

日期: 2010 年 5 月 6 日

行业: IT-软件与服务



陈启书

021-53519888-1918



mymailno@hotmail.com

执业证书编号: S0870209090159

领先的工程项目软件产品和服务提供商

IPO 询价区间 RMB42.46-50.95 元
合理估值区间 RMB56.61-67.93 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 25.00
发行后总股本 (百万股) 100.00
发行方式 网下询价配售 20%
网上定价发行 80%
保荐机构 华泰证券

主要股东(IPO 前)

刁志中 26.58%
陈晓红 20.71%
涂建华 20.71%
王金洪 10.36%
邱世勋 6.90%

收入结构(MRQ)

销售造价软件产品 93.58%
提供服务 3.50%
销售项目管理软件产品 2.47%

首次报告日期: 2010 年 5 月 6 日

■ 投资要点:

建筑行业持续快速发展为建筑工程项目软件行业提供了需求基础

可以说,在过去的几年中,我国建筑业取得了持续快速的发展,2008 年我国的建筑施工面积达到 52.76 亿平方米,增长达到 9.5%,建筑业总产值为 61144 亿元,增长 19.8%,预计随着我国经济持续发展和居民收入水平的提高,未来建筑行业仍会保持快速的成长。

广泛的市场网络和丰富的行业经验是公司的竞争优势所在

对于软件提供商来说,广泛的市场网络和客户群将会为公司发展提供稳定的基础,公司建立了专业化和本地化的销售服务网络,为公司的持续发展提供了基础。

由于建筑工程计价政策性较强,涉及面广,数据量比较大,各省市对定额运用和计算规则有着不同的要求,这就需要软件供应商对住建部和各地建设部门的相关规则具有长时间的积累和准确的理解,而公司在常年的软件开发和销售上积累的丰富的行业知识经验为公司提供了竞争优势,而这又是其它软件企业短期内难以复制的优势。

目前,据零点前进策略咨询公司的数据看,公司的工程造价软件的市场占有率达到 53%,占据着市场的主导地位。

股票估值

和可比上市公司比较,公司的盈利能力和成长性处于较好水平。

预期未来公司上市后的 6 个月内公司股价对应 2010 年每股收益 (按加权平均股本计算) 的动态市盈率可达 40-48 倍,公司股票合理估值为 56.61-67.93 元。建议公司的 IPO 询价区间为 42.46-50.95 元。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	308.61	393.58	505.48	658.13
年增长率 (%)	33.71	27.53	28.43	30.20
归属于母公司所有者的净利润	104.70	126.79	150.03	182.90
年增长率 (%)	64.74	21.09	18.34	21.90
基本每股收益 (元)	1.40	1.42	1.50	1.83

注: 有关指标按公司 IPO 后加权平均总股本计算

1. 公司及其业务概况

领先的建筑行业工程项目建设软件产品和服务提供商

公司最早是在1998年8月成立的北京广联达慧中软件技术有限公司，2006年5月更名为北京广联达有限公司。2007年12月28日整体变更设立为股份有限公司，注册资本7500万元，变更前后公司的主营业务未发生变化。

公司的股东全部为自然人，持有公司5%以上股份的自然人股东为刁志忠、涂建华、陈晓红、王金红、邱世勋、王晓芳等。发行人董事长刁志忠先生直接持有发行人发行前26.58%的股份，是公司的控股股东、实际控制人。

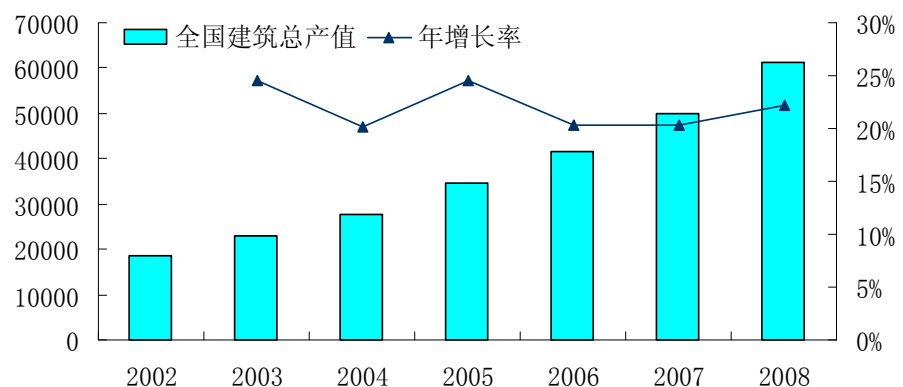
公司主要是为建筑行业工程项目建设提供软件产品和服务，包括工程造价软件、项目管理软件等。公司的营业收入也主要来自上述项目收入，2006年、2007年、2008年、2009年1-6月上述收入占公司营业收入的比例分别为100%、100%、100%、99.83%。

