

强烈推荐-A (维持)

广联达 002410.SZ

当前股价: 17.78 元

2017 年 08 月 16 日

构筑钢铁城堡

基础数据

上证综指	3251
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	1	29	15
相对表现	1	20	6



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《广联达(002410)——核心问题几问几答》2017-05-30
- 2、《广联达(002410)——白马跃龙门, 谱写新篇章》2017-05-02
- 3、《广联达(002410)——喜迎开门红, 两新业务有望再造广联达》2017-04-26

刘泽晶

010-57601795
liuzejing@cmschina.com.cn
S1090516040001

研究助理

宋兴未
songxingwei@cmschina.com.cn

研究助理

刘玉萍
liuyuping@cmschina.com.cn

我们前两篇公司深度分别阐述了: 1、公司新的成长逻辑和空间; 2、业绩可持续性。本篇报告我们希望对公司所处行业, 以及产品、资本、研发、平台等形成的独特壁垒, 全方位解读公司的竞争优势和市场格局。四方面构筑的高壁垒保证了公司在施工信息化需求爆发时期业绩的高增长, 继续维持“强烈推荐-A”评级。

□ **公司的壁垒高吗?** 我们的回答是肯定的。公司的业务主要是为下游建筑企业提高效率降低成本, 帮助建筑企业高效完成“高楼大厦”。与此同时, 公司也构筑起了自己的“钢铁城堡”。针对市场对软件行业以及公司成长中存在的竞争问题, 我们从建筑行业的特征入手, 多方位多角度说明公司的竞争优势以及构筑的高壁垒。我们认为, 下游建筑企业对成本越来越重视, 对信息化管控的需求呈爆发式增长, 公司在这一过程中将凭借构筑的“钢铁城堡”充分受益, 享受行业需求爆发的红利。

□ **四方面优势打造公司高壁垒。**我们认为公司有四大高壁垒: 1、行业壁垒; 2、产品+服务壁垒; 3、资本+研发壁垒; 4、平台壁垒。**行业壁垒:** 建筑行业复杂程度高, 大公司集中程度高, 产品和行业经验要求高, 信息化集中度高, 新进入者少。**产品+服务壁垒:** 下游需求种类多, 产品线细化复杂, 服务要求高。**资本+研发壁垒:** 建筑信息化领域唯一 A 股的专业化上市公司, 融资能力强、品牌知名度高, 研发费用占比远高于计算机行业整体水平。**平台壁垒:** SaaS 产品、大数据、电商、金融业务助力构建数字建筑产业平台。

□ **建筑信息化市场赢者通吃, 广联达作为龙头受益最大。**1) 建筑软件网络效应明显, 广联达凭借全国通用的计价软件切入市场, 拥有优质的甲方头部用户, 能够迅速占领市场; 2) 公司加大研发资金投入, 并利用积累多年的政府、大型开发商和建筑企业的优质客户资源, 引流施工信息化和 BIM 蓝海市场。3) 不断细分产品线, 直击用户痛点, 拥有领先的用户覆盖和渗透; 4) 业务重点转向尚未开发的千亿级施工信息化市场和 BIM 技术和产品; 5) 提供贯穿生命周期的优质客户服务。

□ **“强烈推荐-A”评级:** 我们认为公司已构筑了很强的竞争优势, 行业有望实现赢者通吃的局面, 公司将进入新一轮的高速增长期。2017 年是公司最好的投资时期, 市场分歧和预期差依旧很大。我们维持公司 2017~19 年 EPS 为 0.54、0.73、0.89 元。维持“强烈推荐-A”评级。

□ **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	83.2	47.1	33.2	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

正文目录

1、建筑信息化市场集中度高，公司赢者通吃.....	4
1.1 建筑软件对于精确性的要求极高，赢者通吃，网络效应明显	4
1.2 行业准入门槛高，新进入者少	5
1.3 建筑信息化市场竞争格局逐渐明晰	7
1.3.1 造价软件市场，广联达独领风骚	7
1.3.2 新兴的 BIM 市场，广联达有潜在竞争优势	7
2、积极进行业务线再布局，以满足客户的多样化需求，构筑产品壁垒.....	8
2.1 不断扩张业务版图，开发多款产品，以满足客户与业务的复杂性	8
2.1.1 丰富岗位级施工产品，逐步渗透进信息化水平低下的施工业务.....	9
2.1.2 项目管理实现技术+模式升级，助力施工方精细化施工	10
2.1.3 施工阶段 BIM 产品——BIM 5D，拥有超百亿市场空间	10
2.1.4 “基建+工业工程”，赋予传统造价业务新的增量市场.....	10
2.2 与竞争对手相比，广联达产品布局清晰，受众广泛，直击用户痛点	11
2.3 贯穿产品生命周期的服务能力，保持业内领先	12
3、唯一一家建筑信息化 A 股上市公司，持续投入高额研发，构筑资本壁垒.....	12
3.1 建筑信息化领域需要持续不断的高额资本投入	12
3.2 为了保障产品的领先优势，公司借力 A 股平台，加大研发投入	13
4、云+大数据+产业平台，打造未来的竞争壁垒	14
4.1 多条产品线步入“云端”摆脱周期性依赖	14
4.2 行业数据成为重要资产，为今后的增值服务奠定基础	15
4.3 打造数字建筑产业平台，构建生态壁垒	15
投资建议	16

图表目录

图 1：公司的壁垒.....	4
图 2：获取具有议价权的甲方头部客户，可迅速获取长尾客户	5
图 3：工程施工总流程图	6
图 4：建筑物承包流程图	6
图 5：美国建筑设计与 BIM 市场格局（2015 年冬）	8
图 6：公司业务占比变化情况	9

