

2011年08月13日

TMT—计算机服务行业

证券研究报告--评级深度报告

收盘价(元): 37.40

目标价(元): 54.00

# 广联达(002410)

建筑业繁荣与信息化提升强化龙头地位

投资评级: A--买入(首评)

TMT 组: 吴炳华

执业证书编号: S0890510120009

电话: 021-50122488

邮箱: wubinghua@cnhbstock.com

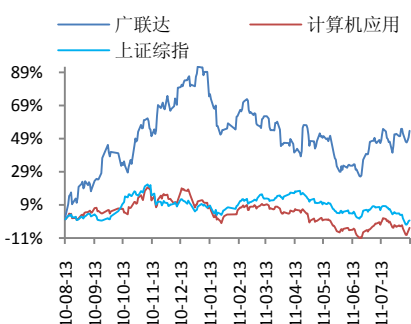
联系人: 陈筱

电话: 021-33938376

## 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(%)	11.06
每股净资产(元)	6.12
市净率(倍)	6.11
净资产收益率(加权)	1.90
12 个月内最高/最低价	80.5/30.12

## 股价走势图



## 相关研究报告

## 不同之处:

◆**建筑业信息化长期空间为 20-30 倍，近三年复合增速超 60%。**与国际建筑业信息化率 0.3% 的平均水相比我国约为 0.03% 有 10 倍左右的差距。同时建筑业本身仍以 20% 的增速成长，因此，如国内未来 10 年建筑业信息化达到国际平均水准则行业潜在空间为 20-30 倍。建筑业效率提升的内在需求加之近期政策强制规定双轮驱动，建筑业信息化近三年复合增速将超过 60%。

◆**广联达相对垄断性有望加强，平均复合增速可达 65%。**渠道与客户、品牌与技术不仅使公司在传统优势领域—工具类软件中持续扩大市场份额，还可使其在即将步入爆发期的项目管理软件中获取更高的增长，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。公司未来 3 年平均复合增速或达 65%。

## ◎投资要点:

◆**公司是建筑业信息化领域的龙头。**公司主营造价软件、项目管理软件及服务，属建筑行业信息化细分领域。成立数年来公司依靠稳定的管理团队，合理的股权激励形成极具竞争力的治理结构，持续快速增长了的经营绩效是明证。

◆**建筑业持续繁荣和其信息化率提升为行业提供广阔空间。**保障房建设力度加大及两化推进背景下，未来 5 年建筑业仍可保持 20% 增速。加之政策强制推动其信息化率提升导致国内建筑业信息化面临 20 倍以上的市场空间。

◆**公司的相对垄断性有望增强，首次买入评级。**借渠道、技术等优势，公司的行业垄断性日益增强。预计公司 2011-2013 年可实现净利润为 2.99 亿、4.86 亿和 7.33 亿，平均复合增速近 65%。对应 EPS 为 1.11 元、1.80 元和 2.71 元。公司合理价位为 54 元，对应 12 年 30 倍 PE。首次给予买入投资评级。

## ◎关键假设:

◆近 3 年政策推动建筑行业信息化率提升速度 35%，未来 30%；建筑业增速保持 20% 增速；公司工程造价软件、工程量算软件渗透率和市占率分别提升 1%，7% 和 5%，7%，毛利率保持稳定。经营管理绩效略升，财务费用为负。

◎**风险提示:** 经济放缓、新产品开发不力、人力资源政策不当等。

	2009A	2010A	2011Q1	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	308.61	450.57	114.99	833.43	1342.45	1992.24
同比增速(%)	33.71	46.00	108.86	84.97	61.08	48.40
净利润(百万)	104.70	165.04	32.78	299.60	485.82	732.92
同比增速(%)	64.73	57.63	109.64	81.54	62.16	50.86
毛利率(%)	96.30	97.39	95.57	96.00	96.20	96.10
每股盈利(元)	1.40	0.92	0.12	1.11	1.80	2.71
ROE(%)	42.66	9.53	1.89%	15.65	21.66	27.32
PE(倍)	0.00	0.00		33.70	20.79	13.78

## 正文目录

<b>1. 公司是建筑业信息化中的龙头</b>	<b>4</b>
1.1. 核心团队稳定，持续高增长成就行业龙头	4
1.2. 产品线逐步完善，造价软件与项目管理软件先后发力	5
1.3. 产品边际效应明显，盈利能力长期维持	7
<b>2. 建筑业信息化面临持续爆发式的发展机遇</b>	<b>8</b>
2.1. 中国已成为世界第一建筑大国	8
2.2. 地产调控影响大不，建筑业仍将保持高增长	9
2.3. 信息化是提高国内建筑业竞争力的重要途径	11
2.4. 信息化渗透基数低，建筑信息化未来五年市场规模过百亿	11
<b>3. 中短期，工具软件仍为公司高增长主要推手</b>	<b>13</b>
3.1. 用户基础雄厚，工程定额更新促工程造价软件持续增长	14
3.2. 算量软件渗透率低，未来三年是公司增长的重要动力	15
<b>4. 长期看，项目管理软件是公司的战略蓝海</b>	<b>17</b>
4.1. 为提升盈利，建筑类企业纷纷上马项目管理软件	17
4.2. 政策强制推动，项目管理软件推广是大势所趋	17
4.3. 客户基础庞大，品牌为公司项目管理软件奠定基础	18
4.4. 渠道优势凸显，收购兴安得力客户技术双丰收	20
<b>5. 盈利预测与估值</b>	<b>21</b>
5.1. 重要假设	21
5.2. 盈利预测	22
5.3. 估值比较与投资评级	22
<b>6. 风险分析</b>	<b>23</b>

## 图表目录

图 1 公司股权结构	4
图 2 公司的规模和业绩持续保持了高增长	5
图 3 公司收入构成按产品分类（单位：万元）	7
图 4 公司毛利率稳中有升	7
图 5 公司规模效应日益显现	8
图 6 我国建筑业总产值保持 20%以上的复合增速	9
图 7 公司业务面向整个建筑业，不仅仅是商业地产	9
图 8 建筑业工程新开工面积累计值及增速	10
图 9 建筑工程累计产值	10
图 10 国内建筑业信息化的投入远低于国际平均水平	12
图 11 国内建筑业信息化五年内可达 120 亿元以上	13
图 12 工程造价软件市场规模未来仍将保持 30%左右增速	14
图 13 目前国内工程造价软件从业人员约有 60 万人	14
图 14 工程计价软件市场份额分布	16
图 15 工程算量软件市场份额分布	16
图 16 各类资质企业的数目及各市场空间	19
图 17 项目管理软件收入来源图	19
图 18 公司已经建立了覆盖广泛的销售网络体系	20

表 1 公司主要产品情况.....	6
表 2 计价软件收入预测.....	15
表 3 算量软件收入预测.....	16
表 4 公司各产品收入及合计预测（单位：万元） .....	21
表 5 财务预测表（单位：百万元） .....	22
表 6 可比公司估值比较.....	22

