

软件开发

罗延军

0755-82026730

用友软件

600588

强烈推荐

面对处于变化中的管理软件市场，公司市场份额依旧提高

公司是亚太地区第一大企业管理软件供应商，中国最大的管理软件供应商，也是中国最大的独立软件供应商

投资要点：

- 公司 09 年实现营业收入 23.47 亿元，同比增长 36.0%，呈现快速增长态势，归属于上市公司股东净利润 5.94 亿元，同比分别增长 51.7%，部分来自处理资产而来，扣除非经常性损益后的净利润 2.86 亿元，同比分别增长 28.2%。基本符合预期，相比往年公司加大销售投入和人才储备，面对处于变化中的管理软件市场，公司市场份额依旧有所提高。
- 整体软件产品销售同比增长 18.26%，增幅有所下滑（08 年 24.56%），其中用友 ERP-NC 同比增长 25.33%（08 年 63.05%），用友 ERP-U8/U9 同比增长 19.68%（08 年负 18.78%），用友 T 系列产品同比下滑 3.25%（08 年 119.24%），其他产品同比增长 30.57%（08 年 23.79%），中高端产品依旧保持强势，低端产品面临冲击；技术服务及培训随着公司规模增长，收入增长态势良好。
- 公司品牌优势明显，产品竞争力方面，公司在中国 ERP 软件、管理软件领域市场占有率分别为 27.0%、22.2%，连续八年市场第一；中国财务管理软件市场的市场占有率为 27.5%，连续十九年第一；市场份额均超过市场第二、第三位的总和。在中国客户关系管理、人力资源管理、资产管理软件领域市场占有率分别为 17.7%、19.1%、17.4%，排名第一，公司管理软件龙头地位依旧强势。
- 09 年公司在各个产品线上都有产品创新及升级，未来公司将适应变化的市场环境和需求，在产业结构调整的背景下，发挥品牌优势，通过优化经营结构，继续深化客户经营，进一步提升差异化竞争优势。
- 给予公司推荐评级，我们预测公司 08-10 年收入增长为 22.81%，22.47%，19.93%，10-12 年 EPS 为 0.93、1.03、1.16 元，作为一家行业龙头软件公司，参照可比公司，给予 11 年 35 倍 PE，目标价位 36 元，推荐评级。

风险提示：

公司主要市场在国内，国内企业景气度决定了公司发展空间，产品线高端市场面临 SAP 本地化策略的竞争，中低端市场面临金蝶及互联网等新模式的竞争。

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1726	2015	2436	2953
同比(%)	27%	17%	21%	21%
归属母公司净利润(百万元)	395	549	519	591
同比(%)	10%	39%	-5%	14%
毛利率(%)	87.7%	89.5%	89.7%	89.8%
ROE(%)	18.9%	21.5%	17.8%	17.5%
每股收益(元)	0.65	0.90	0.86	0.97
P/E	32.62	23.51	24.84	21.83
P/B	6.18	5.07	4.42	3.82
EV/EBITDA	38	21	23	19

资料来源：中投证券研究所

6-12 个月目标价： 36 元

当前股价： 29.37 元

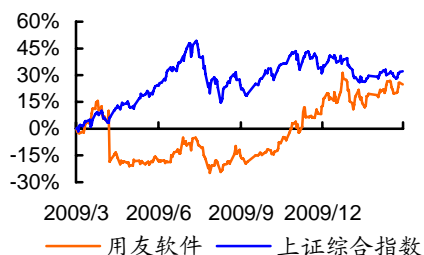
评级调整： 上调

基本资料

上证综合指数	3074.58
总股本(百万)	628
流通股本(百万)	605
流通市值(亿)	178
EPS (TTM)	1.02
每股净资产 (元)	4.16
资产负债率	31.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
用友软件	5.12	11.29	46.78
上证综合指数	2.37	0.79	6.11



相关报告

《用友软件-产品销售增幅下滑，行业龙头地位不变》2009-8-11

《用友软件-公司业务保持稳定增长》2009-3-23

盈利预测

图表 1 未来三年软件销售分产品预测(单位: 元)

	2009	2010E	2011E	2012E
用友 ERP-NC	487,292,822	609,116,028	761,395,034	913,674,041
用友 ERP-U8/U9	429,796,971	494,266,517	543,693,168	598,062,485
用友 Tong/ERP-U6	225,654,638	236,937,370	248,784,238	286,101,874
其他产品	186,095,064	241,923,583	314,500,658	377,400,790
合计	1,328,839,495	1,582,243,497	1,868,373,099	2,175,239,190

