

2011-06-07

计算机行业

远光软件 002063.SZ



光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

维持

买入

当前价格	18.17 元
目标价格	27.8 元
目标期限	6 个月

周励谦 (执业证书编号: S0930510120024)

联系人:

浦俊懿

021-22169117

puijunyi@ebsecn.com

符健

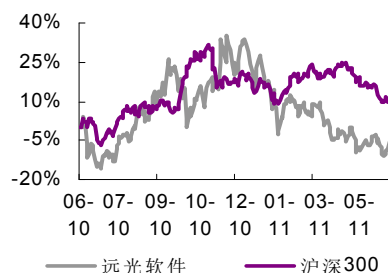
021-22169112

fujian@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	337
总市值(百万元)	6,130
流通比例(%)	84.88%
12 个月最高/最低(元)	34.18/16.30
近 3 月日均成交量(百万股)	2.01
主要股东	珠海市东区 荣光科技有 限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.64	-0.68	-13.08
绝对收益	4.08	-9.37	-4.26

相关报告:

国网需求依然强劲,发电侧市场面临重大机遇
..... 2011-04-29
新项目、新需求层出不穷,业绩成长具备持续性
..... 2011-03-07

关于远光未来成长的再思考

- ◇ 国内电力行业信息化需求依然强劲
- ◇ 发电侧市场面临重大机遇,非电行业年内有望取得突破

◆ 先纵后横,未来 3 年收入复合增速仍将保持 40%左右

公司已确立了“先纵后横”的发展思路,纵向上深耕电力行业,由单纯的财务软件商向全面应用解决方案商转型;横向上发挥自身产品与经验优势,由电力行业逐步向煤炭、石油石化、铁路等其他行业渗透。我们认为公司的纵向延伸才刚刚起步,横向扩张正蓄势待发,距离成长的天花板尚远。随着客户的日益分散和产品的日益多元化,公司的成长将不再依赖于任何单一客户或单一项目,新领域和新需求将使公司维持 40%左右的复合增速。而公司今年规划的人员增速与去年接近,是下游需求依然强劲的重要印证。

◆ 电力行业信息化需求依然强劲,发电侧出现历史性机遇

未来 3 年电力行业应用软件市场将快速增长,CAGR 有望达到 20%以上。电网侧方面,国网与南网十二五期间都将进行更大规模的信息化投资,国内厂商在其中的份额将有效提升;发电侧方面,五大发电集团目前正重构其信息系统以建立新的管理与运营模式,给远光等厂商带来了历史性机遇,预计将创造出一个不亚于国网规模的市场。此外,主辅分离以及农网改造带来的信息化总需求也将不少于百亿元。我们认为远光竞争优势突出,将充分受益于行业发展的盛宴。

◆ 发电市场成为增长新引擎,电网侧收入仍将稳步增长

历史上电网侧收入对于公司的贡献较大,但 2011-2013 年来自发电侧的收入将迅速增加,成为拉动公司成长的新引擎。预计今年来自发电市场收入将增长近一倍,2013 年其营收占比将由目前的 15%-20%增至 1/3 左右。电网侧方面,在新建需求依然旺盛以及服务收入快速增加的带动下,未来收入仍将保持 20%-30%左右的增长。此外,跨行业方面公司也将取得一定突破,虽然短期内收入贡献较少,但却为公司打开了长期的成长空间。

◆ 价值低估明显,视为板块首选投资标的,目标价 27.8 元

我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.76 元、1.03 元和 1.51 元,而扣非后的 EPS 分别为 0.79 元、1.11 元和 1.46 元,复合增速为 42%。我们认为目前公司股价低估明显,维持“买入”评级,给予 6 个月目标价 27.8 元,对应 2012 年主营业务 PE 为 25X。我们继续将远光软件视为计算机板块的首选标的。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	310	479	709	988	1,319
营业收入增长率	44.89%	54.46%	48.02%	39.36%	33.60%
净利润(百万元)	116	191	256	349	511
净利润增长率	56.17%	65.53%	34.00%	36.15%	46.35%
EPS(元)	0.34	0.57	0.76	1.03	1.51
ROE	22.47%	26.19%	26.89%	27.90%	30.50%
P/E	53	32	24	18	12
P/B	12	8	6	5	4
EV/EBITDA	29	29	23	17	11

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。

投资要件

关键假设

- 1、国网、南网十二五期间将进行更大规模的信息化投资，而远光在其中的份额将有所提升，在新建需求依然旺盛与维护服务收入快速增加的带动下，未来三年公司来自电网侧的收入仍将保持 20%-30% 左右的增长；
- 2、五大发电集团即将进行的信息系统重构给公司带来了历史性机遇，2011-2013 年发电侧市场将成为拉动公司成长的新引擎。预计 2011 年发电市场收入将增长近一倍，3 年内其收入占比有望达到 1/3 左右；
- 3、2011 年公司将在跨行业拓展方面取得突破，从而打开长期成长空间。

我们区别于市场的观点

市场认为公司发展高度依赖国网，随着国网 SG186 的全面建成和自身经营规模的扩大，公司将遭遇成长的“天花板”，我们观点与此恰恰相反。

不依赖于单一客户：公司真正的成长动力来源于整个电力行业对于信息化的旺盛需求，而非国网一家。历史上国网收入贡献较大只是因为其较早地开展了大规模的信息化建设，而五大发电集团及农网、地电等单位由于内部整合程度较差，导致统一集中的信息化建设滞后于国网。因此，所谓公司对国网的“依赖”仅仅是电力行业内部信息化水平不一，信息化投资时点各异的一种体现。随着发电侧及农网、地电市场的相继崛起，公司产品与客户都将日益多元化，单一客户的影响将逐步降低。

天花板尚远：我们认为国内电力行业的信息化远未达到成熟阶段，而跨行业扩展也为公司提供了新的空间，公司距离“天花板”尚远。目前电网侧信息化建设已进入新的阶段，其需求规模将大于 SG186；而五大发电集团即将进行的系统性重构，给公司带来重大机遇；农网、地电市场的需求也将随着电力体制改革的推进而逐步释放；公司目前在电力行业应用系统中的份额仅为 5% 左右，仍存在着较大提升空间。此外，央企对于财务管控、资产管理的共性需求，也为公司的跨行业拓展提供了机会。

估值和目标价格

我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别至 0.76 元、1.03 元和 1.51 元，而扣除投资收益和股权激励费用后的主营 EPS 分别为 0.79 元、1.11 元和 1.46 元，复合增速达到了 42%。目前股价对应 2011 年主营业务的 P/E 仅为 23 倍，PEG 也仅为 0.5。我们认为公司价值被明显低估，给予“买入”的评级，6 个月目标价 27.8 元，对应 2012 年主营业务 PE 为 25X。

股价上涨的催化因素

五大发电集团正式开始进行统一、集中的信息化建设
跨行业拓展方面取得突破

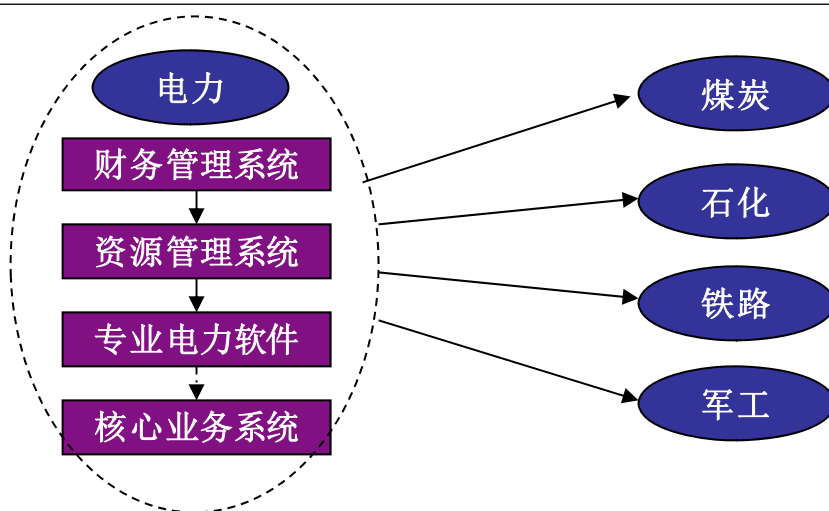
投资风险

公司下游客户数量较少，收入确认的不规律可能导致业绩短期波动

未来 3 年收入复合增速仍将保持 40%左右

受益于国内电力行业信息化需求的高涨，公司营收规模不断扩大，过去 4 年收入分别增长 25%、38%、45%和 55%，呈现不断加速态势。不过，随着 SG186 的全面建成和自身规模的扩大，市场开始担忧公司未来的成长是否会遭遇“天花板”，而我们认为，公司的纵向延伸尚处于起步阶段，横向扩张正蓄势待发，相关市场潜力巨大，公司将沿着“先纵后横”的方向发展，未来三年仍有望保持 40%左右的复合增速。而今年公司人员规模继续保持快速增长是下游需求依然强劲的重要印证。

图表 1：公司将沿着先纵后横的方向发展



资料来源：光大证券研究所

纵向深入：由财务扩展至业务系统

纵向延伸是指公司深耕于电力行业，不断扩展新的管理模块与产品，由财务管理领域逐步向资产管理、辅助决策支持等系统拓展，最终切入核心业务系统。我们认为由于财务资源管控是电力企业集团化管控的核心和信息化建设的关键，因此公司在电力财务领域的绝对优势为其向其他业务领域进行延伸打下了良好基础，公司将逐步由单纯的财务软件供应商向电力行业全面应用解决方案提供商转变。

电网侧领域，国网十二五期间将在 SG186 的基础上全面建设总规模更加庞大的 SG-ERP 工程，以进一步提升集团管控能力、资源配置能力和集约化运作程度。我们认为，由于业务融合是 SG-ERP 的重要内容，而财务与其他业务系统均存在紧密的关联，因此公司将借机由单纯的财务管控向人财物集约化、资产管理、风险管理、商业智能等“大财务”领域扩展。而南网方面也将构筑一体化信息平台，实现管理信息化和生产信息化的深入融合作为下一步目标，因此公司在南网市场面临着同样的机遇。