2. 行业发展前景

建筑行业持续快速发展为建筑工程项目软件行业提供了需求基础

可以说，在过去的几年中，我国建筑业取得了持续快速的发展，2008年我国的建筑施工面积达到52.76亿平方米，增长达到9.5%，建筑业总产值为61144亿元，增长19.8%，预计随着我国经济持续发展和居民收入水平的提高，未来建筑行业仍会保持快速的增长。

图1 我国房地产市场建筑规模和增长（亿元，%）



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所

从单纯的工具软件向综合业务管理系统转变是行业未来的发展趋势

由于国内的工程造价类软件发展较早，也比较成熟，故而市场集中度较高，公司在该领域具有绝对的市场支配地位，市场份额在50%以上，并且包括公司在内的前五名工程造价软件供应商占据了本行业大概70%以上的份额，相信此领域未来的竞争主要在技术实力、售后服务、品牌认知和营销策略方面展开。

目前项目管理类软件市场则尚处于初级应用阶段，市场尚没有形成具有规模优势的企业，通常市场上主要是为单一功能或者针对单一项目的软件，技术水平相对较低，并且缺乏全流程管理、企业级的综合项目管理系统，因而竞争相对激烈，单位来的发展潜力则相对更广阔。

3. 公司竞争能力

能否提供项目管理的整体解决方案是未来行业竞争的关键

虽然近年来我国建筑行业信息化发展比较快，信息技术应用也越来越广泛，但是大部分企业信息化都是专业软件的局部使用，并且数据不能共享，鉴于国外建筑行业发展的经验，相信未来我国建筑业信息化除了在行业工具软件进一步广泛应用之外，建筑企业工程项目建设全过程信息化管理将成为趋势项目管理整体解决方案将得到大范围的应用，此外，行业内信息的收集、共享也将通过网络平台等信息技术得到发展，为建筑决策者提供数据支持。这样，未来建筑软件领域将从单纯的工具软件向综合业务管理系统、行业信息服务、整体解决方案和电子商务信息服务等方面综合发展，因而，未来获得行业竞争优势的企业就是那些能够提供项目管理整体解决方案的软件产品提供商。

广泛的市场网络和丰富的行业经验是公司的竞争优势所在

对于软件提供商来说，广泛的市场网络和客户群将会为公司发展提供稳定的基础，据此公司成立了 32 家分支机构，4 家全资子公司和 4 家参股公司，建立了专业化和本地化的销售服务网络，为公司的持续发展提供了基础。

此外，由于建筑工程计价政策性较强，涉及面广，数据量比较大，各省市对定额运用和计算规则有着不同的要求，这就需要软件供应商对住建部和各地建设部门的相关规则具有长时间的积累和准确的理解，而公司在常年的软件开发和销售上积累的丰富的行业知识经验为公司提供了竞争优势，而这又是其它软件企业短期内难以复制的优势。目前，据零点前进策略咨询公司的数据看，公司的工程造价软件的市场占有率达到 53%，占据着市场的主导地位。

4. 业务盈利能力

公司有较好的盈利能力

与可比公司相比，公司有较高的盈利能力。公司的销售毛利率明显较高，表明公司产品的附加值较高，但销售净利率则明显低于可比公司，这主要是公司的主营收入基本都来源于软件产品销售使得公司的销售人员比较多，销售费用比较高。从销售以及盈利模式来看，公司的经营与用友软件都非常相似。

表1 公司和相关公司的销售毛利率比较（单位：%）

证券简称	2006-12	2007-12	2008-12	2009-12
广联达	91.40	94.30	95.58	96.30
用友软件	90.06	88.89	87.70	83.33

海隆软件	44.42	41.32	40.77	35.21
石基信息	58.52	61.24	63.24	70.32
远光软件	75.22	78.83	78.53	80.83

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所

表2 公司和相关公司的销售净利率比较（单位：%）

证券简称	2006-12	2007-12	2008-12	2009-12
广联达	14.61	32.70	27.88	34.23
用友软件	15.31	26.51	23.63	26.16
海隆软件	16.72	17.30	16.57	10.87
石基信息	29.85	36.26	34.06	34.76
远光软件	31.15	35.98	34.70	37.29

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所

成长性略高于可比公司平均水平

公司 2009 年营业收入相比 2007 年年复合增长率达 32.59%。和其他相关上市公司比较，公司具有较高的成长性。

表3 和相关公司的营业总收入增长比较（单位：%）

证券简称	2008 年同比增长率	2009 年同比增长率	2009 年相对于 2007 的年复合增长率
广联达	31.48	33.71	32.59
用友软件	27.18	36.01	31.52
海隆软件	14.96	9.66	12.28
石基信息	58.42	-8.16	20.62
远光软件	37.61	44.89	41.20

