



分析师：王晓艳  
证书编号：S0050510120012  
Tel: 010 - 5935 5422  
Email: yfzhangl@chinans.com.cn  
地址：北京市金融大街 5 号新盛大厦 7 层 (100140)

## 寻找广联达业绩增长的驱动因子

——来自实体经济与历史数据的实证研究

### 投资要点

- 我们推荐广联达的主要逻辑为：在固定资产投资增速将会产生向上拐点已成为市场一致预期的时候，与之高度相关的广联达却没有同步反映；而是被公司的“业绩修正公告”将市场一致预期打低；此时预期差产生，投资机会显现。我们认为中报业绩修正公告产生的恐慌性下跌只是临时的。
- 通过数据相关性分析我们验证了广联达公司营业收入与固定资产投资指标的相关关系，并测算得到，如果下半年“固定资产投资完成额”增速达到 22%，并且其中“建筑安装工程”增速达到 24% 的时候，广联达营收全年增速最高可达到 37%；这与广联达公司自身设定营收 10 亿的目标相吻合。至于固定资产投资及其分项的增长率预测可以参照中国民族证券相关宏观研究报告。
- 我们发现，广联达中报低于预期的主要原因是：受固定资产投资中建筑安装工程增速下滑的拖累。根据国家统计局发布的 2012 年二季度固定资产投资及其分项累计值增速，我们的模型预测广联达中报营收为 3.66 亿元，同比仅增长 25%，略低于市场预期。
- 我们发现，广联达营业收入与建筑行业的指标更相关。市场认为的广联达与房地产行业相关关系存在并将持续存在，但造成未来二者同向变化主要原因却不尽相同。
- 我们推荐投资者在研究广联达公司时关注如下指标：“建筑业：本年新签订合同额”、“建筑业：建筑工程产值”、“固定资产投资完成额：建筑安装工程”、“固定资产投资完成额”；它们单季值与广联达单季收入之间存在较为显著的、高度线性相关关系；相关系数分别为 0.93、0.92、0.85、0.84。上述指标由统计局按月公布，其中，固定资产投资类指标公布时间先于其他。
- 我们也提醒投资者关注导致上述相关性下降的因素，比如公司营收结构的大幅变化、公司外延式增长导致造价类软件收入迅速下降、国家工程造价规则变换等。上述变化将导致基于指标跟踪的业绩判断可信度降低。
- 风险提示：我们强调，通过时间序列模型预测出来的营收数值只可作为对基本面研究的参照与验证；另外，线性相关性分析的显著性检验假设两个变量符合正态分布，这对于单一公司经营数据而言比较难以保证；样本量较少，对相关性分析存在一定影响。

#### 广联达 (002410)

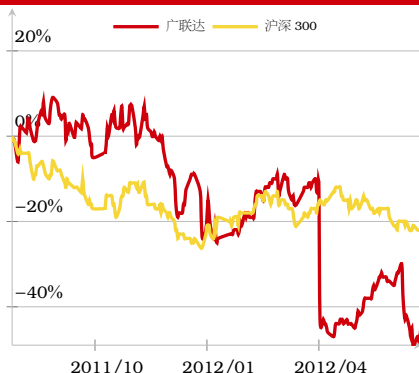
##### 投资评级

本次评级	买入
跟踪评级	调高
目标价格	25

##### 市场数据

市价 (元)	19.72
上市流通 A 股 (万股)	9857
总股本 (万股)	40500
52 周最高最低价 (元)	40.7/17.9
上证指数	2169
深证指数	9333
2011 年股息率	260%

##### 52 周相对市场表现



##### 相关研究

特别鸣谢中国民族证券宏观组：  
尹小兵、陈伟、朱启兵

##### 联系人

张力 010 - 5935 5422  
yfzhangl@chinans.com.cn

#### 公司财务数据及预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	744	1019	1345	1724
增长率 (%)	65	37	32	28
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	279	386	509	649
增长率 (%)	69	39	32	27
毛利率 (%)	97	97	97	97
净资产收益率 (%)	15	8	9	11
EPS (元)	1.03	0.95	1.26	1.60
P/E (倍)	19	21	16	12
P/B (倍)	3	2	1	1

资料来源：公司年报，民族证券

## 目录

一、当前的实际情况与问题的提出 .....	2
二、与部分宏观、下游行业指标的相关性研究 .....	3
2.1 公司营业收入与哪类指标更相关 .....	3
2.2 对跟踪关注指标的建议 .....	7
三、应用相关性研究结果，解释并预测广联达营收变化 .....	8
3.1 通过预先公布的指标预测公司营业收入 .....	8
3.2 对广联达中报业绩低于预期的解释 .....	9
3.3 采用宏观预测结论来预测公司营业收入 .....	10
3.4 对公司全年营收目标与卖方一致预期的评价 .....	11
四、对广联达的投资建议 .....	12
五、相关性分析结果和预测结果的局限性 .....	12

## 图目录

图 2.1 建筑安装工程占固定资产投资比例变化 .....	7
图 2.2 固定资产投资按行业分占比变化 .....	7
图 3.1 使用预先公布的数据预测营业收入累计值 .....	8
图 3.2 通过预先公布的数据预测营业收入单季值 .....	9
图 3.3 2012 年固定资产投资与建筑安装工程投资增速下滑明显 .....	9
图 3.4 利用宏观预测结论预测公司营业收入 .....	10

