

2011年10月27日

TMT--计算机软件

证券研究报告--公司点评报告

收盘价(元): 38.55

目标价(元): 48.60

# 广联达(002410)

四大内生保成长，华东为中心的外拓成看点

投资评级: A--买入(重申)

TMT 组: 吴炳华

执业证书编号: S0890510120009

电话: 021-50122488

邮箱: wubinghua@cnhbstock.com

联系人: 陈筱

电话: 021-50122432

## 公司基本数据

总股本(万股)	27000.00
流通 A 股/B 股(万股)	6750.00/0.00
资产负债率(%)	6.23
每股净资产(元)	6.65
市净率(倍)	5.80
净资产收益率(加权)	10.16
12 个月内最高/最低价	71.5/30.12

## 股价走势图



## 相关研究报告

- 1 《内生增长为主，建筑软件零售巨头持续高成长》，2011.09.27
- 2 《需求旺盛促增长，规模效应增盈利》，2011.08.24
- 3 《建筑业繁荣与信息化提升强化龙头地位》，2011.08.14

## ◎事项:

◆三季度业绩增长 6 成，符合市场预期。广联达（002410）10 月 26 日公布三季报，公司 1-9 月实现收入 4.68 亿元，同比增长 59.94%；实现归属母公司的净利润为 1.77 亿元，同比增长 60.31%。对应 EPS 为 0.66 元。同时公司预计全年业绩增长范围在 50%-70%之间。

## ◎主要观点:

◆内生增长促销售，规模效应提利润。公司收入实现较大增长系由于销售渠道拓宽、新产品推广情况良好、市场认知度得到进一步提升，加之新公司并表所致。毛利率得到提升使得公司净利润增长快于收入增长。未来在造价新产品的上市以及庞大的用户规模带来的产品升级需求推动下，销售规模扩张带来的规模效应有望进一步提升公司的盈利能力。并且按照公司规划，公司人员增速控制在 10%以内，而未来三年收入增长则可保持在 45%以上的水平，这无疑也将抬升公司的盈利能力。公司的今年前 3 季度的销售费用率由去年同期的 38.57%下降至 29.91%则反映了公司严格执行提升员工人均产出效率的成效。另外，我们注意到，截止到三季度末，公司尚未确认增值税即征即退业务，导致公司的营业外收入同比减少了 61.05%。按照过去三年平均水平，公司增值税退税约占利润的三分之一左右。因此，公司年度业绩存在翻番可能。

◆四看点奠定公司内生性持续高成长，以华东为中心拓展成核心。我们认为公司未来持续高速的成长来自以下四个方面：（1）计价软件产品销售规模的进一步扩大；（2）日益庞大的用户群带来的产品升级及定额库换代需求；（3）项目管理软件产品的规模化扩张；（4）通过子公司兴安得力，加大和巩固以上海为中心的华东地区产品的销售。其中，强化以上海为中心的华东地区业务是公司促进内生增长的核心所在：通过兴安得力垄断的上海计价软件市场公司可销售自身的计价软件和高附加值的算量软件产品；可将金融中心及国际交运枢纽——上海建立成自身国际化、“走出去”战略中的有利根据地；兴安得力 100 多人的技术团队为公司持续的扩张提供了有力的科研补充。

◆建筑信息化复合增速超 50%，内外合力保障盈利，维持买入。建筑行业在国内将保持快速增长态势，就其信息化水平而言仅有 0.03%，与国际 0.3%

	2009A	2010A	2011Q3	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	308.61	450.57	467.87	717.84	1111.65	1647.47
同比增速(%)	33.71	46.00	59.94	59.32	54.86	48.20
净利润(百万)	104.70	165.04	177.08	299.51	484.95	720.62
同比增速(%)	64.73	57.63	60.31	81.48	61.91	48.60
毛利率(%)	96.30	97.39	97.44	97.62	97.44	97.48
每股盈利(元)	1.40	0.92	0.66	1.11	1.80	2.67
ROE(%)	42.66	9.53	10.16	15.65	20.95	24.96
PE(倍)	0.00	0.00		34.26	21.13	14.24

的平均水平存在着约 10 倍左右差距。在建筑业未来自身 20%的增速下，未来 10 年国内建筑业信息化潜在空间为 20-30 倍。在政策强制推动及建筑业自身效率提升的内在需求的双重驱动下，建筑业信息化近三年复合增速将超过 50%。作为建筑业信息化的龙头公司，通过内生增长与借助资本市场带来的品牌效应可进行一系列外延扩张，公司不仅可以加强相对垄断性，还可实现由单纯的软件销售商向综合建筑信息方案解决商转型。我们看好公司的可持续性的成长价值，维持盈利预测，公司 2011-2013 年可实现的 EPS 分别为 1.11 元、1.80 元和 2.67 元，分别对应 34.26 倍、21.13 倍和 14.24 倍 PE，目标价为 48.6 元，对应 2012 年 27 倍 PE，重申买入评级。

