安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 09 月 03 日

广联达（002410.SZ）

公司深度分析

证券研究报告

行业应用软件

以云巅启示录，瞭望广联达转型远景

■风物长宜放眼量，奉上传统软件企业云转型的“启示录”。这是一篇与众不同的广联达深度报告，我们并未像绝大多数报告那样纯粹站在公司各项业务的角度上，对建筑行业信息化翘楚——广联达进行逐块分析。而是主要选择以传统软件公司“云转型”这一大的行业主线为出发点，透过海外成功实现 SaaS 转型的标杆企业们的“发展轨迹”，试图寻觅、归纳出一些核心的要素或财务指标，作为广联达云转型之路的“启示录”，帮助投资者更清晰的“瞭望”企业的未来。风物长宜放眼量，对标海外云转型巨头们的发展历程与市值攀升之路，我们不妨看的更长远一些！

■他山之石，有“迹”可循，关键财务指标佐证广联达云转型顺利推进。从企业实际经营要素乃至升华到经济学 DCF 模型的高度来看，传统软件厂商的 SaaS 转型背后，隐含的是企业内在价值的大幅提升。参考海外“先行者”Adobe、Microsoft、Autodesk 的云转型经验，垂直细分领域王者是其典型特征与“心理底牌”。SaaS 转型后，由于收入确认方式不同，预收款与营业收入之间存在着“微妙的变化”，同时销售费用率迅速下降。中长期来看，经营性现金流的质量得到提升，且研发费用率下降，收入增速与净利润率“先降后升”的背后实则存在理性的逻辑。上述“启示录”可以使我们更好的了解广联达乃至其他传统软件企业云转型的进度与质量。建筑行业“两库更新”的预期成为广联达实现 SaaS 转型的重要催化剂，从公司最新一期的财报来看，销售费用率、预收款等核心指标与“他山之石”的“转型历程”颇为吻合，这也从侧面佐证了公司的云转型正在顺利推进之中。

■工程施工领域有望再造一个广联达：2017 上半年工程施工业务共完成营业收入 1.89 亿元，同比增长高达 70.86%。工程施工信息化的市场规模接近千亿，行业渗透率又极低，足以再造一个广联达！BIM 产业引领建筑业信息化发展的革命乃是大势所趋，在施工阶段重点推广并以 BIM 结合 PM（项目管理），重点针对项目成本与进度，是广联达基于反复实践且用了 8 年时间趟出来的“真知”，如今得到了业绩的充分检验。外加补贴等重磅激励政策的落地，BIM 业务有望迎来高成长期。

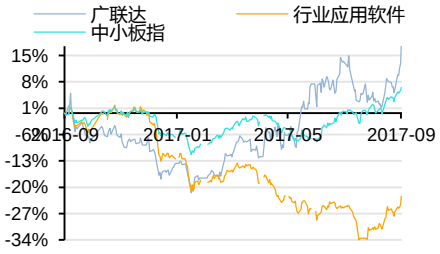
■投资建议：借助“两库更新”这一行业性事件的催化，公司有望成为计算机板块率先完成纯内生 SaaS 转型的公司，标杆意义重大。预计 2017-2018 年 EPS 分别为 0.50 元和 0.69 元，“买入-A”评级，6 个月目标价 25.00 元。

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价：	25.00 元
股价（2017-09-01）	19.46 元

交易数据

总市值（百万元）	21,782.78
流通市值(百万元)	16,866.32
总股本（百万股）	1,119.36
流通股本(百万股)	866.72
12 个月价格区间	13.28/19.46 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.41	1.2	4.62
绝对收益	14.07	15.76	10.69

胡又文 分析师
SAC 执业证书编号：S1450511050001
huyw@essence.com.cn
021-35082010

徐文杰 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517070001
xuwj@essence.com.cn
010-83321050

相关报告

广联达：关键财务指标佐证云转型顺利进行——广联达 2017 中报点评/胡又文	2017-08-24
广联达：老产品顺利转型云服务，新产品同比增速喜人/胡又文	2017-03-31
广联达：业绩符合预期，转型效果初显/胡又文	2016-10-26
广联达：业绩强劲反弹，加速向建筑产业互联网平台服务商转型/胡又文	2016-08-25
广联达：增持彰显信心，转型成效初显/胡又文	2016-07-18

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■**风险提示：**转型进度低于预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,539.4	2,039.4	2,508.4	3,210.8	4,013.5
净利润	242.0	423.1	563.6	772.0	1,035.6
每股收益(元)	0.22	0.38	0.50	0.69	0.93
每股净资产(元)	2.45	2.64	2.86	3.14	3.52

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	90.0	51.5	38.6	28.2	21.0
市净率(倍)	8.0	7.4	6.8	6.2	5.5
净利润率	15.7%	20.7%	22.5%	24.0%	25.8%
净资产收益率	8.8%	14.3%	17.6%	21.9%	26.3%
股息收益率	1.0%	1.5%	1.6%	2.1%	2.9%
ROIC	10.8%	23.4%	36.8%	72.0%	91.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

内容目录

1. 传统软件企业的 SaaS 转型之路是否有"迹"可循？ 5
1.1. 探寻传统软件企业 SaaS 转型的深刻原因 5
1.2. 海外先行者的成功转型之路，实则有"迹"可循 6
2. 以他山之石为鉴，观广联达云转型之路 11
2.1. 白马涅磐入云端，开启再造自我之旅 11
2.2. 关键财务指标佐证云转型顺利进行 12
3. 工程施工业务有望再造一个广联达 15
4. 核心高管巨额增持+两期员工持股计划，上下拧成一股绳 18
5. 投资建议 19
6. 风险提示 19
附：传统软件 SaaS 转型企业 VS.SaaS 初创企业 20

图表目录

图 1：从 DCF 模型角度解释 SaaS 模式对企业价值的提升 6
图 2：Adobe 领跑数字内容制作软件市场 6
图 3：Microsoft 凭借 office 在办公软件市场一骑绝尘 6
图 4：SaaS 转型后公司股价的涨幅显著超越指数 7
图 5：SaaS 产品采用的会计处理方式对营收和预收款的影响（单客户角度） 7
图 6：Microsoft 近年营收与预收款情况（单位：亿美元） 8
图 7：Autodesk 近年营收与预收款情况（单位：亿美元） 8
图 8：Adobe 经营性现金流净额/营业收入变化情况 8
图 9：Microsoft 经营性现金流净额/营业收入变化情况 8
图 10：转型 SaaS 打击盗版后 Adobe CC 潜在客户预测规模增长迅速（万人） 9
图 11：Adobe 开启全面转型后销售费用率迅速下降 9
图 12：Adobe 开启全面转型后研发费用率逐步下降 10
图 13：研发费用的主要构成因素 10
图 14：Adobe 转型之路关键财务指标（单位：十亿美元） 10
图 15：广联达发展历程 11
图 16：广联达转型升级的方向 11
图 17：广联达云计价产品 12
图 18："两新业务"收入占比不断提升 13
图 19：广联达在开启云转型之后销售费用率持续下降 13
图 20：公司预收款实现大幅增长（单位：亿元） 14
图 21：公司工程施工业务收入实现快速增长（单位：亿元） 15
图 22：广联达工程施工业务的核心要素 15
图 23：广联达工程施工业务产品形态发生转变 15
图 24：广联达 BIM 应用二次开发平台——BIMface 16
图 25：广联达 BIM 业务的演进趋势 16
图 26：国内 BIM 市场达到百亿规模 16
图 27：初创型 SaaS 企业销售费用率逐步"高位降落" 20

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 1：SaaS 与传统软件在研发、销售、运维、收入确认等方面的对比 5
表 2：两库更新+16G 新平法成为公司 SaaS 转型的重要行业催化..... 12
表 3：国内 BIM 产业重磅激励政策落地 16

1. 传统软件企业的 SaaS 转型之路是否有“迹”可循?

