

远光软件

002063

中性/ 首次评级

股 价	2009/08/01
RMB17.00	

基础数据

总股本（百万股）	198
流通 A 股（百万股）	122
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）	2076

财务数据

市净率 (X)	7.98
TRACING P/E (X)*	43.87
EPS（元）	0.12
股息率（%）	0.00

*最近四季盈利计算。

相关研究

专业的电力管理信息化厂商

经营预测与估值	2008A	2009H1	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	213.9	102.6	276.6	357.5	451.1
(+/-%)	37.6	17.2	29.3	29.2	26.2
归属母公司净利润(百万元)	74.0	23.6	88.8	112.2	140.3
(+/-%)	33.3	12.3	20.0	26.3	25.1
EPS(元)	0.37	0.12	0.45	0.57	0.71
P/E(倍)	45.4	142.3	37.8	29.9	23.9

- 远光软件主要为电力行业提供通用基础财务软件、定制管理软件、技术服务和系统集成服务。2008 年来自电力行业的收入占全部收入 98.9%。
- 电力信息化包括生产自动化和管理信息化。有第三方研究估计生产自动化和管理信息自动化的投资比重约为 8:2。电力管理信息化的发展趋势是财务业务一体化，对大型、成熟的软件厂商有利。
- 在远光软件的 2008 年收入中，通用基础财务软件占 36.3%，定制管理软件 FMIS 占 54.7%。通用软件市场占有率高，但是仍然有发展空间，需求来自产品更新和农网等新市场。定制管理软件符合电力行业管理信息化的趋势，国网集团财务管控、南网二期以及发电侧市场在未来推动收入增长。
- 远光软件 2008 年的净资产收益率为 18.6%，在可比公司居前，主要得益于较高的净利润率。杜邦分析显示远光软件是一家较为典型的面向特定行业应用，软件业务比重比较高的软件开发商。它的优势是利润率较高，收入和盈利能力的可预见性强；它的弱点是客户单一，长期发展空间有限。
- 预计 2009、2010 和 2011 年远光软件实现收入 2.8、3.6 和 4.5 亿元，净利润分别为 0.89、1.1 和 1.4 亿元，每股收益分别为 0.45、0.57 和 0.71 元。
- DCF 模型显示公司的每股价值为 11.83 元，对应 09 年的市盈率约为 31 倍。市场价格较内在价值高 24.9%，但是目前的环境中软件公司确定性增长有价值。首次评级为“中性”。

最近 52 周股价表现

分 析 师
 龚浩
 +21-50106003
 gonghao@lhqz.com

专注于电力行业财务管理信息化

远光软件主要为电力行业提供通用基础财务软件、定制管理软件、技术服务和系统集成服务。2008 年来自电力行业的收入占全部收入 98.9%。

通用基础财务软件的功能是输入记账凭证、完成按科目的会计核算和某些辅助核算、输出账页、输出报表。远光软件的通用软件产品还包括报表、实时信息查询和管理门户系统等。根据招股说明书披露，全国电网系统（除五个省以外）的县级以上的电力公司以及除华能集团以外的四大发电集团的发电厂大部分是远光通用基础财务软件的用户。两大电网公司县级以下的乡、镇供电所、电力关联企业以及农网是通用基础财务软件的潜在用户。

远光软件于 2001 年推出 FMIS 软件。FMIS 不再是财务部门的局部应用，而是以财务管理为核心，集财务和业务于一体。根据招股说明书披露，FMIS 包括预算管理、财务管理、项目管理、物料管理和商业智能等模块。FMIS 已在电网系统的 25 个区域和省级公司应用。

表 1 远光软件分业务收入				百万元
	2005	2006	2007	2008
FMIS	51.6	63.9	59.2	116.9
新纪元	38.4	51.3	66.8	77.7
其他软件	6.1	5.4	21.8	11.4
系统集成	6.0	4.2	7.6	7.9

数据来源：广东远光软件股份有限公司

表 1 显示，2005-2008 年 FMIS 的收入年均增长 31.3%，通用基础财务软件（新纪元）的收入年均增长 26.5%。电力行业的财务信息化趋势决定 FMIS 在业务收入中占的比重还将继续提高。

