CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

目标估值：20.80 元
当前股价：17.8 元
2017 年 05 月 30 日

广联达002410.SZ

核心问题几问几答

我们希望通过本篇报告，针对投资者主要质疑的两方面问题：1、周期性；2、业绩持续性。有针对性地再次向市场强调我们所认为的广联达的核心成长逻辑和积极变化，继续维持“强烈推荐-A”评级。

- **新变化需要新视角。**市场对公司的顾虑主要有两方面，1）公司的周期属性很强，而地产新开工等下半年不乐观；2）公司 2015 年低于预期，很难短时间再次迎来高增长。而我们认为：一方面，公司重新聚焦主业，施工信息化等新业务成长的逻辑是高端项目渗透率和市占率的提升，并非简单地由地产新开工等指标决定，我们认为新业务一定程度上已摆脱地产周期进入加速成长周期。传统的造价业务也由于 SaaS 模式的快速推进而进入平稳增长期。另一方面，新的施工信息化业务由于市场需求爆发，以及占公司收入比重快速提升，有望成为拉动公司业绩增长的主要动力。面对已经发生和正在发生的积极变化，我们有必要再次强调公司的核心成长逻辑，重申公司的投资价值。
- **施工信息化千亿蓝海，唯我独尊！**我们认为施工信息化的客户主要是中高端工程项目方和大型建筑厂商，主要分布在一二线城市，且项目数量近几年稳步提升。随着中高端项目的管控越来越严格，公司施工信息化的成长逻辑主要在于**渗透率的提升**。从市场空间和竞争格局来讲，施工信息化目前是蓝海市场，千亿空间，且还未出现很强有力的竞争者。从专业壁垒来讲，施工信息化涉及工程工地内的很多细节问题，需要较多的实际服务经验积累，存在较高的进入壁垒。广联达专注投入该领域，厚积薄发，2016 年收获 1000+个工程项目，面对每年 55 万+的项目工程，渗透率空间巨大。
- **SaaS 模式平滑周期，传统造价业务将稳步增长。**公司造价产品云化（SaaS 化）比例快速提升，年费模式抹平周期性，收入将稳步增长。从均价 6000+的套装软件到 2000+的年费模式，虽然单价下降，但综合考虑原单产品 2-3 年的使用周期，整体市场规模并未变小。另一方面，云化产品有助于抵制盗版，原来被盗版侵蚀的市场也将自然而然成为公司新的增量。
- **“强烈推荐-A”评级：**考虑到公司转型推进顺利，有望再造自我，维持盈利预测 17~19 年 EPS 为 0.54、0.73、0.89 元。17 年是公司最好的投资时期，新的成长期已经到来，市场分歧和预期差依旧很大。我们坚定看好公司业绩有望超市场预期，维持“强烈推荐-A”评级，维持目标价 20.80 元。
- **风险提示：转型进度低于预期；增量市场拓展进度低于预期。**

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1539	2039	2669	3564	4540
同比增长	-13%	32%	31%	34%	27%
营业利润(百万元)	114	243	443	675	851
同比增长	-78%	113%	83%	52%	26%
净利润(百万元)	241	422	599	821	992
同比增长	-60%	75%	42%	37%	21%
每股收益(元)	0.21	0.38	0.54	0.73	0.89
PE	83.3	47.2	33.3	24.3	20.1
PB	7.3	6.7	6.2	5.4	4.8

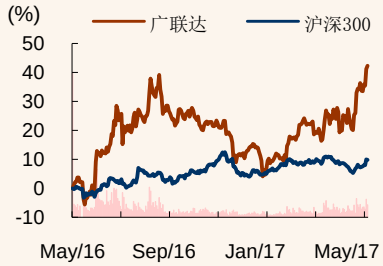
资料来源：公司数据、招商证券

基础数据

上证综指	3110
总股本（万股）	111936
已上市流通股（万股）	86696
总市值（亿元）	199
流通市值（亿元）	154
每股净资产（MRQ）	2.7
ROE（TTM）	14.4
资产负债率	30.7%
主要股东	刁志中
主要股东持股比例	19.21%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	18	18	48
相对表现	17	19	35



