

计算机

署名人: 崔莹

执业证书编号: S0960511060001

021-52288047

cuiying@cjis.cn

6-12个月目标价: 30.00元

当前股价: 19.97元

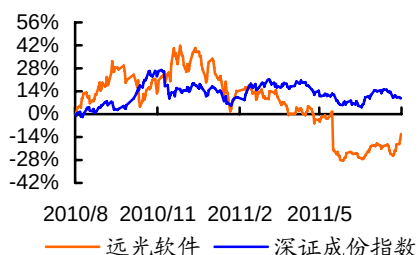
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	11922.37
总股本(百万)	337
流通股本(百万)	286
流通市值(亿)	59
EPS (TTM)	0.53
每股净资产(元)	2.17
资产负债率	20.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
远光软件	8.98	18.65	0.00
深证成份指数	-2.10	-4.03	0.00



相关报告

《远光软件-主业大超预期, 价值明显低估》

2011-7-28

《远光软件-投资国内 ERP 企业首选》

2011-4-24

《远光软件-高管行权确立短期底部, 上调评级至强烈推荐》2011-3-29

远光软件

002063

强烈推荐

行业应用软件首选, 重申强烈推荐评级

投资要点:

- 我们认为一直以来压制远光软件估值的因素包括: 1、收入依赖于国家电网, 而国家电网的收入确认呈现波动性; 2、业务主要集中于电力行业, 单一行业的信息化提供商容易面临天花板; 3、产品主要集中于财务软件。我们写本报告的目的主要是从大逻辑上解释上述压制远光软件估值的因素正在逐渐消除。
- 收入依赖于国家电网: 公司依靠国家电网起家, 而“SG186项目”加深了市场对于远光依赖于国网的印象, 实际上公司第一个“1亿元”收入的确来源于国网, 但是10年公司在南网收入同样突破亿元, 11年上半年公司在国电集团实现了约6000万的收入, 预计11年收入有望过亿。我们认为公司来源于国网的收入下降是非常明显的。
- 业务主要集中于电力行业: 我们认为这可以从2个维度来解释, 一方面电力行业占了全部央企资产与收入的1/5左右, 且两大电网和五大发电集团有五家进入世界财富500强, 其余两家以及今年8月份新成立的两大电力辅业集团收入与资产规模都在千亿元以上, 信息化空间可观。另一方面公司也为国网下属的证券、信托、期货、保险等领域子公司提供了ERP系统, 而8月份成立的两大辅业集团以设计、施工等业务为主营, 预计远光将在其信息化建设中占据重要地位, 我们认为公司实质上已经跨出了电力行业。
- 产品主要集中于财务软件: 由于“SG186项目”由SAP总包, 远光在国网主要被限制在了财务领域, 因此市场误解公司是财务软件提供商, 实际上公司早就不是单纯的财务软件提供商, 以公司为南网提供的FMIS为例, FMIS从2001年开始推广, 是集财务、业务于一体的大型管理软件。目前远光业务软件推广的重点是发电侧, 公司在水电、火电、燃气发电、新能源发电等多个细分领域都有成功案例, 在五大发电集团和部分地方发电集团企业树立了样板客户。通过和公司的反复沟通, 我们认为业务软件赋予公司的市场空间是大于财务软件的。
- 盈利预测与投资评级: 我们预计公司11-13年EPS分别为0.70、1.00和1.50元, 未来6-12个月目标价至30元。
- 风险提示: 核心人员流失的风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	479	695	952	1274
同比(%)	54%	45%	37%	34%
归属母公司净利润(百万元)	191	236	336	506
同比(%)	66%	23%	43%	51%
毛利率(%)	73.9%	74.5%	75.0%	75.5%
ROE(%)	26.2%	25.0%	26.3%	28.4%
每股收益(元)	0.57	0.70	1.00	1.50
P/E	32.34	26.26	18.43	12.23
P/B	8.47	6.57	4.84	3.47
EV/EBITDA	26	22	16	10

资料来源: 中投证券研究所

一、收入依赖于国家电网？

公司是依靠国家电网起家，而“SG186 项目”加深了市场对于远光依赖于国网的印象，实际上公司第一个“1 亿元”收入的确来源于国网，但是 10 年公司在南网收入同样突破亿元，11 年上半年公司在国电集团实现了约 6000 万的收入，预计 11 年收入有望过亿。我们认为公司来源于国网的收入下降是非常明显的。

