证券研究报告

公司深度研究

国联证券 GUOLIAN SECURITIES

2017 年 04 月 06 日

广 联 达（002410）\计算机

——“新新”向荣，开启成长之旅

投资建议：	推荐 首次覆盖
当前价格：	15.79 元
目标价格：	20 元

投资要点：

➢ **建筑信息化老牌龙头，积极转型渐入佳境**

公司以工程造价软件起家，市占率稳居行业第一，是国内建筑信息化老牌龙头。近年来，公司业务逐步向工程施工、工程信息、电商及产业金融等新领域拓展，15年各产品积极转入“云+端”模式，营收结构进一步向新产品、新业务倾斜，全面开启“建筑产业互联网平台服务商”新征程。

➢ **BIM引领建筑信息化新一轮发展，施工信息化潜力巨大**

我国建筑业体量庞大但信息化水平低，仍存在较大提升空间。我们认为BIM将推动建筑信息化新一轮升级，在建筑企业提高自身利润水平的内在驱动以及相关政策不断加码的外在引导下，接下来有望在国内加速普及。而施工企业由于更加看重节省进度、减少成本所带来的项目效益提升，将成为最主要的BIM客户，初步估算潜在市场空间高达500亿。

➢ **传统业务稳健增长，双新业务贡献业绩高弹性**

传统造价业务今明两年受益钢筋平法16G、各地定额库以及全国清单库等规则调整，收入增长十分确定。而以云计价、行业计价软件为代表的新产品以及以施工信息化、工程信息为代表的新业务保持高速增长，有望在近期为公司带来显著的业绩提升。同时公司战略布局电商+产业金融，后续形成规模优势后盈利能力将逐步体现，成为公司中长期重要的利润增长点。

➢ **首次覆盖，给予“推荐”评级**

预计公司2017-2019年EPS分别为0.50元、0.65元、0.83元，对应当前股价PE分别为31、24、19倍。我们看好公司在建筑信息化领域的龙头地位，后续有望以施工信息化、工程信息等新业务为支撑加速发展，并协同电商及产业金融业务打开更为广阔的成长空间，参考可比公司估值，我们给予公司2017年40倍PE，六个月目标价20元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➢ **风险提示**

传统业务发展不及预期；新产品新业务拓展缓慢。

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,535.83	2,029.55	2,637.30	3,370.36	4,253.74
增长率（%）	-12.73%	32.15%	29.95%	27.80%	26.21%
EBITDA（百万元）	309.52	516.52	722.93	953.09	1,211.40
净利润（百万元）	241.97	423.10	562.93	729.40	925.73
增长率（%）	-59.41%	74.85%	33.05%	29.57%	26.92%
EPS（元/股）	0.22	0.38	0.50	0.65	0.83
市盈率（P/E）	73.04	41.77	31.40	24.23	19.09
市净率（P/B）	6.45	5.97	5.34	4.71	4.11
EV/EBITDA	52.89	32.36	23.56	18.14	14.39

数据来源：公司公告，国联证券研究所

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1,119/867
流通 A 股市值（百万元）	13,299
每股净资产（元）	2.64
资产负债率（%）	32.72
一年内最高/最低（元）	18.09/11.85

一年内股价相对走势

吴金雅　　分析师

执业证书编号：S0590517020001

电话：0510-82833337

邮箱：wujy@glsc.com.cn

陈晓晨　　联系人

电话：0510-85607875

邮箱：chenxc@glsc.com.cn

相关报告

正文目录

1. 建筑信息化老牌龙头转型互联网平台服务商 4
1.1. 公司是国内建筑信息化老牌龙头 4
1.2. 积极转型，打造建筑产业互联网平台服务商 5
1.3. 跨越阵痛期，公司业绩探底回升 6
2. BIM 引领建筑信息化二次革命，施工信息化大有可为 8
2.1. 我国建筑行业信息化水平提升空间大 8
2.2. BIM 推动建筑信息化新一轮升级 9
2.3. 施工阶段的 BIM 应用潜力最大，前景看好 13
3. 公司传统业务稳健，双新业务打开成长空间 15
3.1. 新老交替，工程造价业务将保持稳健增长 15
3.2. 聚焦施工信息化，开拓十倍新蓝海市场 17
3.3. 工程信息业务快速发展，增长势头强劲 19
3.4. 布局电商+金融，打造中长期增长极 20
4. 盈利预测与估值 23
5. 风险提示 24

图表目录

图表 1：公司在建筑信息化领域产品丰富，应用广泛 4
图表 2：销售网络与服务辐射全球 5
图表 3：战略转型建筑产业互联网平台服务商 5
图表 4：公司营业收入及增速 6
图表 5：公司净利润及增速 6
图表 6：主营业务结构不断改善 6
图表 7：双新业务占比不断提升 6
图表 8：研发投入力度加大 7
图表 9：软件著作权和专利数快速增长 7
图表 10：期间费用结构渐趋合理 7
图表 11：建筑业是我国支柱型产型 8
图表 12：我国建筑信息化水平与国外差距大 8
图表 13：我国建筑业产值利润率较低 9
图表 14：BIM 面向建筑全生命周期实现信息共享和传递 9
图表 15：BIM 引领建筑信息化二次革命 10
图表 16：BIM 应用带来生产效率提升 11
图表 17：国外政府大力推进 BIM 应用 11
图表 18：国内 BIM 应用普及率较低 12
图表 19：近四年来英国 BIM 应用率显著提升 12
图表 20：国内 BIM 相关政策不断加码 13
图表 21：我国跻身 BIM 施工应用增长最快的五个国家 13
图表 22：近六成用户认为 BIM 向施工阶段延伸 14
图表 23：四成以上用户认为 BIM 施工最具价值 14
图表 24：全球 BIM 市场快速增长，施工方潜力最大 14
图表 25：公司在销售渠道和技术平台方面优势明显 15
图表 26：公司工程造价软件市占率稳居行业第一 15
图表 27：传统造价业务未来两年更新需求明确 15
图表 28："云+端"模式盘活存量用户 16

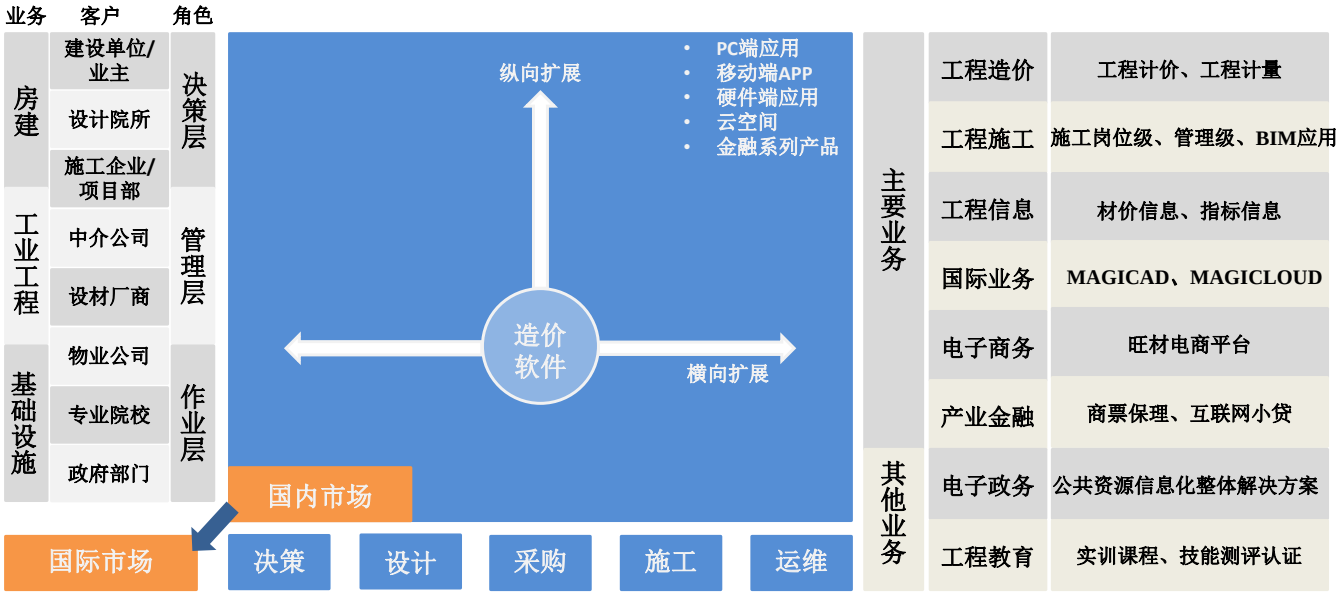
图表 29：基建投资保持快速增长 16
图表 30：施工信息化是千亿级新蓝海市场 17
图表 31：施工、管理、BIM 三大业务主线情况 18
图表 32：广联达 BIM5D 软件 18
图表 33：广联达 BIM5D 有效提升项目利润 19
图表 34：广联达 BIM5D 潜在市场空间巨大 19
图表 35：广联达材价信息服务 19
图表 36：广联达指标信息服务 19
图表 37：部分发达国家与中国家居网购比例对比图 20
图表 38：电商平台设材采购的商业模式 21
图表 39：产业金融业务模式 22
图表 40：电商+金融创收潜力巨大 22
图表 41：公司各项业务盈利预测 23
图表 42：可比公司估值情况（3.24 日收盘价） 24
图表 43：财务预测摘要 25

1. 建筑信息化老牌龙头转型互联网平台服务商

1.1.公司是国内建筑信息化老牌龙头

公司成立于 1998 年，2010 年 5 月在深交所上市后成为中国建设工程领域信息化产业首家上市软件公司。公司以计价算量软件起家，一直以来专注于建筑产业，紧紧围绕工程项目的全生命周期，为行业内的各类企业用户和专业人员提供先进的信息化产品和服务。经过近 20 年的发展，公司产品逐步由单一的预算软件扩展到工程造价业务、工程施工业务（含项目管理）、工程信息服务、国际化业务、产业金融业务等几大业务、近百款产品。目前，公司产品被广泛应用于房屋建筑、工业工程与基础设施等三大领域，为 20 余万家企业用户、百万专业工程技术和管理人员提供专业应用软件。

