

2018年10月26日

广联达（002410.SZ）

公司快报

计算机 | 行业应用软件 III

投资评级

买入-B(首次)

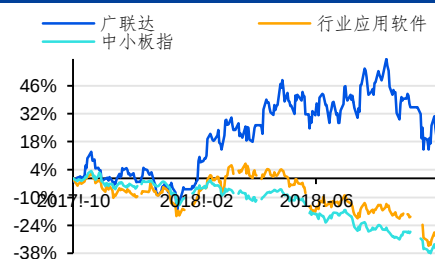
股价(2018-10-25)

22.96 元

交易数据

总市值（百万元）	25,700.55
流通市值（百万元）	20,337.18
总股本（百万股）	1,119.36
流通股本（百万股）	885.77
12个月价格区间	16.23/32.06 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.13	0.84	45.31
绝对收益	-18.29	-20.5	11.47

报告联系人

 崔安杰
 cuanjianjie@huajinsc.cn

相关报告

云转型持续推进，施工业务逐步回暖

事件：公司 2018 年三季度实现收入 18.06 亿元，同比增长 26.98%，实现归母净利润 2.92 亿元，同比增长 2.10%。三季度单季实现收入 7.23 亿元，同比增长 42.09%，实现归母净利润 1.46 亿元，同比增长 0.68%。同时预告 2018 年归母净利润为 4.25 亿元-6.61 亿元，同比增长-10%-40%。

◆ **收入快速增长，施工业务逐步回暖：**公司 2018 年三季度实现收入 18.06 亿元，同比增长 26.98%，其中三季度单季收入同比增长 42.09%。我们认为造价业务目前云化比例仍然较低，与地产周期性相关度较为明显，受下游地产需求增长明显，1-9 月全国商品房新开工面积同比增长 16.4%，有效驱动造价业务收入增长。同时上半年公司对施工业务进行战略调整，我们预计整合效果已经显现。从应收账款来看，三季度末公司应收票据及应收账款为 3.75 亿元，环比增长 0.48 亿元，表明施工业务开始回暖，未来有望重回高速增长。

◆ **云转型持续推进，预收账款环比回落：**2018 年公司预收账款余额达到 3.79 亿元，较年初增长 112.86%，分季度来看，一季度新增 0.32 亿，二季度新增 1.01 亿元，三季度新增 0.68 亿元，三季度环比有所回落，三季度造价业务云化转型进度低于二季度。2018 年上半年公司转型区域由 6 个地区扩大为 11 个地区，转型业务范围扩展至工程算量业务，2018 年底新增地区计量计价用户转型率有望达到 40%。

◆ **费用投入加大，现金流显著改善：**2018 前三季度公司毛利率为 94.7%，同比下降-0.08%。销售费用率为 26.72%，同比下降 2.92%，主要受云转型推进，获客成本和渠道费用优化。财务费用率为 1.28%，同比下降 0.11%。管理费用为 4.59 亿元，同比增长 55.82%，研发费用 4.63 亿元，同比 34.26%，管理费用和研发费用率整体为 51.05%，同比上升 6.18%，主要是公司向数字建筑平台服务商发展，加大创新业务战略投入，持续增加研发以及员工薪酬。现金流方面，公司前三季度经营性净现金流为-1.67 亿，三季度单季净流入 1.09 亿元，显著改善。

◆ **投资建议：**公司正处向数字建筑服务商转型关键阶段，造价云化转型和施工创新业务持续推进。我们公司预测 2018 年至 2020 年净利润分别为 5.40 亿元、6.15 亿元、7.80 亿元，实现每股收益分别为 0.48、0.55 和 0.70 元。给予买入-B 建议。

◆ **风险提示：**云转型进度显著低于预期；房地产新开工面积增速回落风险；美国科技股估值回落风险

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	2,039.4	2,356.7	2,647.4	2,947.4	3,611.5
同比增长(%)	32.5%	15.6%	12.3%	11.3%	22.5%
营业利润(百万元)	243.6	514.3	404.1	458.2	594.3
同比增长(%)	112.0%	111.1%	-21.4%	13.4%	29.7%
净利润(百万元)	423.1	472.2	539.7	615.0	779.6
同比增长(%)	74.9%	11.6%	14.3%	14.0%	26.8%
每股收益(元)	0.38	0.42	0.48	0.55	0.70
PE	60.7	54.4	47.6	41.8	33.0
PB	8.7	8.3	8.2	7.7	7.1