1.1. 探寻传统软件企业 SaaS 转型的深刻原因

从企业经营角度，传统软件企业转型 SaaS 的背后有着深刻的原因。对比 SaaS 模式与销售 license 的传统软件厂商，两者在研发、销售、运维、收入确认等重要经营环节上均有着本质不同。SaaS 业态对于传统软件企业在经营模式上的提升是多维度的，这也是为什么近年来，在 Salesforce、Workday 等一批创新明星掀起 SaaS 产业革命的同时，国内外的传统软件巨头也纷纷转型 SaaS 的主要原因。

表 1：SaaS 与传统软件在研发、销售、运维、收入确认等方面的对比

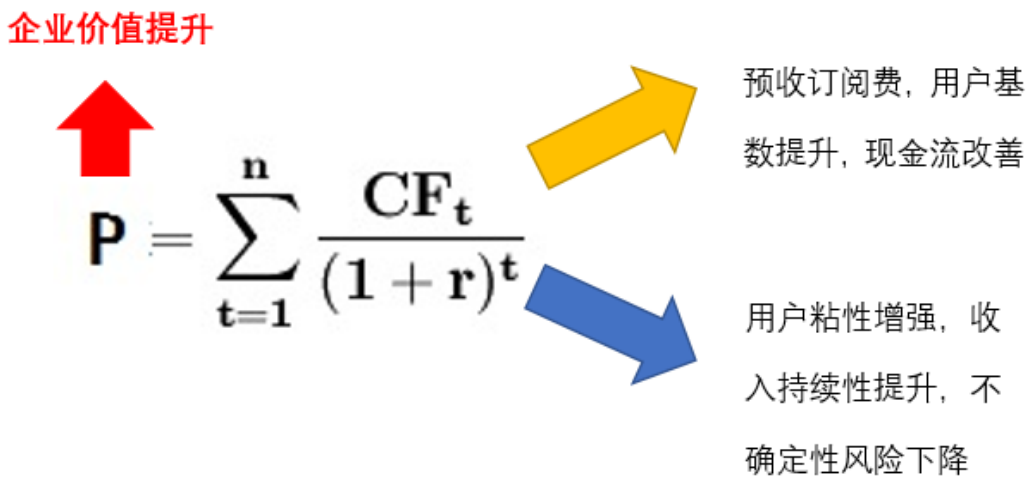
	传统套装软件	SaaS 订阅
研发模式	软件的持续版本换代更替需要持续的研发投入，营业额的提升往往靠新一版产品销售的驱动，高强度研发成为新版本诞生的重要根基。	由于采取了订阅模式，曲线的避开了传统套装软件的“创新困境”，尤其对于壁垒较高、缺少替代品的细分领域龙头，研发压力明显下降。
销售模式	传统软件销售多采用渠道+直销，新客户的拓展和老客户的软件版本换代是公司收入的主要来源，销售投入力度较大。	以电商直销模式为主，渠道分销投入下降，且有利于接触长尾客户，客户覆盖范围扩大，销售费用率较低。
运维模式	一对多模式，即维护人员必须同时维护多套在本地化部署的软件，维护成本高，维护效果不够理想。	一对一模式，即维护人员只需维护 SaaS 部署的一套软硬件运行环境即可。效率高，成本低。
收入确认方式	销售完成后，多数在当期确认收入和成本费用。	按照年费或月费模式收取订阅费，预收款在随后的订阅周期中逐步确认为收入

资料来源：安信证券研究中心

从经济学理论角度，看转型 SaaS 转型对传统软件企业价值的重估。经济学中的 DCF 模型本质上是通过对企业未来现金流进行折现来判断企业当前价值。公式结构上来看，分子端是企业未来的现金流，即赚取真金白银的能力；分母端是折现因子，即风险因素的量化体现。对于转型 SaaS 业态的传统软件厂商而言，在全新的模式下，预收的订阅费要早于收入的确认，且用户的基数得到了扩充，企业现金流的情况趋于优化，DCF 模型的分子变大。订阅模式同时增强了未来收入的持续性，增加了用户粘性，未来收入的不确定风险因素下降，DCF 模型的分母变小。企业价值在“分子变大”与“分母变小”的双重影响下得到了极大提升。因此 SaaS 业态的背后，立足企业经营的基本元素，又可以升华到经济学层面的意义，这也是为什么市场会对转型 SaaS 业态的企业进行价值重估的根本原因。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 1：从 DCF 模型角度解释 SaaS 模式对企业价值的提升

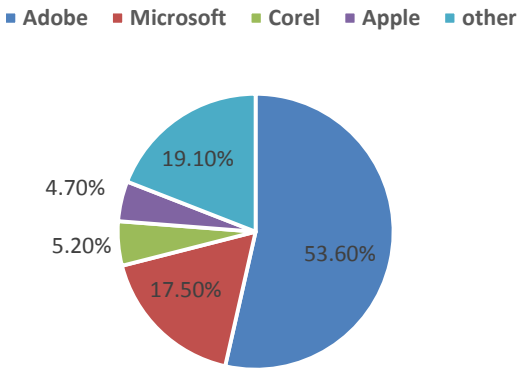


资料来源：安信证券研究中心

1.2. 海外先行者的成功转型之路，实则有“迹”可循

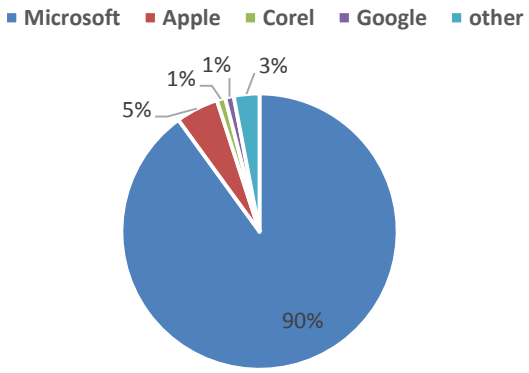
传统软件企业成功实现 SaaS 转型的典型特征——垂直细分领域王者。纵观全球范围内进行 SaaS 转型且较为成功的传统软件厂商，不难发现，多为各自细分领域的绝对龙头。如旗下拥有办公编辑软件明星产品 office 系列的 Microsoft、数字内容制作领域的行业翘楚 Adobe，以及工程设计领域的标杆公司 Autodesk。专业性带来了高壁垒，用户的依赖性强，使用黏性一旦形成又无满意的替代产品存在，这也是细分领域龙头厂商们敢于大刀阔斧进行产品形态转型的“心理底牌”。

图 2：Adobe 领跑数字内容制作软件市场



资料来源：Gartner，安信证券研究中心

图 3：Microsoft 凭借 office 在办公软件市场一骑绝尘



资料来源：Gartner，安信证券研究中心

1）Adobe 的 SaaS 转型始于 2012 年。为应对传统核心业务的疲软，其将公司传统创意软件业务进行了云化，推出了 Creative Cloud（CC）云服务。2013 年，公司宣布 CS 套件此后将不再更新，全面开启 SaaS 转型。Adobe 的转型获得了巨大成功，其市值从 4 年前 170 亿美元持续上涨了近 4 倍，达到目前 730 亿美元。

