

中国：软件及服务

2015 年 3 月 24 日

投资建议：

买入 (调升评级)

目标价隐含涨/跌幅：**30.7%**

日期 **2015/03/23**

收盘价 **RMB42.82**
 十二个月目标价 **RMB56.00**
 前次目标价 **RMB38.00**
 上海 A 股指数 **3,865.1**

信息更新：

- 我们将用友网络评级调升至买入，目标价上调至人民币 56 元，隐含 30% 的上涨空间。
- 2014 年净利润同比基本持平，主要受非经常性成本的影响。

本中心观点：

- 虽然公司 2014 年盈利较本中心预期低 18%，但考虑到公司互联网金融业务取得进展，我们认为其估值有望上扬。
- 李克强总理在日前召开的两会上大力支持互联网金融的发展，这应提振该板块的投资热情。

公司简介：用友软件是中国及亚洲地区领先的企业管理软件开发商。

股价相对上海 A 股指数表现



市值	RMB55,173.8 百万元
六个月平均日成交量	RMB962.5 百万元
总股本股数 (百万股)	1,215.1
流通 A 股股数比例	98.8%
大股东：持股比例	北京用友科技有限公司, 29.6%
净负债比率	(76.6%)
每股净值 (2015F)	RMB3.57
市净率 (2015F)	11.99 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F
营业收入	4,363	4,374	5,276	6,428
营业利润 **	361	413	664	998
税后净利润 *	548	550	772	1,038
每股收益(元)	0.57	0.47	0.64	0.82
每股收益年增长率 (%)	47.1	(17.2)	34.6	29.2
每股股利(元)	0.14	0.12	0.15	0.21
市盈率 (倍)	75.1	90.7	67.4	52.2
股利收益率(%)	0.3	0.3	0.4	0.5
净资产收益率 (%)	17.0	14.1	16.7	19.5

* 归属母公司税后净利润

** 经分析师调整

报告分析师：

王 佳卉

+86 21 6187 3821 nice.wang521@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

应豪

+86 21 6187 3824 francisying@yuanta.com

用友软件 (600588 CH)

互联网金融业务有望带动估值上扬

评级调升至买入，目标价上调至人民币 56 元： 尽管 2014 年营收增长放缓，我们对用友切入互联网金融和企业网络业务持乐观看法。中国政府近期就互联网金融推出更有利的政策，这应为用友的互联网金融业务带来价值增长空间。

一次性费用拖累 2014 年盈利： 2014 年用友营收同比微增 0.26% 至人民币 44 亿元，净利润同比增长 0.43% 至人民币 5.50 亿元。

2014 年净利润分别较本中心/市场预期低 18%/15%。管理层认为营收增长乏力是由于公司处于转型期，分销业务将越来越受重视。净利润增速基本持平主要由以下事项产生的非经常性成本所致：1) 股权薪酬费用；及 2) 子公司畅捷通 (1588 HK) 的上市费用。若剔除非经常性成本，用友 2014 年净利润同比增长 23% 至人民币 5.18 亿元。

互联网金融带来增长空间： 李克强总理在日前召开的两会上针对互联网金融及“互联网+”战略的讲话推动相关个股大幅上涨。我们认为用友子公司友金所（用友持有友金所 60% 的控股权）有望受益于互联网金融及 P2P 平台政府监管新规的推出。考虑到投资者对该板块的投资热情，我们认为用友对互联网金融的重视应促使其估值上扬。

估值： 本中心目标价基于权重相同的现金流折现估值和市盈率估值。为反映公司 2014 年盈利不及预期，我们将现金流折现估值目标价下调 4%。然而，我们将 2015 年预期市盈率上调至 117 倍，以反映目前互联网金融个股的估值上升趋势。新目标人民币 56 元隐含 30% 的上涨空间。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

