



建筑信息化龙头转型云订阅，新业务开启千亿空间

——广联达（002410）深度报告

2017 年 07 月 03 日

强烈推荐/维持

广联达

深度报告

报告摘要：

广联达最重要的关注点是两个：一、公司工程造价软件的云化；二、以 BIM 为代表的新业务拓展。

我们长期看好工程造价软件转型云订阅。工程造价软件是公司最重要的基础业务。2016 年，工程造价软件收入占营业收入 65%。我们认为广联达工程造价软件极强的产品黏性保障了转型云订阅的成功：

- ◆ **用户使用习惯。**用户往往不愿意更换软件，因为其中会有细微使用差异。
- ◆ **工程造价软件具有网络效应。**工程项目造价需要甲乙双方核对数据，使用不同造价软件会存在细微数字差异，很难解释，双方往往使用相同软件。政府部门，建设方和房地产公司等甲方，大量都是使用广联达造价软件，带动了中介机构、设计院等必须同样使用广联达的造价软件。

目前造价软件云订阅转型顺利。公司紧抓国家定额库和清单库两库更新机遇，先推行云计价产品转型。在已经推行的 11 个省份里，转换率达到 50%。云计量产品将在 2017 年第四季度推出。

公司 BIM 业务开启千亿空间。目前 BIM 市场处于发展初期，未来整体软件市场规模上千亿元。公司 BIM 产品已在住宅、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，未来将保持高速增长。

公司其他新业务保持高速增长。公司围绕建筑信息化，拓展了工程施工业务，工程信息业务，海外业务和产业金融业务，预计都将保持高速增长。

公司盈利预测及投资建议。我们预计公司 20017 年-2019 年营业收入分别为 24.35 亿元、30.17 亿元和 38.63 亿元，对应每股收益分别为 0.39 元、0.52 元和 0.71 元，对应 PE 分别为 49、37 和 27 倍。考虑到国外软件巨头在转型云订阅时估值较高，且公司新业务发展良好。我们按照公司 2017 年 55 倍市盈率，给予 6 个月目标价 21.45 元，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：工程造价转型不及预期的风险；BIM 拓展不及预期风险；

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,539.43	2,039.37	2,434.50	3,017.02	3,863.43
增长率（%）	-12.53%	32.48%	19.38%	23.93%	28.05%
净利润（百万元）	256.52	437.54	449.33	596.58	822.04
增长率（%）	-57.61%	70.56%	2.69%	32.77%	37.79%
净资产收益率（%）	8.83%	14.29%	13.64%	16.61%	20.54%
每股收益(元)	0.22	0.38	0.39	0.52	0.71
PE	87.86	50.11	48.66	36.65	26.60
PB	7.78	7.14	6.64	6.09	5.46

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

分析师：喻言

010-66554012

yuyan_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516070001

联系人：叶盛

010-66554022

yesheng@dxzq.net.cn

联系人：夏清莹

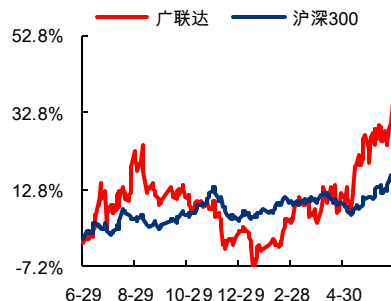
0755-83256464

xiaqy@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	18.89-14.4
总市值（亿元）	211.45
流通市值（亿元）	163.77
总股本/流通 A 股（万股）	111936/86696
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.06

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《广联达（002410）：转型见成效，业绩拐点来临》2016-07-28

目 录

1. 核心投资逻辑梳理	4
1.1 长期看好工程造价软件转型云订阅	4
1.2 BIM 业务打开市场成长空间	4
1.3 公司是攻防兼备的标的	5
2. 公司是国内建筑信息化龙头	5
2.1 公司聚焦建筑信息化不断拓展产品线	5
2.2 公司业务转型升级已见成效	6
3. 公司工程造价业务正向云订阅转型	8
3.1 软件公司转向云订阅长期价值不断提升	8
3.2 公司云计价产品转型云订阅顺利	10
4. BIM 将打开公司千亿成长空间	11
4.1 工程施工业务积极布局三大业务线	11
4.2 BIM 业务将是公司的明日之星	11
5. 公司新业务增长强劲	12
5.1 工程造价信息业务进展迅速	12
5.2 公司海外业务拓展情况良好	13
5.3 公司积极布局其他业务，促进同心多元化发展	13
6. 盈利预测及估值	14
7. 风险提示	15

表格目录

表 1:公司收入预测表（百万元）	14
表 2: 公司盈利预测表	16

插图目录

图 1:广联达股权结构情况	6
图 2:广联达产品升级转型结构图	6
图 3:广联达营业收入图（百万元）	7
图 4:广联达利润率图	7

图 5:广联达各业务收入构成图	7
图 6:广联达各业务毛利率图	7
图 7:DCF 贴现模型	8
图 8: Adobe 各板块业务的收入增长图（百万美元）	9
图 9:各家公司云订阅转型期间收入变化图	9
图 10: Adobe 公司 GAAP 毛利率和净利率图	9
图 11: Adobe 公司收入、支出和利润增速图	9
图 12:BIM 技术覆盖建筑工程全生命周期	11
图 13:广联达工程造价信息业务收入图（百万元）	13
图 14:广正公共资源交易信息化整体解决方案	14
图 15:广联达旺财电商平台业务	14