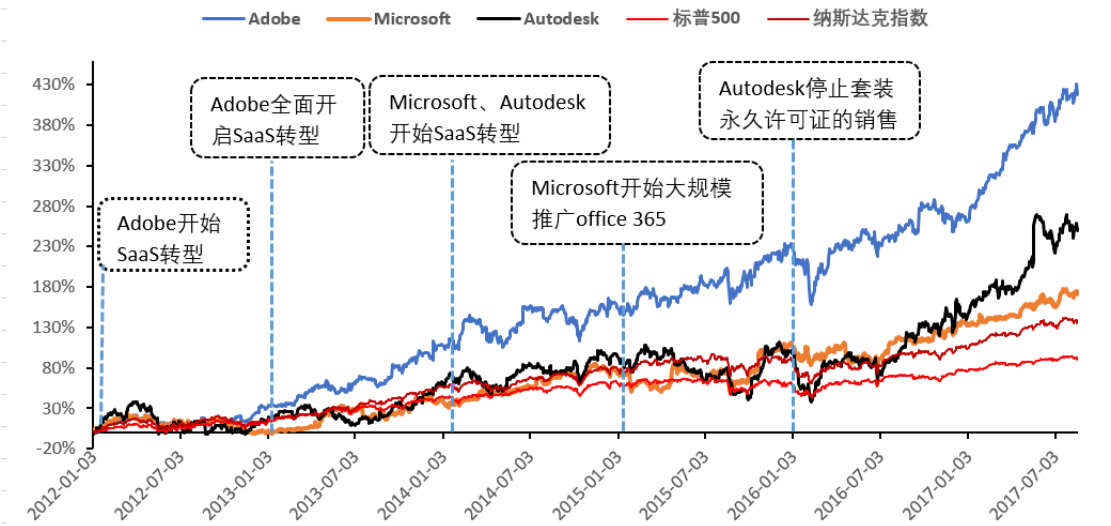
2）Microsoft 的 SaaS 转型始于 2014 年。CEO 纳德拉在 2014 年初上台后重整公司业务架

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

构，2015 年 9 月，Microsoft 开始在财报中将原本的五大业务调整为三个："生产力与业务流程"、"智能云"以及"更多个人计算"，并开始大规模推广 office 365。

3）Autodesk 的转型始于 2014 年。2008 年金融爆发危机后全球经济疲软，建筑行业与制造行业需求下滑，用户没有足够财力一次性购买价格高昂的 Autodesk 产品，导致对 Autodesk 各类产品需求均有所下降。为应对增长乏力的困局，公司于 2014 年对外宣布将进行云+端转型，并于 2016 年正式停止套装软件永久 license 的销售，同时全面引入 SaaS 订阅模式。

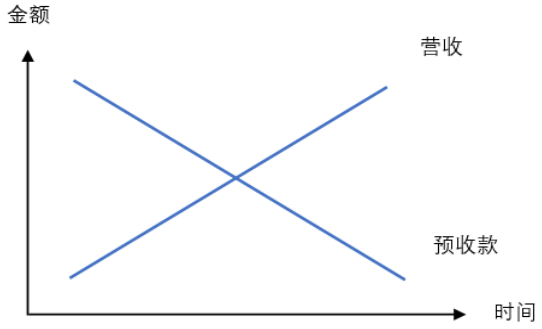
图 4：SaaS 转型后公司股价的涨幅显著超越指数



资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

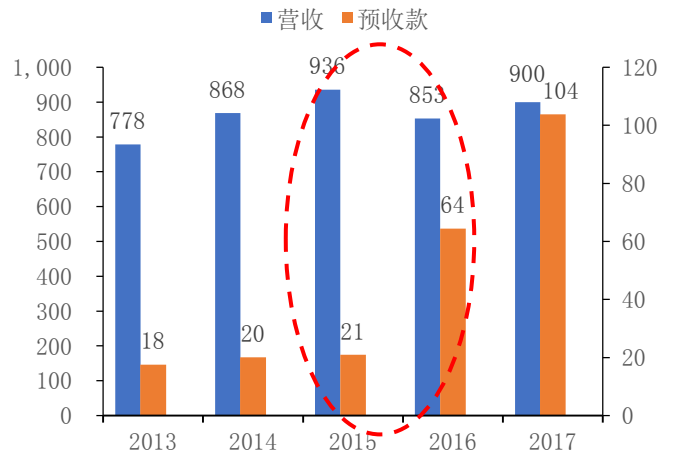
SaaS 转型后，预收款与营业收入之间发生了微妙的变化。企业在 SaaS 转型初期呈现出预收款大量增加，营收增速先放缓或所有下降，而后会逐步提升的情况。原因是：相较套装软件一次性销售的收入确认模式，SaaS 型公司通常采取按年预收订阅费、按月逐步确认营业收入的会计处理方式，从而带来了收入的递延，导致转型初期营收增速放缓或下滑。但随着公司 SaaS 产品销售的滚动，订阅人数逐渐增多，在原有用户留存率较高的情况下，新增客户贡献了增速的主要部分，递延效应逐步得到弱化。Microsoft 与 Autodesk 在开启全面转型的当年与次年都出现了明显的预收款项大幅增加，也侧面验证了其 SaaS 转型的顺利推进。

图 5：SaaS 产品采用的会计处理方式对营收和预收款的影响（单客户角度）



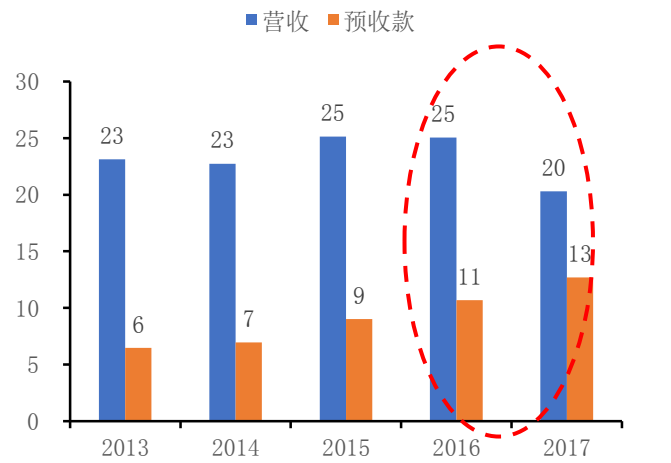
资料来源：安信证券研究中心

图 6：Microsoft 近年营收与预收款情况（单位：亿美元）



资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

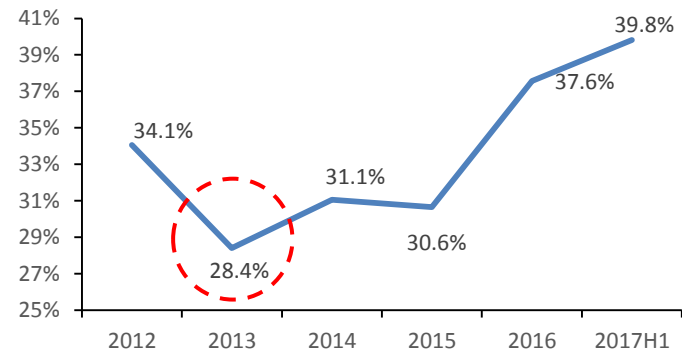
图 7：Autodesk 近年营收与预收款情况（单位：亿美元）



资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

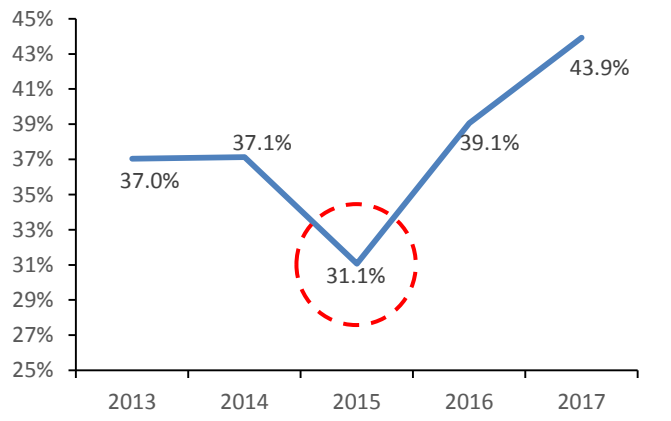
现金流质量明显改善。SaaS 模式对于现金流的改善主要体现在两个维度，1）首先，从财务角度来说，预收款模式叠加持续性的年费订阅极大改善了传统套装软件时代销售及回款的波动性。2）得益于 SaaS 订阅模式对传统套装软件时代盗版行为的打击，且一次性的软件销售价格转为订阅年费之后明显优惠，相当一部分曾经的盗版用户会转向付费订阅，用户基数得以扩大。Microsoft 和 Adobe 的经营性现金流净额/营业收入这一指标在 SaaS 转型成效进入一定阶段后提升明显。

