

软件开发

署名人: 崔莹

S0960511060001

021-52288047

cuiying@cjis.cn

6-12 个月目标价: 38.00 元

当前股价: 32.90 元

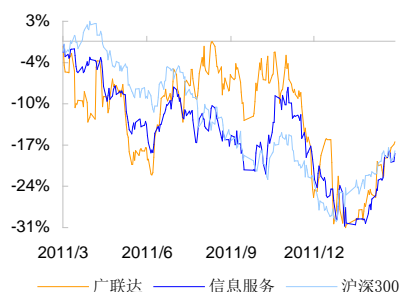
评级调整: 维持

基本资料

|          |         |
|----------|---------|
| 上证综合指数   | 2455.80 |
| 总股本(百万)  | 270     |
| 流通股本(百万) | 67      |
| 流通市值(亿)  | 22      |
| EPS      | 0.92    |
| 每股净资产(元) | 9.59    |
| 资产负债率    | 7.03%   |

股价表现

| (%)       | 1M    | 3M    | 6M     |
|-----------|-------|-------|--------|
| 广联达       | 15.03 | -1.26 | -11.64 |
| 信息服务      | 12.02 | 1.82  | -1.28  |
| 沪深 300 指数 | 4.77  | 6.03  | -3.51  |



相关报告

广联达

002410

推荐

工具类软件驱动高增长

公司发布年报, 11 年实现收入 7.43 亿元, 同比增长 65.8%, 实现归属于母公司股东净利润 2.79 亿元, 同比增长 68.9%, 同时公司拟每 10 股转增 5 股派 5 元。

投资要点:

- **工具类软件驱动高增长:** 11 年工具类软件实现收入 6.88 亿元, 同比增长 59.5%, 仍是公司收入增长的主要动力, 其中计价软件与算量软件收入比约 2:3。计价软件增长来源于并表兴安得力、产品升级和换标, 扣除并表因素后推测自然增长在 30% 左右; 算量软件中传统的土建算量和钢筋算量市场份额进一步提高, 而安装算量、精装修算量、对标软件、钢筋施工翻样等新产品贡献收入 7931 万元, 其中后三款产品从 11 年 11 月开始较大规模推广, 预计 12 年有望高速增长。市场一直质疑公司作为单一行业软件厂商工具类软件收入过高, 但是我们认为建筑行业特点可以解释上述现象, 建筑行业信息化程度低(以工具类软件为主导), 产值大(11 年行业产值 11.7 万亿, 工程造价从业人员 60 多万人, 如果按照公司产品覆盖了约 40 万工程造价人员计算, 人均 ARPU 值约 1700 元/年, 仍有较大的增长空间)。工具类软件收入占比较高也确保了高净利率水平, 11 年公司净利率高达 37.5%。
- **项目管理软件值得期待:** 项目管理软件实现收入 4660 万元, 同比增长 340%, 收购梦龙实现了公司在企业级项目管理软件领域的布局。从用友软件 11 年情况来看, 其高端 NC 产品在房地产和建筑(指施工)行业增速较高, 我们预计未来 3 年项目管理软件增速将持续高于公司整体的增速。
- **员工数量增长较快:** 11 年底公司员工数量 2966 人, 同比增长 46.7%, 落后于收入与利润增速, 其中并表兴安得力增加约 170 人, 新建西安呼叫中心增加约 230 人。分专业看, 公司研发人员 731 人, 同比增长 88.9%, 使得管理费用/收入从 28.6% 提高至 34.5%, 研发费用/收入从 10.6% 提高至 15.5%, 作为工程造价软件领域的领导企业, 能否快速孵化

主要财务指标

| 单位: 百万元   | 2011  | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 744   | 1040  | 1419  | 1935  |
| 收入同比(%)   | 65%   | 40%   | 36%   | 36%   |
| 归属母公司净利润  | 279   | 386   | 520   | 694   |
| 净利润同比(%)  | 69%   | 38%   | 35%   | 34%   |
| 毛利率(%)    | 97.5% | 97.2% | 96.8% | 96.2% |
| ROE(%)    | 14.7% | 16.9% | 19.5% | 20.6% |
| 每股收益(元)   | 1.03  | 1.43  | 1.92  | 2.57  |
| P/E       | 30.22 | 21.84 | 16.21 | 12.14 |
| P/B       | 4.44  | 3.69  | 3.16  | 2.51  |
| EV/EBITDA | 34    | 22    | 16    | 12    |