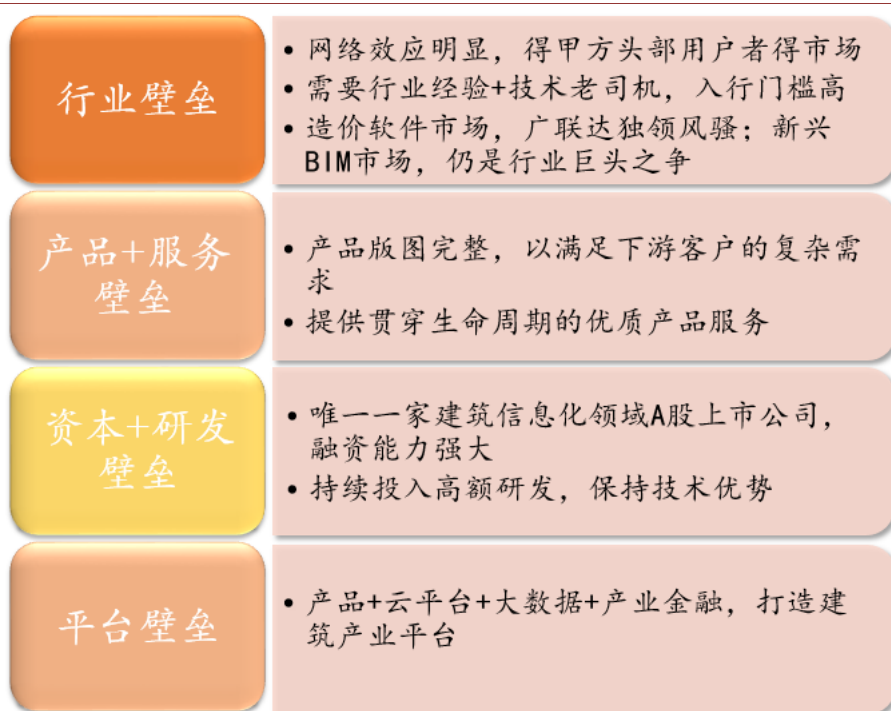
图 7: 公司产品线从百亿级迈向超千亿级市场	9
图 8: 多款岗位级施工产品国建筑设计与 BIM 市场格局 (2015 年冬)	9
图 9: BIM 5D 产品	10
图 10: “基建+工业工程”造价软件	11
图 11: 2016 年 12 个类别的特、一级施工总承包企业建筑业总产值	11
图 12: 公司研发费用与研发投入占比情况	13
图 13: 公司专利与软件著作权情况	13
图 14: 广联达与计算机行业 (中信) 研发支出占比情况	14
图 15: 2014-2016 年人均薪酬情况 (万元)	14
图 16: 2014-2016 年研发人员数量与占比情况	14
图 17: 2013-2016 年营业收入、净利润 (亿元)	15
图 18: 2013-2016 年净利润/营业收入	15
图 19: 公司业务布局	16
图 20: 广联达历史 PE Band	17
图 21: 广联达历史 PB Band	17
表 1: 特、一级资质企业 2016 年主要指标数据	5
表 2: 建筑信息化市场的复杂性	6
表 3: 广联达与造价业务主要竞争对手对比	7
表 4: 公司产品丰富	8
表 5: 建筑信息化行业主要竞争对手与广联达对比	11
表 6: 近两年国内建筑信息化软件公司融资情况	13
附: 财务预测表	18

公司 2017 年 H1 业绩快报，实现营收 9.10 亿元，同比增长 15.65%，实现归属上市公司股东的净利润 1.42 亿元，同比增长 32.66%，业绩表现亮眼。

作为 A 股少有的逐步实现 SaaS 服务转型的公司，广联达的成功转身并非偶然。通过把握行业竞争态势，构筑产品+服务护城河，借力 A 股融资渠道持续投入产品研发，广联达逐步建立起建筑信息化王国，悄然完成从传统单一软件厂商向行业龙头的华丽蜕变，形成独一无二的竞争优势。

我们通过对公司竞争优势的梳理，认为公司有 4 大壁垒：**行业壁垒**：建筑行业复杂程度高，大公司集中程度高，产品和行业经验要求高，信息化集中度高，新进入者少。**产品+服务壁垒**：下游需求种类多，产品线细化复杂，服务要求高。**资本+研发壁垒**：建筑信息化领域唯一 A 股的专业化上市公司，融资能力强、品牌知名度高，研发费用占比远高于计算机行业整体水平。**平台壁垒**：SaaS 产品、大数据、电商、金融业务助力构建数字建筑产业平台。

图 1：公司的壁垒



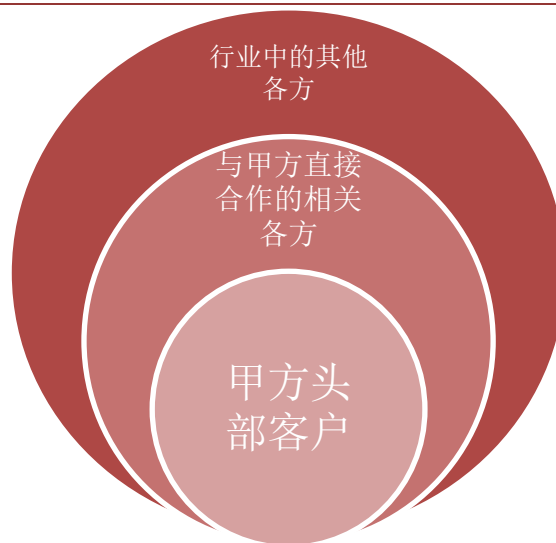
资料来源：招商证券

1、建筑信息化市场集中度高，公司赢者通吃

1.1 建筑软件对于精确性的要求极高，赢者通吃，网络效应明显

获取具有议价权的甲方头部客户，可迅速获取长尾客户，蚕食建筑信息化市场。建筑软件，比如工程造价软件，往往需要甲乙双方协同工作，核对数据。若各方使用同一软件将极大降低转换成本，沟通成本。同时，在国内建筑市场，建设单位（甲方）具有极大的话语权。因此，一旦甲方头部客户选择使用广联达，必然会带动中介机构、设计院等各方也使用广联达。这种极具行业渗透性的方式，将会成为广联达在造价软件、BIM 技术上的重要竞争优势。

图 2: 获取具有议价权的甲方头部客户, 可迅速获取长尾客户



资料来源: 招商证券

大型房地产企业、建筑企业具有跨地域性, 倾向于使用全国通用软件。建筑行业的资源集聚效应明显, 大型房地产企业、建筑企业虽然数量不多, 但占据该行业收入与利润的半壁江山。广联达作为能够使用各地计价方法的全国通用软件, 是大型房地产企业、工程企业的首选。同时, 这些优势方的选择, 势必会影响小企业、小分包商的选择。截至 2016 年底, 全国共有建筑业企业 83017 个, 具有特、一级资质的建筑企业近为 7711 个, 但承包半数的利润总额。

