Q3 云化或放缓，定增坚定业务方向

广联达(002410)

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元):	35.21
合理价格区间(元):	-

谢春生 执业证书编号：S0570519080006
研究员 xiechunsheng@htsc.com

郭雅丽 执业证书编号：S0570515060003
研究员 010-56793965
guoyali@htsc.com

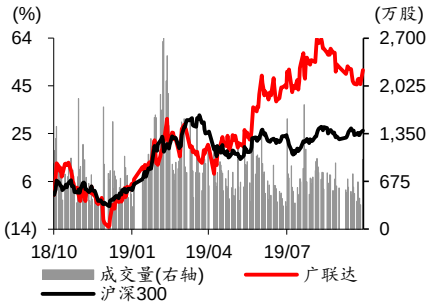
郭梁良 执业证书编号：S0570519090005
研究员 021-28972067
guoliangliang@htsc.com

金兴
联系人 jinxing@htsc.com

相关研究

1《广联达(002410 SZ,增持)：转型超预期，云收入增长 197%》2019.08
2《广联达(002410,增持)：转型进度超预期，拖累短期业绩》2019.07
3《广联达(002410,增持)：云飞雷动，决胜造价施工》2019.07

一年内股价走势图



资料来源：Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,128
流通 A 股 (百万股)	888.77
52 周内股价区间 (元)	20.40-38.19
总市值 (百万元)	39,701
总资产 (百万元)	6,348
每股净资产 (元)	2.76

资料来源：公司公告

Q3 云化或放缓，定增坚定数字建筑产业方向

广联达发布 2019 年三季报，公司前三季度实现营收 21.83 亿，同比增长 22.78%；归母净利润 1.59 亿，同比下降 45.74%；扣非归母净利润 1.28 亿，同比下降 52.48%，略低于市场预期。结合公司前三季度云化转型成果与施工业务的成长性，我们看好 A 股 SaaS 转型核心标的成长空间，预计公司 19-21 年 EPS 0.34/0.49/0.75 元，维持“增持”评级。

Q3 收入增长放缓，单季度增长 15.51%

公司 Q3 营收 8.35 亿，YOY 15.51%；归母净利润 0.69 亿，YOY -52.41%；扣非归母净利润 0.67 亿，YOY -51.27%。公司 Q2 营收、归母净利润、扣非净利润增速分别为 23.31%/-62.21%/-85.40%。收入端，公司 Q1-3 同比分别为 37.42%/23.31%/15.51%。按照我们估计的云预收增长情况，公司 Q3 单季度预收还原后的营收 9.26 亿元，YoY 17.86%，还原后的归母净利润 1.51 亿元，YoY -25.15%。还原后的收入利润较 Q2 环比增速都有所下降，我们认为，公司上半年云化转型进度超预期，一定程度上来说分担了 Q3 的转型任务，故三季度收入增速下滑在情理之中。

前三季度云化转型符合预期，销售回款同比增长 26%

公司中报披露，在今年新转型的十省市，计价综合转化率达 31%，算量转化率 45%，公司目标到年末第三批转型地区目标实现 50%的用户转化率，虽第三季度公司收入增速放缓，我们认为全年仍有望超额完成任务。现金流方面，公司前三季度经营活动产生的现金流净额-1.52 亿元，同比净流出缩窄，其中销售商品、提供劳务收到的现金 24.50 亿元，同比增长 25.65%，我们认为主要由于云转型成果较为优异所致，第一、二批次转型地区续费率与第三批次转型地区的转化率都会对销售回款有一定的积极影响。

定增投向 BIM+云大物移智，引领数字建筑产业发展

公司发布定增公告，拟非公开发行募集资金不超过 27 亿元，主要用于造价大数据及 AI 应用、数字项目集成管理平台、BIMDeco 装饰一体化平台、BIM 三维图形平台、广联达数字建筑产品研发及产业化基地等项目，我们认为，目前我国建筑信息化率仍有较低，“BIM+云大物移智”等新技术在建筑业应用前景广阔。目前，公司智慧工地等产品已经逐渐整合到 BIM 核心产品中，“平台+模块”模式初步打造完成。

投资建议

造价业务方面，前三季度转型总体进展优异，到 2021 年，公司云服务收入有望占到造价业务收入的 80%，估值将逐步由 PE 向 PS 过渡；施工业务方面，我们认为凭借公司在工程信息化的龙头地位，施工业务板块有望进入高速发展期。我们认为施工业务整合成效有望形成业绩贡献，看好公司 Q4 业绩复苏，结合市场对于公司利润指标的淡化，我们维持公司 19-21 年 EPS 0.34/0.49/0.75 元预测，维持“增持”评级。