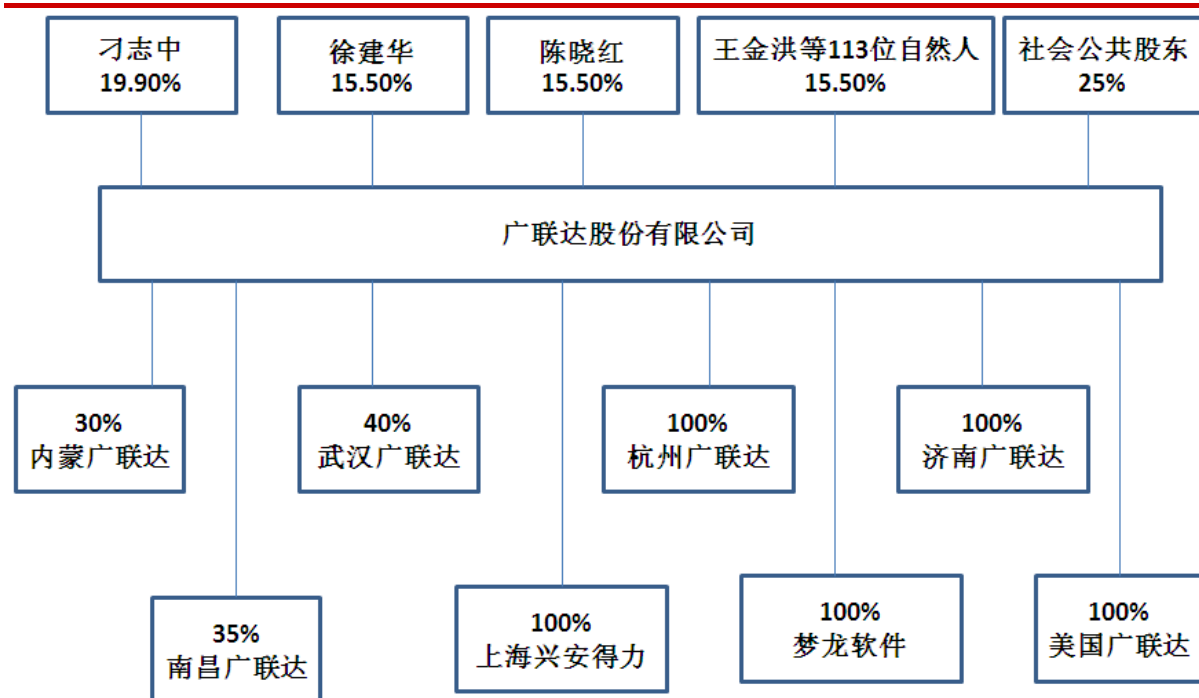
（本报告共有图 18 张，表 6 张）

## 1.公司是建筑业信息化中的龙头

### 1.1.核心团队稳定，持续高增长成就行业龙头

广联达前身系北京广联达软件技术有限公司，2007 年公司整体变更为股份有限公司。其实际控制人为刁志中先生。公司的股权结构请参看图 1。

图 1 公司股权结构

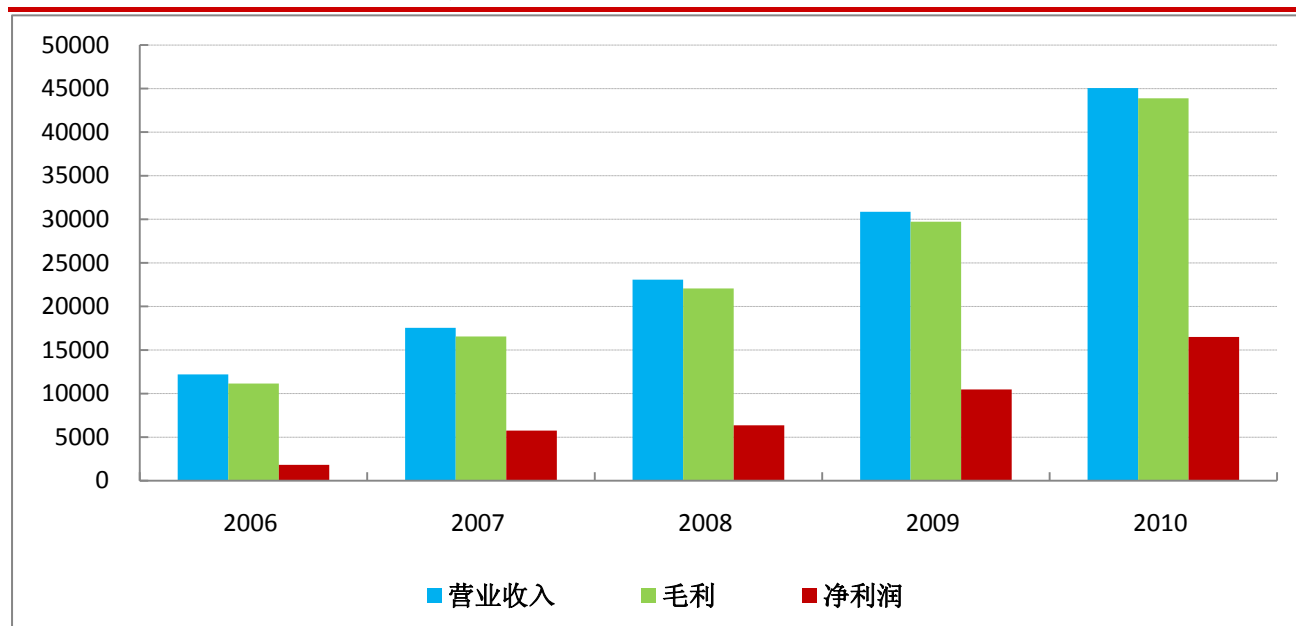


资料来源：公司公告，华宝证券研究所

从公司治理来看，公司股权结构合理，股权激励充分。其中管理层、核心销售人员、技术团队等共 116 名自然人持股 75%，IPO 后公众持股 25%。由于股权激励到位，团队自公司成立以来一直保持稳定。另外，包括董事长在内的高层管理人员均拥有多年的建筑业信息化工作经验，从管理层分工来看，董事长系建筑行业信息化科班出身，目前主要把握公司的整体发展方向，而总经理主管公司的技术取向。其他五名创始人也拥有丰富的建筑业信息化经验，均担当了公司的高管或是核心技术人员。

公司自成立以来，业绩就保持了高速增长。2007-2010 年实现的收入分别为 1.76 亿元、2.31 亿元、3.09 亿元和 4.51 亿元，复合增长率为 39%。实现的净利润分别为 0.58 亿元、0.64 亿元、1.05 亿元和 1.65 亿元，平均复合增长率高达 42%。而建筑业系信息化处于起步阶段，因此公司经过几年的快速发展后已经成为行业的龙头，初步估计 2010 年市场占有率为 45%，而 2011 年因为收购有望超过市场 50% 的份额。

图 2 公司的规模和业绩持续保持了高增长



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

公司成立之初，就把握了我国建筑业信息化高速发展的趋势，且针对国内特点制定了恰当的销售策略、营销方针以及准确把握技术发展趋势，并取得了持续高速增长。充分体现了公司管理团队明确、高效的分工。而充分的股权激励带来的核心团队稳定，也为公司未来享受建筑业信息化的爆发式增长奠定了坚实基础。

## 1.2.产品线逐步完善，造价软件与项目管理软件先后发力

公司一直致力于为建筑行业工程项目建设信息化提供产品和服务，是国内最早从事工程造价软件的公司。目前产品主要包括工程造价系列软件（包括计价软件、图形算量软件和钢筋抽样软件等）和工程项目管理软件两大类十多个产品。公司的具体产品情况请参见表 1。

表1 公司主要产品情况

产品类别		主要用途
工程造价系列软件	工程量计算软件	应用于建筑工程的土建（地基基础、结构、装修）、给排水、暖通空调、电气等工程量计算，是工程造价计算的基础。工程量计式，提高计算效率和计算准确度。
	钢筋计算软件	应用于建筑工程中钢筋工程量的计算。由于建筑工程钢筋计量极其巨大和繁琐，需要计算每一根钢筋的长度然后确定其重量，最后再确定整个工程的钢筋使用总量，可以极大的提高计算效率和准确率。
	工程计价软件	在计算出工程量的基础上，每个分项的工程量乘单价，然后汇总所有分项合价，最后加上有关费用形成工程总价。价格的确定比较复杂，国内一般采用定额方式，再考虑市场上人工、材料、机械价格进行调整，如果是投标还要考虑竞争因素和策略来调整，最后才能汇总形成，利用工程计价软件可以高效率地完成设计概算、预算、建设方的招标标底、施工方的投标报价、竣工阶段的结算等工作。融合了招标管理与投标管理功能，为招标方进行招标策划、招标文件编制、标底编制、发放招标文件、开、评标和定标过程提供管理功能；为投标方响应招标方招标活动的购买标书、编制投标文件和投标过程提供管理功能。
	评标软件	为招标方进行工程投标文件的清标、评标活动管理，利用信息技术帮助用户提高评标工作效率，改善评标工作的效果。主要功能包括导入电子标书、符合性审查、计算错误检查、合理性分析、设定评标流程、设定评分规则、按评分规则自动评分以及输出评标报告等。
工程项目管理软件	单项目管理系统	以施工技术为先导、以进度计划为龙头、以成本管理为核心，动态监控项目成本的运转，达到控制项目成本的目的。基于大型数据库管理系统，以项目成本管理为核心，通过对计划、预算、合同、分包、劳务、机械、材料、财务等的全方面管理，从而实现对施工企业项目成本的有效控制。
	多项目管理系统	建筑业企业往往同时进行多个项目建设，该系统主要针对整个企业内的项目成本控制、公司级的成本管理。实现公司对各个项目数据的真实、动态、准确的监控，为其提供方便、快捷、准确的数据归集和分析平台，使其能够动态了解各个项目以及企业所有施工项目的进度、收入、制造成本情况，为管理层提供决策依据。

资料来源：公司公告，华宝证券研究所

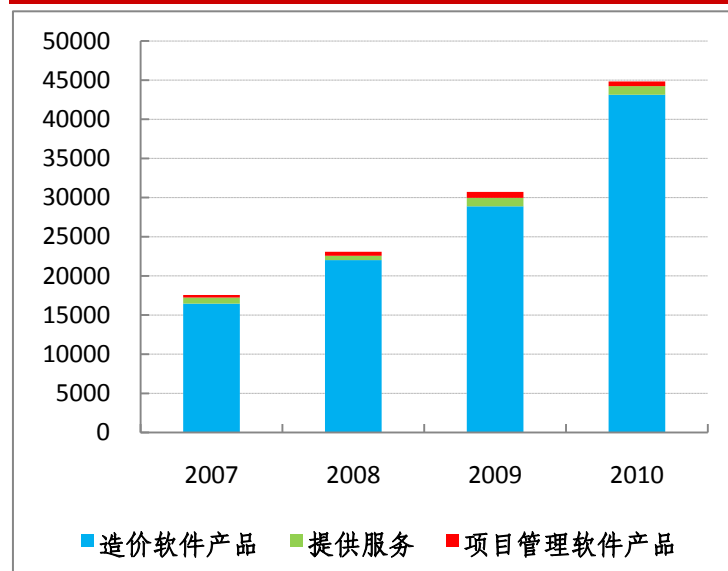
公司工程造价系列软件产品的适用对象非常广泛，从建设工程项目的立项到项目结束，都需要进行工程造价的计算和管理。一般来讲，凡是需要从事工程造价管理的业务部门和专业人员都需要使用工程造价系列软件产品，包括建设方、施工方、设计单位、中介咨询机构和政府主管部门等。目前公司的工程造价软件产品主要采取在全国各地设立分公司、控股子公司和参股公司，直接面向客户终端进行直销的模式进行产品销售，在局部地区同时辅以联营或代理的模式进行销售。由于工程造价软件产品单价不高，一般采取现款结算，是公司目前主要的利润来源。

公司项目管理软件产品由公司总部的销售部门进行，采用直销模式。销售对象主要为工程建设领域的建筑施工企业项目部及其直接上级公司。销售工作可归纳为“知-买-用-推-开”五个阶段：通过市场推广扩大产品知名度，经过售前咨询、管理研讨等手段让客户了解产品并确定其初步应用方案、签订销售服务合同，通过咨询、实施配合客户顺利应用，然后通过样板的示例在客户公司和相关企业进行推广，达到客户普遍采用本公司系统并持续购