互联网金融业务有望带动估值上扬

聚焦互联网金融

尽管 2014 年用友营收及净利润增速低于本中心预期，但我们目前对该股的看法更加乐观，系因 1) 公司进军企业网络业务；及 2) 通过子公司友金所提高互联网金融的业务占比。互联网金融个股近期大幅反弹（相关个股的当前市盈率估值请见图 3）。中国 P2P 融资的需求不断增长，而部分 P2P 平台的大量问题相继曝光。因此，我们认为政府不久将出台互联网金融行业的正式监管规定，尤其是在李克强总理于两会上表示支持互联网金融的发展之后。我们认为，一旦正式法规出台，正规的 P2P 平台（例如用友的友金所和平安的陆金所）应是主要受益者。

友金所可借力用友在企业财务软件市场的领先地位

用友持有友金所的控股权（持股比例达 60%）。友金所中挂牌交易的所有标准化 P2P 融资产品均由用友的合作伙伴深圳力合金融控股提供担保。我们认为友金所可借助用友在企业财务软件市场的领先地位，以低成本获得可靠的借款人信贷信息。受用友的支持，我们预计友金所的 P2P 产品可靠性高且声誉良好。鉴于政府不久将颁布互联网金融行业的正式监管规定，我们预计友金所将是主要受益者。

盈利预估调整

为反映用友 2014 年业绩和业务转型的持续影响，我们将 2015/16 年营收预估分别下调 13.9%/12.8%至人民币 53 亿元/64 亿元。由于公司需加大支出来推进转型，我们将 2015/16 年净利润预估也下调 22.3%/20.6%。本中心 2015/16 年盈利预估较市场预期高 2%/3%。

我们将评级上调至买入，目标价调高至人民币 56 元

本中心目标价基于权重相同的现金流折现估值和市盈率估值。为反映公司 2014 年盈利不及预期，我们将现金流折现估值目标价下调 4%。然而，我们将 2015 年预期市盈率上调至 117 倍，以反映目前互联网金融个股的估值上升趋势。本中心新的目标市盈率较 Wind 软件板块平均市盈率溢价 73%，以显示 1) 用友在中国企业软件市场的领导地位，且公司计划以整合企业网络为核心进行业务转型；及 2) 用友互联网金融业务的发展，这有望带动估值上扬。本中心 2015 年预期市盈率 117 倍接近 A 股相关个股的市盈率均值（请见图 3）。

主要下行风险

针对互联网金融的不利政策、同业竞争、软件业务增速低于预期。

我们认为政府不久将出台互联网金融行业的正式监管规定，尤其是在李克强总理于两会上表示支持互联网金融的发展之后

我们认为友金所可借力用友在企业财务软件市场的领先地位

为反映公司 2014 年盈利不及预期，我们将现金流折现估值目标价下调 4%。然而，我们将 2015 年预期市盈率上调至 117 倍，以反映目前互联网金融个股的估值上升趋势

图 1：用友盈利预估和估值调整

人民币百万	调整前		调整后		差异	
	2015F	2016F	2015F	2016F	2015F	2016F
销售额	6,128	7,368	5,276	6,428	-13.9%	-12.8%
净利润	993	1,308	772	1,038	-22.3%	-20.6%
每股收益	0.82	1.03	0.64	0.82	-22.5%	-20.3%
2015 年现金流折现估值	39.1		37.7		-4%	
2015 年预期市盈率	45.1		117.0		159%	
目标价（人民币）	38		56		47%	

资料来源：公司资料，元大

图 2：中国软件公司市盈率估值比较

公司	代码	最近 12 个月市盈率	2014 年预期市盈率	2015 年预期市盈率
用友网络	600588 CH	91	91	69
大智慧	601519 CH	514	122	69
恒生电子	600570 CH	191	172	131
万达信息	300168 CH	169	146	103
东华软件	002065 CH	45	44	33
金证股份	600446 CH	204	203	139
Wind 行业平均		118	98	68

