

远光软件(002063)

公司研究/深度报告

发电侧爆发在即，业务软件再造一个远光

民生精品---深度研究报告/计算机及信息服务业

2011 年 05 月 25 日

报告摘要:

● 公司是信息化改造传统产业最佳案例，将充分受益电力信息化投资盛宴

集团化、集约化到智能化，电力信息化投资高潮刚刚开始。公司软件在电力行业的份额仅在 5% 左右，距离“天花板”尚早。两大电网、发电侧及非电领域将先后公司快速成长，公司的客户结构和业务结构日趋合理，收入来源逐步分散，经营风险将显著降低。

● 集团化改造正当时，GRIS 仍将较快增长，预计未来三年 CAGR 在 35% 以上

- 1) 发电侧市场爆发在即，五大发电集团财务管控市场潜在空间至少为 10 亿。我们判断，发电侧集团财务管控系统有可能在国电集团率先取得突破。
- 2) SG-ERP 以集约化和深化应用为主，投资规模和 SG186 是同一个数量级，公司市场份额将提升，服务收入是成为重要来源，预计国网财务管控收入规模将基本保持稳定。
- 3) 南网“十二五”期间投资增速将高于国网。预计南网集团化管控软件投资规模将在国网的 1/5 左右，公司有望获得 2-3 亿元的订单，FMIS 未来 3 年 CAGR 在 35% 以上。

● “集约化”趋势下，业务软件有望再造一个远光

- 1) 在电力行业市场化改革推动下，信息化投资重心正向精细化管理转移，业务软件，包括供应链管理、EAM、电力营销管理等都将迎来历史性机会。
- 2) 业务软件电网和发电侧均有应用，规模超财务软件，我们估计市场容量在 20 亿以上。
- 3) 业务软件是公司未来两年的最重要突破点，公司已经取得一定进展，预计业务软件收入未来 3 年 CAGR 在 80% 以上，收入规模 5 年内有望与财务软件相当。

● 受益农网改造，预计新纪元未来三年复合增长率约为 35%

新一轮农网改造全面启动，最直接的影响是大量基层电力单位采购财务软件。我们预计，新纪元未来三年复合增长率约为 35%，2013 年贡献收入有望超过 2.6 亿元。

● 非电领域 11 年将有所斩获，收入贡献将逐步加大

公司向非电领域拓展主要有两大方向：一是向电力生产以外客户领域，二是向电力行业业务需求的非电领域拓展。我们认为，公司向非电领域拓展的条件已基本具备，但受核心实施人员和销售资源限制，对收入产生重大贡献仍需等待。

● 上调至“强烈推荐”评级，6 个月目标价 22.8 元

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.72、0.98 和 1.34 元，对应 PE 为 24.5、18.2 和 13.3 倍。我们看好公司在电力行业信息化投资盛宴中不断发展壮大，上调公司至“强烈推荐”评级，给予 6 个月目标价 22.8 元，对应 2012 年主营业务 PE 为 25x。

● 催化剂

签订大单、收购兼并、推出新产品

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	479	695	980	1,377
增长率(%)	54.46%	45.16%	41.02%	40.46%
归属母公司股东净利润(百万元)	191	243	330	452
增长率(%)	65.53%	27.27%	35.56%	37.05%
每股收益(元)	0.57	0.72	0.98	1.34
PE	31.46	24.72	18.23	13.30

资料来源：民生证券研究所

强烈推荐

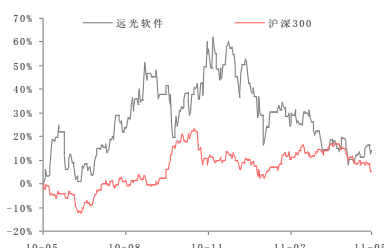
上调

合理估值：22.8 元

交易数据(2011-05-24)

收盘价	18.15
近 12 个月最高/最低	26.22/15.06
总股本(百万股)	337.38
流通股本(百万股)	286.36
流通股比例%	84.88
总市值(亿元)	61.23
流通市值(亿元)	51.97

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：李晶

执业证书编号：A0230511040049

联系人：沈海兵

电话：(8621)68885169

Email: shenhaibing@mszq.com

相关研究

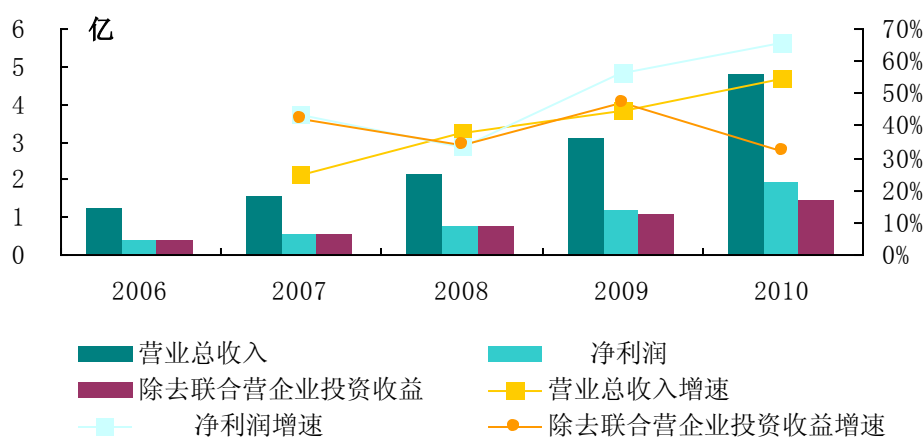
目录

引言——信息化改造传统产业的最佳案例	3
一、充分受益电力行业信息化投资盛宴	5
（一）电力信息化投资高潮刚刚展开	5
（二）距离“天花板”尚早，公司有望在竞争中胜出。	6
（三）先纵后横，走向均衡发展	7
二、集团化改造正当时，GRIS 仍将较快增长	7
（一）发电侧市场爆发在即，国电有可能率先取得突破	7
（二）国网投资力度不减，公司份额有望提升	8
（三）南网 FMIS 二期进入收入确认高峰	10
三、“集约化”趋势下，业务软件将再造一个远光	10
（一）信息化投资重点从资产安全转向精细管理	10
（二）电力行业业务软件规模超财务部分	11
（三）依托财务管控，业务软件收入规模 5 年内有望与财务相当	11
四、受益农网改造，新纪元有望继续较快增长	12
五、非电领域收入贡献将逐步加大	13
六、盈利预测与估值	14
插图目录	17
表格目录	17

