

广联达(002410)

转型“云+端”超越周期，BIM 打开蓝海空间 买入(首次)

2017 年 09 月 12 日

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,039	2,457	2,962	3,606
同比(+/-%)	32	20	21	22
净利润(百万元)	423	559	735	951
同比(+/-%)	75	32	31	29
毛利率(%)	91.6	90.6	89.8	88.9
ROE(%)	14.3	17.3	20.4	23.3
每股收益(元)	0.38	0.50	0.66	0.85
P/E	56	42	32	25
P/B	8.0	7.3	6.6	5.8

■ 投资要点

■ **转型“云+端”模式，平滑周期波动性：**公司是建筑业信息化领域的龙头企业，主要产品为工程造价软件，营收状况受到建筑业地产投资周期和建筑业两库及平法更新周期影响具有明显的周期性：1) 公司造价软件主要面向房地产企业、施工企业、建筑设计企业，房地产开发投资增速较高的年份造价软件需求增量相应较高，公司营业收入增速与房地产开发投资增速高度相关；2) 建筑行业定额库和清单库、国家建筑标准设计图集需要定期更新，每一周期的更新使得原有造价软件的部分模块业务不再适用，给公司带来存量软件更新或更换的收入。2015 年发布云计价产品转型“云+端”年费模式，由一次性销售收费软件转为收取年服务费，客户粘性进一步增强，平滑原有周期性带来的业绩波动。

■ **BIM 打开蓝海空间：**公司重点推进工程施工新业务，其中 BIM 业务线成为重点打造的领域。我国 BIM 市场潜在市场空间达到数百亿，在行业需求和政策的共同助推下，我国 BIM 行业进入高速发展期。公司 2013 年开始全面发力 BIM 领域，2014 年 3 月收购芬兰 Progam Oy 强化 BIM 技术，2014 年 8 月发布 BIM5D 引领 BIM2.0 时代，2016 年底公司中标并成功实施大连万达的 BIM 总发包管理平台，在业界树立良好标杆，形成较大市场影响力，2017 年推出 BIM 应用二次开发平台 BIMFACE，打造伙伴共享经济。我们预计未来以 BIM 为代表的施工业务将保持快速增长，成为公司业绩的核心增长点。

■ **盈利预测预估值：**预计公司 2017/2018/2019 年 EPS 分别为 0.50/0.66/0.85 元，当前股价对应 2017/2018/2019 年 PE 分别为 42/32/25 倍。我们看好公司转型“云+端”模式带来的估值溢价以及 BIM 业务未来的发展空间，首次覆盖给予“买入”的投资评级。

■ **风险提示：**转型“云+端”进度低于预期，转型“云+端”模式对公司短期业绩形成压力，BIM 业务拓展低于预期。

证券分析师郝彪

执业证书编号：S0600516030001
021-60199781

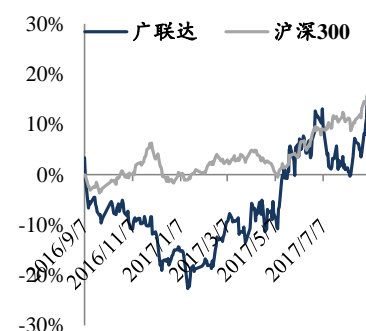
haob@dwzq.com.cn

证券分析师朱悦如

执业证书编号：S0600512080003
021-60199771

zhuyr@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.15
一年最低/最高价	12.67/21.80
市净率(倍)	8.56
流通 A 股市值(百万元)	18,331

基础数据

每股净资产(元)	2.47
资本负债率(%)	32.49
总股本(百万股)	1,119
流通 A 股(百万股)	867

相关研究

目录

目录	2
图表目录	2
1 建筑信息化龙头，转型“云+端”平滑周期性	3
1.1. 工程造价业务周期性明显	3
1.2. 转型“云+端”模式平滑收入波动性	5
1.3. 新产品新业务快速推进，进一步平滑周期性	6
2 从工程造价走向施工信息化蓝海市场	8
2.1 BIM：实现建筑全生命周期内的信息共享与传递	8
2.2 BIM 市场空间巨大	10
2.3 公司 BIM5D 引领行业风向	13
3 盈利预测与估值	15
4 风险提示	16

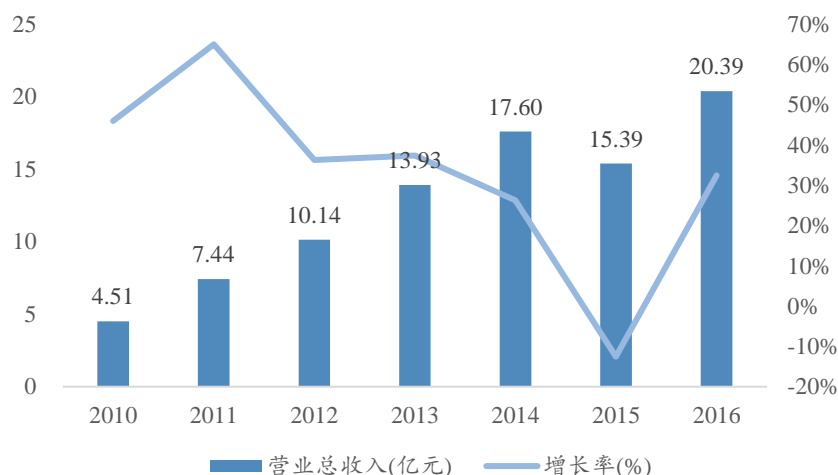
图表目录

图表 1：广联达近年营收情况	3
图表 2：广联达近年净利润情况	3
图表 3：广联达营业收入与地产投资周期趋同	4
图表 4：广联达营收及增速周期性波动趋势	4
图表 5：2016 年两库及 16 平法更新的影响	5
图表 6：广联达云计价平台实现各业务阶段全面支持	5
图表 7：广联达业务拓展地图	6
图表 8：新业务新产品收入占比快速提升	6
图表 9：工程施工业务占比持续提升	7
图表 10：工程施工业务快速增长	8
图表 11：BIM 实现建筑行业全生命周期的信息共享和传递	8
图表 12：BIM 在建筑工程各阶段的作用及价值体现	9
图表 13：BIM 引领建筑项目管理由 2D 向 3D 升级	10
图表 14：BIM 全球市场将在 2022 年达到 110 亿美元	10
图表 15：BIM 全球渗透加速	11
图表 16：预计 2022 年我国 BIM 市场规模百亿	12
图表 17：我国跻身 BIM 使用率增长速度最快的前五个国家	12
图表 18：国内 BIM 应用现状	12
图表 19：广联达 BIM5D 建模规范	14
图表 20：盈利预测核心假设	15

