



2009年9月30日

软件及服务

研究部

赵苏  
分析员  
zhaosu@cicc.com.cn

推荐

## 用友软件(600588.CH)

### 授出最后一批激励股权，等待市场下调买入

#### 主要财务信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	1,113.6	1,356.9	1,725.6	2,099.3	2,569.4
(+/-%)	11.3%	21.8%	27.2%	21.7%	22.4%
经营性营业利润 (剔除投资收益及激励成本)	56.5	131.2	160.0	107.1	239.7
(+/-%)	20.0%	132.3%	22.0%	-33.1%	124.0%
①净利润	171.7	360.5	395.4	528.0	445.8
每股收益 (元)	0.28	0.59	0.65	0.87	0.73
(+/-%)	73.8%	109.9%	9.7%	33.5%	-15.6%
②经营性净利润 (剔除投资收益及激励成本)	131.5	224.9	272.1	272.3	427.6
经营性每股收益 (元)	0.22	0.37	0.45	0.45	0.70
(+/-%)	33.1%	71.1%	21.0%	0.1%	57.0%
经营性市盈率 (不含净现金*, 倍)	79.6	46.5	38.5	38.4	24.5
净资产收益率 (%)	10.5%	9.9%	13.9%	11.5%	14.1%
投入资本回报率 (%)	9.7%	9.1%	12.6%	9.9%	13.4%

#### 股票信息

A股	
股票代码	600588.CH
当前股价	人民币19.06
日成交量 (百万股)	3.047
52周最高价/最低价	Rmb22.76/12.54
总市值 (百万元)	11,563
发行股数 (百万股)	607
其中: 流通股 (百万股)	248
主要股东 (持股比例)	北京用友科技有限公司 (30.08%)

#### 最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
600588.CH	-4.75	+1.17	-1.45	+12.63
SHASHR index	-4.94	-3.71	-7.46	+51.20
Software	-6.08	+0.02	+0.03	+61.73

#### 最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

#### 近来事件

10/20/2009 09年第一届临时股东大会

#### 公司近况:

公司公告授出06年股权激励计划中最后部分,包括2009年度激励股份及部分预留激励股份,授予价分别为前30个交易日收盘均价的50%和前20个交易日收盘均价的75%,即9.6元和14.63元(图1)。

#### 评论:

我们对完成本次股权激励看法相对正面:

- 本次股权激励授出后,公司06年推出的股权激励计划将全部完成,使公司管理层和核心技术人员利益一致,有望推动公司业绩的长期持续成长;
- 公司认为本次股权激励对当年费用的影响应该较小。公司将根据 Black-Scholes 模型计算激励股权费用,并与会计师和税务相关部门协调。
- 尽管经我们计算,本次股权激励新股授出后,将对现有股东每股收益产生3.55%的摊薄。

#### 估值与建议:

在公司最终完成激励股份的授出前,我们维持现有总股本和盈利预测,即2009年和2010年经营性每股收益为0.45元和0.7元,剔除净现金市盈率分别为38.4倍和24.5倍,2010年较可比公司溢价9.8%,但我们认为用友作为国内软件行业领军企业,有理由享有这一溢价。

从投资时点上看,目前市场尚未清晰认识用友下半年加大投入带来的费用影响,3季报中可能有所体现,导致09年市场盈利预期的下调。但我们认为市场下调公司09年盈利时就是最好的买入时点,之后市场将更为关注公司2010年后的高成长。维持“推荐”的投资评级。

图表 1: 股权激励授出股权详情

公告日期	2006年激励计划 2006年12月2日	2007年授予 2007年8月6日	2008年授予 2008年9月27日	本次授予 2009年9月29日
激励股权(千股)	29,203	17,522	5,841	5,841
占激励前总股本	5%	3%	1%	1%
行权价(元)		7.19	10.43	9.60
除权后				
预留股份(千股)	17,522	0	1,040	16,482
占激励前总股本	3%	0%	0.18%	2.82%
行权价(元)			12.50	14.63
共计(千股)	46,725	17,522	6,881	22,323
对当时总股本摊薄	7.41%	2.91%	1.13%	<b>3.55%</b>