引言——信息化改造传统产业的最佳案例

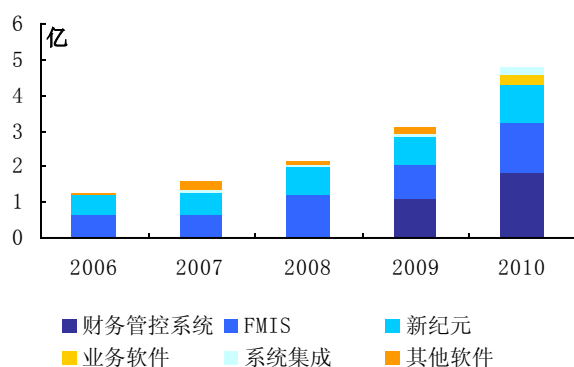
公司是电力行业信息化本土领先企业，将充分受益行业的高速成长，市场份额稳步上升。公司具有显著投资价值，我们看好其在电力行业信息化改造中不断发展壮大：1) 发电侧爆发在即，财务管控系统有可能在国电集团率先取得突破；2) “集约化”趋势下，业务软件有望再造一个远光；3) 受益农网改造，新纪元有望继续较快增长；4) 非电领域 11 年将有所斩获，收入贡献将逐步加大。

图 1: 公司在电力行业信息化建设改造中不断发展壮大



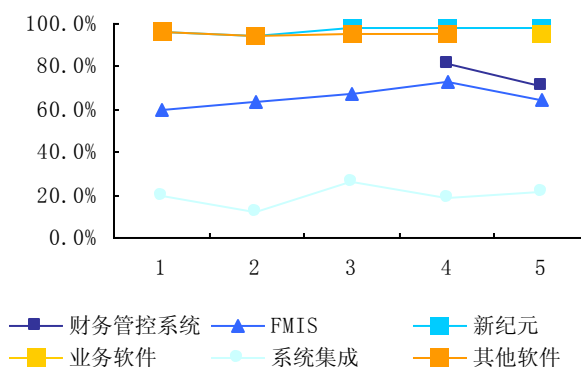
资料来源: 民生证券研究所

图 2: 远光软件收入结构



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 3: 远光软件各项业务毛利率



资料来源: wind, 民生证券研究所

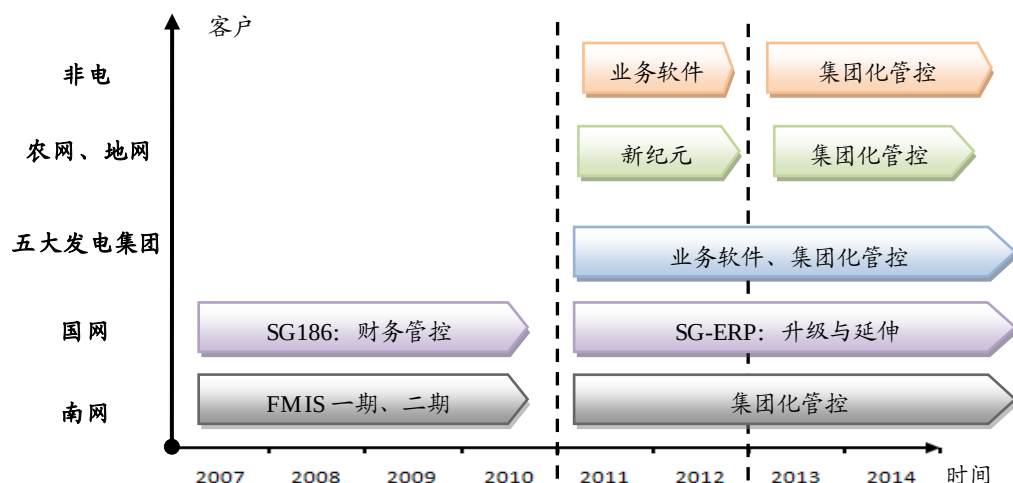
与大众不同的观点:

1) 集团化、集约化到智能化，电力信息化投资高潮刚刚开始。电力行业的信息化从 2009 年开始进入高峰期，并且还将持续多年，各大企业的新项目、新需求将层出不穷，是公司业绩增长的最大驱动力。

2) 未来两年推动公司成长的主要还是发电侧的开拓以及业务软件的推广。我们判断，财

务管控系统有可能在国电集团率先取得突破。电力行业业务软件规模超财务部分，有望再造一个远光。非电领域的拓展条件已基本具备，但对收入有重大贡献仍需等待。

图 4：公司成长的驱动要素



资料来源：民生证券研究所

我们认为，公司当前的投资价值在于：

一、集团化改造正当时，GRIS 仍将较快增长，预计未来三年 CAGR 在 35% 以上。

1) 五大发电集团建立集团化管理运作模式的进程与国网 2006 年的情况较为类似。发电侧市场爆发在即，财务管控市场潜在空间至少为 10 亿，超过国网。我们判断，发电侧集团财务管控系统有可能在国电集团率先取得突破。

2) SG-ERP 以集约化和深化应用为主，投资规模和 SG186 是同一个数量级，公司市场份额将提升。随着免费质保期逐步到期，服务收入将成为重要来源。国网财务集约化系统已进入实施高峰期，我们预计来自国网的财务管控收入规模将基本保持稳定。

3) 南网信息化建设落后于国网，预计“十二五”期间投资增速将高于国网。信息化应用向集团级方向转变，预计南网集团化管控软件未来投资规模将在国网的 1/5 左右，公司有望获得 2-3 亿元的订单，来自南网的 FMIS 软件收入将稳步提高，未来 3 年 CAGR 在 35% 以上。

二、“集约化”趋势下，业务软件再造一个远光，预计未来 3 年 CAGR 在 80% 以上。

1) 在电力行业市场化改革推动下，信息化投资重心正向精细化管理转移，业务软件，包括供应链管理、EAM、电力营销管理等都将迎来历史性机会。

2) 业务软件销售规模市场空间广阔，长期看甚至可能超过财务软件。业务软件在电网和发电侧都有应用，我们估计市场容量在 20 亿以上。

3) 财务管控的领先优势有助于公司向业务软件领域拓展业务。业务软件是公司未来两年的最重要突破点，公司已经取得一定进展，预计业务软件收入规模 5 年内有望与财务软件相当。