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《广联达（002410）—白马跃龙门，谱写新篇章》2017-05-02
2、《广联达（002410）—喜迎开门红，两新业务有望再造广联达》2017-04-26
3、《广联达（002410）—打造全球第一的数字建筑产业平台》2017-03-30

刘泽晶
010-57601795
liuzejing@cmschina.com.cn
S1090516040001

徐文杰
010-57601853
xuwenjie@cmschina.com.cn
S1090516090005

研究助理
刘玉萍
liuyuping@cmschina.com.cn

正文目录

1. 聚焦施工信息化，打开千亿成长空间 3
2. 泛基建龙头，第一个实现 SaaS 模式 5
投资建议 6

图表目录

图 1: 公司产品线从百亿级迈向超千亿级市场 3
图 2: 工程施工业务收入快速增长（含项目管理） 4
图 3: 施工信息化市场新变化: 工地管控日趋严格 5
图 4: 盗版广联达产品 6
图 5: 正版广联达套装软件 6
图 6: 广联达历史 PE Band 7
图 7: 广联达历史 PB Band 7

附：财务预测表 8

计算机板块低迷已久，而广联达股价不断创新高，引领计算机行业反弹，撑起行业半边天！我们在此再对广联达的核心推荐逻辑做一个细致针对性的梳理。

今年 2 月份我们向市场推荐广联达的时候，受到的质疑主要有以下两点：

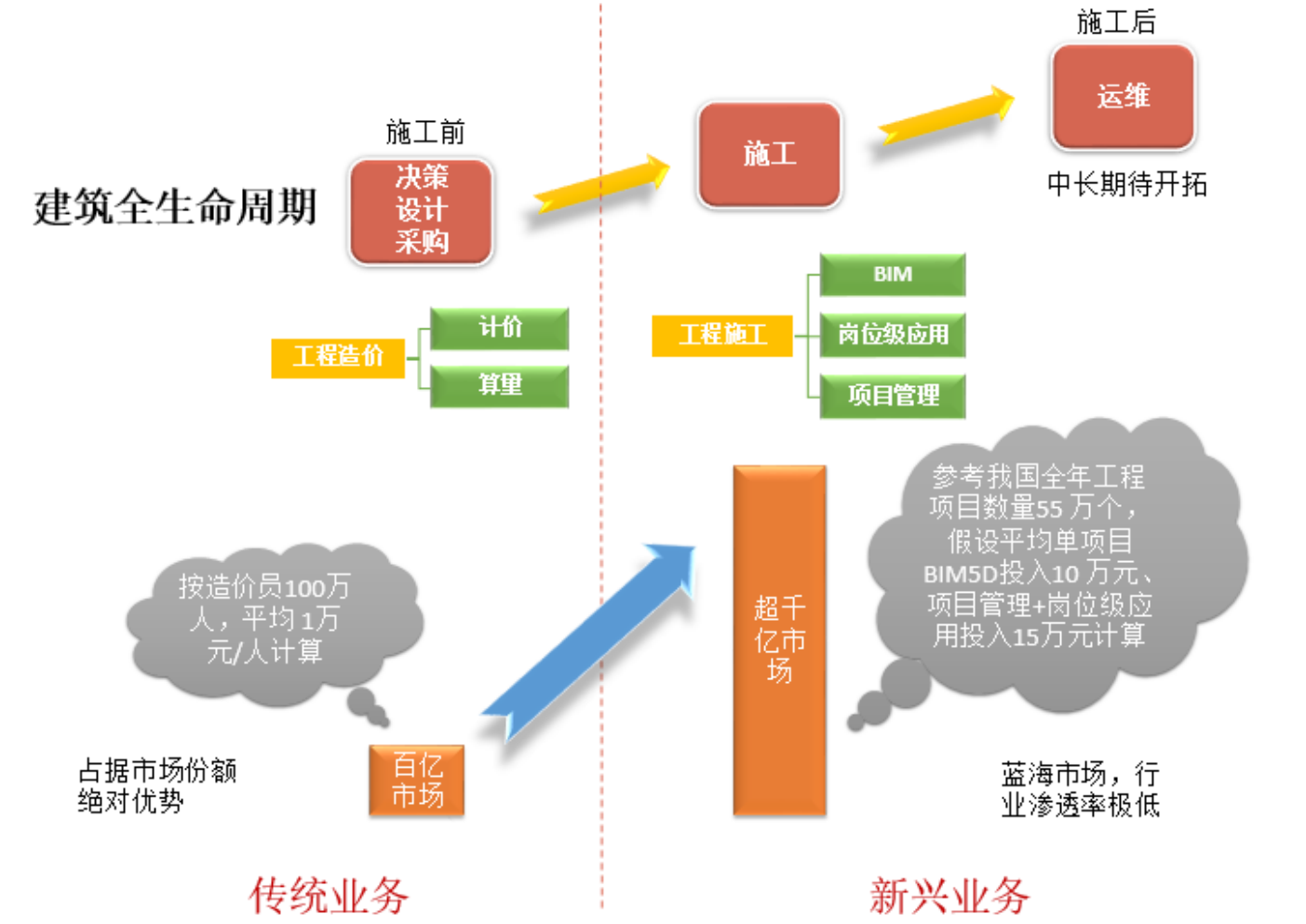
- 地产新开工等下半年不乐观，公司的周期属性很强，业绩估计不会太好；
- 公司 2015 年就曾低于预期，很难这么短时间再次迎来高增长。