风险提示：云转型不及预期；宏观经济持续下行；科技股估值回调。

经营预测指标与估值

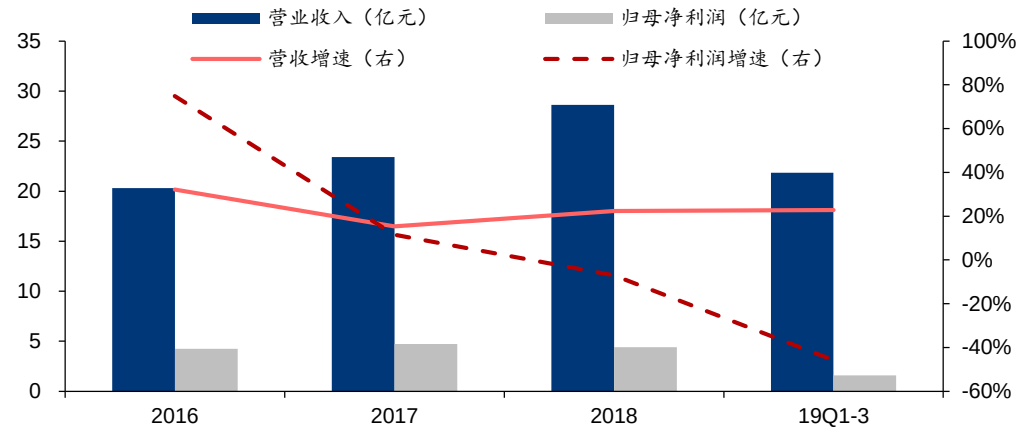
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,357	2,904	2,784	3,929	5,547
+/-%	15.56	23.24	(4.16)	41.14	41.19
归属母公司净利润 (百万元)	472.24	439.08	385.55	548.37	847.25
+/-%	11.62	(7.02)	(12.19)	42.23	54.50
EPS (元，最新摊薄)	0.42	0.39	0.34	0.49	0.75
PE (倍)	84.07	90.42	102.97	72.40	46.86

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

公司 Q3 收入增长放缓，单季度增长 15.51%

广联达发布 2019 年三季报，公司前三季度实现营收 21.83 亿，同比增长 22.78%；归母净利润 1.59 亿，同比下降 45.74%；扣非归母净利润 1.28 亿，同比下降 52.48%。

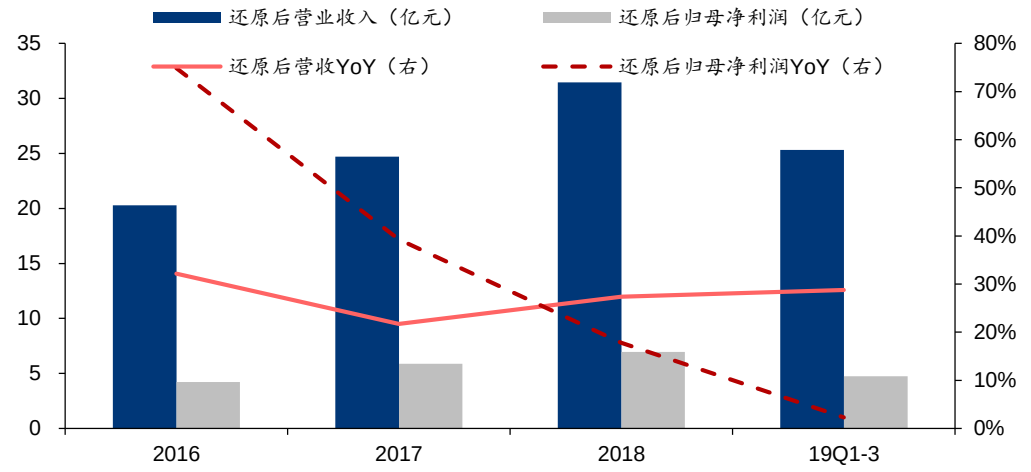
图表1：广联达 2016-2019 前三季度营收和净利润情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

从还原云预收款后的口径来看，公司三季度期末预收账款余额 8.52 亿元，相比 Q2 增加 0.91 亿元，我们假设增加的全部是云转型相关预收款，则公司前三季度还原后的营收 25.32 亿元，YoY 28.75%，还原后的归母净利润 4.73 亿元，YoY 2.28%。整个前三季度来看，收入端基本符合预期，利润端增速放缓主要出于造价业务云化转型与施工信息化业务推进的需要，公司前三季度销售费用与管理费用同比分别增 42.27%、35.32%。