发电侧市场，此前发电集团由于内部整合程度不足，导致信息化投资较为分散，各电厂间的信息系统不统一、不兼容，无法满足企业集团化管理的要求。十二五期间，各发电集团将全面推进管理体制变革，逐步建立起集团化的运作模式以及精细化的管理方法，并推动财务和业务一体化，这些都要求各企业重构其信息系统。我们认为这将给发电端软件市场带来一次行业大洗牌，而公司将受益于这一变化。公司将加大研发与

市场推广力度，积极推出涵盖燃料管理、资产全生命周期管理、工程管理、财务、预算绩效、经营分析决策等全面的一体化 ERP 解决方案，满足发电集团在经营管理各方面的需求。

我们认为电力行业为公司提供了充足的成长空间。一方面，电力行业规模巨大，单是国家电网一家企业的资产规模就达到了 2 万多亿元，管理员工超过 150 万人，而所有电力行业央企的资产合计占到国有资产存量的 1/5 左右，如此庞大的资产与经营规模为信息化提供了广阔的空间；另一方面，我国的电力体制仍处于不断改革的过程中，每一次监管体制的变化与行业格局的重塑都将带来新一轮的信息化改造与重建，从而创造出持续不断的信息化建设需求。

图表 2：GRIS 提供了财务与业务相融合的综合解决方案



资料来源：公司资料，光大证券研究所

横向拓展：非电行业空间广阔

横向扩展是指公司借助自身的知识与经验，由电力行业逐步渗透到煤炭、石油石化、铁路等其他行业，满足相关央企对于集团式管理软件的需求。我们认为大型央企在集团化管控方面存在着共性需求，公司凭借着在电力行业积累的产品与实施经验，未来将有效开拓其他行业市场，增添新的增长点。

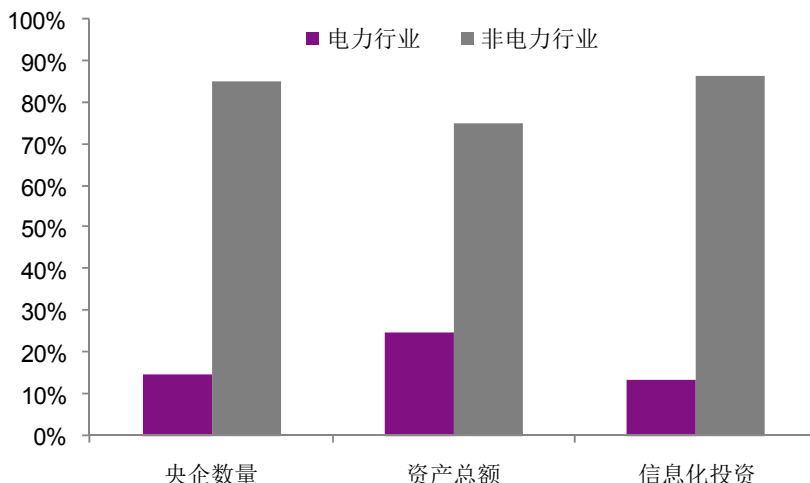
按照国资委的要求，央企信息化要向整个企业集成、共享、协同转变，逐步建成集团统一集成的信息系统，形成信息化对集团化运作、集约化发展、精益化管理方面的有力支撑。我们认为，由于央企在组织结构、管理流程等方面有着鲜明的“中国特色”，因此一方面 SAP、Oracle 等国外厂商提供的管理软件不能满足其集团化管控方面的全部需求；另一方面，国内的用友、金蝶等厂商也没有相关案例的积累。目前具备成熟的解决方案并成功树立样板客户的厂商仅有远光一家，因此公司在跨行业方面具备良好的基础。

公司所服务的电力行业有着企业规模大、地域分布广、产权结构复杂、内部交易频繁等特点，而国内具备类似特点的行业很多，包括煤炭、石油石化、铁路、军工等，这些都是公司的潜在市场。公司在进行跨行业拓展时，市场策略是不寻求对于客户原有软件及服务商的替代，而是与之共生、共存，进行系统的拾遗补缺和整合应用，推广自身具备独特优势的产品。我们认为这样的策略务实而高效，有利于公司跨行业市场

稳步开拓。

我们认为跨行业拓展可能会为公司提供一个与电力行业相当的市场空间。从企业数量来看，电力行业央企占央企总量的 15%，其余 85% 均是非电力企业；从资产规模来看，电力行业央企总资产占央企总资产的份额不足 25%，超过四分之三来自于其他行业；从信息化投资规模来看，2008 央企信息化总投入约为 1187 亿元，而据中国电力网统计，全国电力行业信息化总投入为 163 亿元，因此我们非电力行业信息化市场大约是电力行业的 6-7 倍左右。即便考虑到公司在非电行业的份额会大大低于电力行业，我们估计非电市场也将为公司提供一个与电力行业接近或相当的市场空间。

图表 3：电力行业央企与非电行业央企对比



资料来源：公司资料，光大证券研究所

天花板尚远，今年将进入发展新阶段

由于公司历史上曾与国网签订 3.47 亿元的合同，因此很多投资者将公司归为“大订单驱动型企业”，认为其业绩增长的波动性高，而发展的可持续性较低。我们的观点与此恰恰相反：公司成长的真正动力来自于国内电力行业对于信息化需求的不断提升，其发展具备可持续性。我们认为，虽然在某些阶段可能会出现单一客户或一两个大订单在公司收入中占比较高的现象，但这主要是由于行业内部不同领域信息化发展水平不一、信息化投资节奏各异，而长期来看，各领域对于信息化的需求是相似的，因此公司来自不同客户的订单和收入将在不同时间段达到高峰期，公司未来的发展由一系列需求驱动。

按照各领域需求爆发的时点划分，我们认为公司 2007 年至 2015 年期间将经历发展的“三部曲”：

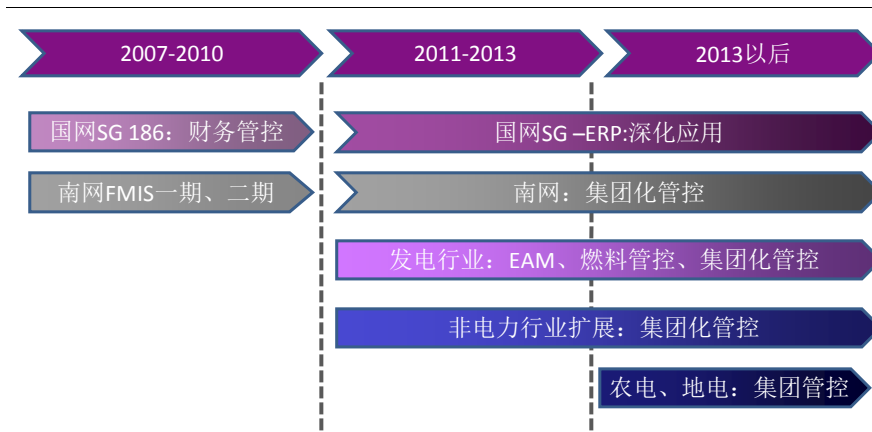
第一阶段：2007-2010 年，来自电网侧的需求是拉动公司快速增长的最主要动力。在此期间，公司主要承担国网 SG186 工程中财务管控模块的建设任务以及南网 FMIS 一期、二期工程，此期间来自两大电网的收入占公司的 80%-90% 左右。

第二阶段：2011-2013 年，来自五大发电集团的收入将迅猛增长。发电集团目前正努力构建集团级供应链与集约化优势，其信息系统有望重构。这与国网 06 年时的情况类似，公司将加大投入以努力抓住这样的机遇。而同期电网侧需求仍将稳步增加。

第三阶段：2013 年开始，农电、地电以及跨行业拓展将成为公司成长的新引擎。届时公司在电力行业收入的格局将是电网占 1/3，五大发电集

团占 1/3，农网、地电占 1/3。此外，公司还将开拓非电力行业市场。

图表 4：公司不同阶段成长的主要动力



资料来源：光大证券研究所

最终，随着客户的日益分散和产品的日益多元化，公司的成长将不再依赖于任何单一客户或单一项目，而是与整个行业的发展同步。

电网侧需求依然强劲，发电侧面临历史性机遇

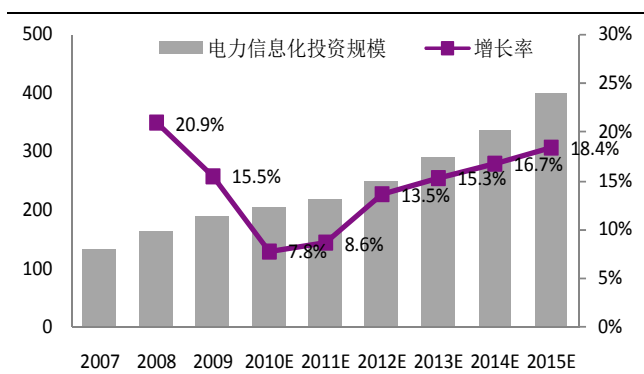
新一轮信息化建设热潮将至

我们认为电力行业信息化投资的推动因素主要包括两方面，一方面来自于电力行业体制的改革的不断推进，包括厂网分开、主辅分离、电价改革、输配分开等，这些监管体制的变化与行业格局的重塑带来了信息系统的重建；另一方面来自于电力企业对于自身管理日益精细化与科学化的需求，如集团化管控、集约化运作、精细化管理，这些管理模式的变化带来了管理信息系统的更新与改造。由于我国电力体制改革依然任重而道远，而各企业管理信息化的应用水平也并不高，因此电力行业的信息化依然存在着巨大的发展空间。

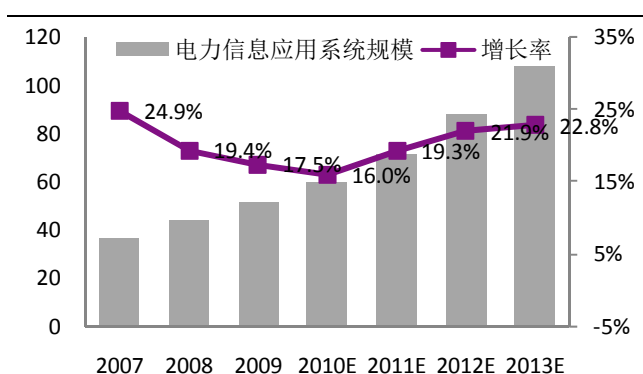
十二五规划纲要为今后五年的电力改革指明了道路，在此期间将推进输配分开试点并积极推进电价改革；此外，电网主辅分离改革及电力设计、施工企业一体化重组方案近日已获国务院批准，主辅分离工作有望于年内完成，我们认为这些都意味着新一轮的电力改革在沉寂多年后有望重启，国内电力行业格局将再次发生重大变化，从而带来新一轮的信息化建设热潮。