图 8：Adobe 经营性现金流净额/营业收入变化情况



资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

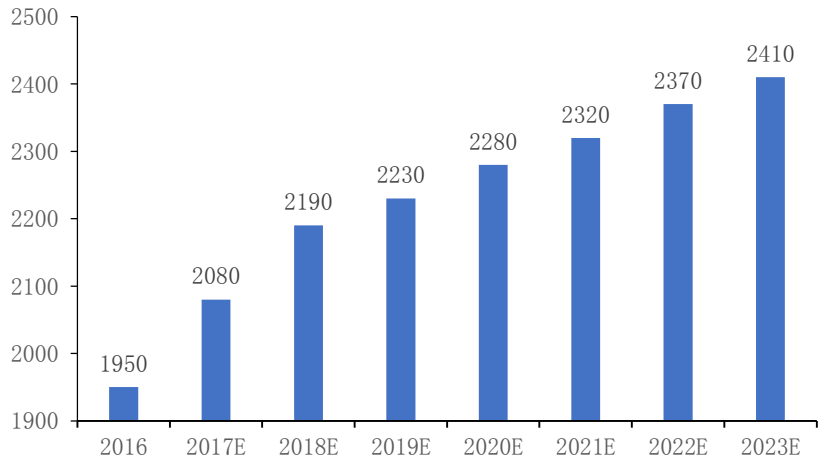
图 9：Microsoft 经营性现金流净额/营业收入变化情况



资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

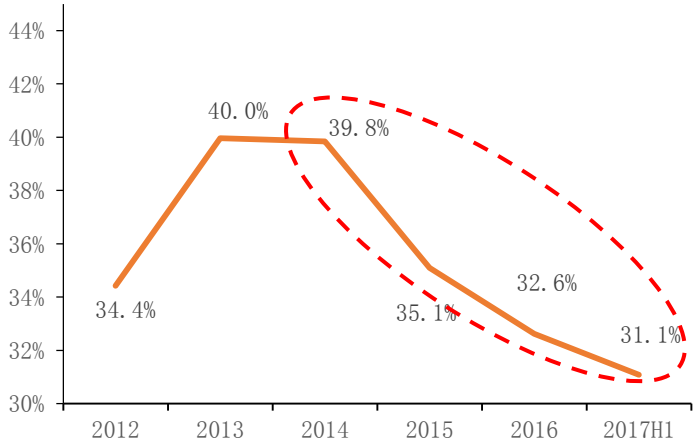
图 10：转型 SaaS 打击盗版后 Adobe CC 潜在客户预测规模增长迅速（万人）



资料来源：Trefis，安信证券研究中心

费用端变化之——销售费用率显著下降。传统套装软件销售的合作渠道和直销需要投入大量资金，激励方面主要包含对相关销售人员的返点等。而 SaaS 模式下的产品销售则更多发挥了电商的优势，成本低廉，尤其对于细分领域市占率较高的龙头软件厂商而言，初次订阅之后的续订是“水到渠成”，因此在 SaaS 转型后，销售模式由重转轻，公司所需的销售人员数量有所下降，激励方式也发生了变化，进而带来销售费用率的降低。起步较早的 Adobe 在转型进入一定阶段后，销售费用率迅速下降即是很好的例证。同时，传统销售人员也面临着“转型之痛”，据腾讯科技报道，今年 7 月，Microsoft 宣布裁员 3000 人，其中主要是销售人员。

图 11：Adobe 开启全面转型后销售费用率迅速下降

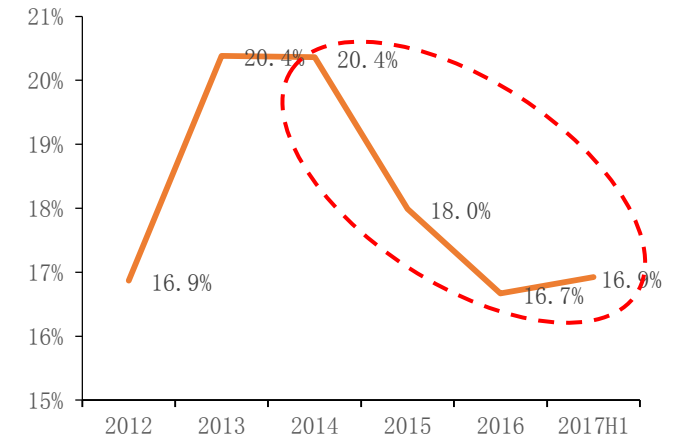


资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

费用端变化之——研发费用率逐步下降。首先，在传统套装软件模式下，软件版本的不断换代更替需要持续的研发投入，营收的不断提升往往也要靠新版本产品销售的驱动，高强度研发成为新版本诞生的重要根基。由于采取了订阅模式，曲线的避开了传统套装软件的“创新困境”，尤其对于壁垒较高、缺少替代品的细分领域龙头，在渡过了转型初期的高投入期之后，研发压力下降。另一方面，软件企业的研发费用主要由研发人员数量与平均薪酬来决定，在两者都没有显著变化的情况下，研发投入的绝对金额则会相对保持稳定。综上，研发费用率在 SaaS 转型进入一定阶段后往往呈现出逐步下降的趋势。

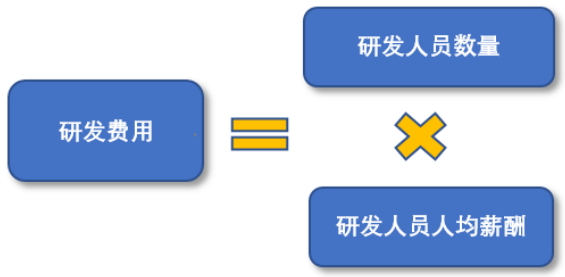
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 12：Adobe 开启全面转型后研发费用率逐步下降



资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

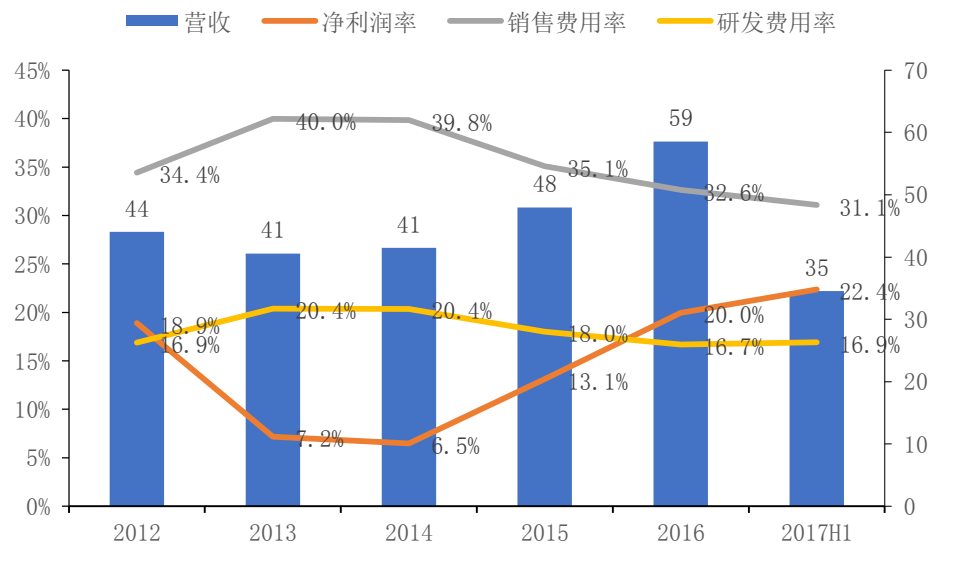
图 13：研发费用的主要构成因素



资料来源：安信证券研究中心

收入增速与净利润率“先降后升”的背后逻辑。Adobe 的 SaaS 转型较早，经历的阶段相对完整，我们以其作为典型案例进行分析。由于 SaaS 模式下的成本端（包括研发及其他固定成本）是先行发生的，而在会计处理上，收入的确认又存在一定递延型，因此在转型的初期，公司的收入增速和净利润率会有一定下滑。但随着转型进入一定阶段，由于销售费用率和研发费用率均呈现下降，细分领域龙头客户黏性强大，初期开始订阅的客户贡献着持续性收入，同时由盗版转购正版订阅的客户又带来了用户基数的扩大，收入增速和净利润率均会出现明显的“触底反弹”特征。

