

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: 20.62元

评级调整: 维持

基本资料

| | |
|-----------|---------|
| 深证成份指数 | 9697.21 |
| 总股本(百万) | 337 |
| 流通股本(百万) | 286 |
| 流通市值(亿) | 59 |
| EPS (TTM) | |
| 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 | 0.73 | 12.37 | 8.58 |
| 深证成份指数 | -11.78 | -21.17 | -24.23 |



相关报告

- 《远光软件-主业收入与利润高速增长》
2011-10-16
- 《远光软件-行业应用软件首选, 重申强烈推荐评级》
2011-8-4
- 《远光软件-主业大超预期, 价值明显低估》
2011-7-28

远光软件

002063

强烈推荐

从业务模式看远光

我们相信远光有成为中国最优秀 B2B 软件企业的潜质, 本文主要从业务模式的角度尝试对远光进行分析。

■ 投资要点:

- 以服务为主的混合型业务模式: 远光是以服务为主的混合型业务模式软件公司, 软件服务的成本主要是人力, 因此提高盈利的首要因素是提高效益(利润率)而非规模。
- 提高人均收入。1、价格驱动: 目前远光的软件产品及实施服务的价格仅相当于国外同行的 1/3-1/2, 而产品特别是服务的效果要优于国外同行; 2、能够集中力量于产品与交付: 公司的市场空间清晰度明显高于通用 ERP 厂商, 这使公司能够集中力量于产品与交付以提高效率; 3、提高效率的观念已明显领先于国内其他厂商: 远光总裁金卓君曾领导金蝶服务部门高速发展, 由于金蝶的经验, 金总对于效率非常看重, 并着力于自上而下推广提高效率的观念, 我们认为目前这种观念已经得到了公司总监级别领导的普遍认可。
- 将营业利润率维持在高位。1、考虑到公司向固有的客户推广新产品及服务的销售模式, 在走出电力行业以前, 公司基本处于产品及服务的成熟期; 2、目前电力行业央企的管理需求趋同, 这大大提高了公司高端定制软件的可复用性; 3、我们预计 13 年期权成本较 12 年下降约 5000 万元。
- 本土企业优势明显: 电力行业的信息化投资以大型电力集团为主, 只有以服务为主的高端定制软件才能满足其集中管控需求, 电力行业的信息化的服务主导特性决定了本土企业在未来的竞争中更具优势。
- 远光有望成为最大的赢家: 不同行业特点决定了其 ERP 系统构成不同, 就电力行业而言, 我们认为财务管理软件是 ERP 系统的核心, 其提供商的地位将随着系统架构的复杂而不断提高。远光的财务管理软件在电力行业处于绝对的领先地位, 特别是在成功实施了国网 SG186 项目的财务管控模块之后, 这种优势更加突出, 有望成为电力行业 ERP 建设的最大赢家。
- 盈利预测与投资建议: 我们维持公司 11-13 年 EPS 分别为 0.70、1.00 和 1.50 元, 维持公司强烈推荐的投资评级。
- 风险提示: 核心人员流失风险。

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 | 235 | 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 | 35.71 | 29.11 | 20.35 | 13.51 |
| P/B | 9.35 | 7.28 | 5.36 | 3.84 |
| EV/EBITDA | 30 | 25 | 18 | 12 |

资料来源: 中投证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

一、以服务为主的混合型业务模式

软件企业包括产品、服务与混合三种业务模式，产品即通常所说的套装软件，服务包括软件外包、软件实施与维护等，混合型的业务模式融合了产品与服务，例如定制软件（软件产品+实施服务）。

表 1 是远光软件近年来的业务构成，GRIS 与 FMIS 是高端定制软件，而财务管理新纪元是通用型软件产品。（其他收入规模较小，在此不做讨论。）

表 1: 远光历年收入构成（单位：百万元）

| | 2006A | 2007A | 2008A | 2009A | 2010A |
|---------|-------|-------|--------|--------|--------|
| GRIS | | | | 106.83 | 179.27 |
| FMIS | 63.88 | 59.22 | 116.94 | 96.08 | 139.85 |
| 财务管理新纪元 | 51.25 | 66.8 | 77.71 | 77.06 | 108.11 |
| 业务软件 | | | | | 27.27 |
| 系统集成收入 | 4.21 | 7.6 | 7.9 | 13.29 | 24.29 |
| 其他软件 | 5.4 | 21.85 | 11.36 | 16.71 | |