此外，从应用水平来看，电力行业信息化也存在着较大的提升空间。电力行业的信息化应用整体而言仅停留在局部应用和分散开发的基础上，不能满足电力企业集团公司改革后的集约化、集中化和精细化管理要求，离企业经营活动统一管控的要求还存在较大距离。因此各企业将整合各类应用系统，支撑主营业务核心能力和集团公司控制力的全面提升。十二五期间，无论是国网的SG-ERP项目、南网的新一轮信息化建设，还是五大发电集团的信息系统重构，其规模都将大于十一五期间的投入。

十一五期间国内电力行业信息化投资经历了平稳较快增长，2009 年投资额达到了 188 亿元，据估计，未来电力信息化投资规模仍将保持稳步增长，2015 年达到 400 亿左右的规模，年均复合增速达到 14.5%。其中，随着电力行业的信息化需求由生产经营操作层向业务管理层和决策层转变影响，信息应用系统的市场需求将高于行业整体增速，复合增速有望达到 21.3%，投资占比将由 2009 年的 27.7%提升至 2013 年的 37.5%。

图表 5：2007-2015 年电力信息化投资及增速（亿元）


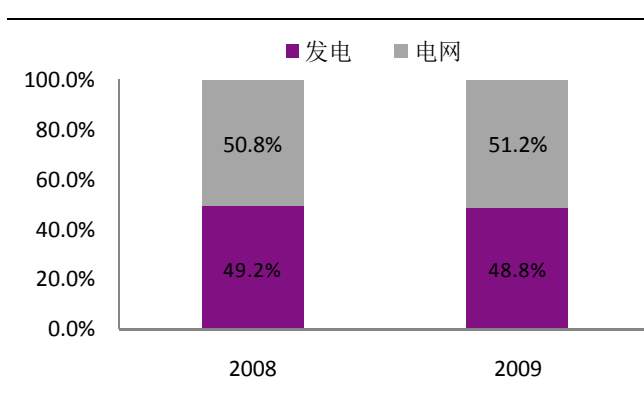
资料来源：中国电力网，光大证券研究所

图表 6：电力信息应用系统建设投资及增速（亿元）


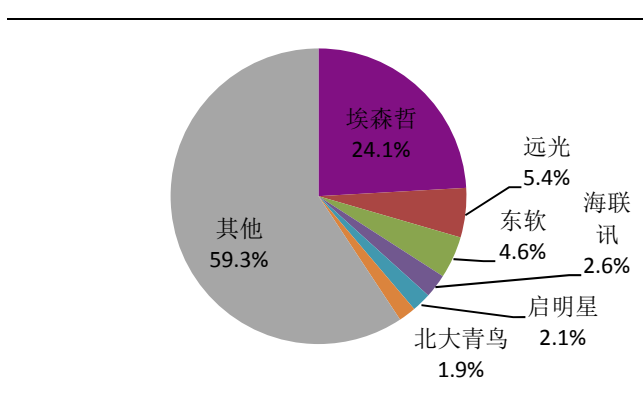
资料来源：中国电力网，光大证券研究所

十一五期间，由于国家电网“SG186”工程与集约化管理思想拉动了整个电网侧的应用需求，使得电网侧的信息化投资规模略高于发电侧。预计十二五期间随着发电集团对其信息系统进行大规模重构，发电侧与电网侧的信息化投资将更为均衡。

从电力行业信息化的参与厂商来看，国内从事电力行业信息应用系统建设的企業有数百家，其中埃森哲、远光、东软、海联讯、北大青鸟和启明星是规模最大的 6 家，09 年市场份额合计达到了 40.7%。我们认为，随着各电力企业信息化建设逐步走向统一与规范，行业竞争门槛将大大提高，市场份额将向行业龙头公司进行集中。

图表 7：发电及电网侧信息化投资占比


资料来源：计世资讯，光大证券研究所

图表 8：电力行业应用系统主要厂商


资料来源：中国电力网，光大证券研究所

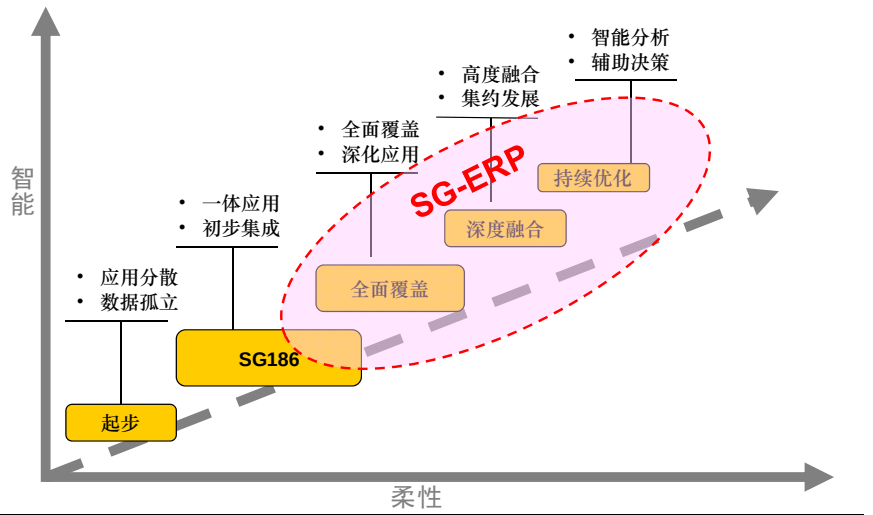
电网侧市场：规模扩大，国内厂商份额提升

我们认为 SG186 仅仅是国网信息化的起点，而非结束。十一五期间国网启动了其集团级信息化系统的建设--SG186 工程，经过了 4 年的时间，国网已在集团总部、网省公司以及直属单位建成了集约高效的一体化集团企业级信息集成平台、全面覆盖公司主营业务的八大应用和六大保障体系，将公司信息化水平提到前所未有的高度。不过，SG186 仅初步实现了集团化管理，而各系统的应用深度和实用化水平距离国网集约化发展、精细化管理和智能化运作的要求尚有较大的距离，我们认为 SG186 仅仅是国网信息化逐渐走向成熟的起点，其建设仍有巨大的发展空间。

国家电网将 SG-ERP 作为公司未来信息化的核心，将在十二五期间大力推进其建设。SG-ERP 并不是与 SG186 独立的信息系统，而是在 SG186 建立的基础框架上进行继承式发展与提高，两者之间最大的区别在于前

者的核心任务是实现集团化管理，即通过信息的集中整合而实现下属单位的统一管控和资源的优化配置；而 SG-ERP 的目标在于集约化发展和智能化运作，即通过信息系统对业务的全面覆盖和各业务系统之间的深度融合而实现持续优化。我们估计 SG-ERP 复杂程度与投入都要远高于 SG186，前者在在十二五期间的总投入将达到 190 亿，而后者初始投资规划为 87 亿元，最终实际投入金额并未公布，但市场普遍预期在百亿元左右。

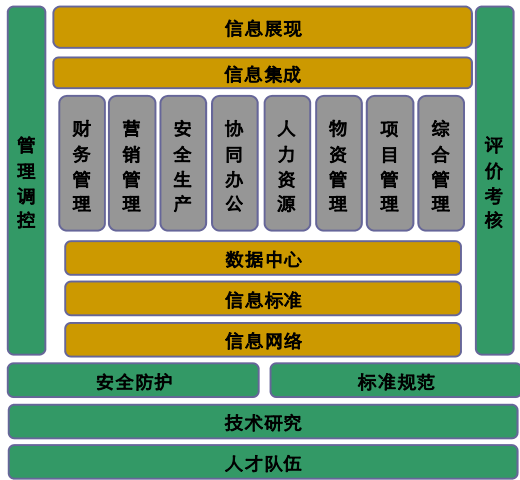
图表 9：SG-ERP 在 SG186 的基础上进行发展与提高



资料来源：光大证券研究所

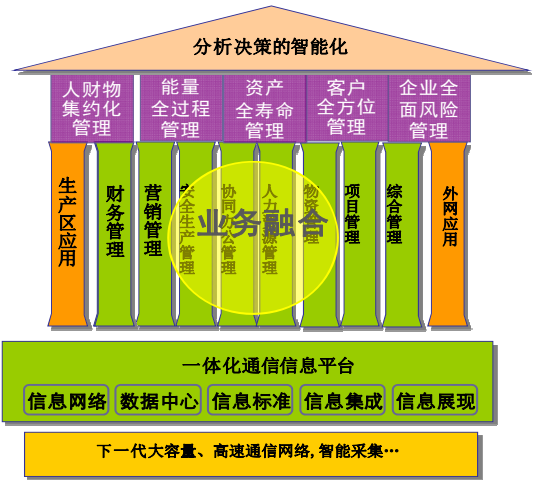
SG-ERP 建设内容主要包括 4 方面，包括平台集中、业务融合、决策智能与安全实用，我们认为业务融合与决策智能两部分是 SG-ERP 核心思想的集中体现。业务融合是指通过“一化四全”五条主线，即人财物集约化管理、能量全过程管理、资产全寿命管理、客户全方位管理、全面风险管理，深度集成公司各项业务应用,形成对公司所有业务链的覆盖，向前延伸至规划领域，向后扩展至用户领域。而决策智能建立在业务融合的基础上，通过经营决策智能分析、管理控制智能处理和业务操作智能作业，进行更大范围的资源优化配，实现整体业务分析、智能决策和辅助战略管理。