表 1: 特、一级资质企业 2016 年主要指标数据

特、一级资质企业 2016 年指标值		占全部资质以上企业比重 (%)
新签工程承包合同额 (亿元)	136475	64.14
建筑业总产值 (亿元)	113681	58.73
营业收入 (亿元)	105228	
房屋建筑施工面积 (万平方米)	837000	66.21
房屋建筑竣工面积 (万平方米)	243429	57.63
利润总额 (亿元)	3355	49.74

资料来源: 2016 年建筑业发展统计分析, 招商证券

1.2 行业准入门槛高, 新进入者少

相较于财税等行业, 建筑信息化市场需要极强的行业经验和客户资源, 行业壁垒较高:

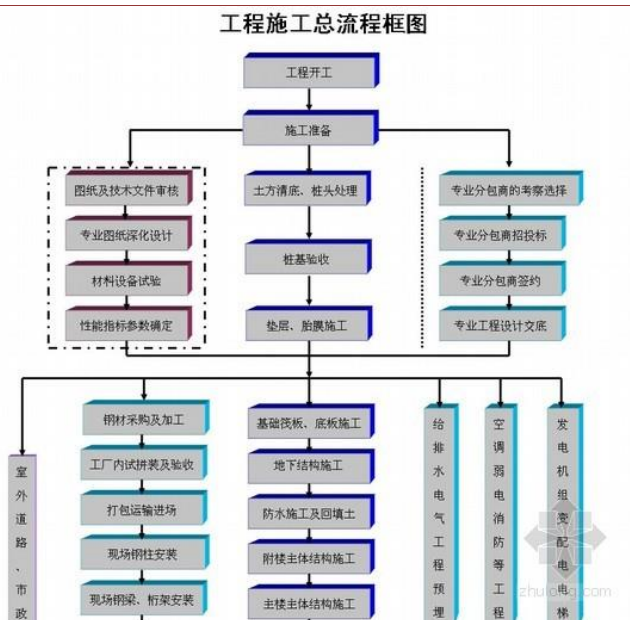
(1) 用户群体具有多样性, 且彼此业务重叠范围小却又环环相扣, 使得建筑信息化产品趋向细分与相互联结, 对于研发能力要求高; (2) 工程造价、工程施工管控、BIM、PM 均涉及到工程工地内的很多的细节问题, 无一不需要深厚的建筑业务积累和沉淀。单纯拥有先进技术, 并不能设计出符合建设方、设计方、施工方用户习惯的产品; (3) 建筑物类型多样, 在成本核算、可行性分析、风险管控等方面差异巨大, 通用产品无法满足精细化的需求; (4) 由于建筑市场的头部效应明显, 如何获取优质头部客户, 在全国范围内下沉销售渠道也是一大难点。因此, 其他领域的巨头, 比如 BAT, 并不能轻易复制其在另一领域的成功模式。毕竟, to B 与 to C 在产品设计、销售推广方面, 打法迥异。

表 2: 建筑信息化市场的复杂性

用户群体的多样性	建设方、施工方、中介公司、政府部门、设计院、造价人员、施工现场专业岗位人员、房地产企业、建材厂商、专业院校
涉及流程的复杂性	规划设计阶段: 设计、造价人员进行方案估算、项目建议、可行性研究等 决策阶段 交易阶段: 建材、设备等 施工阶段 管理要素: 进度、成本、质量、沟通 生产对象: 场地、建筑物主体 (结构、机电、装修)、模板脚手架、临时设施 生产要素: 人、材料、机械 运维阶段 住宅房屋、厂房及建筑物、基建 (民用机场、地铁工程、市政公路、水工工程等)、工业工程 (石油石化、电力、冶金、煤炭等)
建筑类型的多样性	

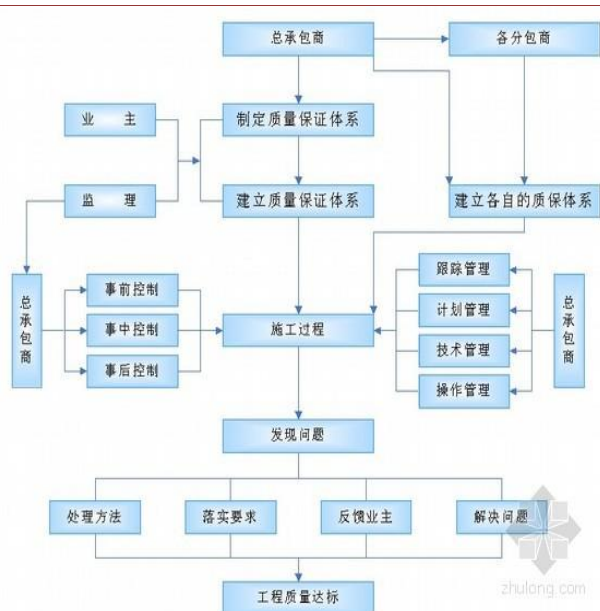
资料来源: 招商证券整理

图 3: 工程施工总流程图



资料来源: 互联网、招商证券

图 4: 建筑物承包流程图



资料来源: 互联网、招商证券

1.3 建筑信息化市场竞争格局逐渐明晰

1.3.1 造价软件市场，广联达独领风骚

在造价软件市场，广联达的优势地位无可撼动。在建筑信息化领域，造价软件市场的成熟度最高，竞争格局稳固。凭借十多年的行业经验、技术优势和销售渠道，广联达的造价软件市场占有率超过 50%，稳居市场第一。正如前述所说，造价软件对于精确性的要求极高，具有明显的网络效应。未来，广联达造价软件将继续向“云+端”模式转变，降低初始投入成本，预计优势地位将更加突出，而四川宏业、广西博奥等地方性软件的部分市场将逐步被其取代。

表 3：广联达与造价业务主要竞争对手对比

造价业务主要竞争对手	各厂商造价业务 vs. 广联达造价业务
鲁班软件	(1) 只关注于算量，无配套计价软件；而广联达有算量和计价软件，对接方便； (2) 算量软件建立在 AutoCAD 平台上，若用户使用盗版 CAD，可能会出现错误。
清华斯维尔	(1) 最初竞争优势是将算量软件与算量钢筋整合在一个软件之中，随着广联达三维算量软件与算量钢筋二合一软件升级，在多处功能方面已无明显优势； (2) 算量软件建立在 AutoCAD 平台上，若用户使用盗版 CAD，可能会出现错误。
PKPM	在结构设计软件领域独占鳌头，但在造价软件市场市占率很低。

