

软件开发

署名人: 崔莹

S0960511060001

021-52288047

cuiying@cjis.cn

6-12个月目标价: 22.00元

当前股价: 15.59元

评级调整: 维持

基本资料

|          |         |
|----------|---------|
| 上证综合指数   | 2102.87 |
| 总股本(百万)  | 441     |
| 流通股本(百万) | 382     |
| 流通市值(亿)  | 59      |
| 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    | -4.94 | 7.15  | 31.19 |
| 信息服务    | -4.89 | 1.71  | -7.06 |
| 沪深300指数 | -1.04 | -4.33 | -8.62 |



相关报告

- 远光软件 - 上调关联交易金额缓解业绩释放动力担忧 2012-09-19
- 远光软件 - 股权激励成本预计相当充分 2012-09-18
- 远光软件 - 限制性股票激励计划点评 2012-09-13

远光软件

002063

强烈推荐

投资聚焦之六问六答

未来5年有望保持30%左右的平均增速, 20%以上的ROE, 且经营现金净流入与净利润匹配的软件企业不超过5个, 我们认为远光是其中之一。

投资要点:

- **股东减持:** 减持问题不可避免, 但不同企业的减持应当区别对待: 1、远光05-11年净利润CAGR42%, 没有为股东减持而刻意调节利润; 2、远光从未进行研发费用的资本化, 限制性股票激励包括09年的股票期权激励成本计提都相当谨慎, 也没有为股东减持而刻意做高利润。
- **单一行业应用软件企业的天花板:** 龙头行业应用软件企业的商业模式以从老客户上进行深度挖掘为主, 决定其成长的关键是供给而非需求。加强供给不仅包括延长产品线, 更重要增加年金性质的收入占比, 目前远光年金性质收入占比近9成。按资产规模推算11年电力行业软件及服务投资总额约92亿元, 远光未来扩张维度包括客户和产品线。
- **没有护城河:** 远光护城河包括1、不断增强的分支机构, 其各地分支机构以省为单位与相关客户省级单位紧密联系, 约1/3的实施人员长期驻点于客户处, 能够第一时间发掘客户需求, 2、财务信息化是电力行业信息化的先导, 产品属性使得远光能够顺利从财务向业务软件扩展。
- **宏观经济增速下滑:** 目前国内电力行业信息化由系统建设阶段向系统整合阶段过渡, 国网三集五大项目、南网管理一体化项目、国电193工程和中电投集团管控项目等启动或即将启动, 且远光有望在上述项目中获得相当的市场份额, 我们认为宏观经济增速下滑对远光的影响较小。
- **其他关注点:** 1、电力改革可以视为远光的看涨期权。2、从ROE、经营现金净流入/净利润和ROP等指标看, 远光估值当高于行业平均水平。
- **盈利预测与投资建议:** 维持公司12-14年EPS分别为0.64、0.87和1.17元, 维持强烈推荐评级, 目标价22元。
- **风险提示:** 客户集中风险

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

目 录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| Q1. 股东减持 .....                      | 3  |
| Q2. 单一行业应用软件企业的天花板 .....            | 4  |
| Q3. 没有护城河 .....                     | 5  |
| Q4. 宏观经济增速下滑影响几何 .....              | 7  |
| Q5. 电力改革影响几何 .....                  | 9  |
| Q6. 如何估值 .....                      | 11 |
| <br>                                |    |
| 图 1: 苹果 12 年 4 月股权结构 .....          | 3  |
| 图 2: 11 年远光软件收入结构(推测数据) .....       | 4  |
| 图 3: 11 年末电力行业资产分布 .....            | 4  |
| 图 4: 以省为单位的分支机构布局 .....             | 5  |
| 图 5: 电力行业与制造业价值链对比 .....            | 6  |
| 图 6: 电力企业进入从系统建设阶段向系统整合阶段过渡 .....   | 7  |
| 图 7: 计算机应用行业增速 (%) .....            | 8  |
| 图 8: 远光 09 年股价大幅跑赢行业 .....          | 8  |
| 图 9: 未来几年主要项目的收入贡献预计 .....          | 8  |
| 图 10: 电力行业基本业务流程 .....              | 9  |
| 图 11: 电力改革示意图 .....                 | 9  |
| 图 12: 输配分开示意图 .....                 | 10 |
| 图 13: 远光历史估值与行业对比 (PE, ttm) .....   | 11 |
| <br>                                |    |
| 表 1: 电力软件相关上市公司介绍 .....             | 6  |
| 表 2: 两大电网和五大发电和两大辅业集团管控系统建设情况 ..... | 8  |
| 表 3: ROE 与现金流 (单位: 百万元) .....       | 11 |
| 表 4: 经营活动现金净流入/支付给职工的薪酬 .....       | 12 |