图表 10：SG186 总体架构



资料来源：光大证券研究所

图表 11：SG-ERP 总体架构



资料来源：光大证券研究所

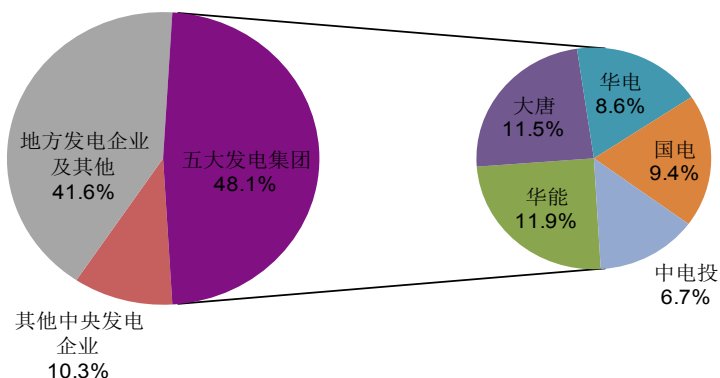
我们认为国内厂商将是国网业务融合、决策智能等深化应用系统的主要建设者，其市场份额将较 SG186 阶段有明显提升。在 SG186 阶段，SAP 提供的成熟套装软件搭建起国网信息化系统的主要框架，国内厂商主要起辅助作用；而在 SG-ERP 阶段，深化应用成为了建设的主题，由于套装软件往往无法满足国网在管理实用化方面的需求，而 SAP 及其实施商也无法为国网进行大量的定制化开发，因此国内厂商将在国网 SG-ERP 阶段中占据主导地位。我们认为远光将成为这一变化的受益者，公司将借助入财物集约化、全面风险管理与决策智能等深化应用系统的建设，实现由此前单纯承担财务管控模块向财务集约化、审计、税务、风险管理、资产管理等整个“大财务”领域拓展。

发电侧市场：面临系统重构的历史性机遇

国内各大发电集团目前正逐步建立区域化与集团化的运营模式，这样的管理模式变迁需要以信息系统的重构作为基础，这一情况与国网 06 年时类似。我们预计发电侧信息化需求将迅速提升，行业面临着巨大机遇。

与电网市场高度集中不同，发电侧市场格局较为分散，存在着五大发电集团、其他发电央企、地方发电企业和企业自备电厂等多种类型企业，而任何单一类型企业在行业中均不占据主导地位。与市场的分散相对应，发电企业内部管理整合的程度也不高，因此其信息系统存在两方面的不足：一方面，在目前体制下，单个电厂往往就是一个管理单位，电厂往往仅从自身经营角度出发，将设备的高效利用和安全运营作为管理的核心，信息化投资的重点主要局限于资产管理系统（EAM）、生产监控管理系统与厂级监测监控系统（SIS）等生产管理领域，而对与集团化运营与管理相关的信息系统投入较低；另一方面，集团对于下属单位采购的控制力度较弱，也导致了各个电厂之间的信息系统的统一和不兼容。

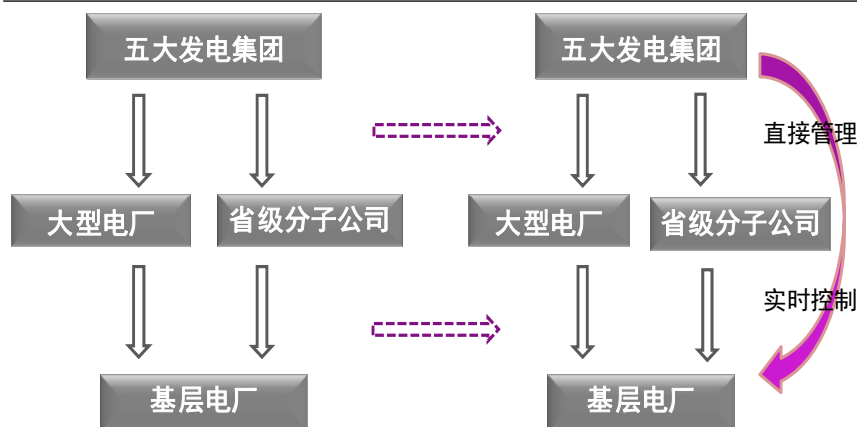
图表 12：2009 年各类发电企业在装机总容量中的占比



资料来源：电监会，光大证券研究所

近年来，五大发电集团和其他中央发电企业加强了资源整合的力度，通过合并、收购地方发电企业股权与资产的方式迅速扩大规模，装机容量占比由07年的42%扩充至09年的48.2%，市场集中度提升较为明显。随着各发电集团由区域走向全国以及兼并重组的不断进行，行业的竞争已不再是电厂级别的竞争，而发展成为集团层面的竞争，因此各发电集团正逐步建立集团化的管理与运营模式，并重构其信息系统进行以满足其管理需求。

图表 13： 发电集团正在加强其集团化管控力度



资料来源：光大证券研究所

我们认为五大发电集团信息化需求释放后，造就的市场规模将不亚于国网。五大发电集团资产总超过 2.5 万亿元，年收入规模达 8000 多亿，体量巨大，与国网相比并不逊色太多。从各集团目前的进展来看，国电集团已确立了建设集中、统一、兼容的集团级信息系统的思路并已完成试点工作，即将进入全面实施阶段，而根据此前经验，其他几大发电集团也将在一两年内开始实施，因此发电侧市场的信息化需求将从今年开始迅猛增长。除此之外，国内还有皖能、粤电、鲁能、中能等众多大型地方发电企业，随着这些企业的发展，未来也有较大规模的信息化改造需求。

图表 14： 发电集团正在加强其集团化管控力度

	华能	大唐	国电	华电	中电投
总资产（亿元）	6538	4778*	5224	4424	4403
收入（亿元）	2270	1771	1654	1287	1268
装机容量（万千瓦时）	11343	10590	9531	9019	7072
总人数（万人）	13.0	10.21*	未知	未知	11.68
世界 500 强排名	313	412	477	/	/

*表示2009年数据

资料来源：公司网站，光大证券研究所

另一方面，我们认为统一、集中的信息化改造将有效提高发电侧市场的集中度，这与电网侧市场经历的变化相类似。在国网开展 SG186 项目之前，其各个省网公司往往独立建设其信息系统，分散采购的机制使得市场上存在着大量的软件商与服务商，而 SG186 实行集团内统一规划、统一标准、统一实施后，行业进行了一次大洗牌，技术较差、实力较弱的厂商被快速淘汰出局，而胜出的厂商市场份额则大幅提高。我们认为未来发电侧市场也将经历这样的变化，技术实力强、市场布局完善的厂商将享受发电侧市场的盛宴。

新一轮农网改造有助于信息化需求释放

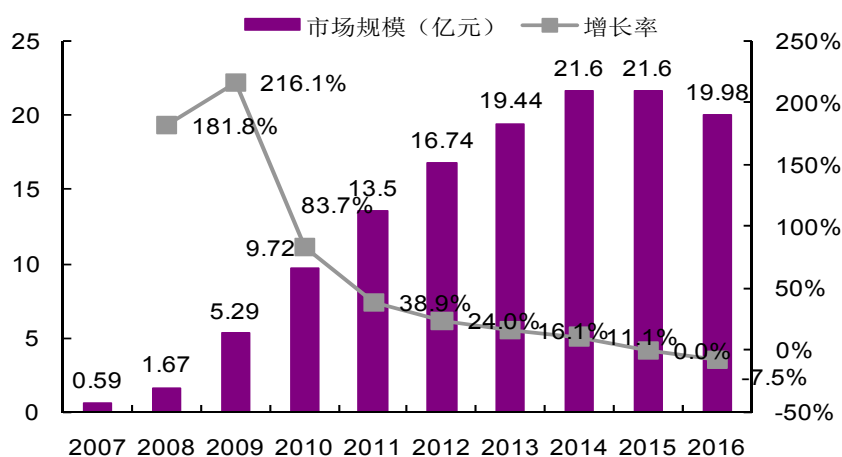
农村用电约占我国总用电量的近一半，是我国电力系统的重要组成部分，农网信息化对整个电力行业管理水平的提升具有重大意义。不过，由于较多农网采取的是“代管制”¹或股份制，这种体制下省电力公司与代管县电力公司之间产权不清晰，责、权、利不统一，从而严重影响了县级供电企业以及整个农村电网的持续健康发展。

以国网为例，截止 2008 年底，公司管理的县供电企业有 1940 个，其中直供直管县供电企业 833 个、股份制县供电企业 698 个、代管县供电企业 409 个。在 SG186 工程中，直供直管县供电企业和网络条件具备的股份制供电企业采用 SG186 工程八大业务应用直接延伸方式，而更多的代管县和股份制县供电企业仍未进行大规模的信息化建设。

目前，新一轮的农网改造已经箭在弦上，而农电体制的改革是其中重要内容。根据要求，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。

我们认为农电管理体制的改革将提供新的信息化建设空间。农网由此前分散管理逐步纳入到两大电网一体化管理范围，自然带来信息化投入的增加，这些单位对产品的需求也将由此前的单体企业应用软件升级至集团级信息化产品。根据中国电力网的预测，大部分县供电企业的农电信息化应用建设工作将在 2015-2016 年完成，市场总体规模可达 120 亿元以上，而随着农网智能化的建设，其管理信息化工作将进一步升华。

图表 15：县级供电企业农电系统市场规模预计



资料来源：国网电科院农电所，光大证券研究所

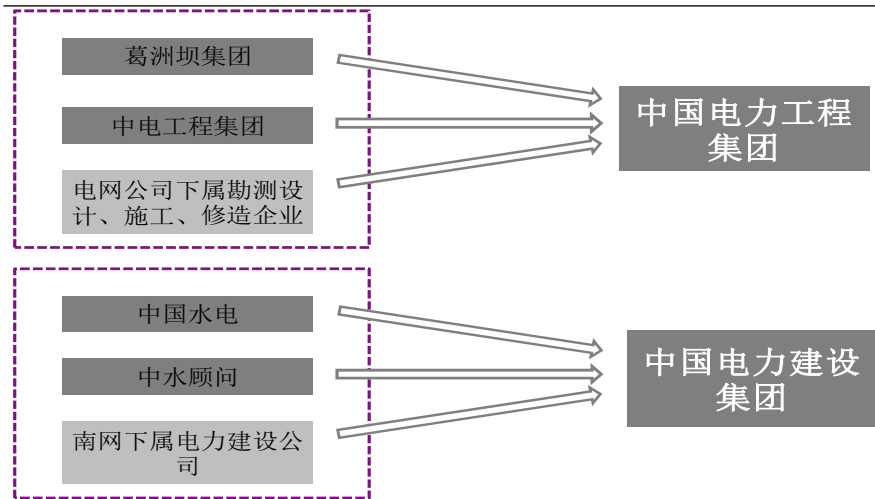
主辅分离带来新的信息化建设需求

主辅分离一直是电力体制改革的重要方向，但多年来一直未获得实质性进展。不过，据电监会 5 月 6 日发布的报告显示，主辅分离改革及电力设计、施工企业一体化重组方案已获国务院批准，正由国资委、电监会等有关部门和相关企业实施推进，主辅分离有望在年内完成。