1 建筑信息化龙头，转型“云+端”平滑周期性

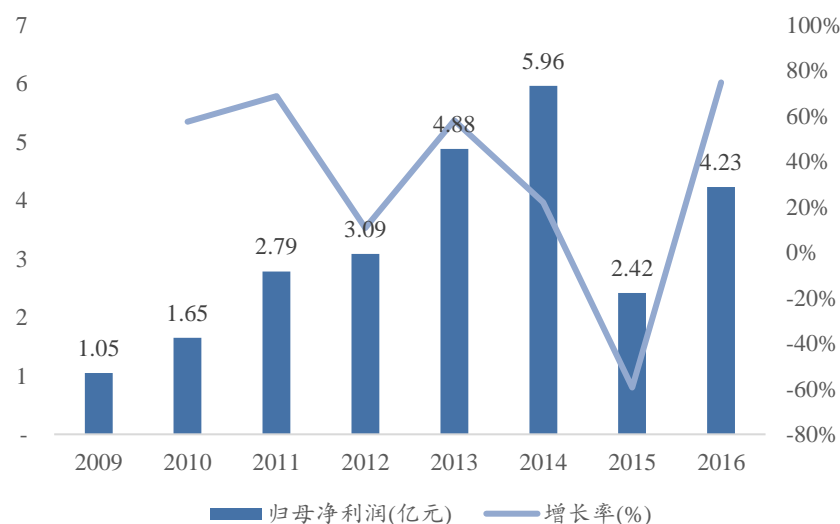
建筑信息化龙头地位牢固：广联达成立于 1998 年，一直专注于建筑工程信息化领域，经过近二十年的发展，公司产品从单一的预算软件扩展到工程造价、工程施工、工程信息、国际化、产业金融等多个业务板块的近百款产品，覆盖工程项目设计、采购、施工及维护等各个环节，累计为行业二十余万家企业、百余万产品使用者提供专业化服务。2016 年，公司营收达到 20.39 亿元，成为中国建筑产业信息化行业的绝对龙头。

图表 1：广联达近年营收情况



资料来源：Wind、东吴证券研究所

图表 2：广联达近年归母净利润情况



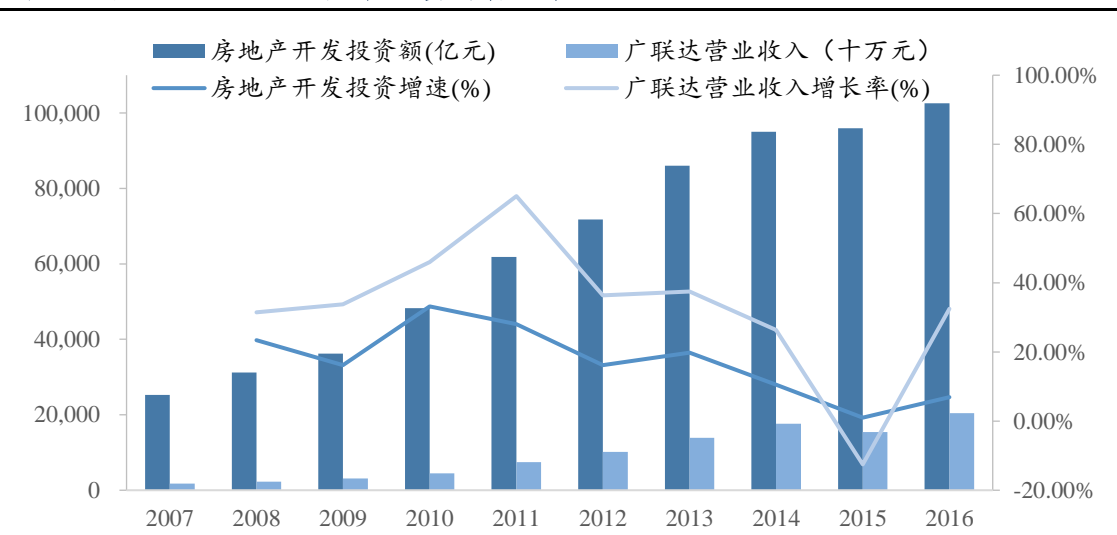
资料来源：Wind、东吴证券研究所

1.1. 工程造价业务周期性明显

传统业务以工程造价软件为主：公司作为建筑业信息化领域的龙头企业，主要产品为工程造价软件，2014/2015/2016 年的工程造价业务占营业收入的比重分别为 76%/71%/65%。工程造价软件业务受到建筑业地产投资周期、建筑业定额库和清单库以及国家建筑标准设计图集更新周期影响，具有明显的周期性。

营业收入与地产投资周期高度相关：工程造价业务中计价和计量软件主要面向房地产企业、施工企业、建筑设计企业，用户涉及建筑行业所有工程造价部门员工，每年贡献收入的是新开工项目的用户数。公司营业收入与地产投资周期高度相关，房地产开发投资增速较高的年份对造价软件需求增量相应较高，具有明显的周期波动性。

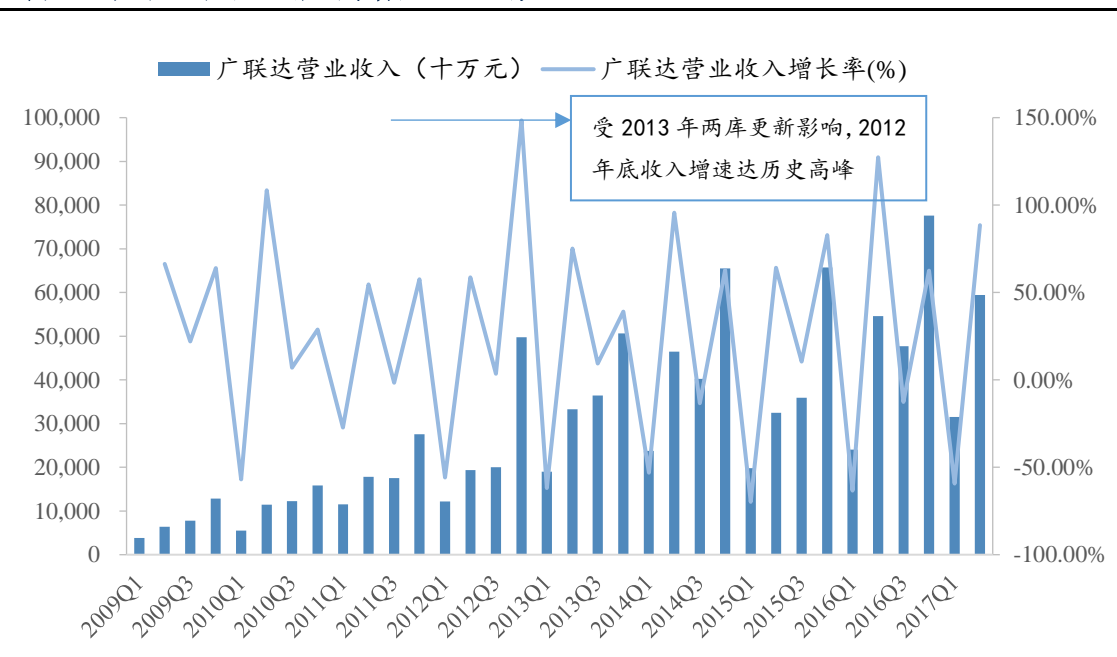
图表 3：广联达营业收入与地产投资周期趋同



资料来源：国家统计局、Wind、东吴证券研究所

建筑行业两库及平法更新周期影响公司营业收入周期：建筑行业定额库和清单库（两库）每隔 5 年左右时间会进行更新，此外国家建筑标准设计图集（平法）也会定期更新，每一周期的更新使得原有造价软件的部分模块业务不再适用，带来公司存量软件更新或更换的收入。公司造价软件更新周期的升级费用一般为 20% 左右，随着平均 5 年一轮的两库及平法更新周期，公司营业收入呈现周期性波动。