## 表目录

表 2.1 相关性分析指标选择列表 .....	4
表 2.2 对实验数据的描述 .....	4
表 2.3 各指标累计值与广联达营业收入的相关性运算及检验结果 .....	5
表 2.4 各指标单季值与广联达营业收入的相关性运算及检验结果 .....	5
表 2.5 累计值与广联达营收的相关性大于等于 0.95 的指标 .....	5
表 2.6 单季值与广联达营收的相关性大于等于 0.80 的指标 .....	6
表 2.7 建议关注的指标 .....	7
表 3.1 广联达 2012 年全年营业收入及增长率预测结果 .....	10

## 一、当前的实际情况与问题的提出

### 1. 对公司经营成果跟踪指标的现有研究较少。

目前对广联达的研究，大都跟踪造价师人数、市场占有率等指标，由于没有权威机构持续发布，所以对这些指标的跟踪比较困难。分析师只能通过向公司询问客户人数、新增购买数量、价格变化等信息了解公司经营实际情况；有些时候往往难以验证。对投资者而言，无法从外部建立对公司业绩的信心，所以，一旦出现“业绩质疑事件”就会造成部分投资者的恐慌，进而造成股价的剧烈波动。另外，如跟踪造价师人数指标，其与造价类产品的实际购买与使用之间的关系实际上难以把握，因为使用者不都是造价师，而一个造价师可能会重复购买多个造价类软件产品。

### 2. 对公司与房地产业更相关还是与建筑业更相关争论不清。

市场上不少人认为广联达的业绩与房地产业更相关，这从公司 2012 年 1 季度的走势可以看出，在房地产板块上涨时，公司股价发生联动效应。但也有投资者认为，房地产只是广联达众多下游的一类，由于广联达的产品以建筑工程造价类软件为主，更多地服务建筑业企业，所以广联达应与建筑业更相关。目前也并没有对这一关系加以厘清的、定量的研究成果。

### 3. 公司具备造价类软件行业特征，为我们提供了相关性比较研究的条件。

经过连续五年超过 43% 的复合增长，广联达 2011 年的销售收入已达到 2006 年收入的 6 倍；2010 年公司造价类产品市占率已达到 53%<sup>1</sup>，这些数据预示着，未来几年广联达高速增长的态势将趋缓，其所在的造价类软件行业也将逐渐趋于成熟。另外，市场集中度指标也预示着行业竞争结构正走向成熟，目前除公司外仅有 PKPM、神机妙算等几家能持续销售同类产品。公司市占率最大、行业集中度较高说明公司具备造价类软件行业特征。在进行相关性研究时，广联达的经营成果具备行业代表性，可以近似地认为是造价类软件行业的特征。

### 4. 公司仍是造价类套装软件供应商，业务形态在未来一段时间内不会改变。

在广联达的营业收入中，自上市以来，造价类软件产品收入占比均超过 97%；造价类软件多为盒装软件，主要销售给建筑项目发包、接包单位；公司下游的行业特征较为明显，主要针对建筑行业。公司进行并购活动可能会加速项目管理类软件收入的占比增长，但我们认为，要改变公司“套装软件供应商”的这一主要特征，还需要较长的时间。这保证了我们研究的有效性及时性。

### 5. 研究目标：厘清下游相关关系、解释业绩变化、验证基本面研究成果。

在研究条件具备的情况下，为了解决上述问题，我们将选用固定资产投资类、建筑类、房地产类的相关指标，判断它们与广联达及其所代表的行业之间的相关性，找到公司经营成果与下游哪个行业更相关；找到可持续跟踪的指标；通过提前发布的相关指标解释广联达的业绩变化并对其营业收入进行预测，用以验证基本面分析研究成果。

<sup>1</sup>以上数据来自于公司招股说明书及各年年报。

## 二、与部分宏观、下游行业指标的相关性研究

为了更好的对广联达进行研究，找到可以持续跟踪的、并且与公司经营成果有关的相关指标。我们进行了如下相关性分析。主要是判断公司营业收入与各类宏观、行业经济指标之间的关系。首要任务是弄清广联达营业收入到底与哪些指标更相关；其次尝试通过提前发布的相关指标解释广联达的中报业绩变化。

这里要说明的是，由于广联达造价类软件产品市占率超过 50%，并且该行业集中度较高；我们认为，公司营业收入变化情况可以代表行业的变动情况；所以，本研究可视作造价类软件行业与其下游及宏观经济指标的相关性比较研究。

### 2.1、公司营业收入与哪类指标更相关

#### 实验设计

目标：探索广联达公司业绩与相关经济指标之间的相关关系，根据提前发布的经济指标预测广联达营业收入水平，验证并解释广联达的基本面情况。

指标选择：从固定资产投资、建筑业、房地产业三个方面选取相关指标，考察验证上述三类指标与广联达营业收入的相关系数，选出相关系数高且显著的指标。

我们选取的指标列表、分类及其编码如表2.1所示。

#### 数据准备

数据获取原则：我们尽量保证数据的完整性与连续性，尽量保证数据足够多，尽量使用全部的数据进行相关性研究。

对于广联达的营业收入指标：，我们从公司招股说明书及各年年报、季报中获取到了 2006 年至 2008 年的年度营业收入数据；以及 2008 年 4 季度至 2012 年 1 季度的营业收入季度累计数据。其他宏观及行业指标数据从 Wind、iFind 获取。