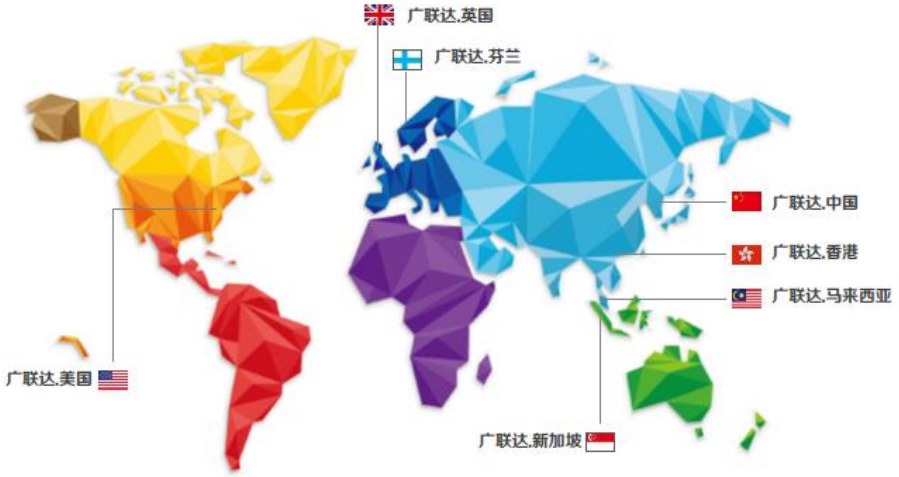
图表 1：公司在建筑信息化领域产品丰富，应用广泛



来源：公司公告，国联证券研究所

技术积累深厚，销售网络与服务辐射全球。公司建立了完善的自主研发和技术管理体系，主要产品均具有自主知识产权及自主创新的软件架构，掌握核心技术三十余项、专利近二十项，其中 3D 图形算法居国际领先水平，并在针对建筑全生命周期的 BIM 解决方案、云计算、管理平台及大数据方面具备深厚积累。公司目前已在国内 34 个省市建立 50 余家分子公司，销售与服务网络覆盖 200 余个地市，同时公司自 2009 年起开始国际化进程，已形成以美国、芬兰、英国子公司为核心辐射欧美市场，以新加坡、香港、马来西亚子公司的区域优势拓展东南亚市场的国际化渠道布局。

图表 2：销售网络与服务辐射全球

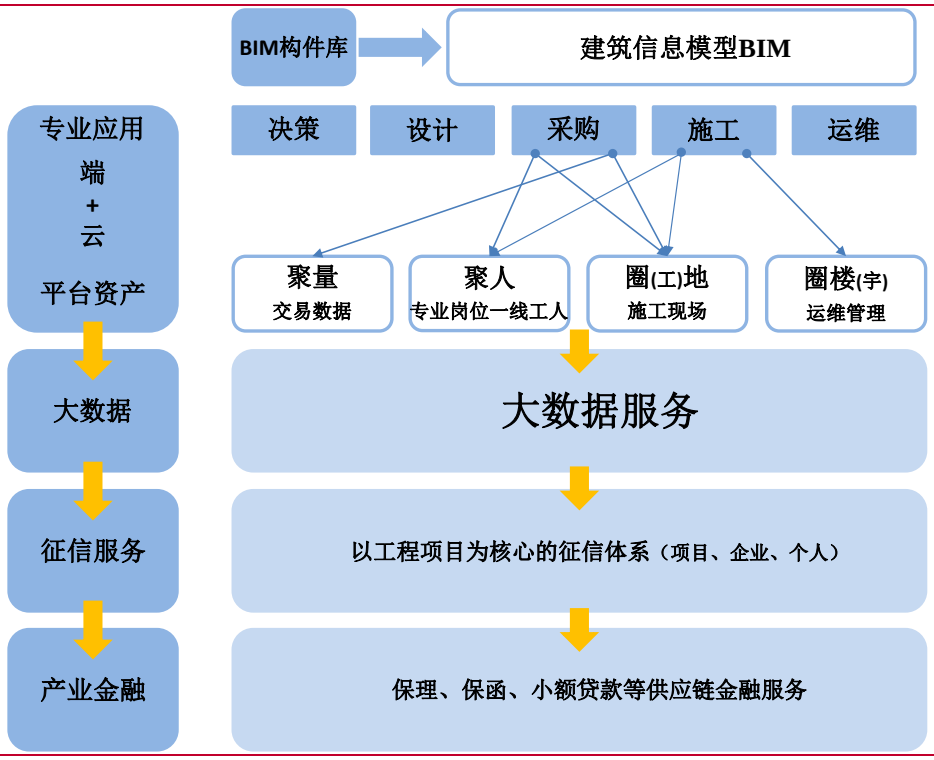


来源：公司公告，国联证券研究所

1.2.积极转型，打造建筑产业互联网平台服务商

战略升级，定位建筑产业互联网平台服务商。面对产业互联网的蓬勃发展，公司于 2015 年对平台化战略提出新的发展定位—建筑产业互联网平台服务商，旨在通过打造技术支撑平台、子行业应用平台、增值服务平台以及伙伴经济平台，更好的服务产业、融入产业。具体来说，公司将由专业应用通过“云+端”积累平台资产，形成大数据，大数据既可为行业本身提供数据服务，又可为后续的产业征信、产业金融等提供增值服务。

图表 3：战略转型建筑产业互联网平台服务商



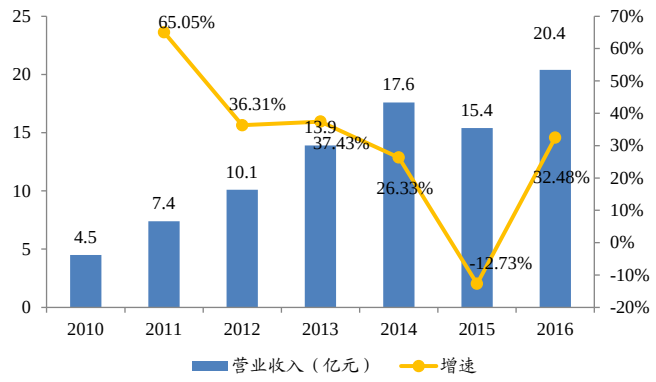
来源：公司公告，国联证券研究所

核心优势明显，转型逻辑顺畅。公司面向建设工程领域深耕细作近 20 年，工程造价软件已成为行业标杆产品，卡位优势明显，在此基础上通过 BIM 技术打通并覆盖工程项目的全生命周期后，公司将依靠新技术、新产品进一步提升业务壁垒，同时施工信息化、大数据、产业金融等新业务具备更高的附加值以及更广阔的市场空间，将支撑公司突破现有业务天花板，顺利完成平台服务商转型。

1.3.跨越阵痛期，公司业绩探底回升

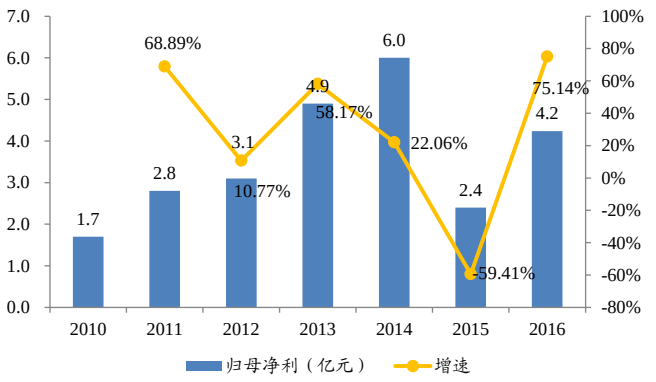
转型阵痛换取业务结构优化，公司业绩由 15 年历史低点逐步恢复，进入以双新业务为驱动的成长 2.0 阶段。2015 年公司实现总营收 15.39 亿元、归母净利 2.42 亿元，分别同比减少 12.53%和 59.41%，主要经营指标较前几年下滑明显，一方面固然是受到国内建筑业当期低景气度影响，但更主要的还是公司在 15 年主动进行全面转型，云产品的计费模式转变、新产品、新领域的推广费用增加等诸多因素叠加，同时当期一次性计提 9437 万的员工持股费用也较大程度上拖累了公司当年的业绩表现。

图表 4：公司营业收入及增速



来源：公司公告，国联证券研究所

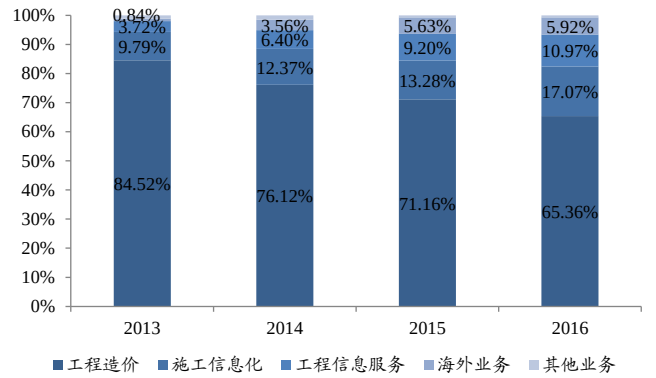
图表 5：公司净利润及增速



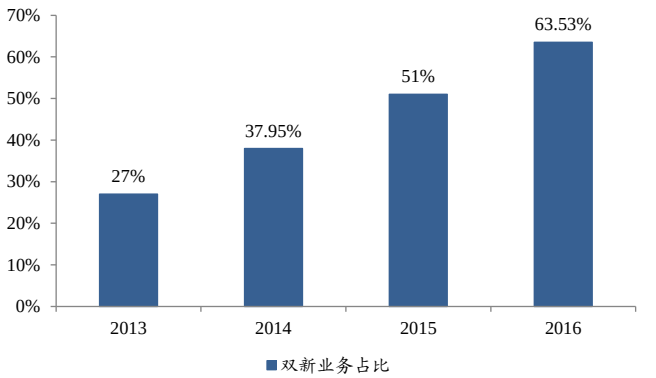
来源：公司公告，国联证券研究所

但同时我们注意到，经历痛苦的转型之后，公司 16 年业绩回暖明显，主营业务结构大为改善，以施工信息化、工程信息、国际化业务为代表的新业务以及以云计价、行业造价软件等为代表的工具类软件中的新产品在公司营收中的占比迅速提升，截止 2016 年已达 63.53%，已成为公司新一轮成长的主要驱动力。

图表 6：主营业务结构不断改善



图表 7：双新业务占比不断提升

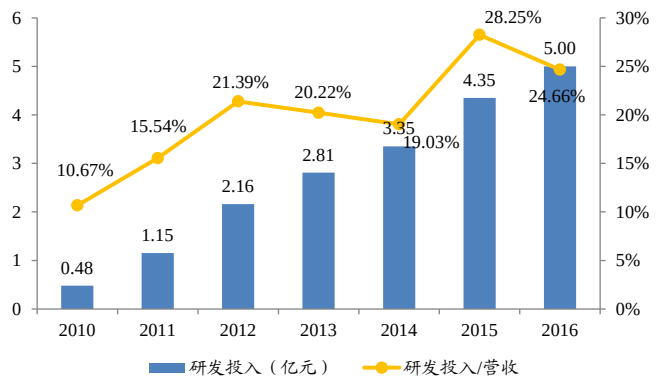


来源：公司公告，国联证券研究所

来源：公司公告，国联证券研究所

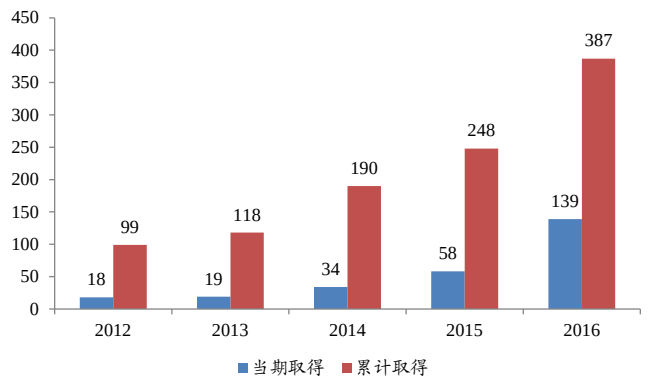
销售费用管控得当，研发投入不断加大，期间费用结构渐趋合理，奠定业务成长基础。近年来，公司对于研发的重视程度越来越高，2016 年技术研发投入高达 5 亿元，占当年总营收的 24.66%，与之相对应的是公司软件著作权和专利数呈现高速增长态势，新产品不断面市驱动双新业务快速成长。