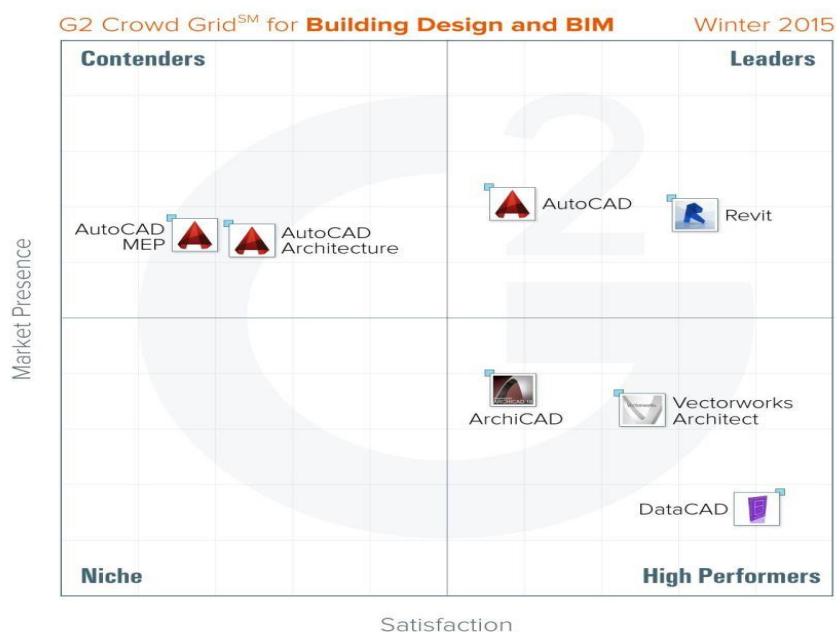
资料来源：招商证券整理

1.3.2 新兴的 BIM 市场，广联达有潜在竞争优势

BIM 市场尚未成熟，前期需要大量资金投入研发，具有完整产品线的广联达输血 BIM 业务的能力突出：(1) BIM 技术（建筑信息模型，Building Information Modeling）以建筑工程项目的各项相关信息数据作为基础，建立起 3D 模型，其中包括 CAD，云协作，信息关联，风险模拟等诸多内容，要求开发者有深厚的技术实力和行业经验。广联达的自主研发实力雄厚；(2) BIM 市场尚未成熟，广联达完整的产品线将能给予 BIM 产品以雄厚的资金支持和客户导流。目前，BIM 产品主要应用于样板工程，在全行业渗透尚需时日。目前，主要竞争者为鲁班、品茗（新三板企业）、鸿业（新三板企业），广联达的资金和技术实力雄厚。

国外 BIM 市场，寡头竞争格局明显，客户倒流逻辑对于国内市场有借鉴意义。国外巨头 Autodesk 凭借 AutoCAD、AutoCAD Civil3D、Navisworks 等多款优势产品积累的行业经验，推出 BIM 产品——Revit & BIM360，涵盖 3D 建模，图纸、文档、数据管理和协作工具。在美国，建筑师和工程师往往决定了建筑承包商和分包商对于 BIM 软件的抉择，Autodesk 具有天然优势。在国内市场，当前 BIM 的推动者是政府、大型开发商、大型施工方。广联达深耕多年，有上百个项目在龙图杯和中建协 BIM 应用大赛中获得奖项，并积极参与 BIM 政策编制、BIM 标准编写。因此，有望从政府和大型建设方切入，占据国内 BIM 市场的主动权。

图 5: 美国建筑设计与 BIM 市场格局 (2015 年冬)



资料来源: G2 Crowd、招商证券

2、积极进行业务线再布局, 以满足客户的多样化需求, 构筑产品壁垒

2.1 不断扩张业务版图, 开发多款产品, 以满足客户与业务的复杂性

2016 年, 广联达实现营收 20.30 亿元, 同比上升 32.15%, 实现净利润 4.23 亿元, 同比增长 74.85%, 表现相当亮眼。公司产品线丰富, 产品数量和覆盖人群在同类公司中处于领先地位。

表 4: 公司产品丰富

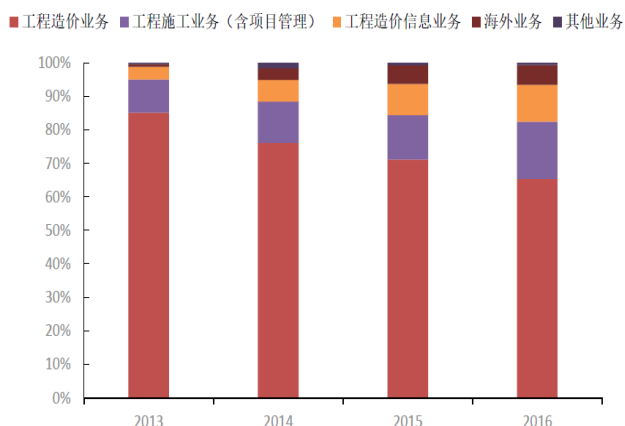
覆盖客户群体	建设方、施工单位、中介公司、设计院、专业院校、建材厂商、专业岗位人员、企业主及个人、房地产企业
产品类型	PC 端应用、移动端 APP、硬件端应用、行业产品、云空间、大数据、互联网金融
覆盖项目生命周期阶段	决策阶段、规划设计阶段、交易阶段、施工阶段、运维阶段
产品细分领域	工程施工、工程信息、工程造价、工程教育、电子政务、产业金融、广联云、广联 BIM、项目管理

资料来源: 招商证券整理

与此同时, 公司在横、纵两方面, 转移产品、业务重心, 独辟蹊径, 开发蓝海市场: (1) 业务重点由交易阶段转向信息化渗透率较低的施工阶段, 并推出多款产品。2016 年工程施工营收增速高达 69.85%, 远高于公司的整体水平。公司对于传统业务——工程造