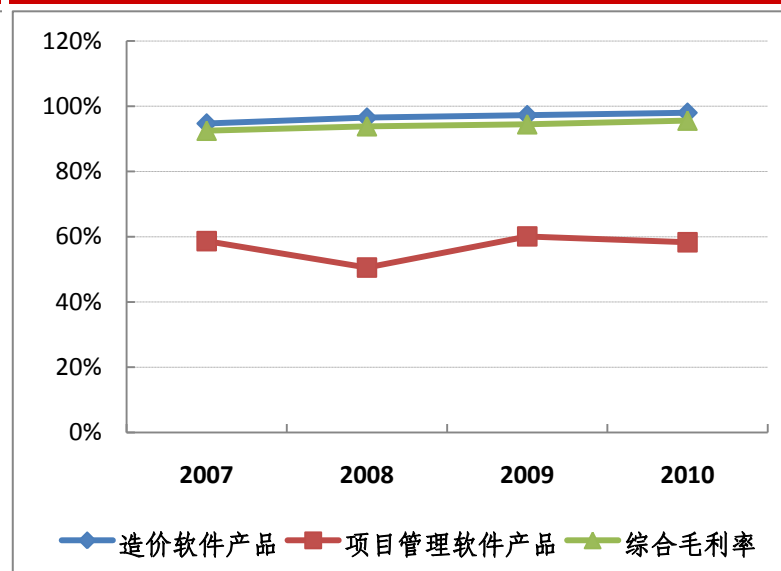
买公司服务的目的。结算方式通常按照合同预付款、软件余款和实施余款三个阶段完成。虽然项目管理软件占公司营收比重较小，仅为总营收规模的 1%-2%左右。但我们认为在政策拉动和市场需求推动下，该类产品收入规模有望加速扩张，从而进一步拉动公司营收。

图 3 公司收入构成按产品分类（单位：万元）



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

图 4 公司毛利率稳中有升



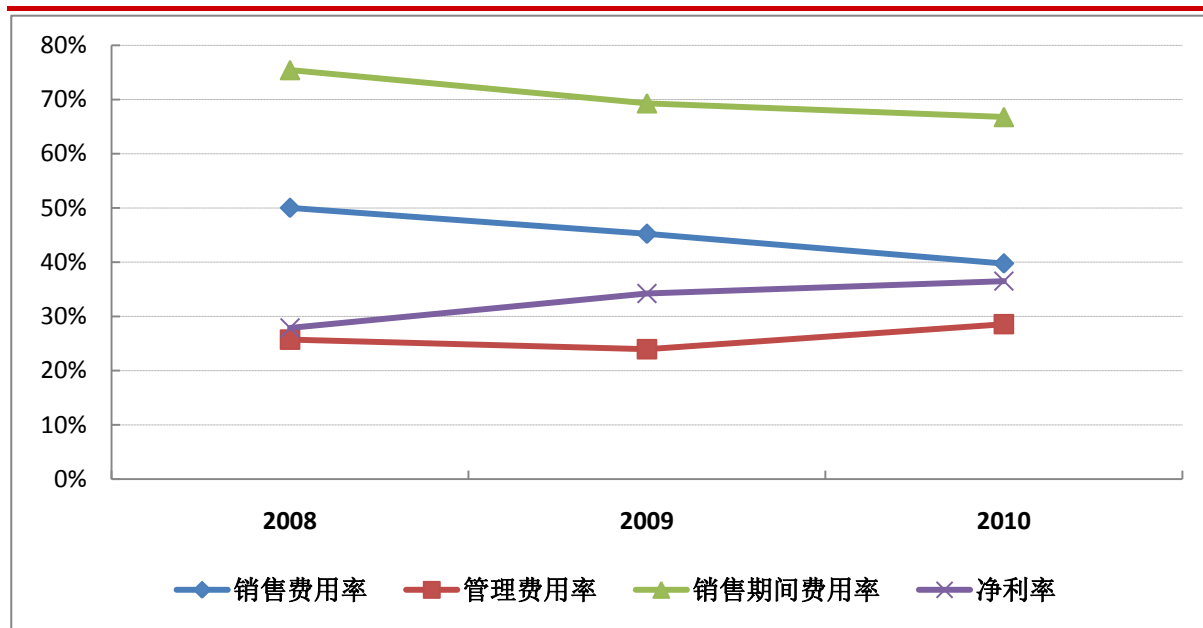
资料来源：公司公告，华宝证券研究所

### 1.3. 产品边际效应明显，盈利能力长期维持

**产品边际效应明显，单产成本稳中略降。**公司的主营业务软件产品的毛利率远高于可比软件业平均水平，这主要是由于公司业务中不存在毛利率较低的系统集成和定制软件业务，公司的软件产品全部为自主开发，具有较高的附加值，因此毛利率一直保持在 95% 左右的较高态势。我们认为，未来毛利率仍呈现不断上升态势：首先公司新版本软件附加值相对较高，公司的产品价格呈现上升趋势；其次，大部分客户会选择升级新版本软件，该部分新增收入对应的成本支出较小；第三，公司的产品的主要原材料光盘、加密锁均属硬件产品，随着技术的快速进步其价格将呈现下降态势，这均在一定程度上可以使公司的毛利率水平在维持高水平甚至稳中有小幅上升，边际效应明显。

**费用控制良好，管理能力提升。**由于现在公司正处于销售网络大规模的建设过程，且需要对新收购、兼并的企业进行资源整合，因此近年来管理费用和销售费用处于较高位运行。但期间费用率整体下滑，经营管理绩效不断提高。随着销售网络布局及各子公司间整合的逐步完善，我们认为公司未来的费率水平将呈现稳定或逐步下降态势。因此公司的盈利能力有望长期维持。

图 5 公司规模效应日益显现



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

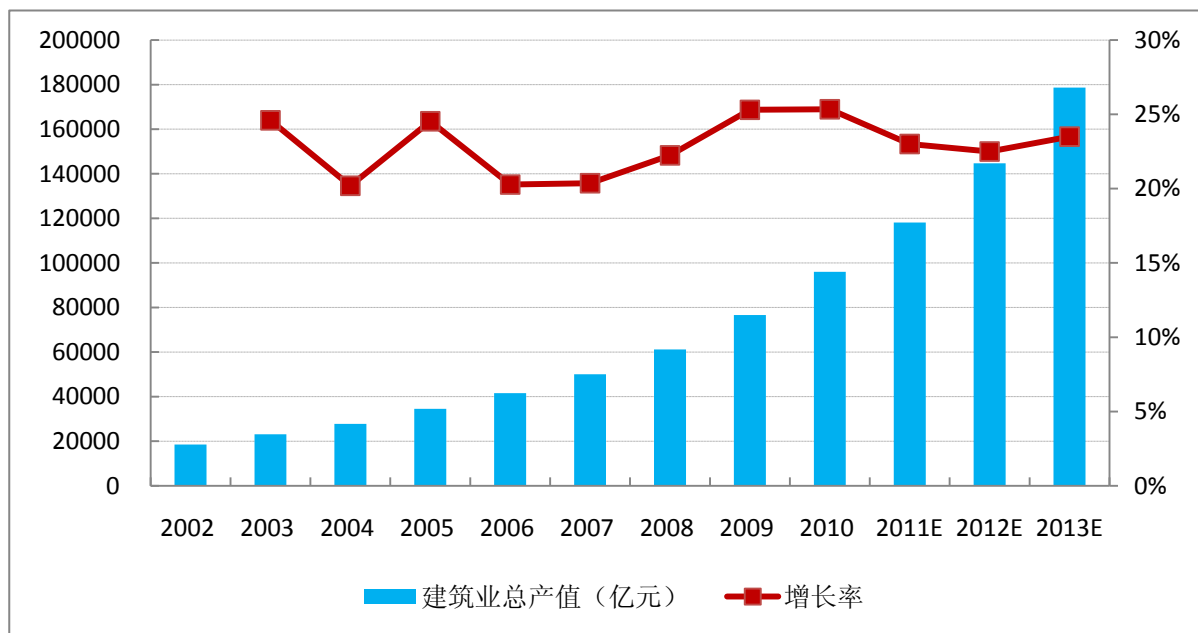
## 2. 建筑业信息化面临持续爆发式的发展机遇

### 2.1. 中国已成为世界第一建筑大国

在城镇化和工业化的双引擎的带动下，我国建筑业保持了持续快速的增长态势。2003 年起，国内固定资产投资连续 7 年保持了 20% 以上增速。2009 年，全社会固定资产投资达到 194138.6 亿元，同比增长了 30.5%。工业化进程将拉动基础设施、工业建筑等多方面的建筑需求，推动建筑行业长期增长——国内建筑业市场过去连续 10 年保持了 20% 以上的高速增长。2010 年建筑行业总产值达到 9.5 万亿元，2000-2010 间的复合增速高达 22.5%；建筑行业企业个数超过了 70000 家，建筑工程也占据了世界的一半以上。中国也当之无愧的成为建筑业第一大国。而中国信息化率低下却与第一建筑大国地位极不相称。



