

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: 15.92元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2123.85
总股本(百万)	441
流通股本(百万)	382
流通市值(亿)	60
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	1.79	18.19	29.37
信息服务	3.73	-0.70	-13.49
沪深300指数	-1.55	-10.27	-13.63



相关报告

远光软件-限制性股票激励计划点评

2012-09-13

远光软件-再谈远光软件的可持续与高效益增长

2012-08-20

远光软件-业绩符合预期,下半年值得期待

2012-07-31

远光软件

002063

强烈推荐

股权激励成本预计相当充分

远光软件无论是12年限制性股票激励成本的预计,还是09年股票期权激励成本的预计都显著高于可比软件企业,显示远光在相关参数的会计估计上相当谨慎,苹果比苹果,在做投资决策。

投资要点:

- 国内股权激励分为限制性股票和股票期权两种形式,两种激励方式的成本依赖于会计估计,两种激励方式的成本不影响企业经营现金流,即不影响企业价值,但对会计利润有显著影响。
- 每股限制性股票的激励成本=预计卖出日的股票价格折现到当前时点-授予价格-执行价为市价、行权期为限售期的认沽期权,其计算依赖于对折现率和股价波动率等参数的会计估计,可比企业分析显示远光软件在计算每股限制性股票的激励成本时极为保守,如果按照汉得信息或者浙大网新的会计估计方法,成本至少可以下降50%以上。
- 股票期权本质上是一个美式认购期权,每股股票期权的激励成本计算同样依赖于对股价波动率等参数的会计估计。可比企业分析显示远光软件股票期权公允价值/(授予日价格-行权价格)显著高于南天信息,10-12年远光软件股权激励成本在4000-5000万元每年,按照南天信息的会计估计,远光软件股权激励成本可以下降近50%。
- 我们认为与可比企业比较分析,远光软件股权激励成本预计相当充分,净利润被低估,当享受高估值!
- 盈利预测与投资建议: 预计公司12-14年EPS分别为0.64、0.87和1.17元,维持强烈推荐评级。
- 风险提示: 客户集中风险; 股权激励后各方利益诉求多元化。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	642	840	1086	1403
收入同比(%)	34%	31%	29%	29%
归属母公司净利润	212	285	384	517
净利润同比(%)	11%	35%	35%	35%
毛利率(%)	77.1%	77.1%	77.5%	77.8%
ROE(%)	21.7%	24.0%	24.5%	24.8%
每股收益(元)	0.48	0.64	0.87	1.17
P/E	32.55	24.20	17.95	13.32
P/B	7.07	5.82	4.39	3.30
EV/EBITDA	27	20	15	11

资料来源: 中投证券研究所

一、股权激励成本依赖于会计估计

国内股权激励分为限制性股票和股票期权两种形式，通常情况下，企业应当按照《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》的有关规定确定权益工具的公允价值，并根据股份支付协议的条款的条件进行调整。

2011 年注册会计师考试教材描述两者的公允价值(股权激励成本)如下

(一)限制性股票

对于授予职工的股份，企业应按照其股份的市场价格计量。如果其股份未公开交易，则应考虑其条款和条件估计其市场价格。例如，如果股份支付协议规定了期权股票的禁售期，则会对可行权日后市场参与者愿意为该股票支付的价格产生影响，并进而影响该限制性股票激励的公允价值。

(二)股票期权

在选择适用的期权定价模型时，企业应考虑熟悉情况和自愿的市场参与者将会考虑的因素。所有适用于估计授予职工期权的定价模型至少应考虑以下因素：(1) 期权的行权价格；(2) 期权期限；(3) 基础股份的现行价格；(4) 股价的预计波动率；(5) 股份的预计股利；(6) 期权期限内的无风险利率。

从以上描述可知，限制性股票和股票期权两种激励方式的成本依赖于会计估计，远光软件无论是 12 年限制性股票激励成本的预计，还是 09 年股票期权激励成本的预计都显著高于可比软件企业，显示远光在相关参数的会计估计上相当谨慎，两种激励方式的成本不影响企业经营现金流，但对会计利润有显著影响。

