

软件开发

署名人: 崔莹

S0960511060001

021-52288047

cuiying@cjis.cn

6-12个月目标价: 20.00元

当前股价: 13.66元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2378.89
总股本(百万)	441
流通股本(百万)	382
流通市值(亿)	52
EPS	0.63
每股净资产(元)	2.87
资产负债率	11.66%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
远光软件	9.22	5.46	-18.80
信息服务	-3.76	-3.95	-20.13
沪深300指数	-0.23	0.98	-6.20



相关报告

远光软件 - 主业稳健增长 2012-04-19

远光软件 - 国网结算方式变化影响现金流及收入确认 2012-04-09

远光软件 - 业绩低于预期, 12年谨慎乐观 2012-02-28

远光软件

002063

强烈推荐

压制估值的负面因素在逐渐消除

远光软件目前动态估值在21倍, 未来3年CAGR35%, 压制估值的因素包括股东减持、11年业绩低于预期、国网下半年人事变动、总裁辞职等, 我们认为这些压制公司估值的负面因素在逐渐消除。

投资要点:

- 关于股东减持: 从08年解禁开始, 主要股东连续减持公司股票, 每一波减持都对公司的估值和投资者信心造成打压, 我们认为主要原因是公司在减持问题上与资本市场沟通不够而其业务又面向小众市场。我们看到主要股东08年减持价格相当于除权后3元, 09年减持价格相当于除权后6-8元, 且在SG186大单签订之前, 今年减持价格也在相对低位, 显示其减持与公司基本面关联度低, 更多的是个人资产配置需求。我们了解到今年以来公司在减持问题上与市场加强了沟通, 且预计后续减持安排对二级市场冲击小。我们认为主要股东减持本身是利空因素, 但较好的沟通和减持安排有利于稳定投资者的信心。
- 11年业绩低于预期: 11年国网内部调整后由中电普华对软件企业进行业务结算, 且结算相对较迟(11年12月开始), 使得公司的国网集约化深化应用项目在收款和收入确认两方面都受到影响, 我们推测影响收入金额在5000万元以上。我们了解到这一调整不是针对远光, 包括埃森哲在内的其他国网软件提供商都受到影响, 且12年国网结算方式会恢复到原先的各省公司直接结算, 对公司构成实质性利好。
- 国网下半年人事变动: 首先, 公司能够中标国网SG186财务管控项目是由于SAP系统本身不能满足国网的需求, 而后续承担国网集约化及其深化应用项目则显示公司在国网信息化建设中供应商地位的提高; 其次, 公司目前国网收入仍以财务软件及服务为主, 国网人事变动带来公司为国网提供财务以外软件的想象空间, 实际上在国电集团GD193项目中, 公司战胜了SAP和Oracle等国外厂商, 为其提供财务、燃料、

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	642	841	1091	1411
收入同比(%)	34%	31%	30%	29%
归属母公司净利润	212	285	386	520
净利润同比(%)	11%	35%	35%	35%
毛利率(%)	77.1%	77.1%	77.5%	77.8%
ROE(%)	21.7%	24.1%	24.6%	24.9%
每股收益(元)	0.48	0.65	0.87	1.18
P/E	28.00	20.78	15.37	11.40
P/B	6.08	5.00	3.77	2.83
EV/EBITDA	23	17	12	9

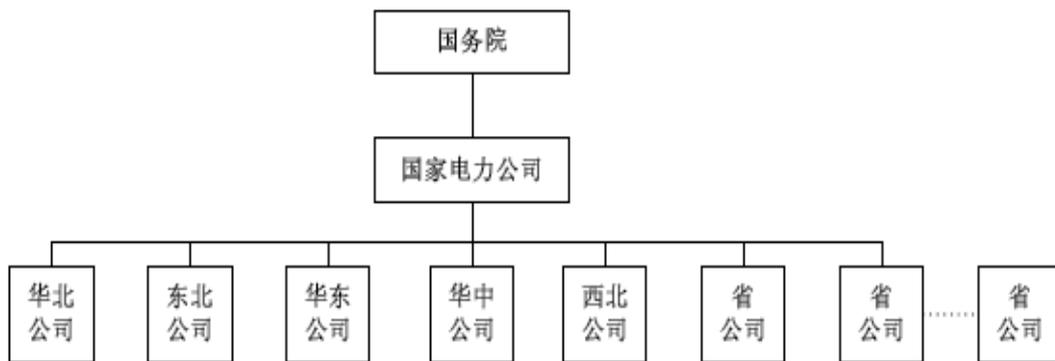
资料来源: 中投证券研究所

基建等解决方案，可见公司在电力业务软件的产品能力方面并不逊色；再次，我们推测目前公司国网收入占比在 70%左右，而其统一选型项目占国网收入占比在 40%左右，即国网统一选型项目占公司收入约 3 成，且随着公司“业务前移、做实机构”战略的推进，其占比有不断下降的趋势。