图 6 我国建筑业总产值保持 20%以上的复合增速

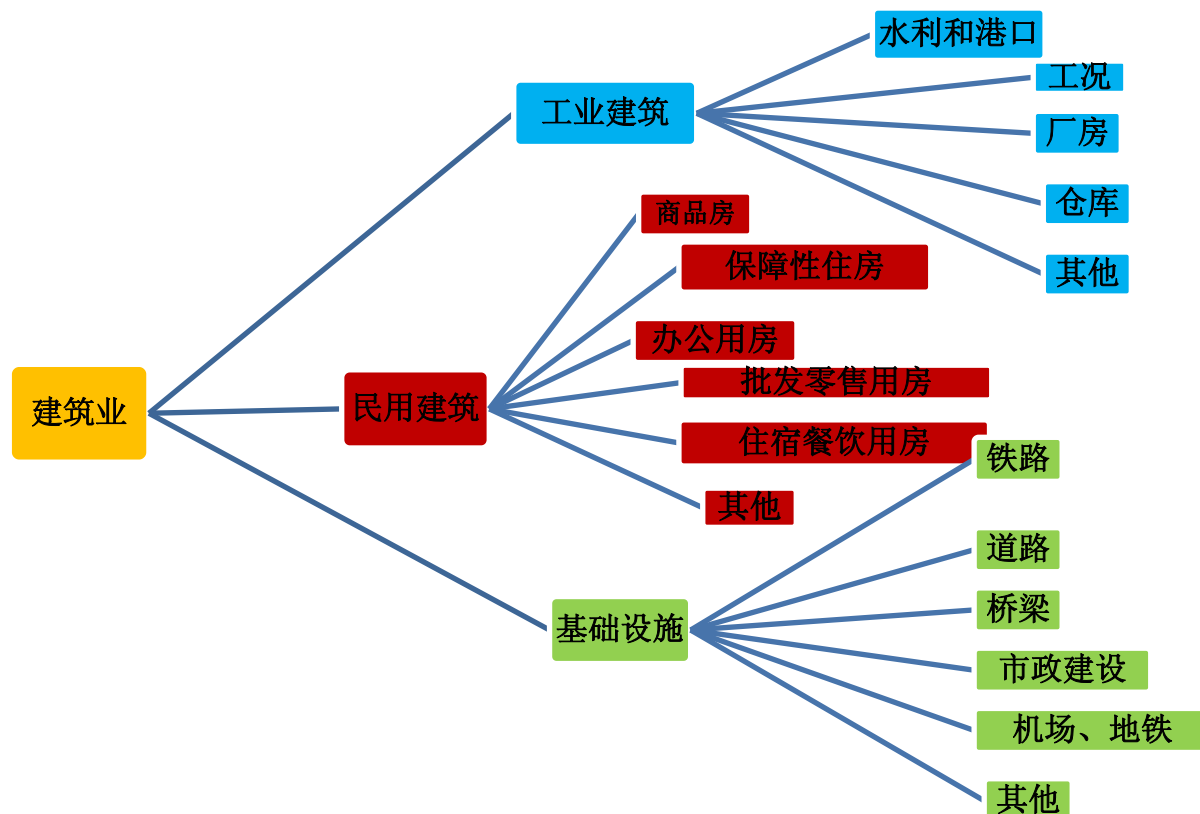


资料来源：国家统计局，华宝证券研究所

## 2.2.地产调控影响大不，建筑业仍将保持高增长

我们认为，自去年开始的楼市调控政策对公司所处的建筑业信息化影响不大。

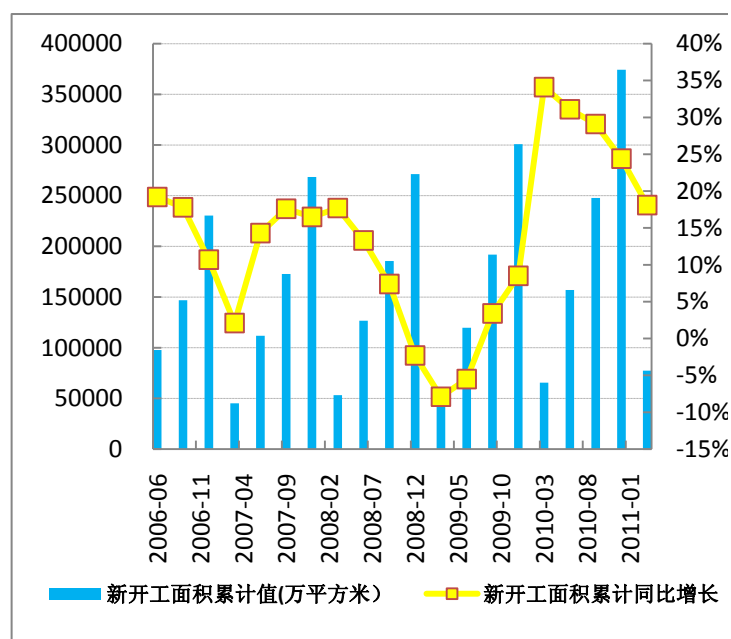
图 7 公司业务面向整个建筑业，不仅仅是商业地产



资料来源：公司资料，华宝证券研究所

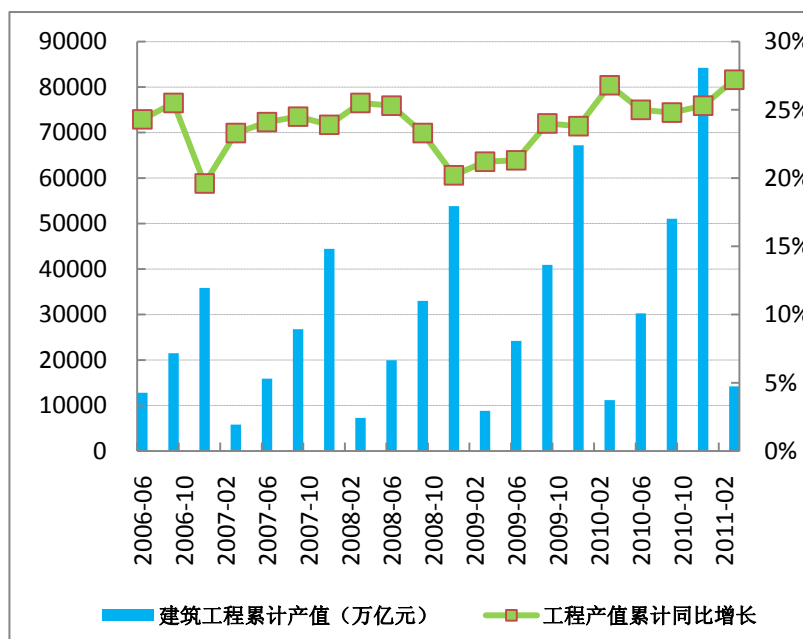
首先,公司所面向的是整个建筑业,包括工业建筑、民用建筑和公用基础建筑三类。其中,工业建筑包括港口、仓库、油田和产房等等,民用建筑包括商品房、保障性住房、文化卫生等建筑,还有就是公路、铁路等共用建筑。在所有的建筑企业中,从事商品房建设的企业不到 10%,且来自于房地产领域的客户只占据了公司总体客户规模的 9%。从前 3 个月的累计同比增长来看,今年固定资产投资施工项目总投资额,仍保持了 27.2%的同比增长。并且自地产调控政策开展以来,建筑业新开工面积增长也未出现明显的下滑,自 2010 年 6 月至今年 6 月仍保持了近 25%的高速增长。所以,我们认为单单的商业地产调控并不会影响建筑业的整体增长,进而不会对公司业绩造成不利影响。

图 8 建筑业工程新开工面积累计值及增速



资料来源: Wind 资讯, 华宝证券研究所

图 9 建筑工程累计产值



资料来源: Wind 资讯, 华宝证券研究所

第二,在地产调控政策下,国家加大的保障房建设将弥补商品房建设投资下滑造成的投资减少。住建部在 2010 年年底在向各省发出的《关于报送城镇保障性安居工程任务的通知》中明确指出,2011 年计划建设保障性安居工程任务为 1 千万套,相比 2010 年的 580 万套,增长了 72.4%。这意味着保障性安居工程投资将超过 1 万亿元,达到全国房地产投资规模的 20%。由此看来,即便商品房投资因政策调控出现增速下降或者停滞,保障房建设的加大投入也将弥补商品房投入的减少,从而保障建筑业总量不会出现较大程度减少。

第三,城镇化和工业化双推动,建筑业未来增长势头不减。目前我国的城镇化率已近 50%,预计到 2030 年到可达到 70%。依此测算中国城镇化率每年提升约 1%,相当于城镇人口年增长 1300 万,按人均 30 平方米的新增商品房需求量来看,每年新增总需求为 3.9 亿平方米,而相关的配套设施建设可能使该数据再涨一倍。由此看来,城镇化持续推进还将带

来建筑行业的稳定增长。随着城镇化“十二五”规划的实施，包括铁路、公路、学校、医院、工厂和办公楼等在内的建设等投入将加大，且在建筑业中的比重也将持续提升，这也进一步降低了商品房在建筑业的影响。我们认为，受益于城镇化和工业化的持续推进，建筑业未来三年复合增长率仍能保持 20% 以上。

## 2.3. 信息化是提高国内建筑业竞争力的重要途径

**信息化率低下与第一建筑大国极不相称，竞争力亟需提高。**国内建筑业规模庞大，每年完成全球工程量的一半，且大型建筑企业的技术和施工能力已达到或接近国际领先水平。但整体来说，建筑业正处于完全竞争状态，市场准入门槛不高；建筑企业数量多，业务单一，最终造成行业总体盈利状况并不好。企业的平均利润率仅为 2% 左右，劳动生产率相当于欧美发达国家的 4%-5%。数据显示，2002 年全球前 225 家国家工程承包企业中，中国企业占 43 席，但营业额仅占 225 强总和的 10%，海外营业总额仅为第一名公司的 60% 左右。同时有调查显示，项目成本的 3%-5% 是由于信息失误导致。其中，错误或过期的图纸占 30%。这种信息化率低下与建筑业第一大国极不均衡，因此提高信息化程度，提高行业的盈利能力从而提高竞争力是建筑行业的当务之急。

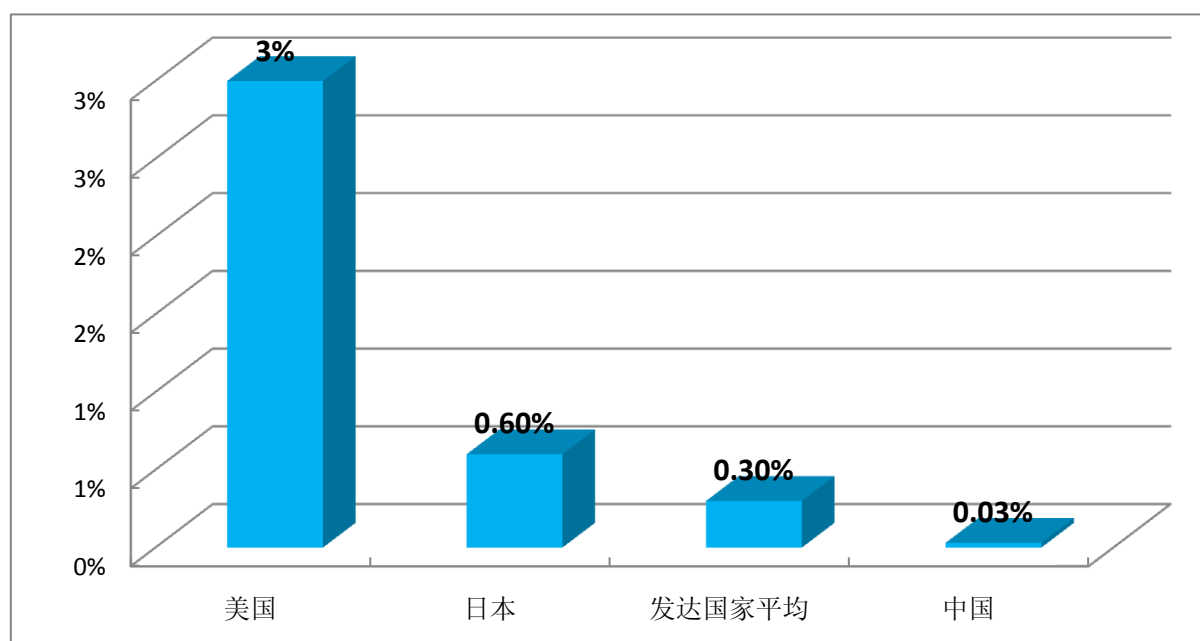
**信息化是发达国家提高建筑行业竞争力的重要手段之一。**信息化是当今企业提高生产率、降低成本和提升销量的有效方式之一。在美国，发展势头良好的建筑企业都非常重视信息化方面的投入。一个中型的美国建筑业企业，每年在信息化方面的投入约为年收入额的 3%，且越大的公司信息化投入越高，也越乐于接受新的信息技术。英国建筑业通过信息化手段，在 5 年内节省约 30% 的建筑项目成本；通过网站使用，在节约大量资金同时，同时缩短施工工期 15%。美国招标网也称信息化投入可节约建筑企业 30%-35% 的项目成本。韩国从 1998 年到 2005 年分 3 个阶段实施建筑企业的信息化，实现了缩短工期 15%-20%、节约工程费用 10%-20% 的目的。同时缩短了文档处理时间 90%、减少了 80%-90% 的文档和设计用纸。由此看来，建筑行业急需信息化以提高自身经营效率和竞争力。在日本，建筑企业的信息化投入一般既包含了资金投入也包括了人力投入。

