

强烈推荐-A (维持)

远光软件 002063.SZ

目标估值: 22.90-26.10 元

当前股价: 20.94 元

2011年10月17日

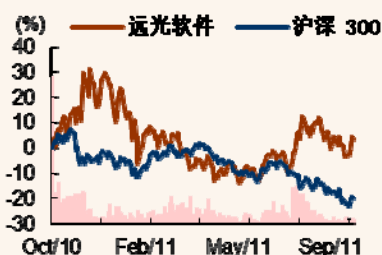
主营坚挺、增速不减

基础数据

上证综指	2440
总股本(万股)	33738
已上市流通股(万股)	28636
总市值(亿元)	68
流通市值(亿元)	58
每股净资产(MRQ)	2.5
ROE(TTM)	23.1
资产负债率	8.6%
主要股东	陈利浩
主要股东持股比例	14.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	8	-7
相对表现	5	29	10



相关报告

- 1、《远光软件(002063)-深耕电力行业市场, 打造应用软件企业典范》2011/3/23
- 2、《远光软件(002063)-中报主营业务超预期, 增长步伐铿锵有力》2011/7/29

张良勇

zhangly@cmschina.com.cn

S1090511040042

研究助理

刘雪峰

021-68407809

liuxf1@cmschina.com.cn

远光软件近日公布三季报。主营业务保持高速增长, 收入增长 52.6%, 主营业务利润增长 80%。受参股公司的项目结算影响, 投资收益同比下降 83%, 本年度净利润增速可能明显放缓。但投资收益占利润比重逐渐降低, 公司下游行业的需求和公司的行业地位看好, 维持“强烈推荐-A”投资评级。公司对应 2011 年、12 年的 PE 分别为 31、18。

□ **主营业务表现出色。**公司 2011 年前三季度实现营业收入 4 亿元, 增长 52.6%; 主营业务毛利达 3 亿元, 增长 57%。

□ **依赖单一大客户合同的疑虑进一步消除。**

公司 2010 年与国家电网签订的总金额为 3.5 亿元的《财务管控模块开发及实施服务框架协议》在 2011 年前三季度确认收入 5000 万元, 仅占当期公司收入的 12.4%。随着发电端客户需求的逐步加大和新产品的不断推出, 公司的收益结构正进一步完善。

□ **投资收益对公司长期业绩影响渐弱。**

公司对参股的华凯公司没有控制权, 从目前情况看, 考虑到房地产行业的景气度和结算因素, 公司年内投资收益的预期有可能较去年同期大幅度下降。但从长期看, 由于公司主营业务保持高速增长, 投资收益所占比重重正逐步减少, 对公司业绩的影响将减弱。

□ **维持“强烈推荐-A”评级。**

预估公司 2011 年、12 年、13 年净利润增速分别为 19%、68%、43%, 每股收益 2011 年为 0.68 元、12 年 1.14 元、13 年 1.63 元。合理估值区间为 22.90-26.10 元, 其中软件业务对应 35-40 倍 PE, 投资收益(房地产) 10 倍 PE。维持“强烈推荐-A”评级。

