

远光软件 (002063. sz)

ERP 行业深化应用龙头，2011 年有望继续稳定增长

惠毓伦 分析师

电话: 010-59136726

eMail: hyl6@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511010003

国网市场 2011 年有望继续保持稳定增长

2010 年公司和国家电网签订 3.47 亿元合同，目前仍未确认的收入规模在 6100 万元左右。尽管 2010 年是国网大订单收入确认的高峰，但以下三个因素将确保公司来自国网的销售收入在 2011 年保持稳定并略有增长：国网 SGERP 工程以集约化和深化应用为主，从投资力度上比之前并不会有明显下降，大体上相当于前两年平均水平的 70% 左右；2011 年公司将开始收取软件系统的维护服务费，我们估计金额可能在 5000 万以上；农网改造将启动庞大的市场需求，扩大目前电网市场的整体规模。

2011 年经营重点转向发电侧市场

除财务软件以外，公司在资产管理、供应链等方面也有成熟的解决方案。2011 年公司经营重点转向发电侧市场，我们认为 2011 年公司在发电侧的销售收入将有较快增长，同时在更分散的客户结构影响下，销售费用率也可能进一步上升。

给予“买入”投资评级

按照目前公司最新的 2.60 亿股本，不考虑华凯房地产 2011 年收入，我们预测公司 2011 年-2013 年的全面摊薄 EPS 分别为 0.94 元、1.31 元和 1.87 元，对应 2011 年-2013 年动态市盈率分别为 26 倍、18 倍和 13 倍。给予“买入”的投资评级，按照 2011 年 30 倍 PE，给予 12 个月合理目标位 28.2 元。

风险提示

电力行业新订单签订低于预期的风险；核心员工流失的风险。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	309.98	478.79	663.98	937.61	1382.88
增长率 (%)	44.89%	54.46%	38.68%	41.21%	47.49%
EBITDA (百万元)	118.39	152.31	228.96	325.81	490.51
净利润(百万元)	115.57	191.30	243.17	339.14	487.05
增长率 (%)	56.17%	65.53%	27.11%	39.47%	43.61%
每股收益 (元)	0.44	0.74	0.94	1.31	1.87
市盈率	38.95	42.03	25.92	18.59	12.94
市净率	8.75	11.01	6.47	4.80	3.50
EV/EBITDA	34.63	49.08	24.07	15.81	9.42

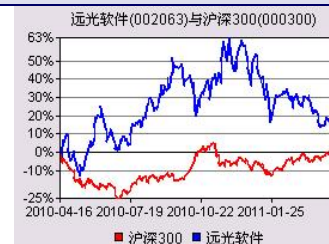
数据来源: 远光软件股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	24.64
目标价格(元)	28.20
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-12.44%	-16.28%	15.33%
沪深 300	3.41%	8.64%	0.08%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

256.98/245.74

主要股东:

珠海市东区荣光科技有限公司

主要股东持股比例

27.37%

财务比率

ROE	26.19%
ROA	27.08%
资产负债率	20.19%
每股净资产(元)	2.83

2010 年报数据

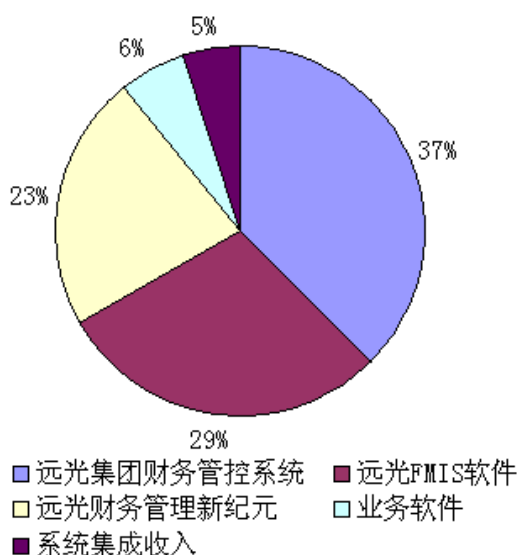
专注于电力行业的高端管理软件提供商

公司是国内电力行业企业管理软件及服务的主流供应商，2010年实现营业收入4.79亿元，归属于母公司股东的净利润1.91亿元。

公司产品线包括GRIS、EAP、GAP等三个系列，GRIS是面向大型集团企业客户的软件解决方案，包括国家电网使用的集团财务管控系统、南方电网和其他电力行业客户使用的FMIS软件；EAP是面向中小型企业客户的软件系统；GAP是基于SOA架构的软件应用平台。