资料来源：wind，中投证券研究所

我们可以看到远光定制软件（FMIS+GRIS）的收入占比逐年提高，10 年已经超过 60%，而 10 年公司增值税退税收入仅 578 万元，由此推算享受退税的软件产品收入仅 4128 万元，因此我们认为公司是以服务为主的混合型业务模式。

服务、产品本身没有好坏之分，但业务模式有助于加深对公司的理解。软件产品的边际成本可以忽略，因此收入规模对于其盈利至关重要；而软件服务的成本主要是人力，因此提高盈利的首要因素是提高效益（利润率）而非规模。

表 2 是远光与用友近年来收入规模与净利率的对比，用友在收入规模上优势明显，而远光在利润率更胜一筹，我们认为收入规模与利润率的差异不仅体现了通用和行业 ERP 企业的区别，更是不同业务模式的反应。（用友 10 年产品收入占比仍超过 50%）

表 2: 远光与用友近年来收入规模与净利率对比（单位：百万元）

| | 2006A | 2007A | 2008A | 2009A | 2010A |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 用友收入规模 | 1,113.57 | 1,356.85 | 1,725.63 | 2,347.01 | 2,978.83 |
| 远光收入规模 | 124.74 | 155.47 | 213.94 | 309.98 | 478.79 |
| 用友调整后净利率 | 11.58% | 15.38% | 15.51% | 12.81% | 10.85% |
| 远光调整后净利率 | 30.64% | 26.05% | 29.95% | 33.27% | 28.36% |

资料来源：wind，中投证券研究所

¹ 不考虑公允价值变动损益与投资净收益

二、提高效率是关键

08 年原金蝶高级副总裁金卓君加盟远光出任总裁，金总进一步加强了对公司人均收入与项目利润率的考核，使得提高效率的观念自上而下深入人心，我们认为这正是公司以服务为主的混合型业务模式所需。

表 3 是远光近年来人均收入²与营业利润率情况，我们可以看到这两项指标在过去 5 年稳步提高(10 年剔除投资收益后的营业利润率较 09 年有所下降，我们更愿意视其为一种财务安排，11 年前三季度该指标已经超过 09 年同期水平。)

表 3: 远光近年来人均收入与营业利润率

| | 2006A | 2007A | 2008A | 2009A | 2010A |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 收入(万元) | 12474.00 | 15547.48 | 21394.39 | 30997.69 | 47878.57 |
| 员工数(人) | 792 | 1062 | 1230 | 1595 | 2125 |
| 人均收入(万元) | 15.75 | 14.64 | 17.39 | 19.43 | 22.53 |
| 营业利润率(%) | 29.88% | 35.63% | 35.01% | 39.26% | 42.00% |
| 其中投资收益占比(%) | 0.37% | 7.56% | 6.08% | 4.06% | 11.83% |
| 营业利润率(不考虑投资收益) | 29.51% | 28.08% | 28.92% | 35.19% | 30.18% |

资料来源: wind, 中投证券研究所

我们认为提高人均收入以及将营业利润率维持在高位是远光未来发展的关键，我们尝试去分析其可能。

提高人均收入:

1、由于较强的投资能力和较大的信息化需求，电力行业是国内信息化水平最高的行业之一，两大电网和五大发电集团的 ERP 最初都由 SAP 或 Oracle 等国际知名厂商建设或总包，这些国际知名厂商的进入在加剧电力行业信息化竞争的同时，客观上也提高了行业的进入壁垒以及软件产品及实施服务的整体报价水平，使得优秀的软件厂商受益。尽管如此，目前远光的软件产品及实施服务的价格仅相当于国外同行的 1/3-1/2，而产品特别是服务的效果要优于国外同行(例如某大型发电集团原先采用国外厂商的 ERP 系统不能满足其需求，11 年将开始逐步选用远光的系统进行替代；而在国网 SG186 项目的建设过程中，公司的服务优势是客户切身感受到的，这也是公司在随后国网集约化项目中发挥核心作用的重要原因)，因此我们认为价格提高驱动下的人均收入上行空间较大。

2、公司以财务软件起家，目前财务软件在电力行业覆盖率超过 80%，且随着业务的不断发展，公司已经形成了财务、供应链、资产管理、管理决策与 GAP 基础平台五大产品及服务系列，现阶段公司总体的销售模式是向固有的客户推广新的产品及服务。可以把公司的项目分成统签与自营两类³，统签项

