营收稳健增长，现金流大幅改善

增持|维持

事件：

公司于 10 月 28 日收盘后发布《2020 年第三季度报告》。第三季度，公司实现营业总收入 9.79 亿元，同比增长 14.19%，实现扣非归母净利润 0.96 亿元，同比增长 43.99%。

点评：

- **前三季度营业总收入同比增长 15.69%，呈现稳健增长的良好态势**

前三季度，公司实现营业总收入 25.88 亿元，同比增长 15.69%，实现扣非归母净利润 2.08 亿元，同比增长 62.29%，经营活动产生的现金流量净额为 10.24 亿元，较去年同期大幅增长 773.45%，主要为业务增长以及金融业务战略调整收回出借资金所致。三季度末，合同负债余额为 15.41 亿元，较年初增长 59.00%，主要为造价业务云服务递延收入增加所致；库存股余额为 4.74 亿元，较年初增长 518.63%，主要为回购股票所致，根据公司 9 月 24 日发布的《关于回购股份实施完成暨股份变动的公告》，成交均价为 69.82 元/股。

- **收购鸿业科技 90.6726%股权，拓展设计业务，增强核心竞争力**

2020 年 10 月 11 日，公司发布《关于收购洛阳鸿业信息科技有限公司股权的公告》，以 40802.625 万元现金向怀化金洛、怀化洛林、怀化金硕购买其合计持有的鸿业科技 90.6726%的股权，交易完成后，鸿业科技将成为公司的全资子公司。鸿业科技服务于工程类 CAD 设计领域和城市信息化建设领域，致力于市政、建筑、工厂和城市信息化建设领域应用软件的研发，传统 CAD 设计产品、市政公路及管线设计产品、BIM 设计产品在市场中均处于领先地位。我们认为，本次收购有利于公司拓展设计业务，完善公司在数字建筑产业链的布局，增强公司的核心竞争力。

- **与海康威视签署战略合作协议，引领建筑行业数字化转型新未来**

2020 年 10 月 19 日，公司与海康威视正式举行战略合作签约仪式，未来双方将强强联合，围绕建筑行业开展全方位深度合作，共建行业新生态，引领建筑行业高质量发展。根据智慧工地场景及业务需求，双方联合发布了软硬一体智能解决方案，该方案将实现对人员进出管理、车辆出入管控、周界智能侦测、物料管理、智能网络广播、渣土车清洗管理、移动视频采集、安全帽佩戴管理、吊钩可视化、升降梯风险监测、工地全景一张图、智慧大屏等管理，通过一站式服务，解决视频+智慧工地需求。

- **投资建议与盈利预测**

公司有望逐步成长为全球第一数字建筑平台服务商。数字造价业务属于成熟业务，正在加速推进云转型。数字施工业务是全新的蓝海市场，市场空间大于数字造价业务，未来有望维持较快的增长。预测公司 2020-2022 年营业收入为 41.53 亿元、50.35 亿元、62.79 亿元，归母净利润为 4.94 亿元、7.47 亿元、10.51 亿元，对应 EPS 为 0.42、0.63、0.89 元/股。公司两大主要业务处于不同发展阶段，未来成长空间也有较大差异，因此适用分部估值法。维持公司目标价 79.13 元，维持“增持”评级。

- **风险提示**

“八三”规划落地不及预期；数字造价业务云转型进展不及预期；数字施工业务拓展不及预期；新冠肺炎疫情影响下游客户采购需求。

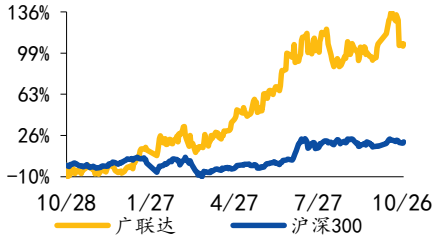
当前价/目标价：72.89 元/79.13 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	82.87 / 31.69
A 股流通股（百万股）：	904.00
A 股总股本（百万股）：	1184.43
流通市值（百万元）：	65892.32
总市值（百万元）：	86333.17

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-广联达(002410.SZ)：经营成果靓丽，尽显龙头本色》2020.08.27

