

申银万国发布投资研究报告，评级: 中性。

前三季度实现收入24.6亿元，净利润318万元，分别同比增长9.8%和-96.5%。每股收益 0.003 元。收入较我们的预期低约 2 亿元，净利润较预期低约 1.3亿元，可见收入低于预期解释实际业绩与预期的差异。

在三季报中公司对第三季度出现亏损的解释是受国内宏观经济环境的影响，历年第三季度业绩较低，以及加强分销使业务结构发生变化。金蝶国际的经营情况也反映今年严峻的经济形势使中小企业的 IT 投资不容乐观。显然上半年用友软件低端产品线收入同比增长17.7%并没有真正反映中小企业的经营压力。

第三季度实际的营业成本、税金、销售和管理费用与我们的预期基本一致。人力成本以及与人力相关的费用在各个季度间的分配较为规律。与制造企业不同，软件企业已经发生的成本和费用不能因为收入未实现而归集为存货，因此收入的波动对利润的影响更大。

从今年半年末开始，用友软件的有息负债已经超过货币资金。从 2009 年开始公司的财务杠杆不断上升，财务费用也在不断上升。用友软件从今年第三季度开始将部分开发支出资本化，本期资本化金额为 1873 万元。第三季度末应收账款较半年末减少4464万元，显示公司已经注意到需要控制应收款的膨胀。

未来制约用友软件成长性的因素是中小企业的经营状况、公司是否能够尽快优化业务结构以及公司的资产负债表。

我们预计第四季度收入同比增长30%，但是当前的经济环境中这一预测是否能达成我们并不乐观。预计2012、13 和14 年收入分别为49、58和 68亿元，净利润分别为 6.2、7.7和 9.4亿元，每股收益分别为0.63、0.79 和 0.96 元。调低评级为“中性”，以反映较差的市场需求和转型压力。