对获取到的 2006 年 4 季度至 2012 年的原始季度时间序列描述如表2.2所示。

#### 计算及检验结果

【累计值之间的相关性】通过相关系数的计算与检验，我们发现，除了 J1、J2、F1 以外，广联达营业收入季度累计数与我们选择的累计数指标均存在着较强的（相关系数均大于 0.7）、显著的（均在 0.01 水平上显著相关）、线性正相关（相关系数无负值）关系。相关计算及检验结果请参见表2.3。

【单季数据之间的相关性】选取表2.3中相关系数值最大的前五项目标，通过对它们及广联达公司营业收入时间序列做图可知，各累计数序列均存在较为明显的同类趋势，而相关系数较大的原因可能正是由于这种趋势的存在；遂对上述累计值数据进行年内差分，即使用单季数据进行相关性分析。需要说明的是，在单季数据相关性检验中，我们舍弃了广联达 2009 年以前的营业收入数据，主要原因是连续性欠缺，无法通过计算得到本季度单季的数据。

单季数据相关性检验结果如表2.4所示。通过相关系数的计算与检验，我们发现 G2、G3、F1、

**表 2.1: 相关性分析指标选择列表**

大类	子类	指标名称	编码
公司业绩		广联达公司营业收入	T
固定资产投资类指标	总量指标	固定资产投资完成额	G1
		固定资产投资: 施工项目个数	G2
		固定资产投资: 新开工项目个数	G3
	分项指标	固定资产投资完成额: 基建	G11
		固定资产投资完成额: 房地产	G12
		固定资产投资完成额: 制造业	G13
		固定资产投资完成额: 建筑安装工程	G19
建筑业相关指标	周边指标	企业景气指数: 建筑业	J1
		企业家信心指数: 建筑业	J2
		城镇固定资产投资完成额: 建筑业	J3
	总量指标	建筑业: 从业人数	J4
		建筑业: 总产值	J5
		建筑业: 企业总收入	J6
	产值拆分	建筑业: 建筑工程产值	J51
		建筑业: 安装工程产值	J52
		建筑业: 竣工产值	J53
	建筑面积与房屋价值	建筑业: 房屋建筑面积: 竣工面积	J7
		建筑业: 竣工房屋价值	J8
	行业财务指标	建筑业: 利润总额	J9
		建筑业: 签订合同额	J10
		建筑业: 本年新签订合同额	J101
		建筑业: 管理费用	J11
房地产业相关指标	周边指标	国房景气指数	F1
	总量指标	房屋竣工面积	F2
		房屋新开工面积	F3
		房屋施工面积	F4
		商品房销售额	F5
		商品房销售面积	F6
		房地产开发投资完成额	F7

资料来源: 民族证券

**表 2.2: 对实验数据的描述**

编 码	截止 2012		有缺 失值	值类型		编 码	截止 2012		有缺 失值	值类型	
	Q1	Q2		单季	累计		Q1	Q2		单季	累计
T	●		●		●	J1		●		●	
G1		●			●	J2		●		●	
G2	●				●	J3		●			●
G3	●				●	J4	●				●
G11		●			●	J5	●				●
G12		●			●	J6	●		●		●
G13		●			●	J51	●				●
G19		●			●	J52	●				●
F1		●		●		J53	●				●
F2		●			●	J7	●				●
F3		●			●	J8	●				●
F4		●			●	J9	●				●
F5		●			●	J10	●				●
F6		●			●	J101	●				●
F7		●			●	J11	●		●		●

资料来源: Wind, iFind, 民族证券



F4、J1、J2、J4、J11、J10 的单季数据与广联达单季营业收入序列不存在明显的线性相关性；其他指标的单季度数据与之均存在较为显著的线性相关性。

**表 2.3: 各指标累计值与广联达营业收入的相关性运算及检验结果**

指标	Pearson 相关性	样本数	指标	Pearson 相关性	样本数
G1	.949**	16	J1	.414	16
G2	.806**	16	J2	.084	16
G3	.731**	16	J3	.965**	16
G19	.959**	16	J4	.941**	16
G11	.873**	16	J5	.934**	16
G12	.970**	16	J51	.939**	16
G13	.973**	16	J52	.877**	16
			J53	.860**	16
F1	-.030	16	J6	.881**	15
F2	.741**	16	J7	.784**	16
F3	.944**	16	J8	.877**	16
F4	.821**	16	J9	.929**	16
F5	.913**	16	J10	.947**	16
F6	.808**	16	J101	.946**	16
F7	.961**	16	J11	.850**	12