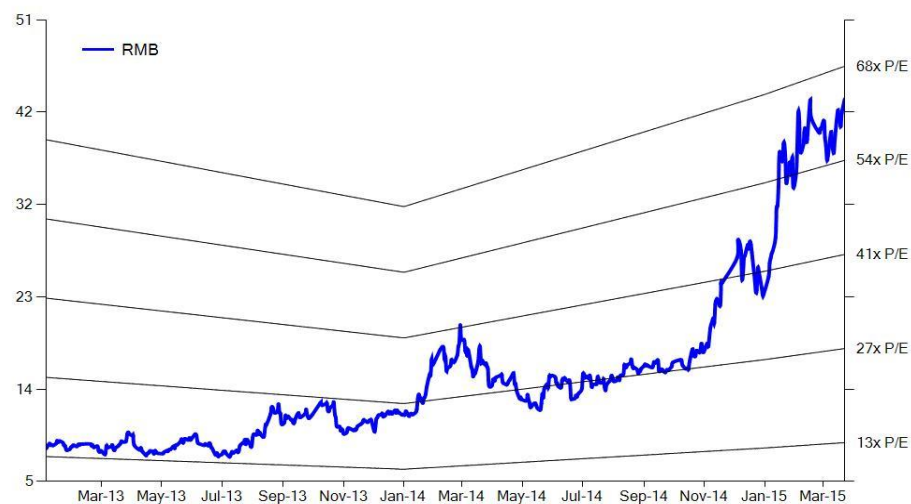
资料来源：Wind，元大

图 3：中国互联网金融企业市盈率估值比较

公司	代码	最近 12 个月市盈率	2014 年预期市盈率	2015 年预期市盈率
用友网络	600588 CH	91	91	69
中科金财	002657 CH	514	106	123
银之杰	300085 CH	191	975	284
证通电子	002197 CH	169	107	67
生意宝	002095 CH	45	555	110
上海钢联	300226 CH	204	1,030	656
腾邦国际	300178 CH	124	124	91
熊猫烟花	600599 CH	588	482	NA
新大陆	000997 CH	81	75	52

资料来源：Wind，元大

图 4:12 个月预期市盈率区间



资料来源：公司资料，元大

图 5:12 个月预期市净率区间



资料来源：公司资料，元大

资产负债表					
年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
现金与短期投资	1,697	2,100	3,334	3,956	4,979
存货	20	22	22	27	33
应收帐款及票据	1,393	1,479	1,646	1,895	2,204
其他流动资产	89	137	311	69	82
流动资产	3,199	3,738	5,313	5,948	7,298
长期投资	177	420	135	244	266
固定资产	863	977	959	1,145	1,318
什项资产	1,917	2,095	2,404	2,895	3,047
其他资产	2,957	3,492	3,497	4,283	4,632
资产总额	6,156	7,230	8,811	10,231	11,930
应付帐款及票据	1,192	1,286	1,352	1,474	1,820
短期借款	0	0	0	0	0
什项负债	1,677	1,725	2,178	2,257	2,787
流动负债	2,869	3,011	3,530	3,731	4,607
长期借款	159	337	326	261	209
其他负债及准备	55	519	512	1,417	1,288
长期负债	214	856	838	1,678	1,497
负债总额	3,083	3,867	4,368	5,409	6,104
股本	979	971	1,171	1,270	1,270
资本公积	455	523	592	830	1,116
保留盈余	1,000	1,289	1,479	1,604	1,604
换算调整数	559	444	744	634	1,315
归属母公司之权益	2,994	3,227	3,986	4,339	5,306
少数股权	80	136	456	483	520
股东权益总额	3,073	3,363	4,443	4,822	5,826
资料来源：公司资料、元大					

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
本期净利润	387	569	570	799	1,075
折旧及摊提	(127)	(120)	(130)	(116)	(115)
本期营运资金变动	(102)	(37)	(95)	(101)	69
其他营业资产	601	777	899	989	1,329
营运活动之现金流量	499	740	804	887	1,397
资本支出	(365)	(379)	(387)	(201)	(231)
本期长期投资变动	(6)	(257)	(267)	(177)	(234)
其他资产变动	(35)	11	54	8	10
投资活动之现金流量	(406)	(625)	(600)	(369)	(455)
股本变动	20	67	764	611	489
本期负债变动	2,469	3,913	2,327	1,862	1,489
其他调整数	(2,290)	(3,698)	(2,442)	(2,086)	(1,937)
融资活动之现金流量	199	282	649	386	41
本期产生现金流量	289	397	853	904	982
自由现金流量	(107)	(13)	20	418	871
资料来源：公司资料、元大					