资料来源: 中投证券研究所

图表 2 未来三年主要财务指标预测(单位: 百万元)

科目	2009	2010E	2011E	2012E
软件销售	1328.84	1582.24	1868.37	2175.24
技术服务及培训	763.90	993.07	1291.00	1613.74
配套及其它	183.12	219.74	263.69	316.43
合计	2275.86	2795.06	3423.06	4105.41

资料来源: 中投证券研究所

给予公司推荐评级, 我们预测公司 08-10 年收入增长为 22.81%, 22.47%, 19.93%, 10-12 年 EPS 为 0.93、1.03、1.16 元, 作为一家行业龙头软件公司, 参照可比公司, 给予 10 年 35 倍 PE, 目标价位 36 元, 推荐评级。

附：财务预测表（单位：百万元）

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009	2010	2011
流动资产	1529	1791	2328	2834	营业收入	1726	2015	2436	2953
现金	1085	1289	1737	2140	营业成本	212	212	252	301
应收账款	278	314	387	465	营业税金及附加	48	54	67	80
其它应收款	84	70	101	112	营业费用	779	898	1072	1279
预付账款	3	3	4	4	管理费用	566	650	777	930
存货	14	11	15	17	财务费用	-8	-9	-11	-15
其他	64	103	85	95	资产减值损失	7	6	6	6
非流动资产	1581	1704	1711	1732	公允价值变动收益	-76	50	50	50
长期投资	35	30	32	31	投资净收益	204	230	100	100
固定资产	510	460	491	503	营业利润	250	485	423	521
无形资产	325	544	756	973	营业外收入	224	169	197	183
其他	711	670	432	225	营业外支出	6	4	5	5
资产总计	3110	3495	4039	4566	利润总额	468	649	615	699
流动负债	941	842	996	1041	所得税	60	84	79	90
短期借款	0	0	0	0	净利润	408	566	535	609
应付账款	41	28	41	44	少数股东损益	12	17	16	18
其他	900	814	955	997	归属母公司净利润	395	549	519	591
非流动负债	49	57	56	62	EBITDA	305	559	507	614
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.85	0.90	0.86	0.97
其他	49	57	56	62	主要财务比率				
负债合计	990	899	1052	1104	会计年度	2008	2009	2010	2011
少数股东权益	33	50	66	84	成长能力				
股本	467	607	607	607	营业收入	27.2	16.7	20.9	21.2
资本公积	982	842	842	842	营业利润	-9.6%	93.9	-12.7	23.2
留存收益	640	1049	1374	1781	归属于母公司净利润	9.7%	38.8	-5.4%	13.8
归属母公司股东权益	2088	2546	2921	3378	获利能力				
负债和股东权益	3110	3495	4039	4566	毛利率	87.7	89.5	89.7	89.8
现金流量表					净利率	22.9	27.2	21.3	20.0
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	18.9	21.5	17.8	17.5
经营活动现金流	363	351	627	616	ROIC	29.0	66.4	39.7	37.8
净利润	408	566	535	609	偿债能力				
折旧摊销	64	83	96	108	资产负债率	31.8	25.7	26.0	24.2
财务费用	-8	-9	-11	-15	净负债比率	0.00	0.00	0.00	0.00
投资损失	-204	-230	-100	-100	流动比率	1.62	2.13	2.34	2.72
营运资金变动	49	-128	45	-57	速动比率	1.61	2.11	2.32	2.71
其它	55	69	62	71	营运能力				
投资活动现金流	-5	-11	1	-42	总资产周转率	0.56	0.61	0.65	0.69
资本支出	114	0	200	100	应收账款周转率	8	6	6	6
长期投资	-12	339	-315	-200	应付账款周转率	8.29	6.17	7.37	7.10
其他	97	328	-114	-142	每股指标（元）				
筹资活动现金流	-182	-136	-180	-171	每股收益(最新摊薄)	0.65	0.90	0.86	0.97
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	0.58	1.03	1.02
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.44	4.20	4.82	5.57
普通股增加	235	140	0	0	估值比率				
资本公积增加	-719	-140	0	0	P/E	32.62	23.51	24.84	21.83
其他	302	-136	-180	-171	P/B	6.18	5.07	4.42	3.82
现金净增加额	176	204	448	404	EV/EBITDA	38	21	23	19

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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 $\pm 10\%$ 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

分析师简介

罗延军, 中投证券研究所计算机行业分析师, 6 年行业经历, 11 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 同方股份、用友软件、东软股份、安泰科技、宏图高科、南天信息

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	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