资料来源: 中投证券研究所

新产品去扩大市场容量是公司未来增长的关键，而加大研发投入是基础。销售人员 1760 人，同比增长 48.9%，落后于收入增速，使得销售费用/收入从 39.8% 下降到 35.4%，我们一直认为销售是广联达的核心竞争力，但是公司销售费用占收入比从 08 年的 50% 下降到 11 年的 35.4%，这显示公司的增长并不完全依赖于销售。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 12-14 年 EPS 分别为 1.43、1.92 和 2.57 元，我们认为公司在现价具备配置价值，维持推荐评级。
- **风险提示：**建筑行业下滑超预期。

**表 1：单季度收入及利润增速（单位：百万元）**

|         | 2010-1Q | 2010-2Q | 2010-3Q | 2010-4Q | 2011-1Q | 2011-2Q | 2011-3Q | 2011-4Q       |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|
| 单季度营业收入 | 55.06   | 114.77  | 122.71  | 158.04  | 114.99  | 177.87  | 175.01  | 275.77        |
| 同比增速    | 43.09%  | 79.26%  | 57.18%  | 23.42%  | 108.86% | 54.98%  | 42.63%  | <b>74.50%</b> |
| 单季度净利润  | 15.64   | 53.27   | 41.56   | 54.57   | 32.78   | 92.51   | 51.79   | 101.65        |
| 同比增速    | 47.57%  | 122.80% | 61.79%  | 22.61%  | 109.64% | 73.67%  | 24.62%  | <b>86.27%</b> |

资料来源：公司资料，中投证券研究所

## ➤ 附：财务预测表

**资产负债表**

| 会计年度           | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1455 | 1826  | 2236  | 2965  |
| 现金             | 1429 | 1794  | 2180  | 2871  |
| 应收账款           | 15   | 17    | 34    | 62    |
| 其他应收款          | 6    | 9     | 13    | 17    |
| 预付账款           | 2    | 3     | 5     | 7     |
| 存货             | 2    | 3     | 5     | 7     |
| 其他流动资产         | 1    | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 647  | 668   | 655   | 629   |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 102  | 202   | 258   | 288   |
| 无形资产           | 35   | 15    | -5    | -25   |
| 其他非流动资产        | 510  | 452   | 402   | 367   |
| <b>资产总计</b>    | 2102 | 2495  | 2891  | 3594  |
| <b>流动负债</b>    | 199  | 206   | 215   | 220   |
| 短期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款           | 3    | 3     | 5     | 7     |
| 其他流动负债         | 195  | 203   | 210   | 212   |
| <b>非流动负债</b>   | 2    | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 2    | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 201  | 206   | 215   | 220   |
| 少数股东权益         | 4    | 6     | 9     | 12    |
| 股本             | 270  | 270   | 270   | 270   |
| 资本公积           | 1205 | 1205  | 1205  | 1205  |
| 留存收益           | 423  | 809   | 1193  | 1887  |
| 归属母公司股东权益      | 1897 | 2283  | 2668  | 3362  |
| <b>负债和股东权益</b> | 2102 | 2495  | 2891  | 3594  |

**现金流量表**

| 会计年度           | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 319  | 391   | 512   | 663   |
| 净利润            | 282  | 388   | 523   | 698   |
| 折旧摊销           | 0    | 29    | 33    | 36    |
| 财务费用           | -29  | -24   | -30   | -38   |
| 投资损失           | -1   | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | 0    | -3    | -19   | -39   |
| 其他经营现金流        | 67   | 2     | 5     | 7     |
| <b>投资活动现金流</b> | -354 | -50   | -21   | -11   |
| 资本支出           | 87   | 50    | 40    | 30    |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | -268 | 0     | 19    | 19    |
| <b>筹资活动现金流</b> | -109 | 24    | -105  | 38    |
| 短期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 90   | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | -90  | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -109 | 24    | -105  | 38    |
| <b>现金净增加额</b>  | -146 | 366   | 386   | 690   |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