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所

表4 和相关公司的净利润增长比较（单位：%）

证券简称	2008 年同比增长率	2009 年同比增长率	2009 年相对于 2007 的年复合增长率
广联达	10.42	64.74	35.66
用友软件	9.70	51.67	30.66
海隆软件	10.12	-30.47	-10.99
石基信息	40.45	-7.42	18.09
远光软件	33.31	56.17	43.74

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所

公司具有较高的运营能力

由于公司的存货主要有空白光盘盒和密码锁等构成，单位价值较低，其存货周转相对较快。应收账款方面，公司的应收账款周转天数基本维持稳定，快于可比相关公司，显示了公司较好的营运能力。并且公司超过 90% 的应收账款都是一年以内，这使其对应收账款的风险控制较为容易。

表5 和相关公司的存货天数比较（单位：天）

证券简称	2006-12	2007-12	2008-12	2009-12
------	---------	---------	---------	---------

广联达	18.21	34.12	35.37	20.66
用友软件	10.14	10.87	17.12	12.05
海隆软件	0.00	0.00	0.00	4.76
石基信息	112.33	125.86	93.89	157.57
远光软件	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所

表6 和相关公司的应收账款周转天数比较（单位：天）

证券简称	2006-12	2007-12	2008-12	2009-12
广联达	18.29	13.11	7.22	3.76
用友软件	24.25	23.52	40.16	60.53
海隆软件	17.34	17.55	18.34	22.95
石基信息	67.00	63.32	54.58	67.94
远光软件	75.41	77.09	62.41	61.71

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所

从总资产周转率情况来看，公司 2007 年度、2008 年度和 2009 年 1-6 月份的总资产周转率分别为 1.20 次、1.19 次和 1.12 次，其总资产周转速度明显高于可比公司的平均水平。

表7 和相关公司的总资产周转率比较（单位：次）

证券简称	2006-12	2007-12	2008-12	2009-12
广联达	1.02	1.20	1.19	1.12
用友软件	0.72	0.58	0.56	0.68
海隆软件	1.34	0.86	0.65	0.64
石基信息	0.99	0.65	0.63	0.49
远光软件	0.47	0.41	0.51	0.59

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所

5. 募投项目简述

从公司的主营业务来看，公司的产品和服务领域主要集中于工程造价系列软件，工程项目管理系列软件虽然也是其主要产品，但目前占主营收入的比例还比较小，考虑到未来行业的发展和建筑软件的发展前景，公司拟筹资建设下列项目：工程造价行业应用解决方案项目主要是对工程造价系列软件进行升级，对造价管理软件进一步开发和推广。而建设工程项目管理解决方案主要是对工程项目管理基础业务平台进行升级，开发适用于建设方和施工方的项目管理系统，从单一功能到系统解决方案。除此之外，公司还拟筹资以开通造价信息服务、构建招投标平台，改进客户服务中心，投资研发支持部门以提高研发能力等。

表8 公司募投项目计划（单位：万元）

项目名称	项目投资总额	项目建设期
工程造价行业应用解决方案	9323.76	3 年
建设工程项目管理解决方案	7038.68	3 年

工程造价信息服务	4381.92	2 年
工程招投标系统应用平台	3843.12	2 年
客户服务支持中心	2013.84	1.5 年
工程项目管理研究中心	2973.71	1.5 年

数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

将提高公司在建筑软件提供和服务领域的竞争力和业务拓展能力

可以说公司此次募集资金以投资的项目是在公司原有业务上的扩展与延伸。募投项目的实施将会对现有的工程造价系列软件和工程项目管理系列软件进行升级，提高公司产品的技术含量和竞争性，并且将建设方和施工方的产品进行分离，提供更贴近客户的产品，使产品和服务更加精细化，是业务推广更加具有针对性。而且，公司也同样募集资金进行原有业务上的延伸，从工程造价业务、工程项目管理业务向工程招投标协同应用服务和工程造价信息提供业务上扩展，延伸了产品线，构建产品和服务间的协同框架。这样，公司在新业务与现有业务间实现客户协同、渠道协同、产品协同和技术共享，并利用面对客户的推广平台，全面提升客户服务水平，从而最终提升公司在建筑软件产品和服务提供领域的竞争能力。

6. 投资风险因素

建筑行业受宏观经济波动影响的风险

可以说公司的主营业务是围绕着建筑行业开展的，建筑行业的景气度直接影响着建筑企业投资在应用软件上的资金，这也是公司产品的终端需求。如果未来建筑行业进入一个周期性的低谷中，将会使公司的经营产生重大的影响。考虑到公司的客户结构主要是施工方，宏观经济波动导致的新建项目减少将对公司经营产生更为不利的影响。