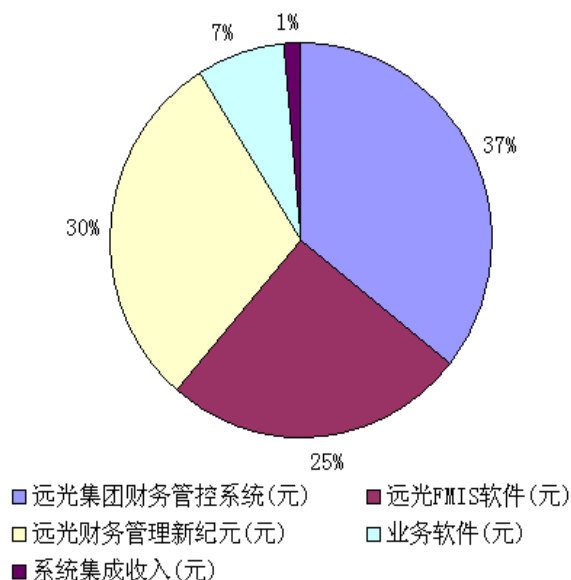
2010年公司收入的37%来自于国家电网的集团财务管控系统收入，29%来自FMIS软件，因此面向大型集团客户的GRIS产品线收入构成公司收入的主要来源，包括国家电网、南方电网、发电集团等在内容户的GRIS产品线收入占比达2010年总收入的66%。2010年公司面向中小企业客户的EAP产品远光财务管理新纪元占总收入的23%，其余包括电力行业业务软件和系统集成业务在内共占11%的收入比例。

图1：2010年公司主营业务收入构成



数据来源：国家旅游局

图2：2010年公司主营业务毛利构成



数据来源：国家旅游局

远光GRIS——面向大型集团企业的信息化需求

远光GRIS是面向电力行业大型集团企业三大核心资源（财务资源、电力资产设备、电力供应链）集约化管理需求的软件产品，以“集约管理、协同运作、按需部署、随需应变”为特点，主要功能包括财务集约化、资产集约化、供应链集约化、集团风险管控、集团决策支持等。

图1：远光GRIS的主要功能

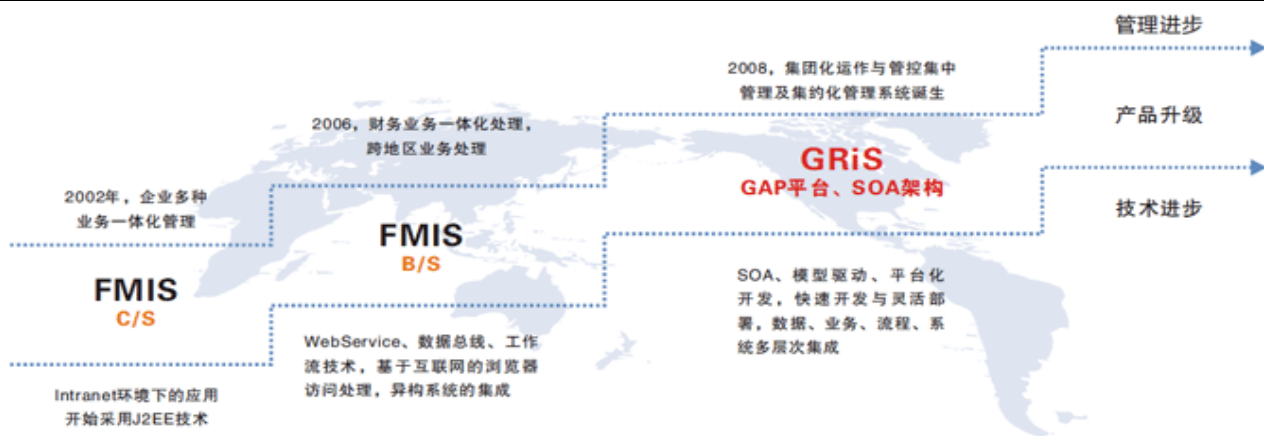


数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心整理

远光GRIS发端于早期的FMIS产品，FMIS是针对电力行业产供销同步完成、基本没有库存的行业特征下的远光自主研发的ERP管理软件，该产品在电力行业获得广泛应用。随着市场化改革的推进，流程再造理论流行并要求企业IT架构能够快速响应市场变化。在此情况下，远光自主研发出了业务模式数据库技术，通过对企业业务过程、业务对象、岗位的高度抽象形成业务模式，避免软件固化无法适应业务流程重组要求的问题。