- **总裁辞职：**金卓君女士 08 年下半年来到公司，在三年任期内（09-11）对于公司内部的流程、管理等改善显著，对远光从小公司往大公司转变起了积极作用，但 11 年底合同到期后双方续约失败，这是金卓君辞职的直接原因。公司是 B2B 模式的企业，与 B2C 模式企业相比职业经理人作用相对较低，公司的核心竞争力是行业人脉和软件开发，行业人脉在公司创始团队手中，而软件开发过程管理 11 年已经由金卓君分管改为黄建元分管，预计能够完成平稳过渡，我们认为短期内对公司业绩影响有限；同时我们观察到在 ERP 企业（用友、金蝶等）发展过程中都出现过职业经理人离职的情况，以用友软件为例，04 年底总裁何经华离职，但 05 年以来其业绩仍然是稳定增长的。
- **其他股价的催化剂：**1、**电力行业改革是长期性机遇**，02 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，目前才进入主辅分离阶段。从厂网分离开始，**每次电力行业改革都使得大型电力集团数量增加，且其原有管理架构调整**，为管理软件供应商带来机遇，而我们在盈利预测中尚未考虑到这一因素（包括两大电力辅业集团的信息化需求）；2、**基建内控业务超预期**，今年 5 月 11 日，公司参与的国电集团基建内控项目在哈尔滨顺利通过国资委专家评审组验收，按照国电集团在建的 200 多个电厂，每个电厂平均投资 200 万计算，**仅国电集团现有的基建内控业务市场空间就在 4 亿元**。10 年国家五部委发布《企业内部控制配套指引》，国资委确定国电集团作为基建内控的试点单位，据了解国电集团每年的基建投资在 700 亿到 1000 亿之间，根据中电联统计，11 年中国电力工程建设完成投资 7500 亿元，而整个国家每年在基建方面的投资金额更是巨大，因此大型基建项目的内控体系建设是一个巨大的市场。国资委财务监督考核评价局局长沈莹高度评价国电集团试点项目是中国基建财务内控最高水平的项目，随着五部委《企业内部控制配套指引》时间表¹的不断临近，公司基建内控业务迎来发展良机。3、**加快业务软件领域的并购**，年初中证报关于远光软件报道《新管理层到位远光软件筹划并购扩张》指出，“远光软件还在筹划通过收购兼并等手段实现扩张，目前已开展前期的商洽工作”。电力行业业务软件市场空间较大且供应商较多，上市公司中如杭州新世纪为浙江省电力提供电力安全生产管理软件，推测其相关收入在几千万元每年，由于业务软件区域性较强，通过收购进行扩张不失为较好的选择。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 12-14 年 EPS 分别为 0.65、0.87 和 1.18 元，我们认为公司的业务发展方向（服务为主，从财务切入业务）契合了电力行业信息化的特点（以服务为主导，以财务为核心），预计公司估值有望缓慢恢复，维持强烈推荐评级。
- **风险提示：**客户集中风险。

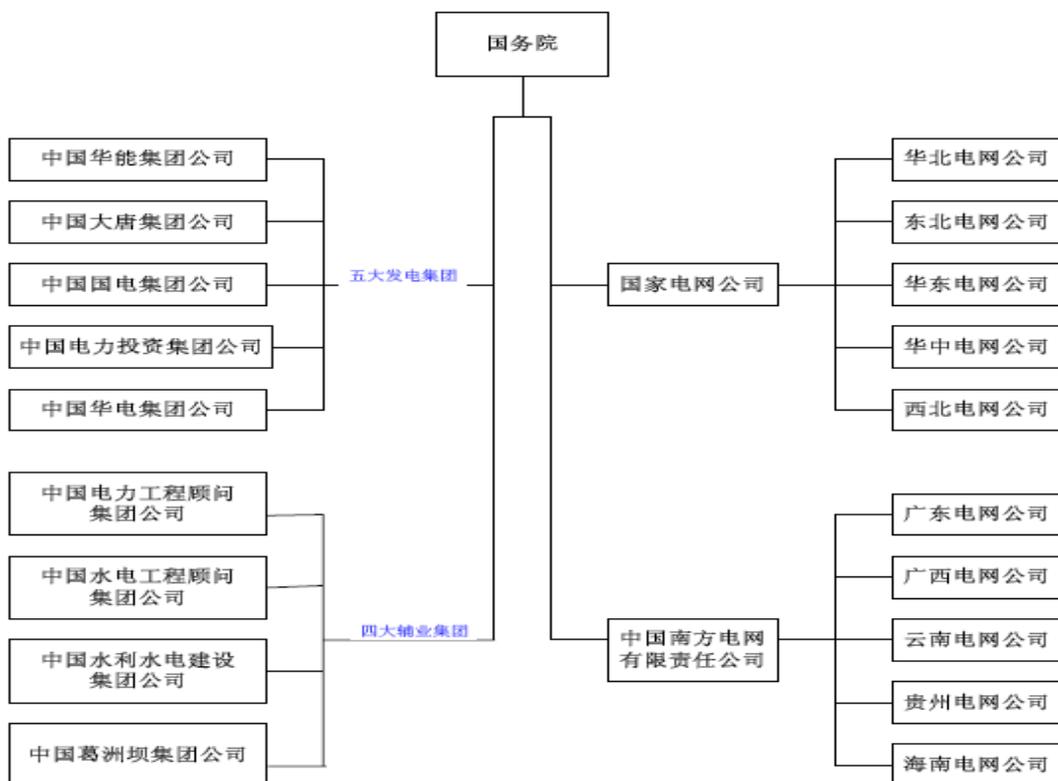
¹自 2011 年 1 月 1 日起首先在境内外同时上市的公司施行，自 2012 年 1 月 1 日起扩大到在上海证券交易所、深圳证券交易所主板上市的公司施行；在此基础上，择机在中小板和创业板上市公司施行；同时，鼓励非上市大中型企业提前执行。