图表 8：研发投入力度加大



来源：公司公告，国联证券研究所

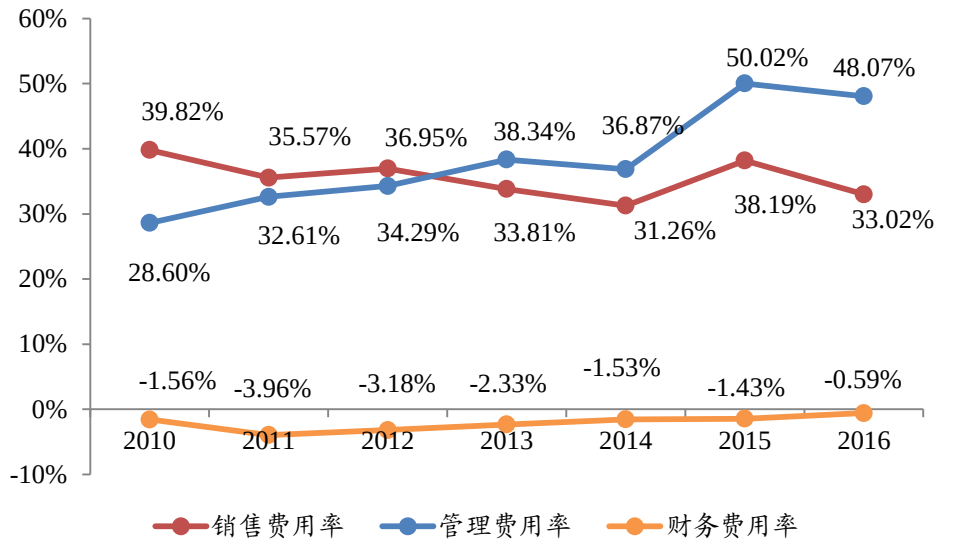
图表 9：软件著作权和专利数快速增长



来源：公司公告，国联证券研究所

从公司期间费用结构来看，管理费用率由于研发投入加大而逐年提升，而销售费用率在公司严格控制下，尤其是 13 年引入阿米巴内部经营体系之后得到明显改善。15 年因为全面转型导致新业务推广成本及人力成本暂时有所提升，而 16 年渡过转型初期后相关投入渐趋平稳，预计销售费用率和管理费用率接下来将重归合理水平，保障公司利润不断提升。

图表 10：期间费用结构渐趋合理



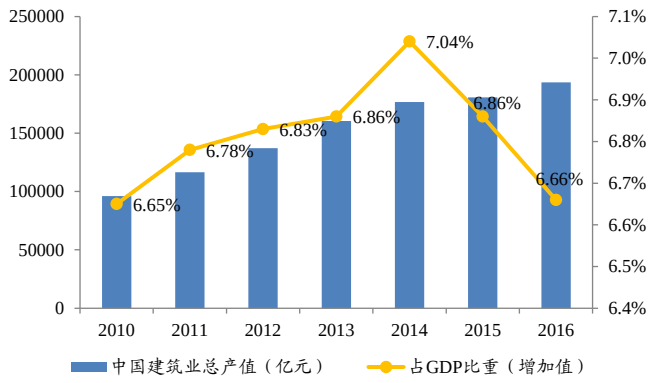
来源：公司公告，国联证券研究所

2. BIM 引领建筑信息化二次革命，施工信息化大有可为

2.1. 我国建筑行业信息化水平提升空间大

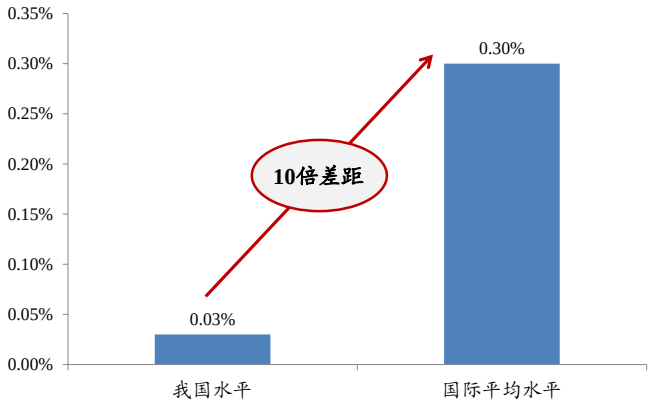
我国建筑业体量大但信息化水平低，存在较大提升空间。建筑业是我国经济支柱型产业，近年来保持着良好的增长态势，在国内 GDP 中的比重一直保持在 6%以上，2016 年我国建筑业总产值达到 19.36 万亿，其中建筑业增加值达到 4.95 万亿，超越美国位居全球第一。但与此相对的是，我国建筑业信息化率仅约为 0.03%，与国际建筑业信息化率 0.3%的平均水平相比差距高达 10 倍左右。基于我国建筑业现有的庞大体量测算，信息化率每提升 0.1%个百分点就将带来近 200 亿的增量市场，未来提升空间巨大。

图表 11：建筑业是我国支柱型产型



来源：国家统计局，国联证券研究所

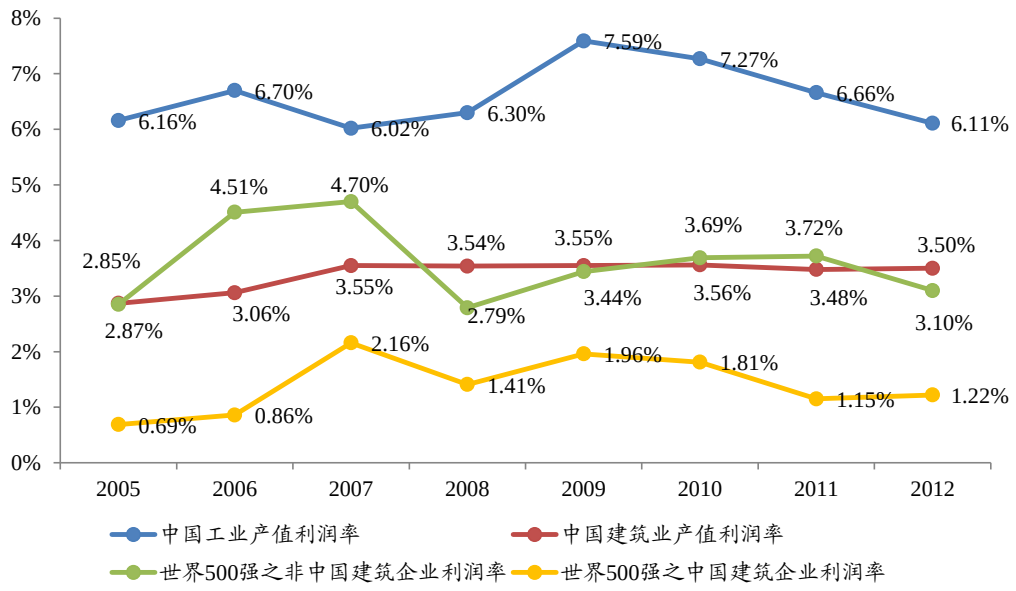
图表 12：我国建筑信息化水平与国外差距大



来源：中国建筑业信息化高峰论坛，国联证券研究所

国内建筑业产值利润率低下，倒逼业主提升信息化水平。我国建筑业产值利润率较低，长期在 3.5%左右，仅相当于工业产值利润率的一半，同时从世界 500 强中的建筑企业利润水平统计来看，国外企业利润率大多在 3%-4%的水平，而国内企业同期仅为 1%-2%，主观上对提升建筑业产值利润率的需求非常迫切。据英国 Latham 报告显示，通过应用各种信息技术可使英国建筑业在 5 年内节省 30%的建设项目成本，同时美国招标网和建造网也都指出通过将建筑市场带入互联网可节约 30%-35%的项目成本，国外企业的成功经验表明信息化手段已成为降低建设项目成本的最佳途径，国内企业面对竞争越来越激烈的建筑市场存在通过信息化技术打造自身核心竞争力的动力。

图表 13：我国建筑业产值利润率较低

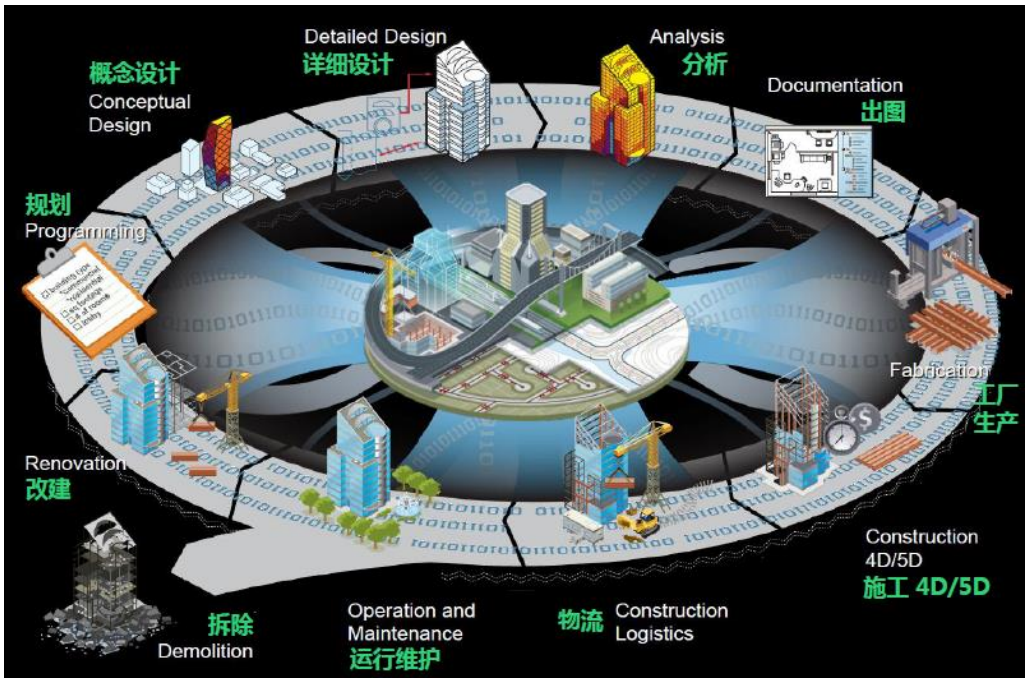


来源：筑龙网，国联证券研究所

2.2.BIM 推动建筑信息化新一轮升级

根据美国国家标准技术研究院对建筑信息模型（BIM）的定义，BIM 是以三维数字技术为基础，集成了建筑工程项目各种相关信息的工程数据模型。模型中不仅有三维几何形状信息，还包括大量的非几何形状信息，如建筑构件的材料、重量、价格和进度等等，并面向建筑全生命周期实现信息共享和传递。