## 2.4. 信息化渗透基数低，建筑信息化未来五年市场规模过百亿

**我国建筑行业信息化渗透率远低于发达国家平均水平。**根据“全国施工企业管理协会”的调研报告，2007 年在我国已经实施信息的建筑施工企业中，建筑业企业信息化投入占企业产值平均只有 0.027%，最高的为 0.65%，最低的仅为 0.0052%，投入大于 0.3% 的只有极个别企业。而同年日本 150 个骨干工程承包企业每年信息化渗透率为 0.6%，同期美国则为

3%，发达国家施工企业平均信息化投入占产值 0.3%以上。以 2009 年我国建筑业 75864 亿的产值、信息化投入占企业产值 0.3%计算，保守来看每年建筑业企业信息化投入应该在 230 亿左右。因此，我们认为，与发达国家平均水准相差十倍以上的建筑业信息化投入差距为国内建筑业信息化提供了广阔的市场前景和巨大空间，这也为作为行业龙头的公司提供了巨大的前景。

图 10 国内建筑业信息化的投入远低于国际平均水平



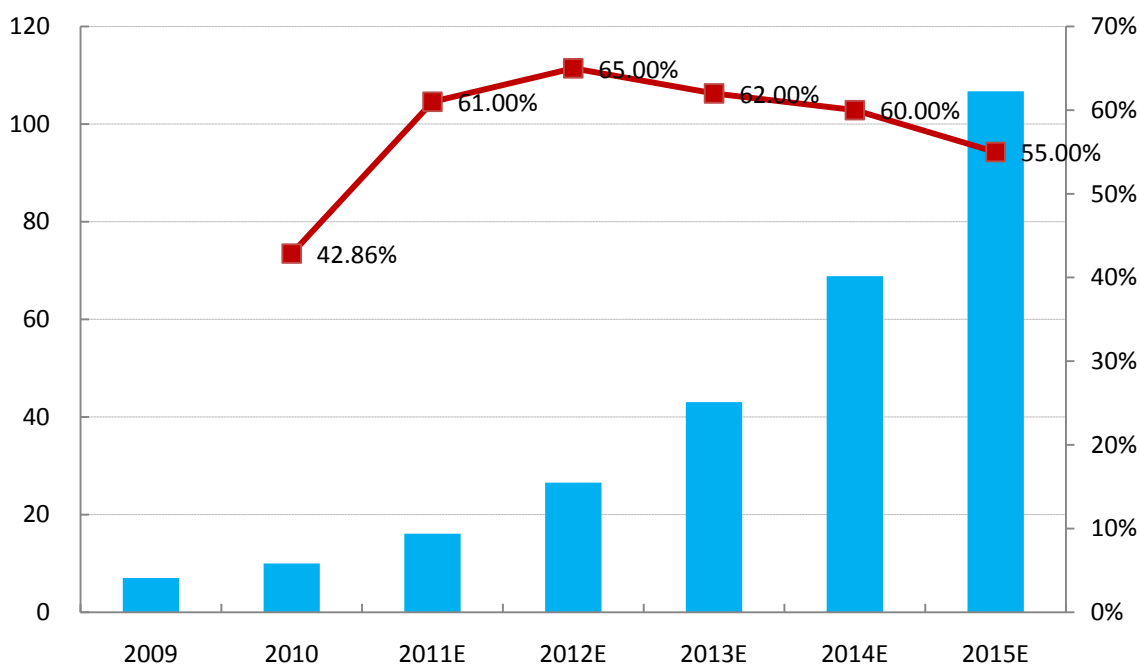
资料来源：公司资料，华宝证券研究所

政策和内在需求双轮驱动，建筑业信息化规模五年内有望过 100 亿元。一方面，政策对建筑企业实施强制性的信息化要求：建设部于 07 年颁布的《施工总承包企业特级资质标准》（建市[2007]72 号）文件中，明确要求施工总承包企业申请特级资质必须使用了综合项目管理信息系统，预计成熟后将逐步向一级、二级企业推广，这将进一步推进建筑行业企业的信息化建设。2009 年建设部关于特级资质的施工企业认证工作已经开始，其中新的认证标准中关于信息化的要求很高，几乎所有特级企业均未达到要求，而根据政策规定，建筑企业原有资质将于 2012 年 3 月到期，所以特级资质企业信息化的需求非常迫切，一、二级资质企业未来也面临着较大的压力。另一方面，如前所述由于国内建筑企业自身因为信息化建设滞后而亟需解决的经营效率提高推动企业信息化的内在需求强劲。

因此在政策推动和内在需求的合力推动下，我们保守估计国内建筑业的信息化率在未来 8 年内可达到 0.3%的国际平均水平，按照当前约 0.03%的率来看，未来 8 年建筑业信息化率将有 10 倍以上的增长空间。同时由于建筑企业资质将于 2012 年 3 月到期，我们坚持认为建筑业信息化率近三年将急速提升，预计其平均复合提升速度在 2011-2013 年率超过

35%，之后 5 年仍将保持 30%左右的提升增速。同时建筑业本身有 20%左右的复合增长，因此 2011-2015 年国内建筑业信息化增长保守估计应在 60%左右。按照 2010 年国内建筑业信息化 10 亿元的市场规模计算，五年内我国建筑业信息化市场可达 100 亿元以上，规模为当前的 10 倍以上。作为行业具有相对垄断地位的领军企业，广联达凭借事先布局的销售渠道、领先的技术、完善的产品线等优势，可享受高于行业的更高速增长。

图 11 国内建筑业信息化五年内可达 100 亿元以上



资料来源：华宝证券研究所

### 3. 中短期，工具软件仍为公司高增长主要推手

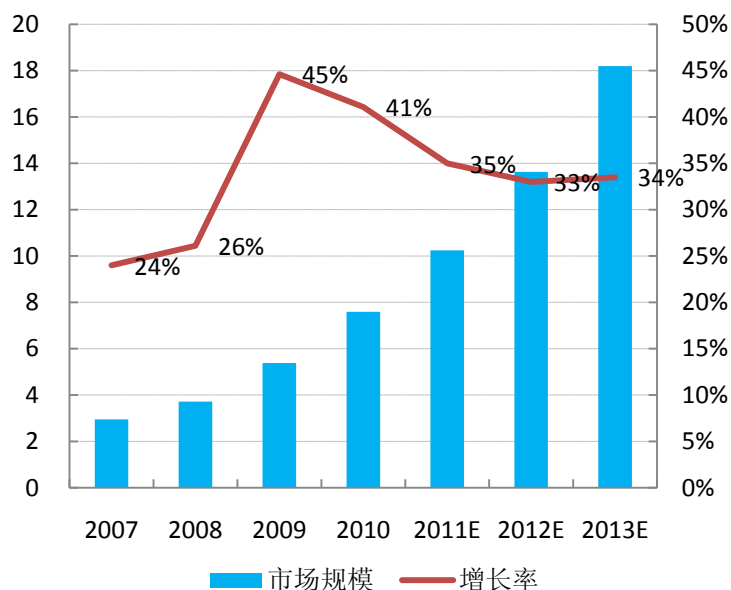
公司未来的增长看点可分为计价软件、算量软件 and 项目管理软件三部分。其中，计价软件和算量软件同属于工具类软件，该两类产品不仅贡献了当前公司收入的大部分，而且由于客户基础雄厚，产品和定额库更新需求也极为强劲，因此该两类产品未来 3 年内仍是公司快速增长的主要推手。

工程造价软件市场在过去几年内保持了 30%左右的高速增长，市场规模在 2010 年已经达到了 8 亿元。目前在建筑行业内，由于整个建筑项目招标周期、项目施工时间缩短、建筑责任程度问责加大，使得原有的手动计价及算量方式越来越制约了行业的整体发展及获利能力的提升。因此，专业的工具类软件已经成为越来越多的工程造价人员的标准配置。由此我们认为，由于工具类软件解决了建筑业目前生产率低下、管理混乱以及利润水平单薄