资料来源：民族证券

注：\*\* 意味着在.01 水平（双侧）上显著相关

**表 2.4: 各指标单季值与广联达营业收入的相关性运算及检验结果**

指标	Pearson 相关性	样本数	指标	Pearson 相关性	样本数
G1	.844**	13	J1	.504	13
G2	-.459	13	J2	.128	13
G3	.109	13	J3	.689**	13
G19	.852**	13	J4	-.431	13
G11	.697**	13	J5	.911**	13
G12	.870**	13	J51	.915**	13
G13	.867**	13	J52	.853**	13
			J53	.774**	13
F1	.054	13	J6	.730**	12
F2	.685**	13	J7	.739**	13
F3	.689**	13	J8	.794**	13
F4	-.292	13	J9	.783**	13
F5	.797**	13	J10	-.108	13
F6	.708**	13	J101	.933**	13
F7	.876**	13	J11	.397	11

资料来源：民族证券

注：\*\* 意味着在.01 水平（双侧）上显著相关

**表 2.5: 累计值与广联达营收的相关性大于等于 0.95 的指标**

编码	指标名称	Pearson 相关系数
G13	固定资产投资完成额：制造业	.973**
G12	固定资产投资完成额：房地产	.970**
J3	固定资产投资完成额：建筑业	.965**
F7	房地产开发投资完成额	.961**
G19	固定资产投资完成额：建筑安装工程	.959**
G1	固定资产投资完成额	.949**

资料来源：民族证券

注：\*\* 意味着在.01 水平（双侧）上显著相关

**表 2.6: 单季值与广联达营收的相关性大于等于 0.80 的指标**

编码	指标名称	Pearson 相关系数
J101	建筑业：本年新签订合同额	.933**
J51	建筑业：建筑工程产值	.915**
J5	建筑业：总产值	.911**
F7	房地产开发投资完成额	.876**
G12	固定资产投资完成额：房地产	.870**
G13	固定资产投资完成额：制造业	.867**
J52	建筑业：安装工程产值	.853**
G19	固定资产投资完成额：建筑安装工程	.852**
G1	固定资产投资完成额	.844**

资料来源：民族证券

注：\*\*意味着在.01 水平（双侧）上显著相关

### 相关性判别结论

从累计数据的相关性检验结果中，我们选取相关系数大于等于 0.95 的指标，如表2.5所示；从单季数据的相关性检验结果中，我们选择相关系数大于等于 0.80 的指标，如表2.6所示。

从选取结果来看，相比较而言，公司营业收入的累计数据与固定资产投资类指标更相关；公司营业收入的单季值与建筑业指标更相关。

**我们的结论是：相对于房地产而言，广联达的营业收入与建筑业更相关。**

这从基本上可以得到解释，因为，建筑行业是公司的主要下游，而房地产则属于建筑行业的下游；对于房地产开发投资的统计，包括了土地费用、勘察设计和前期工程费、基础设置建设费、建筑安装工程费、公共配套设置建设费等 11 项；而其中真正与建筑建设相关的部分才与广联达及其所代表的行业相关。

进一步解释如下，为了讨论方便，我们将“房地产行业中的建筑安装投资完成额<sup>2</sup>”记作  $X$ 。

从基本面分析的角度出发，G19 与 T 的关系应该较强。我们认为，导致 F7 与 T 相关系数如此之高的主要原因可能是由于 G19 解释能力的传递。

传递过程如下：X 占 G19 比例稳定，这导致了 G19 的解释能力传递到 X；同时，X 占 F7 比例稳定，进而导致了 X 的解释能力传递到 F7；最终导致了 F7 与 G19 具有同等解释效力<sup>3</sup>。这也可能是市场大多数人认为广联达与房地产业更相关的根源。

我们从数据上也找到了证明上述假设的理由，通过计算得知自 2008 年至 2010 年，X 占 G19 的比例在 26%-28% 之间变化，占比比较稳定；而 X 占 F7 的比例也稳定在 82%-87% 之间<sup>4</sup>。

通过检验相关性我们发现，2005 年至 2010 年，X 与 F7 相关系数为 0.998，显著；X 与 G19 相关系数为 0.997，显著；最终，G19 与 F7 相关系数为 0.993，显著；从相关系数值的变化也可以解释上述传递。

我们认为 F7 与 T 的相关性将未来一段时间内可能持续存在。原因是：首先，上述 G19 解释能力的传递依旧可能存在。其次，前面我们提到，经历了连续 5 年超过 43% 的复合增长后，我们预计未来 T 的增速将趋缓；而与此同时，房地产由于严厉的调控政策风光不再，未来 F7 的增速也会具备下行趋势；二者变动趋势将趋同，但我们要清楚的是，导致二者趋势趋同的原因是不完全

<sup>2</sup>指标“固定资产投资完成额：建筑安装工程：房地产行业”由国家统计局按年度发布数据，由于数据量较少，未入选相关性研究范围。

<sup>3</sup>更为严格的因果关系检验有待进一步研究。

<sup>4</sup>数据来源：Wind，只有年度数据，且只发布到 2010 年。

一致的。

综上所述，对广联达营业收入的研究不能仅基于对房地产行业前景的判断，更多的是去了解并跟踪建筑业产值的变化情况。

## 2.2、对跟踪关注指标的建议

这里对上述相关性分析所得到的众多指标进行简化，选择三、四个进行持续跟踪。因为建筑行业是广联达造价类软件产品的主要下游，所以我们的简化将围绕建筑业进行。

我们发现，我们事先选择的三类指标之间本身就具备层次关系。从指标类别所包含的经济主体来看，固定资产投资范围最大，建筑业次之，房地产较小；从各阶段数据表现来看，我们也发现了这种相关性的存在。