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
营业收入	4,235	4,363	4,374	5,276	6,428
销货成本	(675)	(1,645)	(1,421)	(1,701)	(2,100)
营业毛利	3,560	2,717	2,954	3,575	4,328
营业费用	(3,273)	(2,356)	(2,540)	(2,911)	(3,330)
营业利润	287	361	413	664	998
利息收入	0	0	0	0	0
利息费用	(57)	(78)	(84)	(83)	(101)
利息收入净额	(57)	(78)	(84)	(83)	(101)
投资利益(损失)净额	6	83	25	47	58
其他业外收入(支出)净额	284	334	314	297	282
非常项目净额	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
税前净利润	441	647	612	858	1,154
所得税费用	(54)	(78)	(42)	(59)	(80)
税后净利润	380	548	550	772	1,038
税前息前折旧摊销前净利	414	481	544	780	1,113
每股收益 (RMB)	0.39	0.57	0.47	0.64	0.82
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.39	0.57	0.47	0.64	0.821

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
年成长率 (%)					
营业收入	2.7	3.0	0.3	20.6	21.8
营业利润	(39.3)	25.8	14.4	60.6	50.3
税前息前折旧摊销前净	(30.2)	16.3	13.0	43.4	42.8
税后净利润	(29.3)	44.3	0.4	40.3	34.5
每股收益	(41.07)	47.10	(17.24)	34.62	29.23
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	84.1	62.3	67.5	67.8	67.3
营业利润率	6.8	8.3	9.5	12.6	15.5
税前息前 折旧摊销前净利率	9.8	11.0	12.4	14.8	17.3
税后净利润率	9.0	12.6	12.6	14.6	16.2
资产报酬率	6.7	8.5	7.1	8.4	9.7
净资产收益率	12.4	17.0	14.1	16.7	19.5
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	5.2	10.0	7.3	5.4	3.6
净现金(负债)权益比(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
利息保障倍数 (倍)	8.8	9.3	8.3	11.4	12.5
利息及短期债	8.8	9.3	8.3	11.4	12.5
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	8.8	9.5	9.6	10.7	13.9
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	8.8	9.5	9.6	10.7	13.9
流动比率 (倍)	1.1	1.2	1.5	1.6	1.6
速动比率 (倍)	1.1	1.2	1.5	1.6	1.6
净负债 (RMB 百万元)	(1,538)	(1,763)	(3,007)	(3,695)	(4,770)
每股净值 (RMB)	3.06	3.36	3.42	3.57	4.20
评价指标 (倍)					
市盈率	110.4	75.1	90.7	67.4	52.2
股价自由现金流量比	(391.5)	(3,128.3)	2,505.7	124.3	62.1
市净率	14.0	12.7	12.5	12.0	10.2
股价税前息前折旧摊销 前净利比	101.3	85.5	91.8	66.7	48.6
股价营收比	9.9	9.4	11.4	9.9	8.4

资料来源：公司资料、元大

附录 A：重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

用友软件 (600588 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2014/11/06	18.28	22.00	22.00	买入	王 佳卉
2	2014/12/05	27.05	35.00	35.00	买入	王 佳卉
3	2015/01/20	36.63	38.00	38.00	持有-超越同业	王 佳卉
4	2015/03/24	47.10	56.00	56.00	买入	王 佳卉

资料来源：Bloomberg，元大

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	202	49%
持有-超越同业	104	25%
持有-落后同业	44	11%
卖出	9	2%
评估中	46	11%
限制评级	6	1%
总计：	411	100%

资料来源：元大

投资评级说明

买入：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大宝来证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