我们认为，公司的成长逻辑已经不能再用老的眼光去理解，2016 年以来公司已经开始有了很多新的变化：

1. 聚焦施工信息化，打开千亿成长空间

公司重新确立了新的业绩增长点，即施工业务信息化。并且我们认为施工信息化是脱离地产新开工周期的，目前主要在于**渗透率的提升**。

图 1：公司产品线从百亿级迈向超千亿级市场



资料来源：招商证券整理

如何理解施工信息化脱离地产新开工？我们认为，施工信息化软件目前的采购方主要是中高端工程项目和大型建筑厂商，这些项目主要分布在一二线城市，而非三四线城市的中小型项目。每年大型建筑商都有一些中高端项目开工，而且中高端项目的管控越来越

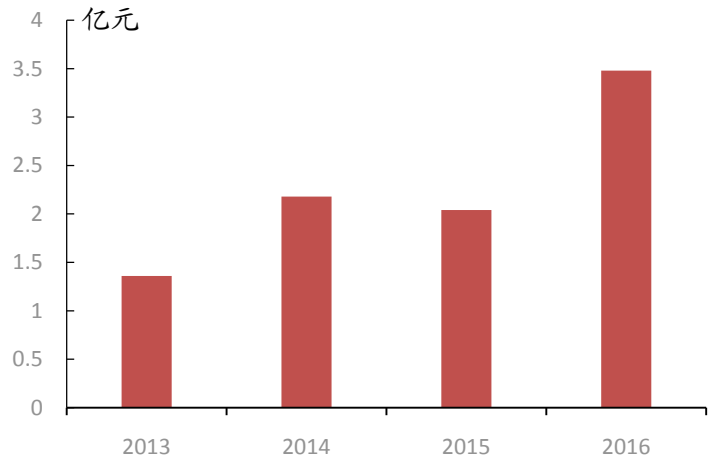
严格。不论全国的地产新开工增速如何，中高端项目量都比较稳定，且施工方对信息化需求都越来越强烈。

从市场空间和竞争格局来讲，施工信息化目前是蓝海市场，千亿空间，且还未出现很强有力的竞争者。

从专业壁垒来讲，施工信息化是一个专业性很强的领域，涉及到工程工地内的很多的细节问题（包括人、财、物等管理），需要较多的实际服务经验积累，所以存在较高的进入壁垒。广联达专注投入该领域超过 5 年，厚积薄发，方在 2016 年收获 1000+个工程项目。

为什么公司 2016 年施工信息化业务才爆发，是否能持续？从增速上讲，公司的施工信息化业务确实是在 2016 年爆发的，同比增长 70%，收入接近 3.5 亿元。但事实上，回顾前 4 年，公司该项业务一直在稳步增长。2015 年下降是因为公司当时做了很多与互联网+相关的创新业务，主业资源投入不足，而 2016 年公司果断重新归回主业。

图 2：工程施工业务收入快速增长（含项目管理）



资料来源：Wind、招商证券

同时，我们观察到施工信息化市场也发生了一些新的积极的变化。最明显的变化就是施工方近两年对工地的管控越来越严格，信息化的渗透率在快速提升。如下图所示，工地门禁系统和车辆自动抬杆系统，在两年前是不容易见到的，但近两年越来越普遍，尤其在大城市。所以，我们认为施工信息化市场已经进入到了高速增长的时期，行业在持续渗透。

图 3：施工信息化市场新变化：工地管控日趋严格

资料来源：互联网招商证券

2. 泛基建龙头，第一个实现 SaaS 模式

公司传统与地产周期相关的工程造价业务，云化（SaaS 化）比例快速提升，周期性将会被逐渐抹平，而且收入将稳步增长，不会降低。其逻辑主要在于：

- **工程造价业务的周期性传导逻辑链条是**：公司的造价类软件客户主要是全国范围内的造价员，造价员分布在全国的各个工程项目，当国内地产等建筑工程新开工增速上升时，造价员对应的项目工程量就增加，所对应的软件需求相应提升，反之亦然。所以公司传统的造价业务市占率达到一定水平后，是有周期性的。
- 年费模式抹平周期性：实现 SaaS 模式后，公司的盈利模式就从卖套装软件变成了按年收费，这样一来无论一个造价员当年是否有新开工项目，都需要缴纳年费，周期性大大降低。

市场的另一个担心是，变成年费模式后，单价大幅下降，市场规模是否变小？

我们认为：

- 首先，单价的确是大幅下降了，比如单价从 6000+很快下降到 2000+，但平均下来公司从一个造价员获得的收入并没有显著下降。原来卖套装软件的时候，一个项目周期大概在 2-3 年，所以对一个造价员来说 6000 元对应的是 2-3 年的费用，变成 SaaS 模式后，3 年的费用也在 6000-7000 元。
- 其次，套装软件在网络上有很多盗版，这在很大程度上侵蚀了公司的市场空间。但大部分造价员用云化的 SaaS 软件后，盗版就会越来越少，公司的市场份额也就提

高了，原来被盗版侵蚀的市场也就自然而然成为公司新的增量。

图 4：盗版广联达产品

资料来源：淘宝网、招商证券

图 5：正版广联达套装软件

资料来源：淘宝网、招商证券

近期，随着公司股价的持续上涨，市场上开始关注广联达的投资者越来越多，我们的核心推荐逻辑也不断得到事实上的验证，我们强调：2017 年是公司最好的投资时期，新的成长期已经到来，但市场对公司的理解还停留在过去，市场分歧和预期差依旧很大。我们看好公司业绩在 2017 年进入新成长期。

投资建议

我们对公司的盈利预测基于以下假设：

1）工程施工信息化等两新业务继续保持高速增长的态势；

2）造价产品云化推进顺利；

3）基建+工业工程领域继续斩获标杆性大单

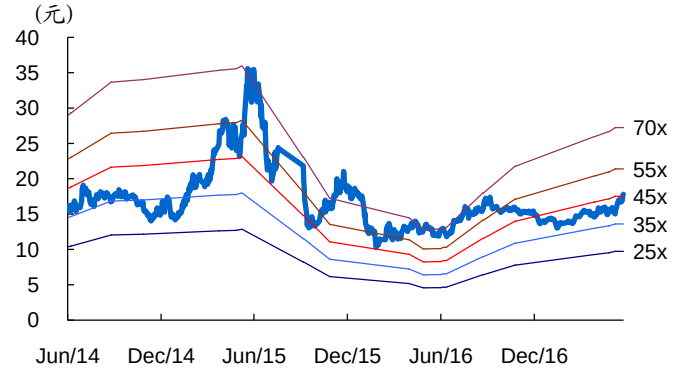
“强烈推荐-A”评级：考虑到公司转型推进顺利，有望再造自我，维持盈利预测。预计 2017~2019 年 EPS 分别为 0.54、0.73、0.89 元，现价对应 33/24/20 倍 PE。维持“强烈推荐-A”评级，目标价 20.80 元。

风险提示：

1）转型进度低于预期；

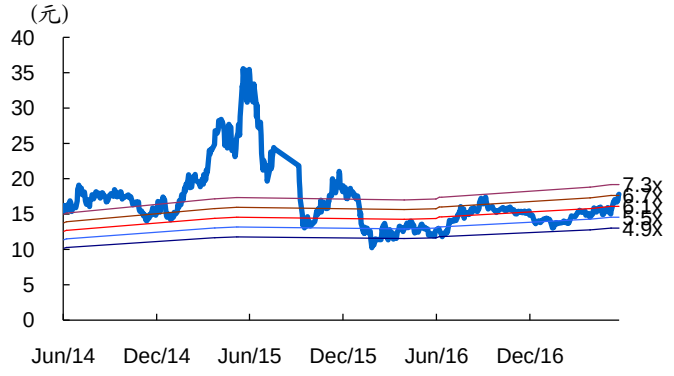
2）增量市场拓展进度低于预期

图 6：广联达历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 7：广联达历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告:

1、《广联达(002410)—电商平台落地与智慧工爆发对价值构成重估》2014/11/30
2、《广联达（002410）—互联网转型加速推进，员工持股计划首枪打响》2015/3/26
3、《广联达（002410）—下游新开工增速下滑拖累业绩，新业务不乏亮点》2015/08/27
4、《广联达（002410）—三季度业绩降幅收窄，互联网金融业务增速较快》2015/10/29
5、《广联达（002410）—业绩反转趋势明显，商业模式转型多点开花》2016/03/31
6、《广联达（002410）—中报大幅预增，业绩反转趋势进一步强化》2016/04/29
7、《广联达（002410）—核心高管巨额增持，彰显坚定信心》2016/07/19
8、《广联达（002410）—中报业绩强劲反转，转型效果显现》2016/07/28
9、《广联达（002410）—收入结构调整成效显著，转型发展步入快车道》2016/08/24
10、《广联达（002410）—收入结构调整推动转型发展》2016/10/26
11、《广联达（002410）—拥抱基建+工业工程增量市场》2017/02/21
12、《广联达（002410）—打造全球第一的数字建筑产业平台》2017/03/30
13、《广联达（002410）—喜迎开门红，两新业务有望再造广联达》2017/04/26
14、《广联达（002410）—白马跃龙门，谱写新篇章》2017/05/02

