

评级：买入 维持评级

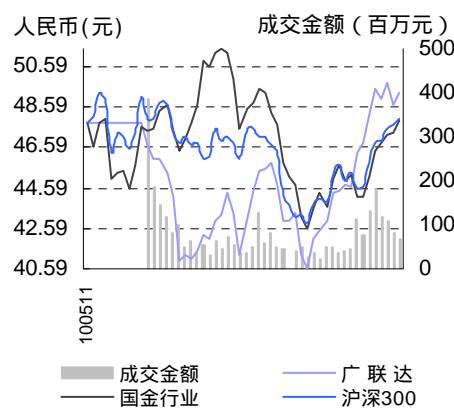
公司研究

 市价(人民币)：49.32元
 目标(人民币)：75.00元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	24.00
总市值(百万元)	5,918.40
年内股价最高最低(元)	49.77/40.59
沪深300指数	2811.05
中小板指数	5771.60



公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股盈利(元)	0.530	0.873	1.571	2.343	3.360
净利润增长率	10.42%	64.74%	80.08%	49.14%	43.37%
市盈率(倍)	93.12	56.53	31.39	21.05	14.68
行业优化平均市盈率(倍)	38.55	56.57	56.57	56.57	56.57
净资产收益率	39.35%	42.53%	32.68%	32.77%	31.97%
每股净资产(元)	2.15	3.28	7.44	11.07	16.27
每股经营性现金(元)	0.82	1.88	1.60	3.40	4.99
发行股数(百万股)	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 广联达作为国内建筑工程造价计量软件龙头企业，正面临着向行业空间更大的工程项目管理领域业务延伸带来的前所未有的发展机遇，而公司拥有建筑行业几乎所有的客户资源、本身竞争策略得当、强大的技术研发能力、覆盖全国的营销和服务体系，有望借助此次业务延伸性机会，利用上市募集资金投入，趁机实现公司长期高速发展。
- **多个领域行业龙头**：面向建设领域，为建筑行业的核心业务工程项目管理，提供以工程造价为核心，以工程项目管理为主体的专业软件产品和服务，在工程造价工具类软件市场占有率第一。
- **未来三到五年内广阔市场空间**：公司在工程计价和计量领域市场占有率为53%，工程计价领域覆盖率达到90%，随着三年一度的更新及计量覆盖率的提高，预计近几年的现有业务市场空间约为100亿；公司即将进入的项目管理软件市场将随着住建部关于重点企业资质认定的日期临近，出现井喷的机会，预计全国项目管理软件市场到2015年前每年约200亿。
- **公司维持行业地位把握行业机会的核心能力**：行业内最强大的自建营销服务体系，充沛的超募资金，全方位服务建筑企业的募投项目，业内最完整的产品链，跨越式扩充的技术团队。

投资建议

- 我们认为建设信息化市场现有基础弱，行业需求强，随着政策性的利好出台未来几年将出现井喷机会。自广联达上市起，未来行业内还将崛起一大批相关的上市公司，广联达作为行业龙头将最先享受行业爆发增长机会，我们应给予相应的溢价。

估值

- 公司10年-12年摊薄EPS对应1.57、2.34、3.36元，我们给予公司未来6-12个月75元目标价位，相当48x10PE、32x11PE，给予买入评级。

风险

- 项目管理软件投产进度低于预期，项目管理软件是未来业绩增长的直接推动力，若投产时间低于预期，则会影响当期EPS。
- 公司业务与固定资产总投资相关，若增长低于预期则影响公司收入。

 陈运红 分析师SAC执业编号：S1130208030230
 (8621)61038242
 chenyh@gjzq.com.cn

 程兵 分析师SAC执业编号：S1130208120262
 (8621)61038265
 chengb@gjzq.com.cn

 易欢欢 联系人
 (8621)61038288
 yihh@gjzq.com.cn

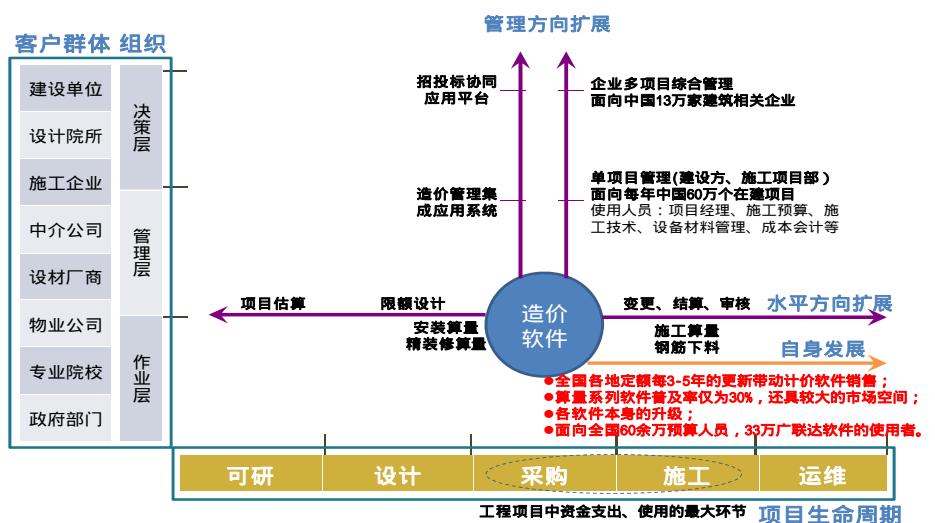
内容目录

围绕建筑领域，为行业的核心业务提供信息化服务的主营业务	6
产品与建筑行业客户最核心业务息息相关	6
计价软件先行，协同带动算量、项目管理软件发展	6
计价是金牛业务，算量、项目管理是明星业务	7
建筑行业随着城镇化、工业化的进程依旧长期高速发展，行业信息化程度低，随着相关政策利好出台，将出现井喷机会。	8
城镇化、工业化是拉动建筑行业发展的双引擎	8
行业信息化程度低，重点建筑资质的重新认定带来 2012 年左右井喷机会	9
工程计价、算量软件和项目管理在行业信息化中占据重要地位	11
工程计价、算量软件是近期增长主要驱动力	12
工程计价软件是公司长久以来优势所在，未来定额库更新、软件更新依旧是公司的金牛业务	12
算量软件随着行业渗透率的上升将逐渐成为公司亮点	14
相对竞争对手来讲公司拥有业内最强的营销渠道以及产品线	15
计价领域未来将有五十亿市场空间、利润增速将远超收入增速	16
承载巨大市场空间的项目管理软件将为公司未来跨越式发展提供平台和空间	17
项目管理软件是行业必须，解决了当前市场管理混乱问题	17
特技资质企业重新认定带来信息化相关项目井喷性机会	18
公司通过打造精品项目沉淀咨询、销售方法论	18
公司通过深挖老客户，打造精品工程来迎接国内外项目管理软件公司竞争	19
项目管理软件未来将成为行业标准和规范，迎来更大市场空间	19
为什么公司能够承接这样的大机会-核心竞争能力	21
产业竞争格局如何，公司处于什么位置？	21
公司竞争手段是什么，能有效利用该手段抢占对手/守住自己市场么？ 有哪些竞争对手，优劣在哪里？	22
技术、研发、销售等资源是否支持竞争手段的执行？	22
管理团队素质如何？	25
ECIRM 模型总结	26
财务分析和估值	27
财务分析	27
盈利预测	29
估值	31
风险	32
附录：三张报表预测摘要	32

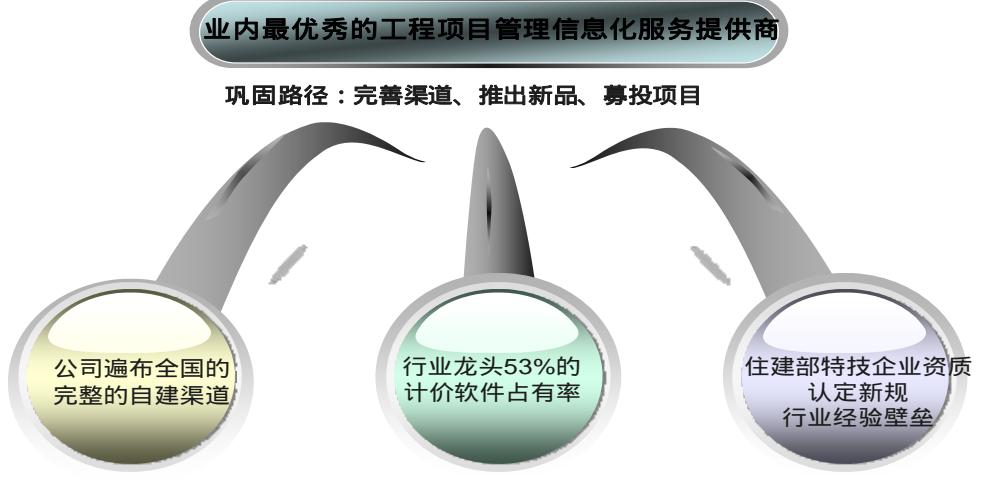
图表目录

图表 1 : 公司发展业务结构图	5
图表 2 : 公司竞争优势与愿景	5
图表 3 : 公司核心能力模型	5
图表 4 : 产品列表以及下游用户使用	6
图表 5 : 2007-2009 公司总收入复合增速达到 33%	7
图表 6 : 公司业务与固定资产投资相关与房地产关联度较低	8
图表 7 : 2002-2008 年建筑业总产值年均增速 22%	9
图表 8 : 历年固定资产投资及建筑工程行业总产值	9
图表 9 : 中国建筑信息化相对美国、日本基础弱、投入低	9
图表 10 : 项目管理和工程计价、算量软件应用相关考核达 49 分	10
图表 11 : 建筑业企业信息化总体框架	11
图表 12 : 工程项目生命周期	11
图表 13 : 2007 - 2012 年中国工程造价软件市场规模	12
图表 14 : 09 年中国工程造价市场分产品销售构成比例	12
图表 15 : 计价软件的收入来源	13
图表 16 : 计价软件的子产品系列	13
图表 17 : 计价软件未来每年带来 4.5 亿收入	13
图表 18 : 算量方式覆盖率	14
图表 19 : 算量产品线中在售和储备产品	14
图表 20 : 算量软件市场占有率行业第一	15
图表 21 : 算量软件收入主要来自新客户购买	15
图表 22 : 算量产品平台统一分模块扩展	15
图表 23 : 12 年算量收入达到 5 亿 , 40% 以上复合增速	15
图表 24 : 定量软件市场空间	16
图表 25 : 定额库市场空间(未计入升级费用)	16
图表 26 : 项目管理软件的使用情况调研表	17
图表 27 : 项目管理软件的重要性调研表	17
图表 28 : 三年内建筑企业信息化建设重点	18
图表 29 : 项目管理软件的收入来源	19
图表 30 : 未来五年千亿量级的市场空间	19
图表 31 : 2012 项目管理软件收入预计复合增速 70% (万)	20
图表 32 : 公司波特五力模型分析	21
图表 33 : 全国销售网点	23
图表 34 : 近三年公司存量客户数	23
图表 35 : 公司健全的资质	24
图表 36 : 完整的产品线和技术平台	24
图表 37 : 公司产品围绕项目生命周期和管理两个方向发展	25

图表 38 : 募投项目之间围绕公司战略良好协同	25
图表 39 : 公司竞争力模型	26
图表 40 : 最近三年公司收入年均复合增长 47%	27
图表 41 : 09-12 年 EPS 年均增长 57%	27
图表 42 : 09-12 年 EPS 年均增长 56%	27
图表 43 : 毛利率每年递增	28
图表 44 : 广联达毛利率行业最高	28
图表 45 : 净资产收益率位居行业前列	28
图表 46 : 随着公司销售规模进一步扩大 , 公司的费用率将持续下降	29
图表 47 : 销售预测	30
图表 48 : 相对估值	31
图表 49 : 绝对估值	31

图表1：公司发展业务结构图


来源：公司资料、国金证券研究所整理

图表2：公司竞争优势与愿景


来源：国金证券研究所整理

图表3：公司核心能力模型

ECIRM模型	要点	公司情况	打分满分5分
企业家Entrepreneur	“经理封顶”原理	公司董事长和负责技术的董事分别是建筑行业和技术权威，总经理坐销售起家，负责公司销售业务，管理团队拥有股权非常稳定，刀总在行业具有“管理层溢价”	4.5
资本Capital	规模、成本、速率	公司上市募资约14亿，获取资本成本相对较低，同时成为上市公司后，扩宽了公司多种融资渠道	4
产业Industry	规模、利基、竞争结构、盈利模式、变迁规律和演进趋势	建筑信息化行业处于发展初期，随着进一步的发展以及政策的刺激，近期将出现项目管理领域千亿级的市场以及50亿的计价、计量软件市场	5
资源Resource	价值性、稀缺性、不可模仿性、分布、保有量、配置结构、获取增量的速度和成本	公司拥有业务最强的销售渠道、产品线以及客户网络	4.5
管理Management	治理、组织、流程、控制、责权利安排、文化、信息化、环境适应性和组织柔性	上市后公司具有良好的治理和组织结构、股权结构合理	3.5

