

002410.SZ

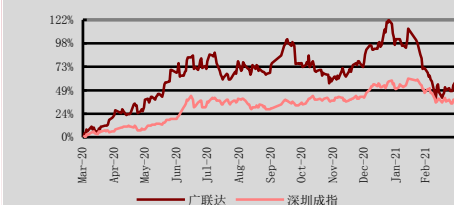
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 65.32

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(18.9)	(7.6)	(8.0)	50.3
相对深证成指	(11.8)	(2.5)	(6.1)	14.1

发行股数(百万)	1,187
流通股(%)	83
总市值(人民币 百万)	77,536
3 个月日均交易额(人民币 百万)	677
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
刁志中	16

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2021 年 3 月 29 日收市价为标准

相关研究报告

《广联达: 满额回购, 激励可期》20200929

《广联达: 新老基建叠加, 施工业务提速》20200309

《广联达: 19H1 超预期后如何理解当前估值?》20190823

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机: 计算机应用

证券分析师: 杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518090001

广联达

造价施工双轮提速, 现金流亮眼

公司发布 2020 年年报, 实现营收 39.5 亿(+13.9%), 净利润 3.3 亿(+40.6%), 扣非净利润 3.0 亿(+58.0%)。业绩进入高增长期, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **计价业务转云进入收尾环节, 净利润释放提速。**还原云转型相关合同负债后, 营收为 46.2 亿(+15.0%), 净利润为 8.9 亿(+32.9%), 增长良好。云合同主要来自造价业务, 表观营收 27.9 亿(13.8%), 还原后营收为 34.0 亿(+16.1%)。已在国内 25 个地区成功实现了云转型, 云收入占总收入超 58%。收入与合同节奏匹配后, 表观净利润逐步复原, 研究透明度还将提升。按还原前后净利润计算, 实际估值将消化 1.7 倍。转型指标也保持良好, 例如前两批转型地区续费率为 85%和 88%。
- **施工业务潜力显著, 现金流创历史最高。**施工业务新增 1.5 万个项目、1,700 家客户, 实现营收 9.4 亿(+10.5%)。施工业务较造价业务更多涉及应收管理。年内加强回款, 实现经营性现金流量净额高达 18.8 亿(+192.7%), 创下历史峰值, 反映出公司议价权以及施工业务质地良好。施工信息化虽然处于供应商“推”的状态, 但渗透率低, 公司可以将造价的客户、渠道和产品力优势延伸至施工领域, 成长性问题不大。
- **产品毛利率保持良好。**施工业务出现部分项目制特征, 但通过“平台+组件”模式能够较好满足客户需求, 并且下游有标准化基础, 目前看业务保持在 70%以上毛利率, 优于行业内一般的项目型水平。

估值

- 预计 2021-2023 年净利润为 6.4 亿、9.8 亿和 14.4 亿, EPS 为 0.54 元、0.83 元和 1.21 元(云转型完成后表观净利润开始显现, 上修 7~17%), 预计造价仍有 21-41%增速(还原后), 施工业务按期推进, 估值水平有较好持续性, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 施工业务完成不及预期; 费用率波动。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	3,541	4,005	5,222	6,893	8,976
变动(%)	22	13	30	32	30
净利润(人民币 百万)	235	330	639	980	1,437
全面摊薄每股收益(人民币)	0.198	0.279	0.539	0.827	1.212
变动(%)	(49.1)	40.5	93.3	53.4	46.6
原有摊薄每股收益(人民币)			0.501	0.708	
变动(%)			7.6	16.8	
全面摊薄市盈率(倍)	329.5	234.4	121.3	79.0	53.9
价格/每股现金流量(倍)	120.8	41.3	67.7	149.3	25.6
每股现金流量(人民币)	0.54	1.58	0.97	0.44	2.55
企业价值/息税折旧前利润(倍)	205.9	161.6	97.9	62.7	42.2
每股股息(人民币)	0.095	0.023	0.152	0.151	0.282
股息率(%)	0.1	0.0	0.2	0.2	0.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2020 业绩摘要

(人民币, 百万)	2019	2020	同比变动(%)
营业收入	3,464.15	3,947.08	13.94
营业成本	370.66	454.50	22.62
税金及附加	43.01	37.90	(11.88)
销售费用	1,102.48	1,255.52	13.88
管理费用	819.76	879.19	7.25
研发费用	969.11	1,082.69	11.72
财务费用	40.55	(17.42)	(142.96)
资产减值损失	(6.11)	(20.70)	238.79
投资净收益	22.51	10.21	(54.64)
公允价值变动净收益	0	0	0

