

2010-10-14

应用软件

远光软件 002063.SZ

# 稍息是为了更好地前进，调升未来两年盈利预期

- ◇ 公司公布第三季度报告
- ◇ SG-ERP 项目进入爆发性增长的前夜

## ◆ 第三季度报告稍微令人失望，但是无碍于大局

公司公布第三季报，前三季度营业收入同比增长 55.6%，净利润增长 218.3%；但是，第三季度的营业收入同比仅增长 13.6%，净利润则下滑 69.6%。第三季度净利润下滑，除了由于收入增长放缓之外，还由于毛利率下降和管理费用大幅度攀升。我们认为第三季报虽然略微令人失望，但是无碍于公司强劲增长的大局。

第三季度末恰逢长假，订单结算出现了一些推迟；SG 186 项目当季仅结算 2658 万元，这一现象将在第四季度有很大改观。至于管理费用的提升，除了股权激励之外，主要是由于公司人数增加，我们预计费用的提升将很快被收入的提升所弥补。

## ◆ 公司的全年预期相对保守，实际超出的可能性较大

公司对 2010 年全年净利润的预期是“增长 30-50%”，我们认为这一预期相对保守。事实上，公司上半年的房地产投资收益即足以维持净利润增长 30% 以上，而第四季度仍处于 SG 186 结算的高峰期，我们预计全年净利润增长则将超过 80%。

从历史上看，公司的预期一贯比较谨慎，往往是在经营情况明确之后再上调预期，2009 年和今年上半年都有这种现象，我们认为今年全年很可能超出公司预期。

## ◆ SG-ERP 将成为国网“十二五”信息化核心，前途不可限量

在今年 9 月的中国电力 IT 建设峰会上，国家电网提出 SG 186 将在十一五期间完成，“SG-ERP 是未来国家电网公司信息化的核心”。与此同时，远光软件承建的东北电网和青海电力财务集约化试点项目通过国网验收，标志着国网进入了财务集约化的时代，而财务集约化正是 SG-ERP 的主要特色。我们预计 2011 年 SG-ERP 即将进入建设高峰期，公司将在财务、设备管理等模块获得较大突破。

## ◆ 维持“买入”评级，上调目标价位至 37 元

基于谨慎考虑，我们将公司 2010 年 EPS 下调至 0.82 元；但是，由于 SG-ERP 提前开始建设，我们将 2011-2012 年 EPS 调高至 1.05 元和 1.56 元。鉴于 2011-2013 年公司净利润的复合增速为 39%，赋予其 0.9 倍 P/E/G，即 35 倍 2011 年 P/E，上调目标价位至 37 元。远光软件仍然是我们在行业应用软件领域的的首选。

## 业绩预测和估值指标

| 指标         | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 214    | 310    | 517    | 739    | 1,094  |
| 营业收入增长率    | 37.61% | 44.89% | 66.64% | 43.00% | 48.14% |
| 净利润（百万元）   | 74     | 116    | 212    | 270    | 401    |
| 净利润增长率     | 33.31% | 56.17% | 83.07% | 27.81% | 48.28% |
| EPS（元）     | 0.29   | 0.45   | 0.82   | 1.05   | 1.56   |
| ROE（归属母公司） | 18.62% | 22.47% | 29.96% | 29.28% | 31.91% |
| P/E        | 91     | 58     | 32     | 25     | 17     |
| P/B        | 17     | 13     | 10     | 7      | 5      |
| EV/EBITDA  | 39     | 54     | 38     | 25     | 16     |

维持

买入

|      |         |
|------|---------|
| 当前价格 | 28.45 元 |
| 目标价格 | 37.00 元 |
| 目标期限 | 6 个月    |

分析师：

周励谦 (执业证书编号：S0930209050199)