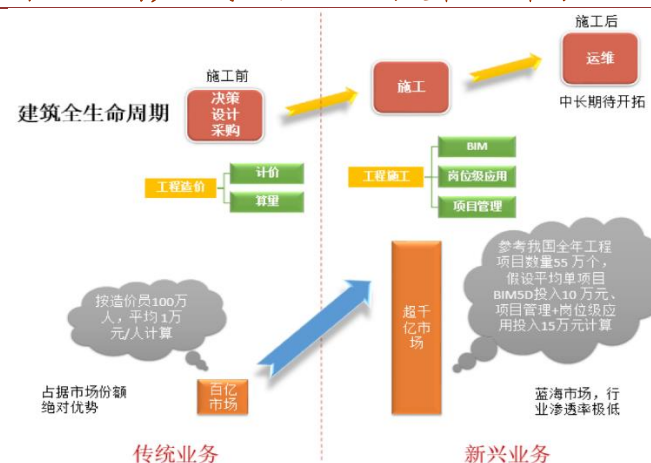
价的依赖不断降低,整体营收占比从 2013 年的 84.52%下降到 2016 年的 65.37%;(2) 在工程造价领域,率先细分产品,从发展成熟的房建工程造价,转向尚处于空白的基建工程造价和工业工程造价市场。同时,借力造价业务的客户资源和行业优势,积极发展工程造价信息业务,增强客户粘性,为转型数字建筑产品平台和服务提供商奠定基础。

图 6: 公司业务占比变化情况



资料来源: 公司年报、招商证券

图 7: 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

2.1.1 丰富岗位级施工产品, 逐步渗透进信息化水平低下的施工业务

不断打造专业化的岗位级工具,以点带面,抢占施工信息化市场高地。公司坚持“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。围绕 BIM 技术在施工业务中的核心应用,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。积极推广 OTO 模式,在宣传、运营上创新,2016 年实现覆盖施工技术类人员超过 10 万人。同时,优质的岗位级施工产品也为项目管理业务线奠定基础。

图 8: 多款岗位级施工产品国建筑设计 with BIM 市场格局 (2015 年冬)

钢筋现场管理软件GSI 施工安全设施计算软件GAQ

钢筋计划控量软件GJH 施工云资料软件GZL

CAD快速看图 云翻样软件GFY



资料来源: 招商证券整理

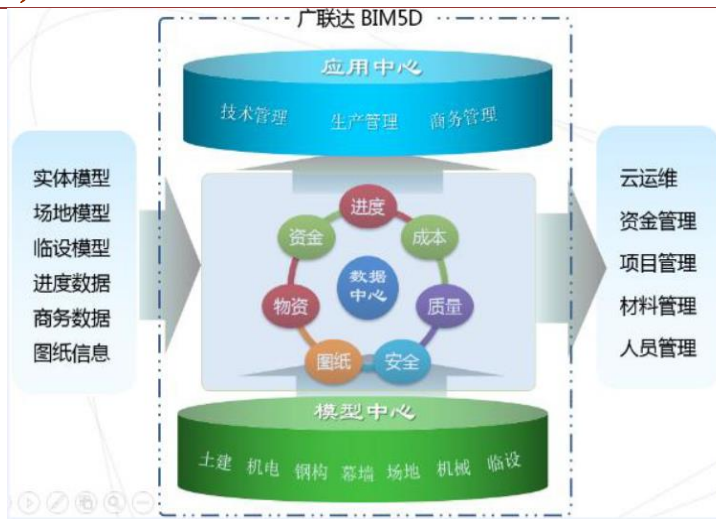
2.1.2 项目管理实现技术+模式升级，助力施工方精细化施工

项目管理业务线积极向物联网、云+端、大数据模式转型，为大数据服务奠定基础。近几年，施工方项目减少，利润下降，大型建筑企业开始注重节流和内控。广联达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、企业定额平台等多款基于新模式的产品及服务。比如，公司与云南建投物流合作集采履约系统——“云上营家”。同时，多平台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。

2.1.3 施工阶段 BIM 产品——BIM 5D，拥有超百亿市场空间

打造核心产品 BIM 5D，在百亿级市场中具有明显先发优势：（1）BIM 5D 围绕“多岗三端一云”产品架构持续迭代，以 BIM 云为协同应用中心，让数据在建筑全生命周期动态化，解决困扰建筑行业多年的前后端对接问题。通过桌面端、Web 端和移动端的应用，BIM 可以帮助掌握所有项目资料，把模型、数字、合同一一对应，以解决追踪进度、工程核算和责任追究等问题。该业务线的企业级 BIM 云平台，能够帮助企业管理者全面实时的把握企业工程进展和资源需求，进行高效准确的物资、资金、劳动力等集中管控，实现企业资源的集约化管理；（2）BIM 市场容量将超百亿元。以国内每年约 50 万个项目，平均每个项目约 10 万元估计，BIM 5D 的潜在市场空间将超百亿。2017 年 7 月 1 日，《建筑信息模型应用统一标准》正式实施。预计未来，将会有更多的中高端工程项目和大型甲方、建筑厂商应用 BIM 产品。不论全国的地产新开工增速如何，每年大型建筑商的中高端项目量都比较稳定，将催化 BIM 市场稳步增长；（3）公司优质客户资源与 BIM 推动方重合度高，有望占据先发优势。如前文所论证，BIM 市场尚未成熟，需要有大量资金投入研发，加之公司部分优质客户资源为 BIM 推动的主力军，有望抢先占据 BIM 市场高地。

图 9：BIM 5D 产品



资料来源：公司公告、招商证券

2.1.4 “基建+工业工程”，赋予传统造价业务新的增量市场

不断推出“基建+工业工程”产品，细分工程造价业务客户群。当前，房建增速不断放缓，

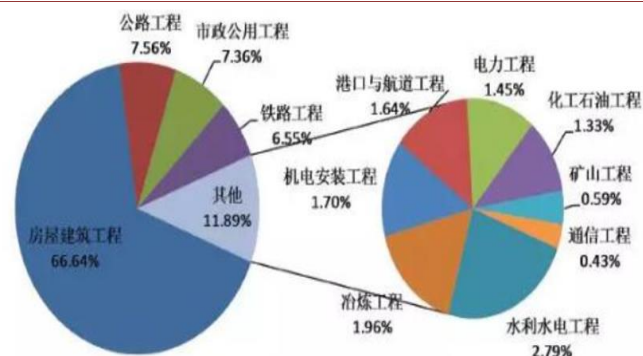
工业工程和基础设施在建筑业中的业务体量不小，但两者的造价业务尚未被开发。近年来，以铁路总公司为代表的一系列基建领域“标杆”的市场化进程逐步开启，公司及时调整产品结构，推出一系列新产品。在行业上涵盖民用机场、地铁工程、市政公路等重点基建领域，以及石油石化、电力、冶金等主要工业工程方向。在产品类型上包括计价和算量两大板块。目前已经拥有北京通州新城等标杆案例，2016 年市政算量新品在全国的实际工程数量达 2200 多个。