图表 4：广联达营收及增速周期性波动趋势



资料来源：Wind、东吴证券研究所

图表 5：2016 年两库及 16 平法更新的影响

	更新节奏	潜在更新用户	更新费用	对公司业务的影响
清单库	2018 年大范围推广 全国统一更新	预计 2018 年全国潜在用户 60 万	10%-20%	计价和算量 软件
	2017 年新一轮更新的快速 推广期	预计 2017 年潜在用户 20 万		
定额库	2017 年部分省份完成更新	预计 2018 年全国潜在用户 40 万	10-20%	计价和算量 软件
	2018 年全国范围完成更新			
16G 平法	2017 年推广	预计 2017 年潜在用户 30 万	钢筋算量单模	
		预计 2018 年全国潜在用户在 2017 年基础上约 40 万	块价格的 0-20%	算量软件

资料来源：东吴证券研究所整理

1.2. 转型“云+端”模式平滑周期波动性

发布云计价产品拉开云+端模式：公司工程造价业务主要包括工程计价与工程计量两类软件产品，2015 年公司发布云计价产品拉开了“云+端”模式转型的序幕。公司云计价产品是国内首款平台型造价产品，辅助用户完成概算、预算、结算阶段的数据编制、审核、积累、分析和挖掘再利用等工作。该平台基于大数据、云计算等信息技术，全流程覆盖、全业务一体化。云计价平台发布之后，产品的形态由传统套装软件向“云+端”模式转变，公司造价业务盈利模式发生转变：由一次性销售转为年服务费，原计价套装软件价格为 7000-8000 元，转为 SaaS 模式后为收取 2000-3000 元年费。

图表 6：广联达云计价平台实现各业务阶段全面支持



资料来源：公司网站、东吴证券研究所

“云+端”转型平滑周期波动性：转型云计价平台之后，从价格端看，产品价格下降比较多，但是从客户数量端来看，原来每年贡献收入的是新开工项目的客户数，受到

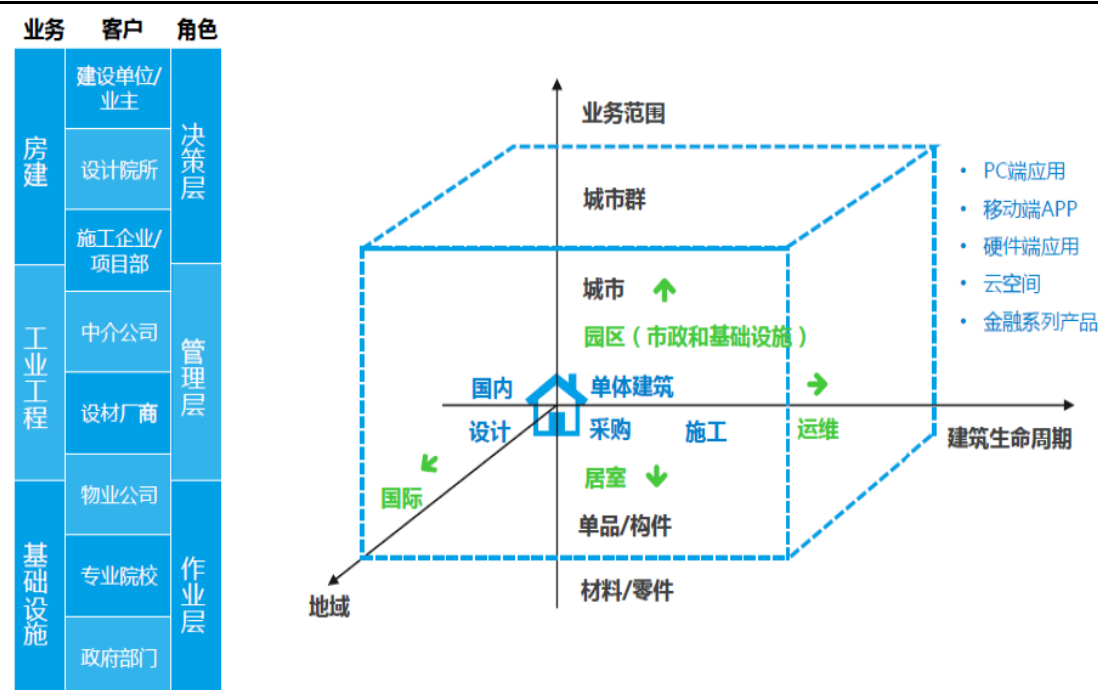
地产周期和两库及平法更新周期，新增客户数存在周期波动，使营收呈现周期性波动。转型“云+端”年费模式后，所有客户都成为续费用户，客户粘性增强，营业总收入可以保持每年增长，以此平滑原有周期性带来的波动。

公司“云+端”战略借两库及16G平法更新契机分批分省逐步推广：公司云计价产品2015年四季度首先从黑龙江省推广，2016年又新增了河北、河南、北京、上海等省份，根据公司2016年年报，在先行交付的11个省份，平均用户转换比例高达50%。公司新一代云计量产品的研发工作目前已经进入研发后期，预计2017年开始推出并逐步推广。随着公司产品“云+端”布局的推进，房地产行业周期性、定额库清单库更新和16G平法更新对公司影响逐步减小，公司营业收入有望实现持续稳定的增长。

1.3. 新产品新业务快速推进，进一步平滑周期性

广联达业务覆盖建筑行业信息化全生命周期。公司当前业务领域已经覆盖了整个建筑产业：民建、工业工程和基础设施；业务环节覆盖了从设计到采购、施工和运维的建筑行业信息化全生命周期；客户覆盖产业链内所有主要参与方：建设单位、设计院所、施工企业、中介公司、设材厂商、物业公司、专业院校和政府部门；地域范围从国内走向国际化。

