



上市公司新股研究报告

研究报告
信息服务—软件

谨慎申购

广联达（002410）

2010 年 5 月 11 日

建筑行业工程造价软件龙头 向互联网模式演进

发行价格：58.00 元

计算机与通信行业分析师：陈美凤
SAC 执业证书编号：S0850209080672
chenmf@htsec.com
021-23219409

1. 拥有良好激励机制的软件企业

公司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，产品从最初单一的预算软件逐渐发展为包括工程造价系列软件、工程项目管理系列软件在内的多系列十多个产品，并被建筑行业的相关部门广泛应用于工程建设的业务工作中。

公司目前的股东为 116 位自然人，除刁志中、涂建华、陈晓红等 7 位公司高管持有公司股票外，公司在 2008 年一季度进行定向增资，引入了 104 名核心业务骨干作为公司股东。这一激励措施将有效增强企业凝聚力和公司核心人员的稳定性，为公司长远发展打下良好基础。

截至2010年底，公司对外投资的公司共有8家，其中控股子公司4家，分别为北京广联达管理咨询有限责任公司、杭州广联达慧中软件技术有限公司、济南广联达软件技术有限公司、广联达（美国）软件技术有限公司；参股公司4家，分别为武汉广联达三山软件技术有限公司、南昌广联达软件技术有限公司、深圳广联达慧中软件科技有限公司、内蒙古广联达信息有限公司。同时，公司在全国各地设立了32家分支机构，主要负责公司产品的销售和相关售后服务工作。

表 1 IPO 前后广联达的股权结构

股东名称	发行前		发行后	
	股份数（万股）	持股比例（%）	股份数（万股）	持股比例（%）
刁志中	1993	26.6	1993	19.9
涂建华	1553	20.7	1553	15.5
陈晓红	1553	20.7	1553	15.5
王金洪	777	10.4	777	7.8
邱世勋	518	6.9	518	5.2
王晓芳	436	5.8	436	4.4
安景合	345	4.6	345	3.4
王爱华等 109 位自然人股东	325	4.3	325	3.3
社会公众股东	-	-	2500	25.0
合计	7500	100.0	10000	100.0

资料来源：招股说明书、海通证券研究所整理

2. 工程造价软件市场仍有较大增长空间

公司主要业务为工程造价系列软件、项目管理系列软件的开发、销售和提供相关软件技术服务，在软件行业细分市场——建筑行业软件领域处于龙头地位，其主要产品工程造价软件占据同类产品 50%以上的市场份额。公司产品主要应用于房地产开发、基础设施建设、石油化工、电力等行业工程建设的诸多环节，如建筑设计、招投标、施工、审计、咨询、监理等。公司的营业收入主要来自于工程造价软件领域，2007 年、2008 年和 2009 年工程造价软件收入占公司营业收入的比重分别为 93.77%、95.37%和 94.00%。

工程造价软件主要包括工程量计算软件、钢筋计算软件、工程计价软件、评标软件等，主要用户是建设方、施工方、设计、中介咨询机构及政府部门。根据北京零点前进策略咨询有限公司统计，公司工程造价系列软件的市场占有率在 50% 以上，前五名工程造价软件供应商占据了本行业约 73% 份额，其余的中小型软件供应商占有约 27% 份额。

公司产品的目标客户主要包括建筑行业工程造价从业人员（约 60 万人）、建设方工程造价管理部门（约 4 万个）、施工企业工程造价管理部门（约 13 万个）。目前，工程造价软件构成市场主体。若以公司 2009 年工程计价软件、工程量计算软件和钢筋计算软件等三种软件合计 1.8 万元的单价计算，假设每个工程造价从业人员同时使用三种软件，且进一步假设软件使用周期为 3 年，公司工程造价软件面临的年市场空间极限约为 30 多亿。

工程造价软件的需求驱动力主要来自两个方面：其一，建筑行业渗透率的提高，目前工程量计算软件在国内市场的普及率为 30% 左右，未来普及率有望超过 50%；其二，市场集中度的提高，经过十多年的发展，目前工程造价软件市场已经从众多中小软件商的分散竞争阶段进入到少数领先软件企业的寡头垄断阶段，由于建筑企业对软件供应商的技术和资本实力、售后服务以及品牌等因素越来越看重，未来可能会形成由一至两家企业主导该市场的局面。