图 10：“基建+工业工程”造价软件



资料来源：招商证券整理

图 11：2016 年 12 个类别的特、一级施工总承包企业建筑业总产值



资料来源：2016 年建筑业发展统计分析、招商证券

2.2 与竞争对手相比，广联达产品布局清晰，受众广泛，直击用户痛点

广联达产品丰富，受众广泛，使用场景丰富：（1）与鲁班、品茗、鸿业、PKPM 等竞争对手相比，广联达的产品线最为丰富，从造价、施工等主线延伸的多模块产品受众清晰，满足多样化需求；（2）除广联达、鲁班、用友建筑之外，其余厂商并未开发云化产品和云平台；（3）广联达产品覆盖 PC 端应用、移动端 APP、硬件端应用、云空间等，以适应用户多场景需求。

“二新业务”聚焦尚未被开发的蓝海市场：（1）转向信息化程度低的千亿级施工市场，竞争对手少，市场潜力大，且云计算+移动网络+GIS+RFID 等技术将催熟施工信息化市场；（2）BIM 软件基于自主平台开发，技术实力强，行业经验、客户资源丰富；（3）细分造价软件市场，抢占基建+工业工程的建设红利。

表 5：建筑信息化行业主要竞争对手与广联达对比

建筑信息化行业主要竞争对手	各厂商主要业务 vs. 广联达主要业务
鲁班软件	BIM 软件：实力强劲，拥有丰富的行业经验，客户资源和技术支持。是广联达在 BIM 市场的最大竞争者。同样采取云平台，打造鲁班驾驶舱、鲁班浏览器、鲁班移动应用等多款 BIM 产品，区分房建 BIM 系统与市政 BIM 系统，拥有多个 400 多个 BIM 实践案例。
	造价软件：产品单一，仅聚焦于算量，且未细分行业
	工程施工：没有单独的产品线

PKPM	主要集中于结构设计软件领域，BIM 业务也主要聚焦于 BIM 设计方向，与广联达业务重合度不高
鸿业	BIM 软件：基于 Autodesk 的 Revit 平台的二次开发，自主研发能力较差 主要集中于管线和城市规划业务，与广联达业务重合度不高
品茗	BIM 软件：基于 Autodesk 的 Revit 平台的二次开发，自主研发能力较差 造价软件：有算量和计价软件。在细分行业中，仅有水利工程造价软件 工程施工：有品茗施工安全设施计算软件、品茗施工资料编制与管理软件、品茗施工现场平面布置图绘制软件等多款软件
斯维尔	BIM 软件：行业经验丰富，有不少优秀案例；基于 Autodesk 的 Revit 平台和 CAD 平台的二次开发，BIM 产品还是聚焦于计价、算量、绘图，对于施工阶段的 BIM 开发较少 造价软件：基于 AutoCAD 软件进行算量开发，且尚未细分市场 工程施工：典型案例较多，且开发多款产品，与广联达形成直接竞争
用友建筑	2016 年成立，基于云平台，打造物资、设备、成本、技术、安全、质量等业务主线。结合用友在财税、ERP 等技术优势，更倾向于对人、物、财的项目管控业务。缺少 BIM、造价、施工业务等技术含量更高的业务，业务重合度不高

资料来源：招商证券整理

2.3 贯穿产品生命周期的服务能力，保持业内领先

广联达的产品服务能力和用户体验突出，成为获客的一大优势：（1）建筑信息化行业对于精准度和专业化的要求极高，且一个建筑工程周期长，产品覆盖用户广泛，用户的操作能力差距大，需要贯穿产品生命周期的优质服务；（2）广联达拥有强大的销售、售后服务渠道和相关支持人员，开通服务热线，在业内以售后服务质优而闻名；（3）针对专业性强的产品，比如 BIM，有体验学习课程和用户提高课程，为用户提供一站式服务；（4）会根据用户反馈和产品体验，不断更新产品，改进服务。

3、唯一一家建筑信息化 A 股上市公司，持续投入高额研发，构筑资本壁垒

3.1 建筑信息化领域需要持续不断的高额资本投入

由于技术难度与产品细分，建筑信息化行业的整体研发成本呈明显上升趋势：（1）BIM、PM、CAD 等产品技术门槛高，需要持续投入研发。当前产品需要结合图形技术、云计算、室内定位技术等最新研发成果，方能开发出具有竞争力的 BIM、PM 产品；（2）不断细分市场，打造符合不同用户需求的多模块产品。目前，建筑信息化行业的趋势就是细分客户群体，在云平台上提供多款产品，多项模块供用户选择，并根据不同的订阅服务进行差异化定价。这种精细化开发和升级需要投入更多的人力、财力。

在这一大背景下，近两年国内建筑信息化软件公司纷纷融资，以补充研发资金，维持高额技术、产品投入，布局 BIM 等相关市场。

表 6: 近两年国内建筑信息化软件公司融资情况

公司	融资时间	融资方式	融资金额
鲁班	2016 年	晨晖资本、长江会基金领投, 联合嫁沃资本、筑+资本等多家机构 A 轮融资	3 亿元
鸿业科技	2015 年	非定向发行股份	2310 万元
斯维尔	2016 年	非定向发行股份	2535 万元
品茗股份	2017 年	新三板股票定向发行	拟募集 4200 万元 -5600 万元