三、受益农网改造，预计新纪元未来三年复合增长率约为 35%。

新一轮农网改造全面启动，最直接的影响是大量基层电力单位采购财务软件，相应地，公司的财务管理新纪元有望继续较快增长。根据测算，新纪元未来三年复合增长率约为 35%，我们预计 2013 年贡献收入有望超过 2.6 亿元。

四、非电领域 11 年将有所斩获，收入贡献将逐步加大。

公司向非电领域拓展主要有两大方向：一是向电力生产以外客户领域，二是向电力行业业务需求的非电领域拓展。我们认为，公司向非电领域拓展的条件已基本具备，但受核心实施人员和销售资源限制，对收入产生重大贡献仍需等待。

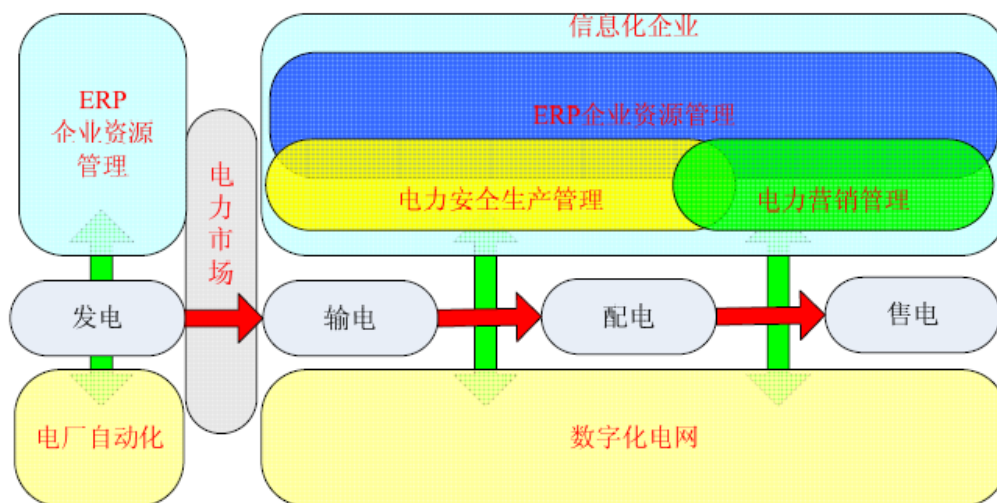
我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.72、0.98 和 1.34 元，对应 PE 为 24.5、18.2 和 13.3 倍。在不考虑华凯投资收益和兼并收购的情况下，预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.65、0.91 和 1.27 元。考虑到公司是细分行业领先企业，将充分受益电力信息化投资盛宴，市场份额稳步上升。发电侧爆发在即，推动集团财务管控系统快速增长；业务软件市场容量超财务，有望再造一个远光。我们看好公司在电力行业信息化改造中不断发展壮大，上调公司至“强烈推荐”评级，给予 6 个月目标价 22.8 元，对应 2012 年主营业务 PE 为 25x。

一、充分受益电力行业信息化投资盛宴

（一）电力信息化投资高潮刚刚展开

集团化、集约化到智能化，电力信息化投资高潮刚刚开始。电力行业是应用信息技术较早的行业之一，从 60 年代的初始准备阶段，到 80 年代的专项业务应用阶段，再到 90 年代以后的管理信息化阶段。集团化、集约化和智能化是电力行业信息化长期发展趋势。总体而言，目前我国电力行业信息化进入集团化改造高峰期，行业领先企业国家电网已经开始从集团化向集约化过渡，而地方电力和农网发展则相对滞后，集团化改造刚刚展开。智能化则是长期发展趋势，智能电网也是未来十年电力行业信息化建设重点，总投资达到 4 万亿元，想象空间非常广阔。我们认为，集团化、集约化到智能化将先后推动电力行业信息化建设，电力信息化投资未来 10 年将高潮迭起。

图 5：电力行业信息化

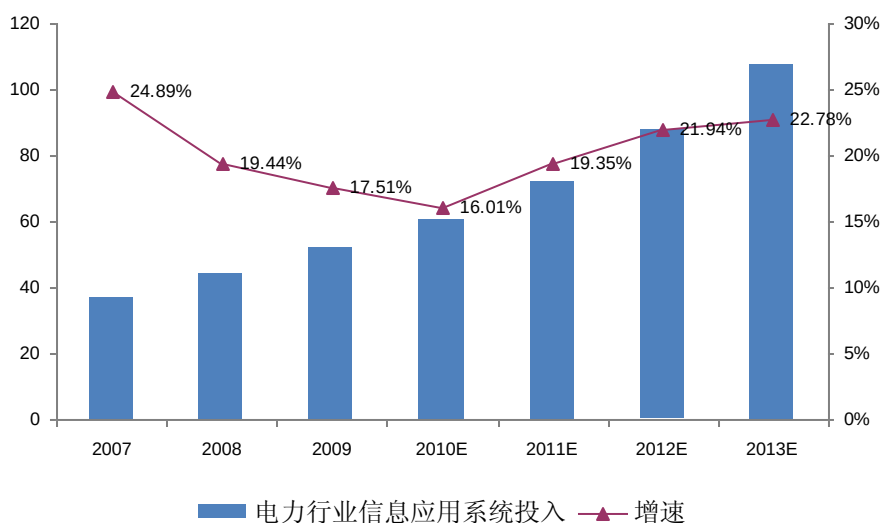


资料来源：新世纪招股说明书，民生证券研究所

（二）距离“天花板”尚早，公司有望在竞争中胜出。

公司在电力行业仍大有可为，未来有望在竞争中胜出。电力行业信息化市场整体容量在 200 亿以上，公司市场份额仅在 5% 左右，距离“天花板”尚早。两大电网加上五大发电集团的总资产占国有资产的 1/6，大型优质客户保证了源源不断的信息化需求，公司能否发展壮大的是自身竞争力的提高。在集团化、集约化到智能化的梯次推动下，公司将充分分享行业的高速成长。另外，公司作为电力信息化本土领先企业，未来将逐步蚕食跨国企业和国内跟随者的市场份额，市场占有率将稳步提升。例如某大型发电集团原先采用国外厂商的 ERP 系统，11 年将开始逐步选用远光产品进行替代。

图 6：电力行业信息应用系统投入未来 3 年 CAGR 超过 20%



资料来源：CCID，民生证券研究所

（三）先纵后横，走向均衡发展

考虑到公司在电力行业的广阔市场空间以及公司的行业领先地位,我们认为公司未来几年的发展将先纵后横:先纵向深耕电力行业,把产品从财务领域扩展到业务领域,逐步提供全面的解决方案,然后再考虑横向渗透到其它非电行业,包括大型央企的财务管控和业务管理需求。