图表2：广联达 2016-2019 前三季度经过与云预收还原后的营收和净利润情况

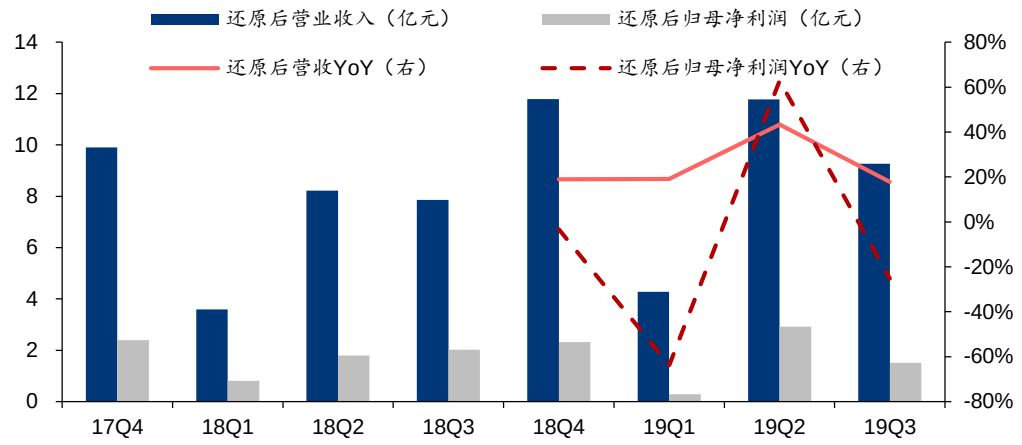


资料来源：Wind、华泰证券研究所

公司 Q3 收入增长环比略有放缓。公司 Q3 营收 8.35 亿，YOY 15.51%；归母净利润 0.69 亿，YOY -52.41%；扣非归母净利润 0.67 亿，YOY -51.27%。公司 Q2 营收、归母净利润、扣非净利润增速分别为 23.31%/-62.21%/-85.40%。收入端，公司 Q1-3 同比分别为 37.42%/23.31%/15.51%。

按照我们估计的云预收增长情况，公司 Q3 单季度预收还原后的营收 9.26 亿元，YoY 17.86%，还原后的 1.51 亿元，YoY -25.15%。还原后的收入利润较 Q2 环比增速都有所下降，我们认为，公司上半年云化转型进度超预期，一定程度上来说分担了 Q3 的转型任务，故三季度收入增速下滑在情理之中。

图表3： 广联达 2019Q1-2019Q3 单季营收和净利润情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

前三季度期间费用率 86.40%，同比提升 6.15pct，主要由于人员扩张与营销宣传会议费增加所致。其中，销售费用率同比提升 4.31pct；管理费用率同比下降 0.69pct；研发费用率同比上升 2.66pct；财务费用率同比下降 0.13pct。分季度来看，Q3 期间费用率环比下降 9.73pct，研发/销售费用率 Q3 下滑 9.00/4.69pct。

前三季度云化转型符合预期，销售回款同比增长 26%

根据公司中报披露，在今年新转型的十省市，计价综合转化率达 31%，算量转化率 45%，公司目标到年末第三批转型地区目标实现 50%的用户转化率，虽然第三季度公司收入增速放缓，我们认为全年仍有望超额完成任务。

现金流方面，公司前三季度经营活动产生的现金流净额-1.52 亿元，同比净流出缩窄，其中销售商品、提供劳务收到的现金 24.50 亿元，同比增长 25.65%，我们认为主要由于云转型成果较为优异所致，第一、二批次转型地区续费率与第三批次转型地区的转化率都会对销售回款有一定的积极影响。

定增投向 BIM+云大物移智，引领数字建筑产业发展

公司发布定增公告，拟非公开发行募集资金不超过 27 亿元，主要用于造价大数据及 AI 应用、数字项目集成管理平台、BIMDeco 装饰一体化平台、BIM 三维图形平台、广联达数字建筑产品研发及产业化基地等项目，我们认为，目前我国建筑信息化率仍有较低，“BIM+云大物移智”等新技术在建筑业应用前景广阔。目前，公司智慧工地等产品已经逐渐整合到 BIM 核心产品中，“平台+模块”模式初步打造完成。

图表4： 公司定增拟投入项目

项目名称	项目总额	募集资金投入额
造价大数据及 AI 应用	25,828.75	25,000.00
数字项目集成管理平台	50,409.07	249,500.00
BIMDeco 装饰一体化平台	24,547.03	24,000.00
BIM 三维图形平台	25,012.35	17,540.00
广联达数字建筑产品研发及产业化基地	80,000.00	75,460.00
偿还公司债券	78,500.00	78,500.00
合计	284,297.19	270,000.00