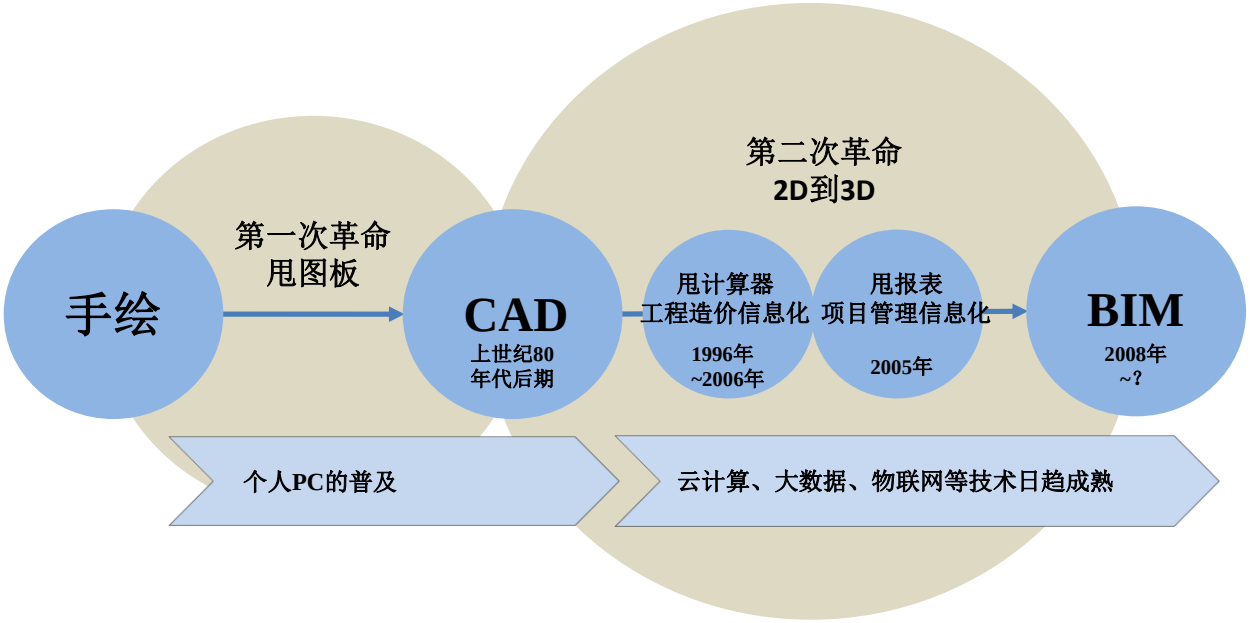
图表 14：BIM 面向建筑全生命周期实现信息共享和传递



来源：公司公告，国联证券研究所

从 CAD 到 BIM，建筑信息化迎来二次革命。纵观建筑信息化的发展历程，首先是 20 多年前的“甩图板”工程，也就是计算机辅助绘图（CAD）技术的普及推广，使广大建筑从业者从手工绘图走向电子绘图，实现生产效率的提升，完成建筑领域的第一次信息革命。随后工程造价软件、项目管理软件陆续推出，信息化程度不断加深，但本质上还是基于 CAD 的功能开发，并没有脱离二维图纸的范畴。从技术驱动角度来看，个人 PC 的普及是 CAD 得以取代手绘的关键因素，而从 BIM 技术特点来看，我们认为云服务将成为其主要的应用模式，当前云计算、大数据以及物联网等底层技术的日趋成熟将加速建筑业从二维图纸到三维设计和建造的二次信息革命。

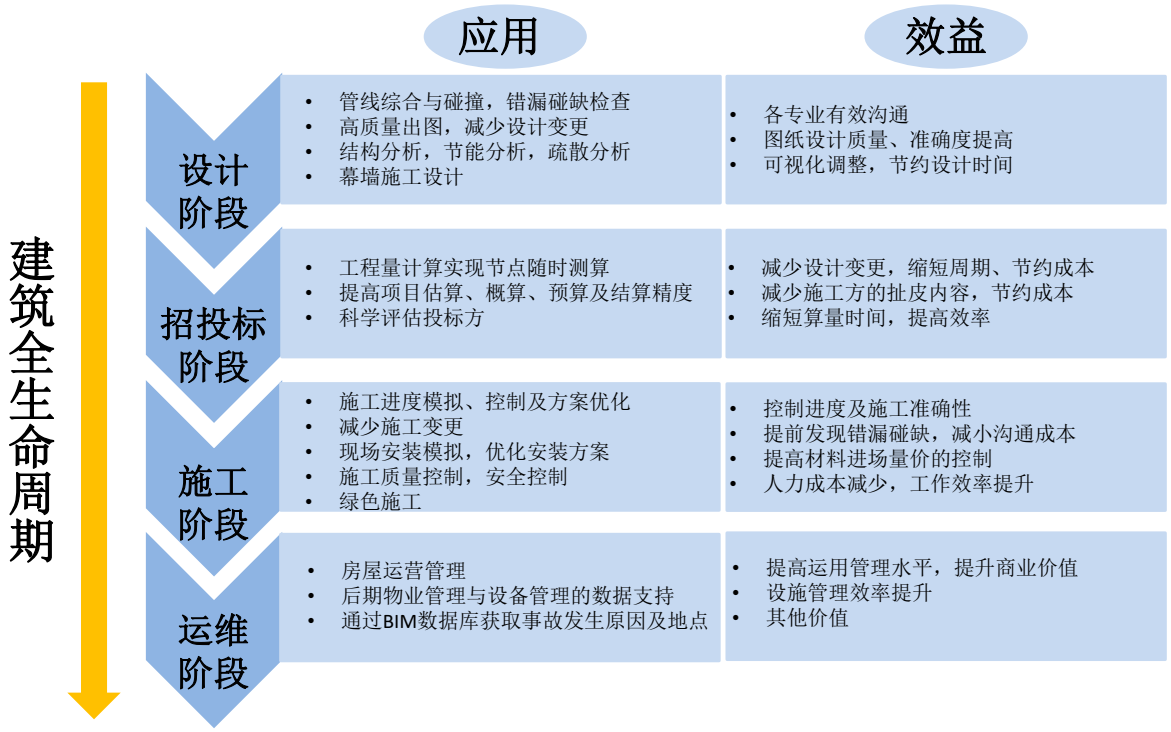
图表 15：BIM 引领建筑信息化二次革命



来源：国联证券研究所

建筑行业将借助 BIM 再次实现数量级的生产效率提升。BIM 技术覆盖建筑全生命周期的特性将彻底改变整个行业固有的信息孤岛问题，用更高程度的数字化及信息整合对包括设计、招投标、施工和运维在内的建筑全产业链进行优化。根据美国斯坦福大学整合设施工程中心对 32 个项目的总结，使用 BIM 技术对项目效益的提升效果极其显著：在项目准备阶段，能够将造价估算控制在 3%精确度范围内，同时估算耗时缩短 80%，并能够通过发现和解决冲突将合同价格降低 10%；在项目实施阶段，能够消除 40%预算外更改，同时项目工期缩短 7%，及早实现投资回报。

图表 16：BIM 应用带来生产效率提升



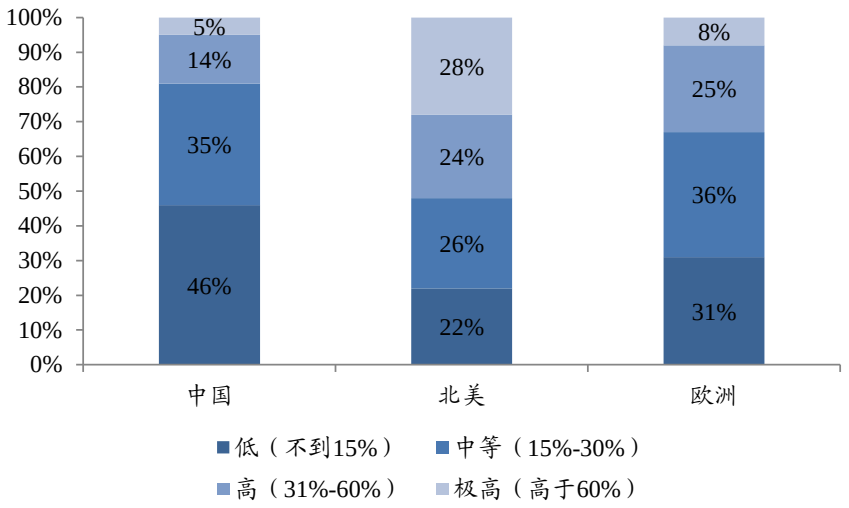
来源：国联证券研究所

政策不断加码，国内 BIM 应用有望提速。从全球范围来看，BIM 应用近年来在欧美等发达国家发展迅速，尤其是美国作为较早启动建筑信息化研究的国家，早在 2012 年工程建设行业采用 BIM 的比例已达到 71%，大多建筑项目都已应用 BIM。相比之下，国内 BIM 应用的普及率现阶段还处于较低水平，与国外存在较为明显的差距，根据 DodgeData&Analytics 2015 年的调研结果，BIM 使用高于 60%的企业只占 5%左右，只有北美地区的 1/5，而很少使用 BIM 的企业占到总数近一半的比例。

图表 17：国外政府大力推进 BIM 应用

来源：国联证券研究所

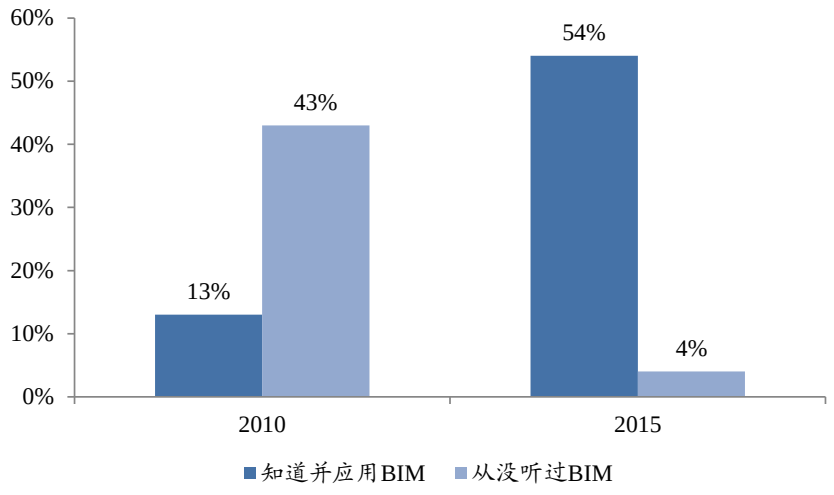
图表 18：国内 BIM 应用普及率较低



来源：DodgeData&Analytics，国联证券研究所

总结国外 BIM 应用的推广经验，不难发现政府在发展初期均从政策层面给予了相当程度的引导，以目前全球 BIM 应用增长最快的英国为例，政府在 2011 年发布推动 BIM 的政策白皮书，并强制要求所有集中采购的公共部门建筑必须使用 BIM,近四年成效显著，BIM 应用率由 10 年的 13%提升到 15 年的 54%。