目前四家电力辅业集团包括中国电力工程顾问集团（中电工程）、中国水电工程顾问集团（中水顾问）、中国水利水电建设集团（中国水电）、葛洲坝集团，此次改革要从国网和南网剥离火电施工、修造、规划设计和送变电施工等四类竞争性企业，交给四家辅业集团进行重组，最终形成两家综合性电力建设集团公司。据媒体报道，葛洲坝集团将与中电工程，以及国网和南网的部分下属勘测设计、火电施工、水电施工和修造企业重组；而另外两家辅业集团中水顾问和中国水电也将合并组建新集团，同时将南网旗下的十几家电力建设公司划拨其中，共同组成中国电力建设集团。

主辅分离后将形成中国电力工程集团与中国电力建设集团两大设计施工一体化的“巨无霸”企业，我们估计单一辅业集团在年收入规模和人员数量上与单一发电央企应较为类似，信息化方面的需求也处于同一水平。我们认为主辅分离后两大辅业集团将进行新一轮的企业管理软件采购，从而为电力行业信息化厂商提供了更多的市场机会。

图表 16：主辅分离后将诞生两大辅业“巨无霸”集团



资料来源：光大证券研究所

护城河宽阔，将充分受益行业发展

电力行业庞大的资产规模、不断变化的监管体制以及持续提升的管理要求，创造了巨大的行业信息化市场。我们认为公司具备行业理解与专注优势、市场在位优势以及专业化团队优势，将充分受益于行业的快速发展。

行业理解与专注优势

公司长期服务于电力行业，对其产业特性、经营特点、管理模式、业务流程等有长期、深入、完整的把握和全面的研究，基于这样的独特理解与深入分析，公司提供的产品和服务具有很强的专业性和行业适用性。与此形成对比的是，国外 SAP、Oracle 等厂商其产品均起源于制造业，对于电力行业、特别是中国电力行业的特点吻合度较低；另一方面，用友与金蝶等国内管理软件厂商均由通用管理软件领域切入到电力行业，对于行业的理解不足导致其产品的专业性不够，无法准确把握客户的现实或潜在需求。因此我们认为公司在核心业务能力方面要强于竞争对手。

此外，对电力行业的专注也为公司构筑了较为宽阔的护城河。公司现有的 2000 多名员工均服务于电力行业，分支机构遍布全国，拥有一支高素质、能为客户提供全面解决方案的专业咨询、实施和服务团队，很好地满足了电力行业对于专业的、低成本的本地化服务的需求。而国内没有另外一家企业会像远光一样，投入巨大的资源专注于电力行业，因此我们认为公司在电力行业的优势将继续保持甚至扩大。

市场在位优势

目前电力企业已形成了以集中、统一为基本特征的财务、管理信息化建设模式，各电网公司和发电集团都对财务和管理软件的选型有统一要求，使得行业具有较高的进入壁垒。此外，电力企业实行的是垂直化管理，为了确保信息传递和控制管理行为的有效执行，更换管理软件必须是集团自上而下进行整体性的更换，而用户一般不会置数据的延续性、安全性以及更换成本等因素不顾而更换原有的软件与服务商，原有厂商的在位优势较为明显。

公司产品在电力行业财务系统等领域占据着主导地位，客户已形成了较

强的依赖。由于商业秘密、财务信息资源、管理人员熟悉和掌握程度等原因，电力企业进行财务等软件更换的可能性较小。因此我们认为公司在电力行业信息化领域拥有较强的在位优势，随着电力企业管理内容的不断丰富与深化，公司产品的应用范围还将不断扩展。

专业化团队优势

公司的核心团队长期服务于电力行业，董事长及诸多技术骨干甚至直接来自于电力行业，因此与客户有着良好的交流与互动，能够准确把握并满足客户现实或潜在的需求，有利于公司不断提高产品的专业化水平。

此外，公司还从外部聘请金卓君女士出任公司总裁，并着手打造优秀职业经理人队伍。金总曾任金蝶软件高级副总裁，是 ERP 领域的资深专家，并具备丰富的管理经验，其加盟对于公司不断提升战略规划与内部管理能力有着极大的帮助。公司近年来还不断优化人力资源管理体系，通过推行职位任职资格标准及实施员工职业发展双通道体系，推进全面绩效管理，致力于营造更积极向上的工作环境和氛围，激发了员工工作热情，提升了员工满意度。我们认为优质的管理团队对于公司的长远发展奠定了良好基础。

公司业绩将继续维持快速增长

电网侧需求仍将保持稳步增长

我们认为三方面因素将推动公司电网侧收入继续保持 20-30%左右的稳步增长，一方面来自国网十二五期间深化应用的需求以及南网进行更大规模的信息化投资；另一方面是新一轮农网改造带来大规模的信息化改造；此外，维护服务收入有望从今年开始快速增加，成为重要的收入来源。

国网在完成SG186工程后，目前已全面启动了SG-ERP的建设，其中财务集约化的建设工作已于2010年开始。去年4季度至今，已有东北电网、华中电网等10余家国网下属单位相继完成了财务集约化项目的验收，而根据规划，人财物集约化的工作要在今年年底前全部完成。从明年开始，资产全寿命、客户全方位管理、风险全面管理等多业务深度融合系统与决策智能系统也将开始建设，公司在此过程中实现由单纯的财务向审计、税务、风险管理、资产管理等整个“大财务”领域拓展。据公司估计，国网深化应用每年给公司带来的需求都将是此前整个财务管控工作量的70%左右。

南方电网方面，在完成FMIS一期、二期项目之后，集团将启动新一轮的信息化建设。新阶段南网的信息化将努力实现从业务驱动转向战略驱动、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，投资规模也将从十一五期间的不足百亿元增长至十二五期间的146亿元。我们认为来自南网的集团化信息需求将集中爆发，其财务管控的需求规模应在2-3亿元左右的规模。

农网方面，公司此前销售的主要是财务管理新纪元等单体企业应用软件，而随着新一轮农网改造从今年开始起步，原先“代管制”下的县级电力企业将“上划”至省级电力公司直接管理，由此带来信息系统的升级与换代。“上划”后各县级电力企业的产品需求将由此前的财务管理新纪元升级为财务管控系统，相应的投资规模。如果公司在农网信息化领域的份额达到6%-8%左右，则公司的潜在收入规模将有7-10个亿左右。

此外，维护服务收入也将从今年开始快速增加，成为公司的利润增长点。

维护服务收入一般是在系统建成后一年开始收取，费用大概为系统建设投资额的 15%-20%。此前公司维护服务收入主要是来源于 FMIS 系统，而从今年开始，国网财务管控系统将开始有所贡献。按照 2009 至 2010 年财务管控以及 FMIS 的收入估算，2011 年维护服务收入有望增加 5000 万-6000 万左右。

发电侧今年开始发力

历史上发电企业对于公司收入的贡献较小，我们估计 2010 年来自发电侧的收入只占总收入的 15%-20% 左右。不过，发电集团目前正在进行的管理体制变革以及信息系统的重构给公司带来了重大机遇，这样的情况与国网 06 年时的情况相类似。

此前公司虽然与五大发电集团都有合作关系，但是订单主要集中在国电集团；现在，公司与中电投、大唐等的合作日益深入，例如中电投旗下的黄河水电公司资产管理信息系统于去年 7 月顺利验收。在发电行业产品线上，公司原先主要提供设备管理、物料管理，现在则是将财务管控软件、资产管理系统、燃料管控系统以及工程项目管理系统等大力推向发电企业。

公司在发电行业最大的客户是国电电力。国电的目标是全面提升信息化水平，争取用 1 至 2 年时间达到央企一流水平。在完成第一批 9 个单位的试点工作后，国电的财务信息化建设已从 2010 年 9 月开始全面展开，到 2011 年底所有分(子)公司的财务信息系统都将全部运行上线，预计该项目的规模将超过 1 个亿。此外，从去年底开始，国电与远光合作建设的燃料管控项目也进入了建设期，按照每个电厂 100 万左右的投资额测算，该项目规模有望达到 2 个亿左右。我们认为远光为国电建设的财务与燃料管控系统有望成为发电企业集团级管控产品的标杆工程，对其他发电集团的信息化建设有较好的示范意义。

除了国电集团外，其他发电集团基本也确立了建设一体化信息系统的思路，逐步实现各系统的整合，打破信息孤岛，促进信息系统建设向集成、共享和协同转变，由此将带来财务管控、燃料管控、资产管理以及工程项目管理等一系列产品的需求。我们预计五大发电集团将在一两年内相继启动集中、统一的信息系统建设，由此将给公司带来一个 50-60 亿的市场。

图表 17：发电侧产品需求空间估算

	单价	客户数量	市场空间
电厂级			
燃料管控	100 万	700-800	7-8 亿元
资产管理(包含工程项目管理)	500 万	700-800	35-40 亿元
集团级			
财务管控	2 亿元	5	10 亿元
总计			52-58 亿元

资料来源：光大证券研究所

我们认为发电企业目前艰难的盈利情况不会对其信息化投资构成压力，因为仅仅资金集中运作为发电集团每年节省的财务费用就在数亿元，再加上燃料成本的节约，效益将更为显著。此外，实现集团化管控是国资委对于央企的统一要求，进行相应管控系统的建设也符合“政治正确”的原则。

公司去年来自发电侧的订单增长了 83%，今年公司还将增加一倍的投

入，进行市场的拓展。我们预计未来三年来自五大发电集团的收入都将保持强劲增长，在整个收入中的比重将由目前的 15%-20% 逐步上升至三分之一左右。

非电行业拓展即将取得突破

公司此前收入主要来自电力行业，来自行业外的收入极少。不过，公司财务管控系统等一体化解决方案不仅适用于电力行业，对于其他行业大型央企的管理需求也能很好地满足。同时，公司树立了国网这一重量级客户作为示范，并通过实施国网旗下辅业及多种经营单位的项目积累多行业的经验，对于开拓非电力行业央企市场有极大的帮助。目前公司已经与中国神华等企业建立了良好的合作关系。

