

建筑软件行业的领先者

买入首次评级

目标价格：74.25 元

投资要点：

- 计价软件份额达到 53%，算量软件持续突破带来收入大幅增长；
- 项目管理软件孵化成熟，将会成为明年业绩的主要爆发点；
- 销售调整效益大，毛利率达到 96.98%，规模优势仍将逐步体现。

报告摘要：

- 因调整销售策略，上半年实现较快增长。公司上半年实现营业收入 1.7 亿元，同比增长 65.68%，主要源于新产品的上市和销售策略的调整。三大费用率出现同比下滑，规模效应逐步显现。员工队伍稳定，遗失率近乎为 0，人才储备深厚。
- 算量软件发力增长，项目管理解化年底完毕。
 - 公司工程造价软件技术和市场优势明显，上半年收入同比增长 69.03%，成为公司增长的主要驱动力：计价软件发展已趋于成熟，市场份额高达 53%，3-5 年定额更新周期以及软件后续的升级更新为该业务带来持续稳定的收入；而算量软件市场渗透率只有 30%，未来增长空间较大，将逐步成为造价软件领域内的重头戏。
 - 项目管理软件孵化阶段从产品、样板客户、实施、销售四方面依次展开，预计明年开始投入市场，并逐步成为公司业务拓展的核心。该软件将充分依托工程造价软件的客户和渠道资源，市场推广前景良好，有望在 2013 年收入占比达到 30%。
- 销售网络进一步完善，市场推广优势明显。公司采取直销模式，以北京为重点，实现全国性布局，网络逐步完善，并在后期市场的推广逐步表现出明显优势，成为公司核心竞争力的关键部分。
- 募投资金继续围绕核心业务，人才培养机制逐步完善。公司公开发行共募集资金 13.67 亿元，超募资金 10.71 亿元，资金支持雄厚。
- 盈利预测及评级。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.65 元、2.49 元、3.37 元，首次给予评级为“买入”，公司的合理价位为 74.25 元，对应 2010 年的动态市盈率 45 倍。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	230.80	308.61	484.26	721.63	939.67
同比增长率	31.48%	33.71%	56.92%	49.02%	30.21%
净利润	63.56	104.70	198.51	299.08	404.57
同比增长率	10.42%	64.74%	89.59%	50.66%	35.27%
每股收益(元)	0.86	1.40	1.65	2.49	3.37
净资产收益率	25.06%	51.36%	33.53%	33.56%	31.22%

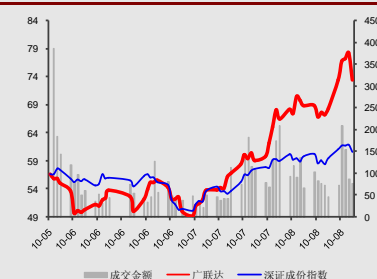
分析师

胡颖、于丹

电话：010-88085957

Email: huying@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股 数变化	筹码集中 度
20100631	821.66	
20100331		
20091231		

数据来源：港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100631	20100331
基金持股	153.89	
占流通 A 股比	7.68	
持股家数及进 出情况		

数据来源：港澳资讯

相关研究

目录

(一) 因调整销售策略，上半年实现较快增长	3
(二) 算量软件发力增长，项目管理孵化年底完毕	3
1、工程造价增速明显，毛利率稳步提升	3
2、项目管理孵化效果显著，市场推广前景良好	4
(三) 销售网络进一步完善，市场推广优势明显	4
(四) 募投资金继续围绕核心业务，人才培养机制逐步完善	4
(五) 盈利预测及评级	5

近日，我们调研了广联达，和公司的高管进行了交流，相关内容如下：

（一）因调整销售策略，上半年实现较快增长

公司立足于工程建筑领域，旨在为客户提供专业工具软件、管理系统与解决方案，在工程建筑软件行业内稳居龙头地位。公司上半年实现营业收入 1.70 亿元，比上年同期增长 65.68%，实现利润总额 7895.21 万元，同比增长 122.26%，实现归属于上市公司股东净利润 6890.57 万元，同比增长 99.70%。公司上半年利润大幅增长的主要原因在于：一是公司发布了新产品；二则是公司的销售策略针对性强，新客户资源开拓成果显著。