《国元证券公司研究-广联达(002410.SZ)：“八三”规划助力公司持续健康快速增长》2020.05.18

报告作者

分析师　耿军军
执业证书编号　S0020519070002
电话　021-51097188-1856
邮箱　gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人　陈图南
邮箱　chentunan@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2904.40	3540.65	4153.33	5034.51	6279.41
收入同比（%）	23.24	21.91	17.30	21.22	24.73
归母净利润(百万元)	439.08	235.07	493.67	747.09	1050.92
归母净利润同比(%)	-7.02	-46.46	110.01	51.33	40.67
ROE（%）	13.75	7.19	7.73	10.84	13.86
每股收益（元）	0.37	0.20	0.42	0.63	0.89
市盈率(P/E)	196.22	366.51	174.52	115.32	81.98

资料来源：Wind，国元证券研究中心

附：分部估值逻辑

公司有望逐步成长为全球第一数字建筑平台服务商。“八三”规划中，公司提出了“3+X”的发展目标，有望在“八三”期间能够实现造价、施工两大业务比翼齐飞，设计软件战略突破，数字建筑平台成型，新业务竞相突破的局面，进而推动公司业务持续健康快速成长。

目前，公司收入主要来源于数字造价业务和数字施工业务。对于公司的估值，我们认为两大业务处于不同的发展阶段，用分部估值方法较为合适。对于处于云化转型进程中的数字造价业务，根据我们的预测，到 2021 年基本转型完成后收入将达到 32.89 亿元，根据公司披露的《2019 年 6 月 4 日投资者关系活动记录表(二)》:“我们历史上最高净利润率约 38%，转型完成之后我们希望能挑战历史最高点”，我们预测净利润率为 38%，则预期 2021 年该业务的净利润为 12.50 亿元，目前计算机（申万）指数的 PE TTM 为 74.6 倍，考虑到商业模式升级后经营性现金流的显著改善、客户黏性提升带来的增值服务空间、中长期的持续成长空间、未来估值水平的不确定性等多重因素，我们给 70 倍的目标 PE，则 2021 年底工程造价业务的估值为 875.00 亿元，按照 12%的折现率到 2020 年底约为 781.25 亿元。对于快速成长中的数字施工业务，根据我们的预测，2020 年该业务收入约为 11.12 亿元，由于公司未单独披露该业务的盈利状况，且处于加大研发投入和市场拓展阶段，我们参照成熟软件产品业务的净利润率一般为 20%左右来假设该业务处于稳态时的盈利能力（低于公司数字造价业务的净利润率），同时考虑未来三年收入增速 30%左右的情况、该业务未来广阔的成长空间、目前计算机（申万）指数的 PE TTM 为 74.6 倍等因素，给予 70 倍的目标 PE，则该业务估值约为 155.68 亿元。对于海外业务及其他业务，目前收入的体量较小，暂时不考虑估值。综上，我们认为公司 2020 年的合理估值为：936.93 亿元，按照总股本 11.84 亿股来计算，对应的目标价约为 79.13 元。

备注：在上述分部估值中，我们做出的各分部的盈利预测值的前提条件是：不考虑公司为未来持续成长所额外投入的研发费用、管理费用、营业费用、财务费用等，而公司层面的归母净利润预测值是考虑上述费用的，因此，公司的归母净利润预测值小于各分部盈利预测值之和。请投资者注意上述差异，谨慎使用上述各项预测值。

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2770.15	2950.45	6221.91	6704.69	7563.84
现金	2211.66	2231.20	5474.89	5838.30	6485.95
应收账款	291.49	559.41	618.36	708.99	882.35
其他应收款	16.61	48.58	26.47	31.98	39.62
预付账款	31.44	30.59	39.61	50.05	63.99
存货	9.27	21.33	22.95	29.41	38.51
其他流动资产	209.67	59.34	39.62	45.97	53.41
非流动资产	2835.60	3216.86	3168.23	3624.55	4022.32
长期投资	158.21	232.76	259.84	261.24	273.75
固定资产	819.07	802.87	827.89	851.01	872.75
无形资产	227.15	372.69	401.48	434.23	474.33
其他非流动资产	1631.16	1808.54	1679.02	2078.07	2401.49
资产总计	5605.75	6167.32	9390.14	10329.24	11586.16
流动负债	1329.50	2809.31	2891.88	3281.14	3784.13
短期借款	200.00	1088.62	1035.24	1150.39	1275.62
应付账款	34.03	98.72	105.14	133.97	173.67
其他流动负债	1095.46	1621.97	1751.50	1996.78	2334.85
非流动负债	994.25	8.91	4.91	5.55	6.46
长期借款	0.00	0.09	0.09	0.09	0.09
其他非流动负债	994.25	8.82	4.82	5.46	6.37
负债合计	2323.74	2818.22	2896.79	3286.69	3790.59
少数股东权益	89.55	79.87	108.92	152.48	211.90
股本	1126.55	1128.53	1182.02	1182.02	1182.02
资本公积	462.86	508.83	3118.83	3118.83	3118.83
留存收益	1699.68	1709.45	2090.27	2591.36	3286.07
归属母公司股东权益	3192.46	3269.23	6384.43	6890.07	7583.67
负债和股东权益	5605.75	6167.32	9390.14	10329.24	11586.16