## Q1. 股东减持

远光软件股东减持一直是困扰众多投资者的问题,远光软件 06 年登陆中小板,上市募集资金 1.60 亿元,未进行再融资,上市以来累计现金分红 1.64 亿元,是一家创造价值的公司。

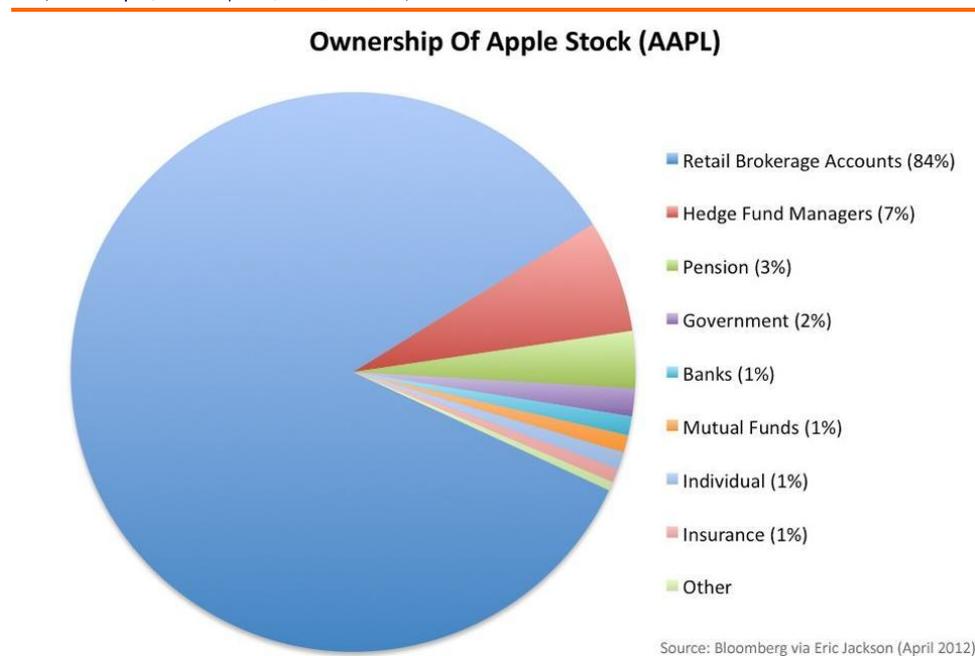
我们认为减持问题不可避免,但不同企业的减持应当区别对待:

**1、远光没有为股东减持而刻意调节利润:** 远光 05-11 年净利润 CAGR42%,尽管年度间存在波动,但没有出现为减持而对业绩的刻意调节,这点要远好于目前部分大非解禁前业绩突然爆发的企业。

**2、远光没有为股东减持而刻意做高利润:** 远光从未进行研发费用的资本化,而且限制性股票激励包括 09 年的股票期权激励在成本计提上都相当的谨慎。详情请见我们之前的报告《远光软件 - 股权激励成本预计相当充分》

股东减持是个人选择,与股价走势无关,例如 10 年董事长陈利浩先生减持的价格在 10 元左右(复权前),其后远光股价在 SG186 大单拉动下达到 20 元。目前远光是 A 股软件企业中大股东持股比例比较低的,董事长陈利浩先生持股 13.4%,目前陈总主要把握远光发展大方向,对于远光具体经营参与不多,未来远光很可能是机构占多数股权,管理层负责具体经营的公司。美国最牛逼的科技企业股权结构都是机构主导的,下面是苹果的股权结构,专业机构占绝大多数。

图 1: 苹果 12 年 4 月股权结构



资料来源: bloomberg, 中投证券研究所

## Q2.单一行业应用软件企业的天花板

行业应用软件本质上是软件产品+软件服务，与通用软件企业相比，龙头行业应用软件企业的商业模式是以从老客户上进行深度挖掘为主，而非拓展新客户，因此**决定其成长的关键是供给而非需求**。

**加强供给不仅包括延长产品线，更重要的是优化收入结构，增加年金性质的收入占比**，美国大型软件企业多数都会在其推介材料中强调其年金性质收入占比。11年远光软件服务和定制软件收入占比近9成，软件服务以运维为主，**而定制软件收入可视为大客户在远光参与规划下每年的IT消费，两者都具有年金性质**。具体请见我们之前的报告《远光软件 - 再谈远光软件的可持续与高效益增长》