² 当年收入/当年末员工数

³ 10、11 年统签项目与自营项目的比例都在 50%:50%左右。

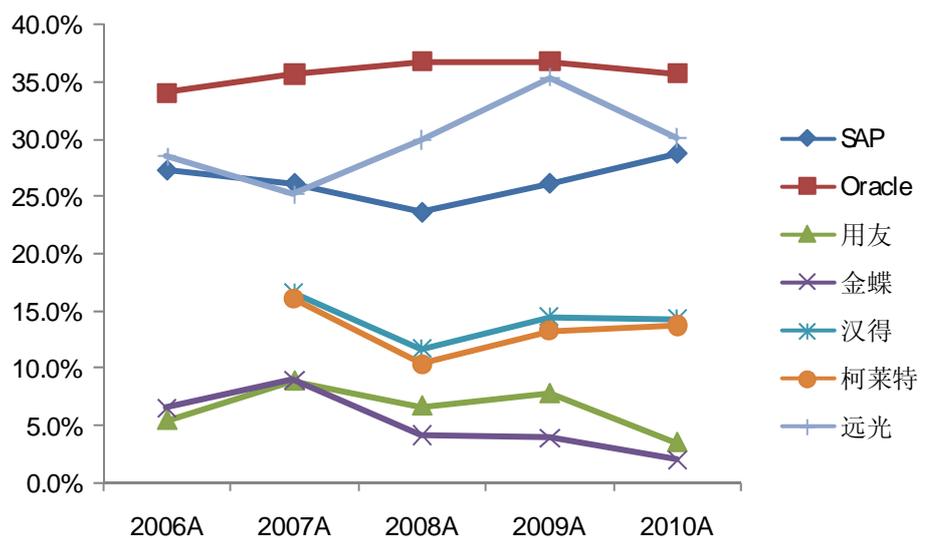
目的是客户在集团层面的固定需求,例如国网 SG186 项目的财务管控到 SGERP 项目中的集约化及其深化应用,这类项目能见度较高;自营项目是业务应用中产生的项目,例如在集约化应用中具体产生的需求,这类项目是市场部开拓的重点,能见度虽然低于统签项目,但目标客户清晰。我们认为现有项目结构使公司的市场空间清晰度明显高于通用 ERP 厂商,其结果不仅使公司的销售费用率低于通用 ERP 厂商 15 到 20 个百分点,而且使公司能够集中力量于产品与交付,提高效率从而提高人均收入水平。

3、公司 08 年先于用友和金蝶等通用 ERP 厂商提出了向“全面服务转型”的战略,金卓君总裁就是在这样的背景下加盟公司。金总是国内顶级的咨询顾问、营销及管理专家,曾领导金蝶服务部门高速发展,由于金蝶的经验,金总对于效率非常看重,并着力于自上而下推广提高效率的观念,通过多次调研,我们认为目前这种观念已经得到了公司总监级别领导的普遍认可。同时近年来公司也采取措施提高效率,例如每年将人均收入的提高作为团队考核的目标,将大团队分拆以进行扁平化管理等。我们认为尽管人员规模的增长对于公司肯定还是一个挑战,但是公司的观念已经明显领先于国内其他厂商。

将营业利润率维持在高位:

出于谨慎性原则,我们将营业利润率的目标设定为维持而非提高。由图 1 可见,近年来公司营业利润率⁴高于 SAP 而略低于 ORACLE,远远高于国内通用的 ERP 软件厂商(金蝶、用友)以及国内 ERP 实施服务提供商(汉得、柯莱特)。如果考虑到 Oracle 收入中有部分利润率极高的数据库收入,我们认为远光的营业利润率水平在全球 ERP 企业中已处于第一集团。

图 1: 主要公司营业利润率对比



资料来源: Bloomberg, 中投证券研究所

⁴ 该营业利润率未考虑投资收益与非主营的贡献

1、软件企业在投入阶段研发及销售费用较高，表现为营业利润增长慢于收入增长，营业利润率下滑，而产品及服务成熟后则相反。目前公司产品线布局良好：国网的信息化代表了电力行业信息化的最高水平⁵，而公司现在做的国网集约化深化应用的产品 4-5 年前已具有雏形，目前处于成型阶段，考虑到公司向固有的客户推广新产品及服务的销售模式，因此我们认为在走出电力行业以前，公司基本处于产品及服务的成熟期，营业利润率下滑的可能性较小。（通过沟通，我们认为 3-5 年内公司的需求仍将主要来源于电力行业，即产品与服务处于成熟期。）