1. 核心投资逻辑梳理

广联达最重要的关注点是两个：一、公司工程造价软件的云化；二、以 BIM 为代表的新业务拓展。

1.1 长期看好工程造价软件转型云订阅

工程造价软件是公司最重要的基础业务。2016 年，工程造价软件收入占营业收入 65%。我们的基本观点是：**对工程造价软件转型云订阅持长期乐观态度**。我们认为广联达工程造价软件极强的产品黏性保障了转型云订阅的成功。

工程造价软件极强的产品黏性主要是由于两个原因：

一、**用户使用习惯**。许多用户使用习惯了某种软件，往往不愿意更换其他同类软件，因为其中会有细微的使用习惯差异。这种使用习惯差异会让很多人不愿意改变。

二、**工程造价软件具有网络效应**。工程项目造价需要甲方与乙方沟通核对具体数据，而如果双方使用不同的造价软件则往往会存在计价和算量的细微数字差异。这些差异虽然很细微，但是双方都很难解释清楚。因此，在实际使用过程中，乙方往往会迁就甲方的使用习惯，双方共同使用相同的工程造价软件。

而广联达造价软件起步早，市场占有率高，被建设方、设计院、政府部门、房地产公司、中介公司广泛使用。尤其是政府部门，建设方和房地产公司等传统意义上的甲方，大量都是使用广联达造价软件，这样中介机构、设计院等也必须同样使用广联达的造价软件。

从转型过程来看，公司工程造价软件收入未来两年会持平或低速增长。从国外软件巨头云化过程来看，软件公司往往会先出现第一两年收入下降，而后收入不断增长。广联达在转型云订阅的过程中采取了**有序推进**的方式，从 2015 年开始推出云计价产品，而从 2017 年后半年开始推出云计量产品。相比于国外软件巨头转型期间收入下降的情况，我们预计公司收入变化会相对和缓很多，但是我们预计公司工程造价收入仍然会经历一到两年的低速增长。

尽管公司工程造价业务会经历一段时间收入增长低迷，但是公司股价预计会有乐观表现。从国外巨头奥多比（Adobe）、欧特克（Autodesk）转型过程来看，尽管开始转型后，收入都出现了不同程度下降，但是市场对公司从转型开始就非常看好，公司股价叠出新高。并且在整个转型过程中，公司估值一直处于很高水平。关于国外软件巨头转型云订阅的过程请参考专题报告《国外软件巨头 Adobe 转型云订阅启示录》。

1.2 BIM 业务打开市场成长空间

BIM 软件市场规模上千亿元。以全国每年工程施工项目 50 多万个测算，假设其中每个项目使用的 BIM5D 软件价格在 10 万左右，则全国每年 BIM5D 需求量就在 500 亿元，整体 BIM 软件市场规模上千亿元。

BIM 业务整体处于行业发展初期，已经开始加速成长。目前国内有几十家公司在做 BIM，但是公司是最具有竞争实力的厂商。公司 BIM 产品已在住宅、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。公司积极参与 BIM 政策编制、BIM 标准编写、BIM 行业课题研究等，全力推动 BIM 技术在建设行业中的发展应用。

1.3 公司是攻防兼备的标的

公司工程造价业务转型云订阅成功后，我们预计**公司造价软件转型云订阅将带来收入规模增长**。工程造价软件用户超过 100 万人，假设公司占有 60% 的市场份额，约有 50-60 万人。假设其全部转型云订阅之后，单用户年收入为 0.5 万元，则公司工程造价软件市场规模约为 25-30 亿元。根据国外软件巨头转型经验来看，工程造价业务净利率将能够得到提升，预计可以达到 40%，则贡献净利润 10-12 亿元。由于该业务收入具有很高可重复性，我们可以给 20 倍市盈率的估值，**预计该业务估值 200-240 亿元**，相当于现有广联达市值。

而公司的其他新业务包括 BIM 业务、海外业务和产业金融业务，我们预计都将保持高速增长。BIM 软件未来市场空间上千亿，尽管目前尚处市场早期，但是公司已经占据了龙头地位，未来有望加速成长。

总之，我们认为广联达未来成长具有较高确定性，现有价格仅包含了公司工程造价业务转型云订阅的预期，而未来 BIM 业务、海外业务和产业金融业务市场空间大，公司现在已经占据龙头地位，值得期待。