电力行业的产、供、销相对简单——产品（电能）和主要原料（煤炭）都非市场化定价，而且产成品（电能）不能储存。另一方面，电力行业的资本开支巨大，流动资金也很庞大，财务管理是企业资源管理的核心问题。

远光软件的基础财务软件帮助电力企业在会计核算环节摆脱人工记账。之后电力行业财务信息化的趋势是数据集中，通过计算机进行企业资源规划（如预算管理、资金管理）并提供决策支持。远光软件的 FMIS 满足这种需求。用户需求的复杂程度决定 FMIS 的市场空间数倍于基础财务软件，而且财务、业务一体化的产品是软件供应商与用户的关系更加密切。

远光软件从 2003 年开始投入研发针对电力行业的资产全生命周期管理（EAM）软件。

远光软件目前的产品和解决方案覆盖电力行业的财务管理、资源计划管理和资产管理等领域。

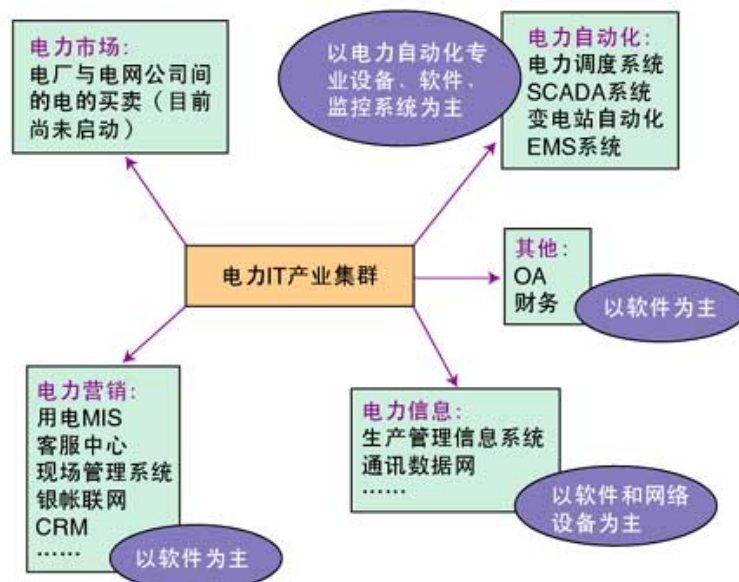
电力行业管理信息化进入新阶段

整合应用和集团管控是大势所趋

根据赛迪顾问的统计,2008年我国电力行业的IT投资规模约为120亿元,比2007年增长15%左右。在电力行业的信息化投资中,硬件投入约占60%,软件和服务约占40%。

电力信息化包括生产自动化和管理信息化(见图1)。由于电力生产强调安全性和稳定性,一直以来电力行业更加偏重信息技术在生产过程中的应用。有第三方研究估计生产自动化和管理信息自动化的投资比重约为8:2。管理信息化领域的进入门槛较低,市场集中度低。

图1 电力行业IT应用



数据来源：计算机产品与流通¹，2003/10

电力行业信息化过程中存在的问题是重生产、轻管理，而且标准不统一。过去电力行业体制变化频繁，而且较长时期内产能不足。因此，信息化规划自下而上，信息系统千差万别，没有采用统一的信息编码，形成信息孤岛；对电力的产、输、配、售环节的过程监控有余，对管理决策支持不足。

第三方研究机构凯捷集团指出从2006年开始发电企业高度认同业务和财务一体化，即财务信息必须源于电厂的设备管理、运营管理和物流管理等各业务部门实时产生的真实数据²。电网企业也有相似需求。这可以解释为什么远光软件的FMIS产品在上市以后面临较大的市场需求。

未来的电力行业ERP系统不仅包括财务管理，还会包括设备管理、资产管理和运营管理（即应用整合）。

¹ 米久言，IT降服“电老虎”：行业赢家系列报道之电力，计算机产品与流通，2003/10/14

² 艾小洋，2008：中国电力信息化的梦与痛，2008/4/8，

<http://www.amteam.org/k/CIO/2008-4/610189.html>，最后访问2009/7/11

目前国内的发电市场已经相对饱和，未来电源投资偏重结构调整（加大核电、风电和可再生能源比重）。在相对饱和的市场中，发电企业的扩张将在很大程度上通过并购实现，并因此从面向区域市场转变为面向全国市场，对发电企业的管理是重大挑战。发电企业不能再将单一电厂作为一个管理单位，而是要引入区域运营管理的模式，在一个区域内的多个电厂组成一个运营中心。这意味着管理模式的变化。