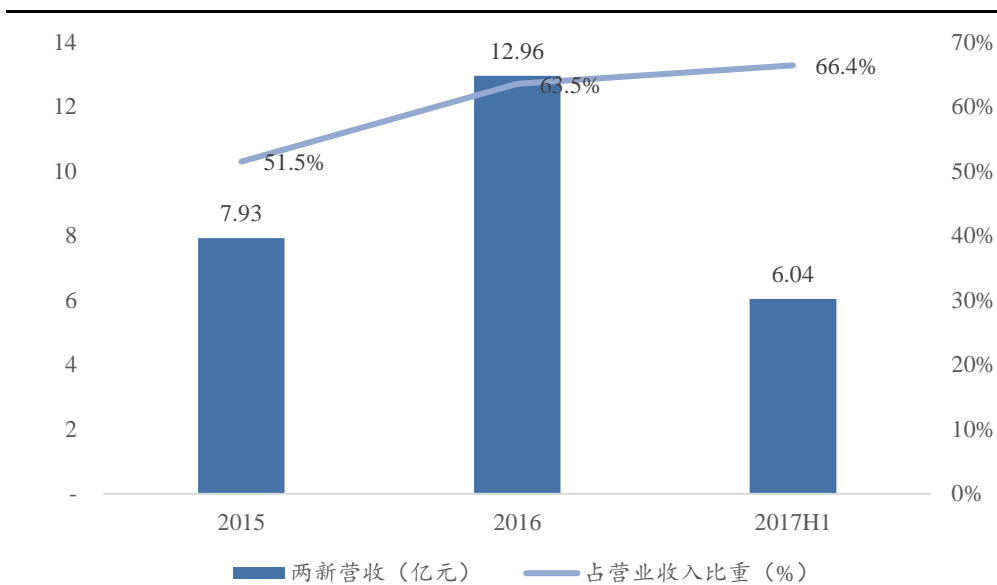
图表 7：广联达业务拓展地图



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

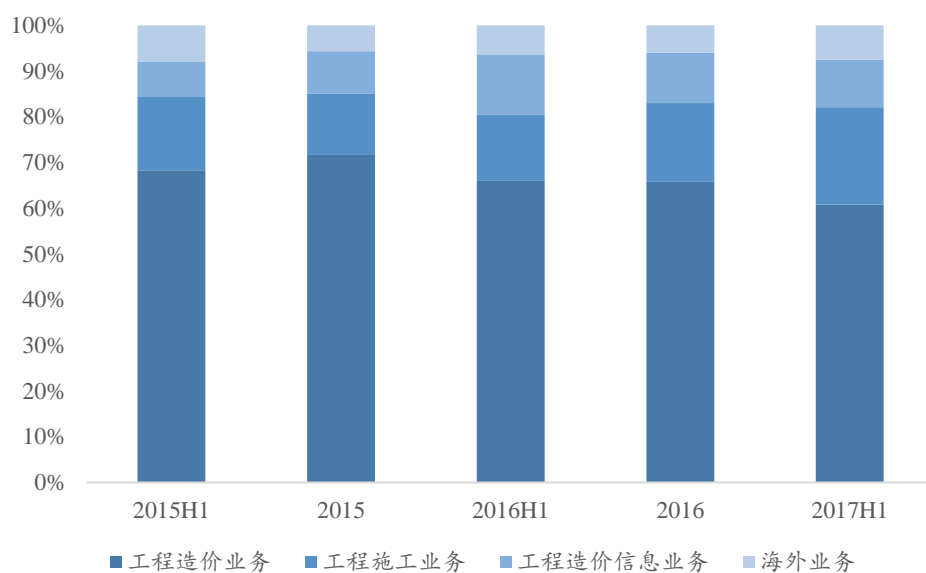
新业务收入占比过半：两新业务收入占比持续提升，收入结构不断优化：2017H1公司来自新产品和新业务的收入占比达到66.4%；

图表 8：新业务新产品收入占比快速提升



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

图表 9：工程施工业务占比持续提升



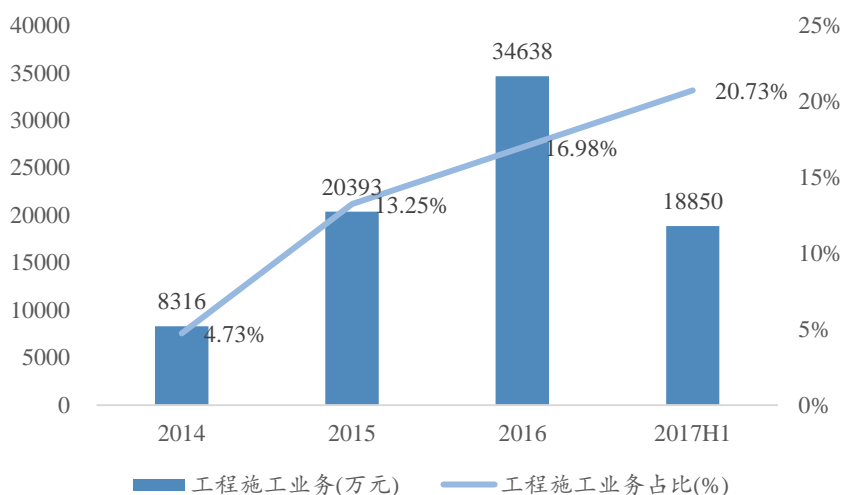
资料来源：公司公告、东吴证券研究所

2 从工程造价走向施工信息化蓝海市场

施工领域市场空间放大 10 倍：工程施工业务聚焦于工程全生命周期中的施工阶段，用户包括施工企业、项目部、项目部作业人员，覆盖决策层、管理层、作业层。目前，施工信息化的市场渗透率不高，潜力很大。在招投标阶段，全国预算员有 100 万人，而施工阶段以技术员为代表的各种岗位人员有 1200 万人。从招投标阶段到施工阶段，市场空间放大 10 倍。

施工业务占比快速提升：公司坚持“智慧工地”理念，重点推进工程施工新业务，推进科技信息化手段与施工过程中各技术环节的结合。公司工程施工业务细分为 BIM、岗位应用、项目管理三大业务线。公司工程施工业务收入及占比快速增长：2014/2015/2016 公司工程施工业务收入分别为 8316/20393/34638 万元，占公司营收比重达到 5%/13%/17%；2017H1 公司工程施工业务收入达到 1.89 亿元，占营收比重达到 21%。

图表 10：工程施工业务快速增长

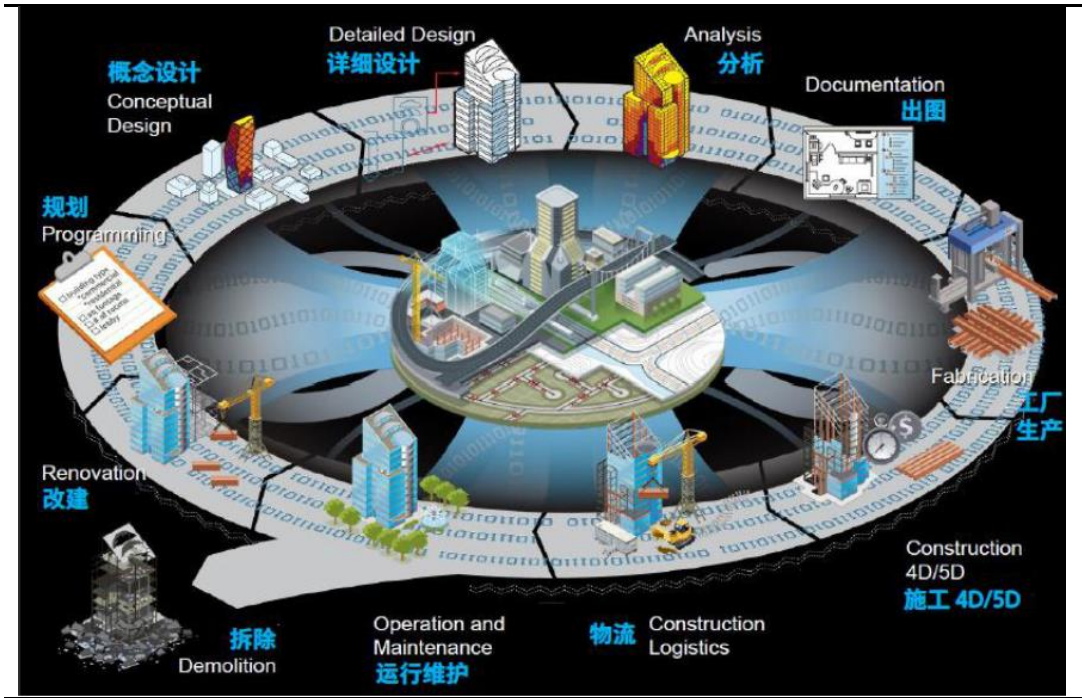


资料来源：Wind、东吴证券研究所

2.1 BIM：实现建筑全生命周期内的信息共享与传递

BIM 技术实现建筑全生命周期内的信息共享与传递：BIM (Building Information Modeling) 建筑信息模型，是以建筑工程项目的各项相关信息数据作为基础建立三维建筑模型，通过数字信息仿真模拟建筑物所具有的真实信息。BIM 将建设单位、设计单位、施工单位、监理单位等项目参与方在同一平台上，共享同一建筑信息模型，有利于项目可视化、精细化建造，在建筑的全生命周期内实现信息的共享和传递。