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	452.70	640.92	1138.96	949.59	1358.11
净利润	432.69	254.58	522.73	790.65	1110.35
折旧摊销	73.75	105.73	106.78	113.79	122.06
财务费用	34.64	40.55	40.81	25.08	29.00
投资损失	-21.99	-22.51	-23.43	-25.41	-26.73
营运资金变动	-147.69	158.63	106.20	153.07	157.80
其他经营现金流	81.31	103.95	385.87	-107.59	-34.37
投资活动现金流	-17.87	-227.31	-422.51	-434.84	-449.39
资本支出	202.53	243.07	311.89	359.18	357.18
长期投资	-167.84	10.78	27.08	1.40	12.51
其他投资现金流	16.82	26.54	-83.54	-74.26	-79.70
筹资活动现金流	-81.65	-389.57	2527.23	-151.34	-261.06
短期借款	145.00	888.62	-53.38	115.15	125.23
长期借款	-0.08	0.09	0.00	0.00	0.00
普通股增加	7.19	1.98	53.49	0.00	0.00
资本公积增加	18.62	45.97	2610.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-252.38	-1326.23	-82.88	-266.49	-386.29
现金净增加额	373.51	19.48	3243.68	363.41	647.65

利润表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2904.40	3540.65	4153.33	5034.51	6279.41
营业成本	188.26	370.66	456.35	573.26	732.16
营业税金及附加	45.36	43.01	51.92	62.43	77.24
营业费用	792.91	1102.48	1164.18	1372.91	1684.14
管理费用	764.71	819.76	864.72	974.18	1210.04
研发费用	727.17	969.11	1127.79	1297.14	1475.00
财务费用	34.64	40.55	40.81	25.08	29.00
资产减值损失	-55.81	-6.11	1.87	1.53	1.69
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	21.99	22.51	23.43	25.41	26.73
营业利润	484.56	290.37	581.60	877.90	1231.43
营业外收入	2.56	0.83	2.68	2.71	2.76
营业外支出	5.49	7.44	4.37	4.16	3.89
利润总额	481.62	283.76	579.91	876.45	1230.30
所得税	48.93	29.18	57.18	85.80	119.95
净利润	432.69	254.58	522.73	790.65	1110.35
少数股东损益	-6.39	19.51	29.05	43.56	59.42
归属母公司净利润	439.08	235.07	493.67	747.09	1050.92
EBITDA	592.94	436.65	729.18	1016.77	1382.49
EPS（元）	0.39	0.21	0.42	0.63	0.89

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	23.24	21.91	17.30	21.22	24.73
营业利润(%)	-5.79	-40.08	100.29	50.95	40.27
归属母公司净利润(%)	-7.02	-46.46	110.01	51.33	40.67
获利能力					
毛利率(%)	93.52	89.53	89.01	88.61	88.34
净利率(%)	15.12	6.64	11.89	14.84	16.74
ROE(%)	13.75	7.19	7.73	10.84	13.86
ROIC(%)	35.83	29.10	46.39	58.59	73.03
偿债能力					
资产负债率(%)	41.45	45.70	30.85	31.82	32.72
净负债比率(%)	8.61	38.63	35.74	35.00	33.65
流动比率	2.08	1.05	2.15	2.04	2.00
速动比率	2.08	1.04	2.14	2.03	1.99
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.60	0.53	0.51	0.57
应收账款周转率	12.99	7.82	6.62	7.09	7.38
应付账款周转率	6.13	5.58	4.48	4.79	4.76
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.20	0.42	0.63	0.89
每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	0.54	0.96	0.80	1.15
每股净资产(最新摊薄)	2.70	2.77	5.40	5.83	6.42
估值比率					
P/E	196.22	366.51	174.52	115.32	81.98
P/B	26.99	26.35	13.49	12.50	11.36
EV/EBITDA	143.39	194.72	116.60	83.62	61.50

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司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。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188