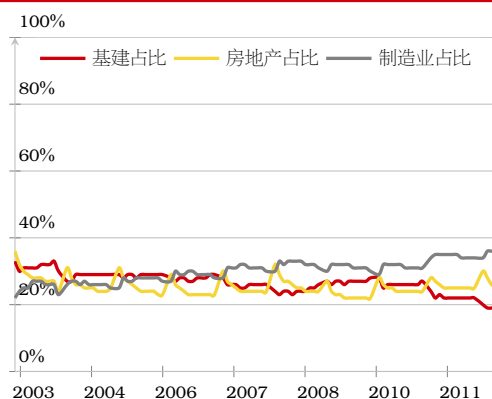
比如：在固定资产投资完成额中，从构成来说，将近 65% 来自于建筑安装工程，且这一比例自 2004 年以来基本恒定 60% 到 65% 之间，如图2.1所示；分行业来看，基建、房地产、制造业三者占据 80% 以上的固定资产，且其各自所占比例也基本不变；如图2.2所示。

图 2.1: 建筑安装工程占固定资产投资比例变化



资料来源: Wind, 民族证券

图 2.2: 固定资产投资按行业分占比变化



资料来源: Wind, 民族证券

根据指标解释能力的传递关系，可以认为上述 G12、G13、G19、G1 指标所揭示的变化就是 G19 的变化；而 G19 的变化也可以近似地认为是 G1 的变化。G1、G19 由国家统计局按月发布；先于广联达当季业绩发布。

对于建筑行业的指标，我们推荐使用 J101：建筑业本年新签订合同额、J51：建筑业建筑工程产值，一是因为他们的单季值与 T 的相关系数最大，二是与其他建筑行业指标相比，它们也可以揭示其他指标的变化。

综上所述，我们推荐投资者在研究广联达时，可以关注并跟踪的指标如表2.7所示。

表 2.7: 建议关注的指标

编码	指标名称	Pearson 相关系数
J101	建筑业：本年新签订合同额	.933**
J51	建筑业：建筑工程产值	.915**
G19	固定资产投资完成额：建筑安装工程	.852**
G1	固定资产投资完成额	.844**

资料来源: 民族证券

注: \*\* 意味着在.01 水平（双侧）上显著相关



### 三、应用相关性研究结果，解释并预测广联达营收变化

我们应用上述相关性分析的析取结果，对广联达公司的营业收入进行预测，这里强调，我们通过时间序列模型预测出来的营业收入数值只作为对基本面研究的参照与验证。

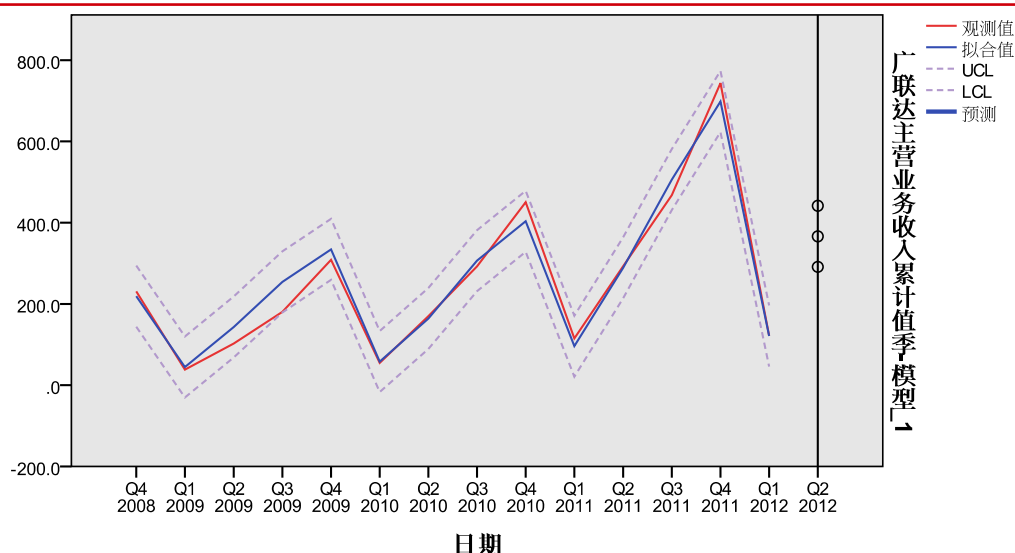
#### 3.1、通过预先公布的指标预测公司营业收入

相关性分析结论中 G1、G19、J101、J51 指标均由国家统计局按月度发布。截止到 2012 年 7 月 18 日，已发布的季度累计指标有 G1、G19。以下通过时间序列分析预测广联达 2012 年 6 月的营业收入情况。

##### 通过累计值预测广联达营收累计值

通过计算，使用  $ARIMA(0,0,0)$  模型拟合效果最好，R 方<sup>5</sup>为 0.971，置信区间 95% 的预测结果<sup>6</sup>如下，点预测：366.4（单位：百万元）；区间预测：[291.3, 441.5]（单位：百万元）<sup>7</sup>。