图表 11：BIM 实现建筑行业全生命周期的信息共享和传递



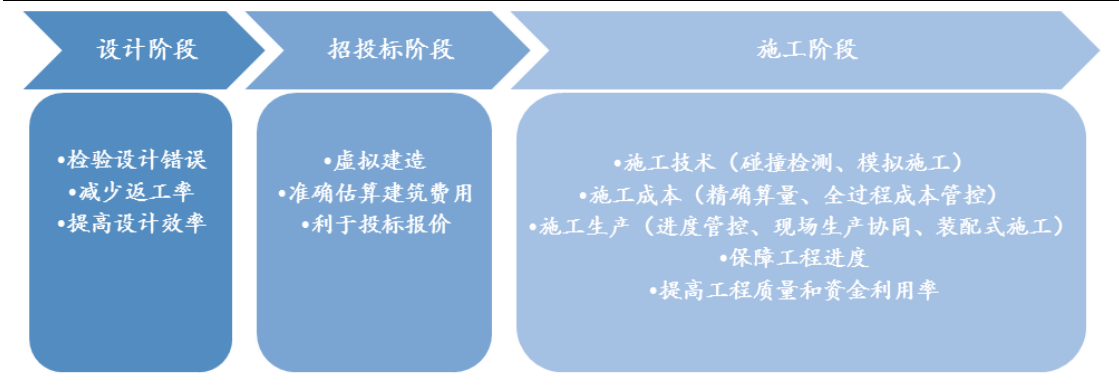
资料来源：公司网站、东吴证券研究所

BIM 使建筑工程在其整个进程中提高效率、节约成本、缩短工期、减少风险：BIM 是一种数字信息的应用，并可以用于设计、建造、管理的数字化方法，这种方法支持建筑工程的集成管理环境，可以使建筑工程在其整个进程中显著提高效率、节约成本、缩短工期、大量减少风险。

设计阶段：BIM 应用能够更方便检验设计错误，减少返工率，从而提高设计效率；
招投标阶段：BIM 应用能够通过虚拟建造，比较准确的估算出建筑费用，有利于投标报价；

施工阶段：BIM 应用在施工技术（碰撞检测、模拟施工）、施工成本（精确算量、全过程成本管控）、施工生产（进度管控、现场生产协同、装配式施工）等层面，保障工程进度、提高工程质量和资金利用率。

图表 12：BIM 在建筑工程各阶段的作用及价值体现

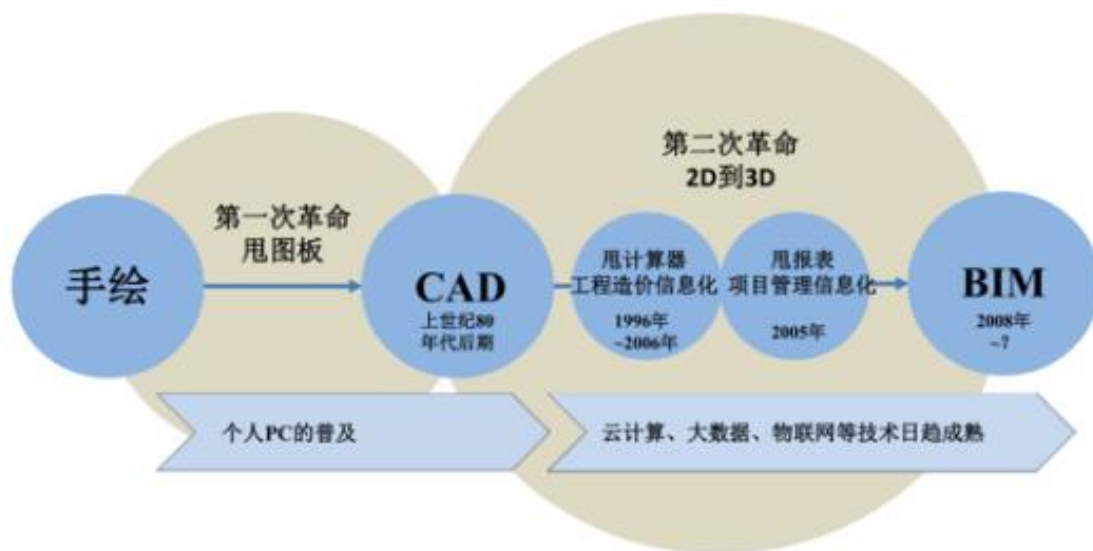


资料来源：东吴证券研究所整理

BIM 引领建筑项目管理由 2D 向 3D 升级：由于二维模型的信息维度少，精确程度

低，因此传统基于 CAD 的项目管理软件在进度控制、成本管控、施工模拟等层面的作用有限，基于 BIM 的项目管理软件通过建立 3D 模型，覆盖建筑工程全过程管理，具有明显的比较优势。

图表 13: BIM 引领建筑项目管理由 2D 向 3D 升级



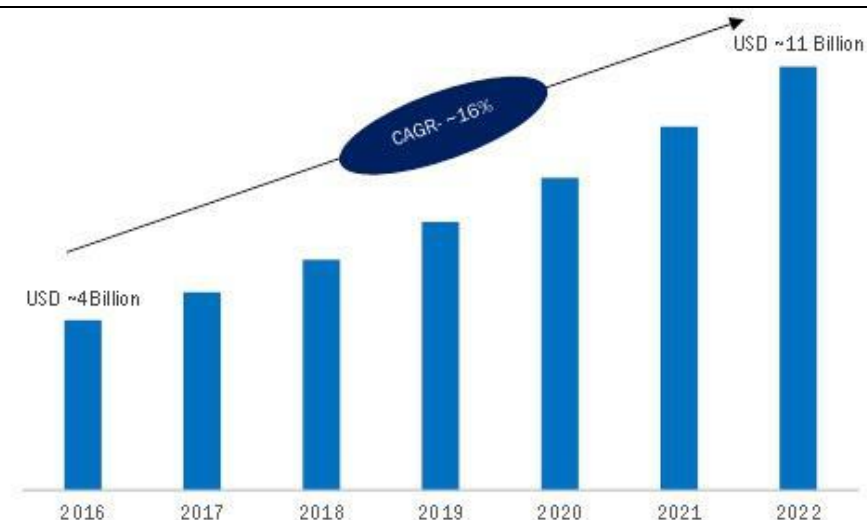
资料来源：中国产业信息网、东吴证券研究所

应用 BIM 效果显著：据 Autodesk 统计，利用 BIM 技术可减少 50%-70%的信息请求，缩短 5%-10%的施工周期，减少 20%-25%的各专业协调时间，实现明显的降本+增效。中国博览会会展综合体工程证明：通过应用 BIM 可以排除 90%图纸错误，减少 60%返工，缩短 10%施工工期，提高项目效益。