7. 盈利预测与估值

公司将继续通过产品的升级和扩张，来实现公司业务收入的增长；在毛利率方面，由于公司产品的不断成熟和优化，毛利率还将有所上升。初步预计 2010 年、2011 年和 2012 年公司可分别实现营业收入 393.58 百万元、505.48 百万元和 658.13 百万元，同比增长 27.53%、28.43% 和 30.20%；分别实现归属于母公司所有者的净利润 126.79 百万元、150.03 百万元和 182.90 百万元，同比增长 21.09%、18.34% 和 21.90%；分别实现每股收益（按加权平均股本计算）为 1.42 元、1.50 元和 1.83 元。

表9 公司利润表预测（单位：百万元）

项目（单位：百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	308.61	393.58	505.48	658.13
增长率	33.71%	27.53%	28.43%	30.20%
毛利率	96.30%	96.29%	96.31%	96.31%
二、营业总成本	231.03	293.19	385.78	508.53

营业成本	11.42	14.61	18.65	24.28
营业税金及附加	5.68	6.93	8.90	11.58
销售费用	139.60	177.11	227.47	296.16
管理费用	73.92	102.33	136.48	177.69
财务费用	0.38	-7.87	-5.81	-1.32
资产减值损失	0.04	0.08	0.10	0.13
三、主营业务利润	77.58	100.39	119.70	149.59
增长率	81.97%	29.40%	19.23%	24.97%
收入比	25.14%	25.51%	23.68%	22.73%
公允价值变动净收益				
投资净收益				
汇兑净收益				
四、营业利润	77.58	100.39	119.70	149.59
营业外净收益	32.16	34.49	39.91	47.07
五、利润总额	109.74	134.88	159.61	196.66
减：所得税	4.11	8.09	9.58	13.77
六、净利润	105.63	126.79	150.03	182.90
少数股东损益	0.92			
归属于母公司所有者的净利润	104.70	126.79	150.03	182.90
增长率	64.74%	21.09%	18.34%	21.90%
收入比	33.93%	32.21%	29.68%	27.79%
七、每股收益：				
调整后的加权平均股本(百万股)	75.00	89.58	100.00	100.00
按加权平均股本计算的每股收益（元）	1.40	1.42	1.50	1.83
增长率	62.79%	1.09%	6.01%	21.90%
按最新股本摊薄后的每股收益（元）	1.05	1.27	1.50	1.83
增长率	64.74%	21.09%	18.34%	21.90%

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所

目前，和公司业务模式相近的上市公司，其相对于 2009 年、2010 年和 2011 年的动态市盈率均值分别为 55 倍、44 倍和 35 倍。

表10 相关公司估值比较（单位：元/股）

证券代码	证券简称	股价	EPS							
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010A	2011A	2012A
600588	用友软件	23.08	0.73	0.57	0.77	1.01	32	40	30	23
002195	海隆软件	19.80	0.27	0.34	0.38	0.60	73	59	52	33
002153	石基信息	42.06	0.59	1.02	1.35	1.67	72	41	31	25
002063	远光软件	25.50	0.58	0.73	0.97	1.22	44	35	26	21
	样本均值						55	44	35	25

数据来源：公司公告，上海证券研究所（对应股价为 2010-4-30 日收盘价）

股票估值

2007-2009 年间，公司分别实现营业收入同比增长 43.81%、31.48% 和 33.71%；分别实现净资产收益率（ROE，加权）为 58.74%、45.68% 和 51.36%；分别实现每股经营性现金流净额为 0.83、0.82 和 1.88 元。

初步预计 2010 年、2011 年和 2012 年公司可分别实现营业收入同比增长 27.53%、28.43%和 30.20%；分别实现归属于母公司所有者的净利润同比增长 21.09%、18.34%和 21.90%；分别实现每股收益（按加权平均股本计算）为 1.42 元、1.50 元和 1.83 元。

参考业务相近上市公司的动态市盈率情况，基于公司 10-12 年盈利预测及其成长性，预期未来公司上市后的 6 个月内公司股价对应 2010 年每股收益（按加权平均股本计算）的动态市盈率可达 40-48 倍，公司股票合理估值为 56.61-67.93 元。

询价估值

考虑公司未来的成长性和盈利性，以及已上市的中小板公司发行市盈率情况和上市后的估值水平，建议公司的 IPO 询价区间为 42.46-50.95 元，对应 2010 年的动态市盈率为 30-36 倍（相对于公司合理估值折扣 25%）。

分析师承诺

分析师 陈启书

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。