我们认为公司主要的竞争力在于：其一，产品基于自主平台开发。国内工程造价软件的开发模式主要有两种：一是基于 CAD 平台，如上海鲁班软件有限公司和深圳斯维尔公司，二是基于自主开发平台，如广联达和 PKPM（中国建筑科学研究院建筑工程软件研究所）。基于自主平台开发研发周期较长，对公司的技术实力有较高要求；而基于 CAD 平台开发主要是进行二次开发，通常不具备独立知识产权，在未来国内知识产权保护加强的情况将面临用户采购成本大幅提高的风险。其二，先发优势。在工程造价软件领域，公司市场份额超过 53%，公司产品在行业用户中具有良好口碑。由于工程造价软件需要经过严格的资质认证，而建筑企业往往只采用特定厂商的产品，公司先发优势明显；其三，客户粘性较强，公司目前累计客户总数超过 9 万家，其中固定客户数约为 6.8 万家（固定客户是指连续两年采购公司软件产品的客户），保持了较强的客户粘性。公司未来可通过对原有产品的升级开发，继续保持在工程造价系列软件业务上的竞争优势。

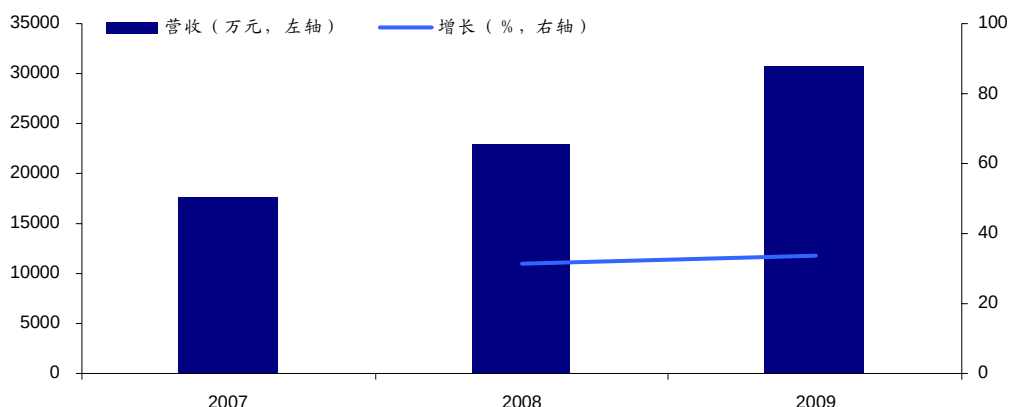
3. 项目管理软件和服务业务未来有望成为新亮点

项目管理软件是工程造价软件的扩展和延伸，旨在为工程建设方和施工方提供满足其建设工程项目管理需求的产品和服务。项目管理软件主要包括为施工方提供的施工项目管理系统和满足建设方的建设工程全过程项目管理系统。目前，我国建筑业的信息化水平仍然不高，单一功能的项目管理软件（如进度管理等）开始得到一定应用，但使用综合项目管理软件的企业仍较少。

从项目管理软件的市场容量来看，国内约有施工企业 13 万家，其中二级资质以上的有 5 万家、一级资质 2000 多家、特级资质 220 多家。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系统，预计成熟后将逐步向一级、二级企业推广。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，将成为未来项目管理系统产品的潜在客户。从项目管理软件市场的整体情况来看，目前仍处于导入阶段，该业务对公司业绩的贡献度较小。

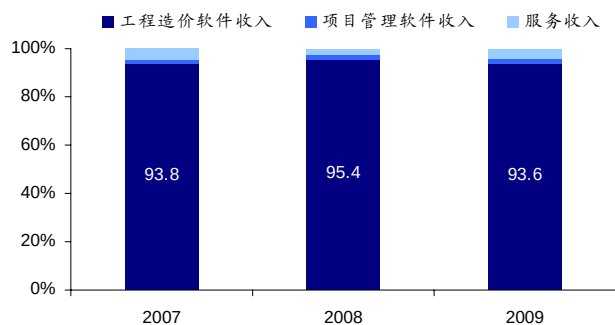
基于庞大的客户基础，公司募股计划投入工程造价信息服务业务和工程招投标协同应用平台业务。这两个项目的投产有望成为公司新的营收增长点，尽管市场空间可能不如公司预期的乐观。