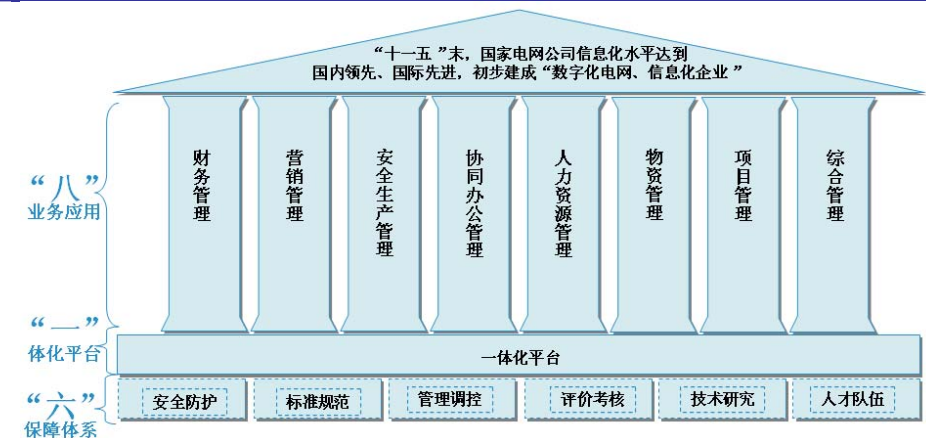
加强集团管控使电网公司和发电集团在挑选管理软件供应商时倾向于选择大型、成熟供应商，提高了这一领域的进入门槛，使远光软件面临较好的发展机会。

远光软件分食 SG186 蛋糕

国家电网的 SG186 项目体现了电力行业信息化的新特点——标准化、集成、共享和集团管控。

国家电网于 2006 年提出在全系统实施“SG186”的规划（见图 2）。1 是指一体化企业级信息集成平台，建立企业全局数据字典，实现数据共享。8 是指财务、营销、安全生产、协同办公、人力资源、物资、项目和综合管理等八大应用，基本涵盖电网公司的主要业务和工作。6 是指信息化安全防护、标准规范、管理调控、评价考核、技术研究和人才队伍等信息化保障体系。

图 2 国网 SG186 项目示意图



数据来源：国家电网

SAP 是 SG186 的主要软件供应商之一，提供的模块包括财务、物资、资产设备、项目、人力资源管理等。远光软件获得了集团财务管控模块的订单。东软和朗新等公司提供营销管理模块。

根据规划，SG186 工程分为三个阶段。2006 - 2007 年，开展平台及业务应用典型设计，统一咨询，试点先行，分步推广，实现初步集成；2008 - 2009 年，全面完成业务应用的推广，并基本实现全面集成；第三步，2010 年，进一步完善提高。

根据媒体报道，SAP 中标部分的软件和服务报价在 18 亿元以上。

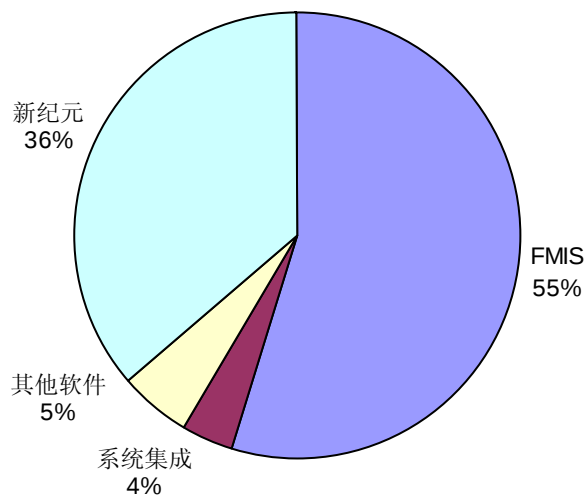
国网公司对 IT 应用统一规划和集中管理之后，远光软件除集团财务管控之外的软件产品和服务暂时无法在国网公司推广，这是负面因素。正面因素是之前国网公司的下属公司自行决定 IT 采购，而现在远光软件可以向整个国网公司推广其集团

