

造价及项目管理软件双轮驱动 建筑行业信息化即将进入高速增长期

投资要点：

- 国内建筑企业信息化起点非常低，后续成长空间巨大，预计建筑施工企业信息化建设将进入高潮期。
- 广联达已占据一半市场份额，加上广联达的全方位竞争优势及软件行业强者恒强、赢家通吃的特性，我们坚定看好广联达工程造价软件产品的增长前景。
- 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，每年新增2万造价人员；原有应用率及普及率提高；上市后原有市场份额仍可平缓上升，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3-5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。
- 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，并且新功能模块不断开发出来，预计5年内普及率达到75%以上；2009年新推出安装算量产品在2010年上半年销售情况良好；广联达的算量产品市场份额将逐步上升。
- 工程项目管理软件拥有千亿级的市场空间，预计随建企信息化要求提升将迎来高速发展期，预计从2011年开始公司将会在工程项目管理软件市场实现突破性进展。
- 广联达项目软件可以集成工料机造价信息、招投标信息、社会实时价格数据，从管控和支撑两方面着手，并能实现项目管理软件和造价软件之间无缝对接。
- 工程造价及项目管理软件双轮驱动支撑公司长期发展，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1.8亿元，实现每股收益1.5元。公司未来三年每股收益分别是1.5、2.07、2.74元。
- 我们坚定地看好公司的长期发展前景，并继续维持推荐投资评级。

主要财务指标

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	230.80	308.61	469.09	671.99	968.57
YoY		33.71%	52.00%	43.25%	44.14%
净利润(百万元)	63.56	104.70	180.43	248.29	328.83
YoY		64.74%	72.3%	37.6%	32.4%
摊薄 EPS(元)	0.53	0.87	1.50	2.07	2.74
PE(X)	122.36	74.54	43.23	31.33	23.67
EV/EBITDA(X)	104.75	57.88	37.91	26.16	18.95
ROIC	21.46%	27.04%	4.71%	6.03%	7.16%

资料来源：中国银河证券研究部

推荐 维持评级

分析师：

王家伟

✉: wangjiawei@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8272

执业证书编号：S0130209081719

王莉

✉: wangli_zb@chinastock.com.cn

☎: (8610) 8357 4039

执业证书编号：S0130210070010

相关研究

1. 广联达-高增长、低估值 项目管理软件市场即将启动进入成长期 10.06.23

2. 广联达-中期盈利预增翻倍 未来成长潜力深远 10.07.15

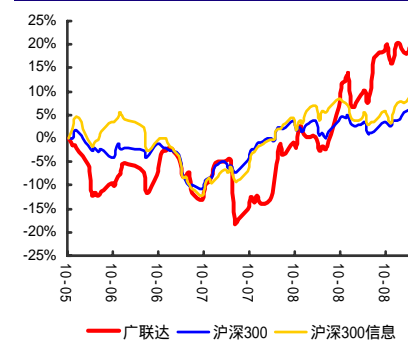
3. 广联达-中报业绩翻番 市场开拓效果显现 10.08.16

市场数据

时间：2010.09.09

A股收盘价(元)	64.85
总股本(百万股)	120
实际流通A股(百万股)	30

相对于中证300信息及沪深300指数表现



资料来源：中国银河证券研究部

投资概要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

（一）建筑业是支撑我国国民经济的支柱型产业，自 2001 年以来，我国固定资产投资总额增速持续在 16% 以上的高位运行，2009 年全年固定资产投资达 194138.6 亿元，同比增长 30.5%，比 2008 年高 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%，2009 年同比增长 22.3%，占 GDP 的比重达 22.6%；建筑业企业实现利润 2663 亿元，增长 21.0%；全国累计施工项目同比增加 102331 个，施工项目计划总投资同比增加 32.3 亿元；新开工项目同比增加 87694 个，新开工项目计划总投资同比增加 67.2 亿元。预计未来五年我国固定资产投资和建筑业产值均将保持稳定增长。

（二）国内建筑施工企业信息化起点非常低。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平均投入仅为收入的 0.027%，总体差距超过 10 倍。2007 年建设部发布了施工总承包企业特级资质新标准，首次对信息化提出明确要求，且作为特级资质评审的必备条件。预计下一步建设部将会对 6400 家一级资质企业也提出信息化标准要求。

我们认为，建筑施工企业信息化建设将进入高增长期。

我们与市场不同的观点：

有观点认为，国家对房地产行业的宏观调控将会对公司盈利预测造成影响。而我们认为，我国建筑施工企业的信息化水平极低，公司增长主要不来源于新增市场，而是行业信息化。

还有观点认为，造价软件普及率高且公司市场占有率较高，造价软件已到天花板。对此我们认为，公司造价软件通过软件升级、新应用产品及定额库更新仍可保持较高的后续增长。

公司估值与投资建议：

公司 2010 年预期市盈率是 43 倍，2011 年预期市盈率是 31 倍，和 TMT 行业其它公司估值相当，但是我们认为公司的盈利能力和成长性更优，因此，我们长期看好公司的增长前景。

股票价格表现的催化剂：

造价软件销售超预期；工程项目管理软件接到大客户订单；国家对更多建筑工程企业提出信息化要求；或有收购及同业合作。

风险因素：

大型管理软件厂商对建筑行业软件进行整合并购。

投资者关心的问题

（一）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%。

其次，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。

（二）公司在造价软件领域的市场份额已过半，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 年将有一次更新，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 年内公司工程造价软件仍将维持高增长。

