比率				
P/E	25.95	20.01	15.82	12.61
P/B	4.71	4.15	3.28	2.61
EV/EBITDA	28	22	18	15

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

2012-04-25	用友软件 - 一季度收入增速放缓无碍全年业绩目标实现
------------	----------------------------

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 CFA、CPA，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、恒生电子、用友软件、东华软件、新北洋、广联达、广电运通、软控股份、汉得信息、海隆软件、金证股份、数字政通、信雅达、捷成股份。

免责条款

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，旨为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