

2011年09月27日

TMT--计算机软件服务

证券研究报告--公司调研简报

收盘价(元): 36.17

目标价(元): 54.00

广联达(002410)

内生增长为主，建筑软件零售巨头持续高成长

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

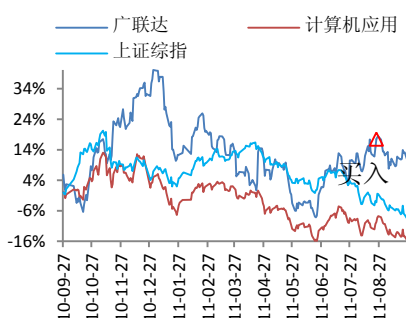
联系人: 陈筱

电话: 021-33938376

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(%)	6.29
每股净资产(元)	6.46
市净率(倍)	5.70
净资产收益率(加权)	7.22
12 个月内最高/最低价	80.5/30.12

股价走势图



相关研究报告

- 1 《需求旺盛促增长，规模效应增盈利》，2011.08.24
- 2 《建筑业繁荣与信息化提升强化龙头地位》，2011.08.14

◎事项:

内生增长良好，重申买入评级。9月19日，我们对广联达（002410）进行了实地调研，与公司高管就财报、产品、整合及未来发展规划等方面进行了沟通。根据调研情况，我们认为公司内生增长情况依然良好，收购整合顺利，盈利能力有进一步的提升空间，未来三年业绩平均复合增速有望保持在 50% 甚至以上。维持原有的盈利预测，重申买入评级。

◎主要观点:

◆以内生增长为主，建筑软件零售超市定位符合行业特性。公司客户群体包括了建设单位、施工企业、设备材料商、物业公司、中介机构、设计院校、政府部门等 8 大类，客户具有整体数目庞大、单个规模较小及需求多样多变等特点，截止到中报，今年新增客户数达到了 10637 个，反映了公司业务迅猛的发展势头。针对客户需求，公司为各类客户提供了品类多、针对性强的产品，且及时把握客户需求变化，不断推陈出新以满足客户不断变化的需求。相对单个客户规模小的特点，公司提供单价在 5000 元左右的产品，客户可按需要，每次采购 4-5 样，随后再根据需求进行产品升级、定额库更新等。这样使得大多客户的采购额约为 2 万元/次。由此看来，公司更像是一家为中小建筑相关企业提供量大、物美、价格适中产品的软件超市。客户可在公司产品货架中自行进行采购。这样的定位于策略不仅使公司不存在大客户集中的风险，还使得公司在数目众多、小型客户占比高、需求旺盛的建筑业信息化行业中有效把握市场需求，保持高速增长。

◆严控费用与优化产品结构并举，净利增长高于收入概率大。根据公司近期规划，未来三年公司的技术人员的增长则保持在 20%-30% 之间，这不仅反映了公司持续高速的创新需求，也为取得技术领先优势的公司再添基石。同时，公司将整体人员的增速控制在每年 10% 的水平，而收入则有望保持在 45% 左右的增长。在保持科研技术团队稳步扩张的同时，远低于收入增速的人员增速，对于人力占据成本绝大部分的软件行业，无疑是提升获利能力的有力手段。公司的算量软件在技术、附加值、价格等方面都高于计价软件，而算量产品的行业渗透率仅为 40%，远低于计价软件 90% 以上的普及率。公司目前在计价软

	2009A	2010A	2011H1	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	308.61	450.57	292.85	717.84	1111.65	1647.47
同比增速(%)	33.71	46.00	72.44	59.32	54.86	48.20
净利润(百万)	104.70	165.04	125.29	299.51	484.95	720.62
同比增速(%)	64.73	57.63	81.83	81.48	61.91	48.60
毛利率(%)	96.30	97.39	97.46	97.62	97.44	97.48
每股盈利(元)	1.40	0.92	0.46	1.11	1.80	2.67
ROE(%)	42.66	9.53	7.22	15.65	20.95	24.96
PE(倍)	0.00	0.00		32.61	20.14	13.55

件占据了 90%以上的市场份额，几乎处于垄断地位。未来向原有客户销售高附值的算量软件，不失为一个强有力的内生性增长策略。随着销售规模的扩大，公司战略性产品——项目管理软件今年可达到盈亏平衡点，这也有望进一步提升获利能力。

收购兴安得力一举四得，持续稳定高增长可期。到目前为止，公司对兴安得力公司的整合进展顺利。截止到中报，已为公司贡献了 1700 万元的收入和 900 万元的利润。公司收购兴安得力的意义体现在以下四方面：首先，兴安得力几乎垄断了上海的计价软件市场，收购完成后公司不仅可以通过兴安得力的渠道销售公司的计价软件，并且可以进一步提升高附加值的算量软件的销售；其次，借助兴安得力已开辟的渠道和品牌可以帮助公司进行重点产品之一材料价格信息产品的推广；第三，兴安得力 100 多人的技术团队为作为技术密集型公司的平稳的发展提供了有力的科研补充；第四，随着我国对外承包工程业务量的迅猛增长及国家鼓励内地企业“走出去”政策的推动，公司自 2011 年也开始了国际化进程。通过兴安得力，公司可将金融中心及国际航运枢纽——上海建立成自身海外拓展进程中的有利根据地。由此看来，此次收购不仅可为公司产品销售提供了立竿见影的增长，还具有重要战略意义。

鉴于公司恰当的定位、长远的战略布局、在市场中不断巩固的技术领先优势及不断提升的获利能力，我们维持原有的盈利预测，公司 2011-2013 年可实现的 EPS 分别为 1.11 元、1.80 元和 2.67 元，目标价为 54 元，重申买入。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	1857.76	2002.95	2451.43	2983.62
流动负债	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
非流动负债	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
负债合计	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
负债和股东权益	1857.76	2002.95	2451.43	2983.62

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	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
现金净增加额	1418.34	146.68	407.05	511.96

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	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
营业利润	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
利润总额	177.07	317.56	517.20	766.29
所得税	12.54	17.20	32.33	44.70
净利润	164.52	300.35	484.87	721.58
少数股东损益	-0.51	0.85	-0.07	0.96
归属母公司净利润	165.04	299.51	484.95	720.62
EBITDA	131.11	277.15	471.45	708.73
EPS (元)	0.92	1.11	1.80	2.67

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
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%
获利能力				
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%
偿债能力				
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
营运能力				
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
应付账款周转率	14.91	11.01	12.96	11.99
每股指标(元)				
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
估值比率				
P/E	0.00	32.61	20.14	13.55
P/B	0.00	5.09	4.22	3.38
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。