（三）大型 ERP 厂商进入是否会对公司工程项目管理业务形成较大威胁？

通用管理软件厂商的工程项目管理软件通常是自上而下式建设，从管理层和决策层的角度进行管控，总部层面付出的代价比较小，但是对于项目部来说，由于缺少底层数据支持，大部分信息采集、流转、管理工作都要用手工操作，这样不仅没有提高项目部工作效率，反而增添了额外的工作量。总部要想实现短周期多维度的项目核算的话，项目部的手工拆分、填数工作工程量极其巨大，数据迟报、早报、错报现象众多，时间久了也将影响总部层面的管理决策。另一方面，同一平台的数据共享本身就是对项目部管理的制衡，项目部管理决策权力将大大减少。通用管理软件普遍无法为项目部创造新的价值，反而增加其工作量、上缴管理权，项目部方面对推行信息化的阻力可想而知。

目前国内 ERP 厂商试图进入建筑企业项目管理领域，但进展不大。其发展思路是：（一）基于施工财务管理系统进行数据集成搞管理软件平台建设；（二）基于房地产开发商层面应用，某些 ERP 厂商针对房地产企业搭建 OA 协同、人力资源财务系统整合的小 ERP 系统，但均由于自上而下式建设、缺少数据支撑和项目部支持而发展缓慢。

而广联达是基于工程造价软件数据提取，集成工料机造价信息、招投标信息、社会实时价格信息来完成数据支撑，项目管理软件和造价软件之间能够完成无缝对接，能从管控和支撑两方面着手，既能为建企总部做好资金风险、成本管控，也能帮助项目部提升工作效率、减少工作量、提高总体利润水平，由于项目是企业利润来源，由此管控矛盾及项目部阻力减少，从这个层面看，广联达模式更优，这也正是广联达建筑企业工程项目管理软件优于其它 ERP 及项目管理软件之处。

目 录

一、我们的选股逻辑.....	5
（一）行业层面：自上而下与自下而上相结合.....	5
（二）公司层面：一分为二与合二为一相结合.....	5
二、传统工程造价软件仍将强势增长.....	5
（一）广联达一枝独秀，小公司满地开花.....	6
（二）计价软件将持续稳定增长.....	7
（三）算量软件在 3-5 内将保持高速增长.....	8
三、建筑行业信息化起步 项目管理软件大有可为.....	9
（一）工程项目管理软件市场即将启动.....	9
（二）广联达竞争优势独特.....	10
1、广联达 GPM 模式——把握管控和支撑的平衡，克服项目部阻力.....	10
2、三大方法论支撑公司批量化推广项目管理软件.....	11
3、拥有独立的开发平台，和造价软件实现无缝对接.....	11
4、长期的建筑行业经验积累.....	11
5、帮助企业建立成本中心+利润中心的运作模式.....	12
四、盈利预测及公司估值.....	12
插图目录.....	16
表格目录.....	16

广联达以造价软件起家,现在,产品已从最初的预算软件发展到围绕工程项目采购、施工及运维等工程项目全过程管理的造价管理、项目管理、招投标管理、教育培训与咨询四大业务的 30 余个产品,被广泛应用于建筑设计、施工、审计、咨询、监理、房地产开发等多个行业。

一、我们的选股逻辑

(一) 行业层面：自上而下与自下而上相结合

依据自上而下的逻辑,广联达所在细分行业前景及盈利能力良好,建筑行业信息化处于起步发展阶段,尤其是工程项目管理软件即将进入高成长期,公司至少可享受行业发展上升中的平均收益乃至超额收益。

从自下而上思路看,重大事件给公司带来发展机遇——建设部于 2007 年 3 月 13 日颁布施工总承包企业特级资质标准,对建筑施工企业信息化提出明确要求。

(二) 公司层面：一分为二与合二为一相结合

广联达的主要业务可一分为二——造价软件与工程项目管理软件,其中,造价软件作为公司老业务,增长情况良好,回款速度快,能带给公司平稳较快的业绩增速及充沛的现金流,可以保证公司短期业绩的高增长;而工程项目管理软件作为公司长期业务发展方向,市场空间巨大,竞争者分散,公司竞争优势明显,这一块可以保证公司长期业绩的高增长。

合二为一即公司的老业务和新业务之间有一定的关联度,可以达成协同效应。广联达的造价软件和工程项目管理软件的协同效应体现在:目标客户都是以建筑企业为主,公司新老业务均围绕建筑行业信息化展开;造价软件中的数据可以集成到项目管理软件,从而保证公司项目管理软件在成本核算方面占有绝对优势。

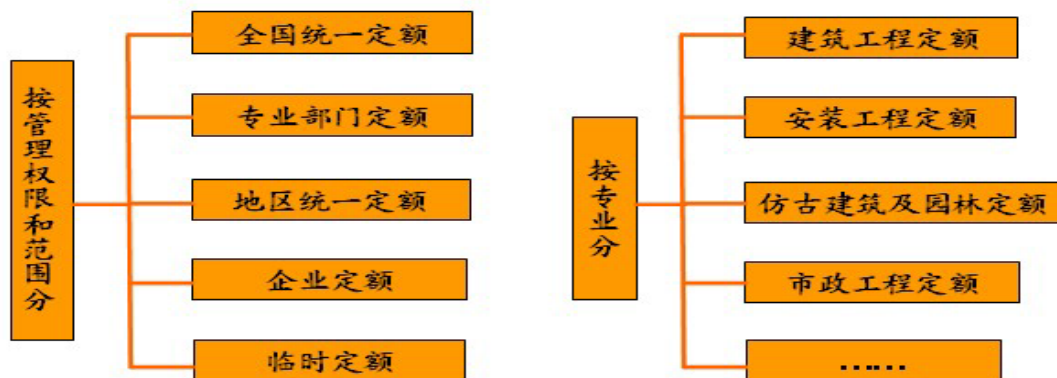
二、传统工程造价软件仍将强势增长

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%。预计未来五年我国固定资产投资和建筑业产值均将保持稳定增长。

造价管理信息化的最终目的是帮助招标方进行公平、公开、公正地招评标,帮助投标方快速准确响应招标文件。当前造价员的平均年龄比 10 年前降低了 8.47 岁,人数约是 10 年前的 80%,由此推算每个造价员工作量约为 10 年前的 40 倍,在此过程中造价软件发挥了巨大作用。