2. 公司是国内建筑信息化龙头

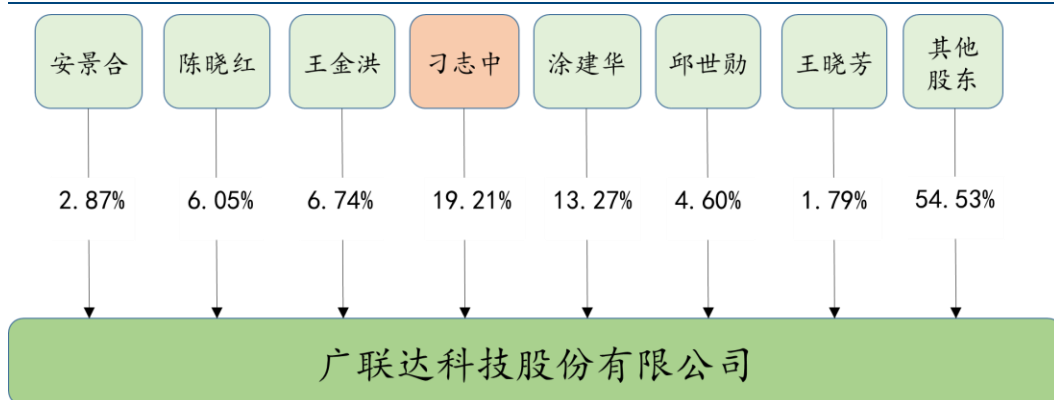
2.1 公司聚焦建筑信息化不断拓展产品线

广联达目前主要立足建筑产业，围绕工程项目的全生命周期，为行业提供以建设工程领域专业应用为核心基础支撑，以产业大数据、产业征信与产业金融等为增值服务的平台服务。

经过近二十年的发展，公司产品已从单一的预算软件扩展到工程造价、工程施工、工程信息、国际化、产业金融等多个业务板块的近百款产品，覆盖项目全生命周期，涵盖工具类、解决方案类、电子商务、大数据、移动互联网、云、智能硬件设备、产业金融服务等业务形态，累计为行业二十余万家企业、百余万产品使用者提供专业化服务，成为中国建筑产业信息化卓越品牌。

公司实际控制人为刁志中先生，持有公司 11.19 亿总股本中的 2.15 亿股，占公司总股本的 19.21%。董事长刁志中先生是公司的创始人之一，具有丰富的产品研发和项目管理经验。

图 1:广联达股权结构情况



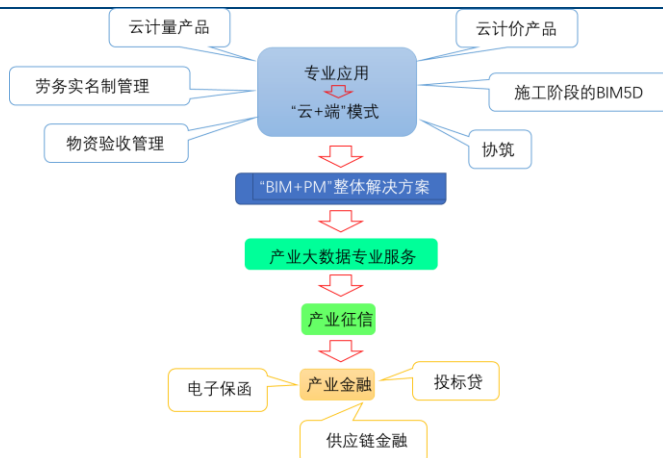
资料来源：广联达 2016 年年度报告、东兴证券研究所

2.2 公司业务转型升级已见成效

公司从工程造价软件起家，围绕建筑产业信息化不断拓展产品线。先后开展了工程施工业务（包括施工业务线、项目管理业务线、BIM 业务线）、工程信息业务（材价信息、指标信息）、国际化业务、产业金融业务（主要包括小贷和商业保理业务）。

目前，公司传统工程造价业务稳步发展，新业务进展顺利，新业务和新产品收入增长明显。公司业务转型升级已见成效，预计将迎来更快的发展。

图 2:广联达产品升级转型结构图

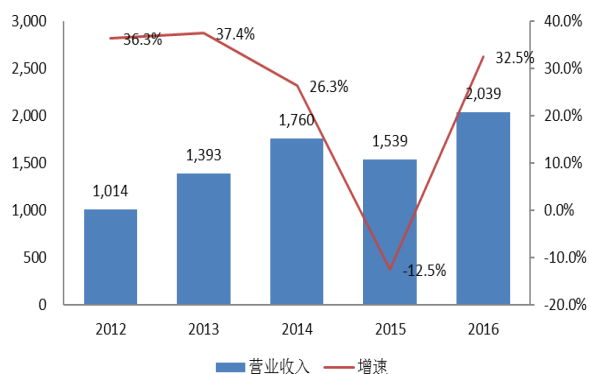


资料来源：公司 2016 年报、东兴证券研究所

公司转型升级的成效也体现在财务数字上。公司收入稳步增长。2016 年营业收入 20.4 亿元，净利润 4.37 亿元。从 2012 年到 2016 年，公司营业收入年均复合增长率为 19.10%，净利润年均复合增长率为 8.74%。

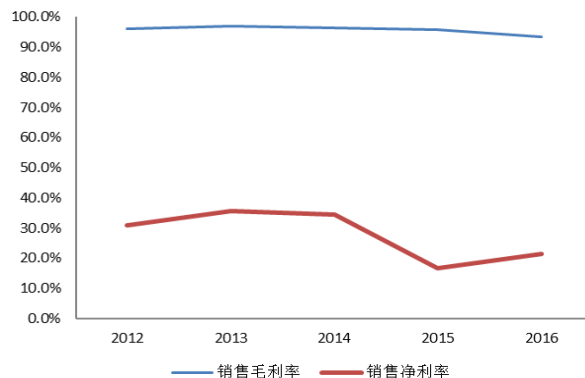
公司利润率水平高。2016 年，公司销售毛利率为 93.33%，销售净利率为 21.56%。2012 年以来，公司销售毛利率和销售净利率表现较为平稳，整体上均处于较高水平。