11 年上半年“SG186 项目”确认收入 4705 万元，仅占上半年总收入的 16.5%，随着客户收入结构的改变，公司收入的波动性在下降。国网“SG186 项目”做完了，但是远光主营业务的收入与利润在加速增长。我们认为公司在国网或许过了最强劲的增长阶段，但是在电力行业的增长依旧强劲。

表 1：远光历年收入与净利润（单位：百万元）

	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011H1
营业收入	63	79	101	125	155	214	310	479	286
增长率		26%	28%	24%	25%	38%	45%	54%	52%
净利润	20	23	26	39	56	74	116	191	85
增长率		18%	15%	46%	43%	33%	56%	66%	-11%
净利润（不考虑投资收益）	19	22	26	38	45	62	104	140	
增长率		17%	17%	48%	18%	37%	67%	34%	69%

资料来源：wind，中投证券研究所

二、业务主要集中于电力行业？

我们认为这可以从 2 个维度来解释，一方面，电力行业占了全部央企资产与收入的 1/5 左右，且两大电网和五大发电集团有五家进入世界财富 500 强，其余两家以及今年 8 月份新成立的两大电力辅业集团收入与资产规模都在千亿元以上，信息化空间可观。

表 2：两大电网、五大发电集团与两大辅业集团情况¹

	国网	南网 ²	华能	大唐	国电	华电	中电投	中电建设	中能建设
总资产（亿元）	21192	3837	6538	5205	5224	4424	4403	1587	1112
收入（亿元）	15427	2855	2270	1771	1654	1287	1268	1000+	1000+
总人数（万人）	150+	33	13	10+	13.5	N/A	11.7	N/A	N/A

资料来源：各公司网站及其债券募集说明书，中投证券研究所

¹ 国家电网、南方电网省级(区域)电网企业所属勘测设计、火电施工、水电施工和修造企业等辅业单位成建制剥离，与四家中央电力设计施工企业重组，组建两大电力建设集团。因此重组完成后国网和南网收入、资产规模与员工数会有所下降。

² 南网收入与资产规模来源于其 10 年债券募集说明书，为 08 年末数据

另一方面，公司也为国网下属的证券、信托、期货、保险等领域子公司提供了 ERP 系统，可视为公司在金融行业的 ERP 拓展。

表 3：国网金融领域下属子公司

类型	名称
财务公司	中国电力财务有限公司
财险	英大泰和财产保险股份有限公司
寿险	英大泰和人寿保险股份有限公司
保险经纪	英大长安保险经纪有限公司
信托	英大国际信托有限责任公司
期货	英大期货有限公司
证券	英大证券有限责任公司

资料来源：国家电网，中投证券研究所

而 8 月份成立的两大辅业集团以设计、施工等业务为主营，预计远光将在其信息化建设中占据重要地位。以下是“主辅分离”的具体情况：

国家电网和南方电网两电网公司河北、吉林、上海、福建、江西、山东、河南、湖北、海南、重庆、四川、贵州、青海和宁夏等 14 个省(区、市)公司所属辅业单位和中国水利水电建设集团、中国水电工程顾问集团重组，组建中国电力建设集团有限公司。国电力建设集团有限公司挂牌日为 8 月 28 日，组建后的中国电力建设集团有限公司资产总额为 1587.4 亿元。

同时，两电网公司北京、天津、山西、辽宁、黑龙江、江苏、浙江、安徽、湖南、广东、广西、云南、陕西、甘肃和新疆等 15 个省(区、市)公司所属辅业单位和中国葛洲坝集团、中国电力工程顾问集团重组，组建中国能源建设集团有限公司。中国能源建设集团有限公司挂牌日为 8 月 8 日，组建后的中国能源建设集团有限公司资产总额为 1111.6 亿元。

我们认为，远光软件由于参与了两大电力建设集团的财务准备工作，其必然会在两大电力建设集团信息化建设的过程中扮演非常重要的角色，可视为公司在建筑行业的 ERP 拓展。

三、产品主要集中于财务软件

由于“SG186 项目”由 SAP 总包，远光在国网主要被限制在了财务领域，因此市场误解公司是财务软件提供商，实际上公司早就不是单纯的财务软件提供商，以公司为南网提供的 FMIS 为例，FMIS 从 2001 年开始推广，是集财务、业务于一体的大型管理软件。