**通过草根调研，我们认为以资产规模推算电力行业信息化投资空间是较为合适的方法**。11年远光来源于国网收入约4亿，预计占国网软件及服务投资的15%左右，按资产规模推算，11年电力行业软件及服务投资总额约92亿元。

扩张维度包括客户和产品线：尽管远光基础财务软件在电力行业覆盖率超过80%，但我们推测11年国网收入占比约62%，发掘南网、国电和其他发电集团客户潜力是关键；我们推测11年财务相关软件收入占比80%以上，延伸燃料、基建、资产管理和安全生产等业务软件是关键，国电193工程中的基建、燃料和安全生产等业务模块未来几年逐步进入全面推广期，远光业务软件收入占比增加可期。

图 2: 11 年远光软件收入结构(推测数据)

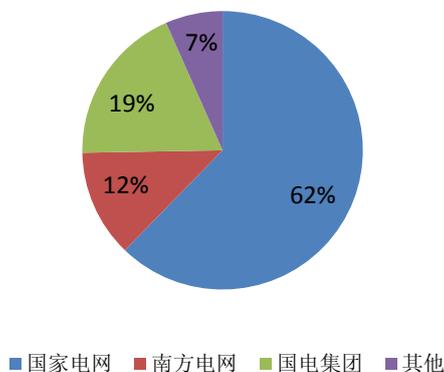
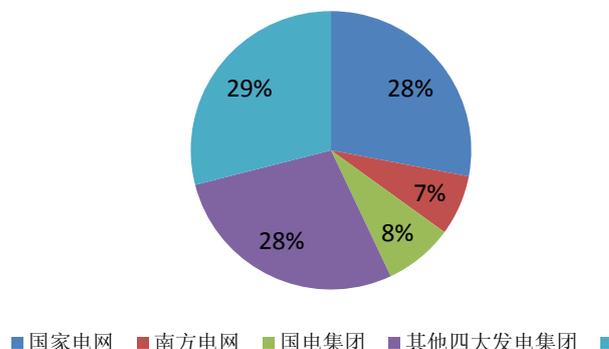


图 3: 11 年末电力行业资产分布



资料来源: wind, 中投证券研究所

目前远光收入主要来源于电力行业，**主要原因是电力行业空间足够大，而非不具备跨行业的能力**：1、远光为国网下属的证券、信托、期货、保险等领域子公司提供了 ERP 系统，可见其具备服务**金融行业**的能力；2、远光参与了两大电力建设集团筹建的财务准备工作，可见其具备服务**建筑行业**的能力；3、煤电一体化背景下，远光在服务五大发电集团时，也为其下属煤炭企业提供软件及服务，可见其具备服务**煤炭行业**的能力。

### Q3.没有护城河

电力企业特别是两大电网和五大发电集团高层人事变动曾经影响远光股价,我们认为解决这个问题核心是了解远光的护城河。

国内行业应用软件企业的成长通常包括两个阶段,第一阶段是份额扩张阶段,这一阶段的增长是销售导向,客户关系非常重要;第二阶段是高额下深度挖掘客户潜力阶段,这一阶段的增长是产品导向,也就是我们之前所说的加强供给<sup>1</sup>。

目前远光处于成长的第二阶段,我们认为远光的护城河如下:

1、**不断增强的分支机构:**远光各地分支机构以省为单位与相关客户省级公司紧密联系,约 1/3 的实施人员长期驻点于客户处,能够第一时间发掘客户需求,这是远光加强产品供给的基础。

11 年开始公司加强了“业务前移、做实机构”的战略,表现为人均主业收入和利润的大幅提升,其背后则是这种护城河的加强。

图 4: 以省为单位的分支机构布局



资料来源: 公司资料, 中投证券研究所

2、**财务信息化是电力行业信息化的先导:**财务是电力行业价值链的核心,电力企业的财务信息化不仅可以及时显示日常的财务和业务信息,而且能够围绕电力企业价值链,精确反映价值增值过程,促进管理更透明、决策依据更可靠。

目前电力企业的财务集中管理通过结合各公司的实际情况,有效链接了资金流、物流、信息流,可以理顺本部、分公司、控股公司及其所属分子公司的业务流程及信息流;通过实现会计集中核算、资金的集中管理、全面预算管理和集中