□ **风险提示。**1) 发电企业等新客户 IT 支出增速放缓。2) 公司深化应用产品推广不及预期。

财务数据与估值

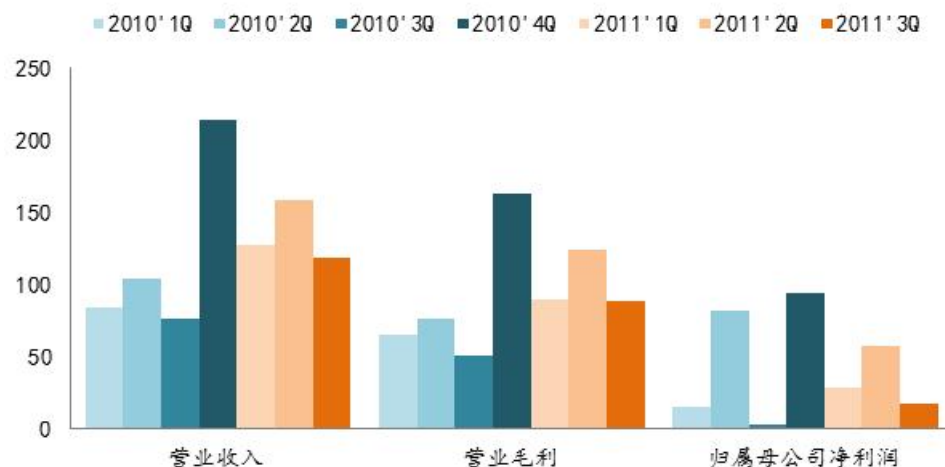
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	310	479	725	1079	1623
同比增长	45%	54%	51%	49%	50%
营业利润(百万元)	122	201	243	412	594
同比增长	63%	65%	21%	69%	44%
净利润(百万元)	116	191	228	383	549
同比增长	56%	66%	19%	68%	43%
每股收益(元)	0.58	0.74	0.68	1.14	1.63
PE	35.8	28.3	31.0	18.4	12.9
PB	8.0	7.4	7.6	5.5	4.0

资料来源: 招商证券(2011年及之后为摊薄每股收益)

一、主营业务增长强劲

公司主营业务在 2011 年前三季度表现优异，主营收入同比增长 52.6%，主营业务毛利增长 57%。费用率 46.9%，同比 2010 年前三季度的 50.7%降低 3.8 个百分点。其中管理费用率降低 6.5 个百分点，运营效率明显提高。

图 1：单季经营成果比较



资料来源：公司报表，招商证券

我们在之前的报告中反复强调两点。一、公司电网行业的客户仍处于信息化建设初中期，需求长期旺盛，远未进入成熟的低速增长期。二、公司客户多元化进展迅速，中期报告已经显示非电网客户贡献收入的比重逐渐变大。从三季报公告看，在同比增长 53% 的背景下，国家电网单一大单确认的收入仅占 12.4%。除了快速增长的发电端企业和农电客户外，电力辅业集团 2011 年才挂牌，据信其需求尚未体现。

表现在主要指标的增长上，不光 2011 年前三季度增长显著，第三季度的单季增长也超越前三季度水平，有加速态势。

表 1：主要指标增长率

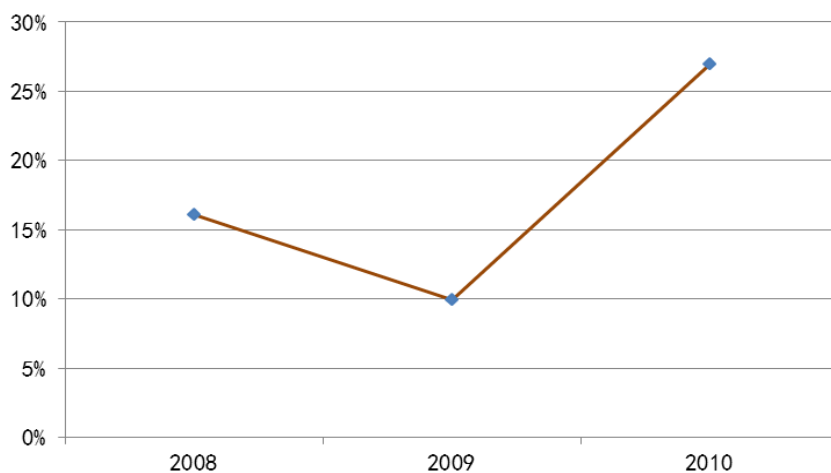
项目 (百万元)	2011' 3Q 同比增长	2011 前三季度同比增长
营业收入	54%	53%
营业毛利	74%	57%
销售费用	139%	89%
管理费用	27%	27%
财务费用	121%	-97%
投资收益	-163%	-83%
营业利润	1207%	1%
所得税	175%	-1%
归属母公司净利润	677%	4%

资料来源：公司报表，招商证券

二、投资收益影响的波动性将趋弱

公司参股华凯公司为主获得的投资收益受宏观环境影响较大。考虑到房地产行业的景气度和项目结算的不确定性，年内所获投资收益有较大可能出现大幅度下滑，导致净利润增速放缓。

