

广联达 (002410.SZ) 软件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

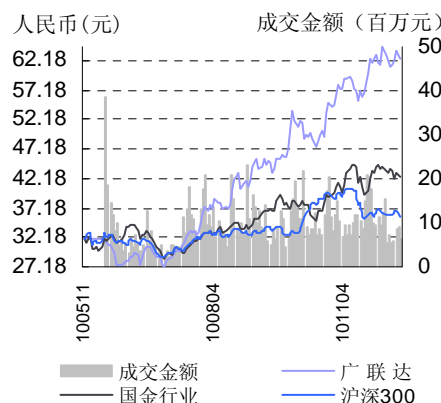
市价(人民币): 62.50 元

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)	45.00
总市值(百万元)	11,250.00
年内股价最高最低(元)	64.49/27.18
沪深 300 指数	3123.37
中小板指数	7397.44



相关报告

- 《三季报符合预期,项目管理将是明年看点》, 2010.10.22
- 《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

投资逻辑

- **建筑行业面临多重困难, 项目管理软件让费用、时间、进度可控:** 建筑行业随着城镇化、工业化的进程依旧长期高速发展, 但是行业面临着信息化程度低、利润薄、管理混乱的困境; 项目管理软件可以有效的改善中国建筑施工企业的粗放式的经营方式, 企业法人项目经理信息不对称, 项目经理与供应商、分包商信息不对称的情况, 同时对企业管理费用和项目管理成本进行有序的控制。
- **梦龙公司是铁路、公路、基础建设领域的龙头, 收购对公司的战略意义巨大:** 1、梦龙公司的平台产品与核心技术, 将大幅度提升广联达公司管理类业务的产品开发能力和方案集成能力; 2、为公司赢得在中铁、中交、中冶、铁建、铁工等系统领域大量优质客户; 3、梦龙公司成熟的集成应用方案, 将加速公司形成主攻大中型施工企业市场的整体解决方案。
- **广联达依托计价、算量软件中的优势黏住客户, 有利于项目管理的推广:** 公司在计价软件和算量软件市场的占有率都在 50%以上; 项目管理软件作为解决当前建筑行业面临困境的必须因素, 依托公司行业领军的品牌效应、遍布全国的 38 个分支渠道以及出色的营销能力, 将会得到迅速的推广。
- **采取给梦龙公司提供现金在二级市场定期购买限制性股票方式进行收购, 体现双方对公司未来发展的重大信心:** 建筑业在我国的发展仍处于快速增长时期, 随着城镇化水平的不断加快, 未来发展空间巨大; 而建筑信息化行业较建筑业本身则增速更为迅猛; 梦龙公司一期收购款 4000 万将在 3 个月内通过二级市场购买股票并锁定 3 年, 充分证明买卖对行业、对公司未来发展前景的重大信心。

投资建议

- 我们认为广联达还会通过持续不断的外延式发展以及充分利用行业现有的先发优势, 巩固计价和算量软件的龙头地位, 并实现业务相关多元化, 未来成为国内建筑信息化领域的综合信息服务提供商。