联系人：

裴培

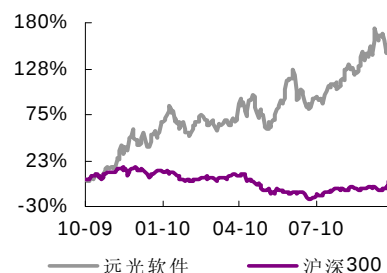
021-22169043

peipei@ebcn.com

## 市场数据

|                 |                       |
|-----------------|-----------------------|
| 总股本(百万股)        | 257                   |
| 总市值(百万元)        | 6,730                 |
| 流通比例(%)         | 95.62%                |
| 12 个月最高/最低(元)   | 31.67/14.50           |
| 近 3 月日均成交量(百万股) | 2.80                  |
| 主要股东            | 珠海市东区<br>荣光科技有<br>限公司 |

## 股价表现(12 个月)



| %    | 一个月   | 三个月   | 十二个月   |
|------|-------|-------|--------|
| 相对收益 | -8.11 | 7.17  | 148.72 |
| 绝对收益 | 1.61  | 27.40 | 150.81 |

## 相关报告：

近看发电市场，远看新行业、新产品扩张  
..... 2010-09-10  
中期业绩高于预期，主营业务将维持高速增长  
..... 2010-07-23  
进入持续高增长的黄金时期  
..... 2010-05-26

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

## 第三季度并非常态，预计第四季度将回到正轨

今年第三季度，公司营业收入仅增长 13.6%，其中国网 SG 186 项目仅贡献收入 2658 万元，远低于 2009 年下半年以来的平均水平（每个季度贡献 4000-5000 万元）。我们认为软件企业的收入确认本来就有不确定性，尤其是前三个季度并无明显的规律。例如，2007 年第三季度公司收入同比增速明显下滑，而 2008 年第三季度则大幅度攀升。今年第三季度未恰逢中秋长假，我们认为远光软件的收入结算受到了一定影响。考虑到 SG 186 项目还有 1.3 亿元没有结算，而该项目将在“十一五”期间基本完成，我们预计第四季度将成为 SG 186 的结算高潮。

第三季度公司的毛利率同比下滑 7.15 个百分点，主要是由于收入增长变缓而成本刚性较强，我们预计随着收入恢复快速增长，毛利率将迅速回升到 70% 以上。第三季度公司的管理费用同比激增 1015 万元，除了股权激励费用约 800 万元外，剩余的 200 多万元主要是由于扩大管理、研发团队所致，是企业成长过程中的正常投入，将成为未来收入上升的基础。总之，第三季度并非常态，我们预计第四季度将回到正轨。

## SG-ERP 将成为国网“十二五”信息化的核心

在今年 9 月的“中国电力 IT 建设与网络运维峰会”上，国家电网信息化工作部作了《国家电网公司的 ERP 建设》报告，指出“计划五年完成的 SG186 工程提前完成”，“SG-ERP 是未来国家电网公司信息化的核心”。关于这一项目的细节将在国网“十二五”规划中提出。