图 3:广联达营业收入图（百万元）



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 4:广联达利润率图

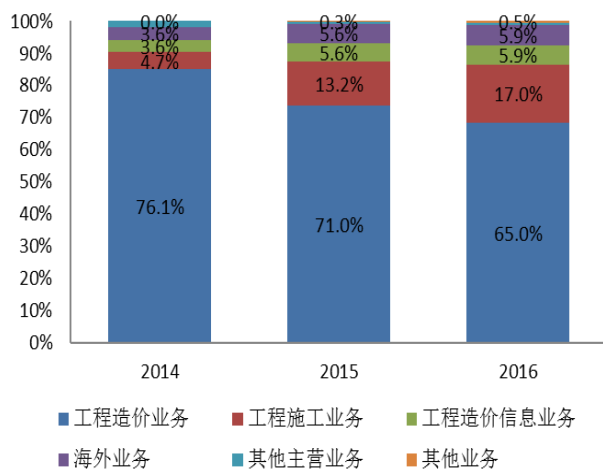


资料来源：wind、东兴证券研究所

从收入结构来看，工程造价业务是公司最重要的收入组成部分，占公司营业收入的 2/3 左右。工程施工业务、工程造价信息业务和海外业务也是公司的重要收入组成部分。2016 年，公司工程造价业务、工程施工业务、工程造价信息业务和海外业务收入占比分别为 65.0%，17.0%，10.9% 和 5.9%。

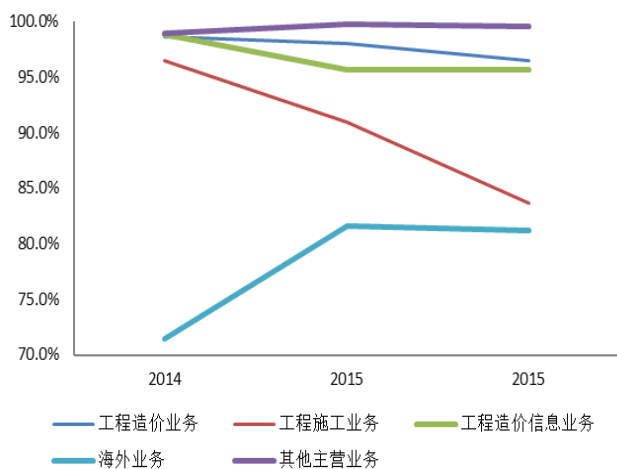
从业务利润率来看，公司各业务毛利率都在 90% 以上。这主要是由于软件产品毛利率高，预计未来几年毛利率仍会维持在 90% 以上。

图 5:广联达各业务收入构成图



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 6:广联达各业务毛利率图



资料来源：wind、东兴证券研究所

3. 公司工程造价业务正向云订阅转型

3.1 软件公司转向云订阅长期价值不断提升

随着时代的发展，传统软件走向云订阅已是大势所趋。国外部分软件巨头已经率先完成了转型，包括新思科技 Synopsys（SINPS）、奥多比系统 Adobe systems（ADBE）和卡得斯设计规划（CDNS）等。

从商业模式角度来看，传统软件走向云订阅后收入模式将由销售软件走向订阅付费。由此带来的主要好处有：

- ◆ 收入稳定性和可预测性更高。尽管软件通过升级等手段也能实现用户的重复购买，但是其收入预测性仍然较差，具有一定周期性。而软件走向云订阅之后，其订阅收入基本都成为重复性收入，具有极高可预测性。按照 DCF 估值，高可预测性收入将享有更低的折现率，公司估值可以得到有效提升。
- ◆ 防范盗版更为有效。销售盒装软件时候，尽管软件公司采取了各种防盗版措施，但是盗版手段仍然层出不穷，市场上有大量的盗版用户存在。而转为云服务模式后，即使云服务的离线版本往往都需要按月联网一次以确认购买的产品和服务，将有效防范盗版发生，增加产品付费用户数量。
- ◆ 吸引新用户使用门槛降低。从传统软件转为云服务软件后，销售单价大幅降低，有利于吸引新用户加入。例如 Adobe CS 每套售价 1000-2000 美元，而具有更多功能的云服务产品 Adobe Creative Cloud，按月付费仅需 49.99 美元。这大幅降低了初次使用成本，有效吸引新用户加入。

从长期来看，软件公司走向云订阅将带来用户数量的增长，更多的重复性收入。更多确定性收入和更低的折现率将带来公司长期价值的提升。

图 7:DCF 贴现模型

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t \uparrow}{(1 + r \downarrow)^t}$$

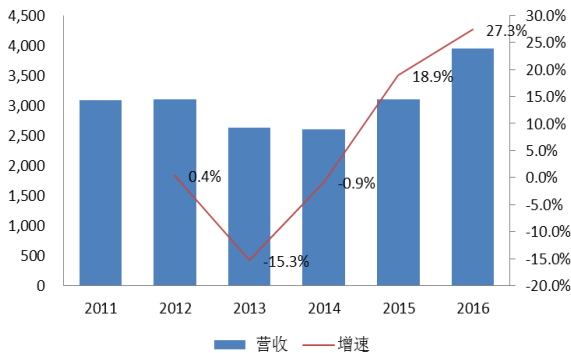
资料来源：金融百科，东兴证券研究所

从 Adobe 公司云订阅转型历程来看，在转型期间，Adobe 收入出现了先下降再逐年上升的局面。特别是 Adobe 数字媒体业务在 2013 年全力转型云订阅后，当年收入同比下降了 15.3%。此后，数字媒体收入逐年攀升，2016 年，收入增速同比高达 27.3%。

实际上，软件公司转向云订阅后往往会首先经历短期（一至两年）的收入下降，这主要是由于软件商转型时为了刺激用户购买云服务，通常会停止售卖原有软件。而订阅收入往往低于软件售价，再加上订阅收入还需要递延确认。而后随着付费用户数量不