公司的毛利率水平较高，上半年公司的综合毛利率达到了 96.98%，预计随着公司规模的增长，未来的毛利率仍将稳中有升。

表 1：公司毛利率

毛利率	2007 年报	2008 年报	2009 年报	2010 中报
销售造价软件产品	94.72	96.52	97.27	97.6
销售项目管理软件产品	58.64	50.56	60.1	52.35
总计	94.30	95.58	96.44	96.98

资料来源：公司公告、宏源证券研究所

公司的三大费用率均较去年同期已有所下滑，其中销售费用率同比下滑 9.24 个百分点，管理费用率同比下滑 4.57 个百分点，说明公司在费用控制方面已经取得一定成效，销售渠道的规模效应逐步显现。

公司作为技术密集型企业，人力资本对未来发展至关重要。成立至今，公司管理层以及核心技术骨干比较稳定，流失率几乎为 0；人员仍将维持稳定增长。

（二）算量软件发力增长，项目管理孵化年底完毕

公司一直是国内较早从事工程造价软件开发、生产、销售及相关技术服务的企业，广联达计价软件市场份额达到 53% 以上。公司不断研发新产品，产品线逐渐扩展，算量软件上半年成为公司利润的主要增长点。工程工具类软件产品的开发，销售和维 护，每年营收贡献力度都在 90% 以上；项目管理软件的孵化阶段也预计年底结束，有望明年投入市场。我们认为，公司未来增长将持续保持高位。

1、工程造价增速明显，毛利率稳步提升

工程造价产品上半年实现收入 16342.53 万元，同比增长 69.03%，已经成为公司增长的主要驱动力。公司造价软件产品主要包括计价软件和算量软件两类。

因为计价工作具有工作量大、一致性强和时效性强的特点，公司研发的计价软件致力于全国市场，应用性广，灵活性强，而且对新定额库的更新迅速、及时，得到了众多客户的青睐，市场需求旺盛。公司注重平台开发，将优势资源集中于核心业务的研究，新定额的开发不需要重做，而且自动化测试回归云计算，能够在 2 个小时内完成。3-5 年定额更新周期以及软件后续的升级更新也为公司计价软件业务带来持续稳定的收入。计价软件产品的市场渗透率已经达到 90%，未来业务增长主要取决于市场份额的抢占，增速可能将逐步放缓。

算量软件产品方面，公司技术优势明显，自主开发的三维计算平台，已达到国际领先水平，是国内唯一一家支持全国计算规则的业内公认的算量专家，具备完善的业务价值链。而且，该平台还支持公司其他产品的深度挖掘，对公司拓展业务提供了较大的灵活性，同时也提高行业进入的技术壁垒，增强公司核心竞争力。算量软件当前市场渗透率只有 30%，未来收入增长空间较大，将逐步成为工程造价软件领域内的重头戏。

工程造价信息服务系公司工程造价管理业务的扩展和延伸，是公司基于造价平台寻找新的利润增长点。该业务旨在向用户提供各项工程市价和指标等各方面信息，公司预计通过 2-3 年市场培育时间，依托工程造价软件平台，使其逐步成为公司服务收入增长的主要支撑点，同时也为公司未来运营模式的创新打下了基础。

2、项目管理孵化效果显著，市场推广前景良好

项目管理软件，运用现代项目管理思想，主要负责企业级项目管理方案，以及软件的咨询、实施及运维服务，该软件旨在把握整个施工项目的运营情况，通过打通决策层，管理层，作业层三个层次的管理，实现多项目统筹管理。公司开发的项目管理软件已预计今年结束孵化期，明年开始投入市场，并在未来 2-3 年内成为公司业务拓展的核心。

我国管理信息化市场刚刚起步，建筑工程方面尤为匮乏，当前国内市场还主要集中于单一功能或者针对单一项目的软件，没有形成规模优势的企业。随着建筑业信息化的深入，单纯的工具类软件向全流程、企业级的综合业务管理系统转变已为必然趋势。而且，根据《施工总承包企业特级资质标准》要求，施工总承包企业申请特级资质必须使用了综合项目管理信息系统。目前公司造价软件施工方客户约有 3 万家，其中约 80%拥有二级资质，潜在客户资源巨大。

项目管理软件的孵化阶段从产品、样板客户、实施、销售四方面依次展开，经过 6 年的经验积累，广联达的项目管理软件实施和销售方法论已建立完整的框架体系。在孵化阶段公司积累的产品研究为规模化销售做好了准备，目前正处于市场培育阶段，将对大客户进行销售，四季度会开始相关的招聘和培训工作，而且，将软件产品的实施能力对客户进行转移，也是制约公司该项软件能否做大的关键。公司目前已经通过样板客户的验证，在 2011-2013 年的规划中，公司希望通过该项业务的培育，2013 年项目管理软件业务收入达到公司收入占比的 30%。

