

众业达（002441）

2010 年 6 月 17 日

股票价格

询价区间	33.52-40.22 元
网下发行数量	580 万股
网上发行数量	2320 万股

股本结构（发行后）

总股本（万股）	11600
流通 A 股（万股）	2900
B 股/H 股（万股）	0

重要日期

网下缴款日	2010 年 6 月 23 日
网上申购日	2010 年 6 月 23 日

国内工业电气产品分销龙头

公司是低压和中压输配电产品及工业自动化产品的专业分销商，业务环节覆盖分销、物流仓储、专业技术服务、系统集成和成套制造等各个环节。公司 ABB、施耐德等电气产品销售规模连续多年位居全国首位。公司 2009 年销售收入达 31.9 亿元。

主要财务数据及预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率（%）	24.39	9.50	20.91	22.64	23.63
毛利率（%）	9.91	10.32	10.54	10.88	11.04
净资产收益率（%）	20.20	19.24	8.82	10.04	11.00
每股收益（元）	0.937	1.085	1.341	1.667	2.068

注：每股收益按本次发行结束后的总股本计算。

资料来源：海通证券研究所

- **国内工业电气分销龙头企业：**公司主营业务为通过自有的销售网络分销签约供应商的工业电气元器件产品，以及进行系统集成产品和成套制造产品的生产和销售。公司 ABB 低压产品、施耐德配电产品销售规模自 07 年以来始终占据国内首位。公司 2007-2009 年营业收入复合增长率为 16.71%，净利润复合增长率为 22.37%。
- **分销模式为工业电气产品主要销售模式：**分销模式是我国中低压输配电产品和工业自动化产品的主要销售模式，ABB、施耐德、西门子、常熟开关、人民电气等制造商的低压电气产品、工业自动化产品基本通过分销渠道销售，其中施耐德低压电气产品、工业自动化控制产品分销的比例超过 90%。基于分销商的专业物流系统和服务密集的分销网络，我们认为分销在工业电器产品销售中的主导地位具有可持续性。
- **电网建设高增长有力推动电气产品分销行业发展：**电网建设的快速增长将成为公司业务增长的良性驱动，为解决我国电网建设、配电能力大幅滞后于电力供应的局面，国家电网计划未来 2-3 年投资 1.16 万亿元、南方电网未来 2 年增加投资 600 亿元，较原建设计划投资规模增加 54.74%、55.98%。我们认为，电网建设的高增长将有力推动电气产品分销的发展，维持公司盈利能力的快速增长与较高水平。
- **行业处于充分市场化竞争阶段，集中度提升为大势所趋：**目前国内工业电气产品分销行业集中度较低，各分销商均未能占有绝对优势的市场份额。分销商以中小规模的企业居多，具有全国性网络的大型分销商较少。随着市场竞争的进一步加剧，市场将逐步向具有全国性销售网络的多品牌分销商集中，行业集中度也将逐步提高。
- **公司竞争优势和投资亮点：**公司拥有国内最为完善的销售网络，09 年 ABB 中低压产品、施耐德配电产品、西门子低压配电产品分销业务规模均占据国内首位。此外，凭借完善的销售网络、专业的技术服务能力，公司与 ABB、施耐德、西门子、常熟开关、上海人民电器厂等知名制造商建立的长期合作关系使公司有效降低采购成本。
- **募集资金项目分析：**募集资金投向为电气分销网络扩容技术改造、电气系统集成及成套业务扩建、企业技术中心建设项目。募投项目有助于加强公司销售、仓储物流及信息系统支持能力；提高系统集成和成套制造业务比重；进一步扩大市场占有率，增强企业综合竞争力。
- **合理价值区间 33.52-40.22 元：**我们预测公司 2010-2012 年的每股收益将达 1.341、1.667 和 2.068 元。结合同行业的估值水平，我们给予公司 2010 年 25-30 倍的 PE，对应的价值区间为 33.52-40.22 元。