**利润表**

| 会计年度            | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 744  | 1040  | 1419  | 1935  |
| 营业成本            | 19   | 29    | 45    | 74    |
| 营业税金及附加         | 14   | 21    | 28    | 39    |
| 营业费用            | 263  | 354   | 475   | 639   |
| 管理费用            | 241  | 338   | 461   | 629   |
| 财务费用            | -29  | -24   | -30   | -38   |
| 资产减值损失          | 4    | 3     | 3     | 3     |
| 公允价值变动收益        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 1    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 232  | 320   | 435   | 590   |
| 营业外收入           | 71   | 101   | 131   | 167   |
| 营业外支出           | 1    | 1     | 2     | 3     |
| <b>利润总额</b>     | 302  | 419   | 565   | 754   |
| 所得税             | 20   | 31    | 42    | 57    |
| <b>净利润</b>      | 282  | 388   | 523   | 698   |
| 少数股东损益          | 3    | 2     | 3     | 4     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 279  | 386   | 520   | 694   |
| <b>EBITDA</b>   | 203  | 324   | 439   | 588   |
| <b>EPS (元)</b>  | 1.03 | 1.43  | 1.92  | 2.57  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2011  | 2012E | 2013E | 2014E  |
|-----------------|-------|-------|-------|--------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |        |
| 营业收入            | 65.0% | 39.9% | 36.4% | 36.4%  |
| 营业利润            | 79.6% | 37.6% | 36.2% | 35.6%  |
| 归属于母公司净利润       | 68.9% | 38.4% | 34.7% | 33.5%  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |        |
| 毛利率             | 97.5% | 97.2% | 96.8% | 96.2%  |
| 净利率             | 37.5% | 37.1% | 36.6% | 35.9%  |
| ROE             | 14.7% | 16.9% | 19.5% | 20.6%  |
| ROIC            | 39.9% | 55.3% | 75.9% | 102.3% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |        |
| 资产负债率           | 9.6%  | 8.3%  | 7.4%  | 6.1%   |
| 净负债比率           | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00%  |
| 流动比率            | 7.33  | 8.86  | 10.41 | 13.49  |
| 速动比率            | 7.31  | 8.84  | 10.39 | 13.46  |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |        |
| 总资产周转率          | 0.38  | 0.45  | 0.53  | 0.60   |
| 应收账款周转率         | 73    | 58    | 45    | 32     |
| 应付账款周转率         | 9.32  | 9.49  | 12.18 | 12.37  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |        |
| 每股收益(最新摊薄)      | 1.03  | 1.43  | 1.92  | 2.57   |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 1.18  | 1.45  | 1.90  | 2.46   |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 7.03  | 8.45  | 9.88  | 12.45  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |        |
| P/E             | 30.22 | 21.84 | 16.21 | 12.14  |
| P/B             | 4.44  | 3.69  | 3.16  | 2.51   |
| EV/EBITDA       | 34    | 22    | 16    | 12     |

## 相关报告

| 报告日期 | 报告标题 |
|------|------|
|------|------|

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

崔莹, CPA, CFA Charter pending candidate, 中投证券研究所计算机行业研究员, 南京大学计算机学士, 金融工程硕士, 多年金融行业从业经验。重点覆盖公司: 远光软件、汉得信息、海隆软件、新北洋、广电运通、恒泰艾普、软控股份、恒生电子、金证股份、广联达、四维图新

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

| 深圳市  | 北京市   | 上海市   |
|--|---|---|
| 深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼<br>邮编: 518000<br>传真: (0755) 82026711 | 北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层<br>邮编: 100032<br>传真: (010) 63222939 | 上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼<br>邮编: 200041<br>传真: (021) 62171434 |