

地产、基建边际修复对广联达影响的敏感性分析

2022 年 04 月 11 日

➤ **地产、基建是公司最重要下游，公司历史收入与行业景气度具有相关性。**广联达下游客户结构：1) 造价：按照合同口径统计客户结构来看，房地产开发商占比约 10%。2) 施工：客户主要是施工单位，大部分以房建领域的公共建筑为主，但商业地产开发也占有一定比例。

历史相关性：历史上看公司收入增速与国内地产景气度、国内建筑业新开工面积具有一定相关性。因此，我们应该从整个建筑业景气度的角度对广联达进行分析。

建筑业的景气度不仅受地产业影响，还受基建影响，而近期部分地区地产调控的放松，以及基建在稳增长中的重要地位，都预示地产、基建景气度有望修复。因此，我们从地产、基建两个角度，对相关变化给广联达带来的影响进行测算。

➤ **广联达收入占下游比重在不断提升。**1) 地产：广联达收入占地产开发投资额占比，是公司与下游相关关系的重要体现。随着公司产品完善及市场竞争力提升，相关占比不断提升，在近三年已经达到 0.03-0.04%。2) 基建：参考前述测算，广联达收入占基建开发投资额的比例在近三年已经达到 0.02-0.03%。

➤ **敏感性分析：在三种情形测算下，2022 年下游回暖带来的收入增量在 6-15 亿元，增幅约为 11-27%。**由于公司未披露明确的下游房地产、基建的占比，且目前国内房建、基建景气度都存在提升的可能，因此我们统一考虑，进行敏感性分析。结论：在三种情形测算下，广联达 2022 年收入增量在 6-15 亿元，增幅约为 11%-27%。因此，下游回暖对广联达需求端有明显的提振作用。

➤ **地产、基建边际改善政策逐步落地，下游回暖可期。**1) 地产：中央层面支持满足合理住房需求，地方层面部分城市调整限购政策，目前国内已经有多个城市对于地产调控开始进行调整。2) 基建：作为稳增长政策的重要部分有望持续发力。2022 年《政府工作报告》中提出“适度超前开展基础设施投资。建设重点水利工程、综合立体交通网、重要能源基地和设施”、“加强县城基础设施建设，启动乡村建设行动，强化规划引领，加强水电路气信邮等基础设施建设”。

➤ **投资建议：**广联达是工程造价领域的龙头企业，造价业务 SaaS 转型价值凸显，数字施工业务有望成为公司未来新的核心成长动能，设计、数字供采等业务逐步推广验证自身发展潜力。预计公司 22-24 年收入为 69.12/83.67/101.82 亿元，根据分部估值法测算，公司合理估值 916 亿元，价值明显低估，同时云龙头长期价值与成长空间值得期待，因此维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧，产品研发进度不及预期；疫情影响下地产、基建复苏不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5619	6912	8367	10182
增长率 (%)	40.3	23.0	21.0	21.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	661	976	1289	1698
增长率 (%)	100.1	47.6	32.1	31.7
每股收益 (元)	0.56	0.82	1.08	1.43
PE	91	62	47	36
PB	10.4	9.4	8.2	6.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 4 月 8 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

50.73 元

**分析师：吕伟**

执业证号：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei_yj@mszq.com

分析师：郭新宇

执业证号：S0100518120001

电话：01085127654

邮箱：guoxinyu@mszq.com

相关研究

1. 广联达 (002410.SZ) 公司深度报告：拥抱建筑数字化拐点，SaaS 龙头星辰大海刚启航
2. 广联达 (002410) 2021 年年报点评：云业务成长性良好，施工、设计业务实现重要突破
3. 广联达 (002410) 2021 年业绩预告点评：业绩整体超预期，云龙头高成长有望延续
4. 广联达 (002410) 2021 年半年度业绩预告点评：2021Q2 业绩翻倍增长，转云成果持续显现
5. 广联达 (002410) 2021 年一季度报告点评：近两年收入复合增速超 30%，云合同保持高增