2.2 BIM 市场空间巨大

BIM 全球市场迎来高速增长：据美国 MarketResearchFuture2017 年 2 月报告，全球 BIM 市场预计到 2022 年将从 2016 年的 40 亿美元增长到 110 亿美元，年复合增长率 16%。

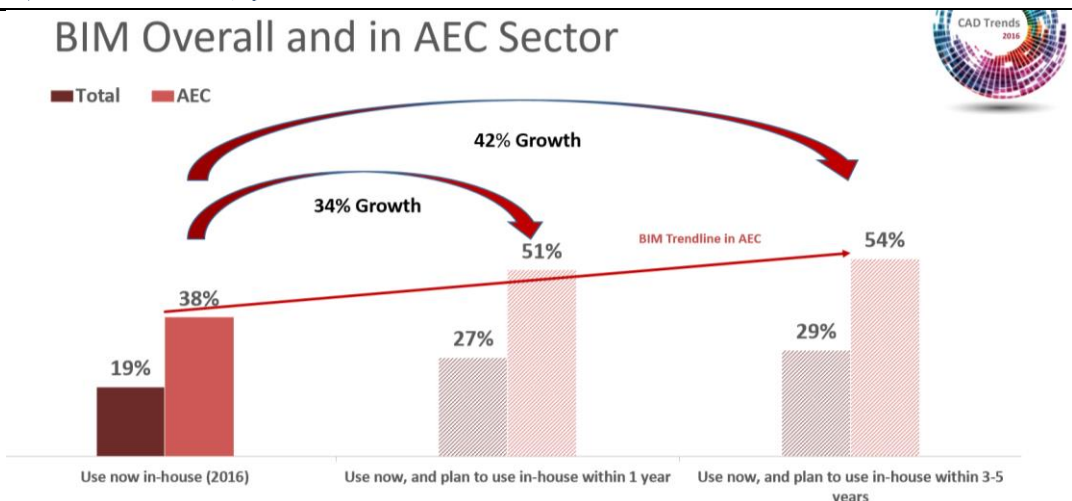
图表 14: BIM 全球市场将在 2022 年达到 110 亿美元



资料来源：Market Research Future、东吴证券研究所

全球 BIM 渗透加速：据美国 Business Advantage Group 2016 年报告，所有行业部门的专业 CAD 用户和管理人员中，有 19% 现在使用 BIM，预计未来 3-5 年将增长到 29%。BIM 目前和未来的使用将继续由建筑，工程和施工（AEC）部门主导，在 AEC 部门，38% 现在使用 BIM，预计一年内 34% 的增长用户将使用 BIM，预计 3-5 年后 AEC 部门的 BIM 使用率将提高到 54%，增长 42%，BIM 逐步渗透成为趋势。

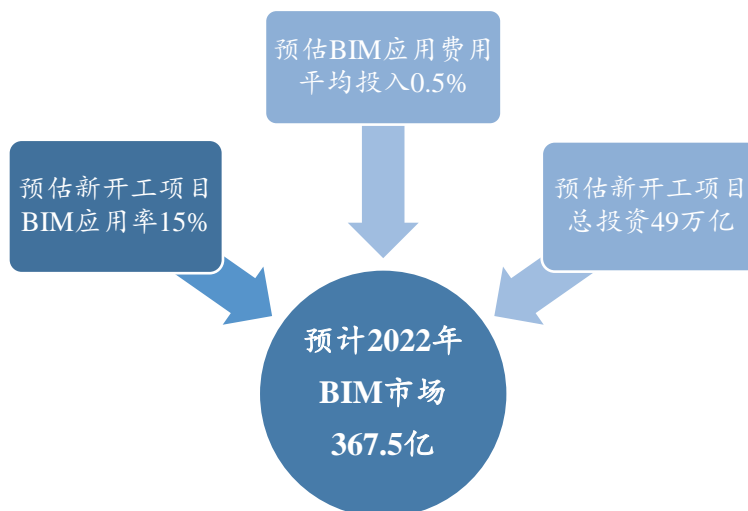
图表 15：BIM 全球渗透加速



资料来源：Business Advantage Group、东吴证券研究所

我国 BIM 潜在市场空间达到数百亿：根据 Dodge Data and Analytics 2015 年发布的《中国 BIM 应用价值研究报告》，调研结果显示逾半数（52%）施工企业预测，未来两年内将在 30% 以上的项目中应用 BIM。考虑到调研基数中多是已经应用了 BIM 技术的企业，保守估计 2022 年全国所有新开工项目的 BIM 应用率为 15%。根据《2016 年上海市建筑信息模型技术应用与发展报告》，30.6% 的项目 BIM 应用费用投入超过项目总投资的 0.5%，保守估计 2022 年的 BIM 技术应用费用（包括软件使用与咨询费用）平均投入在 0.5% 左右。国家统计局的数据显示，2016 年的我国新开工项目计划总投资 49 万亿，即使未来五年新开工项目计划总投资不变，则 2022 年中国 BIM 市场规模将达 367.5 亿元。

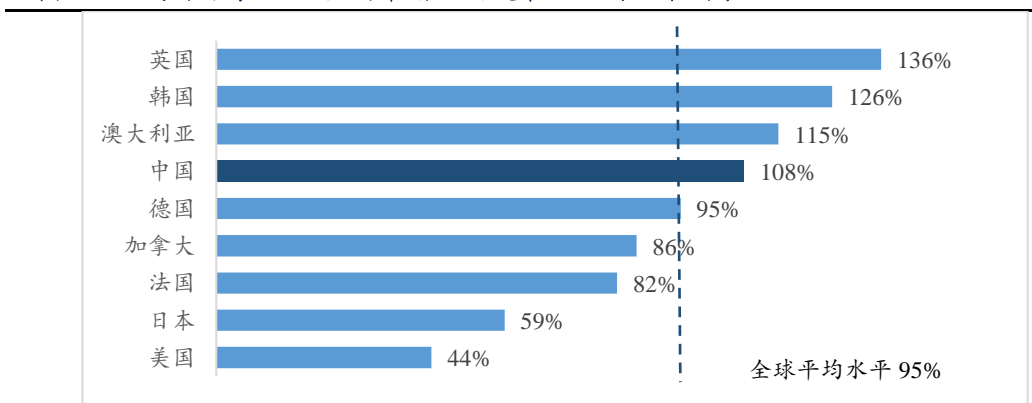
图表 16：预计 2022 年我国 BIM 市场规模百亿



资料来源：Dodge Data and Analytics、《2016 年上海市建筑信息模型技术应用与发展报告》、国家统计局、东吴证券研究所

我国 BIM 使用率高速增长：建筑业知名研究机构 Dodge Data and Analytics 2015 年数据显示，我国已跻身全球前五大 BIM 使用率增长最快的地区之列，BIM 使用率增长 108%，超过全球平均 95%。

