

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: 13.72元

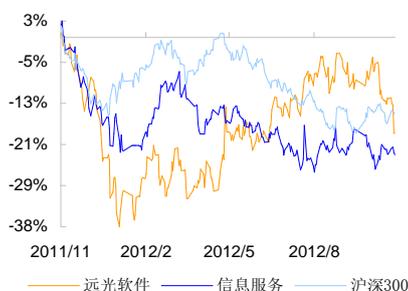
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2069.07
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	-11.48	-13.11	5.53
信息服务	-4.30	-7.95	-16.01
沪深300指数	-1.28	-6.23	-17.28



相关报告

远光软件 - 全年业绩乐观 2012-10-17

远光软件 - 投资聚焦之六问六答

2012-10-15

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

002063

强烈推荐

基本面足够优秀，市值管理尚需努力

近期远光股价从高点下跌接近 15%，我们认为下跌原因：1、用友和东华近期下跌影响行业整体估值，2、限制性股票激励条件和成本计算值得商榷。

投资要点:

➢ 基本面足够优秀:

- ✓ 12年是经营的相对低点: 11年远光来源于国网收入占比接近70%，**国网信息化5年一周期**（“十一五”信息化06年规划，07和08年试点，09和10年全面推广，远光06-10年收入增速分别为24%、25%、38%、45%和54%，依次递增）。国网“十二五”信息化类似，**13年启动“大集中”项目试点**，预计体量不少于SG186项目，而12年在国网没有大项目启动背景下预计远光增长仍在**30%以上**，显著优于软件行业表现。
- ✓ 面向大客户的定制软件和服务收入有年金性质: 国网财务模块主力支持远光收入规模到6亿多，国电财务、燃料、安全生产和基建4个模块主力支持另外一个6亿收入，后续南网、中电投（**开始试点**）是支持收入规模再上一个台阶所在，电网辅业、副业、农电和地电等市场仍处于拓展阶段，**远光深度挖掘大型客户需求能力在国内软件企业中首屈一指**。
- ✓ 财务向业务延伸使得远光软件供应商地位更加核心: 远光目前不是电力信息化核心供应商，但是原有的核心供应商（电力设备厂商）更多的是在电厂层面为电网或发电提供信息化的支撑。**大型电力集团信息化大项目是集团和电厂两级**（国电193中燃料管控，就有集团燃料管控和电厂燃料管控两级），这是远光软件成为电网或者发电更加核心供应商的大机遇，外延式收购可期。
- ✓ 限制性股票激励方案13年摊销6814万元，相当于12年净利润约25%，股权激励下限对应13年增长20%，**扣除期权成本前下限对应45%增长**。
- 市值管理尚需努力:
- ✓ 远光软件是08年金融危机以来表现最好的软件股之一，也是机构持仓

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	642	834	1082	1397
收入同比(%)	34%	30%	30%	29%
归属母公司净利润	212	279	378	515
净利润同比(%)	11%	32%	35%	36%
毛利率(%)	77.1%	77.1%	77.5%	77.8%
ROE(%)	21.7%	23.7%	24.3%	24.9%
每股收益(元)	0.48	0.63	0.86	1.17
P/E	32.55	24.70	18.24	13.38
P/B	7.07	5.84	4.43	3.33
EV/EBITDA	27	20	15	11

