

# 广联达 (002410.SZ) 软件行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

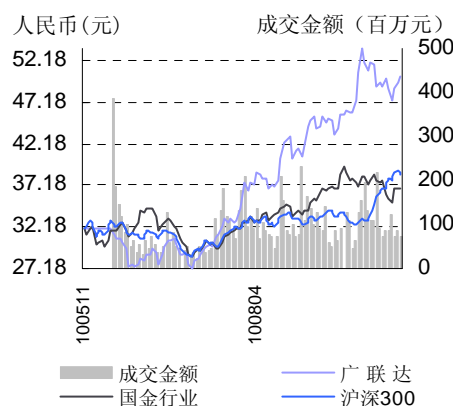
市价 (人民币): 50.23 元

目标 (人民币): 60.00 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)	45.00
总市值 (百万元)	9,041.40
年内股价最高最低 (元)	53.58/27.18
沪深 300 指数	3374.68
中小板指数	6921.32



## 相关报告

1. 《算量推广见成效, 利润增长仍迅猛》, 2010.8.16

**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)61038267  
yihh@gjzq.com.cn

## 公司基本情况 (人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股盈利 (元)	0.847	1.396	0.969	1.562	2.240
净利润增长率	10.42%	64.74%	66.57%	61.24%	43.37%
市盈率 (倍)	59.33	36.02	51.89	32.18	22.45
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%	30.99%	33.32%	32.33%
每股净资产 (元)	2.15	3.28	7.26	10.89	16.09
每股经营性现金 (元)	0.82	1.88	1.42	3.39	4.99
发行股数 (百万股)	75.00	75.00	180.00	180.00	180.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 广联达 2010 年前 3 季度实现收入 2.93 亿元, 同比增长 62.01%; 实现归属于母公司净利润 1.10 亿元, 同比增长 83.52%, EPS 0.613 元, 其中第 3 季度 EPS 0.23 元, 业绩基本符合预期。

## 经营分析

- 前三季度公司采用精准的销售策略成效显著, 新客户购买、老客户加购踊跃; 公司持续加大研发投入, 加快新产品上市步伐, 同时注重新产品的客户应用率, 为公司收入的稳步增长奠定基础, 在三项费用上严格控制成本, 实现远低于收入的增速。
- **造价软件需求旺盛, 新产品层出不穷:** 前三季度公司造价软件业务依然是公司收入的主要来源收入占比达到 96.8%, 毛利率也不断上升。造价软件增长的来源主要来自算量软件新产品的不断推出, 算量产品能够彻底解放算量员大量繁琐和耗时的计算工作, 行业渗透率较低, 我们认为长期高速增长趋势不会改变。除钢筋算量产品的持续畅销外, 土建、安装算量产品也得到行业的普遍认可, 同时正在产品孵化期的精装算量、钢筋下料产品将是公司未来增长的主要动力。
- **项目管理软件承建了建筑领域四大代表性领域公司, 未来随着销售方法论和实施工具的完善将实行快速发展:** 项目管理近占公司收入 4% 左右, 未来随着政策性利好, 以及行业本身提升管理的需求, 未来项目管理软件市场将空间巨大。公司近期承建了中国建筑、住总、中南控股、22 冶, 分别是中国最大的综合性、房地产、民营、钢结构领域的建筑公司, 未来通过这些行业龙头项目的实施完成, 将对整个行业具有示范性效应。

## 盈利调整

- 我们略微下调 10 年业绩至 0.969, 维持 11/12 年 1.562/2.240 元的盈利预测, 净利润同比增长 66.57%、61.24%、43.37%。原因是 10 年公司多款新品的推出加大了销售人员数量, 让销售费用增幅略超预期, 同时研发支出增长较快, 未来随着营销网络的成型, 销售费用占比将大幅降低。

## 投资建议

- 目前股价对应摊薄后 51X10PE、32X11PE、22XPE 年 PE, 随着公司三年复合 50% 以上成长以及年度估值转换, 上调公司 6 个月内目标价为 60 元。

**图表1：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
<b>计价软件</b>					
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%
<b>算量软件</b>					
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%
<b>项目管理软件</b>					
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%
<b>服务</b>					
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：国金证券研究所