财务管控模块。我们估计这一市场的规模约为 1 亿元。

大型管理软件是发展重点

2008 年远光软件的收入为 2.1 亿元，其中定制管理软件 FMIS 占 54.7%，通用基础财务软件远光新纪元占 36.3%（见图 3）。FMIS 和新纪元是公司的主要收入来源。

图 3 远光软件 2008 年收入结构



数据来源：广东远光软件股份有限公司

通用基础财务软件还有发展空间

在远光新世纪项下统计的包括财务核算、工程、物料、电费归集和财务信息实时查询工具等软件。

招股说明书披露，公司的财务软件在电力行业的市场占有率达到 80% 以上，全国电网系统（除五个省以外）的县级以上电力公司以及除华能集团以外的四大发电集团的发电厂大部分是远光通用基础财务软件的用户。我们曾经担心通用基础财务软件的发展空间有限。2005 年至 2008 年，此项业务的收入年均增长 26.5%。推动收入增长的是软件升级需求以及新开拓的市场。2008 年公司开拓农网市场的效果显著，农网客户主要使用基础软件产品。

据了解，在国网公司完成 SG186 工程之后，基层电力公司仍然会使用 and 更新远光软件的基础软件产品。我们预计，未来三年内通用基础软件的收入还能保持 25% 左右的增长速度。

大型管理软件是发展重点

电力行业的产、供、销基本上是非市场化的，而且同时完成，资本开支和日常经营需要大量资金，因此电力行业资源配置的重点是资金和资产管理。电力行业特有的业务，如全面预算、电费、燃料和工程等也使电力行业管理软件与一般管理软件不同。

电力公司的财务管理信息化从工资管理、固定资产管理和燃料管理等单项应用开

始，逐步实现核算系统信息化。现在国家电网和南方电网的信息化重点是集中核算与企业资源规划信息化。

远光软件的 FMIS 是一个面向电力行业，以财务管理为核心，集财务和业务于一体的大型管理软件，包括预算管理、财务管理、项目管理、燃料管理、电力营销、人力资源等模块。

以远光软件 2002 年在河南电力实施的电力 ERP 项目为例。IBM 为该项目提供实施咨询和技术支持。实施范围包括省公司、市供电局、电厂，覆盖了电力的产、供、销全过程。省公司主管全省电力调度、资金筹集和拨付以及人事；市供电局收取电费并建设、维护输变电设备；燃料是发电企业的主要成本。因此，河南电力 ERP 解决方案包括以应收应付、工程、购电费、资产和筹资管理等模块。

FMIS 从 2001 年开始推广，典型客户包括东北电力、福建电力和河南电力等国家电网下属省级电力公司。在国家电网实施 SG186 工程后，远光软件获得集团财务管控系统的订单。集团财务管控以紧耦合的方式完善 SAP 所提供套件的基本财务应用功能，包括核算信息反映、报表管理、预算编制、稽核评价、综合管理、产权管理和资金监控等模块。2009 年集团财务管控系统进入推广阶段。我们预计这个市场约有 1 亿元规模，分两年实施。

FMIS 一期已经在南方电网五省市、县全面应用，2009 年起开始二期。未来公司还将加大在发电侧推广 FMIS。

FMIS 产品需要一部分定制，而且项目范围较大，因此实施周期比较长。跨年项目使收入确认不均匀。表 1 显示各 2005 年至 2007 年 FMIS 的收入没有显著增长，而 2008 年较上年增长 97.5%。在建项目完成验收使 2008 年收入增长非常快。

2005 年至 2008 年 FMIS 的收入年均增长 31.3%。未来需求来自国网集团财务管控、南网 FMIS 二期以及发电侧。我们预计今后三年内此项业务的收入年均增长 30% 左右。

财务特点显示远光软件是一家面向特定行业的软件厂商

新纪元是基础财务软件，产品化程度高，因此毛利率达 90% 以上（见表 2）。FMIS 的实施周期较长，而且有一部分定制工作，因此毛利率略低³。

表 2 远光软件分业务毛利率

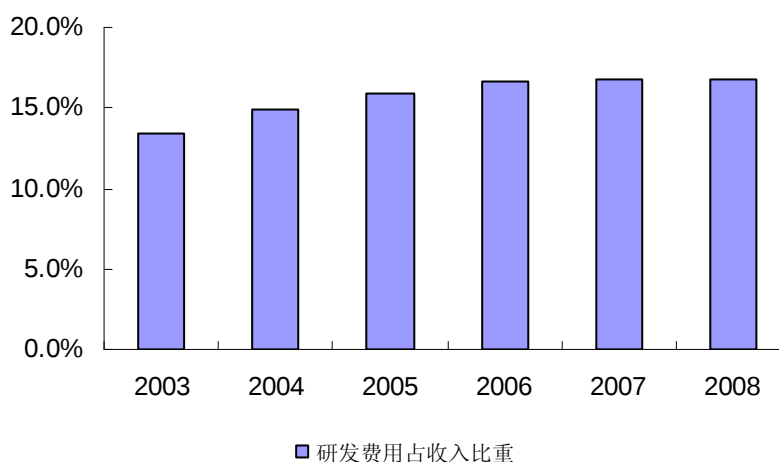
	2006	2007	2008
FMIS	60.1%	63.7%	67.5%
新纪元	96.4%	94.8%	98.0%
其他软件	96.7%	94.1%	95.7%
软硬件系统集成	19.3%	12.5%	25.9%

数据来源：广东远光软件股份有限公司

上市以后远光软件的研发投入稳定，研发费用占收入 16% 以上（见图 4）

³ 通用软件的成本仅为光盘、说明书等。定制软件的成本包括实施人员的直接费用。

图4 远光软件历年研发费用占收入比重



数据来源：广东远光软件股份有限公司

远光软件 2008 年的净资产收益率为 18.6%，在可比公司中处于领先地位（见表 3）。从表 3 可见，远光软件较高的净资产收益率主要受益于很高的净利润率。2008 年公司的净利润率为 34.7%，比位居其后的川大智胜高 9.5%。

软件业务在收入所占比重与净利润率呈正相关。表 3 中净利润率较高的远光软件、用友软件和恒生电子的软件业务收入分别占全部收入 96%、100%和 62%。

软件研发费用是软件公司的最重要开支，归集于管理费用。软件业务的比重越高、软件的产品化程度越高的公司管理费用率越高。远光软件、用友软件和恒生软件的管理费用率在可比公司中较高。

营业费用率反映软件公司的业务模式。面向行业客户的软件业务一般采用直销方式，营业费用较低；面向多行业的产品软件开发商的营业费用率较高；系统集成业务比重较高的厂商的营业费用率较低。远光软件和恒生电子都面向行业客户，营业费用率相当，大大低于产品线较长的用友软件。

表3 典型软件上市公司 2008 年杜邦分析

证券简称	ROE	净利润率	总资产周转率	权益乘数	营业费用率	管理费用率
恒生电子	21.2%	19.8%	0.7	1.4	15.5%	30.0%
用友软件	18.9%	23.6%	0.6	1.5	45.1%	32.8%
远光软件	18.6%	34.7%	0.5	1.1	16.0%	30.9%
东华软件	16.4%	15.3%	0.8	1.7	3.1%	5.9%
华胜天成	14.4%	6.9%	1.1	1.9	8.6%	2.2%
东软集团	14.4%	12.7%	0.9	1.5	7.7%	13.9%
卫士通	9.5%	18.9%	0.6	1.2	22.6%	29.5%
南天信息	9.5%	5.6%	1.1	1.8	5.6%	7.3%
川大智胜	8.0%	25.2%	0.3	1.2	5.3%	11.7%

数据来源：万得资讯

相比系统集成业务，软件业务的收入较低，因此远光软件的总资产周转率较低。软件业务的现金流充沛，因此公司的权益乘数较低，财务风险小。

总之，杜邦分析显示远光软件是一家较为典型的面向特定行业应用，软件业务比重比较高的软件开发商。它的优势是利润率较高，收入和盈利能力的可预见性强；

它的弱点是客户单一，长期发展空间有限。

盈利预测和估值

国网和南网公司对管理信息化的重视度越来越高，我们预计通用基础软件新纪元的收入在未来三年内年均增长 25% 左右，FMIS 的收入年均增长 30% 左右。

国网和南网的多数省级公司已经采用远光的财务软件和 ERP 软件，竞争对手很难进入这一领域，公司的利润率有保证。我们判断未来利润率不会显著下滑。预计 09、10 和 11 年的毛利率分别为 75.2%、77.5% 和 77.7%。而 2008 年为 78.5%。