图 3.1: 使用预先公布的数据预测营业收入累计值



资料来源：民族证券

点预测结果：366.4；区间预测结果：[291.3, 441.5]

##### 通过单季值预测广联达营收单季值

通过计算，使用 *Winters* 平滑（乘法）模型拟合度最高，R 方为 0.853；置信区间 95% 的预测结果如下，点预测：218.20（单位：百万元）；区间预测结果：[178.83, 257.54]（单位：百万元）；对应 2012 年 Q2 累计值为：点预测：340.17（单位：百万元）；区间预测结果：[300.8, 379.54]（单位：百万元）。

##### 预测结论

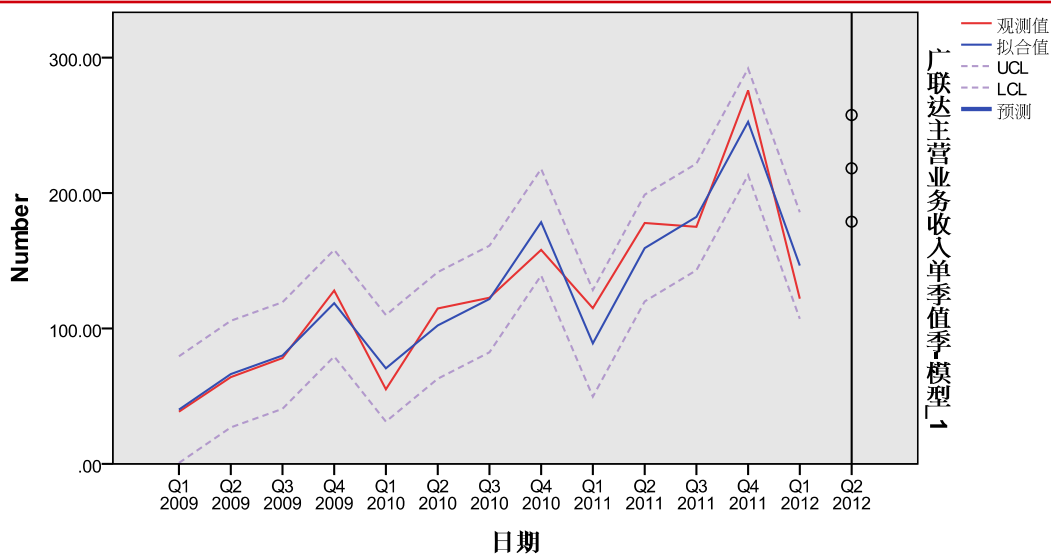
综上所述，采用单季值预测的结果虽然范围较小，但其 R 方较小，模型解释程度较低；并且 *Winters* 模型的参数估计并未通过显著性检验；另外，在使用 *Winters* 模型进行预测时并不使用“固定资产投资”以及“建筑安装工程投资”的信息，所以，最终我们保留并采用累计值预测结

<sup>5</sup>表示模型对数据的解释程度，最大值为 1，越大表明解释能力越强。

<sup>6</sup>表示目标值有 95% 的可能性落在该区间以内。

<sup>7</sup>点预测值为区间上下限的算术平均数。

图 3.2: 通过预先公布的数据预测营业收入单季值



资料来源：民族证券

点预测结果：218.2；区间预测结果：[178.83, 257.57]

果。

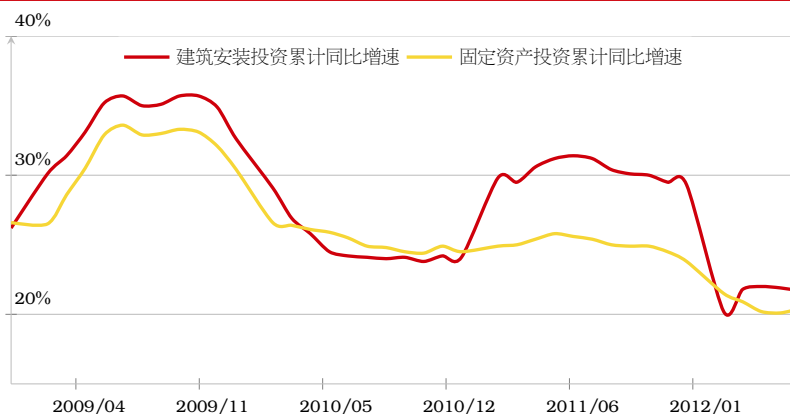
预测模型结果显示，在置信区间为 95% 的前提下，对广联达 2012 年二季度累计实现营业收入的区间预测为 [291.3, 441.5]（单位：百万元），点预测为 366.4（单位：百万元）；对应 2012 年年中营业收入同比增长点预测为 25%，最高同比将不超过 51%。

### 3.2、对广联达中报业绩低于预期的解释

从相关性的角度，我们认为广联达 2012 年中报业绩低于预期主要原因是：受到自 2012 年 2 月至今公司下游建筑业完成额增速明显下滑的影响，公司营业收入产生了同比下降。

反映到数据上，从图3.3中我们看到，“固定资产投资完成额：建筑安装工程累计同比增速”在 2010 年 5 月开始平稳运行在 24% 左右的水平，自 2011 年 2 月迅速增长到 30% 左右的平台；一直到 2012 年 2 月才发生大幅下滑。2012 年 2 月至今的下游同比增速下滑，可能是导致公司营业收入大幅下降的主要原因。其他的原因还包括公司支出安排的影响等（详见公司公告）。