图表 19：近四年来英国 BIM 应用率显著提升



来源：National BIM Survey，国联证券研究所

同时我们也可以观察到，我国政府自 11 年首次将 BIM 技术纳入“十二五”建筑业重点推广技术，近年来相关政策不断加码、标准有序完善，16 年底住建部出台首个 BIM 应用国标，将于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。我们认为随着政府重视程度的提高以及企业提高自身竞争力的需求，我国 BIM 应用“十三五”期间有望步入加速普及阶段，而 DodgeData&Analytics 也在报告中预测未来 2 年内，国内 BIM 应用率较高（在

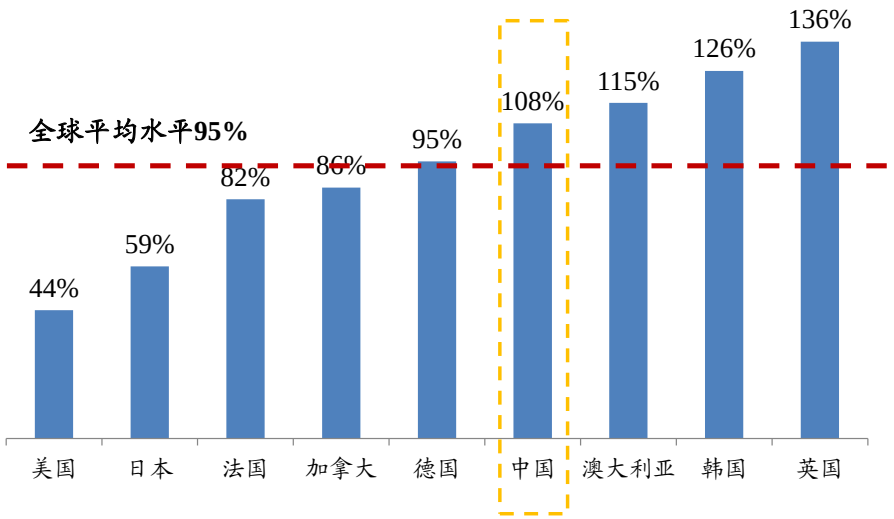
30%以上的项目中应用 BIM）的施工企业数量将会有 108%的增长，并跻身全球前五大 BIM 应用增长最快地区之列。

图表 20：国内 BIM 相关政策不断加码

相关政策	出台时间	主管部门	政策要点
《建筑信息模型应用统一标准》	2016年12月	住建部	出台我国建筑信息模型（BIM）应用国家标准P-BIM，2017年7月1日起实施。
《2016-2020年建筑业信息化发展纲要》	2016年9月	住建部	1、深度融合BIM、大数据、智能化、移动通讯、云计算等信息技术，大力开展施工阶段的BIM基础应用，建立基于BIM的项目管理信息系统； 2、大力推进BIM技术在绿色建筑、综合管廊建设以及装配式建筑中的应用。
《关于推进建筑信息模型应用的指导意见》	2015年6月	住建部	1、到2020年末，建筑行业甲级勘察、设计单位以及特一级房屋建筑工程施工企业应掌握并实现BIM与企业管理系统和其他信息技术的一体化集成应用； 2、到2020年末，以下新立项项目勘察设计、施工、运营维护中，集成应用BIM的项目比率达到90%：以国有资金投资为主的大中型建筑；申报绿色建筑的公共建筑和绿色生态示范小区。
《关于推进建筑业发展和改革的若干意见》	2014年7月	住建部	推进建筑信息模型（BIM）等信息技术在工程设计、施工和运行维护全过程的应用，把BIM和工程造价大数据应用正式纳入重要发展项目。
《关于征求关于推荐BIM技术在建筑领域应用的指导意见（征求意见稿）意见的函》	2013年8月	住建部	1、2016年以前政府投资的2万平方米以上大型公共建筑以及省报绿色建筑项目的设计、施工采用BIM技术； 2、截止2020年，完善BIM技术应用标准、实施指南，形成BIM技术应用标准和政策体系； 3、在有关奖项，如全国优秀工程勘察设计奖、鲁班奖（国际优质工程奖）及各行业、各地区勘察设计奖和工程质量最高的评审中，设计BIM应用的条件。
《2011-2015年建筑业信息化发展纲要》	2011年5月	住建部	“十二五期间，基本实现建筑企业信息系统的普及应用，加快建筑信息模型（BIM）、基于网络的协同工作等新技术在工程中的应用。

来源：国联证券研究所

图表 21：我国跻身 BIM 施工应用增长最快的五个国家



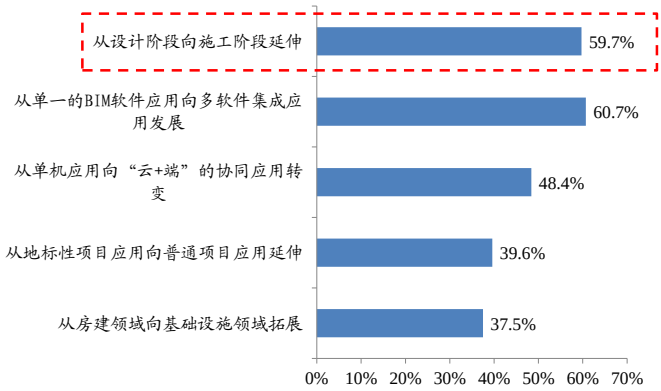
来源：DodgeData&Analytics，国联证券研究所

2.3.施工阶段的 BIM 应用潜力最大，前景看好

BIM 技术逐步由以设计建模为主的 1.0 阶段进入以施工应用为主的 2.0 阶段。目前 BIM 技术在设计建模阶段的应用已经比较成熟，国际上类似于 Revit、ArchiCAD、

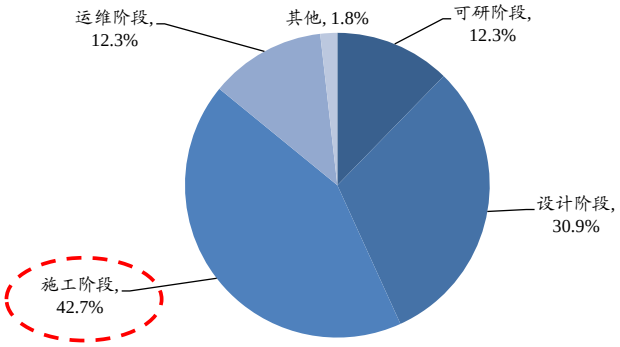
MagiCAD 等 BIM 软件超过百种，企业在经过早期的市场培育并拥有 BIM 模型后，正逐步进入施工、管理等深度系统性应用的拐点：根据《中国建筑施工信息化发展报告 2015》调查显示，有近六成的用户认为从设计阶段向施工阶段延伸是 BIM 发展的特点，并且四成以上的用户认为工程施工是 BIM 应用最具价值的阶段。

图表 22：近六成用户认为 BIM 向施工阶段延伸



来源：中国建筑施工信息化发展报告 2015，国联证券研究所

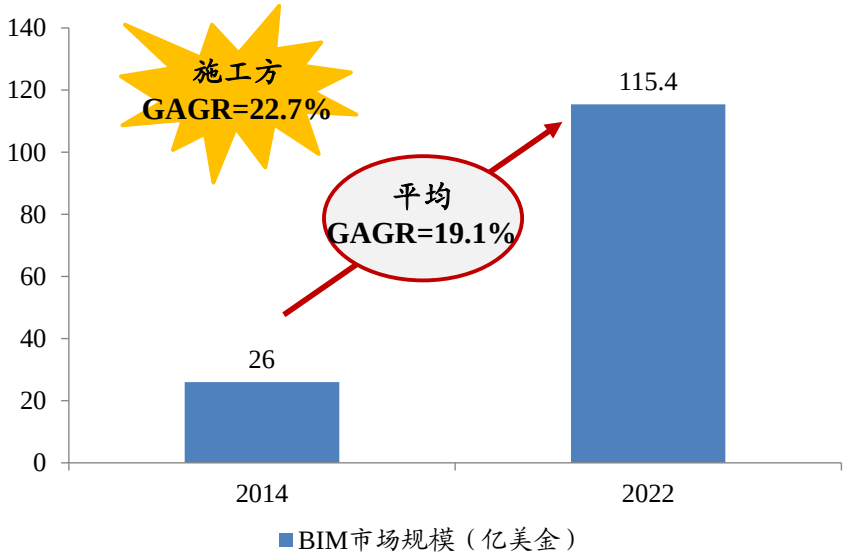
图表 23：四成以上用户认为 BIM 施工最具价值



来源：中国建筑施工信息化发展报告 2015，国联证券研究所

BIM 市场空间广阔，施工阶段的 BIM 应用潜力尤其巨大。据 Transparency Market Research 预测，2014 年到 2022 年，全球 BIM 市场规模将由 26 亿美金增长到 115.4 亿美金，平均复合增长率保持在 19.1%，其中施工方的复合增长率在 22.7%，超出平均水平。工程施工是建筑行业里面周期最长、资金占用最大、效率最低、问题最多的阶段，施工企业由于更加看重节省进度、减少成本所带来的的项目效益提升，将成为最主要的 BIM 客户。

图表 24：全球 BIM 市场快速增长，施工方潜力最大



来源：Transparency Market Research，国联证券研究所

3. 公司传统业务稳健，双新业务打开成长空间

3.1.新老交替，工程造价业务将保持稳健增长

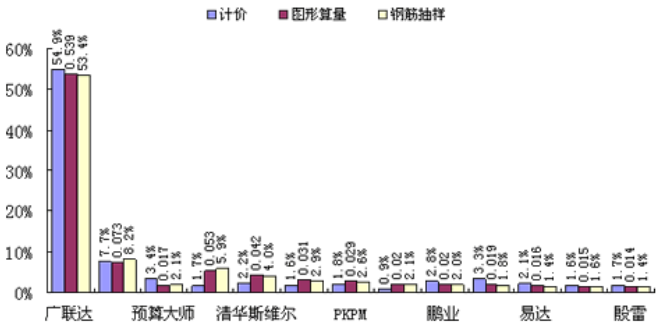
公司工程造价软件市占率稳居行业第一。一直以来，公司在销售渠道和技术平台方面优势明显：服务网络遍布全国，规模远超业内其他公司；同时开发自主平台软件，免去 CAD 授权所产生的高昂费用。基于以上核心优势，公司在工程造价领域一直处于绝对领先地位，据零点咨询 09 年统计，公司工程造价软件市场占有率高达 53%，稳居行业第一。