来源：国金证券研究所整理

围绕建筑领域，为行业的核心业务提供信息化服务的主营业务

产品与建筑行业客户最核心业务息息相关

- 公司紧紧围绕工程项目管理的核心业务，为企业提供包括工程造价软件、项目管理、招投标管理以及教育培训与咨询在内的一系列解决方案和产品。公司面向的主要客户群体包括房建设方、设计院、施工方以及中介咨询等，涉及国内建筑行业的各个参与主体。目前，公司拥有 9 万家企业用户，产品的直接使用者达 33 万。公司的工程造价软件产品覆盖了全国 32 个省市区，市场占有率达到 53%。
- 公司提供的计价和算量产品解决客户招投标过程中的计价、算量问题。在整个建筑工程项目周期中，随着建设方工程周期、招投标时间的缩短、以及建筑和工程量的负责程度加剧，原有的手工计价、算量模式往往已经成为工程周期的瓶颈所在，因此能够提供高效、精确的计价、算量手段是关系到建设方工程周期是否能够及时、准确的完成。

图表4：产品列表以及下游用户使用

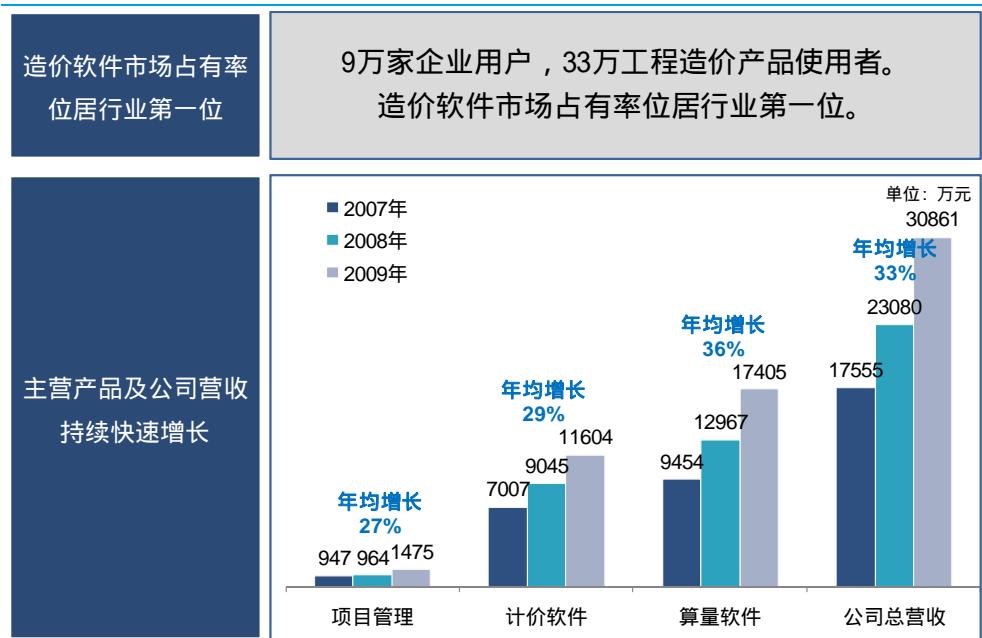
主营业务	主要产品	主要价值	应用领域
工程造价工具类软件 工程计价系列软件	•工程计价软件 GBQ	•帮助造价人员在投资估算、招投标、施工过程、结算阶段高效完成工程计价工作	•全国各地区、行业、专业的工程项目计价工作
工程算量系列软件	•图形算量软件-GCL •钢筋计算软件-GGJ	•帮助工程造价人员在招投标、施工过程和结算阶段高效、精确地完成构件工程量和钢筋工程量的计算工作	•全国各地区、行业基建工程的构件算量和钢筋算量工作
工程项目管理类软件	•企业级施工项目管理系统-GEPS •项目级施工项目管理系统-GOM	•帮助施工企业及项目管理团队有效进行工程项目管理提高经济效益	•全国的施工企业及施工项目部

来源：公司资料、国金证券研究所整理

计价软件先行，协同带动算量、项目管理软件发展

- 公司的产品可具体分为工程计价和工程算量软件、项目管理、其他服务四大类，这其中以工程算量是公司收入的主力军，2009 年产品收入占主营收入比例平均为 56.73%，工程计价软件项目收入占主营收入比例 37.82%，管理软件收入占占主营收入比例较小为 4.81%。
- 工程算量软件和项目管理软件产品未来销售增长是公司未来增长和发展的决定因素。工程算量软件尽管占比比较大，但行业渗透率不高，未来随着新品的不断推出，未来空间较大。工程计价软件是行业标配，计价软件在底层数据、应用模式上对工程算量软件和项目管理的推广会产生业务协同。
- 造价软件类似 wind 商业模式，项目管理软件延续 ERP 的项目制销售过程。公司的造价软件提供给建筑行业的核心业务人员，采取卖一次授权和升级、更新后台数据库相结合的收费模式；项目管理软件的商业模式类似 ERP 的销售过程，通过前期发掘客户需求，提供系统方案，后期实施软件和运维。

图表5：2007-2009 公司总收入复合增速达到33%



来源：公司资料、国金证券研究所

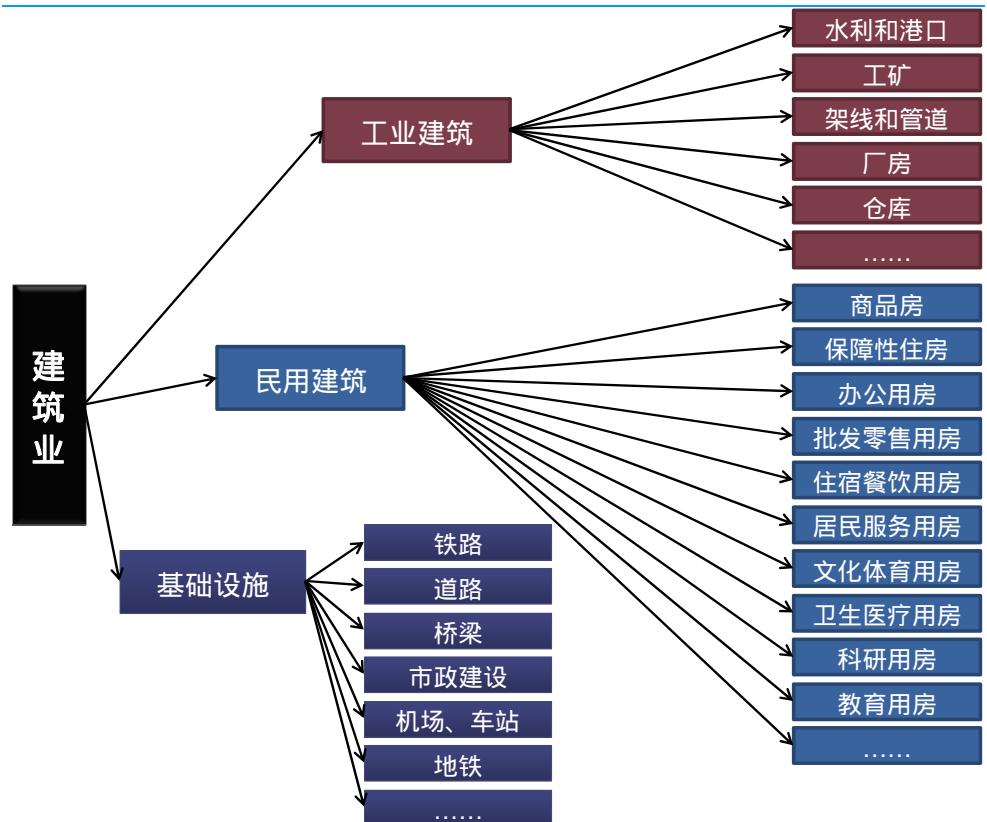
计价是金牛业务，算量、项目管理是明星业务

- **计价软件**：行业普及率 90%，市场占有率为 53%，近年保持 29%的高增长率，我们认为是波士顿矩阵中的金牛业务。
- **工程算量软件**：行业普及率 30%，市场占有率为 50%，近年保持 36%的增长，随着新产品的不断推出，未来增速有望进一步的提升，我们认为是波士顿矩阵中的明星业务。
- **项目管理软件**：行业普及率相对较低，年均增长 27%，未来随着政策的利好，行业有望爆发性的增长，我们认为未来有望成为明星业务。

建筑行业随着城镇化、工业化的进程依旧长期高速发展，行业信息化程度低，随着相关政策利好出台，将出现井喷机会。

- 公司所处行业为建筑行业，与国家建筑总投资相关，房地产占比较少。据公司以及行业相关公司统计，公司产品使用方与房地产相关度仅为 10%，从公司 07-09 年的收入和利润情况来看，并没有因房地产行业的下滑而产生负面影响。
- 随着城镇化、工业化的进程加速，建筑行业还有较大增长，中国固定投资领域的景气程度将在较大程度上影响公司未来的业绩表现。

图表6：公司业务与固定资产投资相关与房地产关联度较低

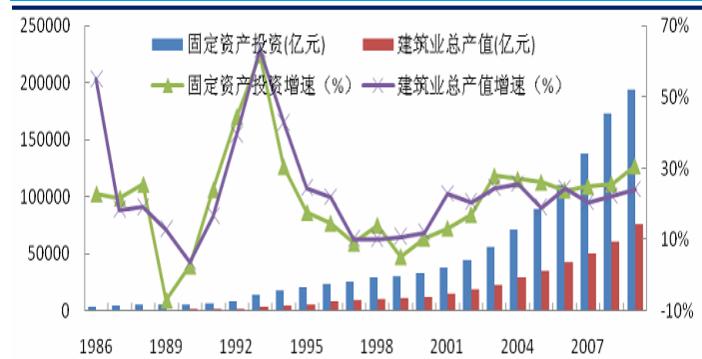


来源：公司资料、国金证券研究所

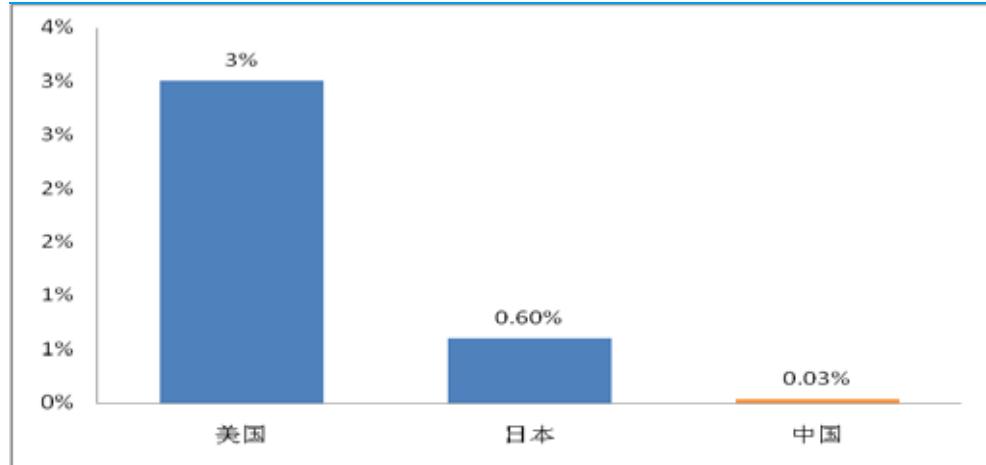
城镇化、工业化是拉动建筑行业发展的双引擎

- 中国建筑业市场保持连续 10 年 22%的高速增长，2009 年建筑业总产值达到 7.59 万亿，在建施工项目达 60 多万个，占据世界近一半的工程。“城镇化”、“工业化”战略为建筑业提供了广阔、持续的发展空间和有力保障。
- 城镇化战略将助推中国未来 30 年的发展：中国的城镇化率 2010 年将达到 47%，据有关专家估算，城市化率每提高一个百分点，预计每年将带动 1 万亿以上的投资，增加 200 亿平方米的住宅消费。
- 工业化将长期成为 GDP 发展动力：2002 年起我国工业化进程进入了高速发展阶段，2009 年国内生产总值 335353 亿元，同比增长 8.7%，工业增加值 134625 亿元，增长 8.3%，工业增加值对 GDP 的贡献度持续增加。
- 两化拉动固定资产投资，成为建筑行业双引擎：自 2003 年起，全社会固定资产投资增速连续 7 年保持在 24%以上。2009 年，全社会固定资产投资达到 194138.6 亿元，比上年增长 30.5%。工业化进程将拉动基础设施、工业建筑等多方面的建筑需求，推动建筑行业长期增长。