2、目前电力行业央企⁶的管理需求趋同，都强调价值链，进行多法人和多元化的管理，这大大提高了公司高端定制软件的可复用性。GRIS（集团财务管控系统）在国网成功上线后，11 年在国电集团进行了第一批试点，目前正处于验收阶段，而南网也正处于由 FMIS 向 GRIS 的过渡阶段。我们认为公司集团财务管控系统在电力行业具备广泛的影响力，这种影响力正逐步成为某种特许经营权，从财务上表现为递增回报，如表 4 所示。公司的目标收入结构中来源于两大电网、五大发电集团、地电及农电的收入将各占 1/3 左右⁷，两大电网和五大发电集团管理需求的趋同有助于公司将营业利润率维持在较高水平。

表 4：远光近年来收入与调整后利润（单位：百万元）

| | 2005A | 2006A | 2007A | 2008A | 2009A | 2010A | CAGR |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 100.79 | 124.74 | 155.47 | 213.94 | 309.98 | 478.79 | |
| 增速 | | 23.77% | 24.64% | 37.61% | 44.89% | 54.46% | 36.57% |
| 调整后净利润 | 25.92 | 38.22 | 40.49 | 64.09 | 103.14 | 135.80 | |
| 增速 | | 47.47% | 5.94% | 58.25% | 60.94% | 31.66% | 39.27% |

资料来源：wind，中投证券研究所

3、另外我们提醒投资者关注的是，公司 09 年推出的股权激励计划首次授予的股票期权总成本为 13,029.19 万元，主要在 10-12 年进行分摊，例如 10 年期权成本 3578.5 万元（行权期与会计年度非完全对应关系），我们预计 13 年期权成本较 12 年下降约 5000 万元，这也使得我们对于营业利润率保持在较高水平保持乐观。

表 5：远光股权激励首次授予的股票期权成本

| 行权期 | 期权份数（万份） | 公允价值（元/份） | 剩余期限（年） | 公允价值（万元） |
|----------|----------|-----------|---------|----------|
| 第一个行权期 | 270.4698 | 13.91 | 2 | 3762.07 |
| 第二个行权期 | 270.4698 | 14.43 | 3 | 3903.49 |
| 第三个行权期 | 360.6264 | 14.87 | 4 | 5363.63 |
| 股票期权成本合计 | | | | 13029.19 |

资料来源：wind，中投证券研究所

⁵ 国家电网公司在国资委公布的 2010 年度中央企业信息化水平评价结果中位列第二，我们认为国资委《关于加强中央企业财务信息化工作的通知》文件可以在一定程度上理解为国资委以国网为样板去推进央企的财务信息化及集约化建设。

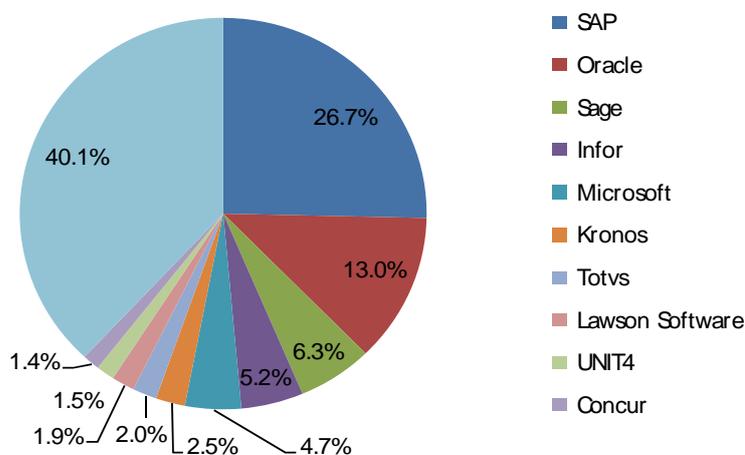
⁶ 主要是指两大电网和五大发电集团

⁷ 年初调研时的目标，当时两大辅业集团尚未成立

三、本土企业优势明显

不同业务模式也决定了不同企业的全球化程度，产品是相对标准化的，因此我们可以看到很多全球化的软件产品企业，例如微软(操作系统)、SAP(ERP软件)、赛门铁克(杀毒软件)等，而在我们看来全球市值最大的企业苹果卖的**不是手机和平板电脑，是软件产品**。如图 2 所示，全球范围内 ERP 软件企业具有较高的集中度。