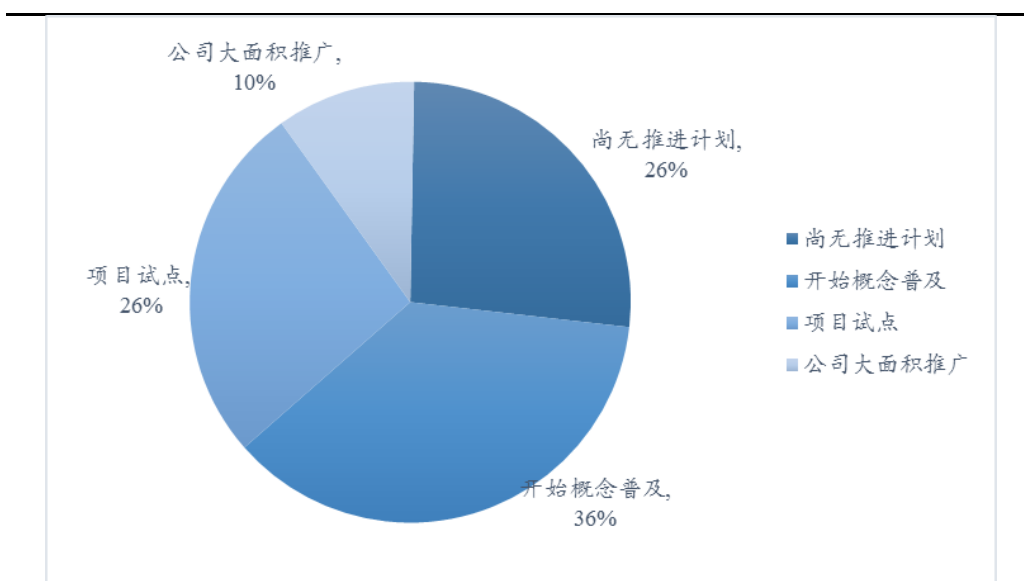
图表 17：我国跻身 BIM 使用率增长速度最快的前五个国家



资料来源：Dodge Data and Analytics、中国产业信息网、东吴证券研究所

我国 BIM 市场渗透率低：根据 2015 年《中国建筑施工行业信息化发展报告》的抽样调查结果，我国工程建筑行业，仅有 10% 的企业大面积推广 BIM 应用，26% 的企业正在进行项目试点，尚有 64% 的企业未使用 BIM 应用，渗透率低。

图表 18：国内 BIM 应用现状



资料来源：《中国建筑施工行业信息化发展报告》、东吴证券研究所

政策及行业需求共同助推 BIM 高速发展：政策方面：2011 年，我国政府首次将 BIM 技术纳入“十二五”建筑业重点推广技术；2016 年，住建部在《2016-2020 年建筑业信息化发展纲要》中明确提出“十三五”期间，将全面提高建筑业信息化水平，并着力增强 BIM、大数据、智能化、云计算、物联网等信息技术的应用能力，精细化、数字化的管理模式及监管服务将提振建筑业信息化的需求。**行业需求方面：**在当前 BIM 应用较为广泛的国企、政府机构、大型企业中，通过 BIM 的精细化管理可以显著缩短建筑施工工期，有利于企业节约成本、周转资金，能明显的带来商业利益；此外当前越来越多业主单位要求在施工中使用 BIM，带动了 BIM 技术的需求增长。

2.3 公司 BIM5D 引领行业风向

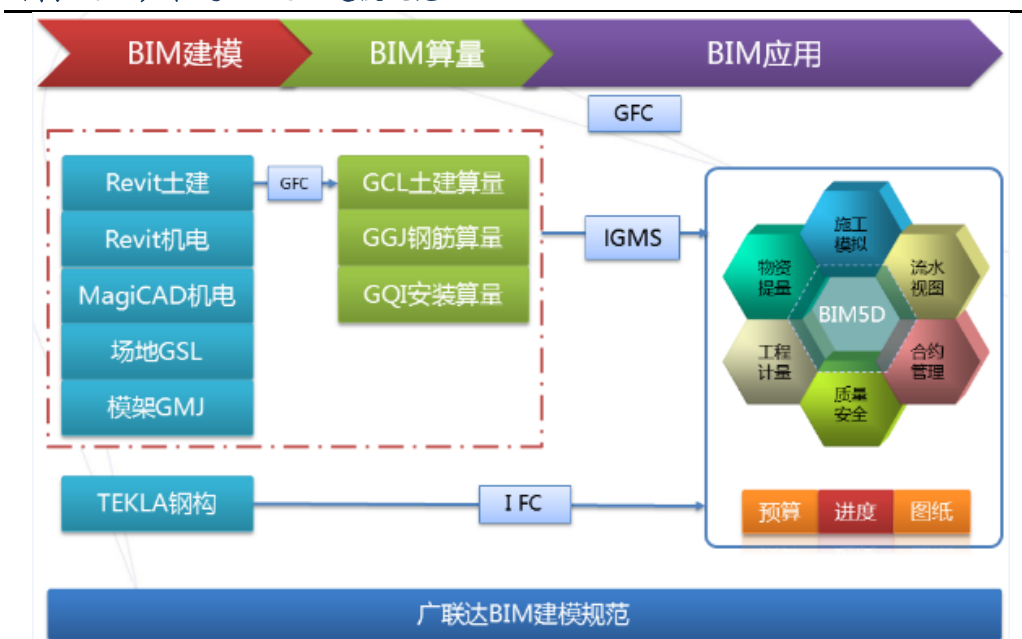
进军工程施工新业务，发力 BIM 领域：2013 年开始重点推进工程施工新业务，公司与清华大学（土水学院）共同建立建筑信息模型（BIM）联合研究中心，一同攻克 BIM 技术应用尖端课题，其后在广联达信息大厦、广州东塔得到全面应用并获得工程建设 BIM 应用大赛认可。

收购 Progman Oy 强化 BIM 产品优势：2014 年 3 月 28 日，公司以 1800 万欧元收购芬兰 Progman Oy 公司 100% 股权，此次收购对于广联达实现产品在建筑信息化全生命周期覆盖上意义重大。Progman Oy 公司 MagiCAD 内嵌欧洲最大的产品建模数据库，其中包括 70 多家供应商数十万种不同类别的产品，已被欧洲大多数国家和地区的建筑设备设计行业所采用，在广联达的布局中，MagiCAD 今后在国内也将应用到施工准备阶段的管线综合设计中，成为施工阶段 BIM 整体解决方案的有机组成部分。通过收购 Progman Oy，广联达进军 BIM（建筑信息模型）设计领域，将国际领先的 BIM 技术和产品与广联达现有产品及方案进行深度整合，进一步提升产品和服务竞争力。

BIM5D 是广联达 BIM 业务线的核心产品：围绕“多岗三端一云”产品架构持续迭代，以 BIM 云为协同应用中心，通过桌面端、WEB 端和移动端的应用，使用户实现有效决策和精细管理。BIM5D 软件以 BIM 平台为核心，集成土建、机电、钢构、幕墙等各专业模型，并以集成模型为载体，关联施工过程中的进度、合同、成本、质量、安全、图纸、物料等信息，利用 BIM 模型的形象直观、可计算分析的特性，为项目的进度、成本管控、物料管理等提供数据支撑，协助管理人员有效决策和精细管理，从而达到减

