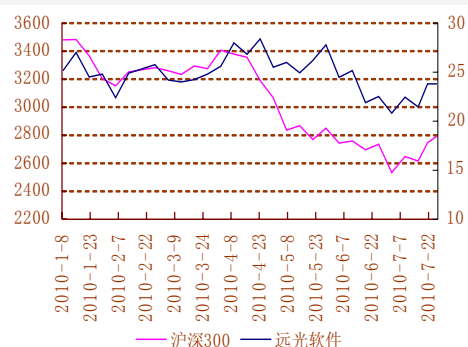




远光软件（002063）：翘尾效应和边际效应预示 2010 年业绩高增长

近六个月该股与沪深 300 指数走势



基础数据

总股本（百万股）	257
实际流通 A 股（百万股）	246
实际流通 A 股市值（亿元）	58.49

研究员	尹建辉
投资咨询证书号	S0620207050048
研究员	周飞
电话	025-83367888-3305
邮箱	zhou991985@163.com

● 内容提要

公司评级： 推荐

事件：2010年7月22日远光软件发布中期业绩快报，上半年实现营业收入188,038,388.14元，较上年同期增长83.19%；营业利润、利润总额和归属于上市公司股东的净利润较上年同期分别增长302.53%、275.99%、304.64%，分别达到101,915,466.84元、105,456,424.77元、95,538,722.26元。

点评：

- **上半年业绩超预期，翘尾效应预示公司软件业务全年增长超越历史同期。**由于软件业务性质和会计确认准则，公司的业绩确认的高潮是在四季度。上半年良好的开端预示全年业绩增长可达74.56%，高于2007-2009年。
- **股权激励下，软件业务边际费用逐年下降，规模效益显现。**股权激励加强了公司的内部治理，管理费用和销售费用呈现边际递减趋势。但公司研发支出增长显著，2009年公司研发费用支出较2008年增长72.1%，占公司软件业务收入的19.96%。
- **政策推动下，软件行业前景可期。**公司背靠电力行业，SG ERP 项目已经开始试点；智能电网或成公司未来另一强劲增长引擎。在政策的扶持下，10年来中国软件产业以平均每年约40%的增长率高速发展，新政策导向将更加倾向于信息化与工业化的融合，以工业软件和行业解决方案为主营业务的软件公司将获得政策红利。公司作为电力行业ERP提供商必将分享电力行业信息化、智能化带来的市场收益。
- **华凯投资并非昙花一现，良好的项目储备将带来持续的投资回报。**假设目前三个项目在2012年完成并实现销售，那么公司可实现投



资收益4.58亿元，每年增厚EPS 0.45元。

- 我们预计公司的主营业务收入未来保持40%的年增长水平，2010年EPS为0.73元，给予40倍的PE，对应的估值水平在29.38元；公司是华凯的第一大股东，华凯的主营业务是房地产开发。我们认为华凯未来三年的土地储备和在建项目足以保证公司未来三年的投资收益，预计2010年华凯投资收益增厚EPS 0.16元。但是，我们谨慎看好房地产行业前景，给予15倍PE，对应估值为2.46元。综上所述，公司估值应为31.93元。但基于未来大盘系统性风险考虑，我们建议目标价格为28.44元，予以推荐评级。



1, 上半年业绩超预期, 翘尾效应预示公司软件业务全年增长超越历史同期。2007-2009年, 公司软件收入和净利润的历史增长率分别为45.42%和55.5%, 预计2010年二者的增长将为74.56%和89.04%。本年度, 国家电网的信息化项目将驱动公司的业绩增长, SG 186 项目验收, 集团财务管控系统相继进入结算期。根据公司会计收入确认准则, 我们认为公司下半年的业绩将明显好于上半年。剔除2008年四季度金融危机的因素, 2007-2009年下半年主营业务收入平均高于上半年88%, 因此, 我们预计2010年全年软件收入应该在541, 101, 685.42元, 同比增长74.56%。

图1: 公司软件销售收入和利润增长迅速

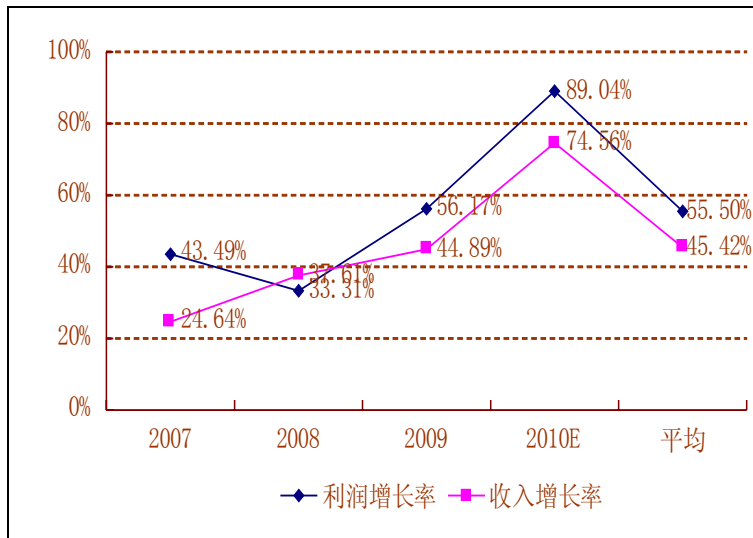
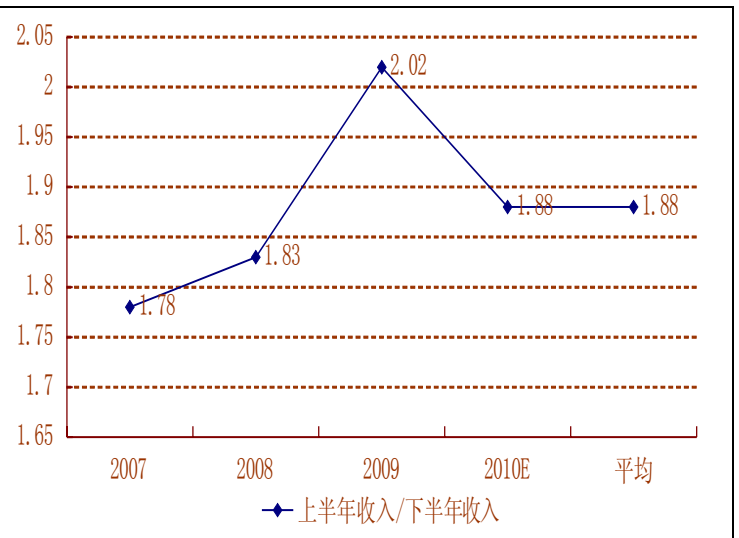


图2: 公司收入确认呈现明显的翘尾效应¹



数据来源: 公司报告, 南京证券研究

2, 股权激励下, 软件业务边际费用逐年下降, 规模效益显现。公司于2009年实施了股票期权激励计划, 公司现有高管团队均获得数量不等的股票期权。2007-2009年, 公司的管理费用和销售费用占营业收入比重不断减少, 平均每年下降1.9个百分点。预计2010年公司软件业务规模的扩大将进一步摊薄费用, 管理费用和销售费用占软件收入13.7%和 27.4%。管理费用占销售收入比例下降的同时, 公司的研发却稳步提升, 这保证了公司在行业技术上的优势和软件业务上的可持续增长。2009年公司研发费用支出较2008年增长72.1%, 占公司软件业务收入的19.96%。

¹ 为了剔除 2008 年底金融危机因素, 我们按照历史规律予以了必要的调整。



图3：两费占比逐年下降

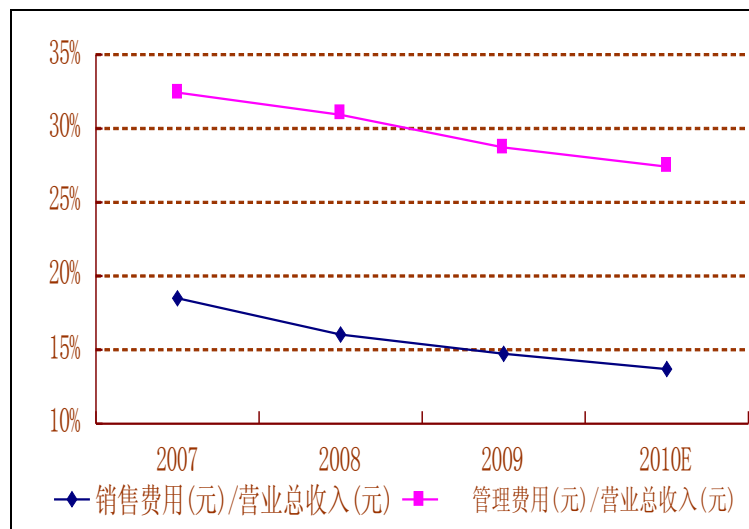
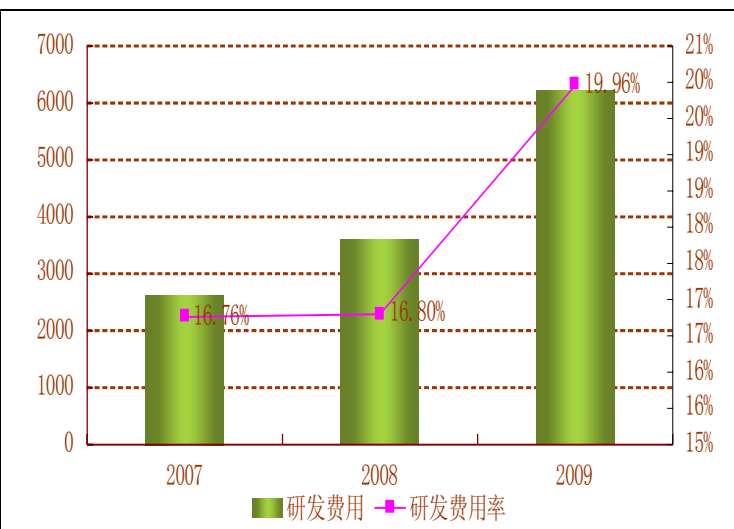


图4：研发支出逐年增加



数据来源：公司报告，南京证券研究

3，政策推动下，软件行业前景可期。公司背靠电力行业，SG ERP 项目已经开始试点；智能电网或成公司未来另一强劲增长引擎。

在政策的扶持下，10年来中国软件产业以平均每年约40%的增长率高速发展，2009年软件产业收入达9970亿元，是2000年的16倍；2009年软件出口额196亿美金，是2000年的49倍。我们认为，未来的政策导向将更加倾向于信息化与工业化的融合，以工业软件和行业解决方案为主营业务的软件公司将获得政策红利。

目前，公司背靠电力行业，专注于电力行业的信息化建设，紧密围绕电力行业深耕细作。基础软件、电力专业软件以及集团财务管控系统等产品在电力行业得到进一步深化应用，主营业务继续保持了健康、稳定增长的势头。SG ERP 项目已经开始试点，为公司后续发展注入了强大的动力。我们认为，ERP市场依然会成为软件行业未来5年发展的主要方向，预计2014年细分市场份额仍可以达到27%。另一方面，正是基于公司与电力行业的密切的合作关系，我们对公司分享高达2000亿的智能电网市场充满期待。



图5：软件行业收入增长加快

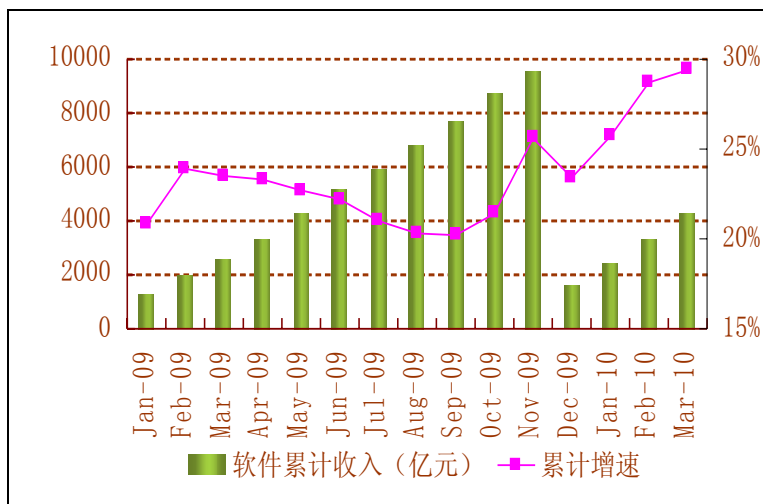
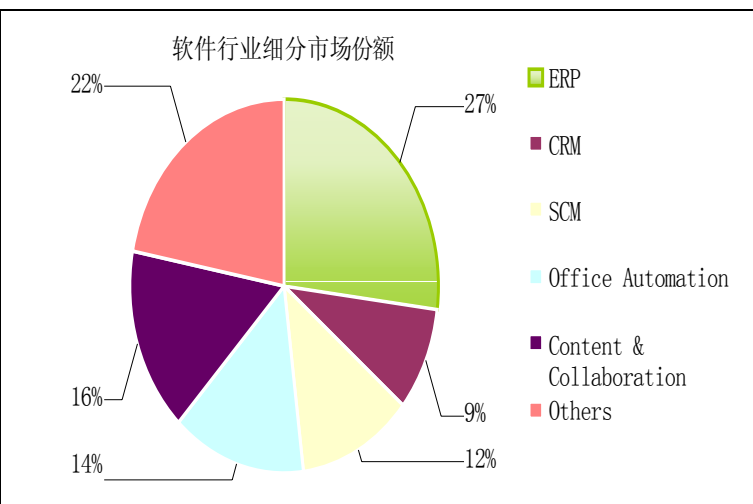
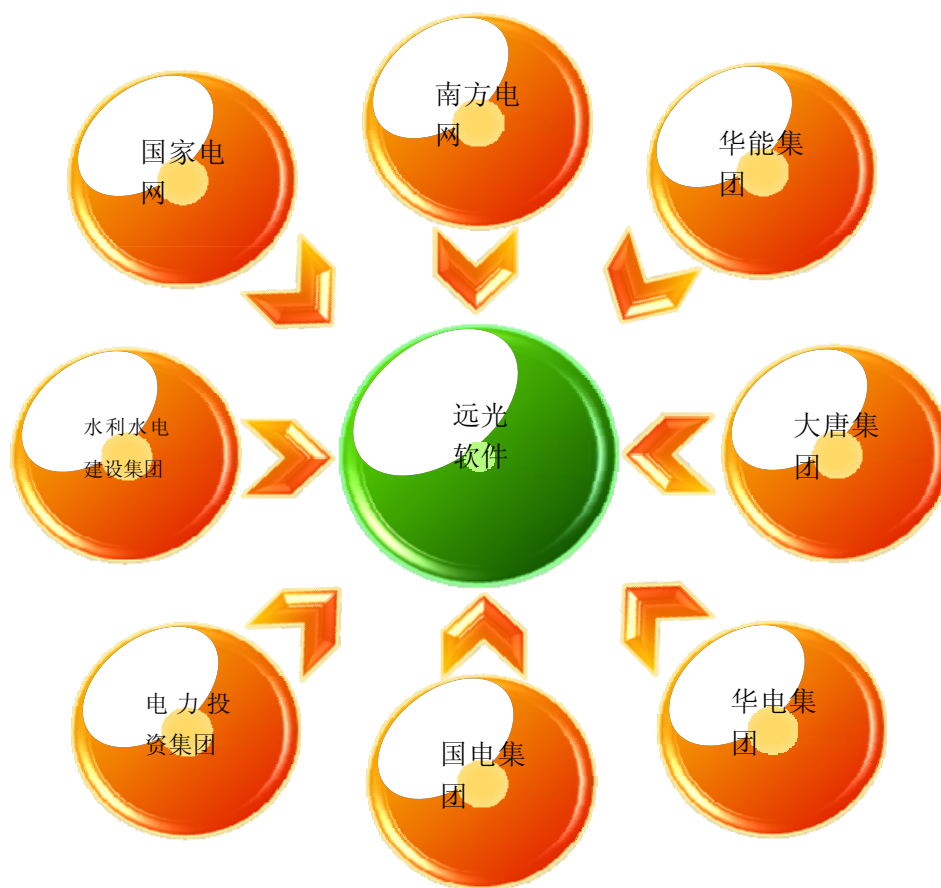


图6：ERP将成为将占据细分行业主要份额



数据源自：公司报告，Springboard Research，南京证券研究

图7：远光软件客户群



数据来源：公司报告，南京证券研究

4，华凯投资并非昙花一现，良好的项目储备将带来持续的投资回报。华凯集团是



一家从事房地产开发、酒店管理与经营、电力行业投资的综合投资管理集团，公司控股26.32%。酒店业务和电力业务是该集团稳定的现金来源，可以维持集团正常的运营；房地产开发项目是公司的主营业务，目前开发的项目有：（1）华凯花园。该住宅项目是京西标志性高尚住宅区，地处京西政要汇聚宝地，紧邻三环动脉，占地 7公顷，总建筑面积约25万平方米，拥有超过6万平米的公共园林；按照每平方米2.5万计算，该项目的销售收入就可达62.50亿元。保守估计，税后利润可达9.38亿元，公司权益可得2.47亿元；（2）莲香园。莲香园座落在丰台区马官营地区，占地7.1公顷，总建筑面积24万平方米，规划绿地面积2.4万平方米。该项目获得北京市金牌居住区、首都绿化美化花园式单位、首都文明社区及北京市优秀居住管理小区等十多项荣誉。按照每平方2万计算，该项目销售收入为48亿元，税后净利润为7.2亿元，公司权益所得为1.9亿元；（3）松榆西里小区。该项目地处朝阳区成熟社区。松榆西里住宅小区位于朝阳区潘家园桥东南角，建筑面积36000平方米。小区紧邻东三环，交通便利，位高视阔，建筑规划成熟完善，配套设施完备齐全，居住环境清新幽雅，多种户型经典实用。按照每平方米1.5万元计算，该项目销售收入为5.4亿元，税后净利润可达0.81亿元，公司权益所得2100万元。假设以上三个项目在2012年完成并实现销售，那么公司实现投资收益4.58亿元，每年增厚EPS 0.45元。

表1：华凯房地产项目收益预测

项目	建筑面积(亿元)	单价(亿元)	收入(亿元)	税后净利润率(亿元)	税后净利润(亿元)	公司权益(亿元)
华凯花园	25	2.5	62.5	15%	9.38	2.47
莲香园	24	2	48	15%	7.20	1.90
松榆西里小区	3.6	1.5	5.4	15%	0.81	0.21
合计	52.6		115.9		17.39	4.58
增厚 EPS						0.45 元

数据来源：华凯集团，南京证券研究

5、利润预测与估值

公司的收入主要来自主营业务软件销售收入和华凯投资收益（主要是房地产开发）。我们预计公司的主营业务收入未来保持45%的年增长水平，2010年EPS为



0.73元，给予40倍的PE，对应的估值水平在29.38元；公司是华凯的第一大股东，华凯的主营业务是房地产开发。我们认为华凯未来三年的土地储备和在建项目足以保证公司未来三年的投资收益，预计2010年华凯投资收益增厚EPS 0.16元。但是，我们谨慎看好房地产行业前景，给予15倍PE，对应估值为2.46元。综上所述，公司估值应为31.93元。但基于未来大盘系统性风险考虑，我们建议目标价格为28.44元，予以推荐评级。

表2：利润表预测

	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入(元)	309,976,907.15	541,101,685.42	784,597,443.86	1,137,666,293.6
二、营业总成本(元)	200,723,358.54	334,566,226.24	512,666,504.57	745,647,728.92
营业成本(元)	59,422,013.35	103,728,215.98	154,155,188.57	225,337,173.20
营业税金及附加(元)	5,314,443.78	9,198,728.65	13,483,468.62	19,566,411.39
销售费用(元)	45,666,911.15	74,130,930.90	117,306,528.27	170,924,260.01
管理费用(元)	89,022,581.92	148,261,861.80	227,037,816.85	330,030,600.86
财务费用(元)	-1,280,950.67	-4,037,476.09	-5,309,485.08	-8,642,824.69
资产减值损失(元)	2,578,359.01	3,283,964.98	5,992,987.35	8,432,108.15
主营业务利润	109,253,548.61	206,535,459.18	271,930,939.28	392,018,564.67
三、其他经营收益(元)				
公允价值变动净收益(元)	-169,454.96	0.00	0	0
投资净收益(元)	12,598,334.90	67,162,258.94	179,485,169.52	233,354,178.84
其中：对联营企业和营企业的投资收益(元)	9,233,989.93	56,161,455.29	168,484,365.87	222,353,375.19
四、营业利润(元)	121,682,428.55	273,697,718.12	451,416,108.80	625,372,743.52
加：营业外收入(元)	5,300,641.50	6,142,723.66	6,142,723.66	6,142,723.66
减：营业外支出(元)	346,245.14	345,110.84	345,110.84	345,110.84
五、利润总额(元)	126,636,824.91	279,495,330.94	457,213,721.62	631,170,356.34
减：所得税(元)	11,038,809.12	24,048,019.08	39,845,474.62	55,001,202.26
六、净利润(元)	115,598,015.79	255,447,311.85	417,368,247.00	576,169,154.08
减：少数股东损益(元)	27,401.90	60,552.44	98,934.94	136,577.86
归属于母公司所有者	115,570,613.89	255,386,759.42	417,269,312.06	576,032,576.22
七、每股收益：				
稀释每股收益(元)	0.58	0.99	1.62	2.24

数据来源：公司报告，南京证券研究

表3：估值研究

	软件业务	房地产投资业务	其他收益
EPS	0.73	0.16	0.1
PE	40	15	——
估值	29.38	2.46	0.1



综合估值 P

31.93

数据来源：南京证券研究

6，投资风险提示

6.1，业务过分集中在电力行业，分散风险的能力较弱；

6.2，房地产市场未来前景的不明朗一定程度上影响公司的投资收益。

南京证券上市公司投资评级标准：

强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；

推荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；

中性：六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间；

回避：六个月内预计涨幅为-10%及以下。