图 1：电力改革示意图（改革前）



资料来源：互联网公开资料，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：互联网公开资料，中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	886	1180	1616	2233
现金	577	836	1202	1730
应收账款	152	183	237	307
其他应收款	5	7	9	11
预付账款	18	10	12	16
存货	7	10	12	16
其他流动资产	127	136	143	153
非流动资产	218	227	234	233
长期投资	131	131	131	131
固定资产	79	88	94	93
无形资产	4	5	5	4
其他非流动资产	4	3	4	4
资产总计	1104	1408	1850	2465
流动负债	100	210	276	370
短期借款	0	0	0	0
应付账款	29	38	37	47
其他流动负债	72	171	239	323
非流动负债	29	12	2	2
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	29	12	2	2
负债合计	129	222	278	373
少数股东权益	0	0	0	0
股本	340	442	442	442
资本公积	111	111	111	111
留存收益	525	633	1019	1540
归属母公司股东权益	975	1186	1572	2092
负债和股东权益	1104	1408	1850	2465

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	113	337	367	519
净利润	212	285	386	520
折旧摊销	12	12	15	17
财务费用	-5	-7	-10	-15
投资损失	-16	-10	-10	-10
营运资金变动	-100	67	-12	-5
其他经营现金流	11	-10	-1	11
投资活动现金流	-92	-11	-11	-6
资本支出	31	20	20	15
长期投资	-69	0	0	0
其他投资现金流	-131	9	9	9
筹资活动现金流	-8	-68	10	15
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	81	102	0	0
资本公积增加	55	0	0	0
其他筹资现金流	-145	-170	10	15
现金净增加额	13	258	367	528

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	642	841	1091	1411
营业成本	147	192	245	313
营业税金及附加	14	18	22	28
营业费用	86	103	131	162
管理费用	192	244	306	381
财务费用	-5	-7	-10	-15
资产减值损失	6	2	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	16	10	10	10
营业利润	219	298	407	550
营业外收入	15	17	22	28
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	234	315	429	578
所得税	22	30	43	58
净利润	212	285	386	520
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	212	285	386	520
EBITDA	226	304	412	553
EPS (元)	0.62	0.65	0.87	1.18

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	34.2%	30.9%	29.7%	29.3%
营业利润	9.0%	36.2%	36.4%	35.1%
归属于母公司净利润	10.7%	34.8%	35.3%	34.8%
获利能力				
毛利率	77.1%	77.1%	77.5%	77.8%
净利率	33.0%	33.9%	35.4%	36.9%
ROE	21.7%	24.1%	24.6%	24.9%
ROIC	105.4	220.4%	276.6	395.7%
偿债能力				
资产负债率	11.7%	15.7%	15.0%	15.1%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	8.85	5.63	5.86	6.03
速动比率	8.78	5.58	5.82	5.99
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.67	0.67	0.65
应收账款周转率	5	4	5	5
应付账款周转率	5.46	5.74	6.52	7.48
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.65	0.87	1.18
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	0.76	0.83	1.18
每股净资产(最新摊薄)	2.21	2.68	3.56	4.73
估值比率				
P/E	28.00	20.78	15.37	11.40
P/B	6.08	5.00	3.77	2.83
EV/EBITDA	23	17	12	9

相关报告

报告日期	报告标题
2012-04-19	远光软件 - 主业稳健增长
2012-04-09	远光软件 - 国网结算方式变化影响现金流及收入确认
2012-02-28	远光软件 - 业绩低于预期, 12 年谨慎乐观
2011-12-16	远光软件 - 投资者交流会纪要
2011-10-23	远光软件-从业务模式看远光
2011-10-16	远光软件-主业收入与利润高速增长
2011-08-03	远光软件-行业应用软件首选, 重申强烈推荐评级
2011-07-28	远光软件-主业大超预期, 价值明显低估

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。重点覆盖公司: 远光软件、汉得信息、海隆软件、新北洋、广电运通、恒泰艾普、软控股份、恒生电子、金证股份、广联达、四维图新

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(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。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

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