图表 25：公司在销售渠道和技术平台方面优势明显

主要公司	销售网络	技术平台
鲁班	29个省市，销售与服务网络覆盖250余个城市	CAD
神机妙算	33个省市建立60多个销售服务机构	CAD
清华斯维尔	30个省市，销售人员在200人左右	CAD
广联达	34个省市建立50余家分子公司，销售与服务网络覆盖200余个地市，销售人员超过2000人	自主开发，3D图形算法国际领先

来源：国联证券研究所

图表 26：公司工程造价软件市占率稳居行业第一



来源：零点咨询 2009，国联证券研究所

未来两年钢筋平法 16G、部分省份定额库以及全国清单库等规则规范调整，为公司传统造价业务带来确定性增量。工程造价软件主要包括工程算量软件、工程计价软件以及钢筋算量软件三大类，从当前计价软件 90%以上、算量软件近 50%的普及率来看，整个市场已相当成熟，公司造价业务收入除了来自于当年新项目开工所带来的一部分新增客户外，主要包括存量客户的更新需求，即公司针对一些计价算量规则规范的调整对软件功能进行更新并收取费用。从存量更新方面来看，今明两年钢筋平法 16G、部分省份定额库以及全国清单库等规则规范调整对于公司传统造价业务增长有着确定性的催化作用。

图表 27：传统造价业务未来两年更新需求明确

规范调整	存量更新需求	更新费用
钢筋平法16G	预计17年3月开始对公司营收产生影响，潜在更新用户约40万	约为售价的15%
定额库更新	预计17年有10多个省份更新定额库，潜在更新用户约20万	
清单库更新	预计18年出台全国清单规范，17年底即会产生更新需求，潜在更新用户约60万	

来源：国联证券研究所

陆续推出云计价、行业计价等新产品，为老业务注入持续发展活力。

- **云产品盘活存量市场：**公司 15 年底推出国内首款云计价产品，基于大数据、云计算等信息技术辅助用户完成概算、预算、结算阶段的数据编制、审核、积累、分析和挖掘再利用的工作，同时算量产品的云化也已完成了前期的技术方案设计，有望明年问世并与计价产品一起推进。由于产品形态由套装软件向“云+端”转变，新产品收入模式也由一次性销售向较低的年服务费转变，使得所有预算员都被激活成为潜在续费用户，大大削弱当年新开工项目数对公司造价业务的影响。目前公司云计价产品已在全国 11 个省份推广，用户转化比例平均达到 50%，预计未来三年内将在全国各省份完成模式转化，并借助客户数量的逐年增加抵消转型初期价格下降带来的不利影响，实现收入总量稳定增长。

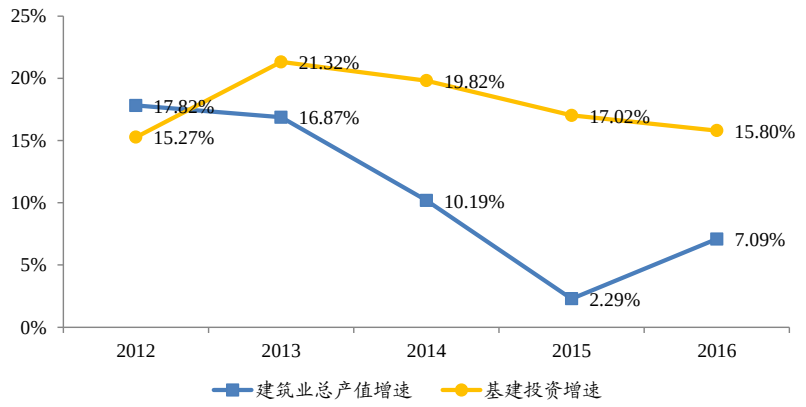
图表 28：“云+端”模式盘活存量用户

分类	从传统方式	转型到新方式
产品形态	单机套装软件	“云+端”
业务定位	产品模式：增量客户	运营商模式：存量客户
收入模式	卖软件License+更新费	年费（销售费用的1/5~1/3）+增值服务费
客户数量（每年）	新开工项目的预算员，约占全国预算员总量的15%左右	所有预算员
收入总量变化	受新开工项目数影响	收入稳定且总量会提升
数据积累	密码锁，数据易流失	数据沉淀在云端，形成资产

来源：公司公告，国联证券研究所

- **面向行业领域应用的专业产品打开增量空间：**随着中国城镇化进程不断推进，对于基础设施的需求越来越大，16 年国内建筑业总产值增速在 7%左右，而基建投资达到 15%以上，PPP 项目、海绵城市、地下管廊等工程建设保持快速增长。公司近几年加大专业领域产品研发，造价业务版图不断完善，目前以电力工程、水利水电、地铁、石油石化等专业为代表的行业计价软件新产品以及以精装修算量、市政算量、钢结构算量为代表的专业计量软件新产品在市场上快速推广，销量显著增长。

图表 29：基建投资保持快速增长

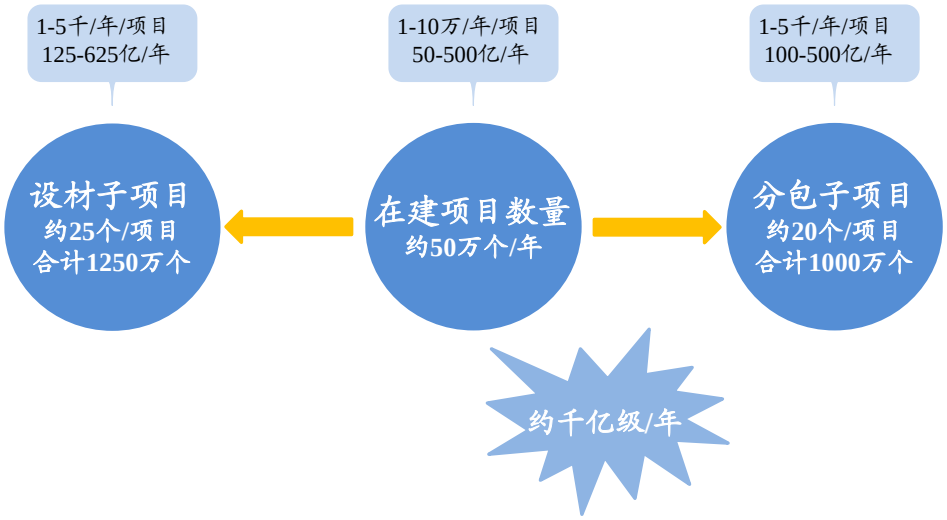


来源：国家统计局，国联证券研究所

3.2.聚焦施工信息化，开拓十倍新蓝海市场

施工信息化是 10 倍于招投标阶段的新蓝海市场。在招投标阶段，公司面对的客户主要是全国 100 多万的预算员，而信息化深入到施工阶段后，以技术员为代表的各种岗位人员有 1000 多万人，都将成为公司的潜在客户，市场空间实现 10 倍增长。

图表 30：施工信息化是千亿级新蓝海市场



来源：公司公告，国联证券研究所

公司面向工程施工信息化布局完善，三大业务主线助力高增长。面对施工现场，公司早在 2011 年便开始进行相关技术、产品储备，2014 年公司正式从招投标阶段信息化进入下游的施工阶段信息化，并逐步形成施工、管理、BIM 三大业务主线，近年来发展迅速。

- **施工业务线：偏岗位级应用。**公司通过深入施工现场研究业务，结合 BIM 和云技术等优势，研发出解决钢筋工程和施工现场模拟等新一代岗位级工具产品，在市场上快速推广，带动营收增长。以公司与清华大学联合研发的模板脚手架产品为例，去年 6 月份上市，截至三季度末已实现近千万收入。
- **管理类业务线：偏管理层应用。**随着施工企业对项目精细化管理要求的不断提高，项目管理信息化解决方案等成熟业务的营收同比增长显著。同时公司积极向物联网、“云+端”、大数据模式转型，劳务实名制管理、物资验收管理等新业务采用软硬一体化方案，有效解决了施工现场的人员管理、物资管理等痛点问题，受到用户广泛好评，应用率接近 100%。
- **BIM 业务线：偏轻量化应用。**公司 BIM 产品已形成覆盖岗位级、项目级以及企业级的完整 BIM 解决方案，能够为项目的进度、成本、物料管控等提供精确模型与准确数据，实现多岗位协同管理。公司自 2015 年起全面推广 BIM 产品，目前已在住宅、商场、综合应用体、厂房、机场等数千个综合 BIM 项目中实现应用，并有上百个项目在龙图杯和中建协 BIM 应用大赛中屡获奖项，市场地位领先，未来将充分受益于国内 BIM 普及率不断提升。

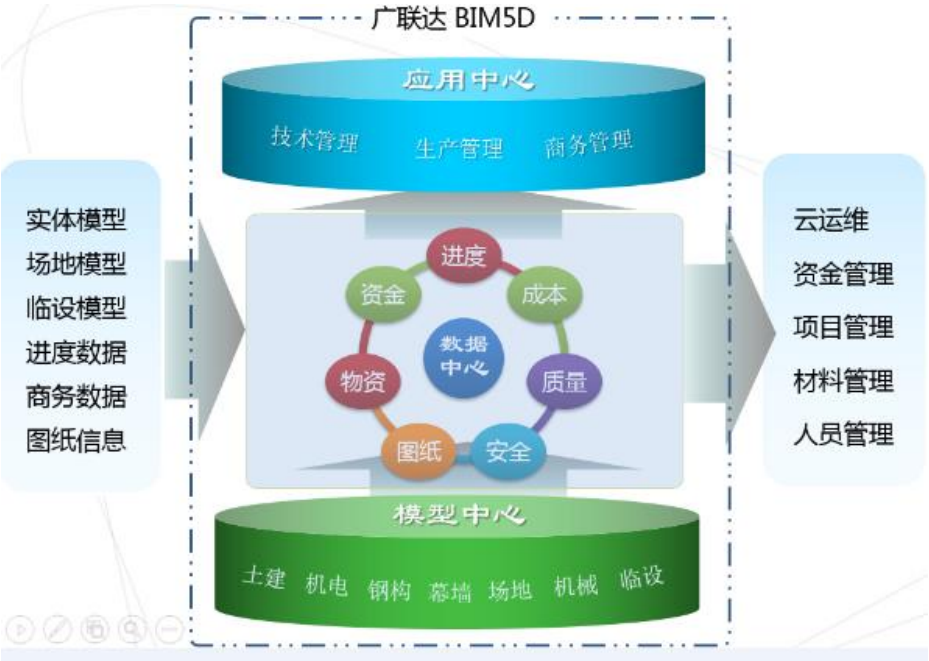
图表 31：施工、管理、BIM 三大业务主线情况

业务分类	公司核心产品	产品定价	预计增速
施工业务线	技术标整体解决方案、进度管理产品、钢筋专项管理产品、模板脚手架产品	·工具类：License+更新费，单价一般在2万以下	30%左右
管理类业务线	劳务实名制产品、物资验收产品、物料跟踪产品、质量巡检和安全巡检产品	·整体解决方案：实施费+年费，单价100-300万 ·管理类工具：平台端免费，项目端售价3-4万	40%左右
BIM业务线	BIM5D	·移动端按节点收费 ·PC端按项目收费 ·单项目投入约10万元	50%左右