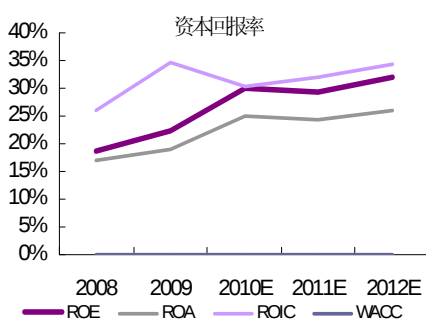
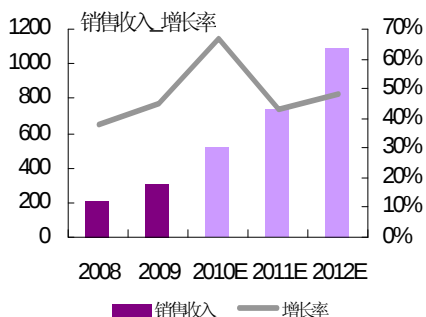
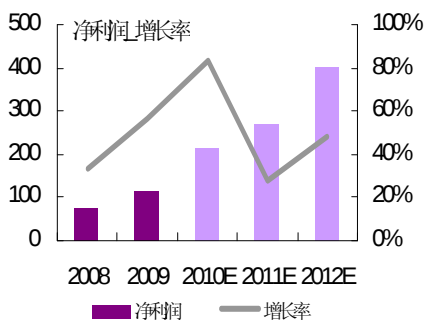
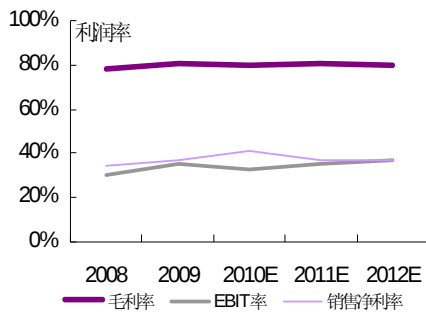
9 月 12 日和 14 日，远光软件承建的东北电网公司和青海电力公司的财务集约化试点项目分别通过国网专家组的验收，标志着国网迈进了财务集约化的门槛。所谓财务集约化，就是 SG-ERP 对财务模块的要求；公司完成以上两个试点项目，为明年全面建设 SG-ERP 打下了坚实的基础。除了财务模块，我们预计公司在设备管理、供应链管理等模块也可能有所斩获，因此获得订单的规模可能大于 SG-186 的规模。

## 维持“买入”评级，上调 2011-2012 年预期

公司预计 2010 年全年净利润增长 30-50%，这一预期过于保守。事实上，仅仅上半年的房地产投资收益就足以让公司净利润增长 30% 以上。从历史上看，公司的风格是谨慎低调，往往在业绩增长形势明朗之后，才上调盈利预期。例如 2009 年公司最初预期“净利润增长 50% 以内”，12 月 16 日修正为“增长 50-70%”；今年上半年公司最初预期“净利润增长 20-50%”，6 月 1 日修正为“增长 300-350%”（扣除非经常损益的净利润也远超最初预期）。我们认为，随着 SG 186 结算高潮的到来，以及公司的管理费率逐渐下降，盈利预期有调高的可能性。

基于谨慎考虑，我们将公司 2010 年 EPS 下调至 0.82 元；但是，由于 SG-ERP 提前开始建设，我们将 2011-2012 年 EPS 调高至 1.05 元和 1.56 元。鉴于 2011-2013 年公司净利润的复合增速为 39%，赋予其 0.9 倍 P/E/G，即 35 倍 2011 年 P/E，上调目标价位至 37 元。远光软件仍然是我们在行业应用软件与解决方案领域的首选。

## 财务报表及预测



| 利润表 (百万元) | 2008  | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 214   | 310    | 517    | 739    | 1,094  |
| 营业成本      | 46    | 59     | 103    | 145    | 218    |
| 折旧和摊销     | 6     | -16    | 1      | 3      | 4      |
| 营业税费      | 4     | 5      | 9      | 13     | 19     |
| 销售费用      | 34    | 46     | 76     | 107    | 155    |
| 管理费用      | 66    | 89     | 157    | 210    | 295    |
| 财务费用      | -2    | -1     | -1     | -2     | -2     |
| 公允价值变动损益  | -3    | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益      | 13    | 13     | 55     | 25     | 25     |
| 营业利润      | 75    | 122    | 226    | 287    | 428    |
| 利润总额      | 81    | 127    | 233    | 297    | 442    |
| 少数股东损益    | 0     | 0      | 1      | 1      | 1      |
| 归属母公司净利润  | 74.00 | 115.57 | 211.57 | 270.42 | 400.97 |