远光软件在中报中提出，为顺应物联网应用发展趋势，公司采用 RFID（射频识别）等技术，为燃料、资产设备、供应链业务领域的客户推出资产移动盘点解决方案，有效提升客户的管理效率，降低客户的维护成本。

根据我们与公司的沟通，目前公司的 RFID 芯片主要是外购，公司基于 RFID、GPS 等技术为电力企业提供电力物资、资产等管理的专用解决方案，

以提升电力企业的管理效率，进一步降低其维护成本。目前这些解决方案主要包括在远光软件的 GRIS 系统中。我们认为这块业务未来几年将保持高速增长（50% 以上的增速）。

电力行业是资产密集型行业，业务领域通常需要软硬件一体化的解决方案，且市场空间可观。目前远光的业务软件包括两大类，一类是 GRIS 中的整体解决方案，包括资产、燃料供应链等解决方案；另一类是 EAP，主要是业务领域一些简单的工具类软件。目前远光业务软件推广的重点是发电侧，公司在水电、火电、燃气发电、新能源发电等多个细分领域都有成功案例，在五大发电集团和部分地方发电集团企业树立了样板客户。通过和公司的反复沟通，我们认为业务软件赋予公司的市场空间是大于财务软件的。

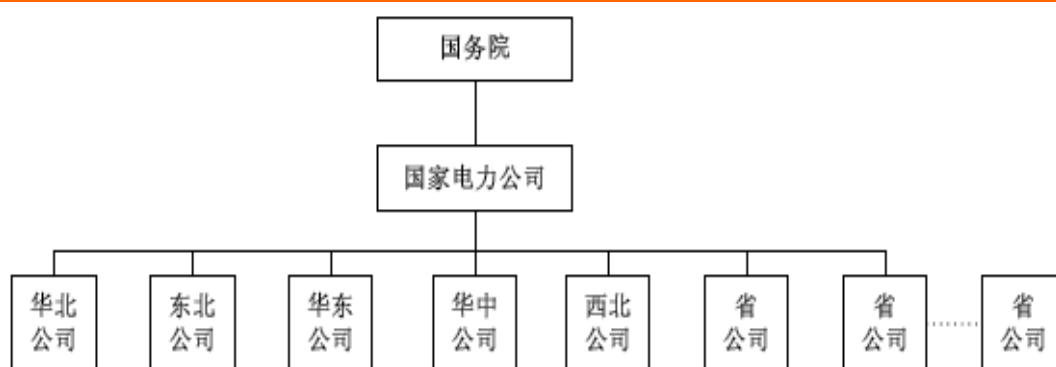
四、其他催化剂

4.1 电力改革带来发展机会

实际上，2002 年，国家出台的电力体制改革方案明确了“厂网分开、主辅分离、输配分开、竞价上网”四大改革任务，但在实现了第一步目标厂网分开后，电力体制改革一直处于停滞不前的状态。