公司并不属于“大订单驱动型”企业,承接 SG186 的财务管控项目一方面说明电力行业信息化投资在加速,另一方面也说明公司整体竞争力的上升。我们认为,两大电网、五大发电集团、农网地电及非电领域拓展将先后成为拉动公司快速成长的主要动力,公司的客户结构和业务结构日趋合理,收入来源逐步分散,经营风险将显著降低:

1) 发电侧爆发在即,财务管控系统有可能在国电集团率先取得突破。我们预计,今年发电侧贡献的收入比例为 20-25%,3 年内收入占比将超过 1/3;

2) 业务软件是未来几年最重要突破点,从长期来看市场容量超过财务,依托财务管控,业务软件有望再造一个远光;

3) 非电领域 11 年将有所斩获,从差异化竞争渗透业务到切入财务管控核心领域,预计收入贡献将逐步加大。

二、集团化改造正当时,GRIS 仍将较快增长

（一）发电侧市场爆发在即,国电有可能率先取得突破

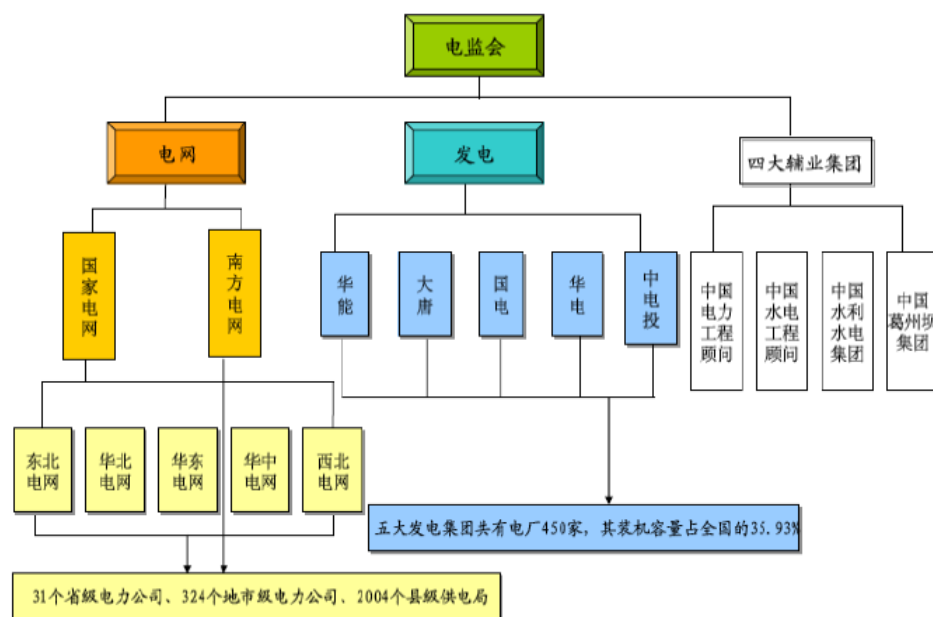
过去几年,由于内部整合不足导致采购比较零散,发电侧市场对公司的营收贡献较小。2008 年以来,大规模的电厂建设和煤价的持续高涨致使发电企业经营压力骤然增大。面对激烈竞争,各大发电集团把信息化建设提到战略高度,希望借助信息化改造推动电力工业现代化,提升集团化运营能力和决策水平,帮助发电企业走出困境。我们认为,随着发电企业信息化改造的推进,发电侧市场今后几年有望取得重大突破:

1) 五大发电集团正逐步建立集团化的管理运作模式,与国网 2006 年的情况较为类似。国内电力行业的竞争是集团与集团的竞争,大型集团解决方案是发展趋势,用友和金蝶增长较快的也是 NC 与 EAS 等高端产品,公司在大型集团解决方案领域领先于国内主要企业 2-3 年。我们认为随着各大发电集团进行统一、集中的信息化建设,公司在发电侧市场的份额将迅速提升,提供的潜在市场空间将不低于国网。

2) 地方电力和农电中的一些大型集团未来也有集团化管控需求。“十二五”期间,国家将加大对于农电的投入,我国电力行业信息化改造(尤其是发电集团及农电)尚处在起步阶段,未来市场需求强劲,公司收入将持续高增长。而地电中粤电、鲁能、皖能等企业都是大型集团,未来也有集团化管控的需求。

3) 出于改善经营管理需要,电厂投资设备、物资、燃料管理软件的潜在需求旺盛。由于这些业务属于非财务领域,我们将其放到后面业务软件部分详细讨论。

图 7：电力行业体系



资料来源：民生证券研究所

我们假定，财务管控做到五大发电集团的二级单位，平均每个二级单位支出 1000 万。根据统计，五大发电集团下属二级单位中经营电力主业的企业超过 100 家，发电侧集团财务管控潜在市场空间至少为 10 亿，超过国网。需要说明的是，我们还没有考虑地电的市场容量，像粤电、鲁能和皖能等实力比较雄厚的企业未来都可能做集团财务管控。

表 1：发电侧集团财务管控市场空间测算

集团公司	二级企业		三级企业	
	发电主业	非发电企业（包括能源、交通、检修等电力配套企业及直属机构）	发电主业	非发电企业（包括能源、燃料、交通、检修等电力配套企业）
中电投	24	8	148	47
华电	34	12	-	-
大唐	18	8	139	64
国电	27	15	-	-
华能	27	22	-	-

资料来源：公司网站，民生证券研究所

我们认为，财务管控系统今年极有可能在国电集团率先取得突破，预计今年收入规模有望超过 1 个亿。公司去年在发电侧市场获得的订单增长了 80%以上，今年公司在相关领域的投入还将增加一倍，以期获得更大的突破。我们判断，国电集团之后其他四家电力集团也将取得突破，再综合考虑发电侧的业务软件收入，预计 3 年内发电侧贡献收入可能超过 1/3。