由于各地定额项目划分不同、施工中习惯做法、各地计价规则都不同,加上工程量计算工作量大,计算速度和准确性对造价文件的质量起着重要作用,因此造价软件尤其是算量部分将继续获得更多的市场份额并且应用普及力度将进一步加大。

图 1：工民建、安装、园林、市政等各类目定额分类



资料来源：中国建筑网，中国银河证券研究部

我们认为造价软件市场仍将保持快速增长,而广联达已经在现有已普及造价软件的客户中占据一半的市场份额,加上广联达的全方位竞争优势及软件行业强者恒强、赢者通吃的特性,我们坚定地看好广联达工程造价软件产品的增长前景。

(一) 广联达一枝独秀,小公司满地开花

我国的造价软件始于 20 世纪 90 年代,广联达、海文、神机等分别开发出工程造价软件,而今广联达已经发展成含造价软件在内的建筑行业信息化的重要推动者。

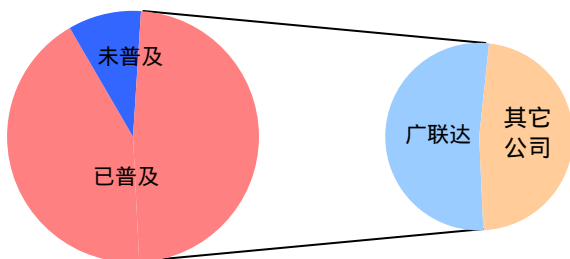
由于我国工程造价管理建立在定额管理基础之上,建筑安装工程预算定额和间接费定额由各省、自治区和直辖市负责管理,相关专业定额由各部负责修订及管理,由此形成了各地区、各行业定额的较大差距,并且由于各地区材料价格不同、取费的费率差异较大等地方特点,很难开发出解决全国通用性问题造价软件,也因此形成当前工程造价软件行业广联达一枝独秀,小公司满地开花的竞争态势。

一般来说,工程造价软件包含计价软件和算量软件。根据产品线及业务领域的宽窄,我们把行业内的公司分成三类。第一类是地区性小公司,其产品较单一,以开发入门级计价软件为主,销售范围、服务范围、产品应用范围局限性大,基本限制在公司所在的地市级区域;第二类是省级公司,其产品线比较全,能够包含计价及算量软件,软件销售范围比第一类公司大,能够达到省级或几个定额特性相近、位置接近的省份;第三类是以广联达为首的全国性公司。

由于技术水平及专业理解程度受限,大多数计价软件产品公司只提供解决工程招投标报价功能的预算软件,其功能单一、实用性及易用性较差,并且由于平台受限无法给用户提供更自由设计工作环境及多种报价方式,更无法提供造价全过程管理的信息化支撑。从造价软件的专业性角度和适应性角度来看,技术实力雄厚且覆盖范围能达到全国性的公司并不多。

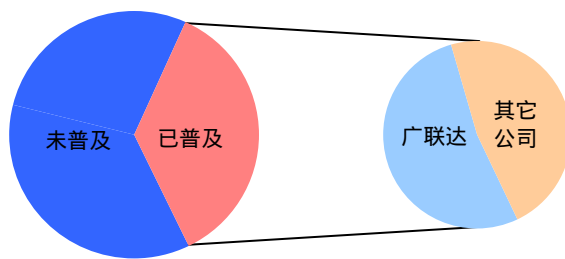
而广联达涵盖了从预算-洽商-统计-结算-审核等造价全生命周期在内的全过程管理模块,并且作为唯一覆盖全国的工程造价软件厂商,起步早、产品线宽、覆盖范围广,分支机构及代理商众多,软件有较好的通用性和易用性,服务体制和质量体系规范,对造价专业的理解透彻。我们认为,广联达的造价软件地位相对强势,我们预计随上市后品牌提升和资金获得公司将保持更快发展。

图 2：广联达计价软件市场份额



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

图 3：广联达算量软件市场份额



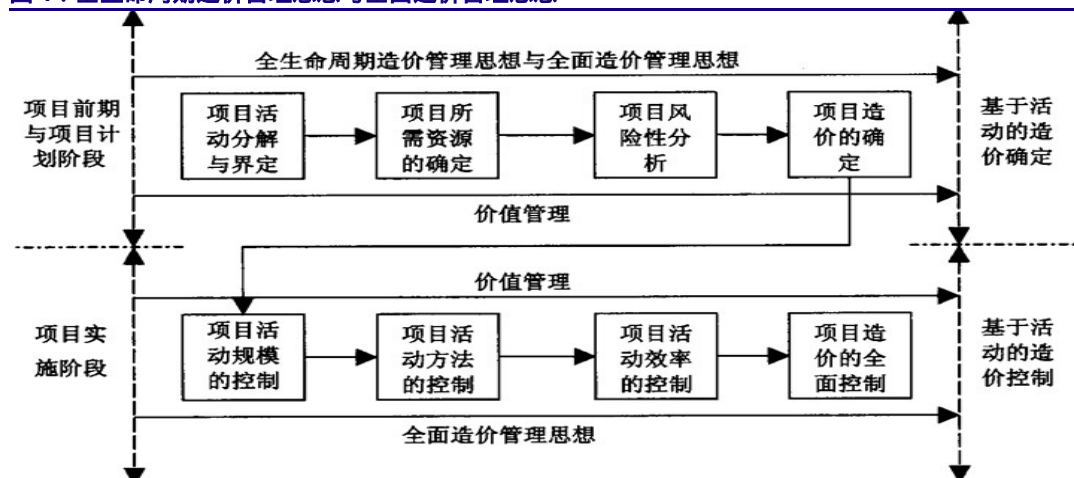
资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