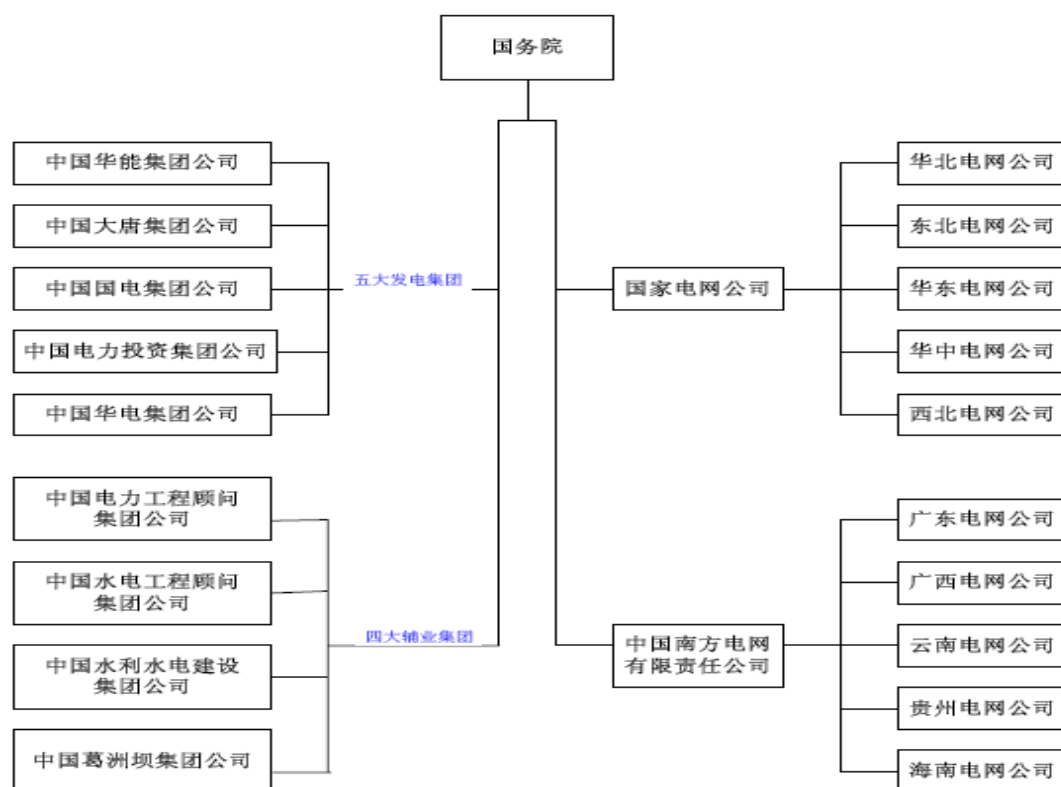
具体而言，厂网分开是指将电力资产按照发电和电网两类业务进行划分和重组，形成了 5 大发电集团（中国华能集团公司、中国大唐集团公司、中国华电集团公司、中国国电集团公司和中国电力投资集团公司）；两大电网（国家电网和南方电网）以及 4 大辅业集团（中国电力工程顾问集团公司、中国水电工程顾问集团公司、中国水利水电建设集团公司和中国葛洲坝集团公司）。