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1816	2416	2720	3149	3638
现金	1713	2281	2521	2877	3281
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	64	66	82	110	140
其它应收款	11	43	53	71	91
存货	9	6	10	14	20
其他	19	20	54	77	107
非流动资产	1272	2075	2132	2272	2413
长期股权投资	23	165	170	190	210
固定资产	385	351	349	348	346
无形资产	124	123	124	124	125
其他	739	1436	1489	1610	1732
资产总计	**3088**	**4491**	**4852**	**5421**	**6050**
流动负债	325	482	559	640	735
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	22	26	49	70	98
预收账款	33	27	58	84	117
其他	270	429	452	486	520
长期负债	3	988	988	987	987
长期借款	2	1	1	1	1
其他	1	987	987	986	986
负债合计	**328**	**1470**	**1547**	**1627**	**1722**
股本	1128	1119	1119	1119	1119
资本公积金	464	444	444	444	444
留存收益	1147	1396	1660	2121	2621
少数股东权益	21	62	82	110	144
归属于母公司所有者权益	2739	2960	3223	3684	4184
负债及权益合计	**3088**	**4491**	**4852**	**5421**	**6050**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	185	518	637	850	1020
净利润	241	422	599	821	992
折旧摊销	52	51	46	46	46
财务费用	0	0	(26)	(34)	(44)
投资收益	0	5	(16)	(17)	(18)
营运资金变动	(116)	43	6	(5)	(4)
其它	8	(2)	28	39	47
投资活动现金流	(170)	(728)	(103)	(185)	(185)
资本支出	(89)	(497)	(43)	(43)	(43)
其他投资	(82)	(231)	(60)	(142)	(142)
筹资活动现金流	(317)	760	(294)	(309)	(430)
借款变动	(170)	115	0	0	0
普通股增加	376	(9)	0	0	0
资本公积增加	(355)	(19)	0	0	0
股利分配	(150)	(339)	(336)	(359)	(492)
其他	(18)	1012	42	50	62
现金净增加额	(303)	550	240	356	404

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1539	2039	2669	3564	4540
营业成本	62	135	195	280	391
营业税金及附加	27	37	48	64	82
营业费用	588	670	827	1069	1362
管理费用	770	975	1190	1518	1907
财务费用	(22)	(12)	(26)	(34)	(44)
资产减值损失	10	5	6	7	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	10	15	16	17	18
营业利润	114	243	443	675	851
营业外收入	173	238	240	260	280
营业外支出	1	2	3	3	4
利润总额	286	479	680	932	1127
所得税	30	42	61	83	101
净利润	256	437	620	849	1026
少数股东损益	15	14	20	28	34
归属于母公司净利润	241	422	599	821	992
EPS（元）	0.21	0.38	0.54	0.73	0.89

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-13%	32%	31%	34%	27%
营业利润	-78%	113%	83%	52%	26%
净利润	-60%	75%	42%	37%	21%
获利能力					
毛利率	96.0%	93.4%	92.7%	92.1%	91.4%
净利率	15.7%	20.7%	22.5%	23.0%	21.9%
ROE	8.8%	14.3%	18.6%	22.3%	23.7%
ROIC	3.0%	6.9%	11.5%	15.4%	16.9%
偿债能力					
资产负债率	10.6%	32.7%	31.9%	30.0%	28.5%
净负债比率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.6	5.0	4.9	4.9	4.9
速动比率	5.6	5.0	4.8	4.9	4.9
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.7	0.8
存货周转率	8.2	17.3	24.3	23.6	23.3
应收帐款周转率	27.0	31.3	36.1	37.1	36.4
应付帐款周转率	2.8	5.6	5.2	4.7	4.7
每股资料（元）					
每股收益	0.21	0.38	0.54	0.73	0.89
每股经营现金	0.16	0.46	0.57	0.76	0.91
每股净资产	2.43	2.64	2.88	3.29	3.74
每股股利	0.20	0.30	0.32	0.44	0.53
估值比率					
PE	83.3	47.2	33.3	24.3	20.1
PB	7.3	6.7	6.2	5.4	4.8
EV/EBITDA	143.2	67.9	38.7	26.1	21.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘泽晶：2014/15 年新财富计算机行业团队第三、第五名，2014 年水晶球团队第三名。中央财经大学硕士毕业，6 年从业经验。

周楷宁：招商证券计算机行业高级分析师，2012、2013 年新财富第一团队成员，北京大学硕士，武汉大学学士，4 年证券从业经验。

徐文杰：招商证券计算机行业分析师，北京航空航天大学硕士。曾供职于 IBM， VMware 等公司从事大数据、云计算领域的工作。

宋兴未：招商证券计算机行业分析师，美国波士顿大学计算机工程系硕士，上海交通大学电子工程系学士。2016 年加入招商证券研究所。

刘玉萍：招商证券计算机行业分析师，北京大学汇丰商学院金融学硕士，对外经济贸易大学经济学学士。2017 年加入招商证券研究所。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。