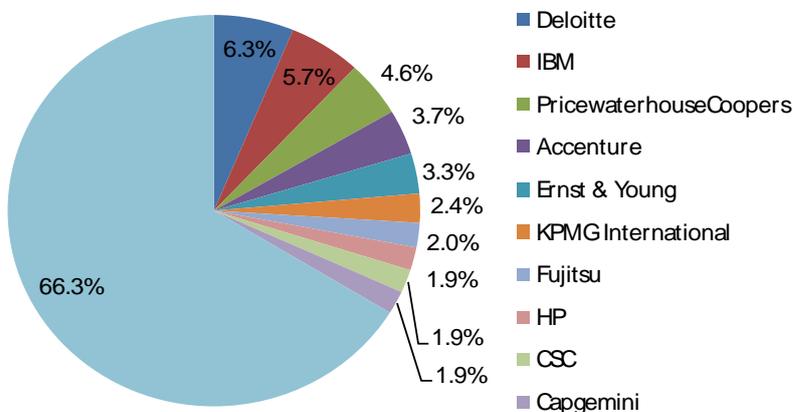
图 2: 10 年全球 ERP 软件市场份额



资料来源: Gartner, 中投证券研究所

服务是差异化的，我们很难看到全球化的软件服务企业，服务需要不断的与当地公司进行沟通，心理距离、物理距离等因素决定了本土化的服务企业优势明显。由图 3 可见，全球 IT 咨询服务市场集中度显著低于 ERP 软件市场。

图 3: 09 年全球 IT 咨询服务市场份额



资料来源: Gartner, 中投证券研究所

表 6 是 09 年电力行业信息化及信息应用系统主要厂商的市场份额，其中埃森哲、东软和远光位居 3 甲。埃森哲是 SAP 和 Oracle 的 ERP 实施服务企业，东软和远光也是由服务为主要业务模式的软件企业。尽管上述份额的统计可能并非完全准确，但我们至少可以得出一个结论：**电力行业的信息化特别是应用软件层面（主要是 ERP）由服务主导。**

表 6：09 年电力行业信息化及信息应用系统主要厂商市场份额

| 名称 | 埃森哲 | 东软 | 远光 | 海联讯 | 北大青鸟 | 启明星 | 其他 |
|-----------|-------|------|------|------|------|------|-------|
| 电力行业信息化份额 | 6.7% | 1.9% | 1.6% | 1.4% | 1.0% | 1.0% | 86.3% |
| 信息应用系统份额 | 24.1% | 4.6% | 5.4% | 2.6% | 1.9% | 2.1% | 59.3% |

资料来源：中国自动化网，中投证券研究所

电力行业的信息化投资以大型电力集团为主，如果考虑今年 9 月份成立的两大电力辅业集团，如表 7 所示，**电力行业有 9 家收入、资产过千亿、人员数量过 10 万的巨无霸级央企，这些央企的集中管控需求绝对不是简单的套装软件可以满足的，只有以服务为主的高端定制软件才能满足其集中管控需求，这从另一个角度也解释了电力行业的信息化特别是应用软件层面（主要是 ERP）为何由服务主导。**

表 7：两大电网、五大发电集团与两大辅业集团情况⁸

| | 国网 | 南网 ⁹ | 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 | 1960 | 1112 |
| 收入（亿元） | 15427 | 2855 | 2270 | 1771 | 1654 | 1287 | 1268 | 1600 | 1000+ |
| 总人数（万人） | 150+ | 33 | 13 | 10+ | 13.5 | N/A | 11.7 | 20 | 16 |

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

我们认为电力行业信息化的服务主导特性决定了本土企业在未来的竞争中更具优势，而且从软件行业的发展规律来看，在软件服务和企业解决方案领域内，中国也更有希望出现一流的软件企业。

⁸ 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。

⁹ 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

四、远光有望成为最大的赢家

以用友、金蝶为代表的国内成功 ERP 软件厂商都从财务软件厂商转型而来，主要原因是会计电算化需求的兴起使其拥有了较大的财务软件客户群，获得了稳定的收入来源，并以此为基础建立了强大渠道，而随后的成功上市使其获得了资本的积累，通过并购其他厂商完成了 ERP 产品线的布局。