在资产规模不断扩展的同时，企业要求更多的集团化、集约化的发展实践。跨地区、跨组织、跨行业的资源配置、业务协同、信息传递、管理透明等成为企业亟需优化或实现的管理目标。远光推出了GRIS，目的是围绕资源配置线、绩效评价线、信息集合性和统一标准线构建横向业务融合、纵向信息集成的集团集约化管控体系，推进集团企业实现集约化发展方式的转变。

图1：远光GRIS的发展历程



数据来源：Wind资讯、彭博资讯

国网项目——财务管控开头，风险管控、BI跟上

2010年公司和国家电网签订3.47亿元合同，按照国网SG186工程中关于财务管控模块建设的要求，为国网提供财务管控模块相关产品开发及实施服务。2009、2010年该项目分别确认收入1.07亿元、1.79亿元，目前仍未确认的收入规模在6100万元左右。

尽管2010年是国网大订单收入确认的高峰，但以下三个因素将确保公司来自国网的销售收入在2011年有望保持稳定并略有增长的状态：国网SGERP工程以集约化和深化应用为主，从投资力度上比之前并不会有明显下降，大体上投资规模可能达到相当于前两年平均水平的70%左右；2011年公司将开始收取软件系统的维护服务费，我们估计金额可能在5000万以上；农网改造将启动庞大的市场需求，扩大目前电网市场的整体规模。

国家电网在十一五期间提出建设“SG186工程”，其中的“1”指的是建立一体化企业级信息集成平台；“8”指的是建设财务（资金）管理、营销管理、安全生产管理、协同办公管理、人力资源管理、物资管理、项目管理、综合管理八大业务应用；“6”指的是建立健全六个信息化保障体系，包括信息化安全防护体系、标准规范体系、管理调控体系、评价考核体系、技术研究体系和人才队伍体系。

十二五期间，国家电网将继续在“SG186工程”的基础上，结合新的业务需求来建设“SG-ERP”工程，SGERP工程的建设重点在于对原有IT系统的集成，目标是为了实现分析和决策，具体包括信息网络建设、数据容灾中心建设和集成服务。

表1：远光GRIS的主要功能

财务集约化	以全面预算管理为核心，以资金流为主线，以集团集中核算为基础，通过集团财务业务的集中管理，构建横向融合、纵向集成、集中管理的财务管控体系。
资产集约化	基于资产的规划设计、采购建设、运营管理、技改退役的全生命周期，通过计划管理、项目管理、物资管理、设备管理、财务管理五大业务的一体化集成应用，全面管理资产的技术、价值、费用、收益四大属性，实现安全可靠、使用管理效率、使用寿命、全生命周期成本和收益等指标综合最优。
供应链集约化	在确保提供稳定安全的电能产品的前提下，发挥规模优势，通过对于企业供应链的各个环节（物资供应、燃料供应）的集团化运作和精细化管理，降低成本。
集团风险管控	在建立健全集团风险管理体系的基础上，利用各种风险管理工具，把风险管理与内控管理融入日常经营活动，加强专业领域的风险治理，帮助集团企业实现全面风险管理目标。
集团决策支持	通过数据抽取工具，抽取各类经营业务数据，形成数据仓库与数据集市，然后利用各种分析工具，进行绩效评价、对标分析、专题分析等决策分析，为集团考核评价和决策提供高效准确的信息支持。
数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心整理	

结合公司GRIS软件主要功能，十二五期间国家电网“SGERP”项目的风险管控和BI（商业智能分析）模块等方面，公司产品都面临良好的机遇。

2009年国资委开始要求下属央企自愿提供年度风险管理报告，近年来电力行业都开始着手建立自己的风险管理体系。随着包括电力行业在内的央企对风险管理的重视度不断提高，通过信息化手段实现风险管控的需求逐步显现。国家电网的管理软件系统主要提供商为SAP和公司，而SAP自身的风险管理模块设计侧重于美国塞班斯法案相关的要求，与国内风险管控实际需求差别较大，因此公司在此领域面临良好的市场机遇。我们按照国家电网和南方电网一个省实现500万软件产品的情况来估计，风险管控系统的市