等行业迫切问题，未来 3-5 年内行业正处于高速增长，预计市场规模增长仍将保持在 30% 左右的水平。

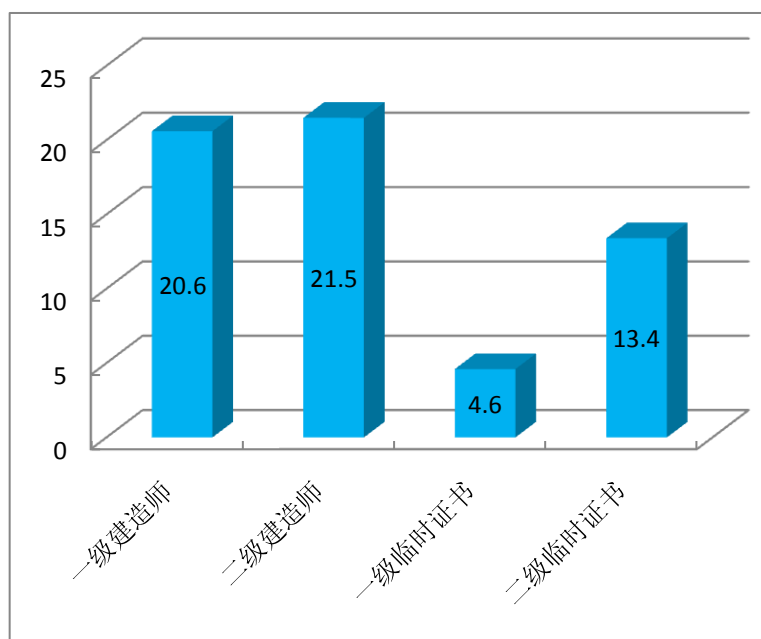
目前我国有工程造价专业人员约为 60 万人。由于除了工程建筑方和施工企业外，社会上还有众多机构（例如建筑工程咨询机构、建筑评估机构、房产中介机构等）均需要自己的工程造价人员。在需求加大的形势下，建筑造价人员规模呈现不断扩张趋势，预计未来每年的增长约在 3-5 万人。

图 12 工程造价软件市场规模未来仍将保持 30% 左右增速



资料来源：住建部，华宝证券研究所

图 13 目前国内工程造价软件从业人员约有 60 万人



资料来源：住建部，华宝证券研究所

### 3.1. 用户基础雄厚，工程定额更新促工程造价软件持续增长

公司在计价软件中得市场占有率在 2010 年已经达到 75% 的水平，在市场上处于绝对垄断地位，其直接使用的人员达到了 53 万人。未来公司计价软件的收入增长主要来自于新定额升级收入、新客户的销售收入、新增从业人员及新版本的升级 4 个方面。

份额扩大加就业人员增加可为计价软件带来 15% 以上的年增长。我们认为，依据公司强大的市场地位和营销渠道，公司在建筑业计价软件市场的占有率将最终提升到 80% 左右的水平，2011-2015 年每年将平均新增 5 个百分点。按照国内 70 万人的工程造价专业人员计算，每年可增加的工程计价软件销售约为 3.5 万套。另外，每年新增的工程造价从业人员约为 2-3 万人左右。这些新增从业人员中，约有 2 万左右的人数会选择使用公司的计价软件产品。由此算来，新增从业人员和市场份额扩大可为公司带来 15% 以上的收入增长。



版本升级每年可稳定为公司带来 2 亿元的收入贡献。公司提供的计价软件产品大约 3-4 年需要升级换代，按照公司已拥有的 40 万人的用户规模，保守估计每 4 年升级换代一次，其中有 70%-80% 的用户会提出升级需求，由此带来的收入大约为 2 亿元。

工程定额库更新每年可有 10% 的收入增长。工程定额是编造工程计划、组织、管理和施工以及确定工程造价依据，还是企业降低工程成本的依据。所以无论对于建筑企业还是对于招投标企业来说，都具有重要和实际意义。通常来说，一个产品会增加 3 个定额库，其标准 4-5 年更新一次。目前，定额库更新正进入密集期，巨大的客户基础使得未来三年定额库更新带来的收入将超过新客户采购的收入增长。我们保守估计每次定额库升级的费用为 4000 元，每年大约有 70%-80% 的客户会选择定额库更新。在巨大的用户基础下，每年定额库升级为公司带来的收入至少为 2 亿元，且会随着公司用户规模的增长呈现加速态势。

表 2 计价软件收入预测

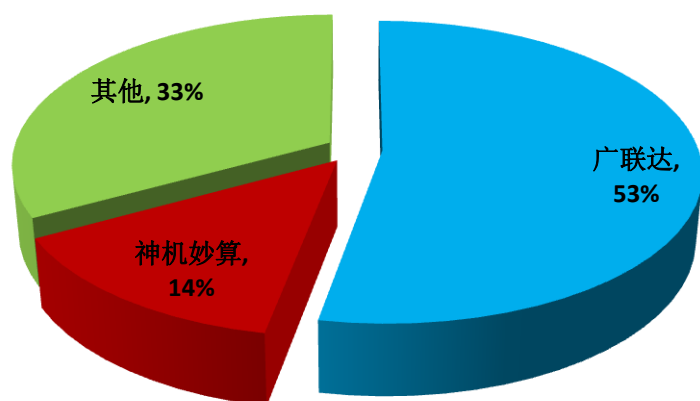
计价软件收入预测	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
造价从业人员（万人）	60	63	66	75	80	86
每年新增人数（万人）	3	3	3	9	5	6
产品渗透率	90.00%	91.00%	92.00%	93.00%	94.00%	95.00%
公司市占率	53.00%	58.00%	63.00%	68.00%	73.00%	78.00%
产品价格	5000	5000	5000	5000	5000	5000
新增销售收入	3792	4434	5129	17644	11151	15116
升级费用	4000	4500	4500	4500	4500	4500
定额库升级收入	13738	25283	40303	55137	65988	75001
产品版本升级费用	2000	2500	2500	2500	2500	2500
版本升级收入	6669	14046	23883	28830	32587	37037
计价软件收入（万元）	24198	43762	69316	101611	109725	127154

资料来源：华宝证券研究所

### 3.2. 算量软件渗透率低，未来三年是公司增长的重要动力

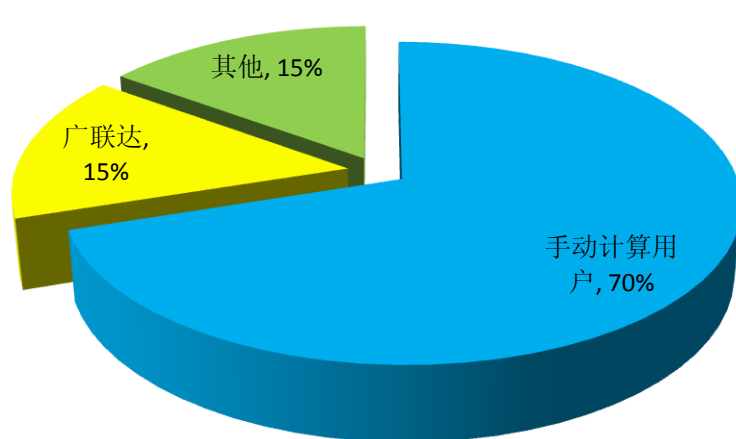
目前我国的计价软件的普及率已经达到了 80% 以上，而算量软件的行业普及率仅为 30%，其余 49 万人仍在手动计算。而在工程造价过程中，需要计价软件、钢筋算量软件和土建算量软件才能更有效的提升工作效率。由此看来，我国算量软件未来存在着较大的提升空间，预计到 2015 年普及率可达到 65% 左右的水平。

图 14 工程计价软件市场份额分布



资料来源：华宝证券研究所

图 15 工程算量软件市场份额分布



资料来源：华宝证券研究所

在算量软件市场中所有使用算量软件的 30% 从业人员中,除了大约 15% 的用户使用公司竞争对手 (包括神机、鲁班等公司) 在内的产品外,其余 15% 均选择了公司的算量软件产品。我们认为,凭借公司完善的销售渠道、营销策略以及庞大的计价软件用户规模,公司在算量软件的市场规模仍将呈现高速扩张态势。预计到 2015 年,公司在算量软件的市场份额可达到 50% 的水平,平均每年约新增 7 个百分点的市场份额。

表 3 算量软件收入预测

计量软件市场规模预测	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
从业人员 (万人)	60	63	66	75	80	86
渗透率	30.00%	37.00%	44.00%	51.00%	58.00%	65.00%
公司市占率	15.00%	22.00%	29.00%	36.00%	43.00%	50.00%
产品价格	6500	6500	6500	6500	6500	6500
新增购买收入	17550	33333.3	54740.4	89505	129688	181675
升级费用	2500	2500	2500	2500	2500	2500
升级收入	1350	3205.125	5263.5	8606.25	12470	17468.75
工程量算软件收入 (万元)	18900	36538.425	60003.9	98111.25	142158	199143.75

资料来源：华宝证券研究所

由此计算,2011-2015 年工程量计算软件每年可为公司贡献的收入复合增长率在 35% 左右,而在 2011-2013 年之间公司的工程量算软件增速则高达 80% 左右。

## 4.长期看，项目管理软件是公司的战略蓝海

推广项目管理软件过程中，公司更多的将与客户建立了一种长期服务合作关系，收入不仅来源于提供企业级、部级软件的收入，还将大量来自于为客户开发、运维收入以及提供项目咨询和信息化建议方面的营收。并可以通过挖掘客户的需求，扩大收入规模，其带来的客户粘性和市场规模将远远高于传统的工具类软件销售。目前项目管理软件为公司提供的收入仅为 2% 左右，但我们有理由相信，工程项目管理软件的广阔市场将使其成为公司未来营收的重要来源，并将助力公司从单纯的产品销售商向建筑企业的信息方案解决商转型，进而实现持续高速的成长。

### 4.1.为提升盈利，建筑类企业纷纷上马项目管理软件

建筑类企业的项目管理软件是工具类软件在功能和系统上的扩展和完善，其作用是运用建筑信息模型从项目立项、规划、招标、投标、施工、运维、验收等全过程的管理。该系统主要针对整个企业内的项目成本控制、公司级的成本管理。实现公司对各个项目数据的真实、动态、准确的监控，为其提供方便、快捷、准确的数据归集和分析平台，使其能够动态了解各个项目以及企业所有施工项目的进度、收入、制造成本情况，为管理层提供决策依据。