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 盈利预测

(百万人民币)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	07 vs. 06	08 vs. 07	09 vs. 08	10 vs. 09
主营业务收入	1,113.6	1,356.9	1,725.6	2,099.3	2,569.4	21.8%	27.2%	21.7%	22.4%
主营业务成本	(110.7)	(150.8)	(212.3)	(268.4)	(346.1)	36.2%	40.8%	26.4%	29.0%
毛利率	90.1%	88.9%	87.7%	87.2%	86.5%	-1.2%	-1.2%	-0.5%	-0.7%
主营业务税金及附加	(26.9)	(35.6)	(48.0)	(42.0)	(51.4)	32.4%	34.7%	-12.6%	22.4%
主营业务利润	975.9	1,170.4	1,465.3	1,789.0	2,171.9	19.9%	25.2%	22.1%	21.4%
费用	(919.5)	(1,045.9)	(1,343.3)	(1,682.0)	(1,932.2)	13.8%	28.4%	25.2%	14.9%
费用率	82.6%	77.1%	77.8%	80.1%	75.2%	-5.5%	0.8%	2.3%	-4.9%
营业费用	(530.8)	(606.7)	(778.9)	(980.7)	(1,167.8)	14.3%	28.4%	25.9%	19.1%
营业费用率	47.7%	44.7%	45.1%	46.7%	45.5%	-3.0%	0.4%	1.6%	-1.3%
管理费用	(383.5)	(440.8)	(565.7)	(703.8)	(769.6)	14.9%	28.3%	24.4%	9.3%
管理费用率	34.4%	32.5%	32.8%	33.5%	30.0%	-2.0%	0.3%	0.7%	-3.6%
财务费用	6.1	5.9	8.3	13.1	18.1	-4.0%	40.4%	57.8%	38.1%
财务费用率	-0.6%	-0.4%	-0.5%	-0.6%	-0.7%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	(11.3)	(4.3)	(7.0)	(10.5)	(12.8)	-61.6%	61.8%	49.9%	22.4%
减值损失率	1.0%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	-0.7%	0.1%	0.1%	0.0%
公允价值变动	2.9	43.6	(76.5)	-	-	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
投资收益	39.9	108.2	204.3	290.0	20.0	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
营业利润	99.3	276.3	249.9	397.1	259.7	178.3%	-9.6%	58.9%	-34.6%
营业利润率	8.9%	20.4%	14.5%	18.9%	10.1%	11.4%	-5.9%	4.4%	-8.8%
税前利润	187.5	387.8	468.1	600.4	509.0	106.9%	20.7%	28.3%	-15.2%
所得税	(17.0)	(28.1)	(60.3)	(60.0)	(50.9)	65.5%	114.2%	-0.4%	-15.2%
有效税率	9.1%	7.3%	12.9%	10.0%	10.0%	-1.8%	5.6%	-2.9%	0.0%
少数股东损益	1.3	0.8	(12.3)	(12.3)	(12.3)	-35.9%	n.m.	0.0%	0.0%
净利润	171.7	360.5	395.4	528.0	445.8	109.9%	9.7%	33.5%	-15.6%
净利率	15.4%	26.6%	22.9%	25.2%	17.3%	11.1%	-3.7%	2.2%	-7.8%
每股收益(元)	0.28	0.59	0.65	0.87	0.73	109.9%	9.7%	33.5%	-15.6%