如表 8 所示，Gartner 将 ERP 系统分成资产管理、制造与运营、财务管理和人力资源管理 4 块，10 年财务管理软件市场规模 87.9 亿美元，在全球 ERP 系统中占比 41%，可以说是最重要的 ERP 细分市场。

表 8：09-10 年全球 ERP 系统构成及细分领域增速（百万美元）

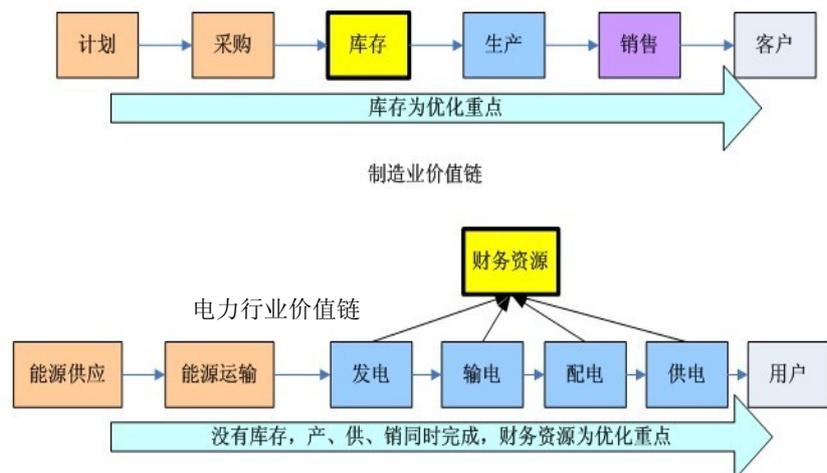
| | 2009 | 2010 | 份额 | 增速 |
|--------|--------|--------|------|-------|
| 资产管理 | 1,220 | 1,193 | 6% | -2.2% |
| 制造与运营 | 4,737 | 4,942 | 23% | 4.3% |
| 财务管理 | 8,379 | 8,787 | 41% | 4.9% |
| 人力资源管理 | 5,753 | 6,274 | 30% | 9.1% |
| 全部 | 20,089 | 21,196 | 100% | 5.5% |

资料来源：Gartner，中投证券研究所

不同行业特点决定了其 ERP 系统构成不同，就电力行业而言，我们认为财务管理软件是 ERP 系统的核心，其提供商的地位将随着系统架构的复杂而不断提高。（我们会在后面以国网的 SG186 项目到集约化项目加以论证）

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¹⁰：电力行业的产、供、销基本上是非市场化，而其资本开支和日常营运所需的资金规模巨大，因此财务资源是其信息化的核心。