（二）国网投资力度不减，公司份额有望提升

随着 SG186 临近尾声，市场可能担心公司来自国网的收入会大幅下滑。SG-ERP 是原来

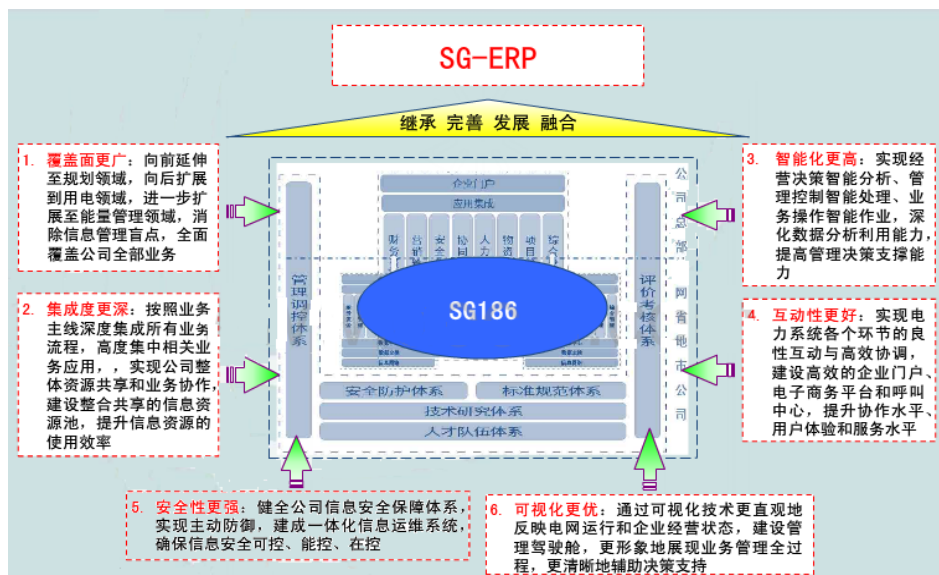
SG186 基础上的系统深化以及产品延伸，拉开了国内电力行业信息化由“集团化”向“集约化”转变的大幕。我们认为，受益于投资规模加大、公司份额提升以及服务收入增加，来自国网的收入会基本保持稳定，甚至会有一定程度的上升。

1) SG-ERP 是未来国家电网公司信息化的核心，投资规模和 SG186 是同一个数量级。SG-ERP 是在 SG186 的基础上进行继承式发展与提高，其复杂程度与投入都要远高于 SG186。SG186 最终实际投入金额在百亿元左右，我们预计 SG-ERP 在“十二五”期间的总投入将在百亿元以上。

2) SG-ERP 以集约化和深化应用为主，公司市场份额将提升。在 SG-186 中，公司仅提供财务部分，没有涉及核心模块。对 SG-ERP 而言，套装软件无法满足应用深化方面的需求，SAP 也无法进行大量的定制开发。国内厂商，尤其是像远光这样的领先企业将显著受益，在整个项目中的份额将有望提升。具体而言，远光 GRIS 的风险管控和集团决策支持模块相比 SAP 更加符合国内实际需求，面临良好的市场机遇。公司有望由此前单纯承担财务管控模块向财务集约化、审计、税务、风险管理、资产管理等整个“大财务”领域拓展。

3) 随着免费质保期逐步到期，服务收入将成为重要来源。系统建成一年后开始收取服务费，金额一般是软件收入的 20%-25% 左右。根据财务管控 3.47 亿的合同金额计算，预计今年服务收入将达到 7000 万元以上，维护服务对公司收入的贡献将明显加大。未来随着系统建设的不断增加，服务收入也将稳步增长。

图 8：SG-ERP 是对 SG186 的深化和延伸



资料来源：国家电网，民生证券研究所

2010 年四季度，公司已先后完成了国网下属近十个省网公司的财务集约化试点项目并顺利通过验收。我们认为，国网财务集约化系统已进入实施高峰期，预计相关项目将从 2011 年起开始确认收入。此外，SG186 今年还将确认的收入规模在 6100 万元左右。需要说明的是，因为电力机构合同审批立项是个复杂的过程，根据行业惯例，公司一般首先与电力机构达成意

向，项目做到一定阶段会补签合同作为结算工具。虽然目前还没有签订大单，但不排除年底签单的可能。公司派驻在国网的员工有增无减，我们预计来自国网的财务管控收入规模将基本保持稳定。

（三）南网 FMIS 二期进入收入确认高峰

FMIS 从 2001 年开始推广，是集财务、业务于一体的大型管理软件。目前公司已经有了较为成熟的工程、物资和资产等业务解决方案。南网 FMIS 二期项目在 2010 年下半年完成系统上线，预计今年南网 FMIS 后续项目将陆续启动；从长期来看，南网 FMIS 工程离国网 SG186 的集团化管控水平还有一定差距，未来很可能在 FMIS 基础升级。由于南网的资产规模是国网的 1/4，下辖省份数是国网的 1/6，我们预计，**南网集团化管控软件的投资规模将在国网的 1/5 左右，公司有望获得 2-3 亿元的订单，未来几年来自南网的 FMIS 软件收入将稳步提高，3 年 CAGR 在 35% 以上。**

1) “十二五”期间，**南网信息化投资增速将高于国网**。现阶段，南网信息化建设落后于国网。在 2010 年信息化工作会议上，南方电网要求全网系统积极推进信息化建设工作，确保公司信息化水平达到央企 B 级上游水平。而南方电网“十二五”规划强调信息化建设从业务驱动型转向战略驱动型、从分散建设向集中建设、从部门级应用向企业级应用“三个转变”，建设以集成、共享、协同为目标的“一体化应用体系”。

2) **信息化应用向集团级方向转变，FMIS 有望高速增长**。南网信息化建设是自下而上的，过去信息化主要集中在各个单体，集团层面做的比较少。随着南网将信息化建设提升到战略高度，集团化信息需求将集中爆发，FMIS 有望高速增长。

三、“集约化”趋势下，业务软件将再造一个远光

（一）信息化投资重点从资产安全转向精细管理

随着电力体制改革的逐步推进以及电力市场全方位竞争格局的逐渐形成，电力企业要想在竞争中立于不败之地，精细化管理是必须迈过的一道坎。精细化管理要求对生产流程、管理流程进行科学细分和合理优化的过程。电力行业的性质要求资产安全是第一位的，因而过去自动化建设也比较多，管控系统中的相当一部分也是资产安全为目的。电荒的出现，一方面意味着未来电力行业投资规模将加大，另一方面也要求电力行业加强精细化管理。**资产安全仍然是电力信息化建设的基础，但信息化投资重心正向精细化管理转移。业务软件，包括供应链管理、EAM、电力营销管理等都将迎来历史性机会。**