公司产品正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,产品线最全面,同类产品价格销售高于竞争对手,品牌、服务、客户好评度均排名居首;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较高的利润率水平。

而且,公司不仅推出软件产品,还在逐步向造价管理整体解决方案迈进。广联达的造价解决方案能利用信息化产品与专业服务帮助招投标双方解决计量、询价、计价、招投标文件编制、自动评标和招投标信息发布、数据积累、指标分析和企业定额编制等招投标全过程业务,帮助

客户实现整体业务无间协作，最大化整合各产品的数据资源，提高工作效率，实现招投标全过程信息化管理。

图 4：全生命周期造价管理思想与全面造价管理思想



资料来源：中国造价网，中国银河证券研究部

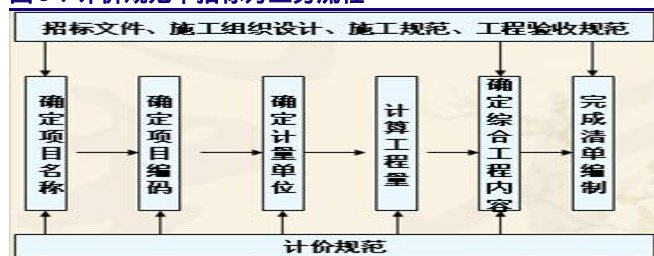
（二）计价软件将持续稳定增长

目前计价软件市场相对比较成熟，市场普及率达 90%，其中，广联达占有 53% 的市场份额。由于我国各地传统定额的地区特性明显，并且做入门级计价软件对技术要求比较低，所以全国各地有许多只开发入门级计价软件的地区性公司。事实上这也是计价软件迅速普及的重要原因。目前全国工程造价从业人员 60 多万人，每年新增 2 万人；计价软件产品升级及定额库需每 3-5 年更新一次，从以上要素看，我们认为计价软件市场将持续稳定增长。

广联达计价产品包含清单与定额两种计价方式，并提供清单计价转定额计价功能功能，组价快速、调价方便，可支持不同时期、不同专业的定额库，满足不同工程的计价要求。

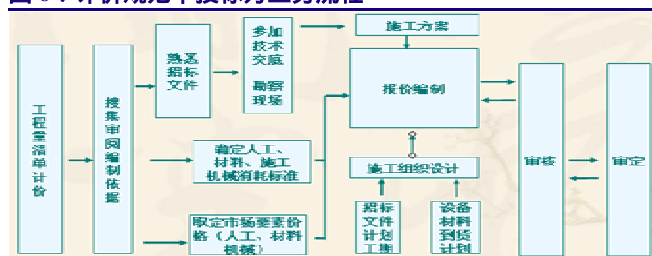
我们预计广联达计价软件销售收入在未来 2 年仍可保持约 30% 的增长率，之后增长率会逐渐维持在 20%-30% 之间。增长来自于，每年新增 2 万造价人员；原有应用率及普及率提高；上市后原有市场份额仍可平缓上升；计价软件产品每 3 年左右进行升级，约 50% 的原有客户选择升级；用户使用的定额库需每 3-5 年进行升级，定额升级收入在 2009 年占到计价产品收入的 38%；2010-2011 年将是公司计价新产品推出升级的时期，也将是定额更新相对多的时期。

图 5：计价规范中招标方业务流程



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

图 6：计价规范中投标方业务流程



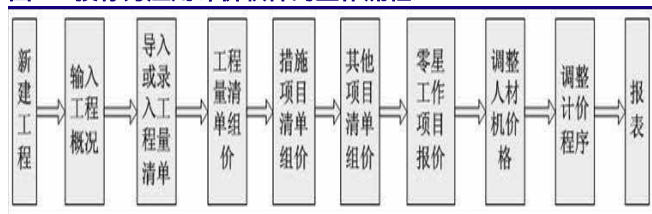
资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

图 7：招标方应用计价软件的工作流程



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

图 8：投标方应用计价软件的工作流程



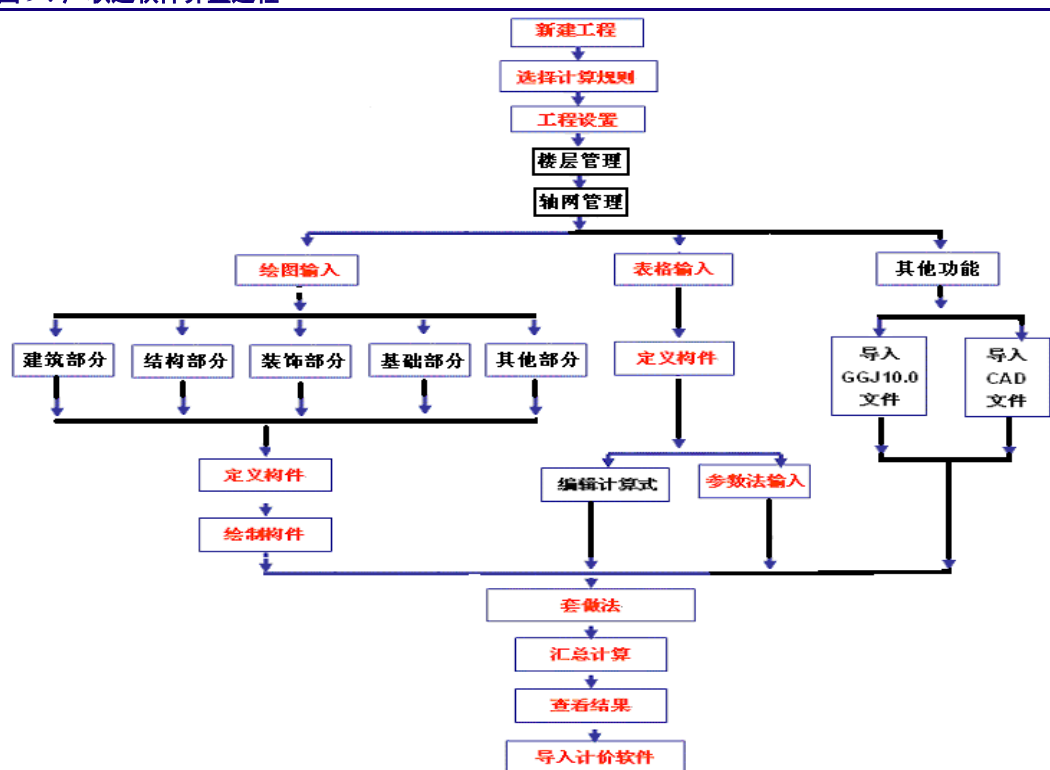
资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