国内建筑业由于生产效率低下等原因，利润率一直处于 4% 以下的较低水平，这不仅远低于国际同行，甚至远低于国内规模以上国有企业以及非国有企业。当意识到信息化是拖累利润率上升的重要原因时，为抢占市场份额，具有一定规模的建筑企业纷纷凭借雄厚的资金实力选择信息化手段来提高其管理水平、核心竞争力和经营效益，企业信息化建设投资将不断增加，这种企业对管理软件的内在需求来动企业信息化的持续提升，也为建筑业软件的发展不断创造出新的市场空间。

### 4.2.政策强制推动，项目管理软件推广是大势所趋

对于我国的建筑企业来说，由于行业整体利润率已经处于较低水平，资质是承担收益率高的项目的重要前提，是其得以生存的根本之道。目前我国特级资质的施工企业 264 家，一级施工资质的企业 6300 家，其他施工企业约为 6 万家。

工程项目建设全过程化管理的核心应用是项目管理系统，而国内项目管理系统市场正处于导入期。根据住建部（原建设部）2007 年 3 月颁布的《施工总承包企业特级资质标准》，施工总承包企业申请特级资质必须在 2012 年 3 月 13 日前具备一定的信息化水平，包括 IT

基础设施建设、综合项目管理系统、工程设计管理系统、人力资源管理系统、档案资料管理系统等五个方面。住建部计划采用百分制对申请企业进行资质审核，综合项目管理系统评分占总体评分的 52%，合格标准为总得分大于 60 分且“综合项目管理”指标项的得分必须高于 30，而目前几乎没有施工企业建立了较为完整的综合项目管理系统。

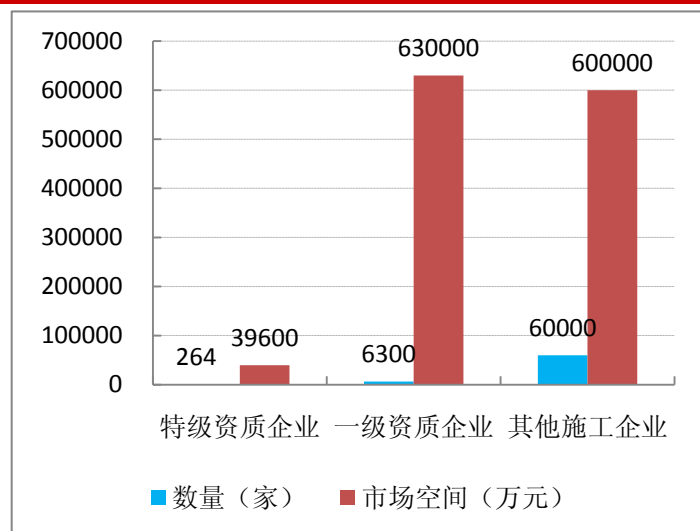
我们预计随着对建筑企业资质要求的不断加强，综合项目管理系统有较大概率向一、二级资质企业推广。按照特级资质企业在项目管理软件的首次投入平均为 150 万元，一级资质企业的投入为 100 万元，而其他资质企业的首次投入为 10 万元。加之每年的维护和升级费用的投入，项目管理软件的市场规模将过千亿，远远高于工具类软件。

### 4.3. 客户基础庞大，品牌为公司项目管理软件奠定基础

产品研发先发优势明显。目前项目管理软件市场品牌较为分散，没有形成规模优势的企业。相对于竞争对手，公司已经对项目管理产品进行了长期的跟踪研究。公司已经通过试销售单项目管理软件，积累的一点的经验与客户基础。2009 年公司与北京住总集团有限责任公司签订了总价为 220 万元的项目管理合同。同年，公司与中冶京唐建设有限公司签订了总价为 450 万元的合同。这两份合同所涉及的开发内容是工程项目管理解决方案中面向施工企业的部分。通过以上项目的实施交付，不仅加快了公司在工程项目管理解决方案的业务进程，同时进一步完善了公司建设工程项目管理解决方案的实施平台和产品交付能力。

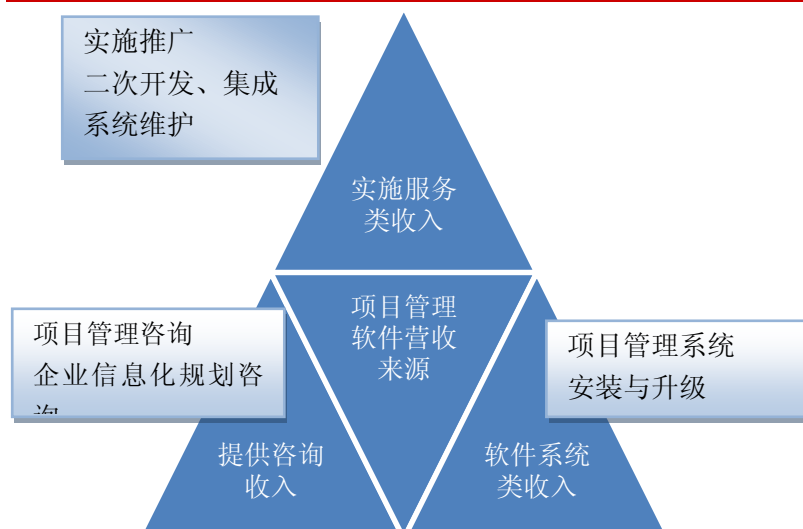
公司现有的工程项目系列软件为应用于施工方的成本管理系统 GCM4.0 已经服务了 93 家企业的近 300 个项目，并成功树立了一批样板客户。我们相信，早期用户的良好口碑和公司工程造价行业的信息化方面具有 10 多年的行业经验，将为项目后续产品的开发和推广起到有效助推。

图 16 各类资质企业的数目及各市场空间



资料来源：住建部，华宝证券研究所

图 17 项目管理软件收入来源图



资料来源：华宝证券研究所

工具类软件的技术积累为公司推广项目管理软件奠定良好基础。项目管理软件各子系统的应用软件系由各种工具类软件构成，且由于各个地方政府对于工程建设过程中的工程造价管理要求不同，工程造价软件必须适应各地要求。在以往的软件应用中，需要不断修改程序，不但费时、费力，而且会影响用户的生产经营。因此，项目管理软件供应商的造价软件的水平及其是客户考虑是否采购其项目管理系统的重要参考因素。公司自成立以来一直专注于工具类软件的研究和开发，已积累了丰富的行业经验和技术沉淀。2007 年，公司被北京市科学技术委员会评定为《建筑行业信息化知识库项目》的唯一承担者。并且公司自主设计开发了特有的软件架构，该架构包含公司的多项核心技术，可实现了产品的快速开发并提高了其适应性。我们认为，公司在工具类软件耕耘中技术所得到广大客户的认可为公司项目管理软件的渗透提供了非常好的铺垫。

庞大的客户基础是管理软件迅速渗透的一大保障。公司在工程造价领域积累了大量优质的客户资源，随着建筑业企业工程项目建设信息化的不断深入和升级，工程造价系列软件现有客户是项目管理软件的潜在客户。2009 公司与北京住总和中冶京唐建设签订了项目管理软件合同（涉及金额共 670 万），这两家企业之前都是公司工程造价软件的客户。公司现有拥有 9 万多家企业客户、直接使用的人员达 33 万人，市场占有率居于行业首位。客户涵盖设计单位、建设方、施工方、监理机构等工程建设的各方机构，客户通过公司软件产品的使用提高了工作效率和管理水平，与公司之间建立了良好的合作关系。因此，公司庞大的客户群将为公司项目管理产品市场开拓带来联动效应。市场网络和客户群将成为公司在项目管理软件市场中一路将竞争对手远远抛于身后的杀手铜级竞争优势。



#### 4.4. 渠道优势凸显，收购兴安得力客户技术双丰收

行业中多年积累的经验使公司造就了恰当有效的销售策略：针对建筑业企业众多、分布较广和各省计价规范不一致的行业特性，公司已经形成了覆盖面广、机构完善的销售服务网络。建立了 32 家分支机构、4 家全资子公司、4 家参股公司，并建立了近千人的高素质、专业化、本地化销售服务队伍。主要从事公司产品的销售拓展、售后服务和客户反馈等工作，保证了公司产品能很好地适应各地方政府工程造价管理的不同要求以及用户的个性化需求，为公司业务的进一步发展奠定了坚实基础。

图 18 公司已经建立了覆盖广泛的销售网络体系



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

公司 2011 年初以 3.2 亿元收购了上海兴安得力公司并增资 1744 万。兴安得力在并入公司前在行业内排名第三。因此我们认为该收购不但巩固了公司在行业内第一的市场地位，而且强化了公司在建筑业信息化领域的想多垄断地位。同时，借助兴安得力的销售渠道可以进一步带动公司算量软件及项目管理软件的销售。

无论是具体经济建设，还是在行业政策和业务模式，上海都发挥着举足轻重的引领作用。长三角建筑业总产值多年持续占全国份额 30% 以上，华东三省连续三年建筑业产值保持 21% 增速，连续多年位列全国前五。未来十年，随着长三角发展规划的落地，其建设投资将持续保持高速增长，蕴藏着巨大的信息化市场空间。从建筑业企业分布情况来看，长三角地区有批量的特级、一级规模企业云集于此，建筑业企业规模占全国半壁江山。同时，区域企业信息化意识超前，加之城市群带的紧关联区域经济活动和行业政策的支持，区域规划一体化发展将可能促进三地的行业主管部门打破行政壁垒，建立联动机制，实现三地



之间的行业监管的统一协调、市场准入的互认、招投标市场的联动等等，以建立起统一的、真正意义上的长三角建筑大市场，促进区域优势互补，行业转型升级的实现。基于这种区域化联动发展和转型升级的大背景下，蕴藏着巨大的管理信息化的需求，也从地域上形成以地区为突破点，辐射整个区域市场的态势。

作为上海本土企业的兴安得力，经过长时间的开拓，其现有的计价产品占据上海行业内 80% 以上的份额。拥有包括上海绿地、万科、上海建工等企业在内的优质大客户。对于公司来说，华东地区之前一直是公司根基相对薄弱的地区。由此看来，此次重组不仅有帮助公司提升在沪的整体市场占有率，同时为也是公司进入整个长三角在内的战略性地区重要策略。因此，我们认为该收购将使长三角区域成为公司工具软件业务大幅增长的重点区域，同时也将成为项目管理软件的新兴之地。由此可以带来公司项目管理软件市场规模增长约 50%。