图 1 广联达近三年营收及成长



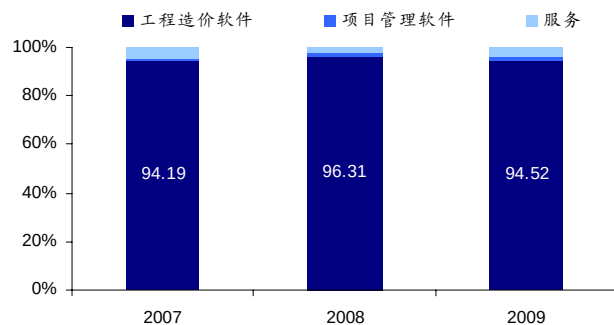
资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图 2 广联达营收结构 (2009 年)



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图 3 广联达毛利结构 (2009 年)



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

4. 公司募投项目分析

公司本次拟公开发行人 2500 万股社会公众股，按照 58 元发行价，预计募集约 14 亿，投入于工程造价系列软件升级、建设工程项目管理软件升级、工程造价信息服务、工程招投标协同应用平台开发、客户服务支持中心和工程项目管理研究中心建设等 6 个项目。工程造价软件升级项目和建设工程项目管理软件项目属于现有产品的升级，是公司作为软件企业生存的基础；工程造价信息服务和工程招投标协同应用平台等两个项目是公司现有业务的延伸，其盈利模式是互联网企业的模式，有望成为公司新的业绩增长点并提升公司业绩的稳定性和长期的想象空间。不过，互联网模式公司以前并未涉及，在项目研发和投产过程中存在较大的不确定性，而且会面临更大的竞争压力。工程造价信息服务项目和客户服务支持中心建设则有助于公司进一步提升服务质量，增强客户粘性。此外，公司本次超募资金预计近 10 亿，巨额超募资金将大幅增加公司利息收入，并提供了资产并购的现象空间。

表 2 募投项目

项目名称	总投资 (万元)
工程造价行业应用解决方案	9324
建设工程项目管理解决方案	7039
工程造价信息服务	4382
工程招投标协同应用平台	3843
客户服务支持中心	2014
工程项目管理研究中心	2974
合计	29575

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

5. 建议谨慎申购

我们预测 2010~2012 年，公司 EPS 分别为 1.34 元、1.72 元和 2.08 元。公司在国内工程造价软件行业处于领导地位，庞大客户基础为公司新盈利模式的开展提供了可能。我们判断公司今后三年业绩稳健增长可能性较大。目前，新上市软件公司 2010 年平均市盈率水平不低于 45 倍。我们以 45 倍的 2010 年 PE 预测公司六个月目标价为 60.30 元，建议投资者谨慎申购。

风险提示： 房地产政策对建筑行业有负面影响；工程造价软件客户基数较大，增速可能会低于预期；项目软件市场的增速难以准确预测。

表 3 广联达利润表预测 (万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	17555	23080	30861	38331	46080	54871
YoY(%)	n/a	31.48	33.71	24.21	20.22	19.08
减：营业成本	1001	1020	1142	1362	1671	1953
毛利	16554	22060	29720	36969	44409	52918
毛利率 (%)	94.3	95.6	96.30	96.45	96.37	96.44
主营业务税金及附加	317	400	568	705	848	1009
营业费用 (销售费用)	9007	11545	13960	17018	20034	23395
营业费用/收入 (%)	51.3	50.0	45.2	44.4	43.5	42.6
管理费用	2686	5936	7392	9011	10608	12388
管理费用/收入 (%)	15.3	25.7	24.0	23.5	23.0	22.6
财务费用	-32	-70	38	-862	-1650	-1650
资产减值损失	-3	-14	4	4	4	4
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-7	0	0	0	0
营业利润	4578	4256	7759	11093	14565	17771
营业外收入	1868	2684	3373	3690	4396	5196
减：营业外支出	1	70	157	157	157	157
利润总额	6446	6870	10974	14626	18804	22810
减：所得税	706	435	411	1109	1457	1777
减：少数股东损益	-16	79	92	118	152	184
净利润	5756	6356	10471	13398	17196	20849
EPS (元)	0.58	0.64	1.05	1.34	1.72	2.08

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

陈美风：计算机与通信行业

重点研究上市公司：中国联通、中兴通讯、东软集团、航天信息、用友软件、青岛软控、浙大网新、中国软件、清华同方、长城电脑、长城开发

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。