



买入 **25% ↑**
目标价格: 人民币 17.10
原目标价格: 人民币 17.50
600588.CH
价格: 人民币 13.67
目标价格基础: 20 倍 2013 年预测市盈率
板块评级: 中立

本报告要点

- 公司 2012 年 1-3 季度收入增长 9.8%; 净利润下滑 96%, 扣非后净亏损 2,773 万元。
- 3 季度单季收入下降, 亏损幅度较去年同期有所扩大。
- 经营情况有所改善, 预收账款连续两个月增长。

主要催化剂/事件

- 业绩超预期。

股价表现

	今年 (%)	1 月 (%)	3 月 (%)	12 月 (%)
至今 (%)	(3)	(3)	(2)	(19)
绝对	1	(0)	3	(4)
相对新华富时 A50 指数	1	(0)	3	(4)
发行股数(百万)	979			
流通股(%)	100			
流通股市值(人民币 百万)	13,482			
3 个月日均交易额(人民币 百万)	60			
净负债率(%) (2012E)	41			
主要股东(%)	29			
北京用友科技有限公司				

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 10 月 29 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

周中

(8621) 2032 8524
zhong.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512070001

用友软件

3 季度业绩低于预期, 经营状况有所改善

用友软件 2012 年 1-3 季度实现营业收入 24.6 亿元, 同比增长 9.8%, 归属母公司净利润 318 万元, 同比下滑 96%; 扣非后净亏损 2,773 万元; 扣除非经常性损益和股权激励费用后净亏损 359 万元。第 3 季度营业收入 7.4 亿元, 同比下滑 4.27%; 归属母公司所有者净亏损 1.31 亿元, 亏损较去年 3 季度增加约 1 亿元。公司业绩低于预期的主要原因是国内经济不景气导致企业 ERP 软件需求下滑, 从而导致公司收入增长慢于预期。3 季报显示公司的经营和业务发展情况有所改善。下调目标价至 17.10 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 1-3 季度销售收入 24.6 亿元, 增速放缓至 9.8%, 为 2008 年以来最低。3 季度单季收入下滑 4.3%。受到宏观经济不景气的影响, 下游企业客户尤其是中小企业客户需求不振是公司收入增速放缓的主要原因。
- 1-3 季度归属上市公司股东净利润 318 万元, 同比下滑 96%, 扣非后净亏损 2,773 万元, 去年同期扣非后净利润为 6,753 万元; 扣除非经常性损益和股权激励费用后净亏损为 359 万元。公司 1-3 季度业绩低于预期。全年来看, 公司 4 季度是收入和业绩结算高峰。4 季度收入和净利润往往占全年的比重较大, 前三季度则由于成本刚性的原因业绩表现往往比较一般, 因此前三季度的业绩代表意义不强。公司目前并未下调全年盈利目标。
- 截至 3 季度末, 预收账款金额为 4.7 亿元, 较 2 季度末增加 1 亿元; 公司应收账款 15.56 亿元, 较 2 季度末有一定程度的改善; 公司 3 季度单季收现比达 1.3, 为近 14 个季度来最高, 经营现金流也较去年同期有所改善, 显示公司相当重视现金流和回款情况, 收入质量有所改善。以上指标体现了经营情况和业务发展情况正在逐步好转, 尤其是预收账款自 1 季度末见底以来连续两个季度增长, 显示客户的投入意愿有所恢复, 为 4 季度的收入结算打下了良好基础。
- 成本压力依然较大。销售费用和管理费用率增长较快。1-3 季度公司销售费用率和管理费用率分别上升 3 个百分点和 2.6 个百分点, 3 季度单季则由于收入下滑, 销售费用率和管理费用率分别大幅上升 8.6 和 10.9 个百分点。在外部经济状况不理想的情况下, 公司需要出台进一步削减成本的措施以实现利润增长目标。