## 5.盈利预测与估值

### 5.1.重要假设

我们核心假设如下：在 2011-2013 年之间，1.行业方面建筑行业信息化率提升速度为 35% 左右，建筑行业产值仍以 20% 的速度增长，其中国内工程造价专业人员在 60 万人的规模基础上每年可增长 4-6 万人；2. 公司方面（1）工程造价软件产品的渗透率每年提升 1 个百分点，公司市场占有率每年提升 5 个百分点；（2）由于普及率较低及行业巨大市场需求的带动下，工程量软件渗透率每年提升 7 个百分点，公司产品的渗透率每年提升 7 个百分点；（3）公司毛利率保持在 96% 左右的水平；（4）公司的管理费用和营业费用由于规模效应、营销网络的逐步建立完善以及资源整合的完成呈现逐步下降态势，财务费用由于较多的在手现金而为负。

表 4 公司各产品收入及合计预测（单位：万元）

年份	2010	2011E	2012E	2013 E
工程计价软件	24198.48	43761.9	69315.56	101611.3
工程计量软件	18900	35958.45	59094.75	88954.2
项目管理软件	595	1100.75	1860.27	2697.39
服务收入	1093	2022.05	3942.99	5953.93
收入合计	44786.48	83343.15	134213.58	199216.80

资料来源：华宝证券研究所

## 5.2.盈利预测

根据我们的核心假定，公司 2011-2013 年可实现的收入为 8.33 亿元、13.42 亿元和 19.92 亿元，分别较上一年增长了 84.97%、61.08%和 48.40%。实现归属母公司的净利润分别为 2.99 亿、4.86 亿和 7.33 亿，分别较上一年增长了 84.97%、61.08%和 48.40%。实现 EPS 为 1.11 元、1.80 元和 2.71 元。

表 5 财务预测表（单位：百万元）

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	450.57	833.43	1342.45	1992.24
营业成本	11.75	33.34	51.01	77.70
营业税金及附加	8.17	15.22	24.43	36.32
营业费用	179.17	291.70	449.72	657.44
管理费用	128.72	225.02	349.04	488.10
财务费用	-7.00	-10.00	-7.00	-6.00
资产减值损失	0.40	0.42	0.94	1.20
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
营业利润	129.35	277.72	474.31	737.48
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
利润总额	177.07	317.65	518.13	779.36
所得税	12.54	17.21	32.39	45.47
净利润	164.52	300.45	485.75	733.89
少数股东损益	-0.51	0.85	-0.07	0.98
归属母公司净利润	165.04	299.60	485.82	732.92
EBITDA	131.11	270.92	464.32	714.82
EPS（摊薄：元）	0.92	1.11	1.80	2.71

资料来源：华宝证券研究所

## 5.3.估值比较与投资评级

我们选取了 10 家公司与公司进行估值比较，这些公司在以下方面具有共同点：1、市值相对较大；2、相对来说发展较为成熟；3.行业成长性较高。相比其他信息服务类企业，公司具有一定的估值优势，尤其是 2012 年的 PE 估值。

表 6 可比公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	EPS			PE		
			2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
002410.SZ	广联达	37.40	1.11	1.80	2.71	33.69	20.78	13.80
300188.SZ	美亚柏科	43.67	1.15	1.65	2.45	37.88	26.43	17.79
002405.SZ	四维图新	28.61	0.73	1.06	1.53	39.36	27.04	18.66
002153.SZ	石基信息	34.79	0.93	1.28	1.71	37.26	27.26	20.30

002439.SZ	启明星辰	37.90	0.87	1.09	1.34	43.68	34.63	28.23
300017.SZ	网宿科技	13.32	0.31	0.42	0.55	43.26	31.97	24.32
300182.SZ	捷成股份	40.12	0.91	1.39	2.07	44.07	28.93	19.41
300059.SZ	东方财富	23.48	0.50	0.68	0.94	47.32	34.47	25.09
002253.SZ	川大智胜	38.05	0.75	1.03	1.49	50.42	36.80	25.62
002230.SZ	科大讯飞	36.58	0.61	1.03	1.77	59.52	35.67	20.72
平均值		33.39	0.79	1.14	1.66	43.65	30.40	21.39
中值		36.99	0.81	1.08	1.62	45.60	34.37	22.78

资料来源：港澳资讯，华宝证券研究所

鉴于公司所处建筑业信息化爆发式增长前景、以及公司的绝对领先地位，以及公司未来通过项目管理软件向建筑信息服务商转型带来的巨大成长空间，我们认为公司可享受一定的溢价。我们认为公司合理的价位区间在 54-63 元之间，对应 2012 年 30-35 倍 PE。保守估值为 54 元（对应 PEG 不到 0.5），首次给予买入投资评级。

## 6. 风险分析

### 1. 人力资源风险

高素质的软件开发、销售和管理人才是软件公司成功的重要因素。软件行业的企业在人力资源管理方面一般都面临人员流动大、知识结构更新快的问题，行业内的市场竞争也越来越体现为高素质人才的竞争。公司面临吸引、保留和发展核心技术人员、销售人员和管理人员的风险。

### 2. 技术开发风险

软件开发属于技术密集型产业，公司产品应用于建筑行业。该行业信息化基础较差，随着整个行业信息化的快速发展，其所应用的软件不断提出更高、更新的要求，如果公司产品不能按要求进行更新换代或产品升级，将可能使公司丧失技术和市场的领先地位。或者公司开发的软件存在缺陷或错误，将导致客户业务运作受到不利影响，也将影响公司市场信誉或市场地位。

### 3 宏观经济增速放缓风险

2008 年以来，受全球金融危机等多方面因素的影响，国内宏观经济增长呈现放缓趋势。经济增长放缓将导致企事业单位建设投资减少，如商品房开发新建项目减少。为了刺激经济增长，政府将加大基建工程建设投资，如新建经济适用房、廉租房。在宏观经济增速放缓的周期内，如果只是建设方的结构调整，新投资的基建项目数量并不减少，则对公司产品销售负面影响有限；如果新建项目减少，将对公司经营产生不利影响。

## 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	1768.13	2148.66	2532.70
现金	1574.41	1740.22	2112.06	2473.55
应收账款	4.49	11.78	13.61	24.67
其它应收款	4.25	5.54	11.38	12.86
预付账款	2.76	6.26	6.26	13.70
存货	1.04	3.24	3.71	6.56
其他	2.20	1.10	1.65	1.37
<b>非流动资产</b>	268.62	242.97	270.42	268.33
长期投资	0.05	0.05	0.05	0.05
固定资产	80.34	106.22	118.66	132.68
无形资产	31.16	31.49	32.10	32.37
其他	157.07	105.21	119.61	103.23
<b>资产总计</b>	1857.76	2011.11	2419.09	2801.03
<b>流动负债</b>	128.93	90.08	174.61	113.37
短期借款	0.00	15.00	7.50	11.25
应付账款	0.83	5.23	2.64	10.32
其他	128.11	69.86	164.46	91.80
<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	91.58	176.23	114.93
少数股东权益	0.17	1.02	0.94	1.92
归属母公司股东权益	1726.90	1918.50	2241.91	2684.18
<b>负债和股东权益</b>	1857.76	2011.11	2419.09	2801.03

### 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	234.22	574.93	655.46
净利润	164.52	300.45	485.75	733.89
折旧摊销	9.15	10.79	12.86	15.09
财务费用	-7.00	-10.00	-7.00	-6.00
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	62.36	-67.03	83.33	-87.53
其它	0.00	0.02	-0.01	0.00
<b>投资活动现金流</b>	-103.85	14.84	-40.30	-13.01
资本支出	94.89	-25.74	27.50	-2.11
长期投资	-0.05	0.00	0.00	0.00
其他	-9.01	-10.90	-12.80	-15.12
<b>筹资活动现金流</b>	1293.16	-83.25	-162.79	-280.96
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	-98.25	-155.29	-284.71
<b>现金净增加额</b>	1418.34	165.81	371.84	361.50

### 利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	450.57	833.43	1342.45	1992.24
营业成本	11.75	33.34	51.01	77.70
营业税金及附加	8.17	15.22	24.43	36.32
营业费用	179.17	291.70	449.72	657.44
管理费用	128.72	225.02	349.04	488.10
财务费用	-7.00	-10.00	-7.00	-6.00
资产减值损失	0.40	0.42	0.94	1.20
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	277.72	474.31	737.48
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	317.65	518.13	779.36
所得税	12.54	17.21	32.39	45.47
<b>净利润</b>	164.52	300.45	485.75	733.89
少数股东损益	-0.51	0.85	-0.07	0.98
<b>归属母公司净利润</b>	165.04	299.60	485.82	732.92
<b>EBITDA</b>	131.11	270.92	464.32	714.82
<b>EPS (元)</b>	0.92	1.11	1.80	2.71

### 主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	46.00%	84.97%	61.08%	48.40%
营业利润	66.73%	114.70%	70.79%	55.48%
归属母公司净利润	57.63%	81.54%	62.16%	50.86%
<b>获利能力</b>				
毛利率	97.39%	96.00%	96.20%	96.10%
净利率	36.51%	36.05%	36.18%	36.84%
ROE	9.53%	15.65%	21.66%	27.32%
ROIC	6.56%	12.72%	18.80%	24.43%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	7.03%	4.55%	7.29%	4.10%
净负债比率	7.53%	4.88%	7.93%	4.52%
流动比率	12.33	19.63	12.31	22.34
速动比率	12.32	19.59	12.28	22.28
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.41	0.43	0.61	0.76
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	0.61	1.11	1.80	2.71
每股经营现金	0.85	0.87	2.13	2.43
每股净资产	9.59	7.11	8.31	9.95
<b>估值比率</b>				
P/E	61.31	33.70	20.79	13.78
P/B	6.87	5.26	4.50	3.76
EV/EBITDA	48.99	30.91	17.22	10.69

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。