## 附录：三大报表预测值

### 资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	1589.14	1742.05	2159.19	2685.73
现金	1574.41	1721.08	2128.13	2640.10
应收账款	4.49	9.52	11.50	20.15
其它应收款	4.25	4.19	9.83	10.21
预付账款	2.76	5.01	5.36	11.14
存货	1.04	1.16	2.72	2.76
其他	2.20	1.10	1.65	1.37
<b>非流动资产</b>	268.62	260.90	292.24	297.89
长期投资	0.05	0.05	0.05	0.05
固定资产	80.34	136.25	156.55	176.62
无形资产	31.16	34.33	36.19	38.34
其他	157.07	90.28	99.45	82.87
<b>资产总计</b>	1857.76	2002.95	2451.43	2983.62
<b>流动负债</b>	128.93	82.02	135.36	91.51
短期借款	0.00	15.00	7.50	11.25
应付账款	0.83	2.28	2.12	4.80
其他	128.11	64.75	125.74	75.45
<b>非流动负债</b>	1.75	1.50	1.63	1.56
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.75	1.50	1.63	1.56
<b>负债合计</b>	130.68	83.52	136.98	93.07
少数股东权益	0.17	1.02	0.94	1.90
归属母公司股东权益	1726.90	1918.41	2313.51	2888.65
<b>负债和股东权益</b>	1857.76	2002.95	2451.43	2983.62

### 现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	229.03	210.20	511.86	631.17
净利润	164.52	300.35	484.87	721.58
折旧摊销	9.15	16.77	20.87	25.27
财务费用	-7.00	-38.80	-44.61	-53.50
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	62.36	-68.14	50.74	-62.18
其它	0.00	0.02	-0.01	0.00
<b>投资活动现金流</b>	-103.85	-9.08	-52.20	-30.92
资本支出	94.89	-7.81	31.39	5.62
长期投资	-0.05	0.00	0.00	0.00
其他	-9.01	-16.89	-20.81	-25.30
<b>筹资活动现金流</b>	1293.16	-54.45	-52.62	-88.29
短期借款	-30.00	15.00	-7.50	3.75
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1323.16	-69.45	-45.12	-92.04
<b>现金净增加额</b>	1418.34	146.68	407.05	511.96

### 利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	450.57	717.84	1111.65	1647.47
营业成本	11.75	17.08	28.46	41.45
营业税金及附加	8.17	12.92	20.01	28.01
营业费用	179.17	258.42	372.40	535.43
管理费用	128.72	190.23	261.24	370.68
财务费用	-7.00	-38.80	-44.61	-53.50
资产减值损失	0.40	0.37	0.78	1.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	129.35	277.62	473.38	724.41
营业外收入	49.18	41.45	45.32	43.39
营业外支出	1.47	1.52	1.49	1.51
<b>利润总额</b>	177.07	317.56	517.20	766.29
所得税	12.54	17.20	32.33	44.70
<b>净利润</b>	164.52	300.35	484.87	721.58
少数股东损益	-0.51	0.85	-0.07	0.96
<b>归属母公司净利润</b>	165.04	299.51	484.95	720.62
<b>EBITDA</b>	131.11	277.15	471.45	708.73
<b>EPS (元)</b>	0.92	1.11	1.80	2.67

### 主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	46.00%	59.32%	54.86%	48.20%
营业利润	66.73%	114.62%	70.51%	53.03%
归属母公司净利润	57.63%	81.48%	61.91%	48.60%
<b>获利能力</b>				
毛利率	97.39%	97.62%	97.44%	97.48%
净利率	36.51%	41.84%	43.62%	43.80%
ROE	9.53%	15.65%	20.95%	24.96%
ROIC	6.56%	12.73%	18.19%	22.18%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	7.03%	4.17%	5.59%	3.12%
净负债比率	0.00%	0.78%	0.32%	0.39%
流动比率	12.33	21.24	15.95	29.35
速动比率	12.32	21.22	15.93	29.32
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.41	0.37	0.50	0.61
应收账款周转率	109.07	102.44	105.76	104.10
应付帐款周转率	14.91	11.01	12.96	11.99
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.92	1.11	1.80	2.67
每股经营现金	0.85	0.78	1.90	2.34
每股净资产	9.59	7.11	8.57	10.71
<b>估值比率</b>				
P/E	0.00	34.26	21.13	14.24
P/B	0.00	5.35	4.44	3.55
EV/EBITDA	0.00	29.09	16.22	10.08

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

## 投资评级的说明

### - 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

**强于大市 A--**：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

**同步大市 B--**：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

**弱于大市 C--**：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

**未评级 N--**：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

### - 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

**买入**：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

**持有**：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

**中性**：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

**卖出**：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

**未评级**：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

## 机构业务部咨询经理

**上海**

宋歌

021-5012 2086

138 1882 8414

**北京**

程楠

010-6708 5220

159 0139 1234

**深圳**

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

## 风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。