评级面临的主要风险

- 宏观经济继续下滑; 云计算项目和产业基地建设投入过大拖累主营业务利润。

估值

- 考虑公司成本压力较大和 3 季度收入不达预期, 我们略微下调 2012-14 年每股收益预测至 0.65 元、0.86 元和 1.14 元, 目标价由 17.50 元下调至 17.10 元, 对应 2013 年 20 倍市盈率。维持买入评级。

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	4,943	6,423	8,150
变动(%)	27	38	20	30	27
净利润(人民币 百万)	332	537	638	839	1,119
全面摊薄每股收益(人民币)	0.34	0.55	0.65	0.86	1.14
变动(%)	(39)	62	19	32	33
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.7	0.92	1.19
调整幅度(%)			(7)	(7)	(4)
全面摊薄市盈率(倍)	41	25	21	16	12
每股现金流量(人民币)	(0.27)	(0.00)	0.15	0.38	0.53
价格/每股现金流量(倍)	(50)	(7,681)	93	36	26
企业价值/息税折旧前利润(倍)	126	41	37	23	15
每股股息(人民币)	0.00	0.33	0.13	0.17	0.23
股息率(%)	-	2.42	0.95	1.24	1.66

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1.3 季报业绩摘要

	2011年 第3季度	2012年 第3季度	同比(%)	2011年 1-3季度	2012年 1-3季度	同比(%)
利润表(人民币, 百万)						
营业收入	774	741	(4)	2,237	2,457	10
营业成本	(104)	(143)	38	(282)	(342)	21
毛利	670	598	(11)	1,955	2,115	8
营业税金及附加	(22)	(19)	(16)	(66)	(67)	2
销售费用	(414)	(460)	11	(1,094)	(1,274)	16
管理费用	(262)	(332)	26	(730)	(865)	18
资产减值损失	(1)	(2)	90	(11)	(21)	101
营业利润	(29)	(214)	631	54	(112)	(306)
利息费用(净额)	(11)	(16)	52	(20)	(39)	97
外汇损益	0	0		0	0	
其他营业外收入(净额)	6	103	1,541	79	217	173
税前利润	(34)	(127)	279	114	66	(42)
所得税	(1)	(3)	490	(32)	(54)	70
利润总额	(34)	(130)	282	82	12	(86)
少数股东权益	2	(1)		8	(8)	
净利润	(32)	(131)	313	90	3	(96)
财务指标(%)						
			百分点 变动			百分点 变动
毛利率	86.6	80.7	(5.9)	87.4	86.1	(1.3)
营业利润率	(3.8)	(28.8)	(25.0)	2.4	(4.6)	(7.0)
净利润率	(4.1)	(17.7)	(13.6)	4.0	0.1	(3.9)
销售费用率	53.5	62.1	8.6	48.9	51.8	3.0
管理费用率	33.9	44.7	10.9	32.6	35.2	2.6
所得税率	1.5	2.4	0.8	(28.0)	(82.5)	(54.5)