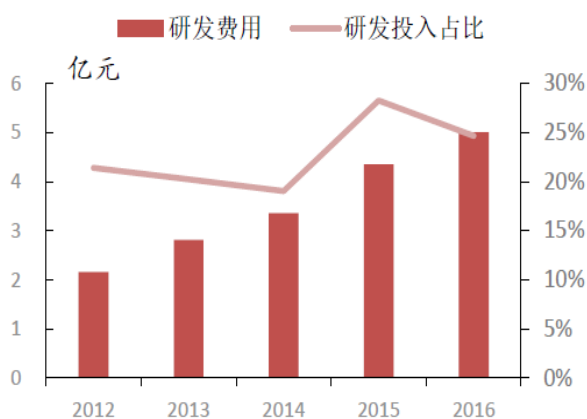
资料来源: 招商证券整理

3.2 为了保障产品的领先优势, 公司借力 A 股平台, 加大研发投入

公司是建筑信息化软件中的唯一一家 A 股上市公司, 募集资金能力强, 具有明显的融资优势。在 2010 年 IPO 融资 14.5 亿元之后, 公司于 2016 年发行 5 年期公司债券 10 亿元, 以补充流动资金, 维持高额研发投入。

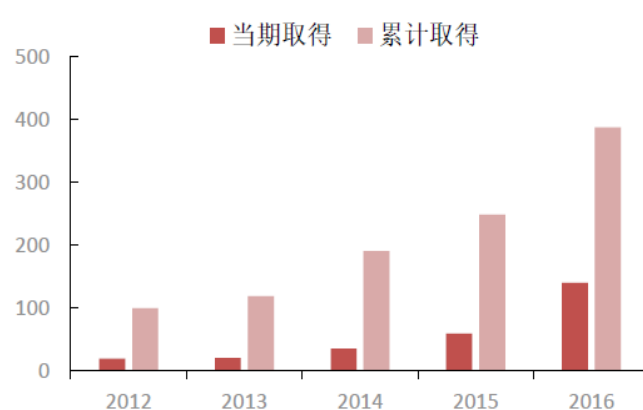
公司研发投入不断增加, 处于同行业领先水平。公司是国内少有的基于自主平台进行 BIM、造价软件开发的公司。国内大多数公司都是基于 Autodesk 的 Revit 平台和 AutoCAD 进行二次开发。2016 年, 公司研发支出突破 5 亿元, 近 3 年来的平均研发投入占比约为 24%, 同期 A 股计算机上市公司的平均研发投入为 11.35%。与此同时, 软件著作权和专利方面也保持突飞猛进的增长。高额的研发投入是公司不断拓宽产品版图, 切入新业务的重要基石。

图 12: 公司研发费用与研发投入占比情况



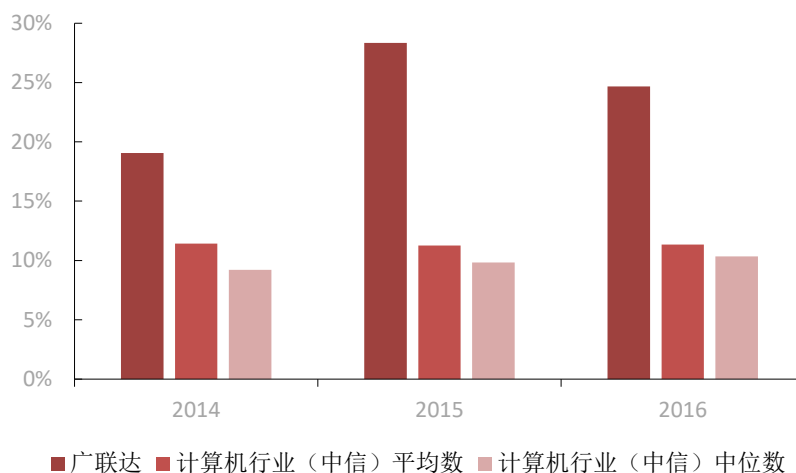
资料来源: Wind、招商证券

图 13: 公司专利与软件著作权情况



资料来源: 公司年报、招商证券

图 14: 广联达与计算机行业（中信）研发支出占比情况



资料来源: Wind、招商证券

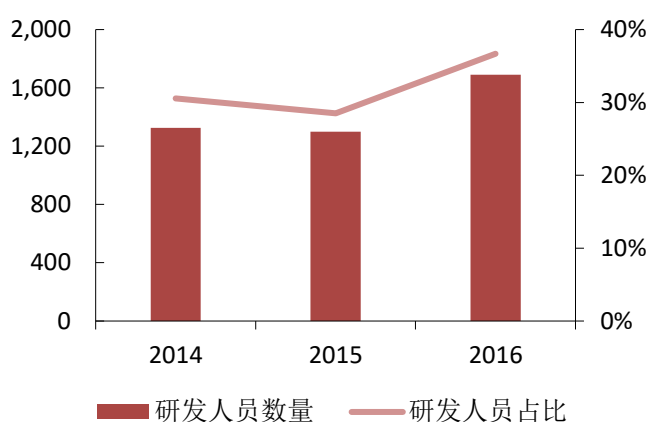
公司投入大量资金实施“精兵强将”计划，以吸引优秀的研发、管理人才。2016 年，研发人员 1691 人，同比增加 30.18%，研发人员占比已上升至 36.68%。平均职工薪酬也保持逐年上升趋势。同时，公司在硅谷设立大数据研究中心，研发数据收集、数据仓库和存储计算、机器学习和文本挖掘以及查询服务等方面的关键技术。

图 15: 2014-2016 年人均薪酬情况（万元）



资料来源: Wind、招商证券

图 16: 2014-2016 年研发人员数量与占比情况



资料来源: 公司年报、招商证券

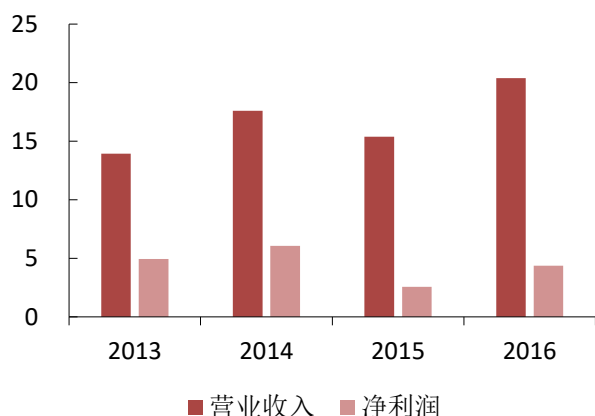
4、云+大数据+产业平台，打造未来的竞争壁垒

4.1 多条产品线步入“云端”摆脱周期性依赖

云化产品推广进展迅速，客户转化率高，基本渡过 SaaS 转型阵痛期。2017 年 7 月 28 日，广联达公布 2017 年 H1 业绩快报，实现营收 9.10 亿元，同比增长 15.65%，实现归属上市公司股东净利润 1.42 亿元，同比增长 32.66%，再次保持 2016 年的强劲上升势头。之前，计价套装软件的价格为 7000-8000 元，转为 SaaS 年费模式后为 2000-3000 元。2017-2018 年，是全国定额库、清单库和国家建筑标准设计图集（16G