来源：公司公告，国联证券研究所

依托 BIM5D，打造施工阶段精细化管理平台。BIM5D 是公司面向施工阶段推出的核心 BIM 产品，以 BIM 云为协同应用中心，以 PC 端为专业应用平台，辅助移动端信息采集，在 WEB 端快速便捷提取项目模型/数据，持续为企业决策层、项目管理层、实操层提供 BIM 岗位应用，从而实现有效决策和精细管理。根据公司在实际项目应用过程中得出的经验数据显示，通过 BIM 技术和过程的精细化管理手段，施工项目利润率能够提升 10%-30%，因而施工企业具有足够的动力去使用 BIM 产品，而以国内每年约 50 万的在建项目、单个项目约 10 万的历史收入粗略估算，公司的 BIM5D 产品潜在市场空间高达 500 亿左右，成长潜力巨大。

图表 32：广联达 BIM5D 软件

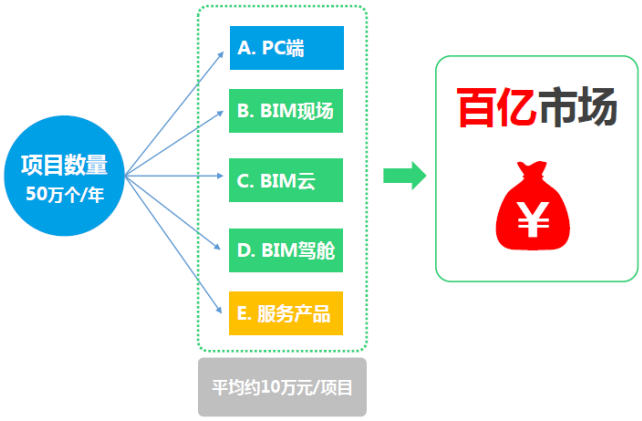


来源：公司官网，国联证券研究所

图表 33：广联达 BIM5D 有效提升项目利润

来源：公司公告，国联证券研究所

图表 34：广联达 BIM5D 潜在市场空间巨大



来源：公司公告，国联证券研究所

2016 年，公司施工业务较去年同期增长 69.85%，高于公司当期 32%左右的整体收入增速，鉴于蓝海市场空间广阔以及公司业务拓展不断深入，预计未来 2 年公司施工信息化业务有望保持 50%左右的增速。

3.3.工程信息业务快速发展，增长势头强劲

工程信息业务为建筑行业参与各方提供基于“互联网+大数据技术+信息服务”的建筑工程信息数据服务整体解决方案。目前，公司基于自身在工程造价领域多年的专业沉淀以及大数据技术积累，以广大造价老客户为对象，成功推出材价信息服务与指标信息服务两大数据应用产品。

- **材价信息服务：**通过广材网、数据包、广材助手、期刊服务、掌中广材以及人工询价六大产品组合为用户提供完整、专业、高效的材料价格解决方案，有效解决广大工程人员面对海量材料价格数据时，询价难、询价效率低、价格水平难以把握等诸多应用问题。
- **指标信息服务：**通过指标查询网站、指标分析工具以及数据加工三大服务为用户提供全面的指标信息，目前已积累 7000 多个工程的指标数据，涵盖 100 多个工程类型，同时数据每天持续更新，保证用户能够得到最新、最全的指标数据。

图表 35：广联达材价信息服务

图表 36：广联达指标信息服务

来源：公司官网，国联证券研究所

来源：公司官网，国联证券研究所

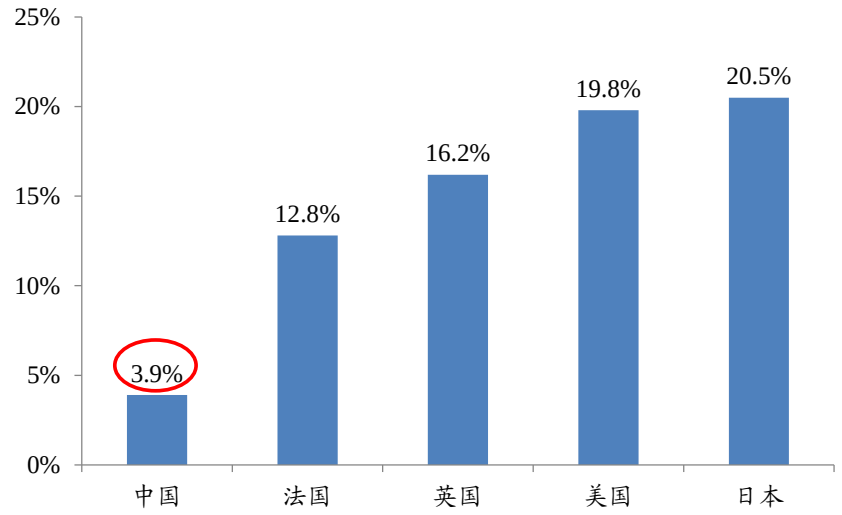
业务推进有广度抓深度，铸就高增长。在业务广度上，公司初步完成前期的数据积累，目前已经能够为除西藏以外的全国 33 个省市提供数据服务；在业务深度上，截至 2016 年上半年，公司材价信息用户高达 150 万，指标信息用户超过 48 万，目前用户使用率仍在不断增长，产品价值广受认可。

2016 年，公司工程信息业务全年实现收入 2.22 亿元，同比增长 57.44%，增长势头强劲。而从市场天花板来看，上行空间依然很大，仅考虑材价信息服务，按照单个用户约 3000-5000 元/年的收费标准、全国 100 多万预算员实现 20%的渗透率估算，后续业务光年费空间就将达到 6-10 亿，再加上广告等延伸业务，发展前景广阔。同时考虑营改增大背景下用户对于材价更加敏感将进一步提升产品使用率，预计该业务未来 2 年有望保持 40%左右的增速。

3.4.布局电商+金融，打造中长期增长极

设立垂直电商平台，顺势切入万亿建筑建材采购市场。据 2015 年中国建材家居产业发展报告显示，目前国内家具建材家居企业有 50 多万家，行业市场规模超过 4 万亿，空间巨大。而从宏观大背景来看，近年来建筑行业尤其是房地产业增速放缓后，采购方对成本、供应方对客户的关注度显著提升，线上平台有望依靠丰富的信息资源整合优势脱颖而出。目前我国家居建材电商渗透率约 4%，对比国外普遍 10%以上的线上交易比例，未来渗透率的提升将带来千亿级别的市场增量。

图表 37：部分发达国家与中国家居网购比例对比图



来源：速途研究院，国联证券研究所

公司于 2014 年底正式推出旺材电商平台，主打面向中小地产商的 B2B 模式，通过互联网聚集房地产行业采购规模形成电商采购优势，并覆盖完整的采购供应链过程，广受客户认可：于地产商而言，电商平台最大的价值在于提升甲方议价能力，为中小地产商降低 10%以上的采购成本；于部品部件商而言，电商平台带来大额订单，

通过优质供应商开展的直营、团购服务大幅度消减营销费用，并保证资金快速回笼。

图表 38：电商平台设材采购的商业模式

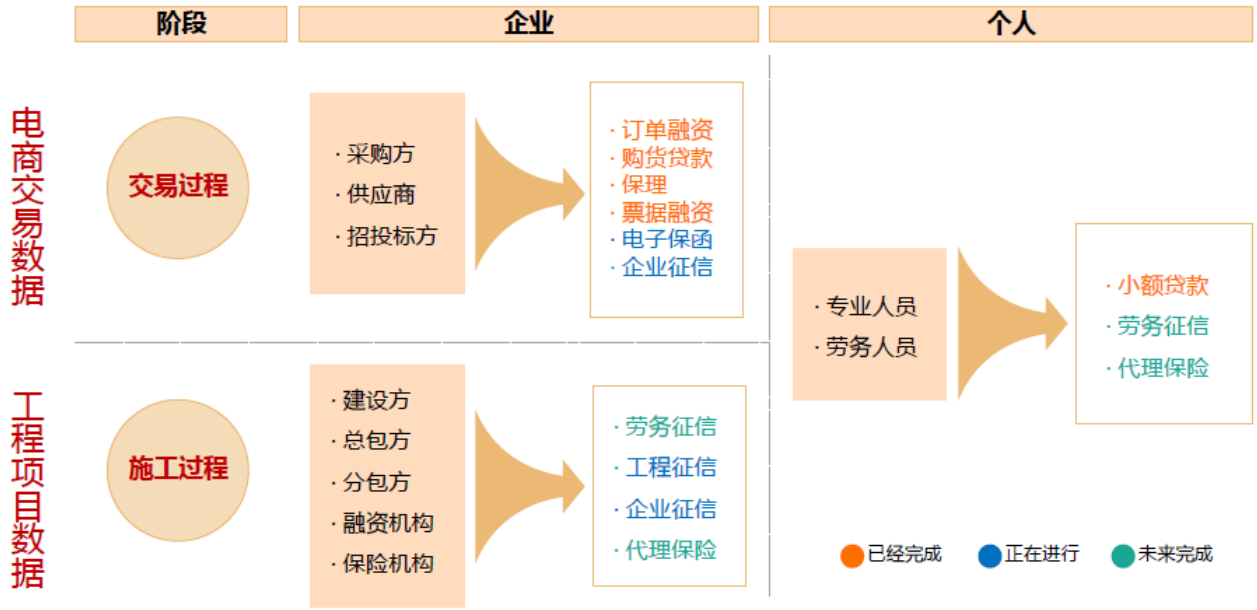
来源：公司公告，国联证券研究所

截至目前，旺材电商平台入驻供应商已近 2000 家，并与 130 余家客户实现三年战略签约及意向签约，可估算战略签约额超过 20 亿元，16 年全年实现交易额 3 个亿左右。今年 4 月份，公司将正式由平台验证的第一阶段进入电商模式全面启动的第二阶段，迎来线上签约和流量的大幅增加，预计一年内交易额将突破 50 亿。

产业金融业务初具规模，盈利能力逐步体现。建筑产业上下游企业在业务往来与结算方面一直存在庞大的供应链融资需求，据央行统计，一年的房产开发贷款+施工过程贷款高达 6 万多亿。瞄准这一需求，公司先后取得小额贷款以及商业保理牌照，并于 2015 年正式展开产业金融业务，配合公司电商及其它平台化商业模式为建筑产业链提供完善的供应链融资服务。

- **从业务优势来看：**公司深耕建筑信息化领域多年，客户资源丰富，能够借助造价软件、工程施工软件、工程信息等专业应用以及电商平台交易积累大数据资产，准确把握工程项目进度信息、企业真实运营情况以及客户诚信状况，从而形成行业独有的征信优势，吸引银行、保险等金融机构合作。
- **从业务规模来看：**15 年公司放贷金额已超过 1 个亿，达到盈亏平衡，16 年全年放贷金额突破 2 个亿，实现翻番增长。预计未来业务量将保持快速增长态势，并逐步贡献利润。