图 14：Adobe 转型之路关键财务指标（单位：十亿美元）



资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

综上，我们得出以下结论。对于转型 SaaS 的传统软件公司而言，往往具有以下典型特征，可作为企业 SaaS 转型是否顺利的重要指标性参考依据：

1）预收款的“落袋”先于收入确认，因此可作为收入的先行指标；

2）销售费用率与研发费用率呈现下降趋势；

3）现金流质量得到改善，可参考经营性现金流净额/营业收入这一系数指标；

4）收入增速与净利润率往往呈现“先降后升”的形态

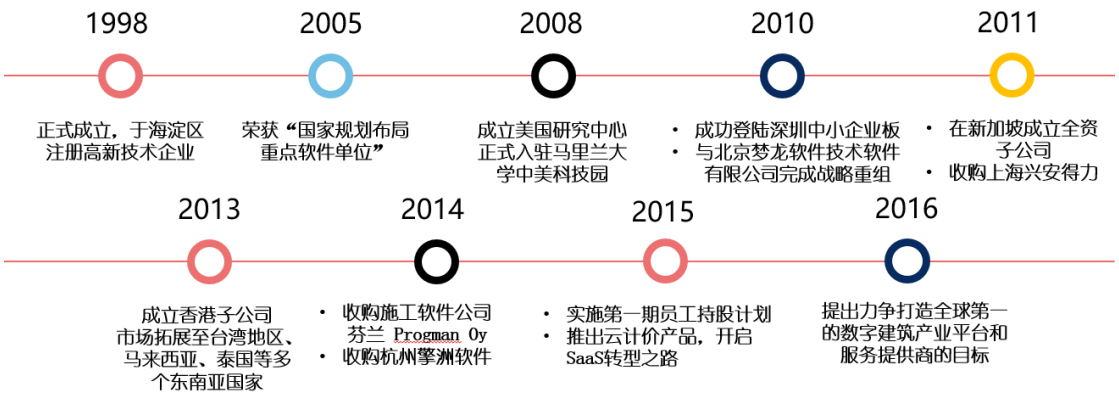
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

2. 以他山之石为鉴，观广联达云转型之路

2.1. 白马涅槃入云端，开启再造自我之旅

白马涅槃，步入云端，平滑周期，再造自我。公司的战略发展定位于专业化、平台化、全球化，其丰富的产品线覆盖了建筑行业从初始决策到后续运维的全生命周期。作为建筑业互联网平台服务商，公司提出成为整个建筑产业转型升级的核心引擎的目标，力争打造全球第一的数字建筑产业平台和服务提供商。为了实现这一战略转型升级的目标，公司以专业应用为原点，以产品形态迈向“云+端”的契机为公司转型升级的突破口，借以作为平台资产的积累，并向大数据、征信、金融等增值服务进行拓展。公司大力推进的“两新业务”有望再造一个广联达；步入云端的战略转型方向顺应并引领了产业发展趋势，且平滑了业绩的周期波动性。

图 15：广联达发展历程



资料来源：广联达官网，安信证券研究中心

图 16：广联达转型升级的方向

分类		从传统方式	转型到新方式
战略	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 + 升级费	**租赁费 + 增值服务费**
系统	运营模式	研、营、销、服 串型	研、营、销、服 环型 & O2O
组织	管理模式	集权管控 ；金字塔 & KPI	集团管理；扁平化 & OKR
人力	激励模式	职业经理人	合伙人制
文化	文化氛围	执行力	开放、创新、创业
能力	成败关键要素	**营销为王** （《软件业的奥秘》）	**产品（体验）为王** 增强客户运营，云系统安全

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

云转型顶级专家加盟，用脚投出 all in 的一票。前微软、Autodesk 高管云浪生于 2017 年 2 月加盟公司出任公司新任副总裁、首席技术官（CTO）、工程院院长。云浪生先生加入公司之前曾任职微软开技术公司董事总经理，主要负责 Azure 中国应用市场的拓展及战略实施，

围绕 Azure 的开源社区和生态系统发起并创办开源社。此前在国际巨头 Autodesk 任职的 14 年中，云浪生先生主持并参与大量产品研发工作，包括 Autodesk 的云平台和移动消费产品、现实捕获产品等，有着丰富的传统软件企业向 SaaS 转型的经验，产业顶级专家加盟广联达，用脚投出“all in”的一票。

2.2. 关键财务指标佐证云转型顺利进行

“两库更新”预期——公司实现 SaaS 转型的重要催化剂。公司的工程造价业务主要应用于建筑生命周期的招投标阶段，分为计价软件和算量软件两大类。计价软件根据计价方式的不同分为清单计价和定额计价两种方式，被工程项目的甲乙方用于对项目的造价进行测算；算量软件的主要方式为清单算量，被造价人员用于计算项目的钢筋、土建、精装修等工程量。平均每隔 5 年左右时间，建筑行业定额库以及清单库会进行更新，涉及到公司造价产品线。建筑业清单库、定额库的更新以及国家建筑标准设计图集（16G 平法）的定期更新属于行业性事件，以此行业性事件为契机进行产品升级，可以明显提升客户对于 SaaS 形态新产品推广的接受度。“两库更新”的预期从而成为了公司实现 SaaS 转型的重要催化剂。

表 2：两库更新+16G 新平法成为公司 SaaS 转型的重要行业催化

	2017 年	2018 年
定额库	部分省份完成更新，潜在更新用户约 20 万，更新费用约为 10-20%	全国范围完成更新，潜在更新用户约 40 万，更新费用约为 10-20%
清单库		全国性更新，潜在更新用户约 60 万，更新费用约为 10-20%
16G 新平法	3 月份开始，潜在更新用户约 30 万，升级费用为钢筋算量单模块价格约 1200 元的 0-20%	在 2017 年的基础上，潜在更新用户约 30 万，更新费用为钢筋算量单模块价格约 1200 元的 0-20%

资料来源：产业调研，安信证券研究中心

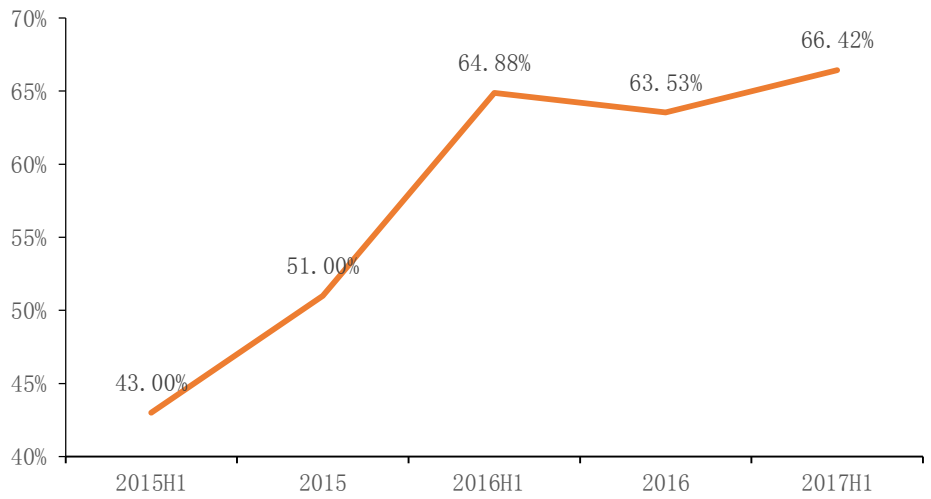
平滑周期性波动，提前步入建筑业“存量时代”。公司的软件产品在转型 SaaS 后，年订阅费价格约为先前套装软件时的 1/3 左右。公司采取了全国省份分批推广的方式，重点选择并配合了正在进行定额库更新的省份，以达到盘活存量客户的效果，且收入的波动相对平滑可控。中长期来看，包括造价业务在内的产品云化可以平滑广联达先前由于对于房地产新开工增速依赖而带来的“周期性”，提前迈入建筑业的存量时代，收入结构将更加健康。