目录

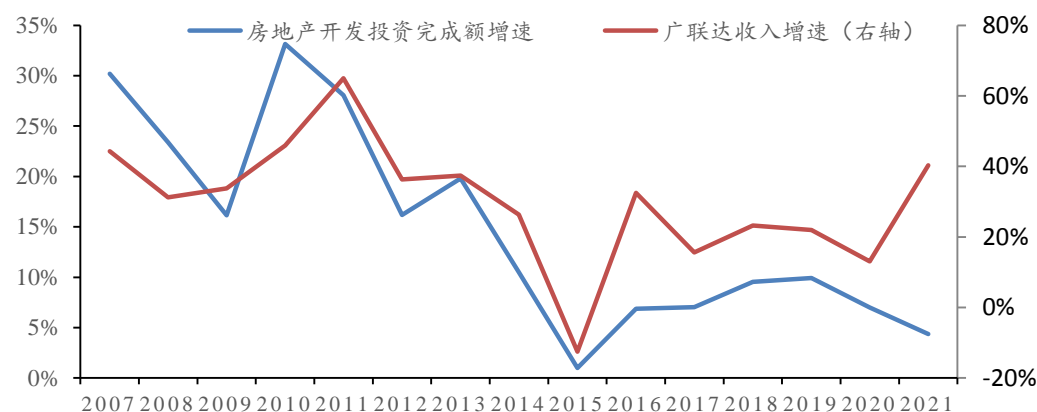
1 地产、基建是公司最重要下游，公司历史收入与行业景气度具有相关性.....	3
2 广联达收入占下游比重在不断提升	4
3 敏感性分析：在三种情形下，2022 年下游回暖带来的收入增量在 6-15 亿元	5
4 地产、基建边际改善政策逐步落地，下游回暖可期	6
5 投资建议	8
6 风险提示	9
插图目录	11
表格目录	11

1 地产、基建是公司最重要下游,公司历史收入与行业景气度具有相关性

广联达下游客户结构：1) **造价**：按照合同口径统计客户结构来看，房地产开发商占比约 10%。2) **施工**：客户主要是施工单位，大部分以房建领域的公共建筑为主，但商业地产开发也占有一定比例。

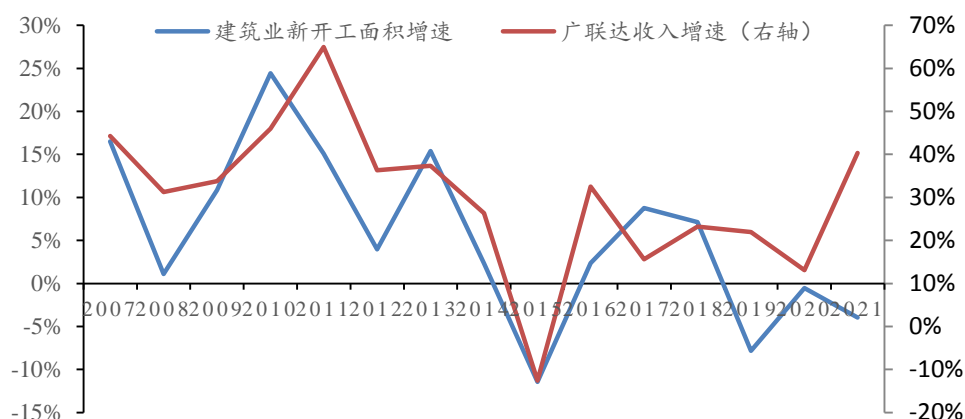
历史相关性：历史上看公司收入增速与国内地产业景气度、国内建筑业新开工面积具有一定相关性。因此，我们应该从整个建筑业景气度的角度对广联达进行分析。

图 1：广联达收入增速与国内房地产开发投资完成额增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：广联达收入增速与国内建筑业新开工面积增速



资料来源：wind，民生证券研究院

建筑业的景气度不仅受地产业影响,还受基建影响,而近期部分地区地产调控的放松,以及基建在稳增长中的重要地位,都预示地产、基建景气度有望修复。因此,我们从地产、基建两个角度,对相关变化给广联达带来的影响进行测算。

2 广联达收入占下游比重在不断提升

地产:广联达收入占地产开发投资额占比,是公司与下游相关关系的重要体现。随着公司产品完善及市场竞争力提升,相关占比不断提升,在近三年已经达到0.03-0.04%。

基建:参考上述计算,广联达收入占基建开发投资额的比例在近三年已经达到0.02-0.03%。

表 1：广联达收入占房地产开发投资完成额比例

	房地产开发投资完成额 (亿元)	广联达收入(亿元)	占比
2016	102580.6	20.4	0.02%
2017	109798.5	23.6	0.02%
2018	120263.5	29.0	0.02%
2019	132194.3	35.4	0.03%
2020	141443.0	40.1	0.03%
2021	147602.1	56.2	0.04%

资料来源：wind，民生证券研究院

表 2：广联达收入占基建投资完成额比例

	基建投资完成额(亿元)	广联达收入(亿元)	占比
2016	152011.7	20.4	0.01%
2017	173085.3	23.6	0.01%
2018	176183.5	29.0	0.02%
2019	182050.4	35.4	0.02%
2020	188258.3	40.1	0.02%
2021	188653.7	56.2	0.03%