图 3.3: 2012 年固定资产投资与建筑安装工程投资增速下滑明显



资料来源：Wind，民族证券

月度，时间范围：200812-201206

### 3.3、采用宏观预测结论来预测公司营业收入

中国民族证券宏观组预测 2012 年三季度及四季度，“固定资产投资完成额”累计同比增速为 20%、22%；另外预测“固定资产投资：建筑安装工程累计值”同比增速将达 22%、24%。根据上述对 G1 及 G19 的预测，可以相应预测广联达全年的营业收入。

#### 预测过程

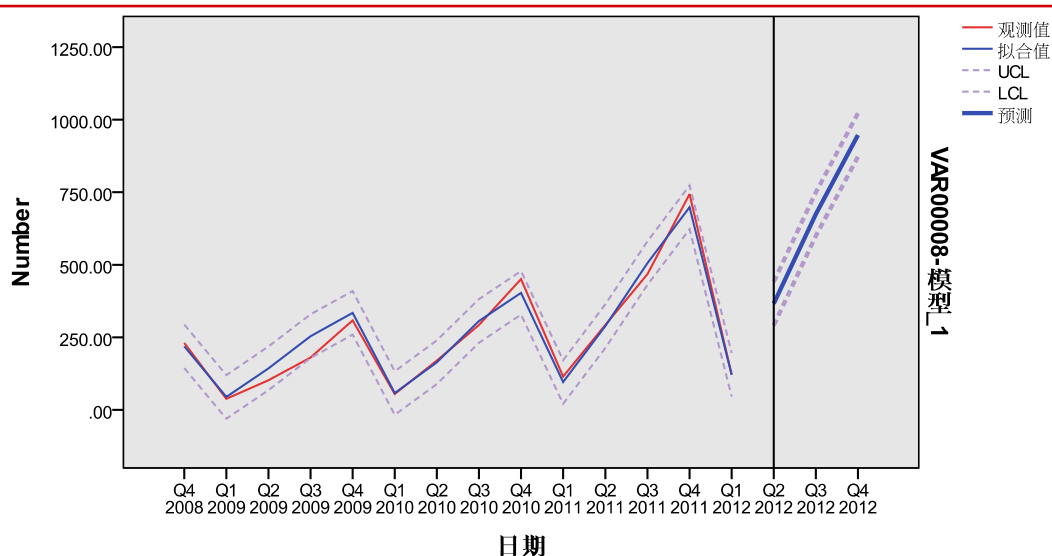
此处直接使用累计值进行预测，具体原因可参照上一节中对 winters 模型的说明。

表 3.1: 广联达 2012 年全年营业收入及增长率预测结果

项目	Q2 2012	Q3 2012	Q4 2012	同比增长率
预测	366.40	674.68	947.28	27%
最大值	441.54	749.82	1022.42	37%
最小值	291.27	599.55	872.14	17%

资料来源：民族证券

图 3.4: 利用宏观预测结论预测公司营业收入



资料来源：民族证券

预测模型结果显示，在置信区间为 95% 的前提下，根据我们宏观组对固定资产投资类指标的预测，广联达 2012 年全年累计实现营业收入的区间预测为 [872.14, 1022.42]（单位：百万元）之间，点预测为 947.28（单位：百万元）；对应全年营业收入同比增长约 27%；最高同比将不超过 37%。

#### 预测结论

对于基本面分析，我们应该采用的结论是：在未来两个季度，“固定资产投资完成额”保持 20%、22% 的增速以及“固定资产投资：建筑安装工程累计值”保持 22%、24% 的增速的假设前提下；在置信区间为 95% 时，对广联达全年营业收入增长率的预计不宜超过 37%。

### 3.4、对公司全年营收目标与卖方一致预期的评价

公司在 2011 年年报中提出了 2012 年全年营业收入力争突破 10 亿元的目标；据此，目前市场上的卖方一致预期为全年实现营收 10.39 亿元<sup>8</sup>。

与我们预测的结果进行比较，我们发现，卖方一致预期已经超出了我们区间预测的范围；公司的经营目标处于我们区间预测结果的范围以内。

所以，对于广联达下半年的经营活动的研究与跟踪，从投资经理的角度，在建立了固定资产投资增速下半年将企稳并好转的信心后，应该更关注的是行业增长以外的因素。比如公司的竞争策略，如何通过市场活动进一步扩大市场份额；以及造价类软件收入以外的收入增长，如是否能获得较大的项目管理软件工程合同等。

---

<sup>8</sup>来源：启明星

## 四、对广联达的投资建议

对广联达公司投资的主要逻辑为：下半年将主要依靠固定资产投资保证 GDP 增长，其中建筑安装增长将达到 24%；建筑行业是广联达的主要下游；建筑行业的增长将带动广联达下半年的收入增长。中报业绩修正公告产生的恐慌性下跌只是暂时的。

为了保证 8% 左右的 GDP 增长，下半年仍需要依靠投资拉动。这已经成为了市场的一个基本共识，也成为了一致预期。分行业来看，固定资产投资以基建、制造业以及房地产为主；从构成来看，固定资产投资由建筑安装、设备工具购置及其他组成。