图表7：2002-2008年建筑业总产值年均增速22%

图表8：历年固定资产投资及建筑工程行业总产值


来源：国家统计局、国金证券研究所

行业信息化程度低，重点建筑资质的重新认定带来2012年左右井喷机会
图表9：中国建筑信息化相对美国、日本基础弱、投入低


来源：公司资料、国金证券研究所

- **建筑行业利润微薄**，从提高效率、产业竞争力的角度，建筑信息化势在必行：十七大首次提出“五化并举、两化融合”的发展战略，积极倡导信息化与行业应用紧密结合，中国建筑行业信息化程度相对美日非常低，美国信息化投入占总收入比重为3%，日本为0.60%，而中国仅为0.03%，同时中国建筑企业平均只有1%-3%的净利率，其中无序、杂乱的管理是引发浪费的最关键问题，因此从提高效率和产业竞争力的角度，建筑信息化势在必行。
- **信息化是长期过程**，特级资质的重新认定带来加速发展机会：2007年7月，住房与城乡建设部颁布了施工特级企业资质的认证办法，明确了特级施工企业在2012年3月前必须达到的信息化水平的强制性标准，否则将取消其特级资质，企业也将失去承揽重大项目的资格。并且此办法会陆续向一级施工企业扩展。
- 在资质认定办法中，项目管理是重中之重，照《施工总承包企业特级资质标准信息化专家考评操作手册》，其中有接近50%的分数与项目管理以及工程计价、算量软件相关，其中满分为100分，“综合项目管理”指标项的得分必须高于40分。
- 办法的出台基于住建部对当期低效、混乱的建筑市场的规范化考虑，同时以特级企业资质认定为示范，未来由于特级和一级、二级以及建筑甲方的业务相关性，未来我们认为该行业信息化程度将大大急速，因此我们预计在2012年左右有一个建筑行业信息化建设大潮。

图表10：项目管理和工程计价、算量软件应用相关考核达49分

项目管理 软件相关	综合能力	公司建立了综合项目管理协同平台，实现与各项目间的协同办公。	1
		综合项目管理系统能对各项目实现进度管理、合同管理、物资管理、成本管理、安全管理、质量管理、竣工管理等功能，并且公司各项目的使用率在30%以上。	5
		综合项目管理系统建立与财务系统、人力资源系统、办公自动化系统、档案管理系统的数据集成。	4
	进度管理	项目进度管理功能完备（可以编制横道图、网络图，实现进度显示、目标对比）。	1
		项目进度管理在全公司各项目使用率达到50%以上。	3
	合同管理	项目合同管理功能完备（具备合同信息台账录入和管理、检索、合同变更管理、合同支付管理）。	1
		项目合同管理在全公司各项目使用率达到50%以上。	2
	物资管理	项目物资管理功能完备（具备物资分类管理、统一编码、材料需求请购单据的制定、材料采购计划制定、材料采购订单管理、按照需求提出组织的入库统计报表、物资入库、出库统计、物资收发存报表的自动获取、物资	2
		项目物资管理在全公司各项目使用率达到50%以上。	3
	质量管理	项目质量管理功能完备（建立质量知识库、质量目标计划制定、可以实现工程质量检查情况及处理结果的动态	2
		项目质量管理在全公司各项目使用率达到30%以上。	3
	安全管理	项目安全管理功能完备（具备安全知识库建立、安全目标计划制定、对项目部、安全培训功能、分包单位的安全考核，可以实现安全检查情况及处理结果的动态管	1
		项目安全管理在全公司各项目使用率达到30%以上。	2
	竣工管理	项目竣工管理功能完备（具备查询竣工验收情况记录，竣工资料分类管理、竣工资料的检索等功能）。	1
		项目竣工管理在全公司各项目使用率达到50%以上。	2
	风险管理	项目风险管理功能完备（支持项目进度管理风险预警、项目合同变更风险预警、合同支付提前预警、设备维护、维修到期风险预警、成本执行风险预警、工作延期风险	1
		项目风险管理在全公司各项目使用率达到50%以上。	2
	设备管理	项目设备管理功能完备（具备设备分类管理、统一编码、设备使用计划制定、设备调拨、设备维修、维护记录、设备备品、备件管理、设备危险源管理功能）。	1
		项目设备管理在全公司各项目使用率达到30%以上。	2
计价、计 量相关	工程设计	各专业（建筑、结构、水、暖、电）设计均采用计算机软件，计算机出图率达到80%	10
	总计		49

来源：国金证券研究所

工程计价、算量软件和项目管理在行业信息化中占据重要地位

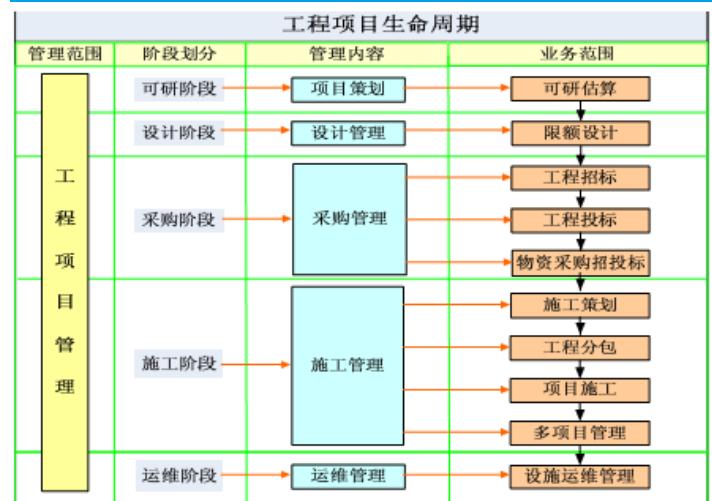
- 公司完整的产品线是实现建筑信息化的关键：IT 基础设施是企业信息化的基础，综合管理信息系统则主要是建立行政、财务等辅助管理系统，核心业务管理信息系统针对企业业务流程进行个性化管理，是企业信息化的关键。
- 由于建筑业的行业特性，相关企业的核心业务围绕工程项目建设开展，因此其信息化关键在于工程项目建设的信息化。工程项目按照项目生命周期可划分为五个阶段，具体如图表 12。
- 在工程项目建设的上述过程中，信息化涉及两类软件产品：工具类软件和管理类软件。工具类软件主要有：项目建设各个阶段工程经济具体工作中需要运用的工程造价软件、工程计量软件。如设计阶段需要运用造价软件进行限额设计、采购阶段的招投标需要运用造价软件进行工程量计算和计价等；管理类软件主要有：在项目建设采购阶段，运用造价应用集成系统进行造价管理；运用招投标平台提高招投标效率，对招投标过程进行知识管理；在项目建设施工阶段，运用工程建设项目管理解决方案对进度、质量和成本等进行管理控制。

图表11：建筑业企业信息化总体框架



来源：公司资料、国金证券研究所

图表12：工程项目生命周期



工程计价、算量软件是近期增长主要驱动力

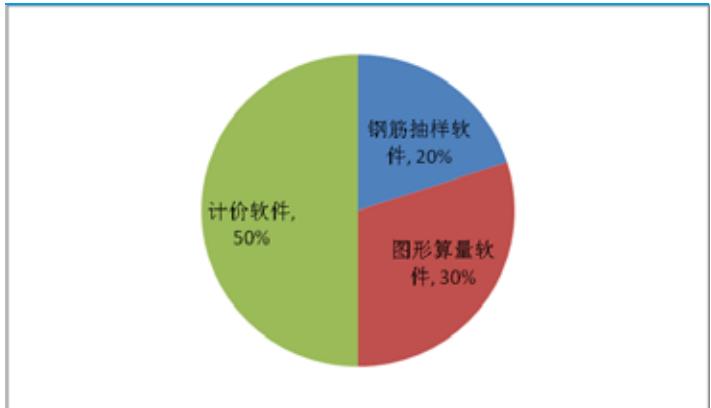
- 行业 09 年同比增长 44.6%：在工程造价、算量信息量急剧增加且不断变化过程中，据 CCID 统计中国工程造价、算量软件市场增长迅速，2009 年市场规模达到 5.38 亿元，同比增长 44.6%。
- 从业人员 60 万，每年 2-4 万人递增：工程造价工作在建筑工程生命周期中的重要性，工程造价专业正逐渐发展成一个相对比较独立的行业，从业人员的规模不断扩大。除了建筑施工企业和建设方外，社会上还有众多的房地产评估、造价咨询公司等中介公司也需要工程造价从业人员。工程造价行业内还有自己的协会（中国建设工程造价管理协会），并且有执业资格认证（造价工程师）。全国现有建设企业约 13 万家（均有土建和安装方面的造价人员），有规模的房地产企业、中介咨询、大中型建设单位约 4 万家，造价从业人员约 60 万人，并且随着建筑产业的发展，行业的从业人员队伍还在继续扩大，据住建部统计，每年 2-4 万人递增。
- 计价渗透率较高，算量软件渗透率仅为 30%，未来空间较大：在整个建筑工程项目周期中，随着建设方工程周期、招投标时间的缩短、以及建筑和工程量的负责程度加剧，原有的手工计价、算量模式往往已经成为工程周期的瓶颈所在，因此能够提供高效、精确的计价、算量手段是关系到建设方工程周期是否能够及时、准确的完成，专业的工程造价软件已经成为大多数造价工程师的标准配置。不断增加的从业人员队伍，为工程造价软件行业提供了丰富的用户基础。建筑企业中 90%以上的工程造价人员已拥有电脑和简单计价软件，仅有大约 30% 的从业人员拥有单一的算量计算软件或钢筋计算软件。
- 计价、计量软件解决了行业现存的急关切问题，行业需求量大而且迫切。
- 中国建筑行业现状：信息化程度很低；行业劳动生产率低：只相当于欧、美、日国家的 4%左右；收益低：建筑企业平均利润率在 1-3%之间。管理粗放、浪费大、能耗高：单位建筑面积钢材消耗比发达国家高出 10% -20%。
- 在有没有使用专业性软件之前，大多数工作通过手工完成难度大而且耗时长，随着招投标以及项目周期的缩短，对准确性和时效性要求越来越高，据统计在使用过计价、计量软件能够提高 3-5 倍的工作效率，更精确和实施的数据库能够减少建筑材料的不适当浪费。

图表13：2007 - 2012 年中国工程造价软件市场规模



来源：国金证券研究所

图表14：09 年中国工程造价市场分产品销售构成比例



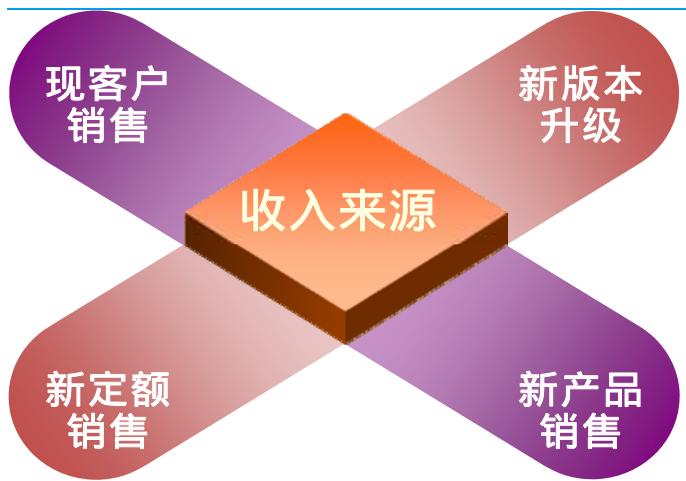
工程计价软件是公司长久以来优势所在，未来定额库更新、软件更新依旧是公司的金牛业务

- 计价软件渗透率较高，已经成为行业龙头：截至到 2009 年广联达计价软件市场占有率达到 53%，而计价软件的整个市场普及率已经达到 90%，随着广联达产品和市场优势的进一步加强，结合软件业的市场递增

回报法则，预计在未来的 5 年内公司的计价软件市场占有率达到 75%，未来三年内计价收入增长率平均为 23%。

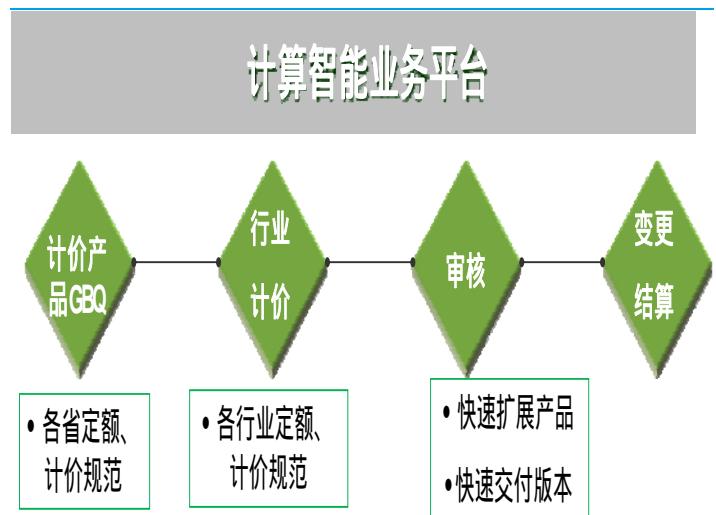
- 定额库更新实现未来 2.4 亿长期稳定收入：工程造价从业者人数 70 万人，5 年内达到 75% 的占有率，则广联达使用者 53 万人，按每 4 年更新一遍定额，平均每年有 13.25 万人升级定额库；按每人升级一个专业定额库 1800 元升级费计算，平均每年定额升级稳定收入 23850 万元；