图 17：广联达云计价产品

资料来源：广联达官网，安信证券研究中心

造价业务 SaaS 转型进展顺利。工程造价是公司的传统业务，自 2015 年下半年以来公司开始大力推广“云+端”模式以实现转型。作为老业务中的新产品，实现了平滑收入波动、盘活存量客户和“招安”盗版用户的多重效果，且取得了骄人战绩。云计价产品在六个试点地区的商业模式转型稳步推进，用户转换比例进一步提升。支撑转型的运营系统也在不断完善中，部分地区已经打通从用户产品体验到用户自主续费的全流程。据公司 2017 中报和投资者关系互动平台披露，云计价产品计划于 2018 年底完成全国推广；新一代云计量产品发版，即将进入样板渠道建设阶段。

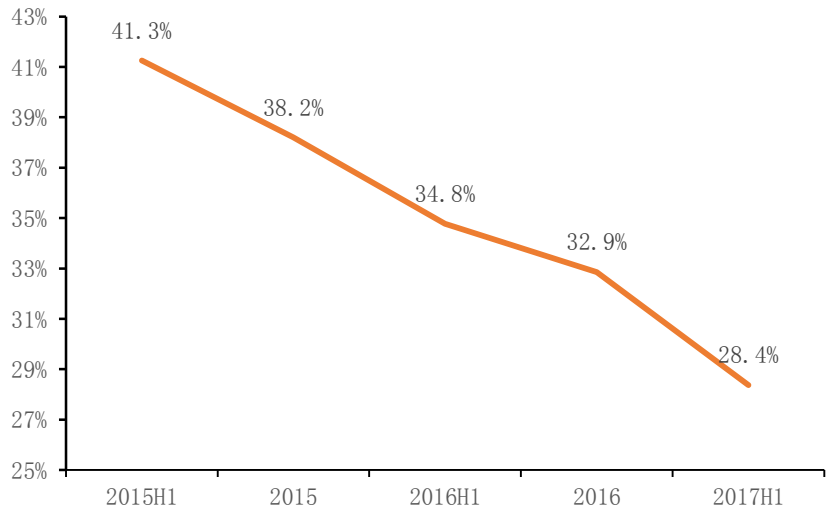
图 18：“两新业务”收入占比不断提升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

关键财务指标佐证云转型顺利进行——销售费用率显著下降。我们在第一章中重点讨论了海外 SaaS 转型企业的关键财务指标特征之一，即在全面开启 SaaS 转型的过程中，企业的销售费用率出现显著下降。公司云计价产品的推广始于 2015 年，从销售费用率持续下降这一财务指标上来看，与海外成功实现 SaaS 转型企业的“历程”完全吻合。

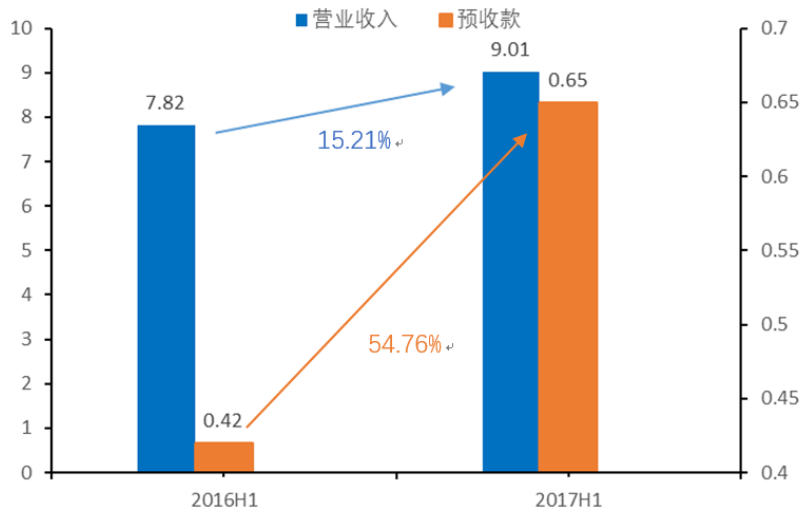
图 19：广联达在开启云转型之后销售费用率持续下降



资料来源：Wind，安信证券研究中心

关键财务指标佐证云转型顺利进行——作为未来营收先行指标的预收款大幅增长。我们在第一章中还讨论了由于 SaaS 产品的会计处理方式不同，预收款可作为收入的先行指标。从 2017 上半年的情况来看，预收款较去年同期大幅增长 54.76%，而同期收入增长幅度为 15.21%（2017Q2 起，公司调整了 SaaS 产品在会计上确认收入的方式），这也佐证了公司的 SaaS 产品已逐步开始起量。

图 20：公司预收款实现大幅增长（单位：亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

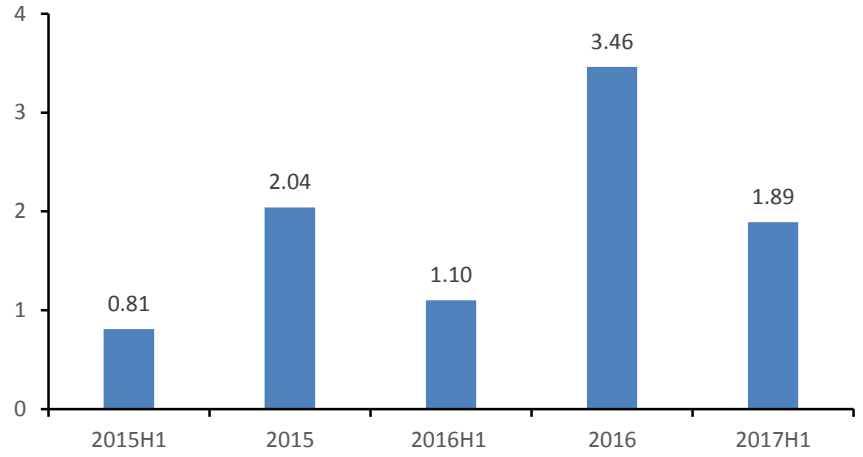
中短期继续重点关注公司销售费用率、预收款等关键财务指标的变化。由于公司目前的云产品体量尚不足以对整体的经营性现金流造成较大影响，SaaS 产品研发也正处于高投入的初期，因此预计经营性现金流质量以及研发费用率两个指标的变化尚需一段时日才能观测到明确的趋势，属于偏中长期的指标。以海外云转型公司的“他山之石”为鉴，中短期我们可以继续重点关注公司的销售费用率变化、预收款增速等关键财务指标，作为对其云转型进展的核心分析依据。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

3. 工程施工业务有望再造一个广联达

工程施工业务市场空间巨大，有望实现自我再造。围绕“智慧工地”这一理念，工程施工业务是广联达“两新业务”的重点，细分为项目管理（PM）、BIM 以及岗位级应用等业务板块，涉及纷繁的物料、质量、安全、图纸规范等管理事宜。以管理级和岗位级的人员数量考虑，施工阶段的技术人员超千万，数量 10 倍于招投标（采购）阶段的采购员。考虑到我国每年约有 60 万个项目部，以每个项目在施工阶段发生 15 万元的软件投入估算，工程施工信息化的市场规模接近千亿，而行业渗透率又处于较低水平。因此，工程施工市场足以再造一个广联达。2017 上半年工程施工业务共完成营业收入 1.89 亿元，同比增长高达 70.86%。