图 2：投资收益占利润总额比重



资料来源：公司报表，招商证券

由于公司不参与参股公司的经营，也无意扩大非主业的经营，随着主营业务的快速增长，投资收益所占的比重将逐步下降，公司盈利的增长将更加趋于稳定可预期。

三、盈利预测和风险提示

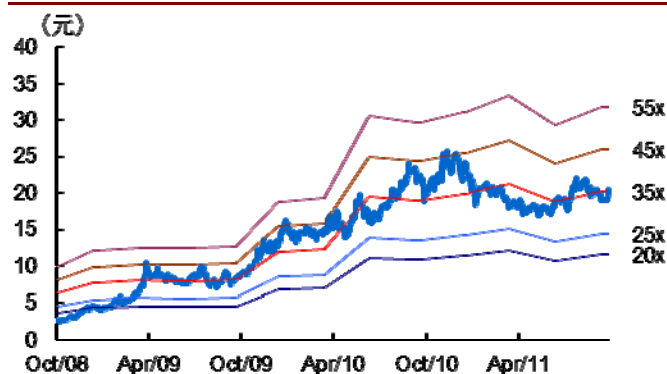
回顾公司前三季度的业绩表现和需求状况，我们对公司的估值进行修订。主要考虑以下因素：

- 1) 未来三年主营收入增速与我们之前的预估接近，接近前三季度营业收入增速。
- 2) 管理费用比例高于去年全年指标，略低于前三季度水平。
- 4) 投资收益（房地产）2011 年较 2010 年大幅度下滑，2012 年有所回升，但是低于 2010 年的绝对收益数。

预估公司 2011 年、12 年、13 年净利润增速分别达 19%、68%、43%。2011 年 EPS 为 0.68 元、12 年 1.14 元、13 年 1.63 元。合理估值区间为 22.90-26.10 元，对应 2011 年软件业务 35-40 倍 PE，投资收益 10 倍 PE。基于对公司产品应用和下游行业持续需求的信心，维持“强烈推荐-A”投资评级。

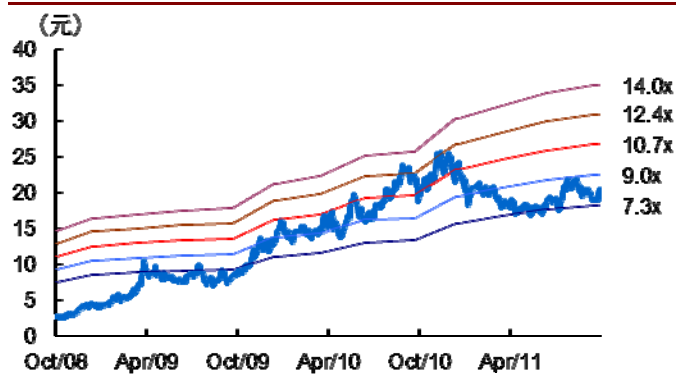
风险提示：1) 发电企业等新客户 IT 支出增速放缓。主要考虑在预期发电成本上涨而电价稳定的假设下，发电企业的预算支出有可能受到影响。2) 公司深化应用产品推广不及预期。公司的核心产品为各类财务管理软件，相关深化应用产品有一定的局限性，大范围的普及应用需要较长时间的努力。