（三）算量软件在 3-5 内将保持高速增长

算量软件应用普及率不到 40%，广联达占有一半的市场份额。公司 2009 年 4 季度推出新产品安装算量软件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。公司下半年到明年还将陆续推出其他新产品及产品升级。

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，并且新功能模块不断开发出来，预计 5 年内普及率达到 75% 以上；2009 年新推出安装算量产品在 2010 年上半年销售情况良好；广联达的算量产品市场份额将逐步上升。

图 9：广联达软件算量过程



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

目前广联达销售收入依然主要来自于工程造价领域。公司不断加大研发投入，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。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，公司新区域市场取得了更高的销售增长。公司上半年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 个省区的自有销售渠道，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，这也是公司在很多方面胜过竞争者的关键因素之一。

表 1：工程造价领域主要竞争对手及优劣势对比

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，有形成行业应用标准的趋势	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

三、建筑行业信息化起步 项目管理软件大有可为

工程项目管理软件是建筑施工企业的核心业务软件，由全过程造价系统和施工项目成本管理系统组合而成，是对现有建设项目管理方法的全面集成。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。施工企业可以通过工程项目管理软件使总部与项目部之间形成统一的管理平台，并借助管理平台系统整合项目部现有的工料机等资源，及时采集数据信息、合理调配资源并控制项目进度，从而在保证工期、质量的前提下把项目部成本降到最低，使总部利润达到最大化。

广联达项目管理软件上半年实现销售收入 245 万元，同比增长 37.36%，毛利率是 52.35%，比去年增长 23.27%，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，这一比重将大大提高，项目管理软件将成为公司长期的利润增长点。

（一）工程项目管理软件市场即将启动

随着市场竞争加剧，建筑企业的生存环境愈发严峻，控制项目成本、提高成本管理水平日益被提上日程；由于市场环境变化迅速，项目施工的节奏明显加快，项目成本、工期、质量的互动影响及项目施工面临的众多不确定因素越来越多，实时掌握项目部成本信息及项目进度，加强成本及进度控制，合理调配资源，理顺总部、分支、项目部的三者关系，建立良好的管理机制，提升企业内部管理水平成为建筑施工企业亟待解决的需求。

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。我们认为我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，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。建设部于 2007 年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，并且作为资质评审必备的条件。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 6400 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。

表 2：施工企业资质标准

标准/分级	注册资本	建造师
特级	企业注册资本金 3 亿元以上；企业净资产 3.6 亿元以上；企业本专业上缴营业税连续三年在 5000 万元以上。	一级建造师(一级项目经理)50 人以上。
一级	企业注册资本金 5000 万元以上，企业净资产 6000 万元以上；企业近 3 年最高年工程结算收入 2 亿元以上。	一级建造师不少于 12 人
二级	企业注册资本金 2000 万元以上，企业净资产 2500 万元以上；企业近 3 年最高年工程结算收入 8000 万元以上。	二级以上建造师不少于 12 人
三级	企业注册资本金 600 万元以上企业净资产 700 万元以上；企业近 3 年最高年工程结算收入 2400 万元以。	二级以上建造师不少于 10 人

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

(二) 广联达竞争优势独特

目前国内工程项目管理软件市场呈现群雄混战局面，市场品牌分散，做建筑企业工程项目管理软件的软件公司比较少，即便有，成功实施的案例也并不多。原因有几个方面：

作为小 ERP 式的系统，工程项目管理系统对实施要求很高，除了良好的软硬件环境和数据流通能力，还需要标准化项目管理理念及建筑行业的长期经验积累；由于不同企业有不同的管理方式，硬性实施可能事倍功半，项目实施中的培训和辅导不可或缺；部分企图进入工程项目管理软件领域的 ERP 厂商缺乏建筑行业经验；有的软件商忽略了最终用户的最根本需求，盲目追求系统大而全，操作复杂，用户需要经过长期的培训才可以很好地操作，而建筑施工企业人员整体文化素质较低，复杂系统并不可行。

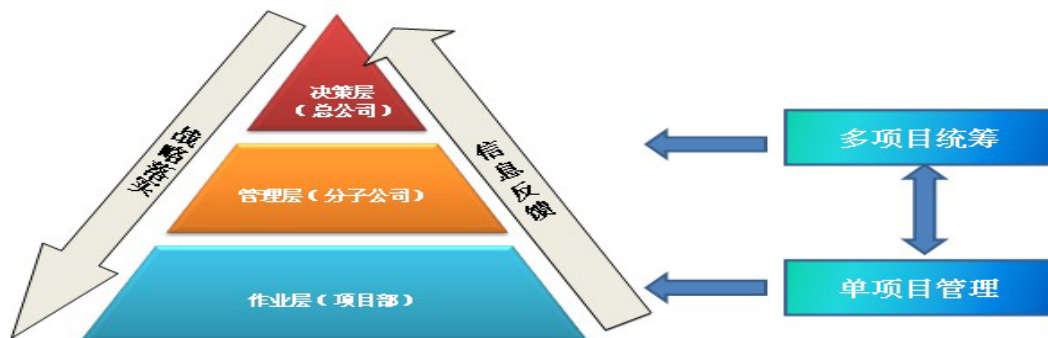
广联达的优势在于：

1、广联达 GPM 模式——把握管控和支撑的平衡，克服项目部阻力

事实上这正是广联达建筑企业工程项目管理软件优于其它 ERP 及项目管理软件之处。建筑行业是个很特殊的行业，之所以到现在建筑行业信息化水平都不高，很大原因就是通用管理软件厂商很难洞悉建筑行业总部、分支、项目部之间的运营规则，公司总部为了通过企业资质评审或有基于提高自身管理水平的需求，但在信息化实施过程中总部、分支和项目部利益分配问题使得信息化推进阻力重重。