场规模在几亿元，如果同时考虑咨询和项目实施环节的收入，整体市场规模应当更大。

BI（商业智能）是符合“SGERP”工程主要目的——通过数据分析支持决策——的方向性产品，远光GRIS具备成熟的集团决策支持模块，而且更加符合国内实际需求，我们预计未来可能和SAP的海波龙商业智能分析软件一起获得国家电网方面的相关采购。

供应链管理系统有望在发电侧市场取得突破

与电网市场上国网和南网的寡头垄断不同，发电市场上国电、华电、华能、大唐、中电投等五大发电集团只占50%左右的市场份额，其余市场由各地方发电集团占据，发电市场从结构上相对更加分散。

2011年公司的经营重点转向发电侧市场，考虑到发电市场更加分散的客户结构，我们认为公司在发电侧市场份额的提升将更加平稳，同时分散的客户结构也将使销售费用出现相对过去更快的增长。目前公司已经建立了完善的解决方案体系，提供了覆盖电力主业、辅业、多经、农电的细分市场，以及包括财务、资产、供应链等方面的专业解决方案。

以供应链管控解决方案（燃料、物资、电力销售与价格管理）为例，电力供应链的管理对电力企业降低成本，提高盈利能力具有显著影响。上述细分解决方案已在电网侧和发电侧的推广应用均取得了较大突破。

2010年，远光已经成功与国电集团合作建设集团燃料管控项目。作为国电集团“GD193”规划的重要部分，燃料系统的成功实施，将成为远光继国电集团财务信息系统建设之后的又一发电集团级管控产品的标杆工程，也为后续进入其他发电集团燃料管控市场奠定了基础。

农电改制再启动，潜在市场规模

“趸售代管”是当前农网改造的体制性障碍

我国农村电网改造早在1998年就已经启动，在农网改造之前，当时全国的电网由国家与地方两大电网构成。全国2400多个县级供电企业中，直管直供县、趸售县、自管自供县各占三分之一。直管直供县供电企业，其配电网资产主要属于中央财政，趸售县和自管自供县供电企业，其配电网资产主要属于地方财政。

1998年，针对因农村电力管理体制混乱和农村电网老化落后所造成的农村“用电难、用电贵”等问题，以“两改一同价”（改造农村电网、改革电力体制，实施同网同价）为重点的第一次全国农电改革展开。1999年，作为当时电力主管部门的国家经贸委颁发了《关于加快农村电力体制改革加强农村电力管理的意见》（业内俗称“2号文件”），计划用三年时间完成农村电力体制改革任务。

但十多年来农电改革并未取得预期效果，推进农电改革的关键障碍之一在于趸售代管的县级供电企业及其电网。我国农村电网一直实施“代管体制”，即县级供电企业属于地方，但由省电力公司代为管理。

上世纪90年代末国家在实行“两改一同价”时提出农电体制改革的总体要求是“对趸售县供电企业，原则上应上划由省（市、区）电力公司直接管理；暂时不能上划的，可以在产权关系不变的前提下，由省（市、区）电力公司代管，或者按照建立现代企业制度的要求，通过参股入股等方式，逐步改组为有限责任公司或股份有限公司”。

在当时的背景下，趸售代管只是作为一种过渡性管理措施，但由于产权关系不清晰，目前国家电网公司系统趸售代管县供电企业还有600多家，占全部县供电企业的30%以上。这种代管体制已成为农网投资的体制性障碍。

新一轮农电改造已开始，要求3年内理顺农村电力管理体制

目前新一轮农村电网升级改造已经拉开序幕，2010年7月全国农村电网改造升级工作会议提出在未来三年，将全面取消县级供电企业“代管体制”，理顺农村电力管理体制，以省为单位实现城乡各类用电同网同价。

此次农网改造的目标是，要通过3年左右时间对农网进行改造升级工程建设，使没有改造过的农村电网基本改造到位，并解决新的农村电网供电能力不足问题，农村居民生活用电得到较好保障，农业生产设施用电问题得到基本解决。全面取消县级供电企业“代管体制”，理顺农村电力管理体制，以省为单位实现城乡各类用电同价目标，基本建成安全可靠、节能环保、技术先进、管理规范的新型农村电网。

目前国家能源局已经根据这一目标，制定出了农网改造升级工程规划和技术原则，并要求各地明确三年农网改造升级目标、工作任务、建设重点、建设方案以及投资需求，制定农网改造升级工程三年规划和分年度建设方案。重点解决农网改造和升级、农电管理体制和同网同价具体目标。

