

收购梦龙软件 加速项目软件发展

推荐 维持评级

分析师: 王家伟 电话: (8610) 6656 8272 邮箱: wangjiawei@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130209081719

王 莉 电话: (8610) 8357 4039 邮箱: wangli_zb@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130210070010

1. 事件

广联达 (002410) 于 12 月 10 日发布公告, 拟使用超募资金收购北京梦龙软件有限公司 100% 股权, 收购价格为 9434 万元。

2. 我们的分析与判断

交易的主要内容

梦龙软件业务涉及建设工程信息化领域的企业、政府、行政事业单位和学校等, 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企业之一。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; 以及网络计划产品、即时通信产品、网络招标管理系统等。

梦龙软件的特殊价值在于, 积累了一批分布在各个行业、以大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, 一级资质企业客户 100 余家, 其客户包括了中铁工程总公司、中国一汽集团、中国石油、中国石化、中国交通建设股份有限公司、中国有色金属建设股份有限公司等国内最有实力的企业用户, 产品应用于铁道部所有高铁项目 (40 条)、三峡工程、中国核工业集团巴基斯坦 C2 核电等重大项目。

梦龙软件 2010 年 1-11 月的销售收入为 1966 万元, 净利润 161 万元, 11 月 30 日的账面价值为 969 万元; 2009 年销售收入 1933 万元, 净利润 142 万元。收购的价值评估采用了市场法中的参考企业比较法进行价值评估, 估值结果为 9434 万元, 作为这次交易的价格。

转让方鞠成立 (原持有 99.5% 股权) 承诺, 在收到第一期转让款 (4787 万元) 后 90 日内将减去 750 万元保证金及应纳个人所得税后的剩余款全部用于从二级市场购买广联达公司的股票, 且该部分股票在 2013 年 5 月 24 日以前不得转让。这是一种创新方式, 有助于双方共同发展。从进程上看, 这次交易尚须经广联达股东大会批准。

并购目的和主要影响

交易价格相对梦龙的账面价值或者盈利均有相当高的溢价, 广联达之所以愿意付出较高的价格, 主要是出于战略考虑。(1) 梦龙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) 梦龙软件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的整体解决方案。(3) 梦龙软件拥有一批高质量客户。(4) 梦龙的成熟产品可以在广联达的广泛销售渠道上快速产生回报。

我们认为梦龙的核心价值在于: (1) 广联达开发的是自下而上的项目软件技术, 梦龙长期投入于基于项目的企业级管理软件, 对于广联达的原有产品是很好的延伸和互补。(2) 梦龙软件拥有非同寻常的优质客户, 对于意图称霸建筑业项目管理软件市场的广联达具有重要意义。另外收购在费用上不会给广联达带来负担, 梦龙软件人员约 100 人, 相比于广联达原有的 1600 余人, 增加并不多, 况且通过广联达的渠道可使梦龙的产品获得快速销售增长。

3. 投资建议

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；从现在开始的未来几年里公司将会在项目管理软件市场上连续取得迅猛发展。

预计公司 2010 年营业收入为 4.69 亿，净利润增长 57%达到 1.65 亿元，实现全摊薄每股收益 0.91 元。2010-2012 年 EPS 分别是 0.91 元、1.46 元、1.95 元，对应的 PE 分别是 69、43、32 倍。

公司有可靠和持续的高成长，维持投资评级：推荐。

表 1 梦龙软件经营业绩

项目	2009	2010-11-30
营业总收入（元）	19,333,412.98	19,663,026.40
净利润（元）	1,424,091.89	1,612,146.97