我们预计公司今年将在非电领域市场获得实质性突破。公司进军非电市场的条件已经具备，与客户也进行了长时间的沟通与合作，今年有望获得试点项目，我们认为金额可能在数百万到千万左右。虽然短期内对于公司营收贡献较小，但是却为公司打开了长期的增长空间，意义重大。随着跨行业客户由小规模试点走向大规模应用，公司也将投入更多的资源进行非电行业客户的开发与服务，届时跨行业市场将为公司的营收增长作出重大贡献。

财务分析

费用率控制良好

公司上市以来对开支的控制一直比较严格，各项费率控制较好，总费率持续降低。由于公司深耕电力行业多年，与主要客户均建立了良好的合作关系，因此销售费用率近年来下降明显；管理费用方面，剔除 2010 年 3500 余万元的股权激励费用影响后，费率也保持了连年稳步下降；此外，由于公司拥有较多的现金，因此财务费用一直为负数。

图表 18：公司 2007-2010 年费用率情况

项目	2007	2008	2009	2010
销售费用率	18.5%	16.0%	14.7%	10.3%
管理费用率	32.4%	30.9%	28.7%	32.1%
财务费用率	-1.2%	-0.9%	-0.4%	-0.7%
总费率	49.7%	46.1%	43.0%	41.6%

资料来源：Wind，光大证券研究所

由于公司正加大投入以开发发电侧市场，另外，农网、地电市场的发展也需要销售网络的进一步开拓，因此我们预计公司销售费率难以持续走低，未来两年将保持平稳或略有上升。管理费率未来两年仍会受到股权激励费用的影响，我们预计剔除该因素影响后的费率仍将有一定幅度的下降。

盈利能力不断增强

公司 07 年至今净利率保持了持续上升，尤其是扣非后净利润与总收入的比重由 07 年得 27.4% 上升至 2010 年得 39.3%，说明公司主营业务发展良好，盈利能力不断增强。此外，总资产回报率与摊薄后净资产收益率持续提升，2010 年分别达到了 20.9% 和 26.2%，远高于行业内大多数企业，我们认为由于公司业务的发展无需进行大量资本开支与经营性

现金投入，因此 ROA 与 ROE 未来仍将快速提高。

图表 19：公司盈利能力不断增强

项目	2007	2008	2009	2010
净利率	36.0%	34.7%	37.3%	40.0%
扣非后净利润/总收入	27.4%	35.1%	36.3%	39.3%
ROA	14.0%	17.0%	19.0%	20.9%
ROE（摊薄）	16.1%	18.6%	22.5%	26.2%

资料来源：Wind，光大证券研究所

虽然公司与其他软件企业一样面临人力成本上升的压力，但我们认为该因素对公司盈利能力影响较小，净利率有望保持在 35% 左右。首先，新增的实施人员从招募到产生效益的周期较短，产生的成本压力不大；其次，公司不断加强内部知识、经验的分享以提高实施效率，通过效率的提升来降低成本；此外，公司未来研发支出较为平稳，无需进行大规模的投入。

营运能力不断提升

公司营运能力近年来保持着持续上升的势头。由于与下游客户的合作不断深入，销售回款的速度有所加快，导致应收账款周转率的上升；主营业务收入增幅高于流动资产的增幅，带来了流动资产周转率的提高；此外，公司的现金流一直比较健康，经营活动产生的现金流一般都大于经营产生的净收益。

图表 20：公司运营指标不断提升

项目	2007	2008	2009	2010
应收账款周转率(次)	4.67	5.77	5.83	6.19
应付账款周转率(次)	6.66	9.53	15.99	8.98
流动资产周转率(次)	0.51	0.71	0.78	0.81
经营现金流/经营净收益	160.5%	91.1%	120.9%	169.1%

资料来源：Wind，光大证券研究所

我们认为公司的客户质量较高，与客户的交流与合作也日益密切，因此应收账款周转率与经营活动现金流的良好状况在未来有望保持；而随着闲置货币资金更加有效的利用，公司流动资产周转率将继续提升。

资产负债率较低，资金效率存在提升空间

公司的流动比率和速动比率较高，在软件企业中处于中上水平。公司的资产负债率一直较低，不存在有息负债。由于公司的经营现金流强劲，而且资本开支较低，负债率极低是正常现象，未来应能维持。

图表 21：公司偿债能力与资产负债率

项目	2007	2008	2009	2010
流动比率	5.55	9.04	5.55	4.36
速动比率	5.55	9.04	5.55	4.31
资产负债率	13.2%	8.9%	15.4%	20.2%
有息负债/总资产	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金资产/总资产	59.9%	47.2%	65.8%	61.7%

资料来源：Wind，光大证券研究所

公司一直以来现金都非常充裕，去年年底拥有货币资金 5.6 亿，在总资产

中的比例高达62%。由于公司业务的发展不依赖于资本的投入，因此我们认为公司应采取并购的方式提高资金的利用效率，同时扩大自身在行业中的份额。由于现金充足，我们认为在可见的将来，公司没有再融资需求，股东权益不会被摊薄。

公司自上市以来，无论是在盈利能力、收益质量，还是在营运方面的各项指标都呈现了持续上升的势头，对于这样一家高增长、高收益、低风险的公司，我们认为应给予较高的 P/E 以充分反映其价值。

盈利预测

我们预计国网与南网新一轮的信息化投资将带动财务管控系统与 FMIS 业务的增长，而发电侧市场的崛起还将带动公司业务类软件的爆发，11-13 年公司收入增速分别达到 48%、39.4%和 33.6%。

随着软件的日益成熟以及实施经验的不断积累，公司定制化软件业务的毛利率将稳中有升。

由于公司将投入较多力量进行发电与跨行业市场的开发，预计销售费率将改变此前连年大幅下降的趋势，11-13 年分别为 11%、10.8%和 10.5%。

预计扣除股权激励费用后，公司管理费用的增长率分别为 38.6%、34.7%和 20%，低于主营业务收入增速。

预计华凯投资每年将为公司贡献 2500 万元的投资，合每股 0.07 元。

图表 22：远光软件主营业务收入及利润预测（单位：百万元）

	2010	2011E	2012E	2013E
集团财务管控系统	179	296	408	531
毛利率	70.6%	75.0%	76.0%	77.0%
FMIS 软件	140	196	260	325
毛利率	64.3%	66.0%	67.0%	68.0%
财务管理新纪元	108	124	137	150
毛利率	98.2%	98.0%	98.0%	99.0%
其他软件	27	60	138	255
毛利率	95.3%	95.0%	95.0%	94.0%
系统集成	24	33	44	58
毛利率	21.6%	20.0%	19.0%	19.0%
总收入	479	709	988	1319
综合毛利率	73.9%	75.7%	76.4%	77.5%
销售费用率	10.3%	11.0%	10.8%	10.5%
管理费用率	32.2%	30.0%	29.0%	26.0%
EPS（元）	0.57	0.76	1.03	1.51
扣除激励费用和投 资收益后 EPS（元）	0.51	0.79	1.11	1.46

资料来源：光大证券研究所

根据以上假设，我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.76 元、1.03 元和 1.51 元，而扣除华凯投资收益以及股权激励费用后的主营 EPS 分

别为 0.79 元、1.11 元和 1.46 元，复合增速达到了 42%。

估值

相对估值

作为电力行业应用解决方案商，远光的估值应参照A股类似的应用软件商，如石基信息、广联达、榕基软件、恒生电子等公司。根据Wind一致预期，9家可比公司2011与2012年平均动态市盈率分别为34倍和24倍，而公司的动态PE分别为24倍和17倍，显著低于行业平均水平。我们认为应用软件板块目前估值已具备一定吸引力，未来存在一定的上涨空间，给予2012年25倍主营业务P/E是合理的，得出合理价值27.8元。

图表 23：可比公司相对估值表

证券 代码	公司 名称	当前 股价	EPS(元)			P/E(x)		
			10A	11E	12E	10A	11E	12E
002073	软控股份	22.24	0.50	0.78	1.09	44.3	28.7	20.4
002153	石基信息	36.75	0.69	0.93	1.28	53.1	39.3	28.8
002405	四维图新	30.01	0.48	0.74	1.10	61.9	40.4	27.3
002410	广联达	31.98	0.61	1.01	1.49	52.3	31.6	21.4
002474	榕基软件	38.01	0.75	1.22	1.75	50.5	31.2	21.8
002368	太极股份	19.09	0.44	0.66	0.92	43.3	29.1	20.7
002401	交技发展	33.97	0.68	0.83	1.05	50.2	40.9	32.4
002296	辉煌科技	28.46	0.48	0.79	1.15	59.0	36.2	24.8
600570	恒生电子	14.21	0.35	0.49	0.67	40.5	28.9	21.3
平均值 (PE)		28.30	0.55	0.83	1.17	50.57	34.04	24.32
本公司		18.17	0.57	0.76	1.03	32.0	23.9	17.4

资料来源：Wind，光大证券研究所

绝对价值评估

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.40%
$\beta(\beta_{levered})$	0.87
Rm-Rf	9.12%
Ke(levered)	11.33%
税率	9.30%
Kd	0.00%
Ve	5,356.3
Vd	0.0

目标资本结构	2.00%
WACC	11.11%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	912.84	9.27%
第二阶段	3,658.86	37.15%
第三阶段 (终值)	5,276.77	53.58%
企业价值 AEV	9,848.48	100.00%
加: 非经营性资产价值	527.82	5.36%
减: 少数股东权益 (市值)	0.86	-0.01%
减: 债务价值	0.00	0.00%
总股本价值	10,375.43	105.35%
股本 (百万股)	337.38	-
每股价值 (元)	30.75	-
PE (隐含)	40.48	-
PE (动态)	23.91	-

资料来源：光大证券研究所

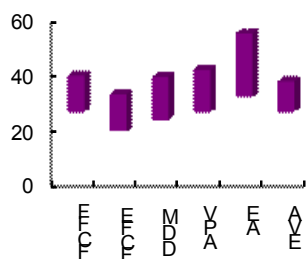
敏感性分析

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
10.11%	33.50	34.60	35.84	37.23	38.83
10.61%	31.16	32.09	33.13	34.31	35.63
11.11%	29.07	29.87	30.75	31.74	32.85
11.61%	27.19	27.88	28.64	29.48	30.42
12.11%	25.51	26.10	26.76	27.48	28.28