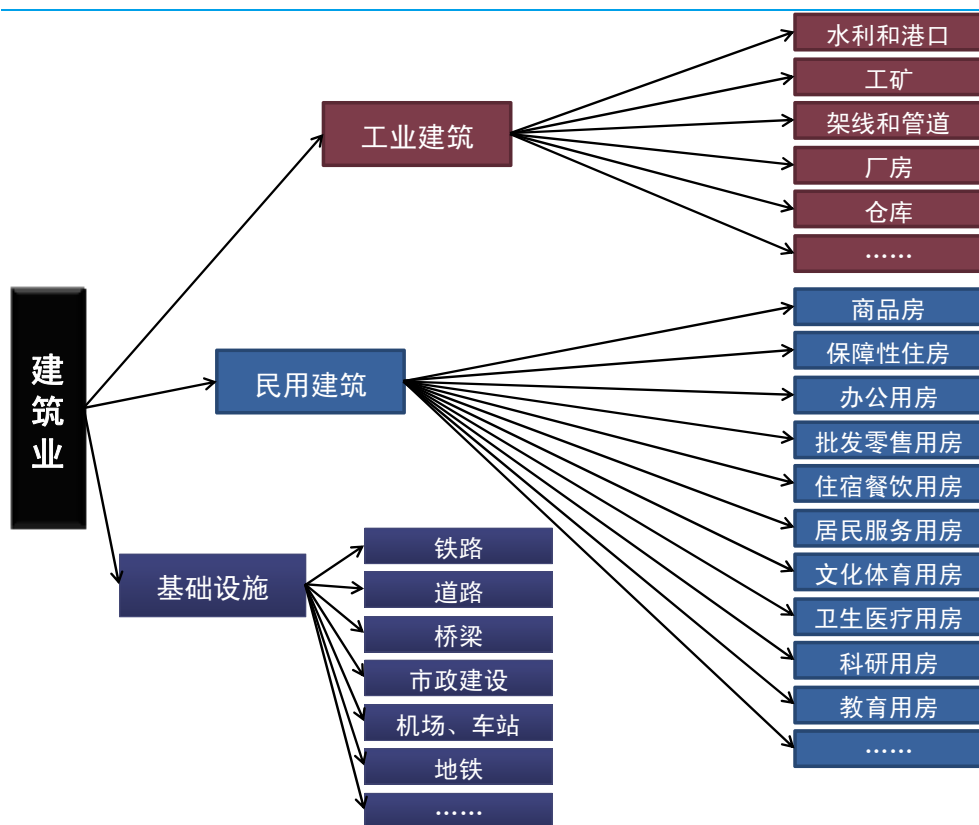
估值

- 10-12 年对应 EPS 为 0.969 元, 1.562 元, 2.24 元, 我们给予公司未来 3 个月 75.00 元目标价位, 相当 47x11PE, 未来还有较大空间, 给予买入评级。

建筑行业面临多种困境，项目管理软件可以解决相应问题

- 建筑行业随着城镇化、工业化的进程依旧长期高速发展，但是行业面临着信息化程度低、利润薄、管理混乱的困境。行业特点：与国家建筑总投资相关，而房地产占比较少，房地产相关的业务占比约为 10%，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。
- 近 10 年来，中国建筑业市场一直保持着年均 22% 的高速增长，2009 年建筑业总产值已经达到 7.59 万亿。目前，中国每年在建施工项目达 60 多万个。世界上近一半的工程在中国建设。“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十七大提出了五化的发展战略“工业化、信息化、城镇化、市场化、国际化”。
- 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。
- 两化拉动规定固定资产投资，从而使建筑行业双引擎：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。

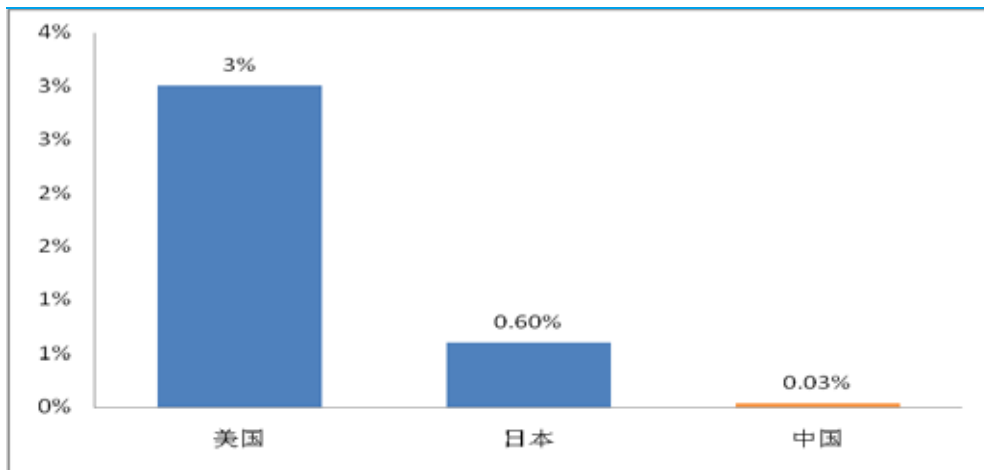
图表1: 建筑业与国家城镇化、工业化进程密切相关



来源：国金证券研究所

- 信息化程度低是国内建筑业面临的一大困境。目前国内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%，而中国仅仅为 0.03%。