图表15：计价软件的收入来源

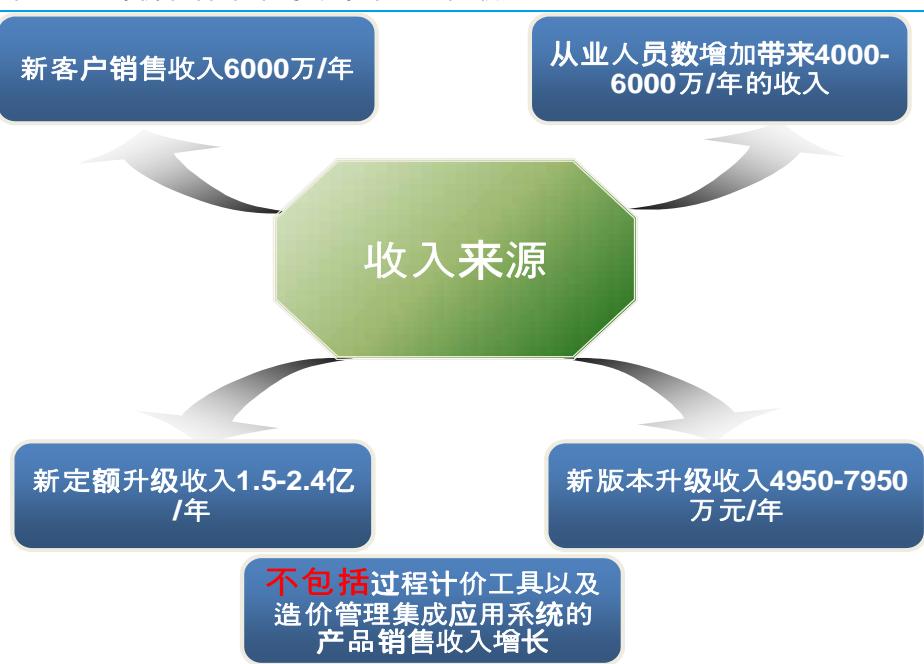


来源：公司资料、国金证券研究所

图表16：计价软件的子产品系列



图表17：计价软件未来每年带来 4.5 亿收入



来源：公司资料、国金证券研究所

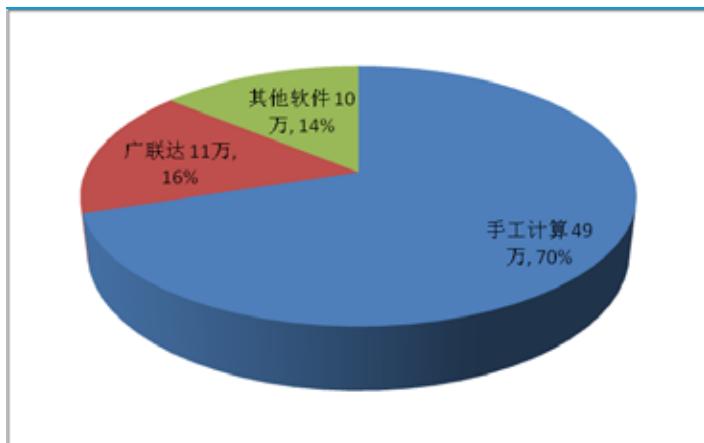
- 工程定额是确定建筑工程造价的依据、编制工程计划、组织和管理施工的重要依据、建筑企业实行经济责任制及编制招标标底和投标报价的依据、建筑企业降低工程成本进行经济分析的依据；一般一个计价产品加 3 个定额库，定额标准 3-5 年更新一次，单个产品单价从 4 千-5 千不等。

- 市场占有率的提升上带来每年 6 千万收入：工程造价行业从业者 70 万人，市场占有率每提升 1 个百分点，将增加 7000 套的收入；按每套产品 2000 元的平均价格计算，市场占有率每提升 1 个百分点，将增加 1400 万元的收入；09 年，广联达工程计价软件市场占有率 53%，计划 5 年内提升到 75%，提升 22 个百分点，那么 5 年内计价产品线将增加 30800 万元的收入；未来 5 年内，计价产品每年将保持 4 个百分点的新客户销售收入，约为 6 千万元；
- 公司产品每 3-4 年左右做一次产品版本的升级换代，预计每年近 6 千万的收入。
- 因此我们预计，公司计价产品未来带来 4.5 亿收入。

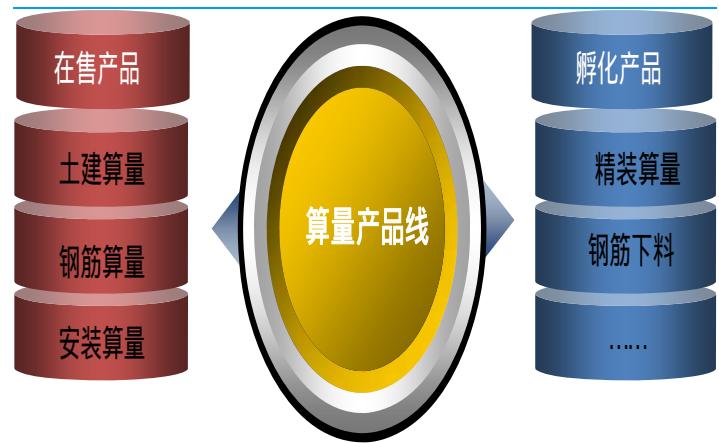
算量软件随着行业渗透率的上升将逐渐成为公司亮点

- 算量软件处于行业渗透率提升阶段：截至到 2009 年算量软件市场普及率才达到 30%，市场处于高速增长期，预计 5 年后，算量软件的市场普及率将达到 85%。保守预测，公司的市场占有率达到 55%，未来三年公司已有产品主要收入来源于新客户购买，大约占 90%，随着普及率提升，版本升级和计算规则销售比例会持续提升，并形成稳定收入。
- 现存行业用户 49 万都在采用收入计算的方式，占比达到 70%，大约 14% 的用户采用竞争对手如鲁班等公司的软件，其余都为公司算量产品的市场份额。
- 产品线丰富：在算量产品线上分为在售产品和孵化产品两项，在售的有土建、钢筋、安装算量，在孵化产品上有精装算量、钢筋下料等。新的孵化产品已经在几个子公司进行试点销售，反馈积极。

图表18：算量方式覆盖率



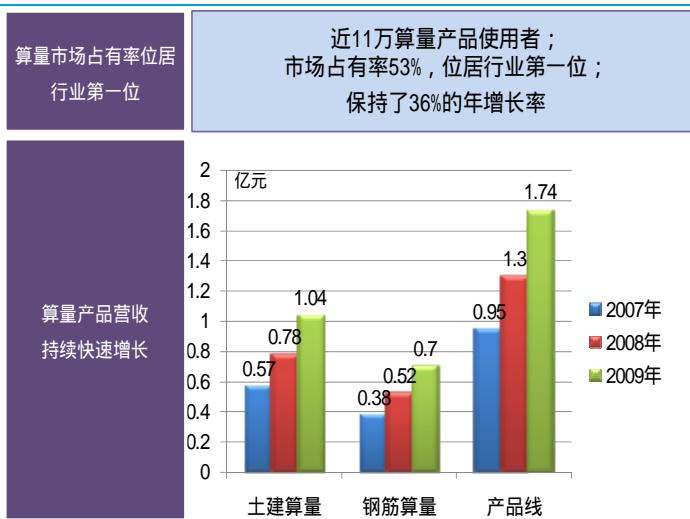
图表19：算量产品线中在售和储备产品



来源：公司资料、国金证券研究所

- 未来公司市场占有率将维持 55% 左右范围，老产品年均收入增速达到 35%，安装算量产品 09 年仅仅在部分区域销售，10 年全国销售，未来将实现较大增速，不考虑精装、钢筋下料产品的推出和销售情况，将实现 40% 以上复合增速。

图表20：算量软件市场占有率行业第一

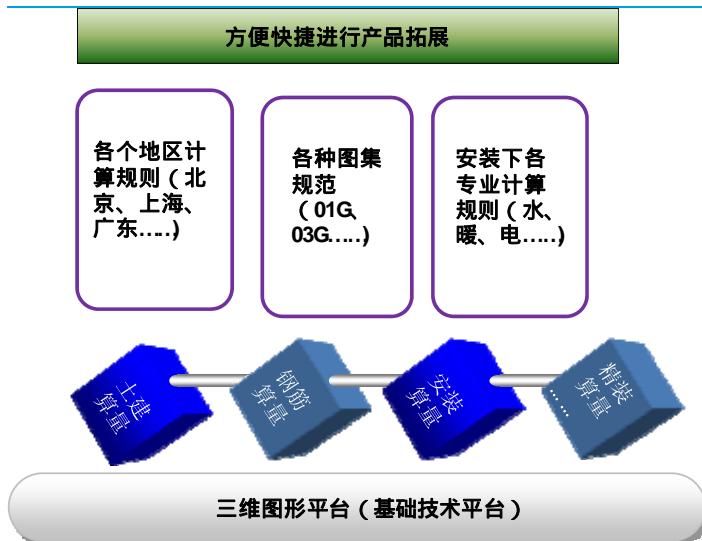


来源：公司资料、国金证券研究所

图表21：算量软件收入主要来自新客户购买

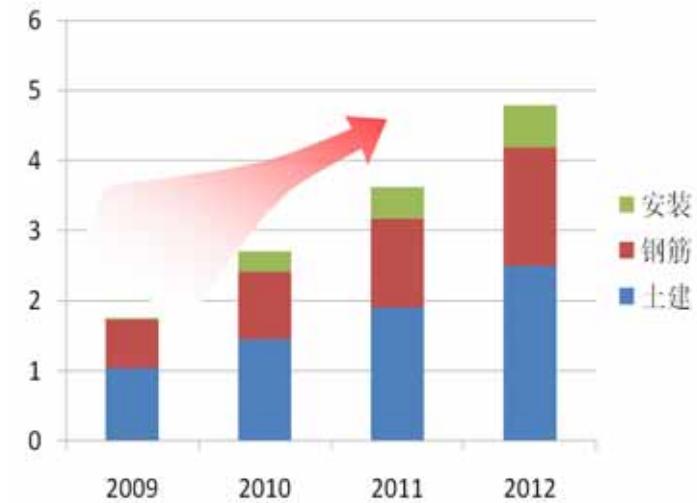


图表22：算量产品平台统一分模块扩展



来源：公司资料、国金证券研究所

图表23：12年算量收入达到5亿，40%以上复合增速



相对竞争对手来讲公司拥有业内最强的营销渠道以及产品线

- 竞争对手起了大早，赶了晚集：
 - 神机妙算，是行业内第一家推出算量软件的公司，也是第一家将后台定额库与前台软件分离的公司，在早期占据了绝大多数的市场份额，但由于采用的是代理模式，之后形成了各地诸侯割据，盗版横行，之后市场份额的不断丢失，公司位居行业第二。
 - 兴安得利公司，由原有的上海兴安以及得利公司合并而成，近期已经发展成为上海地区最大的造价软件提供商，其主要提供的为计价软件，算量软件为战略性产品，同时销售范围仅限于上海地区，由于人员少以及计价软件的高渗透率，较难向外扩张。
 - 鲁班公司，主打为算量产品，在市场有相应的知名度，但在其发源地的算量产品的销售，尚不及广联达。
- 建立自有网络、一两款优势软件带动的完整产品线，稳打稳扎成为龙头
 - 公司从新疆起家，通过发展西安、北京、东北、内蒙等市场，实现逐步壮大。

- 主要手段通过产品的普及，建立完整的售前、销售、售后、培训体系，在全国 32 个省建立相应子公司，同时对各大区域的销售负责人采取轮岗制度，力图让公司的营销策略强而有力
- 同时在算量软件上新品推出速度非常快，通过优势产品钢筋算量带动其他类型算量软件的销售。

计价领域未来将有五十亿市场空间、利润增速将远超收入增速

- 市场占有率第一：工程造价工具类软件市场占有率第一，达到 53%，遥遥领先于同行，排名第二的市场占有率是 14%。产品直接使用者 33 万人，造价从业人数 60 万人，公司的软件正在逐渐成为行业的标准。
- 十二五期间，全国造价员增至 70 万人，平均以 2 万人/年的速度增长；保守按 70 万人计算，空间如下图表 24、25 所示：细分总空间达到五十亿。
- 公司未来在营销渠道铺建完整的情况下，算量新产品的推广不会增加销售费用，由于桌面软件的零边际成本，未来在造价软件上利润增速将远超收入增速。

图表24：定量软件市场空间

专业	土建	钢筋	安装	版本升级	规则
总人数	50	50	21		
套数空间（万）	32	32	19.5	11	11
空间（亿）	21.76	20.8	13.26	2.64	2.2

图表25：定额库市场空间(未计入升级费用)

单位(万元)	07年	08年	09年	10年	11年	12年
新定额升级收入	3901	3714	4380	6521	9090	12058
所占比例	55.67%	41.06%	37.75%	45%	51%	55%
计价产品线总收入	7707	9045	11604	14597	17738	21850