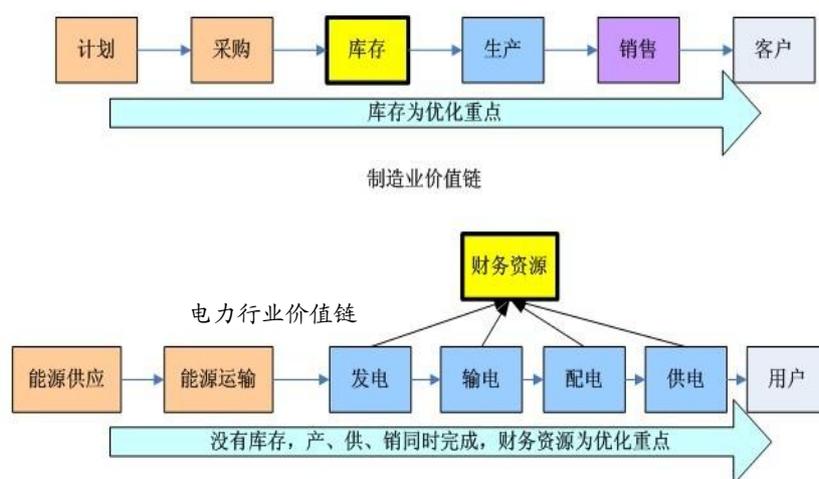
<sup>1</sup> 我们会在之后以相关上市公司为例进行专题研究

财务分析，为电力经营决策提供了及时、准确的企业经营状况信息。

国网 SG186 工程、国电 GD193 工程、南网“6+1”工程以及中电投的集团管控方案都以财务管理为核心，强调生产信息化和管理信息化的融合，以实现财务管控软件与电力设备资产管理、电力供应链管理（燃料、物资）、电力安全管理、电力企业班组管理等业务软件的无缝集成，以减少重复投资。

远光财务软件在电力行业处于绝对领先地位，特别是在成功实施了国网 SG186 及财务集约化项目之后，产品属性也为其从财务向业务扩展，加强产品供给提供了基础。

图 5：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

11 年远光来源于电力行业收入 6.34 亿元，以软件及服务为主，我们认为远光软件及服务收入远远超过其他国内电力行业信息化供应商，市场份额在国内企业中处于领先地位，具体可见下表 1。我们认为通过市场化竞争所形成的行业应用软件龙头，其核心竞争力绝对不仅仅是客户关系。

表 1：电力软件相关上市公司介绍

| 公司名称 | 业务介绍        | 主业客户       | 11 年电力行业收入 | 收入类型    |
|------|-------------|------------|------------|---------|
| 远光软件 | 电力行业财务及业务软件 | 国网、南网、国电集团 | 6.34 亿元    | 软件及服务为主 |
| 榕基软件 | 电力行业 OA     | 国网         | 约 2 亿元     | 系统集成为主  |
| 新世纪  | 电力行业安全生产软件  | 浙江省电网      | 几千万元       | 系统集成为主  |
| 海联讯  | 电力行业通信系统    | 国网         | 约 3 亿元     | 系统集成为主  |
| 东软集团 | 电力行业营销软件    | 国网         | N/A        |         |
| 科远股份 | 生产管理软件      | 电厂         | 2.4 亿元     | 电力设备为主  |

资料来源：各公司资料，中投证券研究所

#### Q4.宏观经济增速下滑影响几何

宏观经济增速下滑的背景下，电力行业整体投资必然受到影响，但其信息化投资则未必。如上图 3，两大电网和五大发电集团占整个电力行业资产规模的 70% 以上<sup>2</sup>，可以说电力行业信息化投资**主要由大型电力集团的投资驱动**，经济增速放缓背景下，小企业面临生存压力，整体信息化投资必然下降，而大型电力集团则相反，目前国内电力行业信息化由**系统建设阶段向系统整合阶段过渡**：“从信息资源收集向信息资源应用转变，从生产过程控制向资源经营管控转变，从辅助管理向提升经济效益转变。”

图 6：电力企业进入从系统建设阶段向系统整合阶段过渡



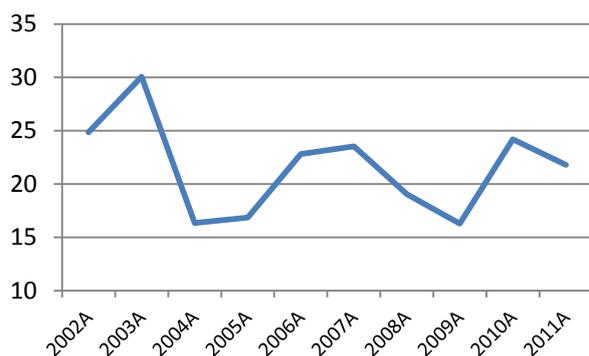
资料来源：《2011 年中国能源行业信息化建设与 IT 应用趋势研究报告》，中投证券研究所

金融危机影响下，09 年软件行业收入增速 16%，为近年来较低水平，但远光 09 年收入与利润增速分别为 45%和 56%，**当年股价大幅跑赢行业，其背景正是当时国网 SG186 项目的建设。**

目前如何利用信息技术实现从生产成本控制到资源经营管控的转变，**以实现集团企业整体管控与经营效益最大化逐渐成为大型电力企业发展的共识**，在此背景下，国网三集五大项目、南网管理一体化项目、国电 193 工程和中电投集团管控项目等启动或即将启动，且远光有望在上述项目中获得相当的市场份额，因此我们认为宏观经济增速下滑对远光的影响较小，在此背景下的稳健增长将更显可贵。

<sup>2</sup> 其余三成中，也以大型地方发电集团和两大电力辅业集团为主。

图 7: 计算机应用行业增速 (%)



资料来源: wind, 中投证券研究所

图 8: 远光 09 年股价大幅跑赢行业

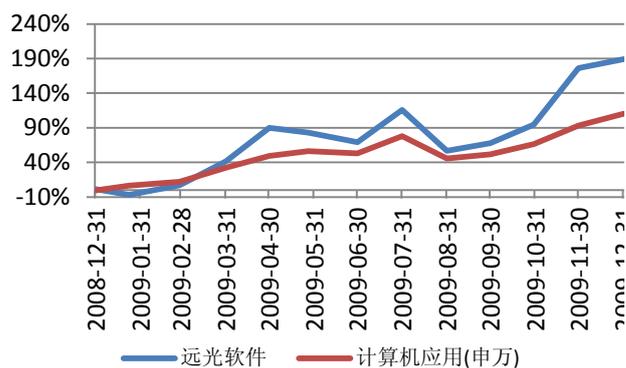


图 9: 未来几年主要项目的收入贡献预计



资料来源: 中投证券研究所根据互联网公开资料推算

表 2: 两大电网和五大发电和两大辅业集团管控系统建设情况

|       | 信息化咨询商 | 集团化管控               | 后续深化应用 |
|-------|--------|---------------------|--------|
| 国家电网  | 埃森哲    | SAP 主导              | 国内企业主导 |
| 南方电网  | 国内企业   | 国内企业主导              | 国内企业主导 |
| 国电集团  |        | 国内企业主导, Oracle 之前试点 | N/A    |
| 中电投集团 | 埃森哲    | 预计年内启动, SAP 主导      | N/A    |
| 华能集团  | 德勤     | 尚未启动, SAP 之前试点      | N/A    |
| 华电集团  | 凯捷     | 尚未启动                | N/A    |
| 大唐集团  | 凯捷     | 尚未启动, Oracle 之前试点   | N/A    |
| 中电建设  |        | 尚未启动                | N/A    |
| 中能建设  |        | 尚未启动                | N/A    |

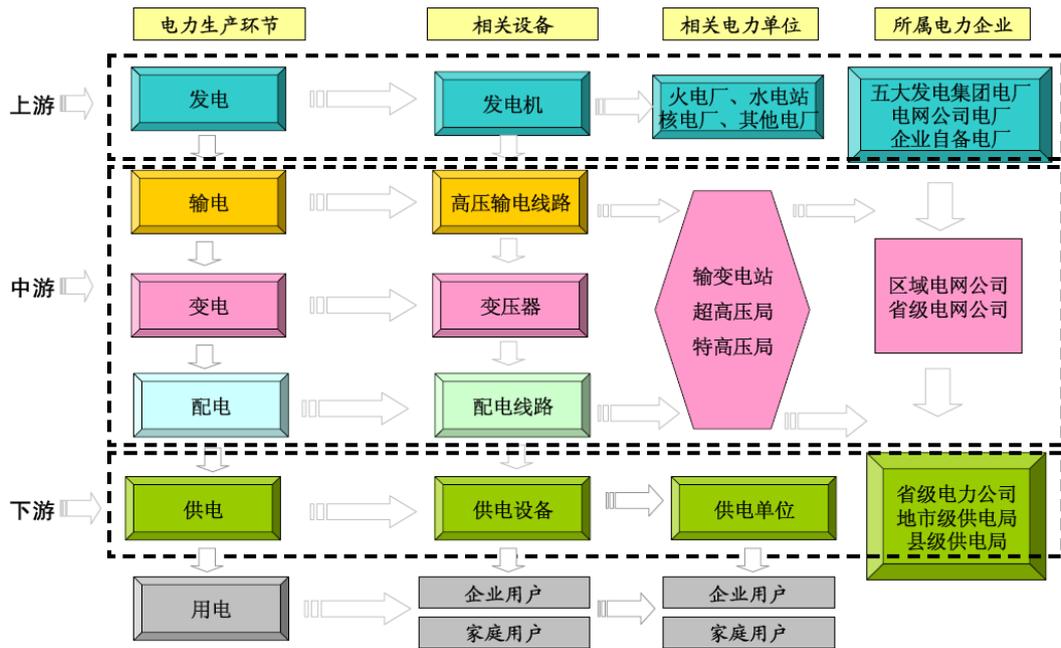
资料来源: 中投证券研究所根据互联网公开资料整理

### Q5. 电力改革影响几何

简而言之，**电力改革可以视为远光的看涨期权。**

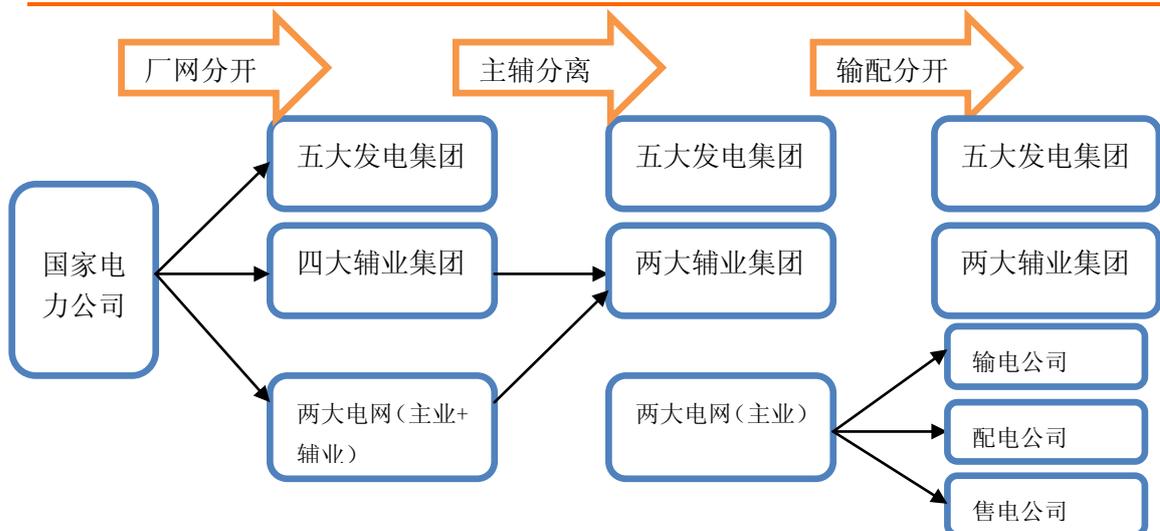
02 年国家出台的电力体制改革方案，明确了“厂网分开、主辅分离、输配分开、竞价上网”四大改革任务，目前才进入主辅分离阶段。从厂网分离开始，**每次电力行业改革都使得大型电力集团数量增加，且其原有管理架构调整，为管理软件供应商带来机遇。**

图 10: 电力行业基本业务流程



资料来源：公司资料，中投证券研究所

图 11: 电力改革示意图



资料来源：中投证券研究所根据互联网公开资料整理

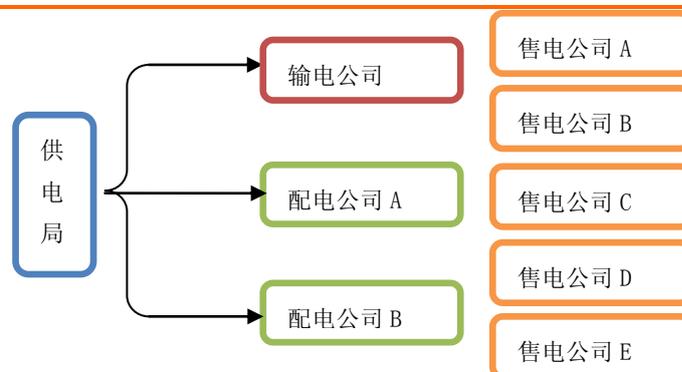
目前电力改革中厂网分开已完成，主辅分离阶段两大辅业集团已经挂牌成立，但相关的改制工作仍在进行中，而输配分开预计将很快进行试点。