资料来源：wind，民生证券研究院

3 敏感性分析：在三种情形下，2022 年下游回暖带来的收入增量在 6-15 亿元

由于公司未披露明确的下游房地产、基建的占比，且目前国内房建、基建景气度都存在提升的可能，因此我们统一考虑，进行敏感性分析：

房地产：假设在房地产业回暖的大趋势下，2022 年地产开发投资额增速达到 5%、8%、10%（2019-2021 年房地产增速分别在 4-10% 区间波动）。

基建：假设在基建作为稳增长重要动力的大趋势下，景气度有望修复，2022 年基建投资完成额增速达到 1%、2%、3%（2019、2020 年基建增速均约为 3%）。

广联达占比：如果将地产开发投资完成额与基建投资完成额合并，广联达 2021 年占比约 0.017%（近三年广联达此比重分别为 0.011%、0.012% 和 0.017%，不断提升）。假设 22 年随着广联达新品推出、市场竞争力提升等因素影响，公司占比约为 0.018%、0.019%、0.020%。

结论：在三种情形测算下，广联达 2022 年收入增量在 6-15 亿元，增幅约为 11%-27%。因此，下游回暖对广联达需求端有明显的提振作用。

表 3：广联达收入弹性的敏感性分析

	2022 地产 增速假设	房地产开发投资 完成额（亿元）	2022 基建 增速假设	基建投资完 成额（亿 元）	广联达占比	广联达收入 （亿元）	广联达收入 增速
2021		147602		188654	0.017%	56.2	
2022（假设情形 1）	5%	154982	1%	190540	0.018%	62.2	11%
2022（假设情形 2）	8%	159410	2%	192427	0.019%	66.8	19%
2022（假设情形 3）	10%	162362	3%	194313	0.020%	71.3	27%

资料来源：wind，民生证券研究院测算

4 地产、基建边际改善政策逐步落地，下游回暖可期

地产：中央层面支持满足合理住房需求，地方层面部分城市调整限购政策。从中央层面政策看，2021 年中央经济工作会议、2022 年政府工作报告等重要会议、文件都提出房地产要向新发展模式转型，强调要满足正常购房的合理需求。1) 2021 年中央经济工作会议指出“加强预期引导，探索新的发展模式，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”。2) 2022 年政府工作报告指出“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”。

从地方层面政策看，目前国内已经有多个城市对于地产调控开始进行合理调整。郑州为促进楼市良循环和健康发展提出了 19 项措施，其中，对拥有一套住房并已结清相应房贷的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房，银行业金融机构执行首套房贷款政策。哈尔滨市住房和城乡建设局公告称，《哈尔滨市人民政府办公厅关于进一步加强房地产市场调控工作的通知》已完成其阶段性调控使命，拟予以废止。

表 4：部分地区开始调整地产调控政策

地区	政策要点
郑州市	对拥有一套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房，银行业金融机构执行首套房贷款政策；子女、近亲属在郑工作、生活的，鼓励老年人来郑投亲养老，允许其投靠家庭新购一套住房
哈尔滨市	哈尔滨市住房和城乡建设局公告，《哈尔滨市人民政府办公厅关于进一步加强房地产市场调控工作的通知》已完成其阶段性调控使命，拟予以废止。此前在哈尔滨主城区购房 3 年之后上市交易，如果取消之后所有房子均可直接上市流通

资料来源：河南省人民政府门户网站、腾讯网，民生证券研究院

基建：作为稳增长政策的重要部分有望持续发力。2022 年《政府工作报告》中提出“适度超前开展基础设施投资。建设重点水利工程、综合立体交通网、重要能源基地和设施”、“加强县城基础设施建设，启动乡村建设行动，强化规划引领，加强水电路气信邮等基础设施建设”。

表 5：2022 年《政府工作报告》中关于基础设施建设的相关内容

任务要点	具体任务
要用好政府投资资金，带动扩大有效投资	强化绩效导向，坚持“资金、要素跟着项目走”，合理扩大使用范围，支持在建项目后续融资，开工一批具备条件的重大工程、新型基础设施、老旧公用设施改造等建设项目
积极扩大有效投资	围绕国家重大战略部署和“十四五”规划，适度超前开展基础设施投资。建设重点水利工程、综合立体交通网、重要能源基地和设施，加快城市燃气管道、给排水管道等管网更新改造，完善防洪排涝设施，继续推进地下综合管廊建设。中央预算内投资安排 6400 亿元。政府投资更多向民生项目倾斜，加大社会民生领域补短板力度
提升新型城镇化质量	加强县城基础设施建设。稳步推进城市群、都市圈建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
扎实稳妥推进农村改革发展	启动乡村建设行动，强化规划引领，加强水电路气信邮等基础设施建设，因地制宜推进农村改厕和污水垃圾处理