图表2: 中国建筑信息化相对美国、日本基础弱、投入低



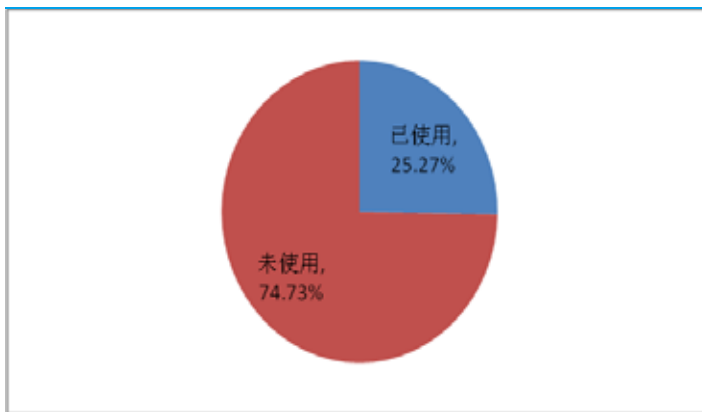
来源：国金证券研究所

- 国内建筑行业也面临着利润薄和管理混乱的问题。原因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，以及对内部管理的不完善。
- 项目管理软件可以基于网络技术、控制技术、系统集成技术等，改造和提升建筑业技术手段和生产组织方式，提高建筑企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。从而解决行业利润薄、信息化低、管理混乱的问题。

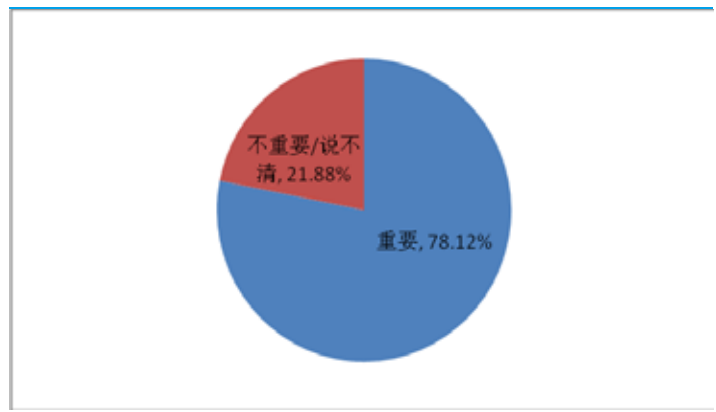
- 国外的有关数据显示，建筑施工企业项目管理的信息化，不仅可以提高建筑施工企业的经济效益，而且可以有效节约建设方的投资，美国的数据显示，建设方和施工方的项目管理信息化可以节约项目投资大约 1%-4%。根据建筑在线网的调查结果，由于丢失文件和缺乏沟通使得建筑项目实施成本增加 20%--30%，而由于项目管理软件的使用，英国建筑市场每年可以节约大量资金，同时缩短施工工期 15%。我国目前建筑行业每年总产值约为 4 万多亿人民币，因此，建筑企业的项目管理信息化能够为国家和企业节约大量的财力、物力。
- 2008 年，“中国施工企业管理协会”调研了国内 1416 家国内建筑施工企业的信息化程度。在被调研的企业中，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。