图表2：三张表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	176	231	309	490	722	971
增长率		31.5%	33.7%	58.7%	47.5%	34.4%
主营业务成本	-10	-10	-11	-27	-51	-75
%销售收入	5.7%	4.4%	3.7%	5.6%	7.0%	7.7%
毛利	166	221	297	462	672	896
%销售收入	94.3%	95.6%	96.3%	94.4%	93.0%	92.3%
营业税金及附加	-3	-4	-6	-8	-12	-17
%销售收入	1.8%	1.7%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%
营业费用	-90	-115	-140	-196	-253	-321
%销售收入	51.3%	50.0%	45.2%	40.0%	35.0%	33.0%
管理费用	-27	-59	-74	-113	-152	-185
%销售收入	15.3%	25.7%	24.0%	23.0%	21.0%	19.0%
息税前利润（EBIT）	45	42	78	145	255	374
%销售收入	25.9%	18.1%	25.3%	29.7%	35.3%	38.5%
财务费用	0	1	0	4	7	15
%销售收入	-0.2%	-0.3%	0.1%	-0.8%	-1.0%	-1.5%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	46	43	78	149	262	389
营业利润率	26.1%	18.4%	25.1%	30.5%	36.3%	40.0%
营业外收支	19	26	32	32	30	30
税前利润	64	69	110	181	292	419
利润率	36.7%	29.8%	35.6%	37.0%	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	174	281	403
少数股东损益	0	1	1	0	0	0
归属于母公司的净	58	64	105	174	281	403
净利率	32.8%	27.5%	33.9%	35.6%	38.9%	41.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	57	64	106	174	281	403
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	5	6	8	8	8	8
非经营收益	0	0	2	-33	-30	-30
营运资金变动	-7	-9	25	-39	4	5
经营活动现金净流	55	62	141	110	263	386
资本开支	-33	-24	-70	17	18	17
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-33	-24	-70	16	18	17
股权募资	0	10	0	142	0	0
债权募资	20	0	10	-31	0	1
其他	-20	-24	-22	0	0	0
筹资活动现金净流	0	-14	-12	111	0	1
现金净流量	23	24	58	237	281	404

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	75	98	157	393	674	1,079
应收款项	8	4	6	14	20	27
存货	1	1	1	2	3	5
其他流动资产	8	4	1	13	22	31
流动资产	92	107	164	422	720	1,142
%总资产	53.6%	50.0%	48.5%	69.8%	79.4%	85.7%
长期投资	0	0	19	20	19	19
固定资产	52	80	126	121	115	110
%总资产	30.2%	37.3%	37.3%	20.1%	12.7%	8.2%
无形资产	28	27	29	39	50	61
非流动资产	80	107	174	183	187	191
%总资产	46.4%	50.0%	51.5%	30.2%	20.6%	14.3%
资产总计	172	214	338	605	907	1,333
短期借款	3	13	30	0	0	0
应付款项	9	5	7	20	29	39
其他流动负债	30	24	52	21	33	45
流动负债	41	42	89	40	61	84
长期贷款	18	8	0	0	0	1
其他长期负债	4	3	1	0	0	0
负债	62	52	90	40	61	85
普通股股东权益	110	162	246	563	844	1,247
少数股东权益	0	1	1	1	1	1
负债股东权益合计	172	214	338	605	907	1,333

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.767	0.847	1.396	0.969	1.562	2.240
每股净资产	1.636	2.153	3.283	7.261	10.890	16.092
每股经营现金净流	0.825	0.821	1.880	1.421	3.392	4.985
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	52.28%	39.35%	42.53%	30.99%	33.32%	32.33%
总资产收益率	33.39%	29.70%	30.98%	28.85%	31.01%	30.24%
投入资本收益率	31.03%	21.46%	27.04%	24.79%	29.01%	28.84%
增长率						
主营业务收入增长率	43.81%	31.48%	33.71%	58.74%	47.46%	34.45%
EBIT增长率	389.43%	-8.01%	86.64%	86.29%	75.37%	46.91%
净利润增长率	216.66%	10.42%	64.74%	66.57%	61.24%	43.37%
总资产增长率	43.86%	24.13%	57.91%	78.91%	49.98%	47.03%
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%	-69.73%	-79.76%	-86.31%
EBIT利息保障倍数	-140.1	-59.9	206.5	-37.2	-34.7	-25.8
资产负债率	36.05%	24.10%	26.73%	6.69%	6.77%	6.36%

**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	0	1	3	8	14
买入	0	1	1	6	6
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.33	1.40	1.35

来源：朝阳永续

**历史推荐和目标定价(人民币)**

日期	评级	市价	目标价
1 2010-08-16	买入	40.41	75.00 ~ 75.00

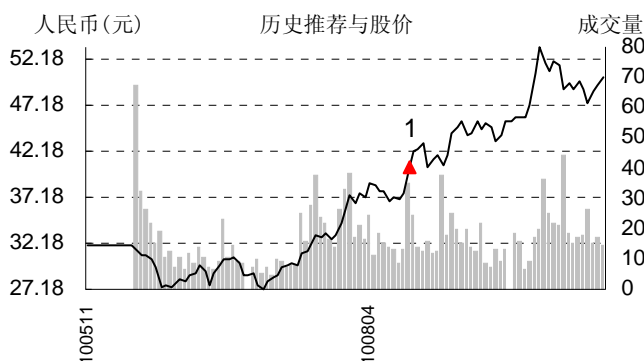
来源：国金证券研究所

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方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