

2013年8月13日

研究员: 侯卜魁
 执业证书编号: S0910512040001
 电话: 021-62448025
 Email: houbokui@casstock.com

当前价格 11.13元
 目标价格 14.50元
 目标期限 6个月

市场数据
 总股本 (万) 95,924.62
 总市值 (亿) 106.76
 流通比率 100%

股价表现



用友软件 (600588)

转型升级持续推进 前景值得期待

公司评级: 买入

◆**管理软件行业龙头** 用友软件是亚太本土最大的管理软件和中国领先的企业云服务提供商, 在ERP、财务管理软件, 以及在财政、汽车、烟草等行业软件和商业分析、内审、小微企业管理软件等领域均位居市场第一位。公司为国家规划布局内重点软件企业, 同时拥有系统集成一级资质。

◆**业绩有望在下半年扭转** 2013上半年, 公司实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东净利润分别为15.39亿、-1393.56万和6936.93万, 同比增速分别为-10.25%、-119.28%和-48.47%, 业绩略低于预期。业绩下降的主要原因是宏观经济欠佳和公司自身转型升级带来的阶段性负面影响。受到毛利率略降和费用刚性的影响, 营业利润表现差于营业收入; 而营业外收入稳定增长使得净利润增速相对好于营业利润。我们认为, 随着业务转型的推进、宏观环境的改善和季节性因素的影响, 公司下半年业绩望明显增长。

◆**转型升级利好长远** 公司今年以来持续推进业务转型和管理升级。业务转型的方向是将云计算和移动平台技术与应用服务, 以及数据处理作为重点, 以平台化模式开展业务。管理升级主要为提升管理效率, 有效控制成本, 这对上半年的业绩已有积极影响。当前, 公司下力气优化产业链生态, 处于业务转型调整的初期, 效应将在长远体现。

◆**云平台革新产品和服务模式** 公司按照“平台化发展”策略, 加快UAP(统一应用平台)、CSP(云服务平台)与云服务业务的研发推进和产业链拓展。UAP为公司开发的统一应用私有云平台, 主要服务于大中型企业, 平台产品UAP6.3版在2013年7月初实现独立发版, 同时UAP产业生态链已实现初步布局。CSP为面向小微型企业的公有云服务平台, 当前已完成了技术架构设计。公司成熟的SAAS(软件即服务)产品畅捷通财税云用户数已超过26万家, 在国内处于领先地位。

◆**成长驱动力强劲** 公司客户分布于多个行业, 其中多为传统领域, 随着宏观经济逐渐回暖, 公司的业务环境将明显改善; 国家刺激信息消费的政策频出和棱镜门事件引发的国产软硬件使用比例的上升均将有力推动国产软件服务的需求增长; 公司自身从传统的管理软件

提供商向云平台服务商转型将有利于公司及时把握产业变革。

◆业绩预测和估值

公司上半年业绩虽下滑，但预收账款同比增长 56.63%，显示其订单质量和数量同比好转。从季节性因素考虑，公司上半年营收占全年的比例一般为 30-40%，考虑到公司的业务转型调整，季节性影响可能更为明显，假设上半年占全年比例为 33%，则全年收入为 46.59 亿元，同比 2012 年约增长 10%。

我们预测公司 2013-2015 年的 EPS 分别为 0.56 元、0.73 元和 0.94 元，同比增速分别为 41.94%、30.28% 和 28.68%。当前股价对公司 2013-2015 预期业绩的 PE 水平分别为 19.88、15.25 和 11.84 倍，估值水平相对业绩增长前景明显偏低，我们给予其“买入”评级。