认为建筑安装增长加快的主要理由是：国家对房地产调控政策较为严厉，未来两个季度，固定资产投资主要将依靠基建和制造业的固定资产投资来拉动；其次，由于中游制造业产能普遍过剩，所以从构成来看，设备工具购置部分的增速将低于建筑安装工程。

在“固定资产投资完成额”将会产生向上拐点已成为市场一致预期的时候，与之高度相关的广联达却没有同步反映；而是被公司的“业绩修正公告”将市场一致预期打低；此时预期差产生，投资机会显现。

## 五、相关性分析结果和预测结果的局限性

### 1. 相关性结果本身的局限性

- 线性相关性分析的显著性检验假设两个变量符合正态分布，对于单一公司经营数据而言比较难以保证。（将季度数据作为样本，将真实业绩序列作为总体。）
- 样本量较少，对相关性分析存在一定影响。

### 2. 时间序列预测结果的局限性

- 样本量较少，且模型拟合优度将伴随着相关性的变化而变化。
- 置信区间改变将导致区间预测范围变大，同时抬高预测范围的上限。

### 3. 关注假设前提以及导致相关性下降的因素

- 广联达收入结构的变化，如项目管理软件占比提升较快，有可能导致相关性迅速降低。
- 广联达的多元化趋势与外延式增长，如通过并购的方式改变收入来源与收入结构。
- 国家工程造价规则的变化。
- 对行业集中度、成熟度的认知可能存在问题，行业可能具备高增长可能性。



**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	1455	1918	2482	3187
现金	1429	1877	2428	3116
应收账款	15	20	27	34
其他应收款	2	6	7	10
预付账款	7	10	13	16
存货	2	6	8	10
其他	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	647	662	700	762
长期投资	0	0	0	0
固定及无形资产	252	267	303	364
其他	395	395	397	398
<b>资产总计</b>	2102	2580	3182	3949
<b>流动负债</b>	199	286	371	480
短期借款	0	0	0	0
应付账款	7	15	19	26
其他	192	270	352	454
<b>非流动负债</b>	2	3	4	6
长期借款	0	0	0	0
其他	2	3	4	6
<b>负债合计</b>	201	289	376	486
少数股东权益	4	8	14	21
归属母公司股东权益	1897	2283	2792	3441
<b>负债和股东权益</b>	2102	2580	3182	3949

**现金流量表**

单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	324	466	594	759
净利润	282	391	515	656
资产减值损失	4	5	7	9
折旧摊销	13	14	16	19
公允价值变动收益	0	0	0	0
财务费用	-29	-10	-9	-9
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资本变化	55	67	66	84
递延税款变化	-0	-0	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-391	-29	-53	-80
资本支出	-410	-29	-54	-81
其他投资	19	1	1	1
<b>筹资活动现金流</b>	-78	11	10	10
短期借款	1	1	1	1
新发股份	-1	135	-0	0
分红	-108	-135	0	0
少数股东融资	0	0	0	0
财务费用	29	10	9	9
<b>现金净增加额</b>	-146	448	551	689

**利润表**

单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	744	1019	1345	1724
营业成本	19	30	36	47
营业税金及附加	14	19	26	33
销售费用	263	346	457	586
管理费用	241	306	404	517
财务费用	-29	-10	-9	-9
资产减值损失	4	5	7	9
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	232	323	426	542
<b>利润总额</b>	302	418	551	703
所得税	20	27	36	46
<b>净利润</b>	282	391	515	656
少数股东损益	3	4	6	7
<b>归属母公司净利润</b>	279	386	509	649
EBITDA	216	326	432	552
EPS (元)	1.03	0.95	1.26	1.60

**主要财务比率**

	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力 (增长率)</b>				
营业收入	65%	37%	32%	28%
营业利润	79%	39%	32%	27%
归属母公司净利润	69%	39%	32%	27%
<b>获利能力</b>				
毛利率	97%	97%	97%	97%
净利率	38%	38%	38%	38%
ROE	15%	17%	18%	19%
ROIC	38%	65%	92%	125%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	10%	11%	12%	12%
净负债比率	-75%	-82%	-86%	-90%
流动比率	7.3	6.7	6.7	6.6
速动比率	7.3	6.7	6.7	6.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
应收帐款周转率	77.1	58.1	57.2	56.5
应付帐款周转率	2.7	3.0	2.3	2.3
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.0	1.0	1.3	1.6
每股经营现金	1.2	1.1	1.5	1.9
每股净资产	7.0	5.6	6.9	8.5
<b>估值比率</b>				
P/E	19.4	21.0	15.9	12.5
P/B	2.8	3.5	2.9	2.4
EV/EBITDA	18.5	19.2	13.2	9.1

资料来源：公司年报，民族证券

## 分析师简介

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	看 好	未来 6 个月内行业指数强于沪深 300 指数 5% 以上
	中 性	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间波动
	看 淡	未来 6 个月内行业指数弱于沪深 300 指数 5% 以上
股票投资评级	买 入	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	增 持	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 至 20% 之间
	中 性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数波动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	减 持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 10% 以上

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。