

华泰联合证券
2010-06-18华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

信息技术业/计算机软件开发

公司研究 /更新报告

用友软件 (600588)

增持/ 维持评级

股价 : RMB22.39

分析师

卢山

SAC 执业证书编号:S1000208030121
+755-82492953 lushan@hzq.com

联系人

张熙

021-50106026

行业化应用再下一城

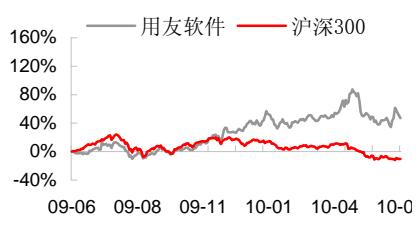
—用友软件收购英孚思为点评

- 公司发布公告，以 4.91 亿元的价格收购上海英孚思为信息科技股份有限公司 100% 的股权（用友软件收购 99%，全资子公司江西用友收购 1%）。以英孚思为 09 净利润 2713 万元计算，本次收购价格对应市盈率为 18 倍。
- 英孚思为成立于 2003 年，是一家集软件开发、咨询服务为一体的高科技公司。公司专注于汽车营销与后市场，为汽车主机厂、汽车经销商提供业务流程专业咨询服务和 DMS 等核心应用系统全套解决方案。公司网站的数据显示，公司拥有 400 名专业工程师，目前已有 20 家整车制造企业、5000 家汽车经销商选择了公司的产品与服务。2009 年英孚思为的收入为 9281 万元，净利润为 2713 万元。
- 汽车 IT 是近年增长迅速的热门领域之一，根据 CCID 的预测，未来三年中国汽车行业应用软件市场年复合增长率为 23.3%，2012 年市场规模将达 15.3 亿元。
- 本次收购是用友软件行业化应用的又一实践，通过对汽车软件领域龙头公司的收购，公司得以切入迅速发展的汽车 IT 行业，分享行业管理软件和咨询服务业高速增长的机会。外延式增长已成为公司成长方式之一，我们预计未来公司围绕行业化应用将有进一步的并购动作。
- 去年同期出售北京银行股票获得投资收益 2.6 亿元，今年此项收入不再，我们预计今年上半年公司净利润将出现大幅下降。但如果剔除投资收益影响，公司经营性业绩仍保持稳定增长。
- 按照 20% 的业绩增长计算，英孚思为 2010 年净利润约在 3200 万，收购英孚思为对公司业绩影响为 0.04 元左右。之前的盈利预测已经包含了我们对公司外延式增长的预期，维持公司盈利预测，预计 2010—2012 年公司收入分别为 32.49 亿、42.91 亿和 54.74 亿元，归属母公司净利润分别为 4.94 亿、6.64 亿和 8.72 亿元，摊薄每股收益分别为 0.60 元、0.81 元和 1.07 元，维持“增持”评级。

基础数据

总股本 (百万股)	816
流通 A 股 (百万股)	786
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	17598

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图

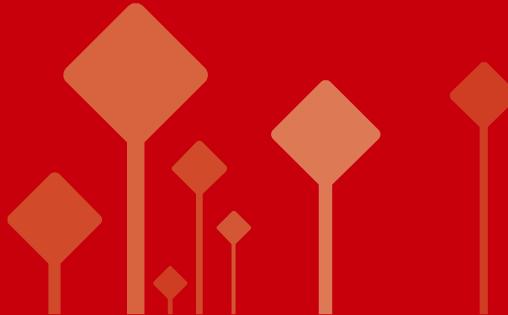


资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2347.0	347.3	3249	4291	5474
(+/-%)	36.0	13.7	38.5	32.0	27.6
归属母公司净利润(百万元)	593.7	12.1	494	664	872
(+/-%)	50.1	-95.3	-16.8	34.5	31.2
EPS(元)	0.73	0.01	0.60	0.81	1.07
P/E(倍)	30.8	1505.0	37.2	27.7	20.9