| 资产负债表 (百万元) | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 总资产         | 437  | 609  | 846   | 1,122 | 1,548 |
| 流动资产        | 313  | 481  | 666   | 891   | 1,289 |
| 货币资金        | 206  | 401  | 526   | 687   | 983   |
| 交易型金融资产     | 65   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应收帐款        | 37   | 70   | 122   | 179   | 269   |
| 应收票据        | 0    | 4    | 5     | 7     | 11    |
| 其他应收款       | 4    | 7    | 10    | 15    | 22    |
| 存货          | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 可供出售投资      | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 持有到期金融资产    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资        | 74   | 79   | 84    | 87    | 89    |
| 固定资产        | 46   | 44   | 83    | 123   | 146   |
| 无形资产        | 3    | 3    | 3     | 3     | 3     |
| 总负债         | 39   | 94   | 139   | 195   | 288   |
| 无息负债        | 39   | 94   | 139   | 195   | 288   |
| 有息负债        | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 股东权益        | 398  | 515  | 708   | 926   | 1,260 |
| 股本          | 110  | 198  | 257   | 257   | 257   |
| 公积金         | 151  | 76   | 88    | 129   | 189   |
| 未分配利润       | 136  | 240  | 361   | 537   | 810   |
| 少数股东权益      | 1    | 1    | 2     | 3     | 4     |

| 现金流量表 (百万元) | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流     | 59   | 132  | 140   | 236   | 362   |
| 净利润         | 74   | 116  | 212   | 270   | 401   |
| 折旧摊销        | 6    | -16  | 1     | 3     | 4     |
| 净营运资金增加     | 64   | 64   | 182   | 189   | 302   |
| 其他          | -84  | -31  | -254  | -226  | -345  |
| 投资活动产生现金流   | -70  | 66   | 0     | -28   | -8    |
| 净资本支出       | -3   | -3   | 50    | 50    | 30    |
| 长期投资变化      | 74   | 79   | -6    | -3    | -3    |
| 其他资产变化      | -141 | -9   | -45   | -75   | -35   |
| 融资活动现金流     | -22  | 0    | -15   | -47   | -59   |
| 股本变化        | 0    | 88   | 59    | 0     | 0     |
| 债务净变化       | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 无息负债变化      | -14  | 55   | 45    | 57    | 92    |
| 净现金流        | -33  | 199  | 125   | 162   | 296   |

资料来源：光大证券、上市公司

| 关键指标                    | 2008    | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|-------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力 (%YoY)</b>      |         |         |         |         |         |
| 收入增长率                   | 37.61%  | 44.89%  | 66.64%  | 43.00%  | 48.14%  |
| 净利润增长率                  | 33.31%  | 56.17%  | 83.07%  | 27.81%  | 48.28%  |
| EBITDA 增长率              | 59.72%  | 31.57%  | 86.45%  | 53.98%  | 54.14%  |
| EBIT 增长率                | 60.89%  | 68.14%  | 57.26%  | 53.28%  | 54.13%  |
| <b>估值指标</b>             |         |         |         |         |         |
| PE                      | 91      | 58      | 32      | 25      | 17      |
| PB                      | 17      | 13      | 10      | 7       | 5       |
| EV/EBITDA               | 39      | 54      | 38      | 25      | 16      |
| EV/EBIT                 | 43      | 46      | 38      | 25      | 16      |
| EV/NOPLAT               | 47      | 50      | 42      | 28      | 18      |
| EV/Sales                | 13      | 16      | 13      | 9       | 6       |
| EV/IC                   | 12      | 17      | 13      | 9       | 6       |
| <b>盈利能力 (%)</b>         |         |         |         |         |         |
| 毛利率                     | 78.53%  | 80.83%  | 79.97%  | 80.37%  | 80.08%  |
| EBITDA 率                | 32.99%  | 29.96%  | 33.06%  | 35.60%  | 37.04%  |
| EBIT 率                  | 30.37%  | 35.25%  | 32.87%  | 35.24%  | 36.66%  |
| 税前净利润率                  | 37.83%  | 40.85%  | 45.06%  | 40.22%  | 40.39%  |
| 税后净利润率 (归属母公司)          | 34.59%  | 37.28%  | 40.96%  | 36.61%  | 36.64%  |
| ROA                     | 16.97%  | 18.98%  | 25.08%  | 24.19%  | 25.98%  |
| ROE (归属母公司) (摊薄)        | 18.62%  | 22.47%  | 29.96%  | 29.28%  | 31.91%  |
| 经营性 ROIC                | 25.85%  | 34.73%  | 30.30%  | 32.00%  | 34.34%  |
| <b>偿债能力</b>             |         |         |         |         |         |
| 流动比率                    | 9.04    | 5.55    | 5.16    | 4.91    | 4.83    |
| 速动比率                    | 904.20% | 554.90% | 515.84% | 490.90% | 483.40% |
| 归属母公司权益/有息债务            | -       | -       | -       | -       | -       |
| 有形资产/有息债务               | -       | -       | -       | -       | -       |
| <b>每股指标(按最新预测年度股本计)</b> |         |         |         |         |         |
| EPS                     | 0.29    | 0.45    | 0.82    | 1.05    | 1.56    |
| 每股红利                    | 0.00    | 0.08    | 0.21    | 0.26    | 0.39    |
| 每股经营现金流                 | 0.23    | 0.51    | 0.55    | 0.92    | 1.41    |
| 每股自由现金流(FCFF)           | 0.01    | 0.15    | -0.29   | 0.02    | 0.17    |
| 每股净资产                   | 1.55    | 2.00    | 2.75    | 3.59    | 4.89    |
| 每股销售收入                  | 0.83    | 1.21    | 2.01    | 2.87    | 4.26    |