资料来源: 中投证券研究所

比例最高的软件股之一，但是上市以来远光估值长期低于行业（软件开发及服务）平均的估值水平，显示其市值管理尚需努力。

图 1: 远光软件与软件行业估值对比



资料来源：公司资料，中投证券研究所

- 我们认为远光软件本次限制性股票激励条件和成本计算值得商榷：远光软件近期推出的激励计划以 11 年为基期，12-14 年业绩增速分别不低于 25%、50%和 75%，ROE 不低于 20%，4 年合计期权成本 1.1 亿元，具体摊销如下。限制性股票激励半价推出，存在从推出时点上计算激励对象受益而股东不受益的可能性，通常情况下业绩要求高于股票期权激励，远光历史上谨慎，我们认为本次激励计划业绩解锁条件在可接受范围下限，但公司在期权成本计算上则值得商榷，我们在《远光软件：股权激励成本预计相当充分》指出远光软件本次限制性股票激励成本计算上显著高于可比企业，也是过去两年计算机行业限制性股票激励成本计提上最为充分的企业。激励费用的计提只是会计处理，不影响经营现金流，股价走势说明这种计算方式不受市场欢迎，4 年合计 1.1 亿元的期权成本由所有股东承担，因此我们真诚的希望公司能够更加重视流通股东的诉求，本次限制性股票激励和 09 年股票期权激励相比，远光的股东构成已有极大的变化。

表 1: 远光软件限制性股票激励成本摊销 (单位: 万元)

年度	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
年度摊销金额	599	6814	2624	1013

资料来源：公司资料，中投证券研究所

- 市值管理是指公司建立一种长效组织机制，效力于追求公司价值最大化，为股东创造价值，并通过与资本市场保持准确、及时的信息交互传导，维持各关联方之间关系的相对动态平衡。市值管理是建立在价值管理基础上的，是价值管理的延伸。价值管理主要致力于价值创造，而市值管理不仅要致力于价值创造，还要进行价值实现。价值管理是基于公司股东价值最大化的管理体制，是强调价值创造的管理体制。企业集中于股东价值创造可以有效地平衡不同利益相关者之间相互冲突的利益。也就是说股东回

报是首要的，因为只有保证股东能得到足够的回报，公司才能受到资本市场的青睐，获得维持发展的资金。而其他利益相关者才能从公司的持续发展中受益。（以上资料来源于百度百科）

- **盈利预测与投资建议：**预计公司 12-14 年 EPS 分别为 0.63、0.86 和 1.17 元，维持强烈推荐评级。
- **用友和东华近期下跌影响软件行业整体估值，**但是我们认为软件行业自上而下的逻辑不强，个股当区别对待。新的软件行业龙头有望崛起，远光软件基本面足够优秀，若能够在市值管理上更进一步则有望成为新的软件行业龙头。
- **风险提示：**核心人员流失风险

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	886	1173	1601	2211
现金	577	830	1189	1712
应收账款	152	181	235	304
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	1400	1834	2444
流动负债	100	209	274	368
短期借款	0	0	0	0
应付账款	29	38	36	47
其他流动负债	72	171	238	322
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	276	370
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	627	1005	1520
归属母公司股东权益	975	1180	1558	2073
负债和股东权益	1104	1400	1834	2444

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	113	332	359	515
净利润	212	279	378	515
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	68	-12	-4
其他经营现金流	11	-11	-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	253	359	523

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	642	834	1082	1397
营业成本	147	191	243	310
营业税金及附加	14	18	22	28
营业费用	86	103	130	161
管理费用	192	246	308	377
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	292	398	545
营业外收入	15	17	22	28
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	234	308	420	573
所得税	22	29	42	57
净利润	212	279	378	515
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	212	279	378	515
EBITDA	226	297	403	547
EPS (元)	0.62	0.63	0.86	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%	29.8%	29.8%	29.1%
营业利润	9.0%	33.1%	36.5%	36.7%
归属于母公司净利润	10.7%	31.8%	35.4%	36.3%
获利能力				
毛利率	77.1%	77.1%	77.5%	77.8%
净利率	33.0%	33.5%	34.9%	36.9%
ROE	21.7%	23.7%	24.3%	24.9%
ROIC	105.4	217.1%	272.7	396.7%
偿债能力				
资产负债率	11.7%	15.7%	15.1%	15.2%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	8.85	5.62	5.84	6.01
速动比率	8.78	5.58	5.79	5.97
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	5.72	6.52	7.48
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.63	0.86	1.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	0.75	0.81	1.17
每股净资产(最新摊薄)	2.21	2.67	3.52	4.69
估值比率				
P/E	32.55	24.70	18.24	13.38
P/B	7.07	5.84	4.43	3.33
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
2012-10-17	远光软件 - 全年业绩乐观
2012-10-15	远光软件 - 投资聚焦之六问六答
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

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