资料来源：公司公告，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	3,541	4,005	5,222	6,893	8,976
销售成本	(414)	(492)	(615)	(804)	(1,062)
经营费用	(2,756)	(3,062)	(3,876)	(4,979)	(6,324)
息税折旧前利润	371	450	731	1,110	1,590
折旧及摊销	(106)	(134)	(169)	(193)	(210)
经营利润(息税前利润)	265	316	562	918	1,380
净利息收入/(费用)	119	122	157	212	273
其他收益/(损失)	118	119	160	206	263
税前利润	284	410	768	1,198	1,742
所得税	(29)	(29)	(54)	(85)	(123)
少数股东权益	20	51	75	133	182
净利润	235	330	639	980	1,437
核心净利润	234	330	638	980	1,437
每股收益(人民币)	0.198	0.279	0.539	0.827	1.212
核心每股收益(人民币)	0.198	0.278	0.538	0.826	1.212
每股股息(人民币)	0.095	0.023	0.152	0.151	0.282
收入增长(%)	22	13	30	32	30
息税前利润增长(%)	(20)	19	78	63	50
息税折旧前利润增长(%)	(8)	21	62	52	43
每股收益增长(%)	(49)	41	93	53	47
核心每股收益增长(%)	(49)	41	93	53	47

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	284	410	768	1,198	1,742
折旧与摊销	106	134	169	193	210
净利息费用	(92)	(74)	(81)	(113)	(143)
运营资本变动	171	1,281	1,102	(1,040)	1,515
税金	(10)	22	(54)	(85)	(123)
其他经营现金流	182	102	(758)	366	(177)
经营活动产生的现金流	641	1,876	1,144	519	3,022
购买固定资产净值	108	213	247	297	272
投资减少/增加	(51)	(316)	18	17	15
其他投资现金流	(284)	(594)	(633)	(587)	(502)
投资活动产生的现金流	(227)	(697)	(368)	(273)	(215)
净增权益	(113)	(28)	(180)	(179)	(334)
净增债务	889	(1,086)	235	93	(95)
支付股息	113	28	180	179	334
其他融资现金流	(1,278)	2,443	447	1,662	(217)
融资活动产生的现金流	(390)	1,357	682	1,755	(312)
现金变动	24	2,537	1,458	2,001	2,495
期初现金	2,212	2,231	4,797	6,255	8,257
公司自由现金流	414	1,180	776	246	2,807
权益自由现金流	1,343	77	941	253	2,596

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2,231	4,797	6,255	8,257	10,752
应收帐款	609	506	898	988	1,447
库存	21	26	27	47	48
其他流动资产	31	46	49	75	89
流动资产总计	2,950	5,420	7,280	9,415	12,385
固定资产	860	994	1,027	1,085	1,130
无形资产	464	677	728	781	798
其他长期资产	552	1,070	843	1,007	972
长期资产总计	1,876	2,741	2,599	2,873	2,901
总资产	6,167	9,547	11,379	13,734	16,663
应付帐款	99	95	129	176	218
短期债务	1,089	3	238	331	236
其他流动负债	1,622	2,760	3,293	2,788	4,500
流动负债总计	2,809	2,858	3,660	3,295	4,954
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	9	131	70	100	85
股本	1,186	1,186	1,186	1,186	1,186
储备	2,218	5,092	6,233	8,789	9,892
股东权益	3,404	6,278	7,419	9,975	11,078
少数股东权益	80	156	231	364	545
总负债及权益	6,167	9,547	11,379	13,734	16,663
每股帐面价值(人民币)	2.87	5.29	6.26	8.41	9.34
每股有形资产(人民币)	2.48	4.72	5.64	7.75	8.67
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.96)	(4.04)	(5.07)	(6.68)	(8.87)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.5	11.2	14.0	16.1	17.7
息税前利润率(%)	7.5	7.9	10.8	13.3	15.4
税前利润率(%)	8.0	10.2	14.7	17.4	19.4
净利率(%)	6.6	8.3	12.2	14.2	16.0
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.9	2.0	2.9	2.5
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.9	2.0	2.8	2.5
估值					
市盈率(倍)	329.5	234.4	121.3	79.0	53.9
核心业务市盈率(倍)	330.4	234.6	121.3	79.1	53.9
市净率(倍)	22.8	12.3	10.4	7.8	7.0
价格/现金流(倍)	120.8	41.3	67.7	149.3	25.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	205.9	161.6	97.9	62.7	42.2
周转率					
存货周转天数	13.5	17.7	15.7	16.6	16.2
应收帐款周转天数	47.3	50.8	49.1	49.9	49.5
应付帐款周转天数	6.9	8.8	7.8	8.1	8.0
回报率					
股息支付率(%)	48.1	8.3	28.2	18.3	23.2
净资产收益率(%)	7.0	6.8	9.3	11.3	13.7
资产收益率(%)	4.0	3.7	5.0	6.8	8.4
已运用资本收益率(%)	1.3	1.5	2.2	2.6	3.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371