通用管理软件厂商的工程项目管理软件通常是自上而下式建设，从管理层和决策层的角度进行管控，总部层面付出的代价比较小，但是对于项目部来说，由于缺少底层数据支持，大部分信息采集、流转、管理工作都要用手工操作，这样不仅没有提高项目部工作效率，反而增添了额外的工作量。总部要想实现短周期多维度的项目核算的话，项目部的手工拆分、填数工作工程量极其巨大，数据迟报、早报、错报现象众多，时间久了也将影响总部层面的管理决策。另一方面，同一平台的数据共享本身就是对项目部管理的制衡，项目部管理决策权力将大大减少。通用管理软件普遍无法为项目部创造新的价值，反而增加其工作量、上缴管理权，项目部方面对推行信息化的阻力可想而知。

图 10：广联达工程项目管理软件体系构建



资料来源：公司资料

目前国内 ERP 厂商试图进入建筑企业项目管理领域，进展不大。其发展思路是：（一）基于施工财务管理系统进行数据集成搞管理软件平台建设；（二）基于房地产开发商层面应用，某些 ERP 厂商针对房地产企业搭建 OA 协同、人力资源财务系统整合的小 ERP 系统，但均由于自上而下式建设、缺少数据支撑和项目部支持而发展缓慢。

而广联达是基于工程造价软件数据提取，集成工料机造价信息、招投标信息、社会实时价格信息来完成数据支撑，项目管理软件和造价软件之间能够完成无缝对接，能从管控和支撑两方面着手，既能为建企总部做好资金风险、成本管控，也能帮助项目部提升工作效率、减少工作量、提高总体利润水平，由于项目是企业利润来源，由此管控矛盾及项目部阻力减少。我们认为，从克服建筑行业项目部阻力及提高工料机管理效率、理顺项目流程的角度来说，广联达模式更优。

2、三大方法论支撑公司批量化推广项目管理软件

广联达新产品推出一般要经历三个阶段实验室研发阶段、孵化阶段、市场推广阶段。其中孵化阶段又包含产品孵化、样板客户孵化、销售孵化、实施孵化等四个步骤，目前公司在孵化中的项目级项目管理样板客户近 300 家，企业级项目管理客户约为 3 家。

员工招聘进公司之后，公司会依据培训方法论对员工进行标准化培训；新产品销售孵化采用销售方法论保证产品销售，而销售规模化的前提也正是销售方法论的总结，公司销售方法论中的六大阶段让普通人经过训练后都可以进行大客户销售；而实施方法论是用于保证大解决方案交付后带来项目管理能力的转移，让客户能真正把系统用起来。

广联达方法论支撑带来的好处是，公司软件能够得到普遍应用和认可、产品适用度及易用度高，系统搭建及运行过程中能够保证实施及服务标准化，使客户能够真正得到项目管理信息化带来的好处，最重要的一点是当工程项目管理软件市场进入爆发期时，公司能够进行批量化推广。

图 11：广联达三大方法论支撑公司批量化推广项目管理软件



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

3、拥有独立的开发平台，和造价软件实现无缝对接

广联达现有的开发平台保证了 7+2+1 模式的可行，70% 是广联达标准化产品平台，剩下的 30% 是个性化定制部分。从软件的特性上来说，在现有软件基础平台上定制开发企业级管理软件，既能保证软件的针对性和适应性，又在通用模块上降低了企业实施的转换成本，同时，和造价软件无缝对接，有强大的底层数据支撑。

4、长期的建筑行业经验积累

建筑企业项目管理信息化对行业经验要求高，目前我国建筑业项目管理对实时性及动态性要求高、不确定因素多、管理基础薄弱、人员普遍文化素质不高，不了解行业特性及软件使用者的使用习惯水平的管理软件在实施中一定会遇到问题。广联达有多年建筑行业经验，能够针对我国建筑施工企业的侧重物料管理、成本控制、资源调配等的项目管理模式提供最适用的软件，给建筑企业带来最实际的价值。同时，广联达的管理软件界面友好，适用性和易用性都比较高。

5、帮助企业建立成本中心+利润中心的运作模式

项目管理人员可以在平台上进行项目成本管理操作，实现资源与信息共享，项目管理者可以实时掌握动态的成本信息，随时召开成本分析会，根据掌控的成本信息及时调整决策，优化资源配置，真正作到成本管理各环节的事前计划、事中控制、事后分析，实现动态管理，以降低成本，以适应低价竞标的市场环境，帮助企业建立“项目部作为成本中心+公司作为利润中心”的运作模式，实现项目管理效益的最大化。

目前，广联达投入研究跟踪工程项目全生命周期+全过程管理近 10 年，并在近期为工程项目管理软件的销售做了全面准备工作，整个项目管理软件计划于 2010 年孵化结束，2011 扩大到 10 个分公司，2012 年到 20 个分公司，2013 年做大规模全国扩展。我们预计自 2011 年起，公司将会在项目管理软件市场实现突破性的销售进展。