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）。厂网分开使得公司客户数量大大增加，**两大电网和五大发电集团构成了远光的核心业务市场**，目前其 90% 以上的收入都来源于该市场。

主辅分离是指国家电网、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。（中国电力建设集团有限公司与中国能源建设集团有限公司）。**对于远光而言主辅分离的机会主要包括两块**，一块是改制过程阶段，远光将承担两大辅业集团重组所需的信息化准备工作，包括数据的剥离、重组和保存等；另一块是稳定以后重建财务系统阶段，预计随着行业集中度的提高，两大辅业集团盈利能力有望改善，他们也有进行集团管控的需求，而远光参与了两大辅业集团的财务准备工作，必然会在其集团管控系统建设的过程中扮演非常重要的角色。**我们在 12-14 年盈利预测中尚未考虑主辅分离后两大辅业集团的信息化投资。**

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。日前国务院正式批转国家发改委《关于 2012 年深化经济体制改革重点工作的意见》，据了解国家电监会正在做输配分开试点方案，具体方案和试点选择尚未最终确定。**预计输配分开的机遇要大于厂网分开**，以珠海为例，原先其只有 1 个供电局，输配分开后可能将变成 1 家输电公司+2 家配电公司+5 家售电公司，会计主体数量将大大增加，且引入市场竞争后将加大其信息化投资力度。远光对输配分离已经在做准备，**例如做实各地的分支机构，就是为此布局。**

图 12: 输配分开示意图

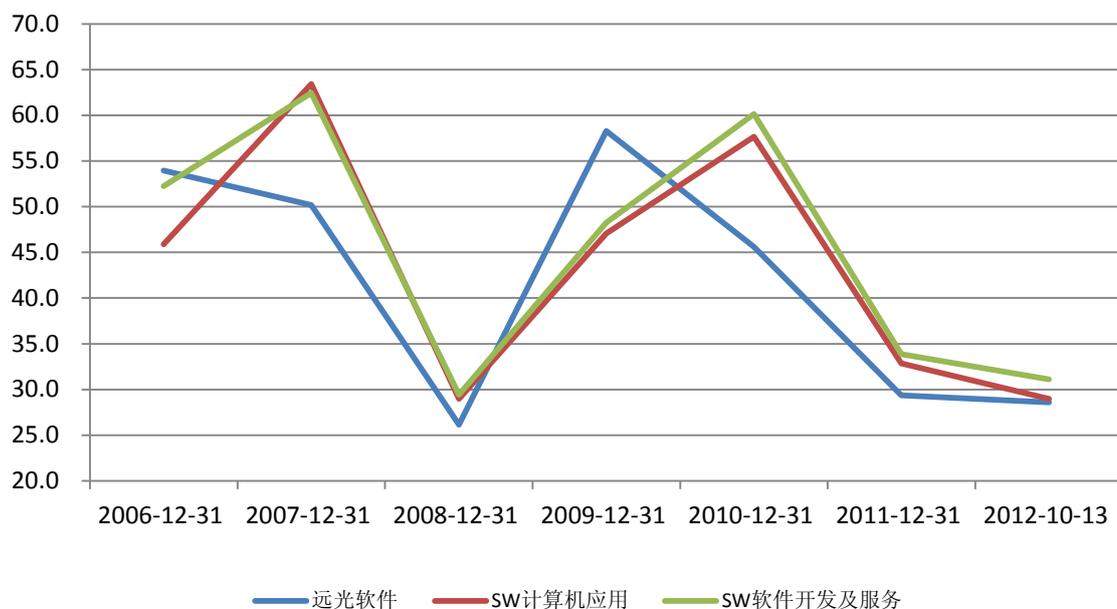


资料来源：中投证券研究所根据互联网公开资料整理

## Q6.如何估值

历史上远光估值与行业平均水平相当，低于软件开发及服务（计算机应用剔除系统集成）的估值水平，压制估值的主要因素是本文的 Q1-Q3(股东减持、单一行业应用和没有护城河)，相关的研究如前所述。

图 13: 远光历史估值与行业对比 (PE, ttm)



资料来源：公司资料，中投证券研究所

尽管估值是对未来增长的预期，但软件行业具有正反馈机制，表现为强者恒强，净资产收益率具有粘性<sup>3</sup>，因此**历史财务指标对估值有指导意义**。远光最近五年平均经营现金净流入与净利润相当，而资本支出可以忽略。11 年经营现金净流入下滑主要原因是国网收入结算方式由各网省改为由中电普华统一结算，目前该结算方式已经还原，预计 12 年现金流将改善。