图 21：公司工程施工业务收入实现快速增长（单位：亿元）

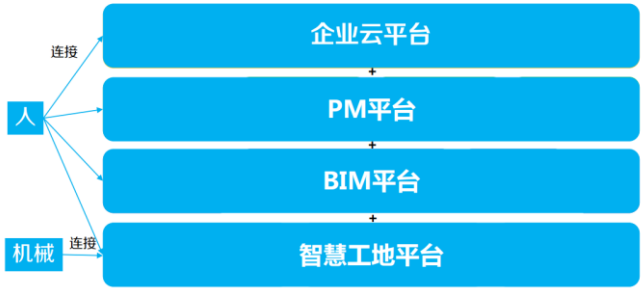


资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 22：广联达工程施工业务的核心要素

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 23：广联达工程施工业务产品形态发生转变



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

BIM 产业将引领建筑业信息化发展的革命。BIM 技术（建筑信息模型，Buinding 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，通过数字信息仿真模拟建筑物所具有的真实信息，在建筑的全生命周期内实现信息的共享和传递。BIM 技术作为行业内全球瞩目的技术演进方向，将引领建筑业信息化发展的革命。据 Transparency Market Research 预测，全球 BIM 市场规模将由 2014 的 26 亿美元增长至 2022 年的 115.4 亿美元，复合年增长率 19.1%，其中亚太地区将成为增长最快的区域。2017 上半年，BIM 业务线增长迅速，广联达施工企业 BIM+PM 整体解决方案正式发布，为施工企业提供岗位级专业应用、项目级精益管理、企业级集约经营三级一体的解决方案。面向建设方（甲方）的

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

企业级 BIM+PM 产品已在万达二期进行应用试点。在 BIM 开放平台服务方面，正式推出 BIM 应用二次开发平台—BIMface，有望成为 BIM 领域的“PaaS”。

图 24：广联达 BIM 应用二次开发平台——BIMface

资料来源：广联达官网，安信证券研究中心

施工阶段重点推广+重磅政策激励落地，BIM 有望迎来高速成长期。广联达最早在 2009 年与斯坦福、马里兰大学开展 BIM 研究，后续拿下广州东塔等标杆项目，2014 年正式发布 BIM 5D，至今已走过了 8 个春秋。在经历了不断尝试之后，公司发现在施工阶段引入 BIM 技术的确可以为客户实现精细化管理和降本增效，下游需求客观存在，因此选择施工阶段推广的难度也明显低于设计阶段，从而彻底理顺了 BIM 的推广思路，并把 BIM 与 PM 相结合，侧重关联施工项目的成本与进度。此外，以上海为代表的部分地区住建委部门已于 2016 年开始对 BIM 技术进行大额补贴，从而为 BIM 技术从标志性建筑走向普通建筑项目铺平了道路。随着重磅激励政策的出台以及公司推广思路的理顺，BIM 板块有望作为工程施工业务的核心引擎，进入高速发展期，实现在中国的真正落地。

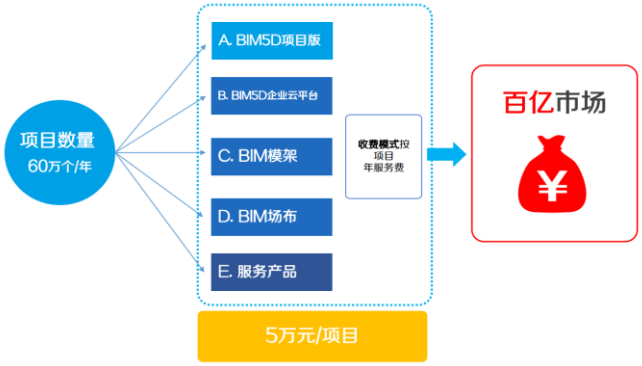
表 3：国内 BIM 产业重磅激励政策落地

时间	政策内容
2016 年 9 月	2016 年，上海市住房和城市建设委员会《关于进一步加强上海市建筑信息模型技术推广应用的通知》在设计、施工两个阶段应用 BIM 技术的，每平方米补贴 20 元，最高不超过 300 万元;在设计、施工、运营阶段全部应用 BIM 技术的，每平方米补贴 30 元，最高不超过 500 万元。
2016 年 12 月	住建部、国家信息总局联合发布国家级《建筑信息模型应用统一标准》。并于 2017 年 7 月 1 日起开始实施
2017 年 2 月	国务院发布《关于促进建筑业持续健康发展的意见》。也称 19 号文。直接提出：加快推进建筑信息模型（BIM）技术在规划、勘察、设计、施工和运营维护全过程的集成应用，实现工程建设项目全生命周期数据共享和信息化管理。

资料来源：国务院，住建部，上海住建委，安信证券研究中心

图 25：广联达 BIM 业务的演进趋势

图 26：国内 BIM 市场达到百亿规模



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

4. 核心高管巨额增持+两期员工持股计划，上下拧成一股绳

1）2015 年 3 月，公司公告实施了第一期员工持股计划，时任董事兼总裁贾晓平、董事兼高级副总裁王爱华、董事兼高级副总裁袁正刚、高级副总裁刘谦、高级副总裁兼财务总监何平、董秘张奎江等 6 名核心高管在内的 394 名员工参与了本次计划，约占公司 2014 年底员工总数的 9.07%，合计金额 9,437 万元，2015 年 7 月完成买入，共 373 万股，增持均价为 25.34 元/股。

2）2016 年 7 月，贾晓平、王爱华、袁正刚等三名高管及前任董事苏新义先在第一期员工持股计划尚未出现账面浮盈的情况下公告进一步巨额增持 1,106 万股，增持均价为 14.79 元/股，增持股数占公司总股本比例为 0.99%，合计增持金额超过 1.6 亿元。

3）2017 年 6 月，公司公告拟实施第二期员工持股计划，现任董事兼总裁袁正刚、董事兼高级副总裁王爱华、董事兼高级副总裁刘谦、高级副总裁兼财务总监何平、职工监事王宁等 5 名核心高管在内的 139 名员工参与了本次计划，约占公司 2016 年底员工总数的 3.02%，员工持股计划金额合计 4,565 万元。

公司在股权的激励方面做到了核心员工的“阳光普照”和核心高管的“重点覆盖”，充分且到位。从高管到员工自上而下拧成一股绳，未来有望极大加快企业转型步伐。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

5. 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；

投资建议：借助“两库更新”这一行业性事件的催化，公司有望成为计算机板块率先完成纯内生 SaaS 转型的公司，标杆意义重大。预计 2017-2018 年 EPS 分别为 0.50 元和 0.69 元，“买入-A”评级，6 个月目标价 25.00 元。

6. 风险提示

1）云转型进度低于预期；
2）工程施工等两新业务进度低于预期

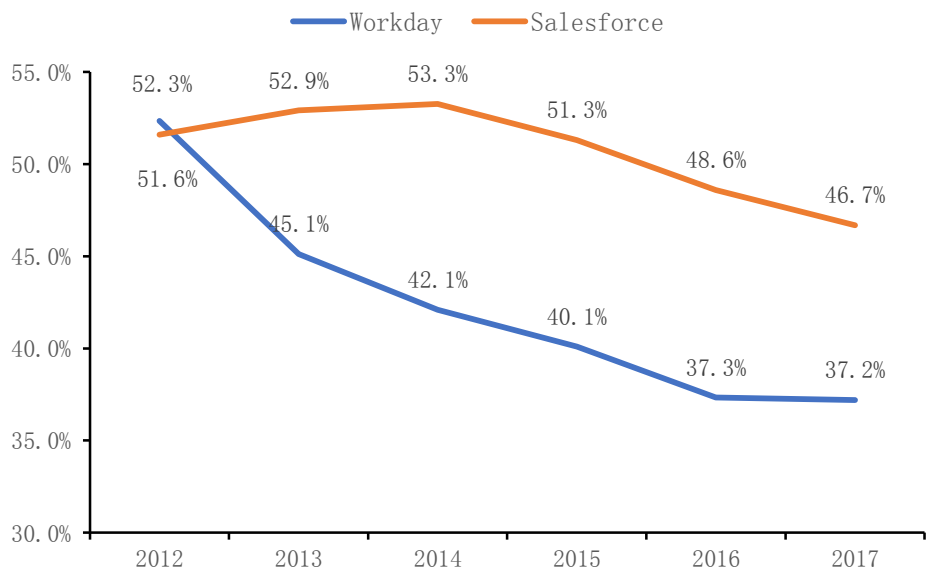
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