资料来源：公司公告

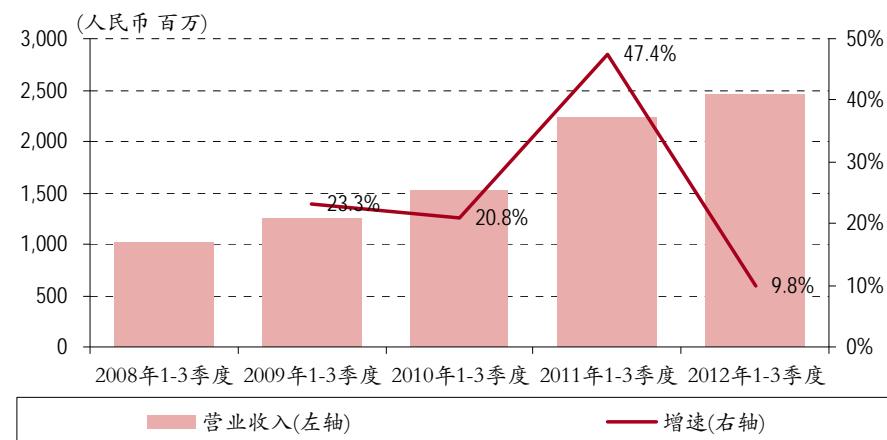
2012年1-3季度业绩低于预期

公司前三季度实现营业收入24.6亿元，同比增长9.8%，归属上市公司股东净利润318万元，同比下滑96.5%，扣非后净亏损2,773万元，扣除非经常性损益和股权激励成本后净亏损359万元。公司前三季度的经营业绩低于预期。

- 业绩低于预期的主要原因之一：下游投入需求受到压抑。受到国内宏观经济的影响，公司前三季度的收入增长缓慢，增速为2008年以来的最低点，中小企业需求显著下滑。
- 业绩低于预期的主要原因之二：成本费用控制未能显著见效。公司已经意识到所面临的严峻外部形势，采取了一系列措施降低成本，但是由于人力成本刚性等因素，公司的费用增长依然较快，1-3季度公司销售费用、管理费用和营业成本合计达24.8亿元，同比增长17.7%。1-3季度公司销售费用率和管理费用率分别上升3个百分点和2.6个百分点，3季度单季则由于收入下滑，销售费用率和管理费用率分别大幅上升8.6和10.9个百分点。在外部经济状况不理想的情况下，公司需要出台进一步削减成本的措施以实现利润增长目标。
- 此外，公司今年以来加强了分销业务，使得内部业务结构发生一定变化，影响了销售收入的确认。

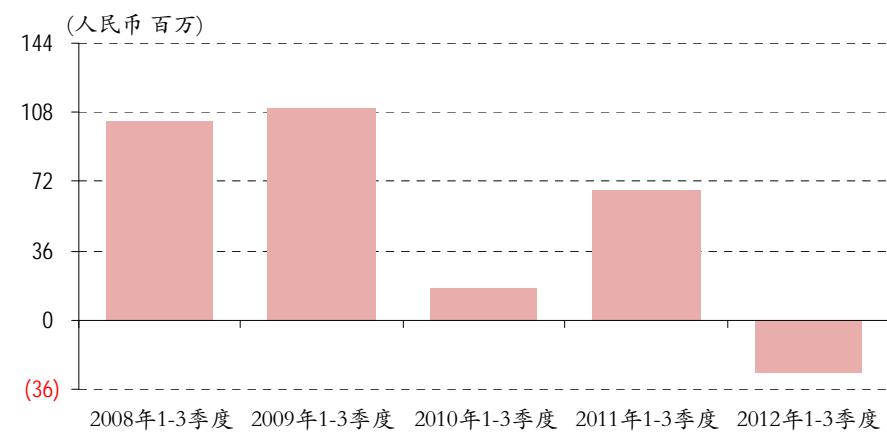
■ 3季度公司业绩为传统低点，过去5年有3年出现亏损。公司收入和利润确认主要在4季度。2010和2011年公司4季度净利润占全年比例分别达到89%和83%，收入占全年比例分别达到49%和46%。我们认为公司全年业绩能否达到管理层年初制定的目标仍要看4季度的经营情况。随着信贷的有所放松和实体经济的好转，我们认为公司下游客户被压制的管理软件需求可能在4季度开始逐步释放。公司预收账款大幅增加也预示了IT需求的恢复。