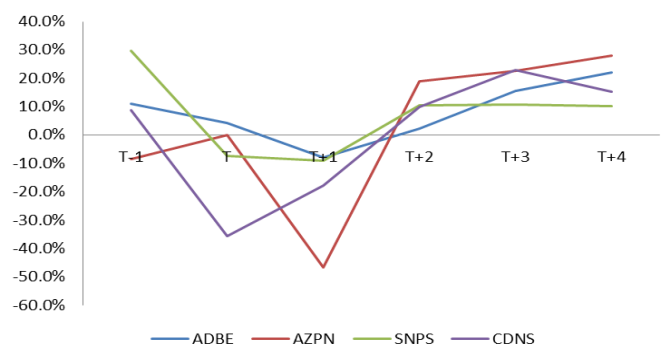
断增长，订阅收入增长的影响超过软件销售收入的下降，公司收入和利润率稳定上升。从图 9 中可以看出，各家公司在转型 T 年和 T+1 年，都出现了营业收入的下降。

图 8: Adobe 各板块业务的收入增长图（百万美元）



资料来源：Bloomberg、东兴证券研究所

图 9: 各家公司云订阅转型期间收入变化图



资料来源：Bloomberg、东兴证券研究所 T 为公司转型年，ADBE T=FY2012；AZPN T=FY2009；SNPS T=FY2004；CDNS T=FY2008

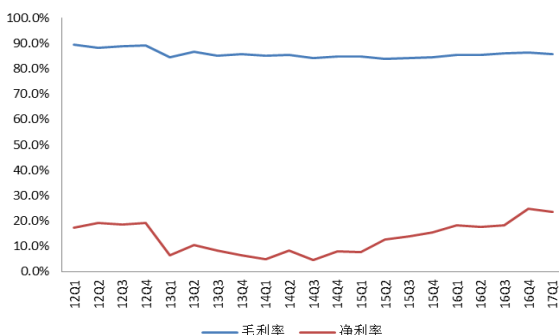
由于转型云订阅过程中，营业收入下降并不能反映公司真实的经营情况。Adobe 公司采用了一个新的指标——年化重复性收入（ARR）来评价公司经营情况：

$ARR = \text{当前付费订阅用户数} \times \text{每月用户平均付费金额} \times 12$

ARR 能够准确反映出公司订阅付费用户的增长情况。按照采用 ARR 指标来看，公司云转型以后，数字媒体 ARR 一直保持高速增长，显示出公司云订阅转型顺利推进。2013 年第一季度，公司数字媒体 ARR 为 2.97 亿美元，同比增速超过 200%。2017 年第一季度，公司数字媒体 ARR 为 42.50 亿美元，同比增速仍然高达 35.8%。

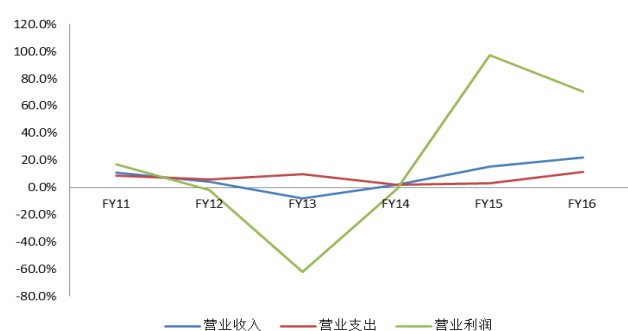
公司利润在经历了转型初期的下降之后，保持了高速增长势头。目前，公司营业收入增速提高，营业支出保持低速增长，公司销售净利润快速增长。2016 财年，公司营业收入增长 22%，营业支出增长 11.5%，营业利润增长 70%，GAAP 净利润增长 86%。受益于经营杠杆，预计公司净利润仍将保持快速增长。

图 10: Adobe 公司 GAAP 毛利率和净利率图



资料来源：Bloomberg、东兴证券研究所

图 11: Adobe 公司收入、支出和利润增速图



资料来源：Bloomberg、东兴证券研究所

3.2 公司云计价产品转型云订阅顺利

工程造价业务是公司的传统业务，占公司收入 2/3，是公司最重要的基础业务。公司工程造价软件主要分为工程计价软件和工程算量软件。根据公司 2014 年报，公司工程造价业务收入 13.4 亿元，其中工程计价业务收入 7 亿元，工程算量业务收入 6.4 亿元，两者收入基本相差不多。

公司工程造价软件国内市场占有率很高，有效保障了转型云订阅的顺利实施。公司工程造价软件客户主要是造价咨询企业、建设方、施工单位、设计院、专业院校及政府部门等。公司产品被上下游企业和个人广泛使用，具有一定的网络效应。公司产品覆盖全国，缺乏类似的全国性竞争对手。这些有效保障了公司工程造价软件转型云订阅的成功。

公司造价软件转型云订阅将带来收入规模增长。工程造价软件用户超过 100 万人，假设公司占有 60% 的市场份额，约有 50-60 万人。假设其全部转型云订阅之后，单用户收入为 0.5 万元，则公司工程造价软件市场规模约为 25-30 亿元。

借鉴国内外软件公司经验，公司将稳妥有序推进云订阅转型过程。首先推行云计价产品转型云订阅，再次推行计量产品转型云订阅。国家定额库和清单库一般 3-5 年更新一次，各个省份的更新时间会有不同。公司紧抓近几年行业两库更新机遇，深耕现有客户资源，盘活存量客户，积极推进公司“云+端”服务模式转型，加速公司战略转型。

公司云计价产品 2015 成功发布。该平台基于大数据、云计算等信息技术，实现计价工作全流程覆盖、全业务一体化，产品形态的变化推动商业模式由一次性产品销售向按年度收取使用费转变。