表 2：我国电力企业改革历程

时间	事件
1997 年	国家电力公司成立
1998 年 9 月	颁布《国家电力公司系统公司制改组实施方案》
2002 年 1 月	煤市场化改革：取消电煤指导价
2002 年 12 月	国家电力公司拆分为两大电网公司和五大发电集团
2003 年 7 月	《电价改革方案》出台

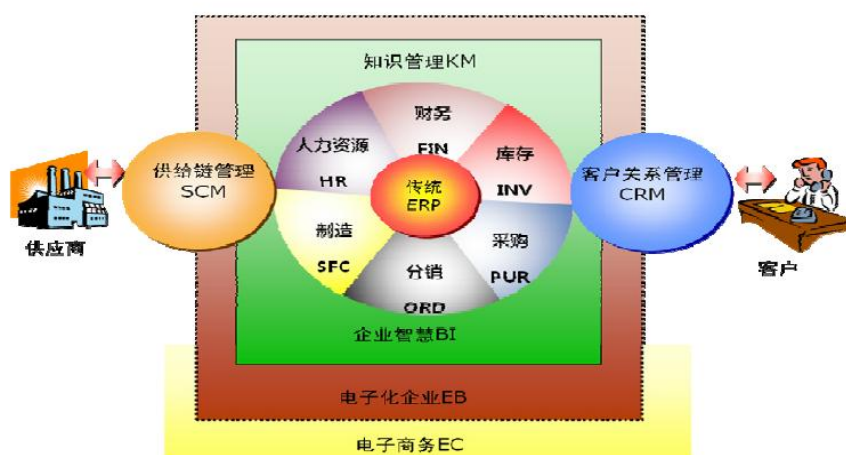
2004 年 3 月	出台标杆上网电价政策
2004 年 12 月	出台煤电价格联动机制措施
2005 年 3 月	制定与《电价改革方案》相配套的三个实施办法
2006 年 2 月	“十一五”电力体制改革任务确定
2006 年 6 月	煤电二次联动
2007 年 3 月	关停小火电
2008 年 3 月	温总理《政府工作报告》指出继续深化电价改革
2008 年 7 月和 8 月	电价两次上调
2009 年 10 月	电力用户与发电企业直接交易试点正式启动
2009 年 10 月	发布《关于规范电能交易价格管理等有关问题的通知》
2009 年 11 月	小幅调高上网电价及零售电价
2010 年 5 月	清理对高耗能产业电价优惠
2010 年 11 月	出台《电力需求侧管理办法》
2011 年 1 月	投资 3000 亿元实施新一轮农村电网改造升级工程

资料来源：民生证券研究所

（二）电力行业业务软件规模超财务部分

我们将电力行业信息化软件分为财务和业务两大部分，前者标准化程度较高，因而开发难度较低，但每个会计主体都需要使用；后者个性化要求会比较高，因而开发难度会更高一点，但并不是所有会计主体都需要上业务软件。虽然业务软件只会覆盖一部分会计主体，但业务软件模块售价总额肯定要大幅超过财务软件，这一点从通用 ERP 中财务模块占比不大就可以看出。我们认为，业务软件销售规模市场空间广阔，长期看甚至可能超过财务软件。

图 9：财务模块仅仅是 ERP 的一小部分



资料来源：民生证券研究所

国内约有 1000 家电厂，每家电厂的设备、物资、燃料管理软件的潜在需求超过 100 万元，市场空间超过 10 亿；县级供电局超过 2000 家，每家供电局也需要 EAM、设备管理等系统，预计市场空间也在 10 亿元以上。电网和发电侧两者相加，业务软件市场容量在 20 亿元以上。

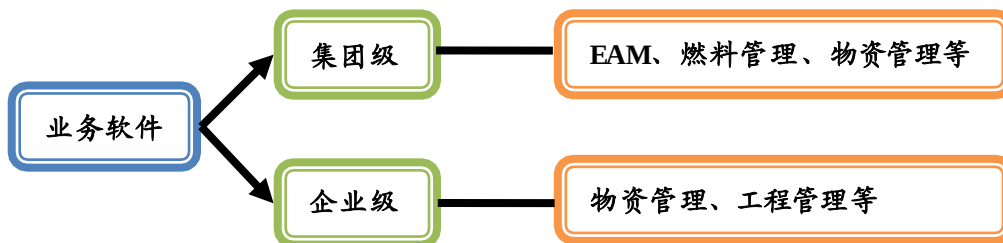
（三）依托财务管控，业务软件收入规模 5 年内有望与财务相当

财务资源管控是大型电力企业集团化管控的核心，财务管控的领先优势有助于公司向业务软件领域拓展业务。公司推广业务软件的竞争对手主要分为两种，一种是 SAP、Oracle、用友和金蝶等国内外大型企业管理软件提供商；另一种是年收入 5000 万以下的专业小厂商。对前者而言，公司的产品适应程度更佳。对后者而言，公司能够提供更全面的一站式解决方案。我们认为，公司有望在竞争中胜出，逐步提高电力行业业务软件领域的市场份额。

公司在业务系统领域已经取得一定进展：公司已获得了中电投、地电及铝业企业等 EAM 订单。2010 年已经与国电集团合作建设燃料管控系统，预计 2011 年将完成所有国电集团电厂级燃料系统部署。2010 年新发布的“远光物资管理系统 V4.0”产品在农电、多经市场也销售良好。

业务软件是未来两年的最重要突破点，预计收入规模 5 年内有望与财务软件相当。目前业务软件收入贡献较小，主要原因是电力行业专业软件目标客户是基层电力企业，且集中于发电侧，难以获得类似于 SG186 项目这种自上而下全面推广实施的大单，公司资源也一直集中在集团财务管控系统、FMIS 上。公司已经成立了 EAM 和发电事业部，加大了电力行业专业软件的研发和推广力度。公司致力于将设备、物资、燃料、基建与财务管理结合起来，形成完整的发电行业软件产品线。未来几年，电网和发电侧、单体和集团都会应用我们的产品，预计未来三年 CAGR 在 80% 以上。