附：传统软件 SaaS 转型企业 VS.SaaS 初创企业

目前市场上的 SaaS 类型软件企业可分为两大类，一类是“娘胎型”SaaS 软件公司，这种公司从初创之日起就采取了 SaaS 模式，如 Salesforce 和 Workday，另一种原本是传统软件背景，后来“半路出家”的 SaaS 转型企业，典型的如 Adobe、Microsoft 和 Autodesk。上述两类公司由于基因的不同，在 SaaS 发展之路上亦采取了不同策略，财务指标上也有不同反映，但中长期来看“殊途同归”或是大概率事件。

传统软件企业在进行了 SaaS 转型后,销售模式由重转轻,销售费用率较先前水平逐步下降，关于这点，我们在报告正文中做了详细分析。与此相对比，“娘胎型”SaaS 公司的发展从 0 到 1，初期研发投入巨大，销售渠道的完善程度也弱于传统软件企业，如 Salesforce 的销售费用率常年维持在 45%以上的高位水平，而 Workday 也在 35%以上。但随着销售渠道的构建逐步完善，销售费用率呈现明显的“高位降落”。

图 27：初创型 SaaS 企业销售费用率逐步“高位降落”



资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,539.4	2,039.4	2,508.4	3,210.8	4,013.5
减:营业成本	61.8	135.4	185.9	256.2	350.8
营业税费	27.0	36.5	45.0	57.1	71.8
销售费用	588.0	670.0	702.4	802.7	883.0
管理费用	770.3	975.4	1,204.0	1,509.1	1,846.2
财务费用	-22.1	-11.9	-21.0	-22.9	-26.6
资产减值损失	9.8	5.2	6.0	7.0	8.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	10.4	14.9	16.0	17.0	18.0
营业利润	114.9	243.6	402.2	618.5	898.4
加:营业外净收支	172.0	236.2	237.0	257.0	276.0
利润总额	286.9	479.8	639.2	875.5	1,174.4
减:所得税	30.4	42.3	56.3	77.1	103.5
净利润	242.0	423.1	563.6	772.0	1,035.6

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,712.8	2,281.1	2,709.9	2,917.8	3,562.4
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	74.9	108.3	77.8	189.4	141.5
应收票据	-	0.0	0.0	0.0	0.0
预付帐款	17.6	16.2	64.8	44.4	85.6
存货	9.4	6.3	25.8	19.8	34.7
其他流动资产	1.6	3.6	1.9	2.4	2.7
可供出售金融资产	68.5	173.6	180.0	190.0	200.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	23.5	165.4	190.4	220.4	255.4
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	384.8	351.4	334.4	315.6	295.0
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	157.0	188.1	203.3	216.4	227.6
其他非流动资产	566.1	1,024.0	1,009.9	991.0	975.0
资产总额	3,087.8	4,491.1	4,978.2	5,297.2	5,979.9
短期债务	-	-	-	-	-
应付帐款	61.7	35.6	195.1	111.6	257.6
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	263.5	446.3	508.8	558.2	626.4
长期借款	1.8	0.9	-	-	-
其他非流动负债	1.2	986.7	988.0	989.0	990.0
负债总额	328.3	1,469.6	1,691.9	1,658.8	1,873.9
少数股东权益	20.5	61.5	80.8	107.1	142.5
股本	1,128.4	1,119.4	1,119.4	1,119.4	1,119.4
留存收益	1,670.1	1,848.2	2,080.1	2,398.9	2,823.2
股东权益	2,759.6	3,021.5	3,280.3	3,625.4	4,085.0

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长率	-12.5%	32.5%	23.0%	28.0%	25.0%
营业利润增长率	-77.8%	112.0%	65.1%	53.8%	45.2%
净利润增长率	-59.4%	74.9%	33.2%	37.0%	34.1%
EBITDA 增长率	-74.4%	105.9%	56.3%	50.4%	43.0%
EBIT 增长率	-81.1%	149.5%	64.5%	56.3%	46.4%
NOPLAT 增长率	-81.5%	154.5%	64.5%	56.3%	46.4%
投资资本增长率	17.4%	4.6%	-20.1%	15.7%	-23.7%
净资产增长率	-1.7%	9.5%	8.6%	10.5%	12.7%
利润率					
毛利率	96.0%	93.4%	92.6%	92.0%	91.3%
营业利润率	7.5%	11.9%	16.0%	19.3%	22.4%
净利润率	15.7%	20.7%	22.5%	24.0%	25.8%
EBITDA/营业收入	8.7%	13.6%	17.3%	20.3%	23.2%
EBIT/营业收入	6.0%	11.4%	15.2%	18.6%	21.7%
运营效率					
固定资产周转天数	92	65	49	36	27
流动营业资本周转天数	-54	-50	-63	-53	-46
流动资产周转天数	459	374	380	339	314
应收帐款周转天数	15	16	13	15	15
存货周转天数	2	1	2	3	2
总资产周转天数	734	669	680	576	506
投资资本周转天数	195	163	122	91	69
投资回报率					
ROE	8.8%	14.3%	17.6%	21.9%	26.3%
ROA	8.3%	9.7%	11.7%	15.1%	17.9%
ROIC	10.8%	23.4%	36.8%	72.0%	91.1%
费用率					
销售费用率	38.2%	32.9%	28.0%	25.0%	22.0%
管理费用率	50.0%	47.8%	48.0%	47.0%	46.0%
财务费用率	-1.4%	-0.6%	-0.8%	-0.7%	-0.7%
三费/营业收入	86.8%	80.1%	75.2%	71.3%	67.3%
偿债能力					
资产负债率	10.6%	32.7%	34.0%	31.4%	31.4%
负债权益比	11.9%	48.6%	51.6%	45.8%	45.9%
流动比率	5.58	5.01	4.09	4.74	4.33
速动比率	5.56	5.00	4.05	4.71	4.29
利息保障倍数	-4.20	-19.42	-18.12	-26.05	-32.73
分红指标					
DPS(元)	0.20	0.30	0.30	0.41	0.56
分红比率	93.3%	79.4%	60.0%	60.0%	60.0%
股息收益率	1.0%	1.5%	1.6%	2.1%	2.9%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	256.5	437.5	563.6	772.0	1,035.6
加:折旧和摊销	45.7	49.8	51.8	55.6	59.5
资产减值准备	9.8	5.2	6.0	7.0	8.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	0.0	4.6	-21.0	-22.9	-26.6
投资损失	-10.4	-14.9	-16.0	-17.0	-18.0
少数股东损益	14.6	14.4	19.2	26.4	35.3
营运资金的变动	-183.6	-154.1	180.7	-116.6	204.4
经营活动产生现金流量	184.8	518.2	784.3	704.6	1,298.1
投资活动产生现金流量	-170.5	-728.0	-53.3	-65.0	-69.0
融资活动产生现金流量	-316.9	760.2	-302.1	-431.6	-584.5

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.22	0.38	0.50	0.69	0.93
BVPS(元)	2.45	2.64	2.86	3.14	3.52
PE(X)	90.0	51.5	38.6	28.2	21.0
PB(X)	8.0	7.4	6.8	6.2	5.5
P/FCF	203.0	15.9	29.2	33.7	17.6
P/S	14.1	10.7	8.7	6.8	5.4
EV/EBITDA	138.8	51.7	44.7	29.4	19.9
CAGR(%)	46.0%	34.8%	-1.2%	46.0%	34.8%
PEG	2.0	1.5	-31.1	0.6	0.6
ROIC/WACC	1.1	2.3	3.6	7.0	8.9
REP	19.6	6.6	7.1	3.1	3.1

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

胡又文、徐文杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	巢莫雯		

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。