图表2. 2012年前三季度收入情况



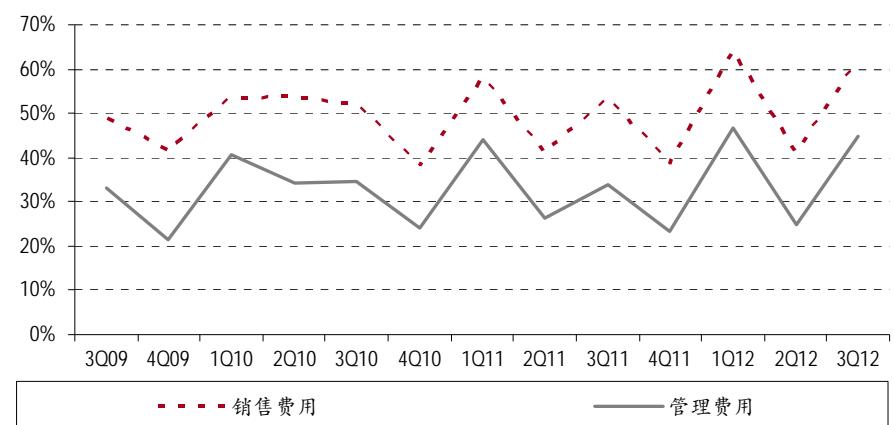
资料来源：公司公告，中银国际研究预测

图表3. 2012年前三季度盈利情况



资料来源：公司公告，中银国际研究预测

图表 4. 季度费用率变化

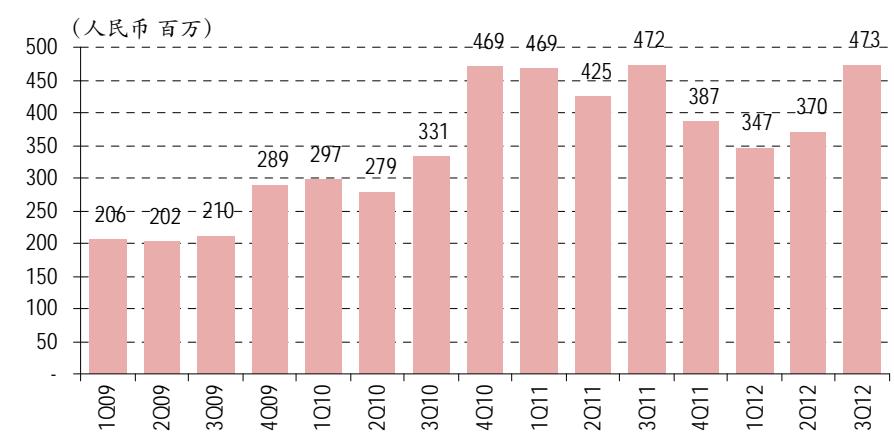


资料来源：公司公告，中银国际研究预测

经营情况有所改善

- 截至 3 季度末，公司业务发展重要的领先指标预收账款金额较 2 季度末增加 1 亿元至 4.7 亿元。公司预收账款从 2011 年 3 季度末见顶以来，经过连续 2 个季度的下降，12 年 1 季度末见底后，2 季度开始逐步回升。预收账款是公司同客户签订项目合同后客户提前支付的项目启动资金，预收账款上升预示着公司的订单开始逐步回暖。

图表 5. 预收账款显示公司经营情况正在改善



资料来源：公司公告，中银国际研究预测

- 3 季度末公司应收账款 15.56 亿元，较 2 季度末有一定程度的改善；公司 3 季度单季收现比达 1.3，为近 14 个季度来最高，经营现金流也较去年同期有所改善，显示了公司相当重视现金流和回款情况，收入质量有所改善。
- 以上指标体现了经营情况和业务发展情况正在逐步好转，尤其是预收账款自 1 季度末见底以来连续两个季度增长，显示公司的订单情况有所改善，为 4 季度的收入结算打下良好的基础。

图表 6. 收入质量改善 (收现比)



资料来源：公司公告，中银国际研究预测

- 公司未调整全年收入和盈利预测。公司提出为了完成全年业绩目标，第4季度将着力加强：（1）严格控制费用，缩减不必要开支；（2）积极进行新兴市场的开拓，加大新兴产品的推广力度；（3）深化客户经营，落实客户分类经营策略；（4）加大分销力度；（5）严格执行、优化行业解决方案；（6）优化产业链合作；（7）持续优化运营体系；（8）顺利完成公司非公开发行股票。