云计价产品现已实现全国 11 个省份的产品交付，在收入模式由一次性销售向年费转型的省份，用户转换比例平均达到 50%。2016 年公司计价业务产品收入增长 20%，公司有序推进现有客户付费方式转换，预计未来两年计价业务业绩将继续平稳增长。

云计量产品即将开始转型。新一代云计量产品的研发工作目前已经进入研发后期，预计将于 2017 年四季度开始转换。市政算量新品已完成样板客户验证，全国实际工程数量达 2200 多个。钢结构新品作为第一款年费制的算量类产品，已成功建立多个样板渠道。业务研究取得成效，初步完成动态定额解决方案系统，初步形成管廊定额的计价调整方案等。未来该业务将持续推进“云+端”转型，夯实产品的价值交付，与用户共同面对行业的转型升级。

公司大力推出基建领域新产品极大完善了造价业务版图。公司近年来陆续推出了一系列针对不同行业的新产品，行业领域反响较好。公司新布局的电力工程、水利水电、地铁、石油石化、土地整理、机场工程等面向行业领域应用的产品实现快速增长，另外电力算量、钢结构算量等产品成功发版，极大完善了造价业务版图。目前，广联达已拥有北京第二机场以及北京通州新城等标杆项目案例。

4. BIM 将打开公司千亿成长空间

4.1 工程施工业务积极布局三大业务线

公司工程施工业务聚焦于工程全生命周期中的施工阶段，用户包括施工企业、项目部、项目部作业人员，覆盖决策层、管理层、作业层，是公司“专业应用”板块中的重点业务，包括施工岗位级业务和管理级业务。目前公司工程施工业务发展主要围绕施工业务线、项目管理业务线和 BIM 业务线三条业务主线。

施工业务线坚持“智慧工地”理念，推进科技信息化手段与施工过程中各技术环节的结合。经过聚焦和深度业务实践，围绕基于 BIM 技术在施工业务中的核心应用打造杀手级产品。积极推广 OTO 模式，在宣传、运营上创新，实现年覆盖施工技术类人员超过 10 万人。该业务线与国务院安全委员会、国家安全总局等建立业务合作，参与国家强制性标准《模板脚手架强制规范》编制，为促进行业发展积极贡献公司的专业积累。

项目管理业务线积极向物联网、云+端、大数据模式转型，成功推出包括劳务实名制管理、物资验收管理、质量安全巡检管理、企业定额管理、企业定额平台等多款基于新模式的产品及服务。2016 年该业务线收入实现快速增长，积累了大量的劳务用工、材料价格等业务数据，为下一步向客户提供更为优质的数据服务奠定基础。

4.2 BIM 业务将是公司的明日之星

BIM，建筑信息模型（Building Information Modeling）的缩写，是以建筑工程项目的各项相关信息数据作为模型的基础，进行建筑模型的建立。建筑信息模型不是简单的将数字信息进行集成，它还是一种数字信息的应用，可以用于建筑设计、造价、管理的数字化方法，这种方法支持建筑工程的集成管理环境，可以使建筑工程在其整个进程中显著提高效率、大量减少风险。

图 12: BIM 技术覆盖建筑工程全生命周期



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

BIM 业务是一个系统工程，其中使用的软件众多。以全国每年工程施工项目 50 多万个测算，假设其中每个项目使用的 BIM5D 软件价格在 10 万左右，则全国每年 BIM5D 需求量就在 500 亿元，整体 BIM 软件市场规模上千亿元。

BIM 业务整体处于行业发展初期，已经开始加速成长。公司 BIM 产品已在住宅、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。公司积极参与 BIM 政策编制、BIM 标准编写、BIM 行业课题研究等，全力推动 BIM 技术在建设行业中的发展应用。

随着公司工程施工业务平台化的不断发展，BIM 业务线在行业应用不断拓宽，公司施工业务在未来几年仍将保持强有力的营收增长。公司 2016 年工程施工业务的增速达到 69.9%，我们预计公司 2017 年-2019 年施工业务的增速将持续保持在 60% 左右，成为公司主要的营收增长点之一。

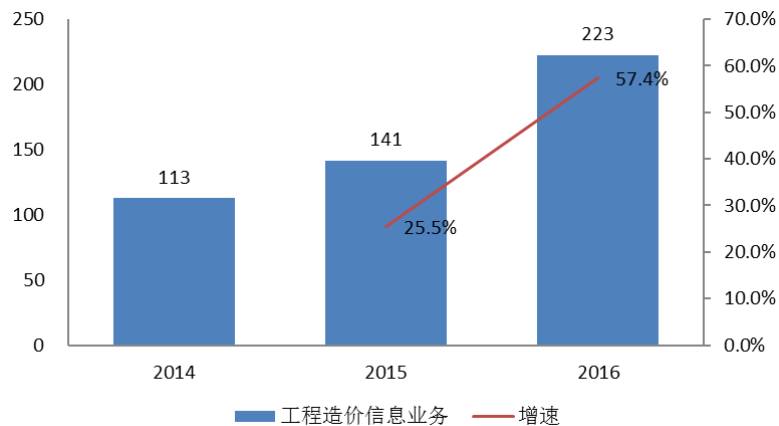
5. 公司新业务增长强劲

5.1 工程造价信息业务进展迅速

公司工程造价信息业务营业收入实现快速增长，在产品质量、数据合作、市场合作等方面均取得较好成绩。公司 2016 年工程信息业务营业收入 2.23 亿元，同比增长 57.4%。