二、本次限制性股票激励成本显著高于可比企业

每股限制性股票的激励成本=预计卖出日的股票价格折现到当前时点-授予价格-执行价为市价、行权期为限售期的认沽期权

(因为限制性股票持有人要承受限售期内股票下跌的风险, 一股限售股票等价于现在流通的一股加上限售期满后按现价买入该股票的约束, 也就是相当于持有人卖出了一个认沽期权。)

其中授予价格确定, 预计卖出日的股票价格折现到当前时点依赖于对折现率的会计估计, 而认沽期权由 BS 模型模型定价, 认沽期权 P 计算公式¹如下:

$$p = Xe^{-r_f(T-t)}N(-d_2) - SN(-d_1)$$

依赖于对股价波动率等参数的会计假设。

不同会计假设使得每股限制性股票的激励成本差异显著, 显著影响会计利润。远光软件在限制性股票激励方案中的激励成本计算显著高于其他软件企业!

远光软件限制性股票激励计划²每股限制性股票的激励成本³=8.5 元 =100%*(激励计划公布前一日公司股票收盘价 16.39 元-授予价格 7.89 元)。

汉得信息限制性股票激励计划⁴每股限制性股票的激励成本=2.79 元⁵=39%*(激励计划公布前一日公司股票收盘价 16.95 元-授予价格 9.73 元)。

浙大网新限制性股票激励计划⁶每股限制性股票的激励成本=1.39 元⁷=36%*(激励计划公布前一日公司股票收盘价 7.78 元-授予价格 3.87 元)。

如前所述, 每股限制性股票的激励成本依赖于对折现率和认沽期权中相关参数等的会计估计, 远光软件在计算每股限制性股票的激励成本时**极为保守**, 直接用授予日股票-授予价格, **隐含假设未来股价上涨抵消远期价格的折现影响, 且未减去认沽期权(认为股票在限售期内不会下跌)**。目前远光软件本次限制性股票激励成本 1.1 亿元, 如果按照汉得信息或者浙大网新的会计估计方法, 成本至少可以下降 50%以上。

限制性股票激励成本不影响现金流, 即不影响企业价值, 而保守的会计估计使得远光软件的会计利润被低估, 实际上远光软件在限制性股票激励成本的预计上显著高于多数软件企业, 在此不一一列举, 苹果比苹果, 在做投资决策。

¹其中 X—期权交割价格, S—所交易金融资产现价, T—期权有效期, Rf—风险利率, N()—正态分布变量的累积概率分布函数, σ²—年度化方差

² 12 年《限制性股票激励计划》草案

³ 我们认为公司在草案 P24 页表述不准确, 此处应为每股限制性股票的激励成本而非公允价值。

⁴ 11 年《限制性股票激励计划》草案修订稿

⁵ 限制性股票激励总成本 1833 万元/授予激励对象股份总数为 656 万股

⁶ 10 年《限制性股票激励计划》草案

⁷ 限制性股票激励总成本 4170 万元/授予激励对象股份总数为 3000 万股

三、上次股票期权激励成本也显著高于可比企业

股票期权本质上是一个美式认购期权，每股股票期权的激励成本 C 计算公式⁸如下：

$$c = SN(d_1) - Xe^{-r_f(T-t)}N(d_2)$$

同样依赖于对股价波动率等参数的会计估计。

远光软件上次股票期权激励提出时股价处于较低位置，**草案修订稿出台时股价显著高于行权价**，我们选取股票期权激励具有相同特点的南天信息进行比较，且两者方案时间较为接近。