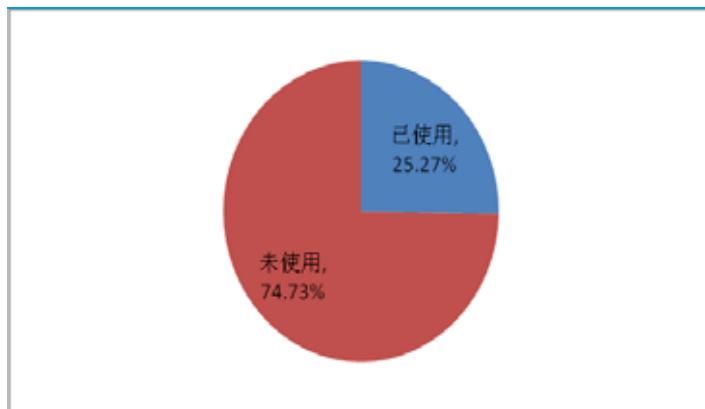
来源：国金证券研究所

承载巨大市场空间的项目管理软件将为公司未来跨越式发展提供平台和空间

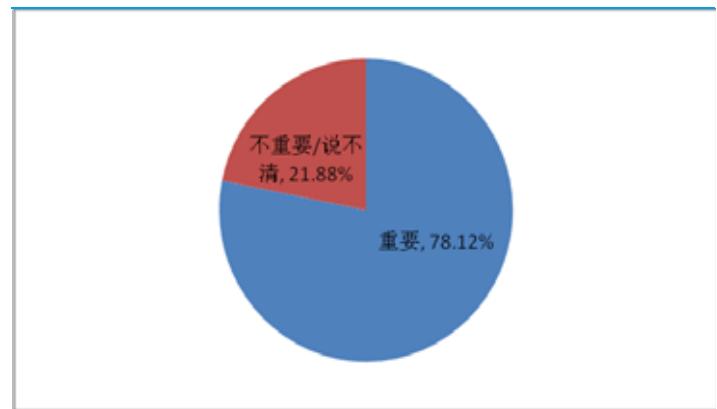
项目管理软件是行业必须，解决了当前市场管理混乱问题

- 信息化手段是解决市场问题重要方式：中国建筑业的微利除了产业竞争的外部因素外，其内在的原因主要还是中国建筑施工企业的粗放式的经营方式造成的，企业法人与项目经理信息不对称，项目经理与供应商、分包商信息不对称，直接导致企业管理费用和项目管理成本失控，在诸多重要工程中通过层层外包，导致最终项目周期、质量的无法控制。因此，许多企业提出要借助信息化的手段实现法人管项目，提高法人对项目的控制能力。
- 建筑行业信息化是指运用信息技术，特别是计算机技术、网络技术、通信技术、控制技术、系统集成技术和信息安全技术等，改造和提升建筑业技术手段和生产组织方式，提高建筑业经营管理水平和核心竞争能力，提高建筑业主管部门的管理、决策和服务水平。建筑业的信息化主要包括政务管理信息化、行业信息化和企业信息化。
- 国外的有关数据显示，建筑施工企业项目管理的信息化，不仅可以提高建筑施工企业的经济效益，而且可以有效节约建设方的投资，美国的数据显示，建设方和施工方的项目管理信息化可以节约项目投资大约 1%-4%。根据建筑在线网的调查结果，由于丢失文件和缺乏沟通使得建筑项目实施成本增加 20%-30%，而由于项目管理软件的使用，英国建筑市场每年可以节约大量资金，同时缩短施工工期 15%。我国目前建筑行业每年总产值约为 4 万多亿人民币，因此，建筑企业的项目管理信息化能够为国家和企业节约大量的财力、物力。
- 2008 年，“中国施工企业管理协会”调研了国内 1416 家国内建筑施工企业的信息化程度。在被调研的企业中，实施企业级项目管理系统的企业只有 98 家，建有率仅为 6.92%，其中，自认为运用得较好的企业仅有 34 家，占已建企业的 34.7%。同欧美发达国家建筑企业的管理软件普及程度和利用率相比，我国的建筑项目管理软件市场依然具有广阔的发展空间。
- 在已经开展企业管理信息化的建筑企业中整体应用水平不高，还停留在一般事务处理和简单信息处理阶段。真正具备集成应用功能、与企业核心业务紧密结合并为企业经营创造效益的信息化解决方案很少。
- 同时对所有企业信息化建设重点进行统计，项目管理的重要性排在其他信息化手段之首，其中特技企业占比 88.43%，一级企业 53.5%，二级及以下企业占比为 52.38%，因此企业具有足够的需求和驱动来建设和重视项目管理。

图表26：项目管理软件的使用情况调研表



图表27：项目管理软件的重要性调研表



来源：全国施工企业信息化建设现状与发展趋势调查报告、国金证券研究所

图表28：三年内建筑企业信息化建设重点

三年内企业信息化建设重点	合计	百分率	资质等级					
			特级	比率	一级	比率	二级及以下	比率
1、项目管理	389	59.94%	107	88.43%	260	53.50%	22	52.38%
2、企业成本管理	296	45.61%	79	65.29%	203	41.77%	14	33.33%
3、合同管理	264	40.68%	72	59.50%	177	36.42%	15	35.71%
4、人力资源管理	260	40.06%	74	61.16%	176	36.21%	10	23.81%
5、企业数据库	259	39.91%	77	63.64%	169	34.77%	13	30.95%
6、制订信息化规划	236	36.36%	61	50.41%	165	33.95%	10	23.81%
7、财务管理	224	34.51%	57	47.11%	148	30.45%	19	45.24%
8、OA	206	31.74%	45	37.19%	152	31.28%	9	21.43%
9、网络建设	186	28.66%	41	33.88%	138	28.40%	7	16.67%
10、投标报价(概预算)	172	26.50%	43	35.54%	116	23.87%	13	30.95%
11、领导查询/决策支持	167	25.73%	57	47.11%	105	21.60%	5	11.90%
12、全面预算管理	163	25.12%	43	35.54%	115	23.66%	5	11.90%
13、资料管理	163	25.12%	43	35.54%	110	22.63%	10	23.81%
14、数据整合/数据中心	148	22.80%	54	44.63%	93	19.14%	1	2.38%
15、信息化标准规范	144	22.19%	54	44.63%	84	17.28%	6	14.29%
16、咨询	133	20.49%	27	22.31%	97	19.96%	9	21.43%
17、生产监管	125	19.26%	31	25.62%	88	18.11%	6	14.29%
18、采购管理	123	18.95%	34	28.10%	81	16.67%	8	19.05%
19、门户	101	15.56%	36	29.75%	63	12.96%	2	4.76%
20、现金监管	89	13.71%	25	20.66%	59	12.14%	5	11.90%
21、ERP	89	13.71%	26	21.49%	63	12.96%	0	0.00%

来源：全国施工企业信息化建设现状与发展趋势调查报告、国金证券研究所

特技资质企业重新认定带来信息化相关项目井喷性机会

- 我国建设部于 2007 年颁布了《实施总承包企业特级资质标准》，文件要求施工总承包企业申请特级资质必须使用综合项目管理信息系统，预计成熟后将逐步向一级、二级企业推广，因此，我们认为建设工程项目管理解决方案的市场前景明确且较乐观。
 - 特级资质标准面向的客户为建筑施工企业（施工方）和房地产中介（建设方）的特技企业，收入来源于工程项目管理系列软件的销售和实施以及运行维护。该项目由项目管理基础业务平台、5D 施工项目管理系统-施工方、5D 施工项目管理系统-建设方、企业级施工项目管理系统-施工方和工程项目协同管理系统-建设方五部分构成。
 - 其中我国有 260 家特级资质企业，6000 家一级资质企业，更多的二级和甲方企业。
- 如图 22 所示：建设工程项目管理解决方案的潜在市场需求将近 1000 亿元，是公司未来发展的广阔的蓝海。公司用了 10 年的时间做项目管理业务的孵化工作，公司现有的项目成本管理系统已经服务了 93 家企业的近 300 个项目，并树立了一批样板客户。用户的认同和公司在工程造价行业的品牌优势，将为该项目的开发和推广起到积极的作用。

公司通过打造精品项目沉淀咨询、销售方法论

- 公司在项目管理软件领域领域有着近十年的沉淀，新标准下发之后，公司通过两个项目来构建精品工程。
 - 项目管理软件公司级单价百万级，项目部单价十万量级：公司 10 年项目管理软件预期收入达 1000 万。其中有两个百万计：住总 200 多万、22 冶 400 多万的项目，每家施工企业来讲，特技资质以下有 100 多个项目部，1 级企业 20 到 50 个项目部，项目部为 10 万/部，对于特级企业自上而下全上将达到千万级别的收入。
 - 项目管理软件是 11 年之后全面铺开的战略方向：公司是建筑桌面软件的龙头，但桌面软件的销售和企业级软件的销售方式完全不一样，公司通过打造住总和 22 冶两个示范性项目来完善销售、咨询方法论，通过实际的运用来不断完善公司的软件，在该项目上实施、开发人员接近 90 人。
 - 建立顾问学校，全力打造销售与实施顾问人才：对于企业管理级软件讲，最大的的瓶颈在于咨询和实施团队，公司通过与高校联建。

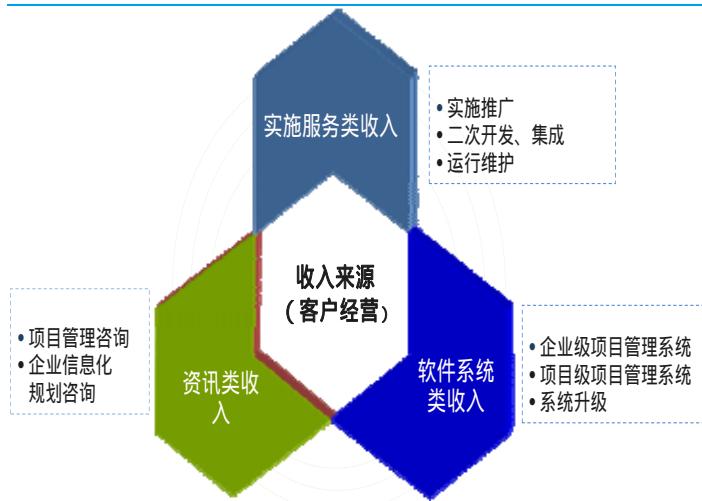
- 据不完全统计，项目收入在千万量级以上的项目部，公司总收入在亿元级别的客户使用项目管理软件，当年节省的费用，就能支付软件产品的费用。

公司通过深挖老客户，打造精品工程来迎接国内外项目管理软件公司竞争

- 公司在项目管理领域面临财务软件转型的软件公司以及国外项目管理软件巨头的竞争，以及其他利用行业机会介入的系统集成公司。
- 新中大，国内著名的财务软件公司，较早的进入了项目管理软件领域，但由于建筑项目管理软件对行业经验、行业特性的要求，其软件尚存在与行业应用之间的差距，现有数家客户应用其产品。
- 国外 P3 软件，国际著名项目管理公司，其产品在国外获得较为广泛的应用，但在国内由于采用国内代理商的模式，其项目管理软件缺乏大量的实施和咨询人员，因此有一定份额，但增速较缓，同时原有软件与住建部信息化要求尚有部分差距。
- 其他系统集成公司，通过现有客户关系按照住建部信息化的要求进行定制化开发，但可复制性差。
- 公司通过自下而上深挖老客户，完善产品来承接巨大机会。
- 公司原有的项目部级的项目管理软件产品研制开发已经多年，在市场的接受度较高，同时项目管理软件所应用的预算、造价数据大多数来自于公司的桌面软件，因此具有自下而上的协同效应。
- 公司为了大力发展公司层级项目管理软件，聘请到金蝶软件的架构师团队打造精品示范工程，实现公司产品的套装化、以及积淀最佳实践，未来通过公司的网络进行全面铺开。

项目管理软件未来将成为行业标准和规范，迎来更大市场空间

图表29：项目管理软件的收入来源



来源：公司资料、国金证券研究所

图表30：未来五年千亿量级的市场空间

		数量(家)	单价(万/家)	空间(亿)
咨询服务	特级、一级	6500	50	32.5
	其他施工企业	6万	10	60
	建设方	5万	50-100	250
				342.5
软件系统+首次实施	特级、一级	6500	50	32.5
	其他施工企业	6万	20	120
	项目部	40万	5~10	200
	建设方	5万	50-300	500
				852.5
实施运维升级	特级、一级	6500	30	18.5
	其他施工企业	6万	3	18
	建设方	5万	20	100
				136.5/年

- 项目管理软件承接了住建部有效管理、规范市场的管理思路，随着 260 家建筑特技企业在 2012 年左右的全面上马，未来向一级企业，其他建设方的力度将大大加快。
- 量：施工企业：特级 264 家，一级 6300 家，二级以下近 6 万家，常建甲方：5 万余家，全国每年新开项目 20 余万个，在建 60 万。
- 价：目前信息化首次集中投入，特级企业 200~1000 万，一级企业 70~220 万，建设方投入 100~300 万，项目部投入 10 万；每年持续投入：特级 100 万以上，一级 20 万以上，

- 趋势：发达国家建筑业企业每年信息化的投入为企业收入的 0.3-0.6%；我国投入最多的前五名建筑业企业平均仅为收入的 0.027%
- 项目管理软件一共分为三块收入：给企业提供项目管理咨询、企业信息化规划的资讯类收入；给企业提供企业级、项目级软件以及系统集成收入、实施推广、二次开发运行维护等实施服务类收入。
- 公司在项目管理软件的推广前期将面临定制化开发较多、可复制性慢、客户不同的接受程度问题，未来随着产品的不断完善，2012 年后将是实现公司增长的主要动力。

图表31：2012 项目管理软件收入预计复合增速 70% (万)

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011年	2012年	10-12年合 计
项目管理 产品收入	317	514	765	1301	2342	4950	8593
		62%	49%	70%	80%	111%	
项目管理 服务收入	730	450	710	1150	1950	3200	6300
			58%	62%	70%	64%	
项目管理 总收入	1047	964	1475	2451	4292	8150	14893
				66%	75%	90%	

来源：国金证券研究所

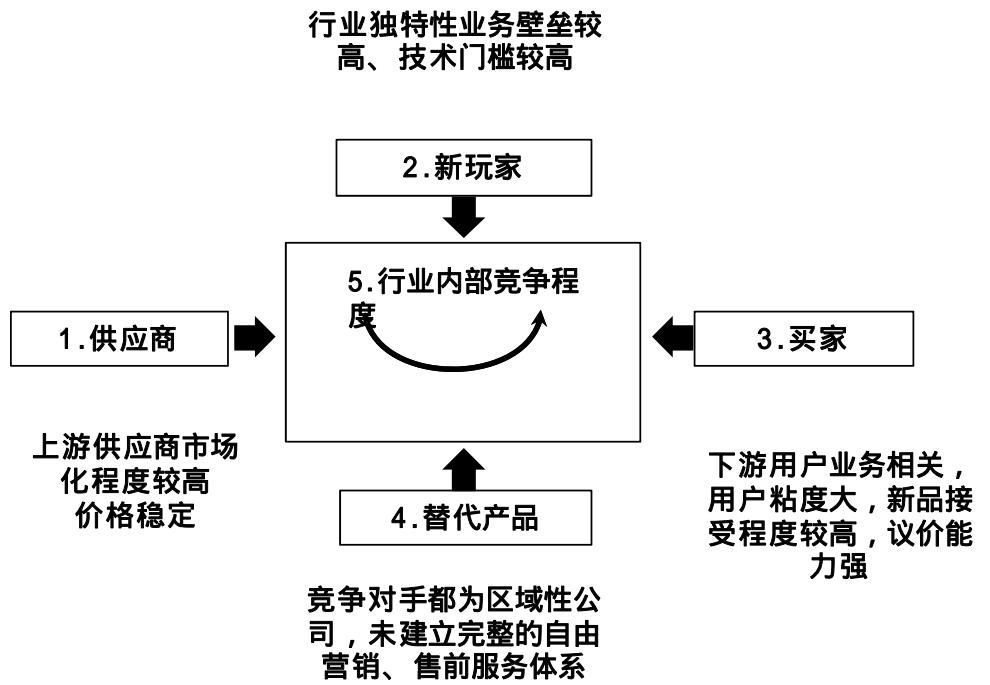
为什么公司能够承接这样的大机会-核心竞争能力

- 如何分析判断公司能否抓住工程建筑行业这几年的发展机遇，趁机做强呢？我们认为可以从以下几个角度论证其把握机会能力的优劣。
 - 产业竞争格局如何，公司处于什么位置？
 - 公司竞争手段是什么，能有效利用该手段抢占对手/守住自己市场么？有哪些竞争对手，优劣在哪里？
 - 技术、研发、销售等资源是否支持竞争手段的执行？
 - 公司未来的发展战略是什么？与行业机会关系是？
 - 公司执行竞争策略有力么，管理团队素质如何？

产业竞争格局如何，公司处于什么位置？

- 从产业链的角度，公司上游是基础软件、硬件提供商厂家，下游是建筑公司。
 - 上游主要为国外厂家提供的开发工具、基础软件都是市场化程度较高的产品，未来价格变动较小。对于下游建筑公司，因为公司市场占有率较高，同时销售模式、渠道较广，用户业务一次使用后由于软件产品的用户粘度，未来很难更换竞争对手产品。类似万得的销售模式，具有很强的用户粘性和客户开发度。
- 公司是全国性公司，其他竞争对手皆为单一产品线区域性对手。
 - 公司尚无全国的范围内、全产品线的竞争对手。在计价软件，有上海的神机妙算、兴安得利以及住益；在算量软件领域有鲁班软件等；在项目管理领域面临北京新中安的竞争，但都为区域性的公司。
 - 公司在部分区域与竞争对手采取竞合的方式进行销售，如在上海地区推出广联达兴安钢筋软件，借兴安得利在上海的销售渠道推销广联达产品，兴安借广联达的热产品（钢筋软件）带动兴安软件的销售，实现双赢。

图表32：公司波特五力模型分析



来源：国金证券研究所

公司竞争手段是什么，能有效利用该手段抢占对手/守住自己市场么？有哪些竞争对手，优劣在哪里？

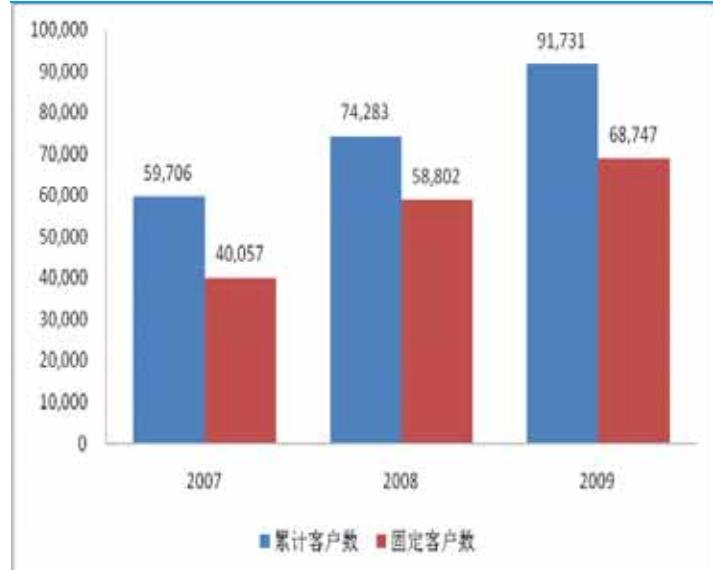
- 公司最主要的竞争手段是销售导向、深挖客户、标准前行。
 - 公司通过强大的销售团队，售前、销售、服务团队一体化能快速反应客户问题。公司总计 1500 人，其中 1100 人都为销售人员，在全国 32 个省都有布点，相对竞争对手的代理模式，自建的网络有利于销售任务的有力传达和执行。
 - 公司一线销售人员大部分时间都汇集在客户现场，有利于培养客户对公司的认同，同时及时发现客户的新需求、新想法、新问题，反馈至公司研发部分，能及时开发出适用客户需要的新产品。
 - 公司试点成功全面推广的产品推进策略：依托现有的销售优势，不断推出细分市场用户关注和感兴趣的新品，如钢筋算量、土建算量、精装算量等；部分产品在试点省份实现突破之后，迅速覆盖全国。
 - 公司的产品扎根建筑企业的业务部门，正通过项目管理向管理部分以及后台部分推进。深挖客户，将广联达软件的应用方式成为行业标准。
- 公司在营销网络、客户关系、市场占有率、产品线的完整程度上有较强的竞争优势，但是在产品上没有非常明显的优势。
 - 在项目管理软件领域：主要有新中大、国外的 P3 软件。国内的竞争对手主要是做财务软件起家，但是在建筑行业的特性上以及和计价、计量软件的协同上具有明显的弱势。国外的竞争对手有着国外广泛的应用案例，但存在本土化应用、价格高昂等问题，应用范围较小，同时不适合于新的资质认定标准。
 - 在计价、计量软件领域主要对手为上海神机造价软件有限公司、上海鲁班软件有限公司、上海兴安得利公司其主要产品为工程造价软件，在这两个市场市场集中度较高前五名工程造价软件供应商占据了本行业约 73% 份额，其余的中小型软件供应商占有约 27% 份额。在该领域公司占有 53% 以上的市场份额，同时份额在不断上市，其他的竞争对手在上海之外主要采取代理的模式，除部分区域性市场外难以与广联达竞争。
- 公司尤其在项目管理软件上的跨领域的延伸上取得明显效果。
 - 工程造价管理整体解决方案、建设工程项目管理整体解决方案、招投标管理整体解决方案、教育培训与咨询四大业务的 30 余个产品。目前公司的产品已经被广泛应用于建筑设计、施工、审计、咨询、监理、房地产开发等行业及财政审计、石油化工、邮电、电力、银行审计等系统。

技术、研发、销售等资源是否支持竞争手段的执行？

图表33：全国销售网点



图表34：近三年公司存量客户数



来源：公司资料、国金证券研究所

- 对于不同竞争对手，公司采取了不同的应对策略，简单说就是侧重研发和销售这两端，资源向这两个方向倾斜，塑造技术和销售壁垒，形成研发和销售两头大的哑铃式资源配置。
 - 销售能力：训练有素、执行力强，强大的组织营销优势。
 - 服务能力：保证软件产品真正应用——专业软件的特性，是客户经营的重要基础！
 - 新的产品推出能快速铺开，做一个地方扎实一个地方
 - 软件从年轻人抓起学校送软件、教育培训的方式，未来实现巩固化。
 - 防止盗版：不断更新、硬件解码等技术手段，难以破解，同时难以长期使用。
 - 技术和资质：公司拥有建筑业内最全的资质以及最完整的产品线和技术平台。

图表35：公司健全的资质

国家规划布局内重点软件企业
(2005、2006、2007、2008、
2009)

中国十大创新软件产品 (2008)
中国十大创新软件企业 (2009)

中国行业信息化杰出供应商
(2009)

企业信用评价AAA级信用企业
(2009)

图表36：完整的产品线和技术平台

应用开发平台

广联达插件引擎 (GPI)

广联达开发框架 (GDF)

广联达表达式引擎 (GEP)

广联达智能业务平台 (GSP) 平台

广联达工作流引擎 (GWF)

广联达报表引擎 (GRP)

三维图形平台 (涵盖三维建模技术及相
关算法)

自动化测试平台 (基于RUBY和云计算)

.....

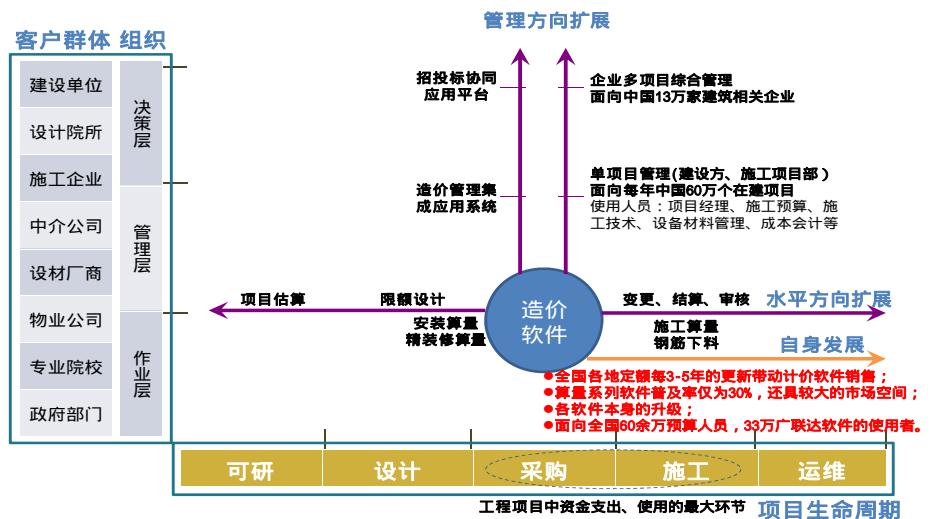
来源：公司资料、国金证券研究所

公司未来的发展战略是什么？与行业机会关系是？

- **发展战略**：聚焦建筑行业，提供全套解决方案。
- **产品路线图**：公司最早起源于造价软件，通过造价软件逐步建立起来完整的销售团队，未来产品方向沿着可研、设计、采购、施工、运维整个项目生命周期延伸；另外一条路径朝着管理的方向从客户的作业层向管理层、应用层扩展，充分发掘客户机会和价值。
 - 在生命周期方向上：推出一系列项目估算、配额设计、安装、精装、施工、基建等产品。
 - 在管理方向上：推出造价管理集成应用系统和招投标协同应用平台，实现企业单项目和多项目的管理。
- **行业机会的把握上**：项目管理软件行业面临近期井喷性的机会，公司依然通过完善产品功能，计划近期将技术人员人数从 200 人增加到 400 人，同时从金蝶招募到总架构师我，通过项目管理等产品的发展力争在 2018 年之前实现收入 94 亿，其中工具造价软件 10 亿左右，每年以 150% 200% 增长。
- 整个募投项目和方向都紧紧围绕公司的战略方向和产品路线图。
 - **工程造价管理业务**：首先是进一步提升渠道能力，特别是渠道能力偏弱的地区，进一步挖潜老产品的增值空间；其次是不断丰富工程造价管理业务产品线
 - **工程造价信息服务业**：充分利用工程造价管理业务的客户资源和渠道网络，持续完善工程造价信息服务平台，并在 5 年内成为全国最大的工程造价信息服务中心：
 - **建设工程项目管理业务**：全国最大的工程项目管理解决方案提供商，公司将通过发行上市所募集的资金进行工程项目管理业务的基础业务平台的升级开发，进行基于该基础业务平台的施工项目管理系统和施工企业多项项目管理系统的升级开发；进行全过程工程项目管理集成应用系统的开发；重点将 5D 技术植根于上述系统；建立并完善实施服务和运维服务体系、队伍；开展全国范围的市场促进活动。

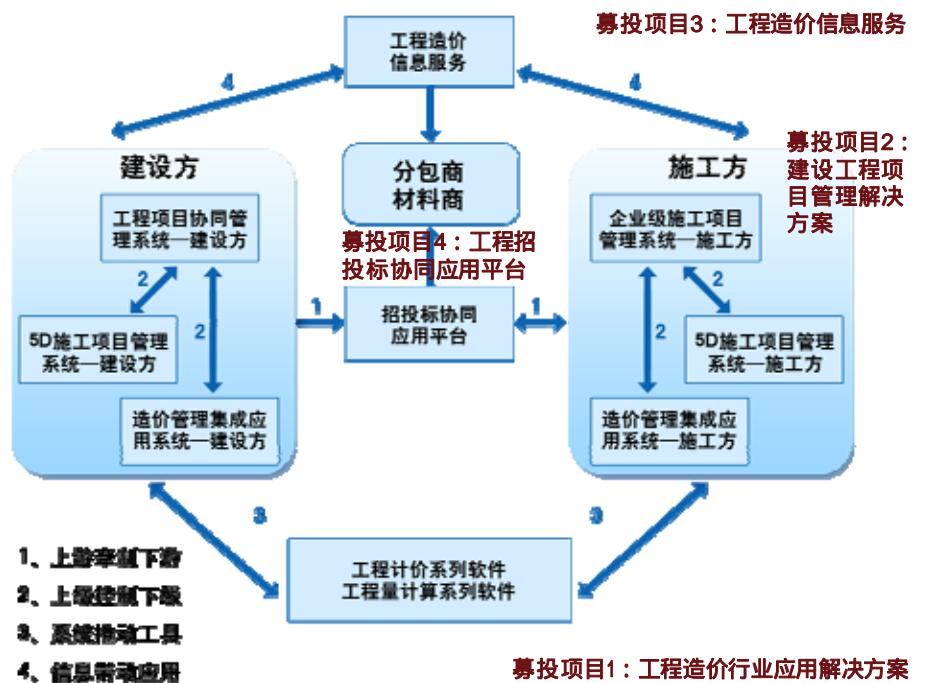
- 工程招投标协同应用服务业务：成为全国最大的工程招投标网络服务中心。

图表37：公司产品围绕项目生命周期和管理两个方向发展



来源：公司资料、国金证券研究所

图表38：募投项目之间围绕公司战略良好协同



来源：公司资料、国金证券研究所

管理团队素质如何？

- 公司有着合理的股权结构，其中管理层以及核心技术团队都持有股份，同时管理层都二十余年扎根在建筑信息化行业，自创业以来团队相对比较稳定；
- 董事长刁志中为建筑行业权威、学术出身，现把握公司整体发展方向。
- 总经理贾晓平销售出身，现在负责整个公司经营以及销售业务。

- 董事涂建华技术出身，现在主管公司整体技术方向和平台。
- 公司自创业以来，战略方向、销售状况、以及技术水平都位居业务龙头，可见管理团队整体协作分工明确，合作效率较高，有利于公司未来长期发展。

ECIRM 模型总结

- 对于公司的竞争能力我们采用 ECIRM 模型进行总结，其中：
- E ----Entrepreneur (企业家)：“经理封顶”原理
- C ----Capital (资本)：规模、成本、速率（对外吞吐和内部周转）
- I ----Industry (产业)：规模、利基、竞争结构、盈利模式、变迁规律和演进趋势
- R ----Resource (资源)：价值性、稀缺性、不可模仿性、分布、保有量、配置结构、获取增量的速度和成本
- M ----Management (管理)：治理、组织、流程、控制、责权利安排、文化、信息化、环境适应性和组织柔性

图表39：公司竞争力模型

ECIRM模型	要点	公司情况	打分满分5分
企业家Entrepreneur	“经理封顶”原理	公司董事长和负责技术的董事分别是建筑行业和技术权威，总经理坐销售起家，负责公司销售业务，管理团队拥有股权非常稳定，才总在行业具有“管理层溢价”	4.5
资本Capital	规模、成本、速率	公司上市募资约14亿，获取资本成本相对较低，同时成为上市公司后，扩宽了公司多种融资渠道	4
产业Industry	规模、利基、竞争结构、盈利模式、变迁规律和演进趋势	建筑信息化行业处于发展初期，随着进一步的发展以及政策的刺激，近期将出现项目管理领域千亿级的市场以及50亿的计价、计量软件市场	5
资源Resource	价值性、稀缺性、不可模仿性、分布、保有量、配置结构、获取增量的速度和成本	公司拥有业务最强的销售渠道、产品线以及客户网络	4.5
管理Management	治理、组织、流程、控制、责权利安排、文化、信息化、环境适应性和组织柔性	上市后公司具有良好的治理和组织结构、股权结构合理	3.5

来源：国金证券研究所

财务分析和估值

财务分析

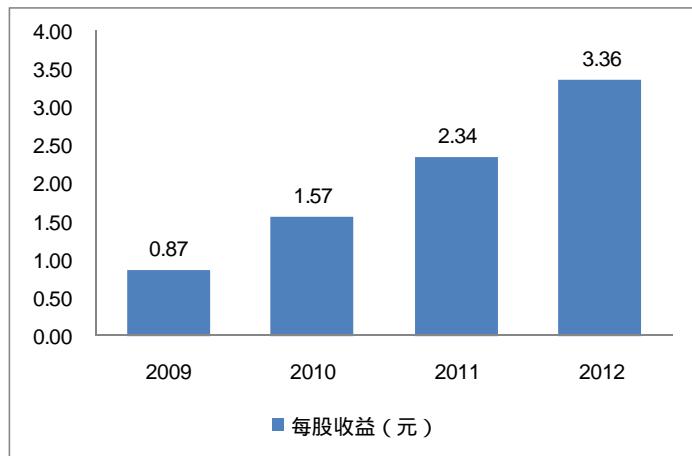
图表40：最近三年公司收入年均复合增长 47%



来源：公司资料、国金证券研究所

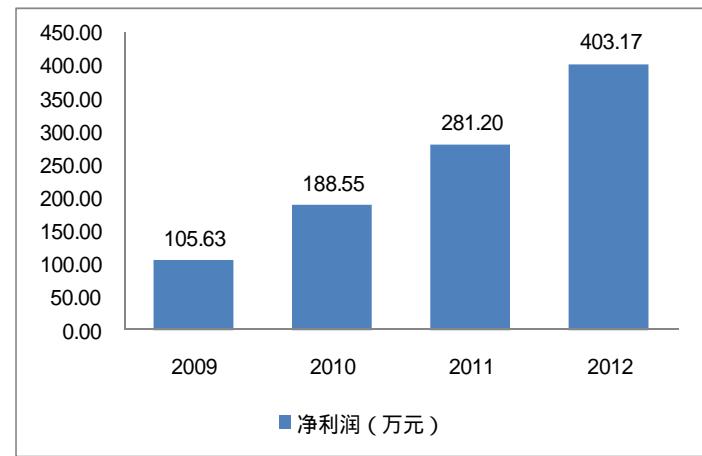
- 自 09-12 年年以来公司收入每年分别以 58.7%、47.5%、34.4% 的速度每年逐步提升，最近几年增速主要体现在公司计量软件的销售上，公司通过不断推出新产品，12 年后长期维持增速主要看项目管理软件的进展情况。

图表41：09-12 年 EPS 年均增长 57%



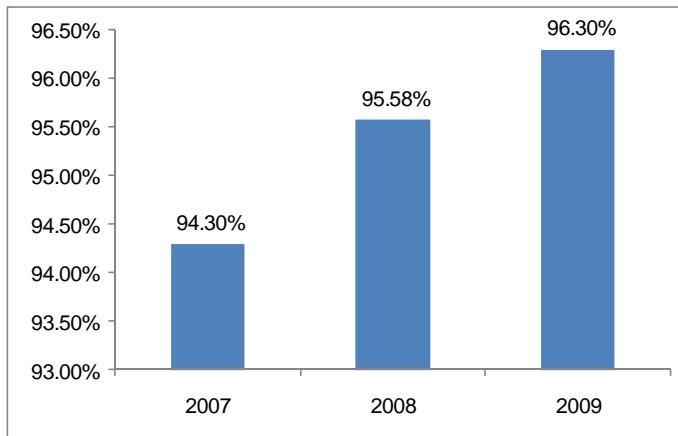
来源：公司资料、国金证券研究所

图表42：09-12 年 EPS 年均增长 56%



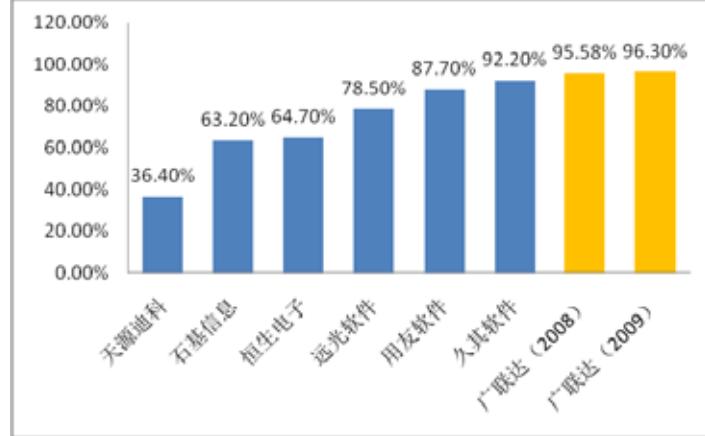
- 最近几年，EPS 和净利润与收入同步增加，两项都以接近 57% 的速度增加，都高于收入增速，主要原因在于随着销售网络的逐步完善以及人员的到位，未来三项费用增速将变缓。

图表43：毛利率每年递增



来源：公司资料、国金证券研究所

图表44：广联达毛利率行业最高



- 公司作为行业龙头，随着渗透率的提高，对下游的议价能力在逐步增强，同时部分计价产品随着软件更新以及定额库更新费用占比上市，销售费用逐步下降；同时相对久其软件、用友软件、远光软件、恒生电子、石基信息、天源迪科等，公司产品套装化、行业接受度更高，相比有更高的毛利率；同时随着竞争优势的不断巩固，公司将长期保持较高的毛利率。

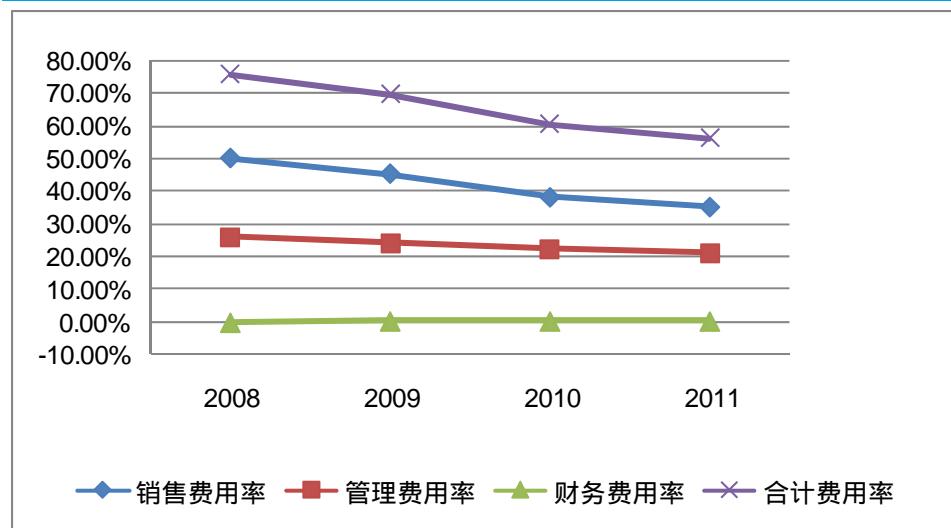
图表45：净资产收益率位居行业前列



来源：国金证券研究所

- 公司随着营销渠道的不断完善，整体利润率得到较大提升，公司相对久其软件、用友软件、远光软件、恒生电子、石基信息、天源迪科等自建的营销体系以及接近 20%的净利率，拥有更高的净资产收益率，随着新产品的不断推出，公司能够长期保持较高净资产收益率。

图表46：随着公司销售规模进一步扩大，公司的费用率将持续下降



来源：公司资料、国金证券研究所

- 公司的产品属于高毛利率的产品，因此，影响公司净利润率的因素主要来自于期间费用的变化，其中由于前期销售网络、销售队伍的建设初期，销售费用、管理费用较高，未来随着公司销售规模的进一步扩大，公司的费用率将持续下降。

盈利预测

■ 收入预测

- 计价软件 10 年-12 年 3 年收入增长率为 45%、40%、35%。主要基于：1) 市场占有率的不断提升；2) 未来定额库销售以及升级费用的不断增加；
- 算量软件未来 3 年收入增长率为 70%、50%、38%。主要基于：1) 公司主打产品钢筋、土建、安装算量销售情况良好；2) 公司培育产品精装等产品试点区域销售反馈不错；3) 还有更多的新品不断推出。
- 项目管理软件未来 3 年收入增长率为 52%、100%、92%，主要基于：1) 近年项目管理产品为培育期以住总和 22 治项目为示范；2) 未来随着住建政策的执行以及产品的完善，未来将赢来长期高速增长。

■ 毛利率预测

- 计价和算量软件毛利率将逐步下滑。公司这两块业务的毛利率为 97%，远高于业内其他软件公司的毛利率。在未来随着市场占有率的不断提高，同时由于相关领域最后地域性和非市场因素的加大，，必将面临激烈竞争而导致毛利率部分下滑。
- 项目管理软件毛利率将逐步上升。未来公司项目管理软件领域随着产品的成熟度提高、咨询和销售方法论的成型，产品定制性开发的程度降低，从而提升产品毛利率。
- 服务整体毛利率将保持稳定。服务主要与项目管理软件、计价算量软件的售后相关，将长期保持稳定。
- 我们预测公司在 2010-2012 年将实现净利润 1.57 亿、2.34 亿和 3.36 亿元，分别增长 80.08%、49.14% 和 43.37%。

图表47：销售预测

产品销售收入（单位：人民币百万元）

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
计价软件					
销售收入（百万元）	90.45	116.04	168.26	235.56	318.01
增长率 (YOY)	N/A	28.29%	45.00%	40.00%	35.00%
毛利率	96.52%	97.24%	97.34%	96.00%	96.00%
销售成本（百万元）	3.15	3.20	4.48	9.42	12.72
增长率 (YOY)	N/A	1.75%	39.75%	110.53%	35.00%
毛利（百万元）	87.30	112.84	163.78	226.14	305.29
增长率 (YOY)	N/A	29.25%	45.15%	38.07%	35.00%
占总销售额比重	39.19%	37.60%	34.35%	32.61%	32.74%
占主营业务利润比重	40.27%	39.20%	35.42%	33.66%	34.06%
算量软件					
销售收入（百万元）	129.67	174.05	295.89	443.83	576.98
增长率 (YOY)	N/A	34.23%	70.00%	50.00%	30.00%
毛利率	96.52%	97.24%	97.34%	96.00%	96.00%
销售成本（百万元）	4.51	4.80	7.87	17.75	23.08
增长率 (YOY)	N/A	6.45%	63.84%	125.56%	30.00%
毛利（百万元）	125.16	169.25	288.01	426.07	553.90
增长率 (YOY)	39.77%	35.23%	70.17%	47.94%	30.00%
占总销售额比重	56.18%	56.40%	60.40%	61.44%	59.40%
占主营业务利润比重	57.74%	58.80%	62.29%	63.42%	61.80%
项目管理软件					
销售收入（百万元）	5.14	7.65	11.63	23.26	44.65
增长率 (YOY)	N/A	48.83%	52.00%	100.00%	92.00%
毛利率	50.52%	31.00%	52.00%	57.00%	60.00%
销售成本（百万元）	2.54	5.28	5.58	10.00	17.86
增长率 (YOY)	N/A	107.55%	5.74%	79.17%	78.60%
毛利（百万元）	2.60	2.37	6.05	13.26	26.79
增长率 (YOY)	N/A	-8.67%	154.97%	119.23%	102.11%
占总销售额比重	2.23%	2.48%	2.37%	3.22%	4.60%
占主营业务利润比重	1.20%	0.82%	1.31%	1.97%	2.99%
服务					
销售收入（百万元）	5.55	10.86	14.12	19.77	31.62
增长率 (YOY)	N/A	95.68%	30.00%	40.00%	60.00%
毛利率	31.00%	31.00%	32.35%	32.35%	32.35%
销售成本（百万元）	3.83	7.49	9.55	13.37	21.39
增长率 (YOY)	N/A	95.68%	27.46%	40.00%	60.00%
毛利（百万元）	5.55	7.72	4.57	6.39	10.23
增长率 (YOY)	N/A	39.07%	-40.85%	40.00%	60.00%
占总销售额比重	2.40%	3.52%	2.88%	2.74%	3.26%
占主营业务利润比重	2.56%	2.68%	0.99%	0.95%	1.14%
销售总收入（百万元）	230.81	308.60	489.89	722.41	971.26
销售总成本（百万元）	14.03	20.78	27.48	50.55	75.05
毛利（百万元）	216.78	287.82	462.41	671.86	896.21
平均毛利率	95.58%	96.39%	94.39%	93.00%	92.27%

来源：公司资料、国金证券研究所

估值

■ 相对估值

- 参考可比软件公司的平均市盈率，我们给出广联达 75 元目标价，对应 48X10 年 PE，32X11 年 PE。

图表48：相对估值

证券代码	证券简称	最新交易日期	最新收盘价(元)	2010EPS	2011EPS	2012EPS	2010PE	2011PE	2012PE
002439	启明星辰	2010-07-26	32.86	0.5562	0.7339	0.9486	59.0795	44.7718	34.6391
002232	启明信息	2010-07-26	13.13	0.405	0.5775	1.38	32.4198	22.7359	9.5145
002401	交技发展	2010-07-26	36.59	0.645	0.8095	0.949	56.7287	45.2007	38.5564
002405	四维图新	2010-07-26	34.2	0.4628	0.6517	0.8515	73.8933	52.4804	40.1629
002095	生意宝	2010-07-26	29.2	0.435	0.67	1.06	67.1264	43.5821	27.5472
300036	超图软件	2010-07-26	36.87	0.627	0.868	1.18	58.8038	42.477	31.2458
300075	数字政通	2010-07-26	49.82	1.0552	1.5198	2.0873	47.2138	32.7817	23.8687
002153	石基信息	2010-07-26	35.65	0.9997	1.2696	1.5413	35.6619	28.0797	23.1293
300002	神州泰岳	2010-07-26	56.5	1.5919	2.1811	2.4638	35.4927	25.9041	22.9325
600588	用友软件	2010-07-26	22.04	0.6232	0.799	1.056	35.3661	27.5838	20.8702
002368	太极股份	2010-07-26	40.18	1.02	1.4878	2.104	39.3922	27.0063	19.097
300085	银之杰	2010-07-26	27.4	0.5451	0.7094	0.914	50.2627	38.6262	29.9781
002073	软控股份	2010-07-26	16.61	0.5982	0.7767	0.9644	27.7672	21.3849	17.2231
002296	辉煌科技	2010-07-26	45.66	0.8733	1.3138	1.11	52.2824	34.7555	41.1351
002065	东华软件	2010-07-26	23.9	0.7773	1.0256	1.215	30.7485	23.3044	19.6708
002063	远光软件	2010-07-26	23.64	0.749	0.9074	1.235	31.5616	26.0535	19.1417
002253	川大智胜	2010-07-26	34.5	0.8483	1.31	1.923	40.672	26.3359	17.9407
002230	科大讯飞	2010-07-26	39.7	0.6989	1.0023	1.5177	56.807	39.6076	26.1586
	行业均值						48.1822	33.48175	

来源：聚源资讯、国金证券研究所

■ 绝对估值

- 参考 APV 估值方法，假设业绩永续增长率为 3%、Ka 9.08%的前提下，公司价值为 91.52 元，考虑到到当前市场中小板、创业板较高的风险，我们给予 17% 的折价和安全边际，我们认为当前合理价值为 75 元相当于 48X10 年、32X11 年 EPS。

图表49：绝对估值

I、APV

每股价值	91.52	TV增长率	3.0%									
企业值	6,895.18	Ka	9.08%									
		债务	30.00									
股票价值	6,863.78	投资	18.94									
		少数股东权益	1.40									
会计年度截止日：12/31	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合计
FCF	109.12	244.50	359.51	376.66	439.91	475.70	513.33	556.10	605.71	657.35	11,140.84	15,478.72
ITS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PV(FCF)	100.04	205.50	277.02	266.08	284.90	282.44	279.42	277.51	113.63	116.96	4,672.75	6,876.24
PV(ITS)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：国金证券研究所

风险

- 项目管理软件投产进度低于预期，项目管理软件是业绩增长的直接推动力，若投产时间低于预期，则会影响当期 EPS。
- 国家建筑总项目以及海外业务增长 2010-2012 年增速低于我们的预测，则公司产销率相比我们的假设存在下降的可能。
- 市场行业依旧低迷，市场流动性较差，降低中小板估值水平。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	176	231	309	490	722	971	货币资金	75	98	157	407	688	1,093
增长率	31.5%	33.7%	58.7%	47.5%	34.4%		应收账款	8	4	6	14	20	27
主营业务成本	-10	-10	-11	-27	-51	-75	存货	1	1	1	2	3	5
% 销售收入	5.7%	4.4%	3.7%	5.6%	7.0%	7.7%	其他流动资产	8	4	1	13	22	31
毛利	166	221	297	462	672	896	流动资产	92	107	164	436	734	1,156
% 销售收入	94.3%	95.6%	96.3%	94.4%	93.0%	92.3%	% 总资产	53.6%	50.0%	48.5%	70.5%	79.7%	85.8%
营业税金及附加	-3	-4	-6	-8	-12	-17	长期投资	0	0	19	20	19	19
% 销售收入	1.8%	1.7%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	固定资产	52	80	126	121	115	110
营业费用	-90	-115	-140	-186	-253	-321	% 总资产	30.2%	37.3%	37.3%	19.6%	12.5%	8.1%
% 销售收入	51.3%	50.0%	45.2%	38.0%	35.0%	33.0%	无形资产	28	27	29	39	50	61
管理费用	-27	-59	-74	-108	-152	-185	非流动资产	80	107	174	183	187	191
% 销售收入	15.3%	25.7%	24.0%	22.0%	21.0%	19.0%	% 总资产	46.4%	50.0%	51.5%	29.5%	20.3%	14.2%
息税前利润 (EBIT)	45	42	78	160	255	374	资产总计	172	214	338	618	921	1,347
% 销售收入	25.9%	18.1%	25.3%	32.7%	35.3%	38.5%	短期借款	3	13	30	0	0	0
财务费用	0	1	0	4	7	15	应付款项	9	5	7	19	29	39
% 销售收入	-0.2%	-0.3%	0.1%	-0.8%	-1.0%	-1.5%	其他流动负债	30	24	52	21	33	45
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	41	42	89	40	61	84
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	18	8	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	4	3	1	0	0	0
% 税前利润	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	62	52	90	40	61	85
营业利润	46	43	78	164	262	389	普通股股东权益	110	162	246	577	858	1,261
营业利润率	26.1%	18.4%	25.1%	33.5%	36.3%	40.0%	少数股东权益	0	1	1	1	1	1
营业外收支	19	26	32	32	30	30	负债股东权益合计	172	214	338	618	921	1,347
税前利润	64	69	110	196	292	419							
利润率	36.7%	29.8%	35.6%	40.0%	40.4%	43.1%							
所得税	-7	-4	-4	-7	-11	-16							
所得税率	10.9%	6.3%	3.7%	3.8%	3.8%	3.8%							
净利润	57	64	106	189	281	403							
少数股东损益	0	1	1	0	0	0							
归属于母公司的净利润	58	64	105	189	281	403							
净利率	32.8%	27.5%	33.9%	38.5%	38.9%	41.5%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	57	64	106	189	281	403	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.480	0.530	0.873	1.571	2.343	3.360
非现金支出	5	6	8	8	8	8	每股净资产	1.636	2.153	3.283	7.444	11.072	16.274
非经营收益	0	0	2	-33	-30	-30	每股经营现金净流	0.825	0.821	1.880	1.596	3.399	4.985
营运资金变动	-7	-9	25	-40	4	5	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
经营活动现金净流	55	62	141	124	263	386							
资本开支	-33	-24	-70	17	18	17	回报率						
投资	0	0	0	-1	0	0	净资产收益率	52.28%	39.35%	42.53%	32.68%	32.77%	31.97%
其他	0	0	0	0	0	0	总资产收益率	33.39%	29.70%	30.98%	30.50%	30.53%	29.92%
投资活动现金净流	-33	-24	-70	16	18	17	投入资本收益率	31.03%	21.46%	27.04%	26.63%	28.54%	28.51%
股权募资	0	10	0	142	0	0							
债权募资	20	0	10	-31	0	1	增长率						
其他	-20	-24	-22	0	0	0	主营业务收入增长率	43.81%	31.48%	33.71%	58.74%	47.46%	34.45%
筹资活动现金净流	0	-14	-12	111	0	1	EBIT增长率	389.43%	-8.01%	86.64%	105.13%	59.26%	46.91%
现金净流量	23	24	58	250	281	404	净利润增长率	216.66%	10.42%	64.74%	80.08%	49.14%	43.37%
							总资产增长率	43.86%	24.13%	57.91%	82.92%	48.98%	46.31%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	13.3	7.3	3.8	8.0	8.0	8.0
							存货周转天数	34.6	35.9	20.9	25.0	25.0	25.0
							应付账款周转天数	15.4	54.1	51.3	51.3	51.3	51.3
							固定资产周转天数	64.6	51.4	90.2	52.5	32.7	22.1
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-49.67%	-48.25%	-51.22%	-70.37%	-80.09%	-86.46%
							EBIT利息保障倍数	-140.1	-59.9	206.5	-41.0	-34.7	-25.8
							资产负债率	36.05%	24.10%	26.73%	6.45%	6.67%	6.29%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	6	7	7	7
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
 3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：200011
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：(8610)-66215599-8832
传真：(8610)-61038200
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：(86755)-82805115
传真：(86755)-61038200
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室