公司工程造价信息业务**在产品方面**，建立了建筑行业物料标准数据库，广材网发布的建材与设备品类达 230 万个、共计 2000 余万条商品信息。广材助手桌面端装机量达到 150 万台，发布的基于建筑市场大数据分析的人材机测定价在工程承包阶段被有效使用 550 余万条，打破了工程项目成本管理中材料设备价格偏高、信息不透明的壁垒，成为工程造价人员的必备工具。

公司工程造价信息业务**在数据方面**，已经拥有 6000 多个已完工工程的详细成本数据、800 万条工程量清单数据、全国 200 多个城市的实时交易信息等。在建筑行业政务大数据方面，与贵州、广州、深圳等地的行业主管部门、行业协会、公共资源交易中心建立大数据合作。公司获得“2016 年度大数据最佳实践奖”、“2016 年乌镇互联网大会大数据创新企业”等荣誉。

图 13:广联达工程造价信息业务收入图（百万元）


资料来源：wind、东兴证券研究所

我们预计公司工程造价信息业务将迎来业绩爆发，2017-2019 年营收增速将保持在 60%左右。

5.2 公司海外业务拓展情况良好

公司国际化业务面向亚洲、欧洲迈出坚实步伐，业务发展取得显著成效。全资子公司芬兰 Progran 作为全球机电专业 BIM 引领者，其核心的 MagiCAD 系列产品销售高速增长；基于云的 MagiCloud 年初发布，年底已拥有 70 多个国家的 13000 多家用户；6 月发布的 MagiCAD 支吊架产品，采用工具与构件库配合方式，厂商付费入库和终端用户年费订阅，探索新商业模式。公司发布基于云构建的互联网产品 Cubicost，此国际化新品的收入实现大幅增长。在市场拓展方面，除原有的新加坡、香港、马来西亚等以外，英国市场的开拓取得良好开端。GLODON 品牌在全球专业领域的影响力已初步显现。

全球市场机遇与挑战并存，公司在业务线上将全力以赴积极拓展，在国际市场持续建立良好口碑，最终实现公司国际化战略。

5.3 公司积极布局其他业务，促进同心多元化发展

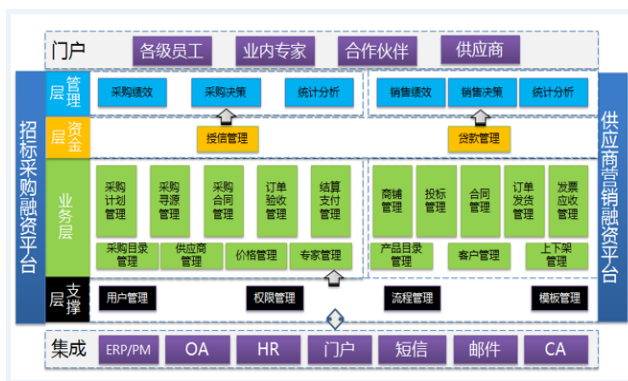
公司产业金融业务规模翻倍增长。2016 年公司产业金融业务全年累计发放贷款突破 2 亿元，实现翻番增长。在产品方面，与公司专业应用及大数据业务深度结合，在推出具有行业属性、独具特色的保理和小贷业务之后，又研发出“投标贷”新金融产品。产业金融产品设计遵循标准化程度高、可复制的原则，放款便捷高效，用户认可度很高。在风险控制方面，严格遵守行业法律法规，审慎经营，坚持小额、分散、审贷分离、分级审批的原则，关注风险性、流动性及效益性。所放贷款拨备覆盖率 100%，无不良贷款，无应收未收利息。

图 14:广正公共资源交易信息化整体解决方案



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

图 15:广联达旺财电商平台业务



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

公司电子政务及电商业务逐步成熟。2016 年，公司电子政务业务抓住国家推进“互联网+政务服务”和推动公共资源交易领域改革的契机，促进业务发展。完成贵州省公共资源交易互联互通服务平台、广州市公共资源交易中心政府采购信用平台一期项目的建设，承接北京、山东、福建、浙江、新疆等地的互联互通平台和交易平台的建设。该业务的创新能力和产品研发能力不断加强和提高。旺材电商业务积极开展互联网业务设计与实践，基于在线交易和采购社区的旺材 2.0 平台已完成开发和业务论证，全面转向互联网模式。已与多个地区的企业聚集群建立首批分站合作组织，全年实现签约额 3 亿元。未来旺材电商基于 2.0 平台将全面转向在线交易，拉动建造方采购资源进入旺材社区，形成平台聚量。

6. 盈利预测及估值

公司是国内建筑信息产业龙头，技术研发能力强，具有深厚的行业专业能力，市场占有率高，核心管理团队稳定。公司传统工程造价软件业务正在顺利转型云订阅，而公司新业务拓展顺利，预计未来几年工程施工业务，工程造价业务，海外业务等都将保持高速增长。

表 1:公司收入预测表 (百万元)

收入	2016A	2017E	2018E	2019E
工程造价业务	1,326	1,366	1,434	1,650
工程施工业务	346	554	831	1,164
工程造价信息业务	222	334	501	701
海外业务	120	168	236	330
其他主营业务	14	18	23	30
增速				
工程造价业务	21.3%	3.0%	5.0%	15.0%
工程施工业务	69.8%	60.0%	50.0%	40.0%