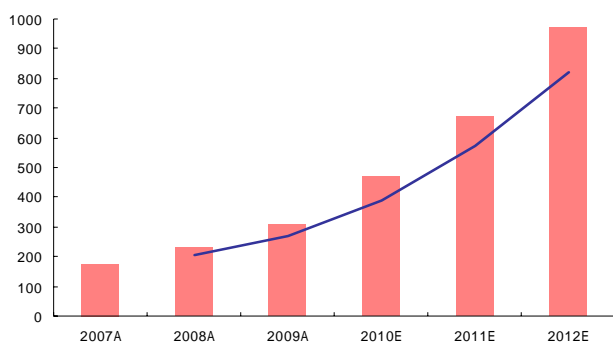
四、盈利预测及公司估值

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%。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。

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 1.8 亿元，实现每股收益 1.5 元。公司 2010 年预期市盈率是 43 倍，2011 年预期市盈率是 31 倍，和 TMT 行业其它公司估值相当，但是我们认为公司的盈利能力和成长性更优。

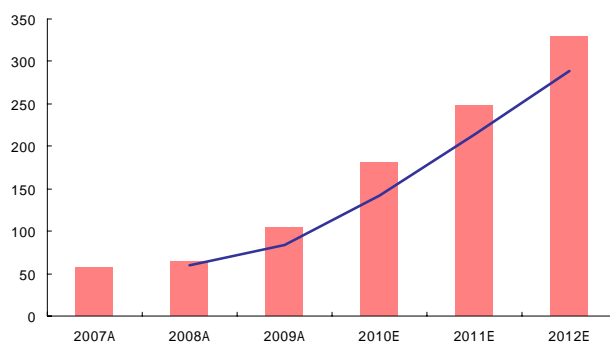
我们坚定地长期看好公司的发展前景，并继续维持推荐投资评级。

图 12：广联达历史收入增长及未来三年预测



资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究部

图 13：广联达历史盈利增长及未来三年预测



资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究部

表 3：广联达分业务收入预测（百万元）

	2008	2009	2010	2011	2012
计价软件					
销售收入	90.45	116.04	155.31	199.59	255.57
YoY		28.29%	33.84%	28.51%	28.05%
毛利率	96.52%	97.27%	97.75%	97.85%	98.11%
成本	3.15	3.37	3.49	4.29	4.83
YoY		6.98%	3.69%	22.80%	12.56%
毛利	87.30	112.67	151.82	195.30	250.74
YoY		29.06%	34.74%	28.64%	28.39%
占总收入比重	39.19%	37.60%	33.11%	29.70%	26.39%
占主营业务利润比重	39.57%	37.91%	33.61%	30.71%	27.80%
算量软件					
销售收入	129.67	172.77	287.91	405.21	558.11
YoY		33.24%	66.64%	40.74%	37.73%
毛利率	96.52%	97.27%	97.75%	97.85%	98.11%
成本	4.51	5.01	6.48	8.71	10.55
YoY		11.09%	29.30%	34.49%	21.08%
毛利	125.16	167.76	281.43	396.50	547.56
YoY		34.04%	67.76%	40.89%	38.10%
占总收入比重	56.18%	55.98%	61.38%	60.30%	57.62%
占主营业务利润比重	56.73%	56.45%	62.30%	62.34%	60.72%
项目管理软件					
销售收入	5.14	7.61	16.69	55.94	135.65
YoY		48.05%	119.32%	235.17%	142.49%
毛利率	50.58%	60.05%	55.73%	58.92%	62.13%
成本	2.54	3.04	7.39	22.98	51.37
YoY		19.69%	143.05%	211.02%	123.54%
毛利	2.60	2.37	6.05	13.26	26.79
YoY		-8.85%	155.27%	119.17%	102.04%
占总收入比重	2.23%	2.47%	3.56%	8.32%	14.01%
占主营业务利润比重	1.18%	0.80%	1.34%	2.08%	2.97%
服务及其它					
销售收入	5.55	12.19	9.18	11.24	19.23
占总收入比重	2.40%	3.95%	1.96%	1.67%	1.99%
占主营业务利润比重	2.52%	4.10%	2.03%	1.77%	2.13%
合计					
总收入	230.81	308.61	469.09	671.98	968.56
YoY		33.71%	52.00%	43.25%	44.14%
总成本	10.20	11.42	17.36	35.98	66.75
毛利	220.61	297.19	451.73	636.00	901.81
平均毛利率	95.58%	96.30%	96.30%	94.65%	93.11%