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

数字建筑产业引领者，维持“增持”评级

造价业务方面，转型进展优异，到 2021 年，公司云服务收入有望占到造价业务收入的 80%，估值将逐步由 PE 向 PS 过渡；施工业务方面，我们认为凭借公司在工程信息化的龙头地位，施工业务板块有望进入高速发展期。我们预计公司 19-21 年 EPS 0.34/0.49/0.75 亿，维持“增持”评级。长期来看，我们看好 21 年完成云化转型后的长期价值提升。

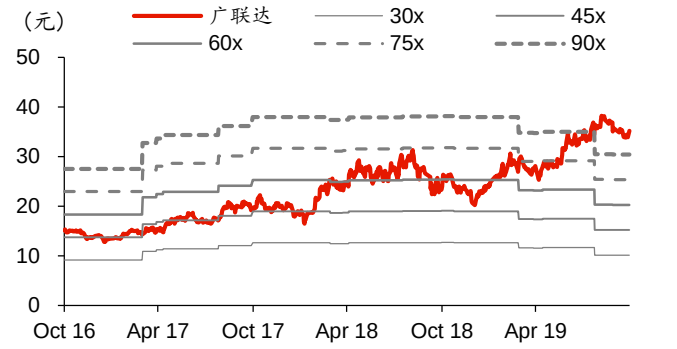
图表5：可比公司估值表

		10 月 28 日	EPS（元）					PE（倍）			
股票代码	股票简称	股价	18A	19E	20E	21E	TTM	18A	19E	20E	21E
600588.SH	用友网络	32.91	0.25	0.35	0.45	0.59	84.28	133.66	95.01	73.25	55.67
002153.SZ	石基信息	39.15	0.43	0.51	0.61	0.76	89.37	90.21	77.13	63.96	51.79
603039.SH	泛微网络	65.25	0.75	0.99	1.26	1.57	77.65	86.42	66.08	51.89	41.45
可比公司平均 PE							83.76	103.43	79.40	63.03	49.64
002410.SZ	广联达	35.21	0.39	0.34	0.49	0.75	100.13	90.42	102.97	72.40	46.86

资料来源：Wind、华泰证券研究所；可比公司 EPS 来自 Wind 一致预期

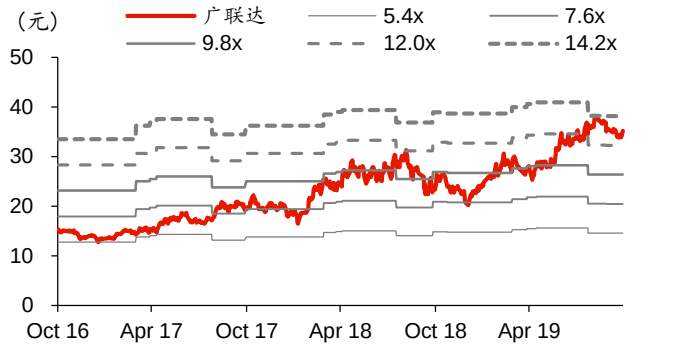
PE/PB – Bands

图表6：广联达历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表7：广联达历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