资料来源：中国政府网，民生证券研究院

5 投资建议

广联达是工程造价领域的龙头企业，造价业务 SaaS 转型价值凸显，数字施工业务有望成为公司未来新的核心成长动能，设计、数字供采等业务逐步推广验证自身发展潜力。根据我们先前报告《广联达（002410.SZ）公司深度报告：拥抱建筑数字化拐点，SaaS 龙头星辰大海刚启航》中的分部估值法测算，公司合理估值 916 亿元，价值明显低估，同时云龙头长期价值与成长空间值得期待，因此维持“推荐”评级。

6 风险提示

1) 行业竞争加剧的风险。公司在施工等领域面临多个竞争对手,且行业格局并未固定,竞争的加剧可能导致利润率波动等风险。

2) 产品研发进度不及预期。设计等产品技术壁垒较高,且涉及多个细分方向,需要大量人力物力持续投入研发,且作为新业务,存在进度不及预期的风险。

3) 疫情影响下地产、基建复苏不及预期。疫情影响下,地产、基建的实际开工进度、安排可能会受到影响,进而影响公司下游景气度。因此如果疫情存在风险,则地产、基建的复苏进度可能不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5619	6912	8367	10182
营业成本	893	1057	1319	1682
营业税金及附加	46	56	68	83
销售费用	1587	1866	2259	2647
管理费用	1099	1244	1506	1731
研发费用	1333	1659	2008	2444
EBIT	662	1027	1362	1791
财务费用	-53	-8	-20	-30
资产减值损失	-1	-10	-20	-20
投资收益	-16	-20	84	102
营业利润	758	1158	1574	2060
营业外收支	-9	4	-11	-5
利润总额	749	1162	1563	2055
所得税	31	92	136	179
净利润	719	1070	1428	1876
归属于母公司净利润	661	976	1289	1698
EBITDA	916	1267	1607	2039

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4050	6235	8575	11667
应收账款及票据	524	642	739	884
预付款项	36	43	54	69
存货	71	84	103	128
其他流动资产	441	421	433	546
流动资产合计	5122	7425	9904	13293
长期股权投资	326	326	326	326
固定资产	824	690	551	407
无形资产	531	563	605	657
非流动资产合计	4946	4803	4685	4572
资产合计	10068	12227	14588	17865
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	268	318	397	506
其他流动负债	3369	4754	5946	7574
流动负债合计	3637	5072	6343	8080
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	158	158	158	158
非流动负债合计	158	158	158	158
负债合计	3795	5230	6500	8238
股本	1189	1190	1190	1190
少数股东权益	485	580	718	897
股东权益合计	6273	6997	8088	9627
负债和股东权益合计	10068	12227	14588	17865

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	40.32	23.01	21.05	21.69
EBIT 增长率	124.49	55.18	32.65	31.42
净利润增长率	100.06	47.63	32.09	31.70
盈利能力 (%)				
毛利率	84.12	84.71	84.23	83.48
净利润率	12.79	15.48	17.06	18.43
总资产收益率 ROA	6.57	7.98	8.84	9.50
净资产收益率 ROE	11.42	15.20	17.49	19.44
偿债能力				
流动比率	1.41	1.46	1.56	1.65
速动比率	1.37	1.44	1.54	1.61
现金比率	1.11	1.23	1.35	1.44
资产负债率 (%)	37.69	42.77	44.56	46.11
经营效率				
应收账款周转天数	32.13	31.49	30.86	30.24
存货周转天数	28.99	29.02	28.44	27.87
总资产周转率	0.56	0.57	0.57	0.57
每股指标 (元)				
每股收益	0.56	0.82	1.08	1.43
每股净资产	4.86	5.39	6.19	7.33
每股经营现金流	1.35	2.23	2.31	2.93
每股股利	0.00	0.30	0.30	0.30
估值分析				
PE	91	62	47	36
PB	10.4	9.4	8.2	6.9
EV/EBITDA	61.57	42.81	32.30	23.93
股息收益率 (%)	0.00	0.59	0.59	0.59

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	719	1070	1428	1876
折旧和摊销	193	240	244	249
营运资金变动	715	1327	1121	1430
经营活动现金流	1601	2652	2750	3487
资本开支	-720	-112	-148	-150
投资	-946	20	10	10
投资活动现金流	-1541	-111	-53	-38
股权募资	636	1	0	0
债务募资	-3	0	0	0
筹资活动现金流	-819	-356	-357	-357
现金净流量	-772	2185	2340	3092

插图目录

图 1：广联达收入增速与国内房地产开发投资完成额增速	3
图 2：广联达收入增速与国内建筑业新开工面积增速	3

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：广联达收入占房地产开发投资完成额比例	4
表 2：广联达收入占基建投资完成额比例	4
表 3：广联达收入弹性的敏感性分析	5
表 4：部分地区开始调整地产调控政策	6
表 5：2022 年《政府工作报告》中关于基础设施建设的相关内容	7
公司财务报表数据预测汇总	10

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001