少施工变更，缩短工期、控制成本、提升质量的目的。

图表 19：广联达 BIM5D 建模规范



资料来源：公司网站、东吴证券研究所

建立 BIM 领域市场影响力：2016 年底公司中标并成功实施大连万达的 BIM 总发包管理平台，项目成果赢得用户高度认可，在业界树立良好标杆，形成较大市场影响力。截至 2017 年 2 月份，公司已将广联达 BIM 产品应用在民宅、商场、综合应用体、厂房、机场等数千家综合 BIM 项目中，协助数十家客户完成企业级 BIM 应用方案并有序推进，已有上百个项目在龙图杯和中建协 BIM 应用大赛中屡获嘉奖。

加大 BIM 研发，推出二次开发产品：公司在 2017 年建设行业峰会推出了 BIM 应用二次开发平台 BIMFACE，该平台旨在帮助建设行业软件开发商、企业信息化管理人员，为其提供 BIM 应用开发涉及的关键技术和平台，降低 BIM 应用开发的门槛，这也是广联达首次推出开放平台服务，打造伙伴共享经济。

3 盈利预测与估值

核心假设：

(1) 在转型“云+端”背景下，公司工程造价业务维持稳健增长，2017-2019 年维持 5% 以上的复合增长率；

(2) 工程施工业务中 BIM、项目管理、岗位应用业务在未来继续保持快速增长。其中 BIM 业务 2017 年实现 90% 增长，2018-2019 增速为 60%。

(3) 其他业务维持现有增速。

图表 20：盈利预测核心假设

营业收入增长率	2017E	2018E	2019E
工程造价业务	6.0%	5.5%	5.0%
工程施工业务	70.4%	53.6%	47.5%
BIM	90.0%	60.0%	60.0%
项目管理	60.0%	50.0%	40.0%
岗位应用	100.0%	60.0%	60.0%
工程造价信息业务	20.0%	20.0%	20.0%
海外业务	35.0%	30.0%	30.0%
其他主营业务	30.0%	30.0%	30.0%
其他业务	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率(%)	2017E	2018E	2019E
工程造价业务	96.7%	96.9%	97.1%
工程施工业务	83.7%	83.7%	83.5%
BIM	80.0%	80.0%	80.0%
项目管理	85.0%	85.0%	85.0%
岗位应用	85.0%	85.0%	85.0%
工程造价信息业务	95.0%	95.0%	95.0%
海外业务	81.0%	81.0%	81.0%
其他主营业务	100.0%	100.0%	100.0%
其他业务	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：东吴证券研究所

基于以上假设，我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 24.6/29.6/36.1 亿元，实现归母净利润分别为 5.59/7.35/9.51 亿元，对应 EPS 分别为 0.50/0.66/0.85 元，当前股价对应 2017/2018/2019 年 PE 分别为 42/32/25 倍。目前可比公司 2017/2018 年估值分别为 60/45 倍 PE，公司估值仍然具备上升空间，我们看好公司转型“云+端”模式带来的估值溢价以及 BIM 业务未来的发展空间，首次覆盖给予“买入”的投资评级。

图表 21：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	股价(元)	市值(亿元)	EPS			PE		
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
600588.SH	用友网络	25.51	373.5	0.27	0.44	0.66	94	58	39
600570.SH	恒生电子	54.53	336.9	0.73	0.95	1.23	75	57	44
002153.SZ	石基信息	24.46	260.9	0.52	0.68	0.86	47	36	28
300271.SZ	华宇软件	17.12	124.9	0.43	0.50	0.59	40	34	29
603039.SH	泛微网络	64.70	43.1	1.27	1.66	2.20	51	39	29
均值							61	45	34

资料来源：东吴证券研究所

4 风险提示

- 1) 公司转型“云+端”模式进度低于预期：目前云计价产品在全国六个地区进行试点，存在推进速度低于市场预期的风险。
- 2) 转型“云+端”模式对公司短期业绩形成压力：转型云化会减少当期收入，若转型速度过快或导致公司短期业绩低于预期。
- 3) BIM 等新业务拓展低于预期：BIM 业务目前仍处于市场开拓阶段，受客户接受度等因素影响，推进速度可能低于市场预期。

广联达三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2415.6	2802.9	3313.0	3974.8	营业收入	2039.4	2456.5	2961.6	3605.8
现金	2281.1	2639.7	3115.2	3732.5	营业成本	135.4	186.6	250.1	336.3
应收款项	108.4	130.5	157.4	191.6	营业税金及附加	36.5	44.2	53.3	64.9
存货	6.3	8.7	11.6	15.6	营业费用	670.0	670.0	716.9	795.7
其他	19.9	23.9	28.8	35.1	管理费用	987.1	1231.6	1486.4	1795.1
非流动资产	2075.5	2082.6	2084.4	2086.0	财务费用	-11.9	-12.2	-14.3	-17.0
长期股权投资	165.4	165.4	165.4	165.4	投资净收益	14.9	15.0	15.0	15.0
固定资产	351.4	370.8	383.7	395.3	其他	6.5	7.3	6.1	5.0
无形资产	123.1	110.8	99.7	89.7	营业利润	243.6	358.7	490.3	650.6
其他	1435.7	1435.7	1435.7	1435.7	营业外净收支	236.2	295.2	369.1	461.3
资产总计	4491.1	4885.4	5397.4	6060.8	利润总额	479.8	653.9	859.4	1111.9
流动负债	481.9	567.3	673.2	811.3	所得税费用	42.3	65.4	85.9	111.2
短期借款	0.9	1.0	1.0	1.0	少数股东损益	14.4	29.4	38.7	50.0
应付账款	26.3	36.3	48.6	65.4	归属母公司净利润	423.1	559.1	734.7	950.7
其他	454.7	530.0	623.6	744.8	EBIT	222.0	336.5	466.0	623.6
非流动负债	987.6	987.6	987.6	987.6	EBITDA	267.3	367.4	497.4	655.8
长期借款	0.9	0.9	0.9	0.9					
其他	986.7	986.7	986.7	986.7	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	1469.6	1554.9	1660.8	1798.9	每股收益(元)	0.38	0.50	0.66	0.85
少数股东权益	61.5	90.9	129.6	179.7	每股净资产(元)	2.64	2.89	3.22	3.65
归属母公司股东权益	2960.0	3239.6	3606.9	4082.3	发行在外股份(百万股)	1119.4	1119.4	1119.4	1119.4
负债和股东权益总计	4491.1	4885.4	5397.4	6060.8	ROIC(%)	6.2%	8.8%	14.1%	19.4%
					ROE(%)	14.3%	17.3%	20.4%	23.3%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	91.6%	90.6%	89.8%	88.9%
经营活动现金流	518.2	675.9	881.0	1131.5	EBIT Margin(%)	10.9%	13.7%	15.7%	17.3%
投资活动现金流	-728.0	-37.8	-38.2	-38.8	销售净利率(%)	20.7%	22.8%	24.8%	26.4%
筹资活动现金流	760.2	-279.5	-367.4	-475.4	资产负债率(%)	32.7%	31.8%	30.8%	29.7%
现金净增加额	568.0	358.6	475.4	617.3	收入增长率(%)	32.5%	20.5%	20.6%	21.7%
企业自由现金流	-303.5	347.4	483.8	648.2	净利润增长率(%)	74.9%	32.1%	31.4%	29.4%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