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,039.4	2,356.7	2,647.4	2,947.4	3,611.5	年增长率					
减:营业成本	135.4	162.0	170.7	203.5	255.3	营业收入增长率	32.5%	15.6%	12.3%	11.3%	22.5%
营业税费	36.5	40.9	46.6	52.0	63.3	营业利润增长率	112.0%	111.1%	-21.4%	13.4%	29.7%
销售费用	670.0	681.9	763.5	829.4	994.6	净利润增长率	74.9%	11.6%	14.3%	14.0%	26.8%
管理费用	975.4	1,115.3	1,284.0	1,432.5	1,738.6	EBITDA 增长率	105.9%	52.1%	3.9%	11.5%	26.7%
财务费用	-11.9	26.1	-12.7	-16.5	-22.3	EBIT 增长率	149.5%	60.9%	5.0%	12.8%	29.5%
资产减值损失	5.2	3.9	6.3	5.1	5.1	NOPLAT 增长率	154.5%	135.2%	-28.4%	13.4%	29.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	1.0%	103.2%	-20.8%	-17.0%	-62.0%
投资和汇兑收益	14.9	20.1	15.1	16.7	17.3	净资产增长率	9.5%	5.1%	3.0%	6.9%	7.9%
营业利润	243.6	514.3	404.1	458.2	594.3	盈利能力					
加:营业外净收支	236.2	23.0	217.7	243.8	297.4	毛利率	93.4%	93.1%	93.6%	93.1%	92.9%
利润总额	479.8	537.3	621.8	701.9	891.6	营业利润率	11.9%	21.8%	15.3%	15.5%	16.5%
减:所得税	42.3	43.3	56.9	60.9	76.9	净利率	20.7%	20.0%	20.4%	20.9%	21.6%
净利润	423.1	472.2	539.7	615.0	779.6	EBITDA/营业收入	13.6%	17.9%	16.5%	16.6%	17.1%
						EBIT/营业收入	11.4%	15.8%	14.8%	15.0%	15.8%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	32.7%	35.0%	32.7%	37.3%	41.9%
货币资金	2,281.1	1,838.6	1,977.7	2,547.5	3,578.3	负债权益比	48.6%	53.8%	48.6%	59.6%	72.2%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	5.01	3.49	2.78	2.69	2.27
应收账款	108.3	141.7	58.3	166.0	112.9	速动比率	5.00	3.47	2.76	2.68	2.26
应收票据	0.0	0.2	0.0	0.1	0.1	利息保障倍数	-19.42	14.28	-30.79	-26.77	-25.61
预付账款	16.2	19.1	41.2	14.5	57.4	营运能力					
存货	6.3	10.0	12.8	12.1	18.2	固定资产周转天数	65	53	44	35	26
其他流动资产	3.6	497.4	497.4	497.4	497.4	流动营业资本周转天数	-50	-26	-21	-51	-85
可供出售金融资产	173.6	228.9	157.0	186.5	190.8	流动资产周转天数	374	376	346	356	374
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	16	19	14	14	14
长期股权投资	165.4	192.6	192.6	192.6	192.6	存货周转天数	1	1	2	2	2
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	669	716	663	638	602
固定资产	351.4	336.6	304.6	272.7	240.8	投资资本周转天数	154	203	218	158	81
在建工程	-	430.3	430.3	430.3	430.3	费用率					
无形资产	123.1	172.8	158.4	144.0	129.6	销售费用率	32.9%	28.9%	28.8%	28.1%	27.5%
其他非流动资产	1,262.1	1,019.1	1,032.3	1,119.6	1,053.1	管理费用率	47.8%	47.3%	48.5%	48.6%	48.1%
资产总额	4,491.1	4,887.2	4,862.7	5,583.2	6,501.3	财务费用率	-0.6%	1.1%	-0.5%	-0.6%	-0.6%
短期债务	-	55.0	-	-	-	三费/营业收入	80.1%	77.4%	76.9%	76.2%	75.1%
应付账款	35.6	38.2	121.4	58.8	119.4	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	14.3%	15.3%	17.1%	18.3%	21.7%
其他流动负债	446.3	625.5	809.9	1,146.1	1,763.1	ROA	9.7%	10.1%	11.6%	11.5%	12.5%
长期借款	0.9	0.1	-	-	-	ROIC	24.3%	56.6%	19.9%	28.5%	44.5%
其他非流动负债	986.7	991.7	659.9	879.4	843.7	分红指标					
负债总额	1,469.6	1,710.5	1,591.2	2,084.3	2,726.2	DPS(元)	0.30	0.25	0.37	0.40	0.48
少数股东权益	61.5	93.0	118.2	144.2	179.4	分红比率	79.4%	59.3%	77.5%	72.1%	69.6%
股本	1,119.4	1,119.4	1,119.4	1,119.4	1,119.4	股息收益率	1.3%	1.1%	1.6%	1.7%	2.1%
留存收益	1,848.2	1,984.7	2,033.9	2,235.3	2,476.4						
股东权益	3,021.5	3,176.7	3,271.5	3,498.9	3,775.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	437.5	494.1	539.7	615.0	779.6	EPS(元)	0.38	0.42	0.48	0.55	0.70
加:折旧和摊销	49.8	57.8	46.3	46.3	46.3	BVPS(元)	2.64	2.75	2.82	3.00	3.21
资产减值准备	5.2	3.9	-	-	-	PE(X)	60.7	54.4	47.6	41.8	33.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.7	8.3	8.2	7.7	7.1
财务费用	4.6	42.5	-12.7	-16.5	-22.3	P/FCF	18.4	-68.1	48.9	23.9	17.5
投资损失	-14.9	-20.1	-15.1	-16.7	-17.3	P/S	12.6	10.9	9.7	8.7	7.1
少数股东损益	14.4	21.8	25.2	26.0	35.1	EV/EBITDA	85.3	57.9	54.7	48.2	36.5
营运资金的变动	-287.9	-138.6	311.5	106.2	748.6	CAGR(%)	13.6%	18.1%	30.1%	13.6%	18.1%
经营活动产生现金流量	518.2	595.6	894.9	760.4	1,570.0	PEG	4.5	3.0	1.6	3.1	1.8
投资活动产生现金流量	-728.0	-709.1	87.0	-12.8	13.0	ROIC/WACC	2.3	5.5	1.9	2.8	4.3
融资活动产生现金流量	760.2	-310.4	-842.9	-177.8	-552.2						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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询价。投资者对其投资行为负完全责任，我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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn