

中期业绩翻番 市场开拓效果显现**推荐 维持评级**

分析师：王家伟 ✉：wangjiawei@chinastock.com.cn ☎：010-66568272 执业证书编号：S0130209081719
王莉 ✉：wangli_zb@chinastock.com.cn ☎：010-83574039 执业证书编号：S0130210070010

1. 事件

广联达(002410)于8月16日发布2010年中期报告。上半年实现营业收入1.7亿元，同比增长65.68%；实现营业利润6109万元，同比增长188.37%；实现归属于母公司的净利润6891万元，同比增长99.7%；扣除非经常性损益后的净利润为6746万元，同比增长112.7%。上半年加权平均每股收益0.87元。

经营活动产生的现金流量净额为2977万元，同比增长108.36%；加权平均净资产收益率是13.55%。公司半年度权益分派预案为每10股用资本公积金转增5股。

2. 我们的分析与判断**中报分析**

公司上半年继续加大研发投入，依托原有计价软件客户加快新产品安装算量软件等的推广和应用；并根据各地区市场特点制订针对性强的目标市场策略，积极开拓新客户资源，取得了良好的经营业绩。公司产品以套装软件为主，虽然初期开发成本高，但是边际收益递增、规模效应显著，上半年期间成本增长45.7%、销售费用增长30.9%、管理费用增长39.4%，均远小于收入增幅，因而公司盈利增长快于收入增长。

销售收入依然主要来自于工程造价软件。上半年公司造价软件实现销售收入1.69亿元，同比增长69.03%，毛利率是97.60%，比去年略有提高。公司2009年4季度推出新产品安装算量软件在今年上半年取得良好的销售效果，目前销售加速现象明显，预计随着公司安装算量产品推介力度进一步加大及销售区域的不断扩展，客户应用率将显著提高。我们预计公司下半年到明年还将陆续推出其他新产品及产品升级。

项目管理软件实现销售收入245万元，同比增长37.36%，毛利率是52.35%，比去年上升23.3个百分点，主要原因是公司去年推广和试运行项目管理软件时给予客户较大的折扣，目前项目管理软件实现收入仅占公司总收入的1.44%，预计随着建筑行业信息化市场启动，这一比重将迅速提高，项目管理软件将成为公司长期的利润增长点。

公司原有的北京、东北等具有绝对优势的市场销售增长情况良好，由于去年起加大新市场销售力度，公司新进的区域市场取得了更高的销售增长，其中，不仅在工程造价软件普及率较低的西南和西北实现营收同比增长98.97%和75.31%，在华南和华东等工程造价软件普及度原本就比较高的地区营收也实现增长117.09%和85.40%，可见随着市场开拓力度加大及品牌认知度提升，公司将在工程造价领域取得更多的市场份额。公司凭借已搭建完成的32家自有销售渠道，能够快速占领市场、服务用户，也对新产品的渠道推广形成协同效应，这也是公司远胜竞争者的关键因素之一。

上半年所得税费用同比增长1171.44%，主要原因是上半年利润增幅较大，并且由于公司去年上半年收到06、07年度所得税退税，因而去年同期所得税费用基数较低所致。

历史上广联达下半年收入和盈利均远好于上半年，2009年下半年盈利约为上半年的两倍，我们对公司下半年经营业绩表示乐观。

投资者关心的问题

✓ 公司在造价软件领域的市场份额已过半，日后造价软件销售增长是否会遭遇天花板？

虽然公司在计价及算量软件市场已经拥有较高的市场占有率，但是，这个市场占有率是针对现有的 60 万存量客户中已普及计价软件和算量软件的客户而言的，目前计价软件的普及率是 90%，算量软件的普及率不到 40%。未来增长来自于：一、计价及算量软件普及率的提高；二、每年新增 2 万客户；三、计价软件的各地定额每过 3-5 年就有一次更新，计价及算量软件每 2-3 年有一次升级；四、算量软件中的新功能模块不断开发出来，譬如公司的安装算量软件就是去年四季度新推出的；五、由于公司拥有自主平台、完善的销售渠道及服务网络，并且作为第一家上市的建筑行业信息化企业，其技术、资金、渠道等各方面优势正在不断显现，公司有可能以绝对性的竞争优势获得更高份额，今年上半年公司在华南和华东等工程造价软件普及度原本就比较高的地区实现销售收入同比增长 117.09% 和 85.40% 就是很好的证明。我们预计，在未来 3-5 年内公司在工程造价软件领域仍将维持高增长。

✓ 假如固定资产投资增速放缓是否会影响公司业绩增长？

首先，自 2001 年以来我国固定资产投资总额增速持续在 16% 以上，2009 年全年固定资产投资达 194138.6 亿元，同比增长 30.5%，增速比 2008 年高出 4.7 个百分点。建筑业全行业近 5 年来总产值年均增速达 21.7%。即使出现固定资产投资增速放缓的情况也不会对公司业绩造成较大影响。主要原因是：一、国内现有建筑施工企业信息化起点非常低，存量市场足够大，目前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%，而我国信息化投入最多的前五名建筑业企业（信息化建设最优秀的企业）平均仅为收入的 0.027%，总体差距超过 10 倍。即使增量市场较小或不增长，对于广联达等建筑行业信息化企业而言未来的市场空间依然足够庞大；二、作为公司主要收入来源的工程造价软件的售价均较低，受众敏感度不高，并且，一般而言，一家公司至少要配置一个预算员（造价员），一个预算员对应一套造价软件，即使新开工项目的数量减少，公司的造价软件需求依然呈刚性。

传统工程造价软件销售仍将强势增长

目前计价软件普及率达 90%，广联达占有 53% 的市场份额。但是我们预计广联达计价软件销售收入在未来 2 年仍可保持约 30% 的增长率，之后增长率会逐渐维持在 20%-30% 之间。增长来自于，全国工程造价从业人员 60 万人，每年新增 2 万人；广联达的市场份额仍在平缓上升；计价软件产品每 3 年左右进行升级，约 50% 的原有客户选择升级；用户使用的定额库需每 4-5 年进行升级，定额升级收入在 2009 年占到计价产品收入的 38%；2010-2011 年将是公司计价新产品推出升级的时期，也将是定额更新相对多的时期。

算量软件应用普及率不到 40%，广联达占有一半的市场份额。我们预计公司算量软件销售收入增长率 40%，高成长可持续 3-4 年。算量软件仍在普及应用期，预计 5 年内普及率达到 75% 以上；新功能模块不断开发出来，2009 年新推出安装算量产品在 2010 年上半年销售情况良好；广联达的市场份额将逐步上升。

广联达的工程造价软件在市场上处于强势地位，公司是唯一覆盖全国的工程造价软件厂商。公司产品正在逐渐成为行业应用标准，建筑类企业招聘造价师或预算员时经常指定要求会使用广联达产品，甲方经常要求乙方或者监理方也使用广联达产品以方便数据互导，大专院校工程造价专业或课程一般配套使用广联达产品。技术上广联达也领先于其他造价软件厂商，公司是采用自主开发平台的极少数厂商之一，公司产品线也最为全面。

公司同类产品价格销售高于竞争对手，市场份额依然在维持上升趋势；大部分用户对公司售前及售后服务感到满意；造价软件以套装软件形式销售，边际利润率呈上升趋势；这些因素使得公司得以实现并维持高利润率水平。

工程项目管理软件市场即将启动

建筑企业信息化需求即将迎来爆发式增长。国家正在采取措施促进建筑施工企业信息化建设，建设部发布了施工

总承包企业特级资质新标准，首次对特级资质施工总承包企业的信息化提出明确要求，并且作为必须具备的条件。对于现有特级资质施工总承包企业，可以有 2 年多的过渡期（2012 年 3 月），若在过渡期内仍然不能达到标准，将面临资质降级。我们有理由相信，下一步建设部将会对一级资质企业也提出信息化标准要求。国内现有特级资质企业 264 家，一级资质企业 6200 家，可以预期，未来几年将是建筑施工企业信息化建设的高潮期。再者，中国建筑领域将继续较快发展，而国内建筑施工企业信息化起点非常低，因此发展空间很大。

工程项目管理（PM）软件是建筑施工企业的核心业务软件，它可对工程项目实现全过程、全方位管理，进而大大提升建筑企业的项目管理能力及盈利水平。广联达已投入研究跟踪近 10 年，并在近期为此做了全面准备工作，预计从 2011 年开始，公司将会在项目管理软件市场实现突破性销售进展。目前项目管理软件市场呈现群雄混战局面，市场品牌分散，广联达可以借助造价软件领域的优势及长期积累的建筑行业经验开拓这一市场，而且广联达已是建筑工程软件领域知名品牌，独特优势明显。

3. 投资建议

算量软件的推广应用、计价软件的更新升级、计价软件定额的更新，这些是公司近期高速增长的基础。未来 2-3 年公司还会在项目管理软件市场上取得迅猛发展，持续业绩增长率可达 30%。

我们预计公司 2010 年营业收入可实现 52% 的增长，净利润增长 73% 达到 1.81 亿元，实现每股收益 1.51 元。

公司 2010 年预期市盈率为 37 倍，这是自 2009 年秋以来上市新股、次新股的科技股中是偏低的估值，具有相对估值优势。从成长性相对估值看，PEG 为 1.2，具有吸引力。

维持投资评级：推荐。

表 1 广联达（002410）盈利预测

| （百万元） | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 230.80 | 308.61 | 469.09 | 616.85 | 858.04 |
| 同比增长 | 31.5% | 33.7% | 52.0% | 31.5% | 39.1% |
| 营业成本 | 10.20 | 11.42 | 17.36 | 25.91 | 40.33 |
| 营业税金及附加 | 4.00 | 5.68 | 8.44 | 11.10 | 15.44 |
| 销售费用 | 115.45 | 139.60 | 200.77 | 264.01 | 373.25 |
| 管理费用 | 59.36 | 73.92 | 103.67 | 126.45 | 184.48 |
| 财务费用 | (0.70) | 0.38 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| 资产减值损失 | (0.14) | 0.04 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 42.56 | 77.58 | 136.85 | 187.37 | 242.54 |
| 营业外收入 | 26.84 | 33.73 | 51.13 | 64.77 | 83.23 |
| 营业外支出 | 0.70 | 1.57 | 1.60 | 1.60 | 1.60 |
| 利润总额 | 68.70 | 109.74 | 189.58 | 253.74 | 327.37 |
| 所得税 | 4.35 | 4.11 | 7.58 | 10.15 | 13.09 |
| 净利润 | 64.35 | 105.63 | 182.00 | 243.59 | 314.28 |
| 少数股东损益 | 0.79 | 0.92 | 1.20 | 1.70 | 2.00 |
| 母公司所有者净利润 | 63.56 | 104.70 | 180.80 | 241.89 | 312.28 |
| 同比增长 | 10.4% | 64.7% | 72.7% | 33.8% | 29.1% |
| 销售净利润率 | 27.5% | 33.9% | 38.5% | 39.2% | 36.4% |
| 每股收益 | | 0.87 | 1.51 | 2.02 | 2.60 |
| P/E | | 64.5 | 37.4 | 27.9 | 21.6 |

资料来源：中国银河证券研究部

表 2 主要竞争对手及在造价软件领域的优劣势对比

| 工程造价软件公司 | 开发平台 | 优势 | 不足 | 市占率 |
|---------------------|--------|---|--|--------------|
| 广联达 | 自主平台 | 在造价软件领域是产品线及功能最齐全的；开发实力最强；渠道铺设广，共计 32 家分公司、6 家子公司；有全国定额库；重视教育培训领域，在造价师、预算员群体中口碑好，有形成行业事实标准的趋势 | 由于专注于造价软件，其关注领域比 PKPM 窄 | 计价和算量软件均排名第一 |
| PKPM | 自主平台 | 建设部指定清单计价软件的提供商，唯一一家提供工程全过程、全方位、多层次、多领域软件产品的公司；以结构设计软件见长，市占率达 95% 以上；有全国定额库 | 更专注于设计软件及建筑企业 ERP。综合营销战略方面存不足 | |
| 鲁班软件 | CAD 平台 | 得到美国国际风险基金的支持；可以使用构件向导方便的完成钢筋输入工作 | 只在算量软件较强 | 算量软件排名靠前 |
| 清华斯维尔 | CAD 平台 | 具有一些特殊功能，如可视化检验功能具有预防多算、少扣、纠正异常错误、排除统计出错等用途 | 平台受限 | |
| 神机软件 | CAD 平台 | 同类软件中成立较早的公司；在清单实施前能进行充分的本地化；分公司、销售网络遍布全国 | 主要在计价软件较强 | 计价软件排名靠前 |
| 地方性公司如重庆鹏业、河北新奔腾公司等 | | 本地化程度好；和当地建设部门关系建设较好 | 无法开展全国业务 | 在当地具有一定的市占率 |
| 使用方自主开发的软件 | | 一般存在于设计院、规划研究院等单位，适用性较好 | 大多不存在开发能力，多用 EXCEL 和 VB 编写，功能简单，不适合商业化、大项目应用 | 消亡趋势 |

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6 - 12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6 - 12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6 - 12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6 - 12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

行业分析师覆盖股票范围：

A 股：用友软件（600588.SH）、东软集团（600718.SH）、东华软件（002065.SZ）、同方股份（600100.SH）、航天信息（600271.SH）、远光软件（002063.SZ）、川大智胜（002063.SZ）、广联达（002410）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100141

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908