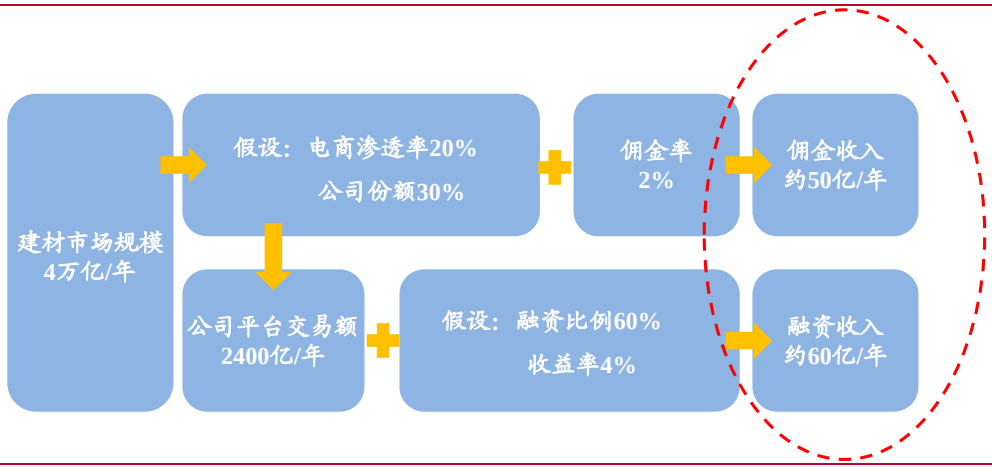
图表 39：产业金融业务模式



来源：公司公告，国联证券研究所

电商+金融创收潜力巨大，有望支撑中长期业绩高弹性。从公司电商平台目前的盈利模式来看，以交易佣金和配套的供应链金融服务为主，我们预计未来在电商渗透率不断提升以及公司平台交易额快速攀升的共振作用下，仅此二项就有望带来百亿级别的营收规模，再加上会员费、广告、征信服务等更多盈利模式的推广，电商+金融将成为公司中长期重要的利润增长点。

图表 40：电商+金融创收潜力巨大



来源：中国建材家居产业发展报告 2015，国联证券研究所

4. 盈利预测与估值

➢ **预测假设**

（1）传统造价业务今明 2 年受益钢筋平法 16G、部分省份定额库以及全国清单库等规则规范调整，更新需求明确，预计保持 15%左右稳健增速。

（2）施工信息化、工程信息等新业务拓展顺利，渗透率快速提升，保持 40%~50%左右增速。

（3）渡过转型阵痛期后，销售、研发投入渐趋平稳，销售费用率、管理费用率有所下降。

➢ **分业务盈利预测**

根据上述假设，我们测算出公司各块业务盈利情况如下表。公司 2017-2019 年净利润分别为 5.63 亿、7.29 亿、9.26 亿，分别同比增长 33.1%、29.6%、26.9%。

图表 41：公司各项业务盈利预测

单位（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2029.55	2637.30	3370.36	4253.74
工程造价业务	1326.68	1581.40	1847.08	2113.06
工程施工业务	346.38	543.47	811.94	1179.76
工程信息业务	222.50	330.86	471.80	655.33
海外业务	120.20	162.87	213.04	267.36
其他业务	13.79	18.70	26.50	38.23
收入增长率	32.1%	29.9%	27.8%	26.2%
工程造价业务	21.4%	19.2%	16.8%	14.4%
工程施工业务	69.8%	56.9%	49.4%	45.3%
工程信息业务	57.4%	48.7%	42.6%	38.9%
海外业务	38.9%	35.5%	30.8%	25.5%
其他业务	24.3%	35.6%	41.7%	44.3%
毛利率	93.33%	92.25%	91.52%	90.87%
工程造价业务	96.5%	96.3%	96.1%	96.0%
工程施工业务	83.6%	82.7%	82.3%	82.0%
工程信息业务	95.7%	94.8%	94.8%	94.8%
海外业务	81.2%	78.9%	78.7%	78.7%
其他业务	99.3%	99.1%	98.9%	98.8%
净利润	423.10	562.93	729.40	925.73
净利润增长率	74.9%	33.1%	29.6%	26.9 %

来源：Wind，国联证券研究所

➢ **估值及投资建议**

预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.50 元、0.65 元、0.83 元，对应当前股价 PE 分别为 31、24、19 倍。我们看好公司在建筑信息化领域的龙头地位，后续有望以施工信息化、工程信息等新业务为支撑加速发展，并协同电商及产业金融业务打开

更为广阔的成长空间，参考可比公司估值，我们给予公司 2017 年 40 倍 PE，六个月目标价 20 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 42：可比公司估值情况（4.6 日收盘价）

证券简称	市值	EPS（一致预期）			PE		
	（亿元）	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
用友网络	264.29	0.14	0.3	0.42	128.93	60.17	42.98
石基信息	235.01	0.42	0.52	0.67	52.45	42.37	32.88
久其软件	103.05	0.40	0.57	0.76	47.58	33.39	25.04
远光软件	74.38	0.22	0.29	0.4	56.23	42.66	30.93
鼎捷软件	53.77	0.16	0.27	0.39	127.56	75.59	52.33
平均					82.55	50.83	36.83
广联达	176.75	0.38	0.5	0.65	41.77	31.40	24.23

来源：Wind，国联证券研究所

5. 风险提示

传统业务发展不及预期；新产品新业务拓展缓慢。

图表 43：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,482.4	1,863.4	1,625.7	1,472.5	1,449.2
应收账款+票据	74.93	108.36	136.32	156.34	181.90
预付账款	17.57	16.21	18.78	20.54	22.08
存货	9.37	6.30	7.82	7.35	6.75
其他	1.23	3.58	3.58	3.58	3.58
流动资产合计	1,585.5	1,997.9	1,792.2	1,660.4	1,663.5
长期股权投资	23.49	165.40	165.40	165.40	165.40
固定资产	384.81	351.38	310.00	625.39	914.14
在建工程	0.00	0.00	385.69	388.45	387.21
无形资产	124.37	123.07	179.55	265.76	379.60
其他非流动资产	738.62	1,433.8	1,637.8	1,847.1	2,065.9
非流动资产合计	1,271.2	2,073.6	2,678.4	3,292.1	3,912.2
资产总计	2,856.8	4,071.5	4,470.7	4,952.5	5,575.8
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款+票据	22.08	26.34	33.67	49.33	60.83
其他	73.40	36.68	60.80	58.12	86.64
流动负债合计	95.47	63.02	94.47	107.45	147.47
长期带息负债	1.77	987.04	987.04	987.04	987.04
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	1.77	987.04	987.04	987.04	987.04
负债合计	97.24	1,050.0	1,081.5	1,094.4	1,134.5
少数股东权益	20.53	61.52	82.19	108.07	141.10
股本	1,128.3	1,119.3	1,119.3	1,119.3	1,119.3
资本公积	433.80	444.23	444.23	444.23	444.23
留存收益	1,176.8	1,396.4	1,743.4	2,186.3	2,736.6
股东权益合计	2,759.5	3,021.5	3,389.2	3,858.0	4,441.3
负债和股东权益总	2,856.8	4,071.5	4,470.7	4,952.5	5,575.8

现金流量表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	246.17	370.30	403.67	569.81	770.97
折旧摊销	45.73	49.80	52.75	90.19	121.53
财务费用	0.04	4.56	21.74	23.69	24.58
存货减少	-3.42	3.07	-1.52	0.47	0.60
营运资金变动	-98.64	86.92	0.93	-8.80	12.92
其它	-4.03	4.74	4.87	4.13	3.65
经营活动现金流	185.84	519.38	482.44	679.50	934.25
资本支出	88.56	497.00	483.92	518.97	547.55
长期投资	1,051.6	269.96	178.54	188.98	197.77
其他	969.75	38.91	179.93	185.47	187.79
投资活动现金流	-170.46	-728.05	-482.53	-522.48	-557.53
债权融资	-1.06	984.17	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.70	46.32	0.00	0.00	0.00
其他	-316.49	-270.27	-237.62	-310.20	-400.05
筹资活动现金流	-316.86	760.22	-237.62	-310.20	-400.05
现金净增加额	-299.89	569.20	-237.71	-153.19	-23.33

利润表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,535.8	2,029.5	2,637.3	3,370.3	4,253.7
营业成本	61.83	135.42	204.27	285.95	388.36
营业税金及附加	27.00	36.53	47.47	60.67	76.57
营业费用	588.05	669.99	822.05	1,011.7	1,244.2
管理费用	770.33	975.44	1,095.8	1,357.5	1,665.3
财务费用	-22.09	-11.93	22.66	24.44	25.12
资产减值损失	9.83	5.19	4.87	4.13	3.65
公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-3.40	-1.95	0.00	0.00	0.00
其他	3.60	9.81	8.34	7.32	6.15
营业利润	101.09	226.78	448.52	633.12	856.64
营业外净收益	185.82	253.04	199.92	206.07	208.65
利润总额	286.91	479.81	648.45	839.20	1,065.2
所得税	30.39	42.28	64.84	83.92	106.53
净利润	256.52	437.54	583.60	755.28	958.76
少数股东损益	14.55	14.44	20.67	25.88	33.03
归属于母公司净	241.97	423.10	562.93	729.40	925.73

主要财务比率

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-12.73%	32.15%	29.95%	27.80%	26.21%
EBIT	-58.26%	76.94%	43.59%	28.75%	26.30%
EBITDA	-53.77%	66.88%	39.96%	31.84%	27.10%
归属于母公司净	22.06%	74.85%	33.05%	29.57%	26.92%
获利能力					
毛利率	95.97%	93.33%	92.25%	91.52%	90.87%
净利率	16.70%	21.56%	22.13%	22.41%	22.54%
ROE	8.83%	14.29%	17.02%	19.45%	21.53%
ROIC	6.61%	16.50%	21.15%	22.16%	23.58%
偿债能力					
资产负债率	3.40%	25.79%	24.19%	22.10%	20.35%
流动比率	16.61	31.70	18.97	15.45	11.28
速动比率	16.50	31.55	18.85	15.35	11.21
营运能力					
应收账款周转率	23.84	30.88	27.57	30.60	31.41
存货周转率	6.60	21.50	26.12	38.91	57.54
总资产周转率	0.54	0.50	0.59	0.68	0.76
每股指标（元）					
每股收益	0.22	0.38	0.50	0.65	0.83
每股经营现金流	0.17	0.46	0.43	0.61	0.83
每股净资产	2.45	2.64	2.95	3.35	3.84
估值比率					
市盈率	73.04	41.77	31.40	24.23	19.09
市净率	6.45	5.97	5.34	4.71	4.11
EV/EBITDA	52.89	32.36	23.56	18.14	14.39
EV/EBIT	62.06	35.82	25.42	20.03	15.99

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为－10%～10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064