图表3：项目管理软件的使用情况调研表



来源：国金证券研究所

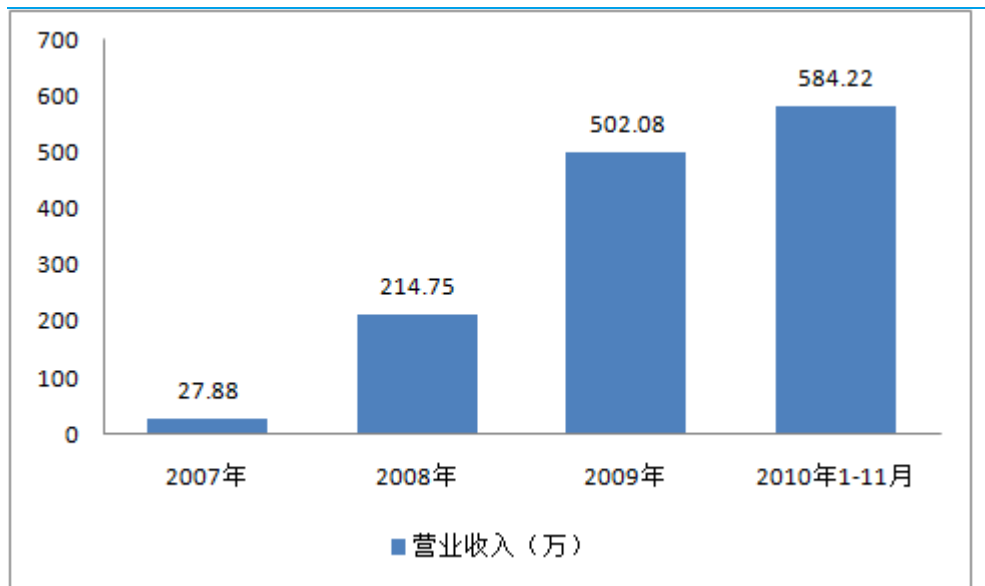
图表4：项目管理软件的重要性调研表



梦龙公司是专业化领域的龙头，收购对公司战略意义巨大

- 梦龙公司致力于为企业、政府、行政事业单位和学校等客户提供以项目管理为核心的信息化产品、解决方案和服务，是国内最早开展项目管理软件业务的服务商之一。其主要产品线包括梦龙 T 平台、梦龙 Linkworks 协同工作软件、梦龙 Linkproject 企业级项目管理平台等。梦龙公司积累了一批分布在各个行业、以大中型企业为主体的客户群体，已经拥有特级资质施工企业客户 20 余家，一级资质企业 100 余家，产品在中铁、中交、中冶、铁建、铁工等系统得到了广泛的推广和应用。近几年，梦龙公司营业收入保持快速增长，2009 年的营业收入是 2007 年近 20 倍。

图表5: 梦龙公司营业收入保持高速增长



来源: 国金证券研究所

- 收购梦龙公司, 对公司的战略意义巨大, 将大幅度提升广联达公司管理类业务的产品开发能力和方案集成能力, 以及赢得在中铁、中交、中冶、铁建、铁工等系统领域大量客户。
- 梦龙公司的平台产品与核心技术, 将大幅度提升广联达公司管理类业务的产品开发能力和方案集成能力。广联达拥有梦龙 T 平台、协同办公系统及项目管理系统等核心产品后, 有助于公司更好的为客户提供企业级一体化集成解决方案, 也为公司产业链发展奠定了坚实的基础; 同时, 已有多年平台技术业务实践的梦龙团队, 亦将有力充实公司的技术力量, 提升公司技术能力和产能。
- 梦龙公司成熟的集成应用方案, 将加速公司形成主攻大中型施工企业市场的整体解决方案。梦龙的协同办公系统 (Linkworks)、协同项目管理系统 (Linkproject) 经过多年的实际应用和发展, 得到大量客户的认可。广联达项目管理系统是更侧重于项目级业务深度应用的专业方案。此前双方已经开展过成功合作, 通过此次并购后的深度整合, 必将加速公司形成主攻大中型施工企业的解决方案, 实现公司项目管理业务的快速成长。
- 梦龙公司拥有一批高质量的客户, 有助于公司的客户拓展。梦龙软件积累了一批分布在各个行业、以大中型企业为主体的客户, 其中特级资质施工企业客户 20 余家, 一级资质企业近 100 余家, 产品在中国铁路工程总公司、中国铁道建筑总公司、中国交通建设股份公司、中国建筑工程总公司、中国冶金科工集团公司等系统得到了广泛的推广和应用。加快了公司向特级、一级企业市场进军的步伐, 也为公司进入铁路、交通、冶金等细分领域打开了通道。
- 梦龙的成熟产品可以在公司的渠道上快速产生回报。梦龙的成熟产品分别属于协同办公软件市场、项目管理软件市场、工程招投标软件市场。由于市场和渠道一直是梦龙发展的瓶颈, 收入稳定却难以快速增长, 客户认可却难以规模化发展。通过此次整合, 广联达依托行业领军的品牌效应、遍布全国的 38 个分支渠道以及出色的营销能力, 必将提速梦龙成熟产品的推广, 快速产生良好回报。