农网改造背景下，远光EAP产品面临良好发展机遇

远光EAP定位于电力行业中小企业、单体企业和小型集团公司的信息化应用，我国农村电网单位从规模上正是匹配远光EAP软件的目标客户群。

在2010年农村电网新一轮改造启动之前，国内农村电网单位的财务基础相对薄弱，信息化程度也较为落后。新一轮农网改造的启动将有助于农网单位财务基础提高，为提高效率和管理水平，信息化建设需求将进一步释放。

根据中电联的统计数据，2005年我国有各类农电单位7000多家，即使按照每个单位5万元的初始信息系统投资额度，也有3-5亿元的市场规模，如果考虑后续增加模块和软件升级，其市场规模将远远扩大。

首次给予“买入”投资评级

公司是国内ERP行业深化应用的龙头企业，在电力行业具备丰富经验，对国家电网等超大规模企业客户的业务需求和IT架构的深入理解也构建了较高的进入壁垒。

按照目前公司最新的2.60亿股本，不考虑华凯房地产2011年收入，我们预测公司2011年-2013年的全面摊薄EPS分别为0.94元、1.31元和1.87元，对应2011年-2013年动态市盈率分别为26倍、18倍和13倍。给予“买入”的投资评级，按照2011年30倍PE，给予12个月合理目标位28.2元。

风险提示

电力行业新订单签订低于预期的风险；核心员工流失的风险。

资产负债表

单位：百万元

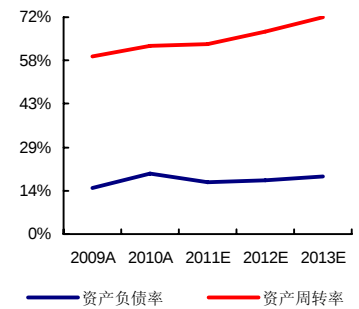
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	481	704	960	1,372	1,988
货币资金	401	565	791	1,152	1,681
应收及预付	81	93	125	174	258
存货	0	7	5	7	10
其他流动资产	0	39	39	39	39
非流动资产	128	211	219	230	236
长期股权投资	79	125	125	125	125
固定资产	44	78	88	99	104
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	3	6	6	6	6
其他长期资产	2	2	0	0	0
资产总计	609	916	1,179	1,602	2,224
流动负债	87	162	205	289	424
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	87	162	205	289	424
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	7	23	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	7	23	0	0	0
负债合计	94	185	205	289	424
股本	198	259	259	259	259
资本公积	32	56	56	56	56
留存收益	284	416	660	999	1,486
归属母公司股东权益	514	730	974	1,313	1,800
少数股东权益	1	1	1	1	1
负债和股东权益	609	916	1,179	1,602	2,224

利润表

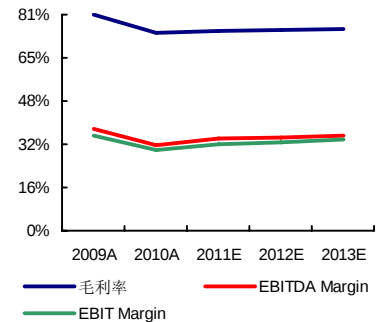
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	310	479	664	938	1383
营业成本	59	125	169	234	338
营业税金及附加	5	7	10	14	21
销售费用	46	49	60	80	111
管理费用	89	153	209	300	443
财务费用	-1	-4	-7	-10	-14
资产减值损失	3	2	6	2	4
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0
投资净收益	13	57	42	47	45
营业利润	122	201	259	364	527
营业外收入	5	10	8	9	8
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	127	210	267	372	534
所得税	11	19	24	33	47
净利润	116	191	243	339	487
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	116	191	243	339	487
EBITDA	118	152	229	326	491
EPS (元)	0.44	0.74	0.94	1.31	1.87

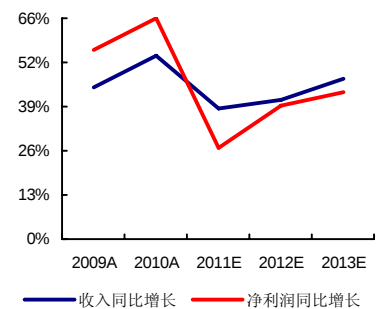
资产负债率趋势



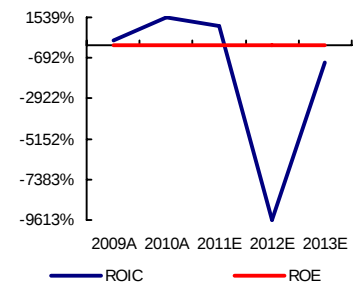
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