图 4：电力行业与制造业价值链对比

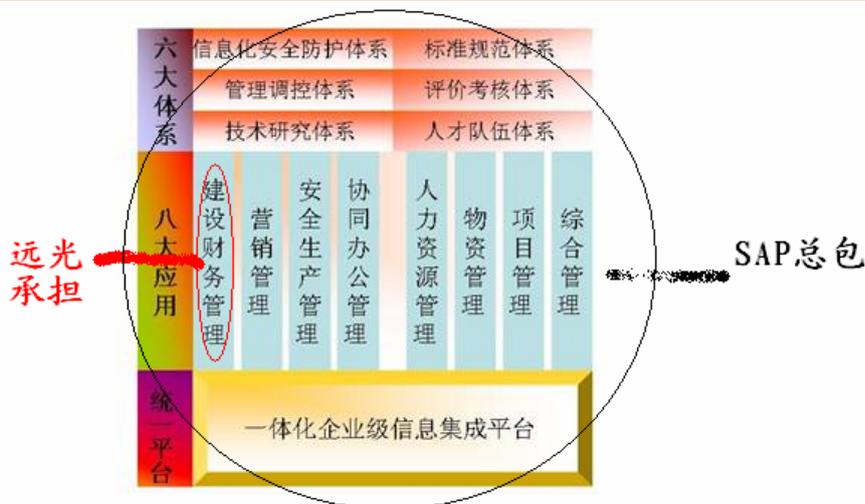


资料来源：《中国企业应用软件行业化发展趋势》，中投证券研究所

¹⁰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。

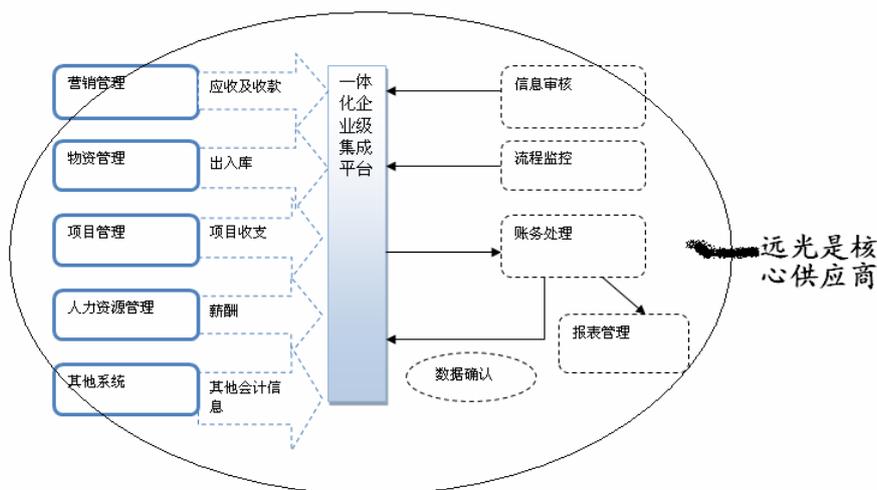
远光的财务管理软件在电力行业处于绝对的领先地位，特别是在成功实施了国网 SG186 项目的财务管控模块之后，这种优势更加突出。同时我们看到，国网在其“十二五”信息化建设的核心集约化及其深化应用项目中，明确了以财务为核心，由财务向生产、调度、营销、人力、项目和物资等领域延伸的目标。集约化及其深化应用项目主要由远光承担，如果说 SG186 项目由 SAP 总包，远光仅仅是 8 大模块之一的分包商的话，那么时至今日，我们认为远光在国网信息化建设中的供应商地位已经不亚于 SAP，这正是电力行业信息化以财务资源管控为核心的属性使然。

图 5：SG186 项目供应商关系



资料来源：国家电网，中投证券研究所

图 6：国网集约化项目



资料来源：国家电网，中投证券研究所

1、电力行业九大央企:

如前所述，目前电力行业央企的管理需求趋同，国网信息化正处于集约化阶段，而南网与五大发电集团信息化水平落后于国网，**但都将经历从财务管控到集约化的信息化建设过程**，这一点从国资委《关于加强中央企业财务信息化工作的通知》文件也可以看出。远光目前产品的布局基本完成（财务产品非常强势，其他产品处于领先地位），除了国网、南网和国电之外，远光在其他四大发电集团和两大电力辅业集团¹¹的财务管控乃至后续的集约化建设中机遇极大。

2、农电及地电:

“十二五”期间，国家将加大对农电的投入，而地电中粤电、鲁能、皖能、长江三峡等企业都是大型集团，未来也有集团化管控的需求，10年远光在30多个省市建立了本地化经营管理团队以布局农电及地电市场，预计12年将贡献实质性收入，13年开始成为远光重要的增长点。

表 9: 主要地方发电集团情况介绍

| 集团名称 | 情况介绍 |
|--------|---|
| 粤电集团 | 截至 2010 年底，公司期末考核总资产 1166 亿元，全资及控股电厂装机容量达 2118.67 万千瓦，其中装机容量百万千瓦级以上的电厂 12 家。粤电集团现有全资、控股、参股单位 90 余家，并控股上市公司——广东电力发展股份有限公司（粤电力）。在 2010 年度中国企业 500 强中位列第 153 位、在发电企业中排名第六。 |
| 鲁能集团 | 山东鲁能集团有限公司成立于 2003 年 1 月，是集团化发展、多元化经营的企业集团，以煤电、房地产等为核心业务。自成立以来累计纳税约 230 亿元，在 2007 年度中国企业集团纳税排行榜上名列第 67 位。 |
| 皖能集团 | 安徽省能源集团有限公司以电力、天然气管输为主业，其它还包括：煤炭采购、金融证券、酒店餐饮、房地产、新能源开发等产业。集团公司共有 11 家全资或控股子公司，截至 2009 年 6 月底，集团公司合并口径总资产 235 亿元，净资产 100 亿元，营业收入 30.42 亿元。 |
| 长江三峡集团 | 中国长江三峡集团公司为国有独资企业，注册资本金 1115.98 亿元。截止 2010 年 12 月 31 日，集团合并资产总额 2,861.85 亿元，共有从业人员 14660 人，其中在岗职工 12398 人。中国长江三峡集团公司共有 10 个全资和控股子公司。 |