广联达依托计价、算量软件中的优势黏住客户, 有利于项目管理的推广

- 公司在计价软件领域渗透率较高, 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已经达到 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将达到 75%，未来三年内计价收入增长率平均为 23%。

图表6：计价软件的收入来源



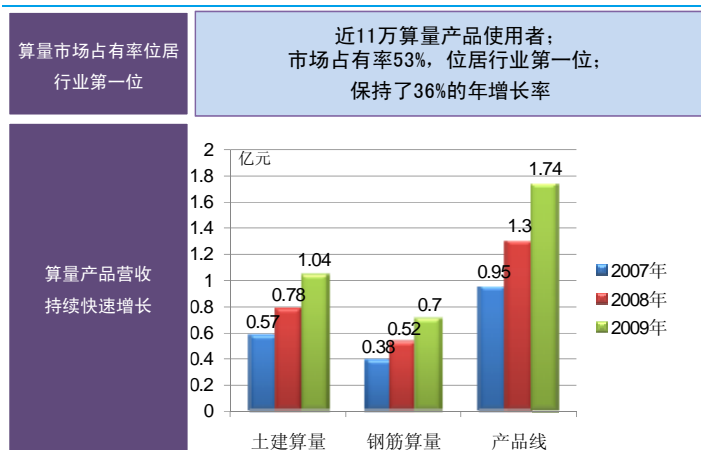
来源：国金证券研究所

图表7：计价软件的子产品系列



- 在算量软件领域，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8：算量软件市场占有率行业第一



来源：国金证券研究所

图表9：算量产品平台统一分模块扩展



- 公司依托计价、算量软件中的优势黏住客户，有利于项目管理的推广。由于公司在建筑信息化行业的高市场占有率，客户粘性已经成为公司的一大核心竞争力。项目管理软件作为建筑行业进一步提高信息化发展的必备要素，可以依托公司行业领军的品牌效应、遍布全国的 38 个分支渠道以及出色的营销能力得到快速推广。

类似高管增持股票，体现对公司未来发展的重大信心

- 作为梦龙公司的最大股东，鞠成立承诺并保证：鞠成立应在收到第一期股权转让款 4,787 万元人民币后 90 日内将第一期股权转让款减去 750 万元人民币保证金及应纳个人所得税后的剩余数额全部用于从二级市场购买广联达公司的股票。鞠成立购买的该部分广联达公司股票在 2013 年 5 月 24 日以前不得转让。
- 高管的增持行为充分表明了其对公司未来发展的重大信心。建筑业在我国的发展仍处于快速增长时期，随着城镇化水平的不断加快，未来发展空间巨大。而建筑信息化行业较建筑业本身则增速更为迅猛，国内建筑业的信息化程度比起发达国家仍然有相当大的成长空间。

- 在这样的产业背景下，作为我国建筑信息化行业的绝对龙头——广联达公司，依托资本市场的强大推力，未来发展前景很值得期待，公司高管的增持则充分表明了对公司发展的重大信心。

附录：三张报表预测摘要

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

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%

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	0	1	3	4	16
买入	0	0	6	7	12
持有	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.73	1.74	1.60

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
2 2010-10-22	买入	49.35	60.00 ~ 60.00

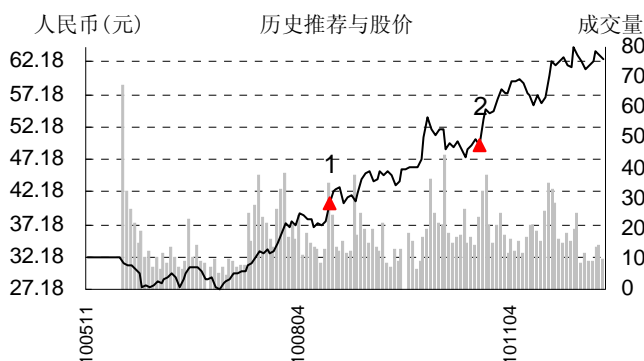
来源：国金证券研究所

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