



华泰联合证券
2010-11-30

华泰联合证券
信息技术及服务/计算机制造及服务

华泰联合证券
华泰联合证券

华泰联合证券
证券研究报告
公司研究 / 公告点评

用友软件 (600588)

增持/维持评级

股价: RMB23.73

分析师

关海燕

SAC 执业证书编号:s1000210010265

(0755)8212 5059

guanhy@lhzq.com

联系人

张熙

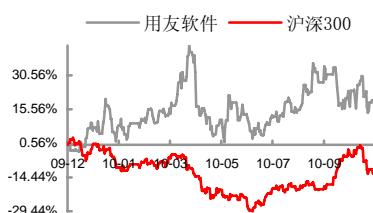
(021)5010 6026

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	816
流通 A 股 (百万股)	816
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	19,367

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

用友软件股权激励计划点评

- 2011 年 11 月 30 日, 用友软件公布其股权激励草案, 计划向公司高管及核心员工共计 1906 名激励对象授予 2448 份股票期权, 其中首次授予 2203.5 万份, 占公司总股本的 2.7%, 预留 244.8 万份, 占公司总股本的 0.3%。此次授予的股票期权行权价格为 25.16 元, 根据 B-S 模型, 其总成本为 1.29 亿元, 分四年摊销, 其中 2011 年成本约为 6300 万元。
- 行权的业绩条件主要包括 ROE 和净利润增长率两方面, 其中对 ROE 要求在 2011—2013 年不低于 12%, 同时 2011—2013 年扣非后净利润增长分别较 09 年增长 70%、120% 和 185%。参考公司历史上的相关财务指标, 我们认为这两项行权条件中, 对 ROE 的要求相对宽松 (公司自 05 年以来平均的净资产回报率在 16% 左右), 对净利润的增长要求则更为苛刻 (大概每年 30% 的利润增长, 包含股权激励成本), 结合中国管理软件市场发展的现状及公司的行业竞争地位, 我们对公司达到行权条件持乐观态度。
- 本次股权激励计划覆盖面较广, 所涉及的 1906 名核心人员占全公司总人数的 20%。软件公司最核心的资产是人, 我们认为及时、到位的股权激励计划有助于增强公司团队凝聚力和战斗力, 尤其是在公司刚进入新的发展阶段, 向行业控局者迈进的关键时期。
- 中国管理软件市场已经发展到新的阶段, 一方面下游客户需求日益升级, 开始结合自身特点向软件厂商提出诸多个性化服务; 另一方面管理软件厂商在平台、产品基本成熟之后, 开始向更多、更细化领域拓展新的行业应用。用友软件正是抓住这一时机, 一方面加大针对不同客户的售前咨询、规划, 增强自身的实施、交付能力, 同时又通过外延式的并购持续将细分行业龙头收至麾下, 开展新的行业应用。我们认为未来中国管理软件市场集中度将进一步提高, 用友软件与竞争对手的差距将进一步拉大。
- 我们依然维持对公司的盈利预测, 预计 2010—2012 年公司收入为 29.04 亿、36.93 亿和 47.07 亿元, 净利润为 4.05 亿、5.38 亿和 7.02 亿元, 每股收益为 0.50 元、0.66 元和 0.86 元, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 经济再次探底, 下游客户削减管理软件开支。

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2347.0	2904.0	3693.0	4707.0
(+/-%)	36.0	23.7	27.2	27.5
归属母公司净利润(百万元)	593.7	405.0	538.0	702.0
(+/-%)	51.7	-31.8	32.8	30.5
EPS(元)	0.73	0.50	0.66	0.86
P/E(倍)	32.6	38.6	29.0	22.3

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2215	1172	1616	1714	营业收入	2347	2904	3693	4707
现金	1625	581	805	941	营业成本	391	436	536	683
应收账款	511	393	600	529	营业税金及附加	63	70	89	113
其他应收款	39	48	53	68	营业费用	1050	1298	1643	2080
预付账款	2	3	3	4	管理费用	658	871	1101	1393
存货	12	17	18	26	财务费用	-11	-12	-9	-8
其他流动资产	3	130	137	146	资产减值损失	9	8	8	8
非流动资产	1604	2464	2048	3046	公允价值变动收	49	0	0	0
长期投资	57	51	60	70	投资净收益	244	7	9	10
固定资产	506	1188	552	1770	营业利润	479	240	334	447
无形资产	334	414	417	496	营业外收入	0	227	288	363
其他非流动资	0	0	1019	710	营业外支出	7	5	6	7
资产总计	3820	3635	3665	4760	利润总额	674	462	616	803
流动负债	1192	974	724	1452	所得税	60	46	62	80
短期借款	0	352	0	657	净利润	614	416	554	723
应付账款	79	29	36	46	少数股东损益	20	11	16	21
其他流动负债	5	592	687	749	归属母公司净利	594	405	538	702
非流动负债	14	27	20	18	EBITDA	468	326	460	634
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.73	0.50	0.66	0.86
其他非流动负	0	27	20	18					
负债合计	1206	1001	743	1470					
少数股东权益	33	44	60	81					
股本	628	816	816	816					
资本公积	863	674	674	674					
留存收益	1090	1118	1389	1736					
归属母公司股	2581	2609	2880	3227					
负债和股东权	3820	3653	3683	4778					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金	400	48	542	983	成长能力				
净利润	614	416	554	723	营业收入	36.0%	23.7%	27.2%	27.4%
折旧摊销	0	98	134	195	营业利润	94.9%	-49.9%	39.3%	33.7%
财务费用	-12	-12	-9	-8	归属母公司净利	51.7%	-31.8%	33.0%	30.4%
投资损失	-244	-7	-9	-10	获利能力				
营运资金变动	0	-495	-216	93	毛利率(%)	0.0%	85.0%	85.5%	85.5%
其他经营现金	656	48	87	-10	净利率(%)	25.3%	13.9%	14.6%	14.9%
投资活动现金	8	-1075	292	-1156	ROE(%)	23.0%	15.5%	18.7%	21.8%
资本支出	260	875	-341	1015	ROIC(%)	15.8%	9.9%	16.2%	15.1%
长期投资	-145	-2	10	10	偿债能力				
其他投资现金	0	-202	-38	-130	资产负债率(%)	31.6%	27.4%	20.2%	30.8%
筹资活动现金	130	-17	-611	309	净负债比率(%)	98.85	0.00%	0.00%	0.00%
短期借款	0	352	-352	657	流动比率	1.86	1.20	2.23	1.18
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.85	1.19	2.21	1.16
普通股增加	161	188	0	0	营运能力				
资本公积增加	-123	-188	0	0	总资产周转率	0.68	0.78	1.01	1.12
其他筹资现金	92	-369	-259	-348	应收账款周转率	6	6	7	7
现金净增加额	539	-1044	224	136	应付账款周转率	6.53	8.07	16.36	16.63

数据来源：华泰联合证券研究所



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@mail.hthsc.com.cn

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@mail.hthsc.com.cn