云转型不及预期：我们对于公司造价业务的收入预测是基于对未来用户转化率的假设，如果后续转型用户转化率不及预期，则会影响模型测算结果；

宏观经济持续下行，导致新开工面积回落：公司施工业务与固定资产投资和建筑业新开工面积相关度较大，如经济持续下行而导致新开工情况不理想，会对公司收入造成不利影响；

市场情绪影响，科技股估值回调：计算机行业公司估值相对较高，如市场情绪不稳而导致科技股估值回调，我们给予的合理估值区间短期内或难以达到。

盈利预测

资产负债表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,507	2,770	3,303	4,459	4,427
现金	1,839	2,212	2,749	3,769	3,458
应收账款	127.40	291.49	312.33	477.55	726.13
其他应收账款	15.09	16.61	0.00	0.00	0.00
预付账款	19.12	31.44	30.91	46.17	68.84
存货	9.96	9.27	10.82	15.73	23.13
其他流动资产	496.72	209.67	200.08	150.31	150.86
非流动资产	2,380	2,836	2,747	3,122	3,487
长期投资	192.60	158.21	158.21	158.21	158.21
固定投资	336.58	819.07	847.23	999.74	1,209
无形资产	172.81	227.15	235.38	244.91	254.36
其他非流动资产	1,678	1,631	1,506	1,719	1,866
资产总计	4,887	5,606	6,050	7,581	7,914
流动负债	718.71	1,329	1,486	2,647	3,498
短期借款	55.00	200.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	27.43	34.03	38.80	56.03	82.77
其他流动负债	636.28	1,095	1,447	2,591	3,415
非流动负债	991.75	994.25	996.43	999.75	2.46
长期借款	0.08	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	991.67	994.25	996.43	999.75	2.46
负债合计	1,710	2,324	2,482	3,646	3,500
少数股东权益	92.99	89.55	98.29	109.81	125.36
股本	1,119	1,127	1,128	1,128	1,128
资本公积	444.23	462.86	480.65	480.65	480.65
留存公积	1,540	1,700	1,861	2,217	2,680
归属母公司股东权益	3,084	3,192	3,469	3,825	4,288
负债和股东权益	4,887	5,606	6,050	7,581	7,914

现金流量表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	595.58	452.70	1,082	1,625	1,481
净利润	494.06	432.69	394.28	559.90	862.80
折旧摊销	57.83	73.75	90.32	104.52	126.77
财务费用	26.09	34.64	22.09	6.94	(16.34)
投资损失	(20.08)	(21.99)	(25.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	17.27	(147.69)	366.34	1,014	554.59
其他经营现金	20.41	81.31	233.76	(39.63)	(27.08)
投资活动现金	(709.10)	(17.87)	(212.33)	(408.11)	(427.33)
资本支出	143.65	202.53	134.08	341.58	358.88
长期投资	611.64	(167.84)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	46.18	16.82	(78.25)	(66.53)	(68.45)
筹资活动现金	(310.37)	(81.65)	(332.17)	(196.89)	(1,365)
短期借款	55.00	145.00	(200.00)	0.00	0.00
长期借款	(0.83)	(0.08)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	7.19	1.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	18.62	17.79	0.00	0.00
其他筹资现金	(364.55)	(252.38)	(150.96)	(196.89)	(1,365)
现金净增加额	(443.05)	373.51	537.28	1,020	(311.28)

利润表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,357	2,904	2,784	3,929	5,547
营业成本	162.03	188.26	216.47	314.59	462.62
营业税金及附加	40.93	45.36	47.28	66.23	93.09
营业费用	681.94	792.91	751.59	1,022	1,387
管理费用	519.14	764.71	1,420	1,964	2,746
财务费用	26.09	34.64	22.09	6.94	(16.34)
资产减值损失	3.90	55.81	5.00	7.00	9.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	20.08	21.99	25.00	20.00	20.00
营业利润	514.34	484.56	437.46	620.16	953.77
营业外收入	23.81	2.56	2.56	2.56	2.56
营业外支出	0.83	5.49	5.49	5.49	5.49
利润总额	537.32	481.62	434.52	617.22	950.83
所得税	43.26	48.93	40.24	57.32	88.03
净利润	494.06	432.69	394.28	559.90	862.80
少数股东损益	21.82	(6.39)	8.73	11.53	15.55
归属母公司净利润	472.24	439.08	385.55	548.37	847.25
EBITDA	598.27	592.95	549.86	731.62	1,064
EPS (元，基本)	0.42	0.39	0.34	0.49	0.75

主要财务比率

会计年度（%）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	15.56	23.24	(4.16)	41.14	41.19
营业利润	73.38	(5.79)	(9.72)	41.77	53.79
归属母公司净利润	11.62	(7.02)	(12.19)	42.23	54.50
获利能力（%）					
毛利率	93.12	93.52	92.22	91.99	91.66
净利率	20.04	15.12	13.85	13.96	15.27
ROE	15.31	13.75	11.11	14.34	19.76
ROIC	28.77	35.83	38.39	147.88	637.85
偿债能力					
资产负债率（%）	35.00	41.45	41.03	48.10	44.23
净负债比率（%）	3.28	8.61	0	0	0
流动比率	3.49	2.08	2.22	1.68	1.27
速动比率	3.47	2.08	2.22	1.68	1.26
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.55	0.48	0.58	0.72
应收账款周转率	22.93	12.99	8.62	9.30	8.62
应付账款周转率	6.03	6.13	5.94	6.64	6.67
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.39	0.34	0.49	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.40	0.96	1.44	1.31
每股净资产(最新摊薄)	2.73	2.83	3.08	3.39	3.80
估值比率					
PE (倍)	84.07	90.42	102.97	72.40	46.86
PB (倍)	12.87	12.44	11.44	10.38	9.26
EV_EBITDA (倍)	64.12	64.70	69.77	52.44	36.05

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。
全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com