

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

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

| 会计年度 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 1529 | 1791 | 2328 | 2834 |
| 现金 | 1085 | 1289 | 1737 | 2140 |
| 应收账款 | 278 | 314 | 387 | 465 |
| 其它应收款 | 84 | 70 | 101 | 112 |
| 预付账款 | 3 | 3 | 4 | 4 |
| 存货 | 14 | 11 | 15 | 17 |
| 其他 | 64 | 103 | 85 | 95 |
| 非流动资产 | 1581 | 1704 | 1711 | 1732 |
| 长期投资 | 35 | 30 | 32 | 31 |
| 固定资产 | 510 | 460 | 491 | 503 |
| 无形资产 | 325 | 544 | 756 | 973 |
| 其他 | 711 | 670 | 432 | 225 |
| 资产总计 | 3110 | 3495 | 4039 | 4566 |
| 流动负债 | 941 | 842 | 996 | 1041 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 41 | 28 | 41 | 44 |
| 其他 | 900 | 814 | 955 | 997 |
| 非流动负债 | 49 | 57 | 56 | 62 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 49 | 57 | 56 | 62 |
| 负债合计 | 990 | 899 | 1052 | 1104 |
| 少数股东权益 | 33 | 50 | 66 | 84 |
| 股本 | 467 | 607 | 607 | 607 |
| 资本公积 | 982 | 842 | 842 | 842 |
| 留存收益 | 640 | 1049 | 1374 | 1781 |
| 归属母公司股东权益 | 2088 | 2546 | 2921 | 3378 |
| 负债和股东权益 | 3110 | 3495 | 4039 | 4566 |

现金流量表

| 会计年度 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|---------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 363 | 351 | 627 | 616 |
| 净利润 | 408 | 566 | 535 | 609 |
| 折旧摊销 | 64 | 83 | 96 | 108 |
| 财务费用 | -8 | -9 | -11 | -15 |
| 投资损失 | -204 | -230 | -100 | -100 |
| 营运资金变动 | 49 | -128 | 45 | -57 |
| 其它 | 55 | 69 | 62 | 71 |
| 投资活动现金流 | -5 | -11 | 1 | -42 |
| 资本支出 | 114 | 0 | 200 | 100 |
| 长期投资 | -12 | 339 | -315 | -200 |
| 其他 | 97 | 328 | -114 | -142 |
| 筹资活动现金流 | -182 | -136 | -180 | -171 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 235 | 140 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -719 | -140 | 0 | 0 |
| 其他 | 302 | -136 | -180 | -171 |
| 现金净增加额 | 176 | 204 | 448 | 404 |

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 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入 | 1726 | 2015 | 2436 | 2953 |
| 营业成本 | 212 | 212 | 252 | 301 |
| 营业税金及附加 | 48 | 54 | 67 | 80 |
| 营业费用 | 779 | 898 | 1072 | 1279 |
| 管理费用 | 566 | 650 | 777 | 930 |
| 财务费用 | -8 | -9 | -11 | -15 |
| 资产减值损失 | 7 | 6 | 6 | 6 |
| 公允价值变动收益 | -76 | 50 | 50 | 50 |
| 投资净收益 | 204 | 230 | 100 | 100 |
| 营业利润 | 250 | 485 | 423 | 521 |
| 营业外收入 | 224 | 169 | 197 | 183 |
| 营业外支出 | 6 | 4 | 5 | 5 |
| 利润总额 | 468 | 649 | 615 | 699 |
| 所得税 | 60 | 84 | 79 | 90 |
| 净利润 | 408 | 566 | 535 | 609 |
| 少数股东损益 | 12 | 17 | 16 | 18 |
| 归属母公司净利润 | 395 | 549 | 519 | 591 |
| EBITDA | 305 | 559 | 507 | 614 |
| EPS（元） | 0.85 | 0.90 | 0.86 | 0.97 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 27.2 | 16.7 | 20.9 | 21.2 |
| 营业利润 | -9.6% | 93.9 | -12.7 | 23.2 |
| 归属于母公司净利润 | 9.7% | 38.8 | -5.4% | 13.8 |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 87.7 | 89.5 | 89.7 | 89.8 |
| 净利率 | 22.9 | 27.2 | 21.3 | 20.0 |
| ROE | 18.9 | 21.5 | 17.8 | 17.5 |
| ROIC | 29.0 | 66.4 | 39.7 | 37.8 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 31.8 | 25.7 | 26.0 | 24.2 |
| 净负债比率 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动比率 | 1.62 | 2.13 | 2.34 | 2.72 |
| 速动比率 | 1.61 | 2.11 | 2.32 | 2.71 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.56 | 0.61 | 0.65 | 0.69 |
| 应收账款周转率 | 8 | 6 | 6 | 6 |
| 应付账款周转率 | 8.29 | 6.17 | 7.37 | 7.10 |
| 每股指标（元） | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.65 | 0.90 | 0.86 | 0.97 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.60 | 0.58 | 1.03 | 1.02 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.44 | 4.20 | 4.82 | 5.57 |
| 估值比率 | | | | |
| 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 |

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

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

免责条款

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，旨为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，但我们将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

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

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

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