图 10：业务软件产品分集团级和企业级两类

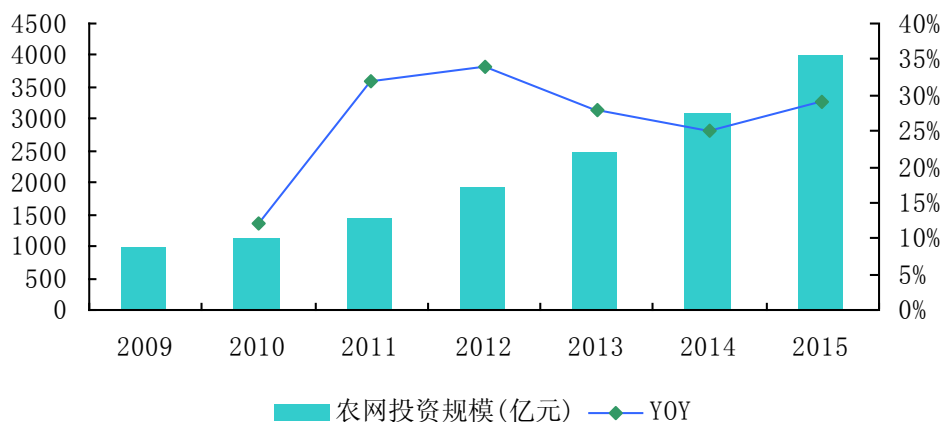


资料来源：民生证券研究所

四、受益农网改造，新纪元有望继续较快增长

2010 年 7 月召开的农村电网改造升级工作会议提出要在未来三年内全面取消县级供电企业“代管体制”，将代管制改为省电力公司的直供直管或控股企业，理顺农村电力管理体制。现阶段，农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提高农网单位的财务基础，信息化建设需求将进一步释放。

图 11: 我国农村电网投资规模未来 3 年 CAGR 在 30% 以上



资料来源: 360 投资情报研究中心, 民生证券研究所

农村电网改造升级最直接的影响是大量基层电力单位采购财务软件, 相应地, 公司的**财务管理新纪元有望继续较快增长**。我们以县级供电局为单位测算市场容量, 全国有超过 2000 家县级供电局, 每个单位的信息化投资额约 500 万元, 整个市场空间超过 100 亿元。我们假定公司在农电信息化领域的市场份额为 10%, 则公司的潜在收入规模有望超过 10 亿。具体而言, 我们预计, 新纪元未来三年复合增长率约为 35%, 2013 年贡献收入有望超过 2.6 亿元。

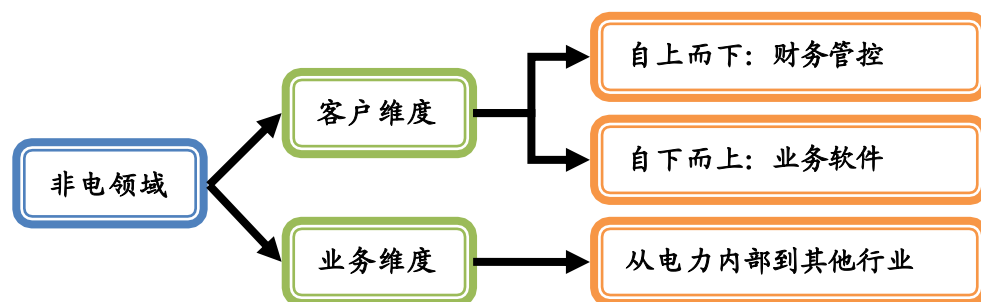
五、非电领域收入贡献将逐步加大

公司向非电领域拓展主要有两大方向: 一是向电力生产以外客户领域拓展, 主要包括新能源、煤矿、后勤企业等, 另一个是向电力行业业务需求的非电领域拓展, 主要包括金融板块, 例如国网的财务公司、信托和保险等。我们认为, **公司向非电领域拓展的条件已基本具备**:

1) **电网“主辅分离”为公司向非电领域拓展提供了良好的外部环境**。电网主辅分离或将拓展新行业: 伴随着辅业集团资产规模的扩张, 远光不仅可以获得更多订单, 还有利于进行行业拓展。

2) **公司已经有成熟的解决方案和样板客户**。公司承接的国网财务管控一体化项目实质上是应对大型央企集团一体化管理的解决方案。公司对国内大型央企管理体制与需求有深刻理解, 其解决方案不仅适用于电力行业, 也能满足其他行业的大型央企的主要需求。另外, GAP 平台为公司自下而上向非电领域渗透业务提供支持, 建设国网系统内财务金融集约化管理体系也为公司进军金融业积累经验。从客户拓展情况来看, 公司已经与中国神华等公司建立了合作关系。

图 12：非电领域拓展维度



资料来源：民生证券研究所

非电领域 11 年将有所斩获，但对收入有重大贡献仍需等待。虽然前面提到公司向非电领域拓展条件已基本具备，公司也在 2010 年年报中也明确提出大力拓展非电领域市场，但是短期爆发性增长仍不大可能。最近几年电力行业的需求较大，公司高端定制化项目的核心实施人员和销售资源都非常有限，仅能基本满足电力行业的需求。就业务拓展路径来看，我们认为公司首先会查漏补缺，通过分拆解决方案避开直接竞争，这一阶段业务量可能不大，但由于基数较小，增速会比较高；随着管理层战略的明确，公司将进入集团管控领域，非电领域收入会大幅增加，对公司整体业绩贡献显著。非电领域业务爆发时点取决于管理层战略，关键是核心实施人员和销售人员补充到位。

六、盈利预测与估值

正如前文所述，电力信息化集团级改造正当时，国网收入基本稳定，发电侧贡献主要增量，集团财务管控系统未来几年仍将较快增长；信息化建设开始逐渐向“集约化”方向过渡，业务软件市场容量超过财务部分，有望再造一个远光；新纪元受益农网改造有望维持高速增长。此外，我们认为公司毛利率在未来几年将稳中有升，主要是因为定制化软件业务成本大多发生在前期，后续二次开发与定制，以及开拓新的用户，都可以参照前期经验，所需成本较少，后续相关软件业务利润率将上升。具体而言，各项业务收入和毛利率核心假定如下：

表 3：各项业务收入增速及毛利率等关键假设

		2010A	2011E	2012E	2013E
集团财务管控系统	增速	67%	40%	35%	30%
	毛利率	71%	73%	74%	75%
FMIS 软件	增速	46%	40%	35%	40%
	毛利率	64%	67%	68%	69%
财务管理新纪元	增速	40%	45%	35%	25%
	毛利率	98%	98%	98%	98%
业务软件	增速	59%	80%	90%	100%
	毛利率	95%	95%	95%	95%
系统集成	增速	85%	80%	70%	60%
	毛利率	21%	20%	20%	20%