资料来源：光大证券、上市公司

## 分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信运营及通信设备行业的研究。2009 年同时获得新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获得新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；  
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；  
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；  
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；  
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。  
市场基准指数为沪深 300 指数。

## 特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040  
总机: 021-22169999

## 光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040  
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

| 销售小组 | 姓名      | 办公电话          | 手机          | 电子邮件               |
|------|---------|---------------|-------------|--------------------|
| 北京   | 李大志(主管) | 010-68567189  | 13810794466 | lidz@ebsecn.com    |
|      | 郝辉      | 010-68561722  | 13511017986 | haohui@ebsecn.com  |
|      | 孙威      | 010-68567231  | 13701026120 | sunwei@ebsecn.com  |
|      | 吴江      | 010-68561595  | 13718402651 | wujiang@ebsecn.com |
|      | 黄怡      | 010-68567231  | 13699271001 | huangyi@ebsecn.com |
|      | 吴朝阳     | 010-68561722  | 15811098222 | wuzy@ebsecn.com    |
| 上海   | 杨日昕(主管) | 021-22169082  | 13817003122 | yangrx@ebsecn.com  |
|      | 平珂(主管)  | 021-22169152  | 13818133101 | pingke@ebsecn.com  |
|      | 王莉本     | 021-22169083  | 13641659577 | wanglb@ebsecn.com  |
|      | 周薇薇     | 021-22169087  | 13671735383 | zhouww1@ebsecn.com |
|      | 严非      | 021-22169086  | 13127948482 | yanfei@ebsecn.com  |
|      | 王宇      | 021-22169131  | 13918264889 | wangyu1@ebsecn.com |
| 深圳   | 王汗青(主管) | 0755-83024403 | 13501136670 | wanghq@ebsecn.com  |
|      | 黎晓宇     | 0755-83024434 | 13823771340 | lixyl@ebsecn.com   |
|      | 黄鹂华     | 0755-83024396 | 13802266623 | huanglh@ebsecn.com |
|      | 张晓峰     | 0755-83024431 | 13926576680 | zhangxf@ebsecn.com |
| QFII | 濮维娜     | 021-62152373  | 13301619955 | puwn@ebsecn.com    |
|      | 陶奕      | 021-62152393  | 13788947019 | taoyi@ebsecn.com   |
|      | 满国强     | 021-62152393  | 15821755866 | mangq@ebsecn.com   |

## 免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。