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值结果汇总



资料来源：光大证券研究所

估值方法	估值结果			估 值	敏感度分析区间
FCFF	31	26	-	39	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	24	19	-	32	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	29	23	-	38	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	31	26	-	41	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	39	31	-	54	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	30	26	-	37	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

结合相对估值与绝对估值,我们认为公司合理价值应为27.8元,对应2012年主营业务P/E为25X。目前股价对应2011年主营业务的P/E仅为22.7倍,PEG也仅有0.5,处于整个板块的最低端。我们认为公司价值被明显低估,因此维持“买入”的投资评级。我们将远光软件视为计算机板块的首选标的,认为未来股价将迎来一轮明显的估值修复行情。

风险分析

公司下游客户数量较少，收入确认的不规律性使得公司存在着业绩短期波动风险

附：国家电网 SG186 与 SG-ERP 项目简介

SG186 工程

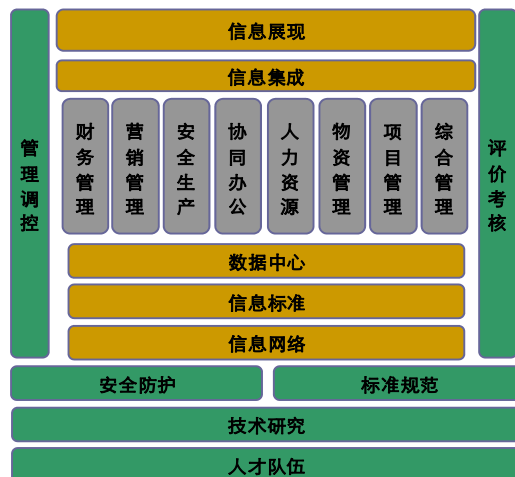
2006 年 4 月 29 日，国家电网公司提出了在全系统实施“SG186 工程”的规划。具体而言，“SG186”中的“SG”是国家电网公司的英文缩写；“1”是构筑包含信息网络、数据交换、数据中心、应用集成、企业门户在内的一体化企业级信息集成平台；“8”是建设包含财务（资金）管理、营销管理、安全生产管理、协同办公管理、人力资源管理、物资管理、项目管理、综合管理在内的八大业务应用；“6”是建立健全包含安全防护体系、标准规范体系、管理调控体系、评价考核体系、技术研究体系、人才队伍体系在内的六个保障体系。国网期望通过 SG186 工程，到“十一五”末实现公司信息化水平达到国内领先、国际先进，初步建成数字化电网、信息化企业。

图表 24：SG186 具体含义



资料来源：光大证券研究所

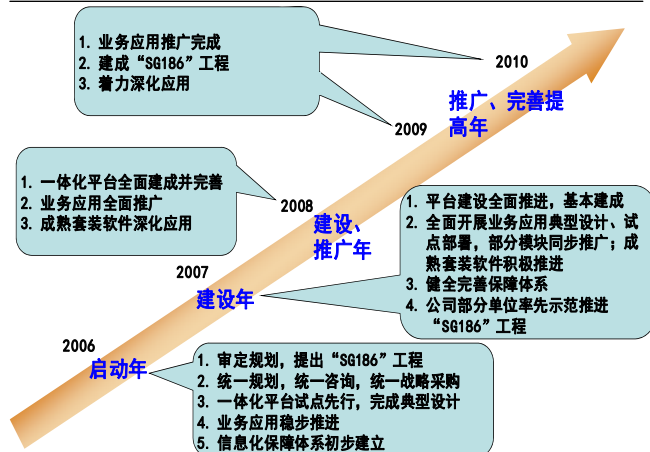
图表 25：SG186 总体架构



资料来源：光大证券研究所

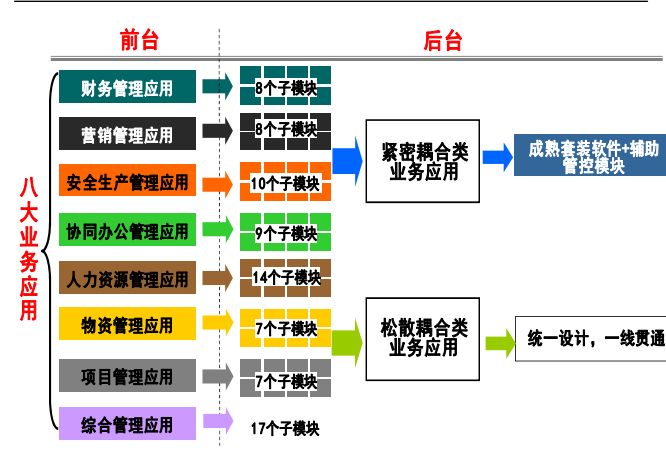
SG186 于 2006 年启动，到 2009 年底全面成。SG186 工程的建设以“四统一”为原则，即统一领导、统一规划、统一标准、统一组织实施，改变了过去主要以省级公司为信息化建设单位的模式，而上升为集团级别的项目。这样的变化大大提高了行业门槛，使得行业经历了大洗牌，众多规模小、技术能力较弱的软件商退出了电网侧市场，而优势厂商的份额得到了显著提升，远光就是这一变化的受益者。

图表 26：SG186 实施进程



资料来源：光大证券研究所

图表 27：SG186 主要业务模块



资料来源：光大证券研究所

SG186 的业务应用系统根据与其他模块之间关联程度的强弱，可以分为紧密耦合类业务与松散耦合类业务。紧密耦合类业务与其他业务模块有着较为紧密的关联，主要包括财务、人力资源管理、营销管理、项目管理、物资管理等，而松散耦合类业务与其他业务模块连接较弱，主要包括协同办公、综合管理等。“SG186”工

程中，紧密耦合类业务采用的是成熟套装软件的技术路线，以套装软件为核心，对尚不能覆盖的功能和范围，采用辅助模块作为补充，比如国网的财务系统采用的就是 SAP 财务模块加上远光财务管控系统。而松散耦合类业务采取统一设计，一线贯通的策略，即统一需求、统一标准、统一选型（统一硬件、统一系统软件和应用软件）后，进行典型设计、统一组织试点和推广，确保信息化建设工程的统一性和标准化。

图表 28：SG186 主要业务模块实施厂商

业务模块	业务应用分类	实施策略	主要实施厂商
财务管理	紧密耦合类	套装软件+辅助模块	SAP 财务模块+远光财务管控模块
人力资源管理	紧密耦合类	套装软件+辅助模块	SAP HR 模块+启明星人力资源管控模块
营销管理	紧密耦合类	无成熟套装软件，采用统一设计、一线贯通过路线	中电普华、朗新及东软
项目管理	紧密耦合类	套装软件	SAP
协同办公	松散耦合类	统一设计、一线贯通	榕基软件协同办公系统
物资管理	招投标属于松耦合，其余模块属于紧密耦合	招投标管理：统一设计，一线贯通 其余模块：套装软件	招投标管理：中电普华等 其他模块：SAP
安全生产	设备管理属于紧密耦合，其余属于松散耦合	GIS：套装软件 其他模块：统一设计、一线贯通	金现代、泰豪等
综合管理	金融属于紧密耦合类，其余属于松散耦合	金融模块：套装 其他模块：统一设计、一线贯通	中电普华等

资料来源：光大证券研究所

SG186 工程的实施给国网带来了明显的资源整合效益。以统一配置财务和金融资源的效果为例，公司通过“三清理一规范”，3 年减少银行账户 16994 个，降低率达 63%，网省公司资金归集度达到 99%；通过内部资金融通和统一对外融资，4 年减少财务费用 134.7 亿元，2008 年金融平台结算资金总量比 2005 年增长了倍，为电网发展提供了有力保障。另外，通过 SG186 中的招投标模块，4 年累计集中招标中标金额达 4847 亿元，节约资金 356 亿元。

虽然 SG186 工程的实施使得国网的信息化实现了大幅度的跨越，但是在业务融合度、实用性、覆盖面、集成度和安全性方面仍然有较大的提升空间，因此国网在十二五期间仍将进行大规模的投资，以建设 SG-ERP 项目。

SG-ERP 工程

2009 年，在 SG186 工程即将收尾之际，国家电网又提出 SG-ERP 项目，该项目是 SG186 工程的继承和发展。项目的目标为：充分利用现代通信和信息技术，在电网数字化和自动化的发展基础上，不断深化发电、输电、变电、配电、用电和调度环节的数据采集、传输、存储和利用，实现数据采集数字化、生产过程自动化、业务处理互动化、经营管理信息化、战略决策科学化；充分开发公司各项业务与信息资源，深化系统应用，实现经营决策智能分析、管理控制智能处理、业务操作智能作业；助力统一坚强智能电网建设，支撑公司集团化运作，促进公司集约化发展，推动公司精益化管理，实现标准化建设，全面提升公司生产、经营、管理和决策水平。

SG-ERP 的主要建设内容分为四个方面，实现全部业务深度集成，支撑全面业务分析和辅助战略决策，实现更大范围资源优化配置，实现信息化与自动化的融合：

(1) 平台集中：借助公司集中式容灾中心建设，实现信息系统平台从两级过渡到一级，完成大集中部署。包括信息网络、数据中心、信息标准、信息集成、信息展现等方面。

(2) 业务融合：业务按“一化四全”五条主线（人财物集约化管理、能量全过程管理、资产全寿命管理、客户全方位管理、企业全面风险管理）进一步集成优化，实现高度融合。建设内容包括“一化四全”的各模块。

(3) 决策智能：信息系统对公司生产经营管理的分析决策支持能力显著增强，达到智能化。

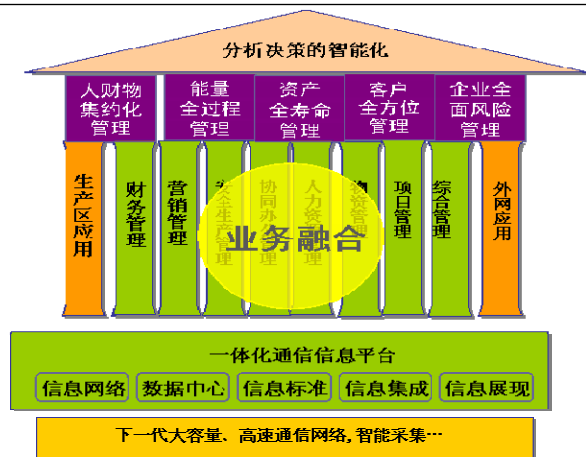
(4) 安全实用：全面深化应用，信息安全和运维水平大幅度提高，确保安全实用。

按照国网规划，SG-ERP 将横跨未来十年的时间，其中十二五期间 SG-ERP 的总投资将达到 190 亿元，2011-2015 年投资额分别为 44.3、44.6、34.3、33.9 和 32.9 亿元。