图 1：电力改革示意图（改革前）



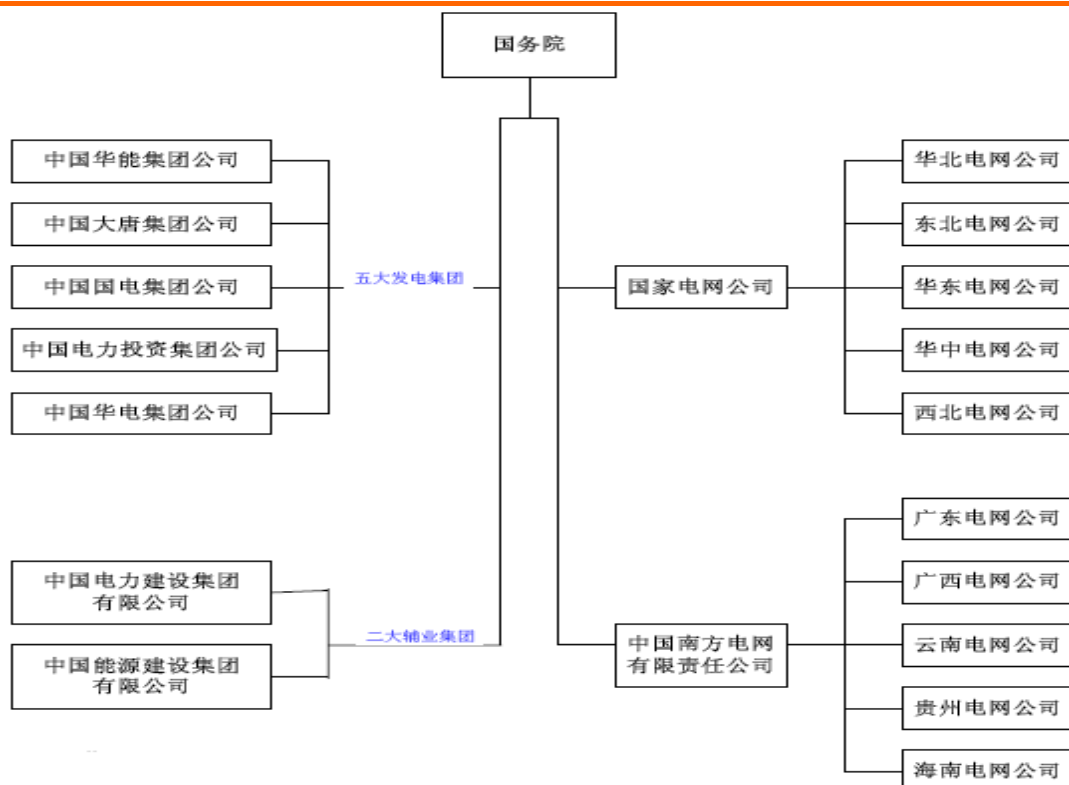
资料来源：中投证券研究所

图 2：电力改革示意图（厂网分离后）



资料来源：中投证券研究所

图 3：电力改革示意图（主辅分离后）



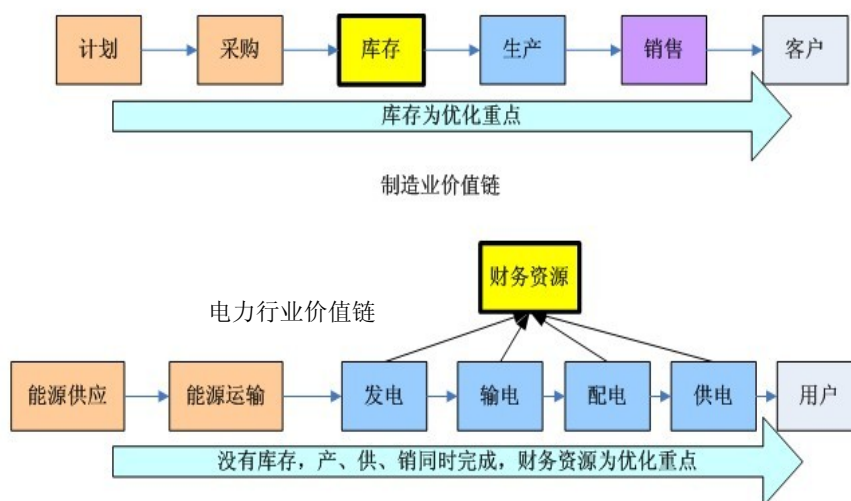
资料来源：中投证券研究所

预计随着主辅分离的完成³，未来的电力改革重点将是输配分开⁴，尽管输配分开面临着重重压力，但是业内专家预计，主辅分离的完成将直接刺激输配分开改革试点的实质性推进。今年6月发改委下发《关于2011年深化经济体制改革重点工作的意见》，提出今年将加快输配电价改革，推进竞争性电力市场建设和大用户直接交易试点，完善水电、核电、可再生能源发电价格形成机制，调整销售电价分类结构。其中，对于加快输配电价改革，发改委相关负责人表示将主要稳定开展电力输配分开试点，将输电网络与配电网络分开，分别经营核算。

电力行业每次改革其实质都是为了引入竞争机制，对于电力行业ERP提供商而言，机遇是竞争的加强将提高各大集团对管理软件的需求，挑战是由于电力改革形成新的电力行业多个集团公司并存的格局，使其他竞争企业进入电力行业市场的机会增大。

电力行业与普通制造业相比最大的特点是库存管理的需求较小⁵：电力企业需要在发电、输电、配电和供电过程中建立以财务资源管控为优化重点的ERP系统，因此行业内厂商拥有相较于行业外厂商竞争优势非常明显，我们认为每次电力改革对于电力行业ERP提供商而言机遇大于挑战。

图 4：电力行业与制造业价值链对比



资料来源：《中国企业应用软件行业化发展趋势》，中投证券研究所

4.2 有望成为智能电网建设受益最大的软件企业

从中长期看，软硬件一体化也有利于远光在智能电网建设中获得更大的收益，实际上智能电网一直是公司的战略重点，公司一直对于智能电网的建设保持跟踪，智能电网目的之一就是要实现所有设备和环境的信息收集、分析和处理，而公司在智能电网领域可以提供资产管理、收费管理、信息采集等多种应

³ 如前所述，今年8月份有望完成，电力主辅分离给远光软件带来发展机会：一方面，此次改革涉及到原有的两大电网和四大辅业集团，原有管理结构的调整必然带来新的管理软件系统建设与改进需求，另一方面，我们预计新成立的两大电力建设集团收入和资产规模都在千亿元以上，未来管理软件需求空间可观。