图 3：远光软件历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

图 4：远光软件历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

参考报告：

- 1、《远光软件(002063)-深耕电力行业市场，打造应用软件企业典范》2011/3/23。本篇报告全面分析了公司的市场前景、发展历程、产品结构、盈利能力和发展方向。
- 2、《远光软件(002063)- 主业市场空间大、内生外延助发展》2011/5/19。本篇报告强调了公司下游行业的前景，指出公司的下游需求将持续增长。而内部盈利能力尚有可观潜力有待挖掘。
- 3、《远光软件(002063)-中报主营业务超预期，增长步伐铿锵有力》2011/7/29。本篇报告重申了下游行业 IT 需求的持续性，通过订单数据的分拆挖掘出公司新产品与新客户开拓的进展。修订了公司不同业务的估值，对公司的持续成长属性表示乐观。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	481	704	870	1266	1821
现金	401	565	661	973	1401
交易性投资	0	39	39	39	39
应收票据	4	1	2	2	3
应收款项	70	85	146	217	327
其它应收款	7	5	14	18	29
存货	0	7	6	12	15
其他	1	2	3	5	7
非流动资产	128	211	200	190	182
长期股权投资	79	125	125	125	125
固定资产	44	78	68	59	51
无形资产	3	4	4	3	2
其他	2	4	4	3	3
资产总计	609	916	1070	1456	2003
流动负债	87	162	110	143	192
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3	25	29	43	64
预收账款	55	95	36	52	78
其他	29	41	45	48	50
长期负债	7	23	26	26	26
长期借款	0	0	0	0	0
其他	7	23	26	26	26
负债合计	94	185	136	169	218
股本	198	259	337	337	337
资本公积金	32	56	56	56	56
留存收益	284	416	541	894	1391
少数股东权益	1	1	1	1	1
母公司所有者权益	514	730	934	1287	1784
负债及权益合计	609	916	1070	1456	2003

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	132	246	100	278	408
净利润			228	383	549
折旧摊销			12	10	9
财务费用			(10)	(13)	(19)
投资收益			(10)	(53)	(53)
营运资金变动			(122)	(50)	(78)
其它			1	0	0
投资活动现金流	66	(71)	(0)	0	0
资本支出			0	0	0
其他投资			(0)	0	0
筹资活动现金流	0	(11)	(4)	35	19
借款变动			0	0	0
普通股增加			79	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(103)	(31)	(52)
其他			21	65	71
现金净增加额	199	164	96	312	428

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	310	479	725	1079	1623
营业成本	59	125	171	249	373
营业税金及附加	5	7	12	18	28
营业费用	46	49	95	127	190
管理费用	89	153	220	337	507
财务费用	(1)	(4)	(10)	(13)	(19)
资产减值损失	3	2	2	2	2
公允价值变动收益	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
投资收益	13	57	11	54	54
营业利润	122	201	243	412	594
营业外收入	5	10	7	7	7
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	127	210	250	419	600
所得税	11	19	22	36	51
净利润	116	191	228	383	549
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	116	191	228	383	549
EPS (元)	0.58	0.74	0.68	1.14	1.63

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	45%	54%	51%	49%	50%
营业利润	63%	65%	21%	69%	44%
净利润	56%	66%	19%	68%	43%
获利能力					
毛利率	80.8%	73.9%	76.4%	76.9%	77.0%
净利率	37.3%	40.0%	31.4%	35.5%	33.8%
ROE	22.5%	26.2%	24.4%	29.8%	30.8%
ROIC	21.3%	24.6%	22.8%	28.4%	29.5%
偿债能力					
资产负债率	15.4%	20.2%	12.7%	11.6%	10.9%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.5	4.4	7.9	8.9	9.5
速动比率	5.5	4.3	7.9	8.8	9.4
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.7	0.7	0.8
存货周转率	#DIV/0!	34.6	25.5	27.9	27.5
应收帐款周转率	5.8	6.2	6.3	5.9	6.0
应付帐款周转率	16.0	9.0	6.2	6.9	7.0
每股资料(元)					
每股收益	0.58	0.74	0.68	1.14	1.63
每股经营现金	0.67	0.95	0.30	0.82	1.21
每股净资产	2.60	2.83	2.77	3.81	5.29
每股股利	0.00	0.10	0.10	0.09	0.15
估值比率					
PE	35.8	28.3	31.0	18.4	12.9
PB	8.0	7.4	7.6	5.5	4.0
EV/EBITDA	148.3	92.2	77.1	46.3	32.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

张良勇，招商证券研发中心执行董事，电子行业分析师，2006-2010年新财富电子行业最佳分析师。

刘雪峰，招商证券研发中心计算机行业分析师。东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，13年IT行业跨国公司技术、运营与全球项目管理工作经验。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。