(1) 2011-2012 年，重点提升一体化平台承载能力，完成应用级容灾中心建设，开展人财物集约化管理业务应用建设，进行“五大”体系业务应用、多业务集成和智能决策建设试点工作，开展主动防御体系和信息调度运行体系建设工作；

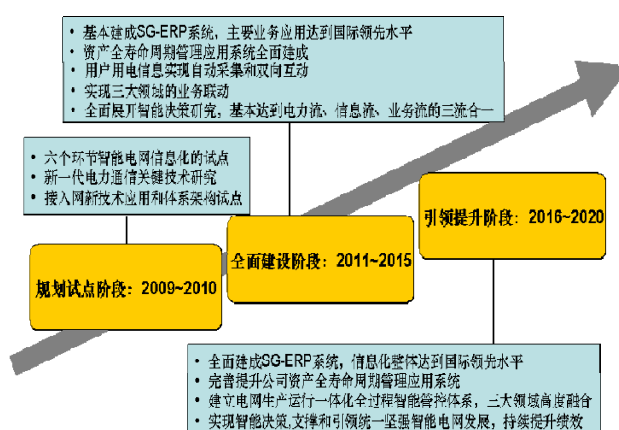
(2) 2013-2015 年，2013 年开展“五大”体系业务应用全面推广，后续两年开展深化应用和完善提升工作，深化建设主动防御体系和调度运行体系。此外，2013 与 2014 年还将开展容灾中心向数据中心过渡的技术攻关和试点，2015 年开展三地数据中心建设的前期工作；

图表 29：SG-ERP 总体架构



资料来源：光大证券研究所

图表 30：SG-ERP 发展阶段



资料来源：光大证券研究所

对比 SG-186 工程，SG-EPR 有如下特点：

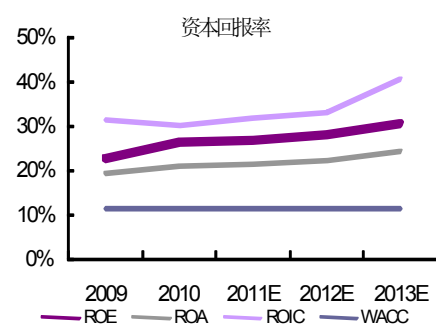
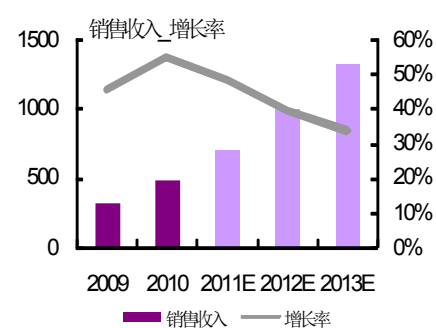
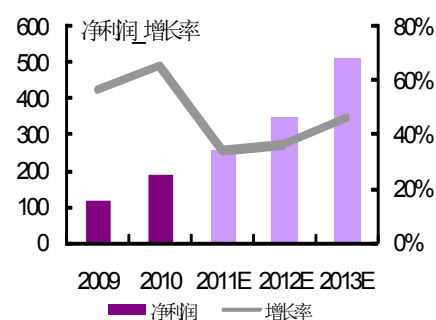
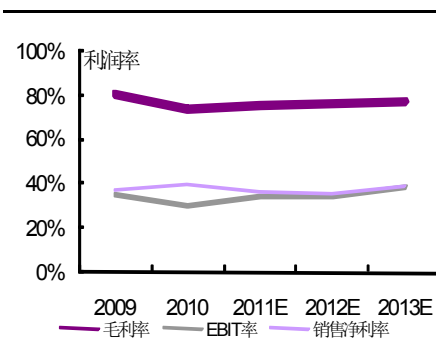
(1) 覆盖面更广：向前延伸至规划领域，向后扩展到用电领域，进一步扩展至能量管理领域；覆盖公司全部业务。

(2) 实用性更强：按模块化、标准化，可组合、可配置的要求建设柔性信息系统，实现信息采集更全、生产自动化和管理信息化程度更高、业务互动化更好。

(3) 集成度更高：在数据集成基础上，基于电网企业特色，按照“一化四全”五条主线深度集成公司所有业务流程，扩展一体化平台功能，实现公司整体业务分析和辅助战略决策。

(4) 安全性更好：建设一体化信息运维系统，加强信息安全边界防护工作，建立健全公司信息安全保障、监督体制和机制，确保信息安全可控、能控、在控。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	310	479	709	988	1,319
营业成本	59	125	172	234	297
折旧和摊销	8	8	10	11	13
营业税费	5	7	12	17	22
销售费用	46	49	78	107	139
管理费用	89	153	213	286	343
财务费用	-1	-4	-2	-3	-5
公允价值变动损益	0	-1	0	0	0
投资收益	13	57	25	25	25
营业利润	122	201	271	368	545
利润总额	127	210	283	386	568
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	115.57	191.30	256.34	348.99	510.76

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	609	916	1,211	1,591	2,106
流动资产	481	704	921	1,273	1,770
货币资金	401	565	765	1,032	1,462
交易型金融资产	0	39	0	0	0
应收帐款	70	85	128	206	263
应收票据	4	1	7	10	13
其他应收款	7	5	14	20	26
存货	0	7	3	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	79	125	125	125	125
固定资产	44	78	93	107	112
无形资产	3	4	4	4	4
总负债	94	185	257	340	431
无息负债	94	185	257	340	431
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	515	731	954	1,252	1,675
股本	198	259	337	337	337
公积金	76	119	143	178	229
未分配利润	240	353	473	736	1,108
少数股东权益	1	1	1	1	1

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	132	246	251	322	507
净利润	116	191	256	349	511
折旧摊销	8	8	10	11	13
净营运资金增加	74	97	193	212	202
其他	-65	-51	-208	-251	-218
投资活动产生现金流	66	-71	-26	-15	-5
净资本支出	6	40	90	40	30
长期投资变化	79	125	0	0	0
其他资产变化	-19	-236	-116	-55	-35
融资活动现金流	0	-11	-25	-40	-72
股本变化	88	61	79	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	55	91	72	82	92
净现金流	199	164	200	267	430

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	44.89%	54.46%	48.02%	39.36%	33.60%
净利润增长率	56.17%	65.53%	34.00%	36.15%	46.35%
EBITDA 增长率	60.99%	31.58%	68.24%	38.71%	50.18%
EBIT 增长率	68.14%	33.27%	71.37%	39.66%	51.46%
	-	-	-	-	-
估值指标					
PE	53	32	24	18	12
PB	12	8	6	5	4
EV/EBITDA	29	29	23	17	11
EV/EBIT	31	31	24	17	11
EV/NOPLAT	34	34	27	19	12
EV/Sales	11	9	8	6	4
EV/IC	11	10	8	6	5
盈利能力 (%)					
毛利率	80.83%	73.90%	75.70%	76.35%	77.47%
EBITDA 率	37.78%	32.18%	35.74%	35.58%	39.99%
EBIT 率	35.25%	30.41%	34.36%	34.44%	39.04%
税前净利润率	40.85%	43.86%	39.88%	39.05%	43.01%
税后净利润率 (归属母公司)	37.28%	39.96%	36.17%	35.34%	38.71%
ROA	18.98%	20.89%	21.17%	21.93%	24.25%
ROE (归属母公司) (摊薄)	22.47%	26.19%	26.89%	27.90%	30.50%
经营性 ROIC	31.31%	29.89%	31.49%	32.95%	40.53%
偿债能力					
流动比率	5.55	4.36	3.98	4.17	4.57
速动比率	554.90%	431.26%	396.84%	416.88%	457.33%
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.34	0.57	0.76	1.03	1.51
每股红利	0.10	0.10	0.15	0.26	0.45
每股经营现金流	0.39	0.73	0.74	0.95	1.50
每股自由现金流(FCFF)	0.09	0.01	-0.18	0.21	0.73
每股净资产	1.52	2.17	2.83	3.71	4.96
每股销售收入	0.92	1.42	2.10	2.93	3.91

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，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2010 年获得新财富最佳分析师第一名，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。

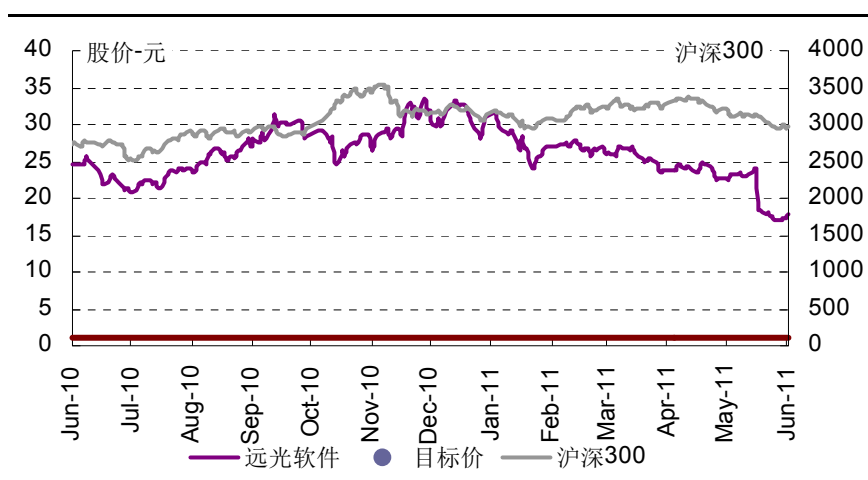
分析师声明

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，本证券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。

投资建议历史表现图

远光软件（002063）

分析师：周励谦



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2010-05-26	27.28	35.20	买入
2010-07-23	23.15	30.60	买入
2010-08-09	23.15	30.60	买入
2010-09-10	27.77	36.00	买入
2010-10-14	28.45	37.00	买入
2011-01-25	24.00	37.00	买入
2011-03-07	25.85	37.00	买入
2011-04-29	22.30	37.00	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

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。

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@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题 QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券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（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。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发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。