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究部

表 4：公司财务报表预测（百万元）

资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	98.4	156.8	2371.6	2396.4	2660.8	营业收入	230.8	308.6	469.1	672.0	968.6
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	10.2	11.4	17.4	36.0	66.7
应收账款	2.7	3.8	5.7	8.2	11.8	营业税金及附加	4.0	5.7	8.4	12.1	17.4
预付款项	4.0	0.9	-0.8	-0.4	-0.4	销售费用	115.4	139.6	200.8	292.7	421.8
其他应收款	1.3	1.9	2.8	4.1	5.9	管理费用	59.4	73.9	103.7	137.8	208.2
存货	0.6	0.7	1.0	2.1	3.9	财务费用	-0.7	0.4	2.0	2.0	2.0
其他流动资产	0.0	0.0	76.3	76.3	76.3	资产减值损失	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	32.5	76.3	187.9	387.4	514.6	投资收益	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	47.4	49.8	199.9	224.9	162.5	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	42.6	77.6	136.8	191.5	252.3
无形资产	26.9	28.2	25.4	22.5	19.7	营业外收支净额	26.1	32.2	52.4	69.0	92.4
长期待摊费用	0.1	0.5	0.5	0.4	0.4	税前利润	68.7	109.7	189.2	260.5	344.7
资产总计	214.0	337.9	2889.3	3140.9	3474.4	减：所得税	4.4	4.1	7.6	10.4	13.8
短期借款	0.0	30.0	0.0	0.0	0.0	净利润	64.3	105.6	181.7	250.0	330.9
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司的净利润	63.6	104.7	180.4	248.3	328.8
应付账款	2.5	0.7	1.1	2.3	4.3	少数股东损益	0.8	0.9	1.2	1.7	2.1
预收款项	1.2	1.3	1.6	2.0	2.6	基本每股收益	0.85	1.40	1.50	2.07	2.74
应付职工薪酬	23.4	43.0	43.0	43.0	43.0	稀释每股收益	0.53	0.87	1.50	2.07	2.74
应交税费	0.6	9.5	9.5	9.5	9.5	财务指标					
其他应付款	1.4	4.6	4.6	4.6	4.6	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	31.5%	33.7%	52.0%	43.3%	44.1%
长期借款	7.5	0.0	50.0	50.0	50.0	EBIT 增长率	-8.0%	86.6%	78.0%	39.4%	31.4%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	10.4%	64.7%	72.3%	37.6%	32.4%
负债合计	51.6	90.3	111.0	112.6	115.2	盈利性					
股东权益合计	162.4	247.6	2778.3	3028.3	3359.2	销售毛利率	95.6%	96.3%	96.3%	94.6%	93.1%
现金流量表（百万元）						销售净利率	27.5%	33.9%	38.5%	36.9%	34.0%
净利润	64	106	182	250	331	ROE	39.1%	42.3%	6.5%	8.2%	9.8%
折旧与摊销	6	8	15	28	38	ROIC	21.46%	27.04%	4.71%	6.03%	7.16%
经营活动现金流	62	141	198	277	366	估值倍数					
投资活动现金流	-24	-70	-350	-250	-100	PE	122.36	74.54	43.23	31.33	23.67
融资活动现金流	-14	-12	2367	-2	-2	P/S	22.1	16.5	17.4	12.1	8.4
现金净变动	24	58	2215	25	264	P/B	31.3	20.6	2.9	2.7	2.4
期初现金余额	75	98	157	2372	2396	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	98	157	2372	2396	2661	EV/EBITDA	104.8	57.9	37.9	26.2	18.9

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究部

表 5：基于 SWOT 框架的公司战略的分析

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	工程造价软件市场份额领先于其他国内厂商，竞争对手难以跟上；开发实力强，是极少数拥有自主开发平台的造价软件商之一；在造价软件领域是产品线及功能最齐全的；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。	分值：4.5
劣势	与住建部及其它建设口单位无股权或隶属关系，对公司竞争力有一定影响。	分值：3.0
机会	国内建筑业企业信息化起点非常低，市场空间巨大；国家对具有资质的建筑施工企业提出信息化要求；工程项目管理软件市场较为分散，不存在具有明显竞争力的公司。	分值：5.0
威胁	中国建筑科学院下属的 PKPM 可能通过改善营销在造价软件上取得更高的市场份额；大 ERP 厂商可能会进入工程项目管理软件领域。	分值：3.5

注：分值 1 - 5，越高越好

资料来源：中国银河证券研究部

表 6：基于波特五力框架的公司竞争力分析

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.1
供应商力量	不重要。	分值：5.0
新进入壁垒	作为造价软件供应商，核心竞争力很大程度上依赖于其对建筑工程行业背景、业务发展、信息化需求的认知及行业经验的积累，其他软件商无法在短时间内赶超，因此，行业具有较高的的壁垒。但是管理软件实力厂商还是可以通过并购等方式进入该市场。	分值：3.5
客户力量	客户比较分散，总体议价能力不强，对公司影响不大。	分值：5.0
替代产品	工程造价软件及项目管理软件均存在可替代产品，但是从长期趋势来看，建筑信息信息化及项目管理信息化将成为趋势。	分值：3.5
竞争对手	在工程造价软件领域的主要竞争对手有 5 家，其它地方性小公司可不予考虑，但鉴于公司的自主开发平台及细分行业龙头地位，竞争对手不构成威胁；而工程项目管理软件领域当前处于群雄逐鹿的状态，尝试进入该领域的厂商较多，竞争较激烈，但尚不存在具有明显优势的厂商存在。	分值：3.5

注：分值 1 - 5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

资料来源：中国银河证券研究部

插图目录

图 1：工民建、安装、园林、市政等各类目定额分类	5
图 2：广联达计价软件市场份额	6
图 3：广联达算量软件市场份额	6
图 4：全生命周期造价管理思想与全面造价管理思想	7
图 5：计价规范中招标方业务流程	7
图 6：计价规范中投标方业务流程	7
图 7：招标方应用计价软件的工作流程	7
图 8：投标方应用计价软件的工作流程	7
图 9：广联达软件算量过程	8
图 10：广联达工程项目管理软件体系构建	10
图 11：广联达三大方法论支撑公司批量化推广项目管理软件	11
图 12：广联达历史收入增长及未来三年预测	12
图 13：广联达历史盈利增长及未来三年预测	12

表格目录

表 1：工程造价领域主要竞争对手及优劣势对比	9
表 2：施工企业资质标准	10
表 3：广联达分业务收入预测（百万元）	13
表 4：公司财务报表预测（百万元）	14
表 5：基于 SWOT 框架的公司战略的分析	15
表 6：基于波特五力框架的公司竞争力分析	15

分析师简介

王家伟，中国银河证券 IT 行业研究员、总监。证券业从业经验 8 年，先后在长城证券、中信证券研究部工作，获得 2006 年新财富最佳分析师家电行业第 3 名、2007 年今日投资信息技术行业最佳分析师奖、2008 年今日投资信息技术行业最佳分析师入围奖。清华大学计算机系学士，人民大学金融系硕士。曾在航天部第二研究院、美国通用电气公司任职。研究特色：注重长线价值；控制风险；独立挖掘，不跟风。

王莉，中国银河证券 IT 行业研究员。自 2006 年进入证券行业，先后在东方基金、日信证券工作。北京理工大学管理工程系硕士，人民大学金融系双硕士。研究特色：关注成长与价值的平衡点；思维逻辑性强；细致认真；信息丰富。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6 - 12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

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。

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