随着收入增长和产品成熟，营业费用和管理费用占收入的比重会逐步下降。预计营业费用率从 2008 年的 16.0% 逐步下降至 2011 年的 15.8%；管理费用率从 30.9% 下降至 30.0%。

我们预计 2009、2010 和 2011 年远光软件实现收入 2.8、3.6 和 4.5 亿元，净利润分别为 0.89、1.1 和 1.4 亿元，每股收益分别为 0.45、0.57 和 0.71 元。

现金流贴现模型显示（见表 3），远光软件的每股价值约为 11.83 元，对应 09 年的市盈率约为 31 倍。较高的市盈率源自较低的资本开支和较高的利润率。

表 4 远光软件 DCF 估值核心假设条件

2008-2018 年收入复合增长率	16.0%
2009-2018 年平均 EBIT/Sales	25.7%
2009-2018 年资本开支占收入比重	10.0%
2009-2018 年新增流动资金占新增收入比重	10.4%
WACC	8%
永续增长率	2%

数据来源：联合证券研究所

目前股价高于内在价值 24.9%。当前计算机应用板块 2009 年市盈率相对沪深 300 指数的溢价为 30.9%，处于较低水平。在目前的市场环境中，软件企业的确定性增长有价值。首次评级为“中性”。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	313	435	562	720	营业收入	214	277	357	451
现金	206	305	416	555	营业成本	46	61	81	101
应收账款	37	57	71	89	营业税金及附加	4	5	6	8
其他应收款	4	5	7	9	营业费用	34	44	56	71
预付账款	1	2	2	3	管理费用	66	86	111	140
存货	0	0	0	0	财务费用	-2	-3	-4	-5
其他流动资产	65	65	65	65	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	124	115	110	102	公允价值变动收益	-3	0	0	0
长期投资	74	70	72	71	投资净收益	13	8	8	8
固定资产	46	39	33	27	营业利润	75	90	114	144
无形资产	3	3	3	3	营业外收入	7	8	9	11
其他非流动资产	1	2	2	2	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	437	549	672	822	利润总额	81	98	123	154
流动负债	35	59	69	78	所得税	7	8	10	13
短期借款	0	0	0	0	净利润	74	89	113	141
应付账款	5	9	10	13	少数股东损益	0	0	1	1
其他流动负债	30	51	58	65	归属母公司净利润	74	89	112	140
非流动负债	4	2	3	3	EBITDA	81	94	118	146
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.67	0.45	0.57	0.71
其他非流动负债	4	2	3	3					
负债合计	39	61	71	81	主要财务比率				
少数股东权益	1	1	2	3	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	110	198	198	198	成长能力				
资本公积	119	31	31	31	营业收入	37.6%	29.3%	29.2%	26.2%
留存收益	169	258	370	510	营业利润	35.2%	19.7%	27.0%	26.2%
归属母公司股东权益	397	486	598	739	归属于母公司净利润	33.3%	20.0%	26.3%	25.1%
负债和股东权益	437	549	672	822	获利能力				
					毛利率(%)	78.5%	77.8%	77.5%	77.7%
					净利率(%)	34.6%	32.1%	31.4%	31.1%
					ROE(%)	18.6%	18.3%	18.7%	19.0%
					ROIC(%)	120.2%	166.1%	208.8%	244.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	8.9%	11.2%	10.6%	9.9%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	9.04	7.36	8.18	9.24
					速动比率	9.04	7.36	8.18	9.24
					营运能力				
					总资产周转率	0.51	0.56	0.59	0.60
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	9.53	9.13	8.48	8.73
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.37	0.45	0.57	0.71
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.43	0.52	0.63
					每股净资产(最新摊薄)	2.01	2.46	3.03	3.74
					估值比率				
					P/E	45.41	37.83	29.95	23.95
					P/B	8.46	6.91	5.62	4.55
					EV/EBITDA	37	32	26	21

数据来源: 联合证券研究所.

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“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。

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 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，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，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。