资料来源：民生证券研究所

未来几年中国电力信息应用系统投入增速基本都在 20%以上，公司作为行业领先企业将进一步受益市场集中度的提高。根据测算，11-13 年公司销售收入增速将保持在 40%以上，净利润复合增长率超过 30%。两大电网、五大发电集团、农网地电及非电领域拓展将先后成为拉动公司快速成长的主要动力，公司的客户分布和业务结构日趋合理，收入来源逐步分散，经营风险将显著降低。

另外我们做了华凯对公司业绩的敏感性分析，以盈利达到 1 亿元为中轴，分析盈利上下变动 20%和 50%的情况，发现增厚 EPS 区间在 0.04-0.11 之间，其中盈利为 1 亿时，EPS 将增厚 0.07 元。

表 4：华凯对公司业绩敏感性分析

变动幅度	-50%	-20%	-	20%	50%
华凯盈利（亿）	0.5	0.8	1	1.2	1.5
对应公司 EPS	0.04	0.06	0.07	0.08	0.11

资料来源：民生证券研究所

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.72、0.98 和 1.34 元，对应 PE 为 24.5、18.2 和 13.3 倍。在不考虑华凯投资收益和兼并收购的情况下，预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.65、0.91 和 1.27 元。考虑到公司是细分行业领先企业，将充分受益电力信息化投资盛宴，市场份额稳步上升。发电侧爆发在即，推动集团财务管控系统快速增长；业务软件市场容量超财务，有望再造一个远光。我们看好公司在电力行业信息化改造中不断发展壮大，上调公司至“强烈推荐”评级，给予 6 个月目标价 22.8 元，对应 2012 年主营业务 PE 为 25x。

公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	479	695	980	1,377	货币资金	565	934	1,308	1,823
减: 营业成本	125	172	240	333	应收票据	1	10	13	19
营业税金及附加	7	10	15	21	应收账款	85	133	188	264
销售费用	49	73	108	158	预付账款	2	5	9	14
管理费用	153	215	304	427	其他应收款	5	7	9	13
财务费用	(4)	0	(3)	(6)	存货	7	9	13	18
资产减值损失	2	2	2	2	其他流动资产	(0)	(0)	(0)	(0)
加: 投资收益	57	34	34	34	流动资产合计	704	1,138	1,581	2,191
二、营业利润	201	257	348	475	长期股权投资	125	130	130	130
加: 营业外收支净额	9	14	19	27	固定资产	78	74	75	77
三、利润总额	210	271	367	503	在建工程	0	1	1	1
减: 所得税费用	19	27	37	50	无形资产	4	4	4	4
四、净利润	191	243	330	452	其他非流动资产	0	0	0	0
归属于母公司的利润	191	243	330	452	非流动资产合计	211	218	220	222
五、基本每股收益 (元)	0.57	0.72	0.98	1.34	资产总计	916	1,356	1,801	2,413
主要财务指标					短期借款	0	97	96	94
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	应付票据	0	0	0	0
EV/EBITDA	19.51	20.22	14.01	9.28	应付账款	25	24	33	46
成长能力:					预收账款	95	158	246	370
营业收入同比	54.46%	45.16%	41.1%	40.46%	其他应付款	5	9	13	18
营业利润同比	65.3%	27.6%	35.7%	36.6%	应交税费	16	15	15	15
净利润同比	65.53%	27.27%	35.6%	37.05%	其他流动负债	(0)	(0)	(0)	(0)
营运能力:					流动负债合计	162	288	388	528
应收账款周转率	6.19	6.36	6.10	6.09	长期借款	0	0	0	0
存货周转率	132.56	83.37	86.68	87.61	其他非流动负债	17	28	42	62
总资产周转率	0.63	0.61	0.62	0.65	非流动负债合计	17	28	42	62
盈利能力与收益质量:					负债合计	185	323	437	597
毛利率	73.9%	75.2%	75.5%	75.8%	股本	259	337	337	337
净利率	40.0%	35.0%	33.7%	32.9%	资本公积	56	56	56	56
总资产净利率 ROA	20.9%	18.0%	18.3%	18.7%	盈余公积	63	63	63	63
净资产收益率 ROE	26.2%	23.6%	24.2%	24.9%	未分配利润	353	577	907	1,359
资本结构与偿债能力:					少数股东权益	1	1	1	1
流动比率	4.36	3.95	4.07	4.15	所有者权益合计	731	1,034	1,364	1,816
资产负债率	20.2%	23.8%	24.3%	24.7%	负债和股东权益合计	916	1,356	1,801	2,413
利息保障倍数	-56.2	3098.7	-131.6	-80.0	现金流量表				
每股指标:					项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.57	0.72	0.98	1.34	经营活动现金流量	246	225	344	482
每股经营现金流量	0.73	0.67	1.02	1.43	投资活动现金流量	(71)	26	32	32
每股净资产	2.17	3.06	4.04	5.38	筹资活动现金流量	(11)	156	1	4

资料来源: 民生证券研究所

插图目录

图 1: 公司在电力行业信息化建设改造中不断发展壮大.....	3
图 2: 远光软件收入结构.....	3
图 3: 远光软件各项业务毛利率	3
图 4: 公司成长的驱动要素	4
图 5: 电力行业信息化	6
图 6: 电力行业信息应用系统投入未来 3 年 CAGR 超过 20%	6
图 7: 电力行业体系	8
图 8: SG-ERP 是对 SG186 的深化和延伸.....	9
图 9: 财务模块仅仅是 ERP 的一小部分	11
图 10: 业务软件产品分集团级和企业级两类.....	12
图 11: 我国农村电网投资规模未来 3 年 CAGR 在 30%以上.....	13
图 12: 非电领域拓展维度	14

表格目录

表 1: 发电侧集团财务管控市场空间测算	8
表 2: 我国电力企业改革历程.....	10
表 3: 各项业务收入增速及毛利率等关键假设.....	14
表 4: 华凯对公司业绩敏感性分析.....	15

分析师与行业专家简介

李晶，IT行业分析师，管理学学士，3年证券行业研究经验，2010年《新财富》、《证券市场周刊》水晶球“计算机行业”研究团队第一名。

沈海兵，IT行业分析师，复旦大学世界经济硕士、电子科学与技术学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	13621034253	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
李北铎	上海	021-68885797	18621639595	libeiduo@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	Zhuguangyu@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
许力平	广深	0755-22662071	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22662071	13701050353	weikejia@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层；

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28楼。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。