⁴ 输配分开是指将输电和配电环节从资产、财务和人事上分拆，输电环节由电网管理，而售电环节，将把地方供电局改组为多个独立的法人实体，再辅之以购电大户与电厂签订直供合同，把配电网的建设运行下放地方。

⁵ 对于电网企业，产供销同时完成，没有库存，对于发电企业，燃料的库存是事先额定的，优化余地很小。

用，技术储备丰富；同时由于公司一直非常看重智能电网的建设，**希望能够最大限度的参与其中**，我们不排除公司采用外延式发展的方式，加速在这一领域的布局。

我们认为远光不是智能电网建设的最大收益者，**但有望成为智能电网建设受益最大的软件企业。**

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	704	967	1296	1868	营业收入	479	695	952	1274
现金	565	689	957	1452	营业成本	125	177	238	312
应收账款	85	139	193	261	营业税金及附加	7	10	14	19
其它应收款	5	6	9	12	营业费用	49	76	114	153
预付账款	2	4	5	6	管理费用	153	201	272	293
存货	7	9	12	16	财务费用	-4	-9	-12	-18
其他	40	121	121	121	资产减值损失	2	5	1	1
非流动资产	211	208	207	207	公允价值变动收益	-1	-1	0	0
长期投资	125	123	123	123	投资净收益	57	10	23	13
固定资产	78	77	75	75	营业利润	201	243	348	527
无形资产	4	5	5	4	营业外收入	10	16	21	29
其他	4	4	4	4	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	916	1175	1503	2075	利润总额	210	259	369	556
流动负债	162	213	222	288	所得税	19	23	33	50
短期借款	0	0	0	0	净利润	191	236	336	506
应付账款	25	35	36	47	少数股东损益	0	0	0	0
其他	136	178	187	241	归属母公司净利润	191	236	336	506
非流动负债	23	20	2	3	EBITDA	206	243	346	521
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.74	0.70	1.00	1.50
其他	23	20	2	3	主要财务比率				
负债合计	185	233	225	291	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	1	1	1	1	成长能力				
股本	259	337	337	337	营业收入	54.5%	45.1%	37.0%	33.9%
资本公积	56	56	56	56	营业利润	65.3%	21.0%	42.9%	51.6%
留存收益	416	549	885	1391	归属于母公司净利润	65.5%	23.2%	42.5%	50.6%
归属母公司股东权益	730	942	1277	1783	获利能力				
负债和股东权益	916	1175	1503	2075	毛利率	73.9%	74.5%	75.0%	75.5%
现金流量表					净利率	40.0%	33.9%	35.3%	39.7%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	26.2%	25.0%	26.3%	28.4%
经营活动现金流	246	217	242	475	ROIC	711.5	725.9%	385.4	515.6%
净利润	191	236	336	506	偿债能力				
折旧摊销	8	10	10	12	资产负债率	20.2%	19.8%	15.0%	14.0%
财务费用	-4	-9	-12	-18	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
投资损失	-57	-10	-23	-13	流动比率	4.36	4.53	5.83	6.49
营运资金变动	96	-23	-62	-24	速动比率	4.31	4.49	5.77	6.43
其它	10	14	-7	13	营运能力				
投资活动现金流	-71	-78	14	2	总资产周转率	0.63	0.66	0.71	0.71
资本支出	40	7	8	10	应收账款周转率	5.15	5.05	4.62	4.58
长期投资	-39	-2	0	0	应付账款周转率	8.98	5.83	6.69	7.57
其他	-69	-73	22	12	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-11	-15	12	18	每股收益(最新摊薄)	0.57	0.70	1.00	1.50
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	0.64	0.72	1.41
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.17	2.79	3.79	5.29
普通股增加	61	79	0	0	估值比率				
资本公积增加	23	0	0	0	P/E	32.34	26.26	18.43	12.23
其他	-95	-94	12	18	P/B	8.47	6.57	4.84	3.47
现金净增加额	164	124	268	495	EV/EBITDA	26	22	16	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

崔莹, CPA, CFA Charter pending candidate, 中投证券研究所计算机行业研究员, 南京大学计算机学士, 金融工程硕士, 多年金融行业从业经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434