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E		
流动资产	2215	1392	1765	2061	营业收入	2347	3295	4353	5555		
现金	1625	659	871	1111	营业成本	391	575	747	957		
应收账款	511	515	662	671	营业税金及附加	63	92	122	156		
其它应收款	39	55	63	80	营业费用	1050	1400	1841	2333		
预付账款	2	3	4	6	管理费用	658	919	1197	1522		
存货	12	26	22	39	财务费用	-11	-8	6	-4		
其他	26	134	144	154	资产减值损失	9	8	8	8		
非流动资产	1604	3021	2563	3051	公允价值变动收益	49	0	0	0		
长期投资	57	51	60	70	投资净收益	244	0	2	5		
固定资产	506	1200	780	1724	营业利润	479	309	434	588		
无形资产	334	433	439	530	营业外收入	202	258	328	414		
其他	708	1336	1284	727	营业外支出	7	5	6	7		
资产总计	3820	4413	4329	5112	利润总额	674	562	756	995		
流动负债	1192	1661	1229	1554	所得税	60	56	76	100		
短期借款	0	982	411	636	净利润	614	506	680	896		
应付账款	79	39	50	65	少数股东损益	20	13	20	26		
其他	1113	640	768	853	归属于母公司净利润	594	493	660	870		
非流动负债	14	27	20	18	EBITDA	536	400	604	810		
长期借款	0	0	0	0	EPS(元)	0.73	0.60	0.81	1.07		
其他	14	27	20	18							
负债合计	1206	1688	1249	1572	主要财务比率						
少数股东权益	33	46	66	92	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E		
股本	628	816	816	816	成长能力						
资本公积	863	674	674	674	营业收入	36.0%	40.4%	32.1%	27.6%		
留存收益	1090	1206	1541	1975	营业利润	91.8%	-35.6%	40.5%	35.6%		
归属母公司股东权益	2581	2697	3032	3466	净利润	50.1%	-17.0%	34.0%	31.8%		
负债和股东权益	3820	4431	4346	5130	获利能力						
					毛利率	83.3%	82.6%	82.8%	82.8%		
					净利率	25.3%	15.0%	15.2%	15.7%		
现金流量表				单位:百万元		ROE	23.0%	18.3%	21.8%	25.1%	
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	50.3%	12.2%	19.4%	19.5%		
经营活动现金流	400	53	820	1119	偿债能力						
净利润	614	506	680	896	资产负债率	31.6%	38.1%	28.7%	30.7%		
折旧摊销	68	99	165	226	净负债比率						
财务费用	-11	-8	6	-4	流动比率	1.86	0.84	1.44	1.33		
投资损失	-244	0	-2	-5	速动比率	1.85	0.82	1.42	1.30		
营运资金变动	40	-599	-122	2	营运能力						
其它	-68	55	93	5	总资产周转率	0.68	0.80	1.00	1.18		
投资活动现金流	400	-1629	294	-673	应收账款周转率	6	6	7	7		
资本支出	260	888	-101	763	应付账款周转率	6.53	9.78	16.78	16.66		
长期投资	15	513	-247	-247	每股指标(元)						
其他	675	-228	-54	-157	每股收益	0.73	0.60	0.81	1.07		
筹资活动现金流	130	610	-902	-206	每股经营现金流	0.49	0.07	1.00	1.37		
短期借款	0	982	-572	226	每股净资产	3.16	3.30	3.71	4.25		
长期借款	0	0	0	0	估值比率						
普通股增加	161	188	0	0	P/E	26.33	31.72	23.67	17.97		
资本公积增加	-119	-188	0	0	P/B	6.06	5.80	5.16	4.51		
其他	88	-373	-331	-432	EV/EBITDA	19	25	17	12		
现金净增加额	539	-966	212	240							



华泰联合证券评级标准：

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入	股价超越基准 20%以上
增持	股价超越基准 10%-20%
中性	股价相对基准波动在±10% 之间
减持	股价弱于基准 10%-20%
卖出	股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持	行业股票指数超越基准
中性	行业股票指数基本与基准持平
减持	行业股票指数明显弱于基准

免责申明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码：518048
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhzq.com