所以，我们认为，项目管理软件推广将充分依托工程造价软件客户和渠道资源，成为公司未来业绩增长的主要看点，我们将持续关注这项业务的推广情况。

综上，公司主营业务未来将继续保持较高增速，工程造价软件将逐步趋于成熟，项目管理软件的市场开发也能很好的实现公司业务增长的稳定过渡，符合建筑业相关企业信息化进一步发展的内在需求，产品之间联系紧密，产业链逐步趋于完善，将进一步推动公司“优势”向“胜势”转化，有望在建筑软件领域内继续做大做强。

（三）销售网络进一步完善，市场推广优势明显

针对建筑业企业众多、分布较广和各省计价规范不一致的行业特性，公司采取直销模式，直接由各分支机构对客户提供服务或销售，以北京为重点，实现全国性布局，共设立了 31 个分支机构，组建了上千人的高素质、专业化销售队伍，针对不同类型的企业提供不同的解决方案。公司的客户比较分散，现有软件产品拥有 9 万多家企业客户、直接使用的人员达 33 万人，前五名客户的营业收入占比只在 1.18%，庞大的客户群也为公司产品市场开拓带来显著的协同效应。

虽然较其他软件企业采用的代理模式，公司销售前期投入较大，近几年的销售费用率都要在 50%左右，但同比增速已经逐步下滑，通过前期市场的培育，公司内部销售方式的转变，公司逐渐在后期市场推广表现出明显优势，预计明年项目管理软件的推广也会取得显著效果。公司销售网络已经成为其核心竞争力的一部分，为公司业务的进一步拓展奠定了坚实基础。

（四）募投资金继续围绕核心业务，人才培养机制逐步完善

公司于 2010 年 5 月公开发行上市，共募集资金 13.67 亿元，超募资金 10.71 亿元，其中计划募投项目主要是基于当前业务、产品与技术上的深度挖掘；同时也推动公司产品层次从应用软件类产品上升为管理类产品。超募资金

的使用仍将继续围绕核心业务展开，同时加大对资金运用的管理和控制力度，提高资金使用效率。

高素质的软件开发、销售和管理人才是软件企业成功的重要因素，一套完善的人才培养机制就相当于工业企业一条完整的生产链，是公司核心价值所在。公司作为建筑行业应用软件的开发企业，经过十余年的实践，已逐渐建立起自己的人才培养体系，通过“大事业、大家庭、大学校”企业文化建设，培养了一批高素质，稳定的人才队伍，为公司未来发展提供了稳定的人才支持。

（五）盈利预测及评级

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.65 元、2.49 元、3.37 元。公司 7 月 30 日的收盘价为 60.51 元，对应 2010 年 PE 为 36.67 倍，2011 年 PE 为 24.30 倍，首次给予评级为“买入”。但是公司 2010 年 8 月 25 日一般法人配售股将解禁，预期股价会有调整，届时将会是较好的介入机会。公司的合理价位为 74.25 元，对应 2010 年的动态市盈率 45 倍。

表 2：盈利预测

	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
营业收入	230.80	308.61	484.26	721.63	939.67
营业成本	10.20	11.42	16.48	26.03	37.03
营业税金及附加	4.00	5.68	8.96	12.85	16.73
销售费用	115.45	139.60	171.91	230.92	281.90
管理费用	59.36	73.92	116.22	180.41	234.92
财务费用	-0.70	0.38	-1.45	-0.72	-0.47
资产减值损失	-0.14	0.04	0.00	12.00	14.00
投资损益	-0.07	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	42.56	77.58	172.14	260.14	355.56
利润总额	68.70	109.74	220.56	332.31	449.53
所得税费用	4.35	4.11	22.06	33.23	44.95
净利润	64.35	105.63	198.51	299.08	404.57
少数股东损益	0.79	0.92	0.00	0.00	0.00
归属于母公司股东的净利润	63.56	104.70	198.51	299.08	404.57
每股收益（元/股）	0.86	1.40	1.65	2.49	3.37

资料来源：公司公告、宏源证券研究所

分析师简介:

胡颖: 宏源证券研究所软件与计算机行业研究员, 中国人民大学金融学硕士, 2007 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。