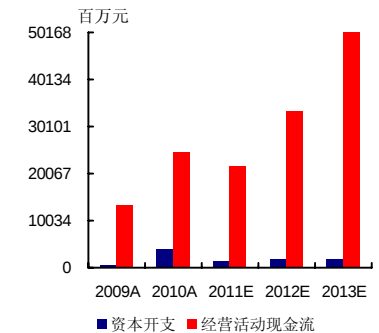
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	132	246	216	333	502
净利润	116	191	243	339	487
折旧摊销	8	8	13	16	20
营运资金变动	18	96	9	31	44
其它	-10	-50	-48	-53	-49
投资活动现金流	66	-71	27	27	27
资本支出	-6	-40	-15	-19	-18
投资变动	73	-31	42	47	45
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	0	-11	-17	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	-17	0	0
股权融资	0	9	0	0	0
其他	0	-20	0	0	0
现金净增加额	199	164	227	361	529
期初现金余额	206	401	565	791	1,152
期末现金余额	405	565	791	1,152	1,681

主要财务比率

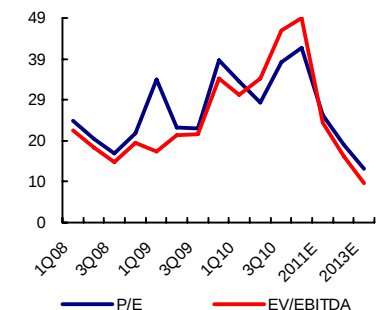
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	44.9%	54.5%	38.7%	41.2%	47.5%
营业利润	62.5%	65.3%	28.9%	40.5%	44.6%
归属于母公司净利润	56.2%	65.5%	27.1%	39.5%	43.6%
获利能力					
毛利率	80.8%	73.9%	74.6%	75.1%	75.6%
净利率	37.3%	40.0%	36.6%	36.2%	35.2%
ROE	22.5%	26.2%	25.0%	25.8%	27.1%
ROIC	269.2%	1538.7%	1047.4%	-9613.0%	-957.9%
偿债能力					
资产负债率	15.4%	20.2%	17.4%	18.0%	19.0%
净负债比率	-77.7%	-82.6%	-85.2%	-90.7%	-95.5%
流动比率	5.55	4.36	4.68	4.75	4.69
速动比率	5.54	4.30	4.65	4.71	4.66
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.63	0.63	0.67	0.72
应收账款周转率	5.83	6.19	6.07	6.11	6.09
存货周转率	34.76	34.60	34.66	34.64	34.64
每股指标 (元)					
每股收益	0.44	0.74	0.94	1.31	1.87
每股经营现金流	0.51	0.95	0.83	1.28	1.93
每股净资产	2.60	2.83	3.77	5.08	6.96
估值比率					
P/E	51.2	42.2	26.0	18.7	13.0
P/B	8.8	11.0	6.5	4.8	3.5
EV/EBITDA	34.6	49.1	24.1	15.8	9.4

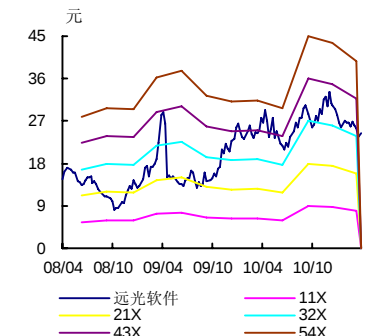
资本支出与经营活动现金流



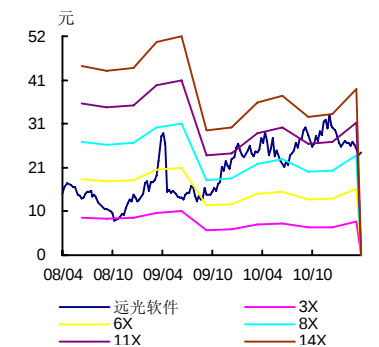
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发计算机行业研究小组

惠毓伦，分析师，中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师，15 年计算机、光电、集成电路、军工领域工作和研究经历，11 年证券营业部和证券研究所从业经历。

邵卓，研究助理，北京邮电大学信号与信息处理硕士，曾在明基（西门子）移动通信研发中心、IBM 中国软件开发实验室工作，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：sz3@gf.com.cn，010-59136687。

康健，研究助理，美国南加州大学金融数学硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：kangjian@gf.com.cn，010-59136690。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。