表 3: ROE 与现金流 (单位: 百万元)

|         | 2007A  | 2008A  | 2009A  | 2010A  | 2011A  | 五年平均   |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| ROE     | 16.07% | 18.62% | 22.47% | 26.19% | 21.71% | 21.01% |
| 销售净利率   | 35.70% | 34.59% | 37.28% | 39.96% | 32.96% | 36.10% |
| 总资产周转率  | 0.39   | 0.49   | 0.51   | 0.52   | 0.58   | 0.50   |
| 权益乘数    | 1.15   | 1.10   | 1.18   | 1.25   | 1.13   | 1.17   |
| 净利润     | 55.95  | 74.23  | 115.60 | 191.31 | 211.56 | 129.73 |
| 经营现金净流入 | 64.81  | 59.18  | 132.13 | 246.19 | 112.94 | 123.05 |
| 资本性支出   | 4.76   | 3.96   | -1.54  | 34.07  | 0.56   | 8.36   |

资料来源：天软估值系统，中投证券研究所

<sup>3</sup> 具体可见申万计算机小组 12 年下半年投资策略 PPT

如果以现下比较流行的 ROP (Return on Person) 指标进行分析, 我们此处定义  $ROP = \text{经营活动现金净流入} / \text{支付给职工的薪酬}$ , 下表 4 可见**远光的 ROP 在典型白马企业中也处于较高水平。**

**表 4: 经营活动现金净流入/支付给职工的薪酬**

|      | 2007A  | 2008A | 2009A  | 2010A  | 2011A | 五年平均   |
|------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|
| 远光软件 | 106.5% | 74.6% | 126.9% | 163.9% | 50.7% | 104.5% |
| 用友软件 | 56.9%  | 42.6% | 43.1%  | 37.4%  | 26.9% | 41.4%  |
| 恒生电子 | 155.4% | 84.9% | 58.1%  | 71.5%  | 60.5% | 86.1%  |
| 广联达  | 76.3%  | 54.1% | 110.1% | 97.7%  | 94.2% | 86.5%  |

资料来源: wind, 中投证券研究所

**我们认为未来 5 年远光有望保持 30%左右的平均增速, 20%以上的 ROE, 且经营现金净流入与净利润匹配, 符合上述标准的企业在软件行业中不超过 5 个, 在上半年按照当年 30 倍 PE/下半年按照明年 25 倍 PE 对远光进行估值较为合适。**

**附：财务预测表**
**资产负债表**

| 会计年度           | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 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   |
| <b>非流动资产</b>   | 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     |
| <b>资产总计</b>    | 1104 | 1407  | 1847  | 2459  |
| <b>流动负债</b>    | 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   |
| <b>非流动负债</b>   | 29   | 12    | 2     | 2     |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 29   | 12    | 2     | 2     |
| <b>负债合计</b>    | 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  |
| <b>负债和股东权益</b> | 1104 | 1407  | 1847  | 2459  |

**现金流量表**

| 会计年度           | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 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    |
| <b>投资活动现金流</b> | -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     |
| <b>筹资活动现金流</b> | -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    |
| <b>现金净增加额</b>  | 13   | 258   | 365   | 525   |

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 |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 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    |
| <b>营业利润</b>     | 219  | 298   | 405   | 547   |
| 营业外收入           | 15   | 17    | 22    | 28    |
| 营业外支出           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 234  | 315   | 427   | 575   |
| 所得税             | 22   | 30    | 43    | 58    |
| <b>净利润</b>      | 212  | 285   | 384   | 518   |
| 少数股东损益          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 212  | 285   | 384   | 517   |
| <b>EBITDA</b>   | 226  | 303   | 410   | 550   |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.62 | 0.64  | 0.87  | 1.17  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2011  | 2012E  | 2013E | 2014E  |
|-----------------|-------|--------|-------|--------|
| <b>成长能力</b>     |       |        |       |        |
| 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%  |
| <b>获利能力</b>     |       |        |       |        |
| 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% |
| <b>偿债能力</b>     |       |        |       |        |
| 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   |
| <b>营运能力</b>     |       |        |       |        |
| 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   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |        |       |        |
| 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   |
| <b>估值比率</b>     |       |        |       |        |
| 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     |

## 相关报告

| 报告日期       | 报告标题                          |
|------------|-------------------------------|
| 2012-09-19 | 远光软件 - 上调关联交易金额缓解业绩释放动力担忧     |
| 2012-09-18 | 远光软件 - 股权激励成本预计相当充分           |
| 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、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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 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, 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。该研究报告谢绝媒体转载。

## 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

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

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

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