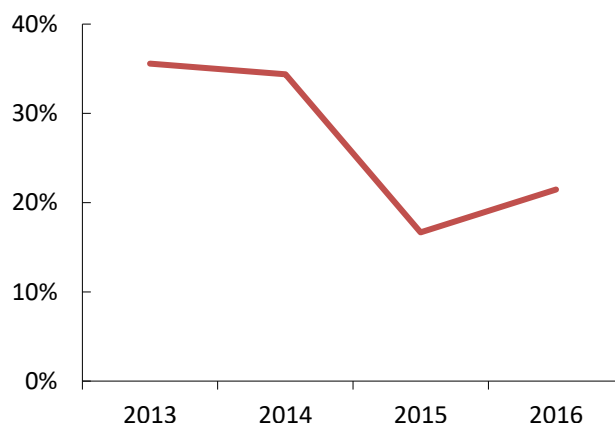
新平法)的更新时期,公司能够以此为契机,加速推广“云+端”的新产品,以达到盘活存量客户的效果,降低SaaS服务的获客成本。同时,新一代云计量产品有望在2017年内面世,带动相关用户增长。从中长期来看,造价业务的云化可以让广联达摆脱先前对于房地产新开工增速的依赖性,提前迈入建筑业的“存量时代”,收入结构将更加健康。

图 17: 2013-2016 年营业收入、净利润(亿元)



资料来源: Wind、招商证券

图 18: 2013-2016 年净利润/营业收入



资料来源: Wind、招商证券

与华为云合作,深化施工业务产品和 BIM 产品。2017 年 6 月,公司携手华为布局公有云和私有云解决方案“建筑云”。依托广联达的专业应用软件和平台,以及华为的物联网技术能力,双方将整合形成智慧工地和智慧建筑解决方案,帮助工程项目提高建造阶段的参建各方协作能力和沟通效率,提高项目可视化、科学化和智能化管控水平和决策能力。

4.2 行业数据成为重要资产,为今后的增值服务奠定基础

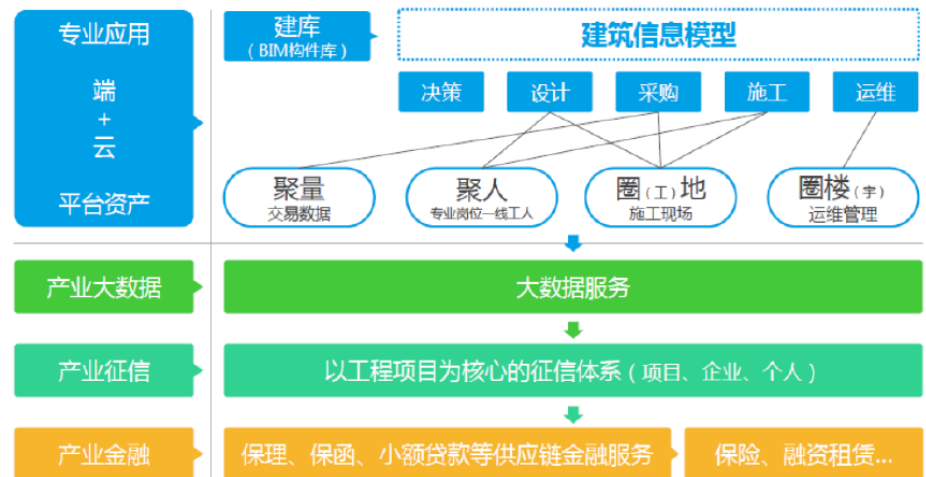
公司提前布局大数据板块,工程信息化业务营收快速增长。借助产品中沉淀的大数据,公司已经拥有 6000 多个已完工工程的详细成本数据、800 万条工程量清单数据、全国 200 多个城市的实时交易信息等。目前,美国硅谷大数据研究中心及国内大数据技术团队拥有国际先进的大数据关键技术,为打造行业领先的大数据平台奠定坚实基础。未来依托大数据平台,可以更好的打通专业应用所积累的业务与行为数据,从而延展更大价值的专业服务。

4.3 打造数字建筑产业平台,构建生态壁垒

通过自身产品+产业数据+API 接口,留住客户,构建产业生态:(1)公司产品丰富,受众广,客户粘性大;(2)产品沉淀大量产业数据与客户资源,能够进行更深层次的应用。比如 B to B 交易,造价数据服务;(3)公司开放产品与各行业其他厂商的产品进行无缝对接,建立与合作伙伴共赢的良好机制。公司积极开拓软件与硬件产品的连接,与多个硬件厂商合作,形成智慧工地的解决方案,为客户提供劳务通、物料通等多种软硬结合的整体产品方案。

电商+金融打开未来产业空间：（1）在工程项目成本管理管理中，材料、设备价格地域性强，价格不透明，公司建立建筑行业物料标准数据库，并借助强大的客户资源，推出广材网，现已积累 3 万+用户。由于建材 B to B 市场的交易具有低频大额的典型特征，未来随着用户数的增加，流量价值将会逐步体现；（2）建筑工程的周期长，金融服务是刚需。公司拥有多块牌照，广联达金融旗下包括金服公司、互联网小贷与商业保理，2016 年累计发放贷款突破 2 亿元，实现翻番增长，且无不良贷款。未来，公司还会根据需要布局支付、融资租赁业务，结合大数据，打造更深层次的产业金融。

图 19：公司业务布局



资料来源：公司公告、招商证券

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态势；
- 2) 造价产品云化推进顺利；

“强烈推荐-A”评级：我们认为公司已构筑了很强的竞争优势，行业有望实现赢者通吃的局面，公司将进入新一轮的高速增长期。2017 年是公司最好的投资时期，市场分歧和预期差依旧很大。我们维持公司 2017~19 年 EPS 为 0.54、0.73、0.89 元。维持“强烈推荐-A”评级。

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 20: 广联达历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 21: 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

资料来源：公司数据、招商证券

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	83.2	47.1	33.2	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

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。

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。