◆风险提示 宏观环境复苏弱于预期、公司业务转型进程过于缓慢。

附表：公司重要财务数据预测

单位：百万元

报表预测						重要指标摘要						
利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	营业收入	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	
营业收入	4122.16	4235.21	4658.73	5730.24	7048.20	营业收入	4122.16	4235.21	4658.73	5730.24	7048.20	
减：营业成本	623.62	674.89	791.98	945.49	1127.71	增长率(%)	38.38%	2.74%	10.00%	23.00%	23.00%	
营业税金及附加	139.18	79.73	69.88	85.95	105.72	归母公司股东净	536.78	379.60	538.80	701.95	903.26	
营业费用	1815.63	1937.58	2003.25	2464.00	3030.72	增长率(%)	61.67%	-29.28%	41.94%	30.28%	28.68%	
管理费用	1171.55	1274.91	1304.44	1604.47	1973.49	每股收益(EPS)	0.56	0.40	0.56	0.73	0.94	
财务费用	31.83	56.55	67.29	75.89	83.48	每股经营现金流	0.49	0.52	0.51	1.04	0.92	
资产减值损失	37.99	60.60	85.00	102.00	122.40	销售毛利率	84.87%	84.06%	83.00%	83.50%	84.00%	
加：投资收益	7.68	5.60	0.00	0.00	0.00	销售净利率	13.36%	9.14%	12.30%	12.76%	13.21%	
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产收益率	18.16%	12.68%	15.98%	18.18%	20.10%	
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率	14.51%	5.86%	11.12%	13.61%	19.18%	
营业利润	310.06	156.56	336.88	452.44	604.66	市盈率(P/E)	19.89	28.13	19.82	15.21	11.82	
加：其他非经营损益	295.85	284.47	300.00	360.00	430.00	市净率(P/B)	3.61	3.57	3.17	2.76	2.38	
利润总额	605.91	441.03	636.88	812.44	1034.66	财务分析和估值						
减：所得税	55.06	53.88	63.69	81.24	103.47	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		
净利润	550.85	387.15	573.19	731.19	931.19	收益率						
减：少数股东损益	14.06	7.55	34.39	29.25	27.94	毛利率	84.87%	84.06%	83.00%	83.50%	84.00%	
归母公司股东净利	536.78	379.60	538.80	701.95	903.26	三费/销售收入	73.24%	77.19%	72.44%	72.32%	72.18%	
资产负债表						销售净利率	13.36%	9.14%	12.30%	12.76%	13.21%	
货币资金	601.32	1013.59	1408.40	2404.63	3381.00	资产获利率	ROE	18.16%	12.68%	15.98%	18.18%	20.10%
应收和预付款项	1365.62	1476.18	1432.28	1561.41	1532.87	ROA	13.88%	9.25%	11.91%	12.56%	14.14%	
存货	22.85	19.75	35.00	40.00	45.00	ROIC	14.51%	5.86%	11.12%	13.61%	19.18%	
其他流动资产	5.09	6.09	6.09	6.09	6.09	增长率	销售收入增长率	38.38%	2.74%	10.00%	23.00%	23.00%
长期股权投资	162.90	176.63	176.63	176.63	176.63	EBIT 增长率	85.49%	-21.75%	40.95%	26.15%	25.87%	
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	74.05%	-17.57%	31.85%	23.07%	25.37%	
固定资产和在建工程	1131.71	1389.31	1565.46	1624.61	1545.82	净利润增长率	59.19%	-29.72%	48.05%	27.57%	27.35%	
无形资产和开发	1268.04	1285.98	1260.76	1235.54	1207.33	资本结构	资产负债率	34.16%	43.09%	41.06%	43.34%	40.97%
其他非流动资产	40.05	33.01	28.67	21.00	10.00	流动比率	1.43	1.16	1.27	1.38	1.61	
资产总计	4597.56	5400.55	5913.28	7069.91	7904.73	速动比率	1.41	1.15	1.25	1.37	1.60	
短期借款	490.00	1010.00	1210.00	1410.00	1610.00	资产管理效率	总资产周转率	0.90	0.78	0.79	0.81	0.89
应付和预收款项	872.46	1023.79	924.98	1360.99	1335.59	应收账款周转	3.22	3.11	3.58	4.02	5.06	
长期借款	180.00	158.76	158.76	158.76	158.76	存货周转率	27.30	34.17	22.63	23.64	25.06	
其他负债	27.98	134.51	134.51	134.51	134.51	业绩和估值指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	
负债合计	1570.44	2327.06	2428.25	3064.26	3238.87	EBIT	638.33	499.47	704.01	888.13	1117.91	
股本	815.90	979.08	979.08	979.08	979.08	EBITDA	747.51	616.18	812.42	999.88	1253.52	
资本公积	739.35	559.55	559.55	559.55	559.55	净利润	536.78	379.60	538.80	701.95	903.26	
留存收益	1400.31	1454.94	1832.10	2323.46	2955.74	EPS	0.56	0.40	0.56	0.73	0.94	
归母公司股东权益	2955.56	2993.57	3370.73	3862.09	4494.37	BPS	3.08	3.12	3.51	4.03	4.69	
少数股东权益	71.56	79.91	114.31	143.55	171.49	PE	19.89	28.13	19.82	15.21	11.82	
股东权益合计	3027.12	3073.48	3485.03	4005.64	4665.86	PEG	0.32	(0.96)	0.75	0.50	0.41	
负债和股东权益合计	4597.56	5400.55	5913.28	7069.91	7904.73	PB	3.61	3.57	3.17	2.76	2.38	
现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	PS	2.59	2.52	2.29	1.86	1.51	
经营性现金净流量	471.03	496.76	493.57	998.51	883.60							
投资性现金净流量	-628.70	-406.03	-70.00	84.00	247.00							
筹资性现金净流量	155.62	198.82	-28.77	-86.28	-154.22							
现金流量净额	-2.21	287.54	394.80	996.23	976.37							

数据来源：航天证券研发部

具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

投资评级说明:

—报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

—股票投资评级标准:

买入: 相对强于基准表现 20%以上

增持: 相对强于基准表现 10 ~ 20%

中性: 相对基准表现在-10% ~ +10%之间波动

减持: 相对弱于基准表现 10%以下

—行业投资评级标准:

看好: 行业超越基准整体表现

中性: 行业与基准整体表现持平

看淡: 行业弱于基准整体表现

免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“航天证券”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

航天证券有限责任公司

地址：上海市曹杨路 430 号

电话：021-62446688

网址：www.cassstock.com