资料来源：各公司网站，中投证券研究所

我们认为远光有望成为电力行业 ERP 建设的最大赢家。

¹¹ 中电建设和中能建设信息化需求包括两个阶段，改制过程阶段与重建财务系统阶段，远光参与了第一阶段的数据剥离、重组、保存和调整工作，目前两大辅业集团没有集中管控的架构，远光后续参与其集中管控系统建设的会很大

五、盈利预测与投资建议

我们维持公司 11-13 年 EPS 分别为 0.70、1.00 和 1.50 元，公司上市以来业绩从未低于预期，且长期保持了 20%以上的 ROE 水平（如果考虑货币资金占比超过 60%，在进行并购或者大比例分红之后，有望获得更高的 ROE 水平）在市值达到 200 亿以前，我们认为公司内生式增长的确定性极强。

目前公司市值不足 70 亿元，价格对应 11 年 PE 不足 30 倍，考虑到市值上行后的估值下移，我们认为公司未来 3 年有一倍左右的市值增长空间，即对应市值在 140 亿元左右，维持公司强烈推荐的投资评级，建议积极买入。

我们相信远光有成为中国最优秀 B2B 软件企业的潜质。

六、风险提示

核心人员流失风险。

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 | 962 | 1291 | 1863 | 营业收入 | 479 | 695 | 952 | 1274 |
| 现金 | 565 | 685 | 953 | 1449 | 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 | 119 | 119 | 119 | 资产减值损失 | 2 | 5 | 1 | 1 |
| 非流动资产 | 211 | 211 | 209 | 209 | 公允价值变动收益 | -1 | -2 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 125 | 125 | 125 | 125 | 投资净收益 | 57 | 10 | 23 | 13 |
| 固定资产 | 78 | 77 | 75 | 75 | 营业利润 | 201 | 242 | 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 | 1173 | 1500 | 2072 | 利润总额 | 210 | 258 | 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 | 235 | 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 | 235 | 336 | 506 |
| 非流动负债 | 23 | 20 | 2 | 3 | EBITDA | 206 | 242 | 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 | | | | | |
| 负债合计 | 185 | 233 | 225 | 291 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 1 | 1 | 1 | 1 | 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 股本 | 259 | 337 | 337 | 337 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 56 | 56 | 56 | 56 | 营业收入 | 54.5% | 45.1% | 37.0% | 33.9% |
| 留存收益 | 416 | 548 | 884 | 1390 | 营业利润 | 65.3% | 20.5% | 43.5% | 51.7% |
| 归属母公司股东权益 | 730 | 939 | 1275 | 1780 | 归属于母公司净利润 | 65.5% | 22.7% | 43.1% | 50.6% |
| 负债和股东权益 | 916 | 1173 | 1500 | 2072 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 73.9% | 74.5% | 75.0% | 75.5% |
| | | | | | 净利率 | 40.0% | 33.8% | 35.3% | 39.7% |
| | | | | | ROE | 26.2% | 25.0% | 26.3% | 28.4% |
| | | | | | ROIC | 711.5 | 722.7% | 385.4 | 515.6% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 20.2% | 19.9% | 15.0% | 14.0% |
| | | | | | 净负债比率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 4.36 | 4.51 | 5.80 | 6.47 |
| | | | | | 速动比率 | 4.31 | 4.47 | 5.75 | 6.42 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.63 | 0.67 | 0.71 | 0.71 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 5.15 | 5.05 | 4.62 | 4.58 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 8.98 | 5.83 | 6.69 | 7.57 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.57 | 0.70 | 1.00 | 1.50 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.73 | 0.63 | 0.72 | 1.41 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 2.17 | 2.78 | 3.78 | 5.28 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 35.71 | 29.11 | 20.35 | 13.51 |
| | | | | | P/B | 9.35 | 7.28 | 5.36 | 3.84 |
| | | | | | EV/EBITDA | 30 | 25 | 18 | 12 |

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 ±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

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434