盈利预期及评级

我们认为现在管理软件行业最困难的时期正在过去，随着经济的企稳和信贷的相对宽松，下游企业的ERP软件投入意愿正在逐步回升。同竞争对手相比，公司在产品研发和人才储备上均保持了相当强的竞争力，一旦需求恢复，公司的业绩将出现较大改善。3季度是公司历年来的业绩低点之一，3季度传统上是产品和市场投入期，为4季度的收入确认做准备、打基础。3季度单季业绩对全年业绩的指引作用不大。考虑到公司面临的较大成本压力以及3季度收入略低于预期，我们小幅下调2012-14年每股收益预测至0.65元、0.86元和1.14元。下调目标价至17.10元，对应2013年20倍市盈率，维持买入评级。

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	4,943	6,423	8,150
销售成本	(598)	(763)	(958)	(1,239)	(1,565)
经营费用	(2,202)	(2,918)	(3,495)	(4,450)	(5,523)
息税折旧前利润	178	441	490	734	1,062
折旧及摊销	(54)	(69)	(85)	(100)	(120)
经营利润(息税前利润)	124	372	405	634	942
净利润收入/(费用)	1	(32)	0	12	28
其他收益/(损失)	222	266	324	314	310
税前利润	348	606	730	960	1,281
所得税	(2)	(55)	(66)	(86)	(115)
少数股东权益	(14)	(14)	(27)	(35)	(47)
净利润	332	537	638	839	1,119
每股收益(人民币)	0.3	0.5	0.7	0.9	1.1
每股股息(人民币)	0	0.3	0.1	0.2	0.2
收入增长(%)	27	38	20	30	27
息税前利润增长(%)	(33)	200	9	56	49
息税折旧前利润增长(%)	(22)	148	11	50	45
每股收益增长(%)	(39)	62	19	32	33

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	730	960	1,281
折旧与摊销	54	69	85	100	120
净利息费用	(3)	(31)	0	(12)	(28)
运营资本变动	28	(261)	310	417	354
税金	(10)	(55)	(66)	(86)	(115)
其他经营现金流	72	144	(204)	(245)	(239)
经营活动产生的现金流	489	472	854	1,134	1,373
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)	(128)	(168)
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)	(328)	(467)
现金变动	(222)	(1)	144	376	516
期初现金	1,625	1,398	1,397	1,977	2,569

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	1,977	2,569	3,260
应收帐款	880	1,266	1,171	2,348	2,118
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	3,276	5,044	5,505
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	6,379	8,682	9,718
应付帐款	184	227	206	213	269
短期债务	200	490	500	300	0
其他流动负债	1,651	1,522	1,757	3,344	3,412
流动负债总计	2,035	2,239	2,463	3,857	3,681
长期借款	150	180	180	180	180
其他长期负债	15	16	16	16	16
股本	816	816	979	979	979
储备	1,710	2,140	2,643	3,517	4,682
股东权益	2,526	2,956	3,622	4,496	5,661
少数股东权益	40	72	98	133	180
总负债及权益	4,766	5,462	6,379	8,682	9,718
每股帐面价值(人民币)	3	4	4	5	6
每股有形资产(人民币)	5	6	6	8	9
每股净负债/(现金)(人民币)	(1)	(1)	(1)	(2)	(3)

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	10	11	13
息税前利润率(%)	4	9	8	10	12
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	(3618)	(61)	(38)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1	1	1	1	2
估值					
市盈率(倍)	41	25	21	16	12
市净率(倍)	4	4	4	3	2
价格/现金流(倍)	(50)	(7,681)	93	36	26
企业价值/息税折旧前利潤(倍)	126	41	37	23	15
周转率					
存货周转天数	11	12	12	12	12
应收账款周转天数	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	19	21	22
资产收益率(%)	8	10	11	11	12
已运用资本收益率(%)	15	23	22	21	20

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。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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