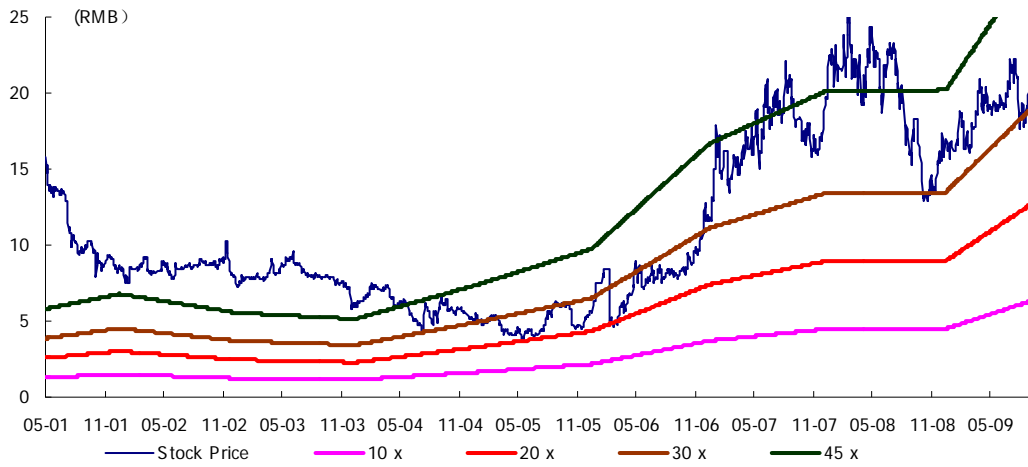
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 可比公司估值

	股价	总市值 (百万元)	销售规模 (百万元)	市盈率				利润增长率	PEG
	2009-9-29	2009-9-29	2008A	2007A	2008A	2009E	2010E	FY10/FY08	2010E
<b>A股可比公司</b>									
<b>软件产品及行业应用</b>									
用友软件	CNY 19.06	11,563	1,726	32.1x	29.2x	21.9x	25.9x	6.2%	3.5x
用友软件 (经常性,剔除净现金)	CNY 17.26	11,563	1,726	46.5x	38.5x	38.4x	24.5x	25.4%	1.5x
航天信息	CNY 15.78	14,571	5,931	31.0x	26.3x	22.6x	18.9x	17.9%	1.3x
怡亚通	CNY 14.40	5,338	2,873	65.4x	35.5x	28.8x	23.0x	24.1%	1.2x
石基信息	CNY 29.76	6,666	443	65.8x	46.9x	32.8x	25.4x	35.8%	0.9x
国电南瑞	CNY 37.89	9,664	1,107	67.9x	77.1x	47.4x	37.8x	42.9%	1.1x
宝信软件	CNY 23.45	4,933	2,147	44.9x	33.9x	27.3x	21.9x	24.5%	1.1x
青岛软控	CNY 15.30	7,572	912	35.0x	22.5x	17.0x	13.4x	29.7%	0.6x
亿阳信通	CNY 12.22	4,301	854	34.4x	58.3x	17.8x	20.9x	67.2%	0.3x
新大陆软件	CNY 11.20	5,067	1,018	58.9x	146.5x	64.4x	24.2x	145.8%	0.4x
恒生电子	CNY 13.84	6,166	669	48.8x	43.6x	31.8x	61.0x	-15.5%	-2.1
远光软件	CNY 12.98	2,566	214	46.2x	34.7x	27.8x	22.7x	23.7%	1.2x
延华智能	CNY 12.00	960	215	38.7x	73.4x	55.9x	43.9x	29.3%	1.9x
<b>中值</b>				<b>44.9x</b>	<b>35.1x</b>	<b>28.3x</b>	<b>22.3x</b>	<b>24.9%</b>	<b>1.1x</b>
<b>系统集成</b>									
华胜天成	CNY 10.64	4,905	2,945	27.5x	24.3x	23.0x	19.9x	10.3%	2.2x
东华软件	CNY 17.00	7,242	1,159	76.4x	40.8x	29.5x	22.2x	35.4%	0.8x
太工天成	CNY 18.99	2,974	542	76.8x	-	-	-	-	-
中国软件	CNY 17.92	2,891	2,241	44.6x	41.9x	37.5x	32.8x	12.9%	2.9x
<b>中值</b>				<b>60.5x</b>	<b>40.8x</b>	<b>29.5x</b>	<b>22.2x</b>	<b>12.9%</b>	<b>2.2x</b>
<b>A股可比公司中值</b>				<b>45.6x</b>	<b>38.1x</b>	<b>29.2x</b>	<b>22.4x</b>	<b>24.9%</b>	<b>1.1x</b>
<b>港股可比公司</b>									
<b>软件产品及行业应用</b>									
中国航信	HKD 5.77	9,030	1,767	16.0x	18.0x	15.3x	14.0x	13.5%	1.1x
金碟国际	HKD 1.30	2,345	771	16.9x	12.7x	11.4x	10.7x	8.9%	1.3x
金蝶国际(经常性)	HKD 1.30	2,345	771	16.9x	16.0x	16.7x	13.6x	8.4%	2.0x
中讯软件	HKD 0.85	835	580	8.2x	7.3x	7.6x	6.7x	4.6%	1.7x
中软国际	HKD 0.80	712	866	7.8x	13.1x	-	15.2x	-7.3%	-
<b>港股可比公司中值</b>				<b>12.1x</b>	<b>12.9x</b>	<b>11.4x</b>	<b>12.4x</b>	<b>6.7%</b>	<b>1.3x</b>
<b>国际可比公司</b>									
<b>软件产品</b>									
Microsoft	USD 25.83	1,571,562	412,551	17.9x	13.6x	15.3x	15.3x	-5.8%	-2.6
Symantec	USD 15.97	88,817	40,111	38.0x	30.1x	10.4x	11.2x	64.0%	0.2x
Adobe	USD 32.93	118,045	24,444	26.6x	20.3x	21.6x	19.2x	3.0%	7.3x
<b>中值</b>				<b>26.6x</b>	<b>20.3x</b>	<b>15.3x</b>	<b>15.3x</b>	<b>3.0%</b>	<b>0.2x</b>
<b>解决方案</b>									
Sage	GBP 225.30	32,027	14,032	19.0x	17.7x	13.7x	13.1x	16.2%	0.8x
Oracle	USD 21.17	724,653	153,153	25.5x	19.6x	14.9x	13.9x	18.9%	0.8x
SAP	USD 48.78	408,335	115,009	22.6x	21.5x	31.9x	26.7x	-10.3%	-3.1
<b>中值</b>				<b>24.0x</b>	<b>20.5x</b>	<b>19.2x</b>	<b>17.3x</b>	<b>17.6%</b>	<b>0.7x</b>
<b>国际可比公司中值</b>				<b>25.5x</b>	<b>20.3x</b>	<b>15.3x</b>	<b>15.3x</b>	<b>16.2%</b>	<b>0.6x</b>