资料来源：公司公告

表 2 广联达（002410）营收预测

（百万元）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
计价软件					
销售收入	90.5	116.0	158.0	211.0	278.0
YoY		28.29%	36.16%	33.54%	31.75%
毛利率	96.5%	97.3%	97.8%	97.9%	98.1%
成本	3.2	3.4	3.6	4.5	5.3
YoY		7.0%	5.5%	27.6%	15.8%
毛利	87.3	112.7	154.4	206.5	272.7
YoY		29.1%	37.1%	33.7%	32.1%
占总收入比重	39.2%	37.6%	33.7%	29.2%	26.4%
占主营业务利润比重	39.6%	37.9%	33.9%	30.1%	27.6%
算量软件					
销售收入	129.7	172.8	287.3	445.0	622.0
YoY		33.2%	66.3%	54.9%	39.8%
毛利率	96.5%	97.3%	97.8%	97.9%	98.1%
成本	4.5	5.0	6.5	9.6	11.8
YoY		11.1%	29.0%	48.0%	22.9%
毛利	125.2	167.8	280.9	435.4	610.2
YoY		34.0%	67.4%	55.0%	40.1%
占总收入比重	56.2%	56.0%	61.3%	61.5%	59.0%
占主营业务利润比重	56.7%	56.4%	61.6%	63.5%	61.9%
项目管理软件					
销售收入	5.1	7.6	7.5	55.9	135.7
YoY		48.1%	-1.4%	645.9%	142.5%
毛利率	50.6%	60.1%	55.7%	58.9%	62.1%
成本	2.5	3.0	3.3	23.0	51.4
YoY		19.7%	9.2%	592.1%	123.5%
毛利	2.6	2.4	6.1	13.3	26.8
YoY		-8.8%	155.3%	119.2%	102.0%
占总收入比重	2.2%	2.5%	1.6%	7.7%	12.9%
占主营业务利润比重	1.2%	0.8%	1.3%	1.9%	2.7%
服务及其它					
销售收入	5.6	12.2	16.2	11.2	19.2
占总收入比重	2.4%	3.9%	3.4%	1.6%	1.8%
占主营业务利润比重	2.5%	4.1%	3.6%	1.6%	1.9%
合计					
总收入	230.8	308.6	469.0	723.2	1054.9
YoY		33.7%	52.0%	54.2%	45.9%
总成本	10.2	11.4	13.3	37.1	68.4
平均毛利率	95.6%	96.3%	97.2%	94.9%	93.5%

资料来源：中国银河证券研究部

表3 广联达（002410）财务报表预测

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	1268.6	1313.1	1605.5	营业收入	230.8	308.6	469.0	723.2	1054.9
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	10.2	11.4	13.3	37.1	68.4
应收账款	2.7	3.8	5.7	8.8	12.9	营业税金及附加	4.0	5.7	8.4	13.0	19.0
预付款项	4.0	0.9	-0.4	0.0	0.0	销售费用	115.4	139.6	187.6	271.2	390.3
其他应收款	1.3	1.9	2.8	4.4	6.4	管理费用	59.4	73.9	112.6	173.6	253.2
存货	0.6	0.7	0.8	2.2	4.0	财务费用	-0.7	0.4	-12.8	-24.7	-27.9
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	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	258.6	452.5	574.2	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	159.9	253.0	351.9
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	12.0	23.0	16.8
长期待摊费用	0.1	0.5	0.5	0.4	0.4	税前利润	68.7	109.7	171.9	276.0	368.7
资产总计	214.0	337.9	1780.9	2047.8	2404.4	减：所得税	4.4	4.1	6.9	11.0	14.7
短期借款	0.0	30.0	0.0	0.0	0.0	净利润	64.3	105.6	165.0	264.9	354.0
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	163.8	263.1	351.8
应付账款	2.5	0.7	0.9	2.4	4.4	少数股东损益	0.8	0.9	1.1	1.9	2.2
预收款项	1.2	1.3	1.6	2.1	2.7	基本每股收益	0.85	1.40	0.91	1.46	1.95
应付职工薪酬	23.4	43.0	43.0	43.0	43.0	全摊薄每股收益	0.35	0.58	0.91	1.46	1.95
应交税费	0.6	9.5	9.5	9.5	9.5	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
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%	54.2%	45.9%
长期借款	7.5	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	-8.0%	86.6%	88.5%	55.3%	41.9%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	10.4%	64.7%	56.5%	60.6%	33.7%
负债合计	51.6	90.3	60.7	62.7	65.3	盈利性					
股东权益合计	162.4	247.6	1720.2	1985.1	2339.1	销售毛利率	95.6%	96.3%	97.2%	94.9%	93.5%
现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	27.5%	33.9%	34.9%	36.4%	33.3%
净利润	64	106	165	265	354	ROE	39.1%	42.3%	9.5%	13.3%	15.0%
折旧与摊销	6	8	20	34	44	ROIC	21.46%	27.04%	8.21%	11.04%	13.30%
经营活动现金流	62	141	171	270	365	估值倍数					
投资活动现金流	-24	-70	-350	-250	-100	PE	73.8	44.8	68.7	42.8	32.0
融资活动现金流	-14	-12	1290	25	28	P/S	20.3	15.2	24.0	15.6	10.7
现金净变动	24	58	1112	44	292	P/B	28.9	18.9	6.5	5.7	4.8
期初现金余额	75	98	157	1269	1313	股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%
期末现金余额	98	157	1269	1313	1605	EV/EBITDA	96.3	53.2	59.6	37.9	26.2

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

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。

家电行业分析师，覆盖股票范围：

A 股：用友软件（600588.SH）、东软集团（600718.SH）、东华软件（002065.SZ）、航天信息（600271.SH）、远光软件（002063.SZ）、川大智胜（002063.SZ）、广联达（002410.SZ）、高德红外（002414.SZ）、大唐电信（600198.SH）等。

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 100032

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