工程造价信息业务	57.4%	50.0%	50.0%	40.0%
海外业务	38.9%	40.0%	40.0%	40.0%
其他主营业务	33.2%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：wind，东兴证券研究所

我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 24.35 亿元、30.17 亿元和 38.63 亿元，归属母公司的净利润为 4.49 亿元，5.97 亿元和 8.22 亿元，对应每股收益分别为 0.39 元、0.52 元和 0.71 元，对应 PE 分别为 49、37 和 27 倍。考虑到国外软件巨头在转型云订阅时候，市场估值普遍较高，且公司在 BIM 等新业务方面进展良好。我们按照公司 2017 年 55 倍市盈率，给予 6 个月目标价 21.45 元，维持公司“强烈推荐”评级。

7. 风险提示

1. 工程造价业务转型不及预期的风险；
2. 公司 BIM 业务进展不及预期的风险；

表 2：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1816	2416	2498	3109	4060	营业收入	1539	2039	2435	3017	3863
货币资金	1713	2281	2225	2774	3636	营业成本	62	135	135	166	212
应收账款	64	66	73	91	116	营业税金及附加	27	37	44	54	69
其他应收款	11	43	51	63	81	营业费用	588	670	779	905	1082
预付款项	18	16	18	19	21	管理费用	770	975	1144	1388	1739
存货	9	6	28	34	44	财务费用	-22	-12	-23	-25	-32
其他流动资产	1	4	4	4	4	资产减值损失	9.83	5.19	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	1272	2075	1483	1550	1613	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	23	165	165	165	165	投资净收益	10.45	14.89	10.00	10.00	10.00
固定资产	385	351	385	430	482	营业利润	115	244	361	534	799
无形资产	124	123	116	109	103	营业外收入	172.93	238.38	170.00	170.00	170.00
其他非流动资产	0	429	0	0	0	营业外支出	0.95	2.18	2.00	2.00	2.00
资产总计	3088	4491	3981	4659	5674	利润总额	287	480	529	702	967
流动负债合计	325	482	726	1096	1686	所得税	30	42	79	105	145
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	257	438	449	597	822
应付账款	22	26	22	27	35	少数股东损益	15	14	15	20	27
预收款项	33	27	270	632	1212	归属母公司净利润	242	423	434	577	795
一年内到期的非	1	1	1	1	1	EBITDA	251	388	389	567	829
非流动负债合计	3	988	1	1	1	EPS（元）	0.22	0.38	0.39	0.52	0.71
长期借款	2	1	1	1	1	主要财务比率					
应付债券	0	986	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	328	1470	728	1097	1687	成长能力					
少数股东权益	21	62	76	96	123	营业收入增长	-12.53%	32.48%	19.38%	23.93%	28.05%
实收资本（或股	1128	1119	1119	1119	1119	营业利润增长	-77.77%	111.97%	48.02%	48.04%	49.69%
资本公积	464	444	444	444	444	归属于母公司净利	2.69%	32.77%	2.69%	32.77%	37.79%
未分配利润	986	1146	1255	1399	1598	获利能力					
归属母公司股东	2739	2960	3185	3473	3871	毛利率（%）	0.00%	0.00%	94.47%	94.49%	94.52%
负债和所有者权	3088	4491	3981	4659	5674	净利率（%）	16.66%	21.45%	18.46%	19.77%	21.28%
现金流量表						总资产净利润（%）	7.84%	9.42%	10.91%	12.38%	14.01%
单位：百万元						ROE（%）	8.83%	14.29%	13.64%	16.61%	20.54%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
经营活动现金流	185	518	583	933	1348	资产负债率（%）	11%	33%	18%	24%	30%
净利润	257	438	449	597	822	流动比率	5.58	5.01	3.44	2.84	2.41
折旧摊销	157.86	156.69	0.00	46.31	50.93	速动比率	5.56	5.00	3.40	2.81	2.38
财务费用	-22	-12	-23	-25	-32	营运能力					
应收账款减少	0	0	-8	-18	-26	总资产周转率	0.49	0.54	0.57	0.70	0.75
预收账款增加	0	0	243	362	580	应收账款周转率	27	31	35	37	37
投资活动现金流	-170	-728	547	-121	-121	应付账款周转率	70.57	84.25	100.49	122.08	124.35
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
长期股权投资减	0	0	174	0	0	每股收益（最新摊	0.22	0.38	0.39	0.52	0.71
投资收益	10	15	10	10	10	每股净现金流（最新	-0.27	0.49	-0.05	0.49	0.77
筹资活动现金流	-317	760	-1185	-263	-365	每股净资产（最新摊	2.43	2.64	2.85	3.10	3.46
应付债券增加	0	0	-986	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	87.86	50.11	48.66	36.65	26.60
普通股增加	376	-9	0	0	0	P/B	7.78	7.14	6.64	6.09	5.46
资本公积增加	-355	-19	0	0	0	EV/EBITDA	78.20	51.11	48.70	32.42	21.12
现金净增加额	-303	550	-56	548	862						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

喻言

中国科学院大学、中科院计算所计算机系统结构博士，北京航空航天大学电子信息工程本硕。计算机行业高级研究员。曾任职华创证券研究所计算机助理研究员，华泰证券研究所计算机研究员。

联系人简介

叶盛

计算机行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2015 年加盟东兴证券研究所，曾从事机械行业研究，现从事计算机、互联网行业研究。

夏清莹

计算机行业研究员，英国拉夫堡大学、银行与金融学硕士，2016 年 4 月加入东兴证券研究所，专注互联网金融、人工智能以及次新股等研究领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。