资料来源: Wind, Bloomberg, 中金公司研究部

图表 4：历史市盈率区间



资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 北京

**中国国际金融有限公司**  
北京市建国门外大街1号  
国贸大厦2座28层  
邮编: 100004  
电话: (8610) 6505-1166  
传真: (8610) 6505-1156

## 上海

**中国国际金融有限公司上海分公司**  
上海市陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (8621) 5879-6226  
传真: (8621) 5888-8976

## 香港

**中国国际金融香港证券有限公司**  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## 香港

**中国国际金融香港资产管理有限公司**  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## 新加坡

**中国国际金融(新加坡)有限公司**  
新加坡百得利路6号39层4号  
邮编: 049909  
电话: (65) 6572-1999  
传真: (65) 6327-1278

## 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (8610) 8567-9238  
传真: (8610) 8567-9235

## 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B  
邮编: 200020  
电话: (8621) 6386-1195  
传真: (8621) 6386-1180

## 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼107、201  
邮编: 518048  
电话: (86755) 8832-2388  
传真: (86755) 8254-8243

## 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城  
欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86571) 8849-8000  
传真: (86571) 8735-7743

## 南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号  
绿地广场2层  
邮编: 210008  
电话: (8625) 8316-8988  
传真: (8625) 8316-8397

## 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (8620) 8396-3968  
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。