远光软件 09 年底的股票期权激励计划（修订稿）中，每股股票期权的公允价值（激励成本）约等于 2 倍的（授予日价格 14.11 元-行权价格为 7.39 元）。

南天信息 10 年初的股票期权激励计划（修订稿）中，每股股票期权的公允价值（激励成本）约仅略高于（授予日价格 15.16 元-行权价格为 6.65 元）。

股票期权具有主动性选择权，公允价值应当高于授予日价格与行权价格之差，但远光软件股票期权公允价值/(授予日价格-行权价格)显著高于南天信息，还是说明其会计估计谨慎，10-12 年远光软件股权激励成本在 4000-5000 万元每年，按照南天信息的会计估计，远光软件股权激励成本可以下降近 50%，**股票期权激励成本也不影响现金流，即不影响企业价值，而保守的会计估计同样使得远光软件最近几年净利润被低估。**

表 1：远光软件 09 年底股票期权激励计划（修订稿）概况

行权期	期权份数（万份）	公允价值（万元）	公允价值（元/份）	授予日价格-行权价格（元/份）	公允价值/(授予日价格-行权价格)
第一个行权期	270.5	3762	13.91	6.72	2.07
第二个行权期	270.5	3903	14.43	6.72	2.15
第三个行权期	360.6	5364	14.87	6.72	2.21
期权成本合计		13029			

资料来源：公司资料，中投证券研究所

表 2：南天信息 10 年初股票期权激励计划（修订稿）概况

行权期	期权份数（万份）	公允价值（万元）	公允价值（元/份）	授予日价格-行权价格（元/份）	公允价值/(授予日价格-行权价格)
第一个行权期	79.7	778	9.77	8.51	1.15
第二个行权期	106.2	1090	10.26	8.51	1.21
第三个行权期	79.7	850	10.67	8.51	1.25
期权成本合计		2718			

资料来源：公司资料，中投证券研究所

⁸ 其中 X—期权交割价格，S—所交易金融资产现价，T—期权有效期，R_f—风险利率，N()—正态分布变量的累积概率分布函数，σ²—年度化方差

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	1613	2226
现金	577	835	1201	1726
应收账款	152	183	236	305
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	1407	1847	2459
流动负债	100	210	275	369
短期借款	0	0	0	0
应付账款	29	38	37	47
其他流动负债	72	171	238	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	221	277	372
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	1017	1534
归属母公司股东权益	975	1185	1570	2087
负债和股东权益	1104	1407	1847	2459

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	113	337	366	517
净利润	212	285	384	518
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	-11	-4
其他经营现金流	11	-10	-2	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	365	525

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	642	840	1086	1403
营业成本	147	192	244	312
营业税金及附加	14	18	22	28
营业费用	86	103	130	161
管理费用	192	243	304	379
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	405	547
营业外收入	15	17	22	28
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	234	315	427	575
所得税	22	30	43	58
净利润	212	285	384	518
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	212	285	384	517
EBITDA	226	303	410	550
EPS (元)	0.62	0.64	0.87	1.17

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	34.2%	30.7%	29.3%	29.2%
营业利润	9.0%	36.0%	36.0%	35.0%
归属于母公司净利润	10.7%	34.5%	34.8%	34.7%
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%	24.0%	24.5%	24.8%
ROIC	105.4	220.4%	277.2	397.2%
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	5.87	6.03
速动比率	8.78	5.59	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	5.73	6.51	7.48
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.64	0.87	1.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	0.76	0.83	1.17
每股净资产(最新摊薄)	2.21	2.68	3.55	4.72
估值比率				
P/E	32.55	24.20	17.95	13.32
P/B	7.07	5.82	4.39	3.30
EV/EBITDA	27	20	15	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2012-09-13	远光软件 - 限制性股票激励计划点评
2012-08-20	远光软件 - 再谈远光软件的可持续与高效益增长
2012-07-31	远光软件 - 业绩符合预期, 下半年值得期待
2012-06-07	远光软件 - 确定增长构筑价值底线, 电力改革是长期性机遇
2012-05-22	远光软件 - 压制估值的负面因素在逐渐消除
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

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, CFA、CPA, 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、恒生电子、用友软件、东华软件、新北洋、广联达、广电运通、软控股份、汉得信息、海隆软件、金证股份、数字政通、信雅达、捷成股份。

免责条款

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