电气设备与新能源行业

张浩

SAC 执业证书编号：S0850209040620
电话：021-23219383
Email: zhangh@htsec.com

联系人

房青
电话：021-23219692
Email: fangq@htsec.com

表 1 众业达盈利预测假设条件（万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入						
工业电气元器件产品分销	220955.29	275007.01	301913.96	364334.67	445376.67	548485.18
其中：低压电气产品分销	139529.87	175088.46	201593.57	244774.91	299996.13	368005.26
中压电气产品分销	39324.32	47092.88	50823.43	59732.78	71452.35	86650.26
工控产品分销	42101.10	52825.67	49496.96	59826.98	73928.19	93829.66
系统集成与成套制造	8946.68	12285.58	13988.38	18193.71	24404.32	33006.08
其中：系统集成	7913.76	11145.88	9342.50	12142.45	16253.88	21965.49
成套制造	1032.93	1139.70	4645.88	6051.26	8150.44	11040.59
其他	4608.33	4424.69	3522.75	3698.89	3883.83	4078.02
合计	234510.31	291717.28	319425.10	386227.26	473664.83	585569.29
yoy						
工业电气元器件产品分销		24.46%	9.78%	20.67%	22.24%	23.15%
其中：低压电气产品分销		25.48%	15.14%	21.42%	22.56%	22.67%
中压电气产品分销		19.76%	7.92%	17.53%	19.62%	21.27%
工控产品分销		25.47%	-6.30%	20.87%	23.57%	26.92%
系统集成与成套制造		37.32%	13.86%	30.06%	34.14%	35.25%
其中：系统集成		40.84%	-16.18%	29.97%	33.86%	35.14%
成套制造		10.34%	307.64%	30.25%	34.69%	35.46%
其他		-3.98%	-20.38%	5.00%	5.00%	5.00%
合计		24.39%	9.50%	20.91%	22.64%	23.63%
毛利率						
工业电气元器件产品分销	8.69%	9.26%	9.71%	9.89%	10.18%	10.26%
其中：低压电气产品分销	8.79%	9.37%	10.00%	10.16%	10.53%	10.61%
中压电气产品分销	8.17%	8.59%	8.43%	8.52%	8.59%	8.67%
工控产品分销	8.85%	9.48%	9.85%	10.16%	10.29%	10.37%
系统集成与成套制造	15.22%	18.56%	18.74%	19.86%	20.76%	21.73%
其中：系统集成	15.95%	17.88%	16.60%	17.37%	18.29%	19.38%
成套制造	9.61%	25.23%	23.04%	24.85%	25.69%	26.41%
其他	14.34%	26.42%	28.98%	29.00%	29.00%	29.00%
合计	9.05%	9.91%	10.32%	10.54%	10.88%	11.04%
营业收入	234510.31	291717.28	319425.10	386227.26	473664.83	585569.29
yoy		24.39%	9.50%	20.91%	22.64%	23.63%
营业成本	213287.18	262814.96	286457.87	345504.92	422137.27	520925.86
毛利率	9.05%	9.91%	10.32%	10.54%	10.88%	11.04%

资料来源：海通证券研究所

表 2 众业达损益表预测（万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	234510.31	291717.28	319425.10	386227.26	473664.83	585569.29
增长率		24.39%	9.50%	20.91%	22.64%	23.63%
营业成本	213287.18	262814.96	286457.87	345504.92	422137.27	520925.86
毛利率	9.05%	9.91%	10.32%	10.54%	10.88%	11.04%
营业税金及附加	450.27	408.92	531.59	772.45	947.33	1171.14
销售费用	7304.62	9197.23	11249.54	14061.93	17577.41	21971.76
销售费用率	3.11%	3.15%	3.52%	3.64%	3.71%	3.75%
管理费用	2616.58	3887.41	4498.32	5622.90	7028.63	8785.78
管理费用率	1.12%	1.33%	1.41%	1.46%	1.48%	1.50%
财务费用	571.27	1514.41	704.51	600.00	800.00	1000.00
资产减值损失	178.72	254.98	321.05	0	0	0
期间费用	10671.19	14854.02	16773.42	20284.83	25406.03	31757.54
期间费用率	4.55%	5.09%	5.25%	5.25%	5.36%	5.42%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	10101.67	13639.37	15662.22	19665.06	25174.19	31714.75
EBIT	10672.94	15153.78	16366.72	20265.06	25974.19	32714.75
增长率		41.98%	8.00%	23.82%	28.17%	25.95%
EBIT margin	4.55%	5.19%	5.12%	5.25%	5.48%	5.59%
营业外收入	62.79	9.70	273.73	300.00	300.00	300.00
营业外支出	2.42	53.15	25.26	25.00	25.00	25.00
利润总额	10162.04	13595.92	15910.68	19940.06	25449.19	31989.75
增长率		33.79%	17.03%	25.32%	27.63%	25.70%
所得税	1755.03	2725.50	3321.11	4386.81	6107.81	7997.44
所得税率	17%	20%	21%	22%	24%	25%
净利润	8407.01	10870.42	12589.58	15553.25	19341.38	23992.31
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者净利润	8407.01	10870.42	12589.58	15553.25	19341.38	23992.31
总股本（万股）	8700	8700	8700	11600	11600	11600
摊薄 EPS(元)	0.725	0.937	1.085	1.341	1.667	2.068

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

张 浩：电力设备和新能源行业

重点研究上市公司：天威保变、特变电工、金风科技、东方电气、上海电气、平高电气、许继电气、泰豪科技、长城电工、华光股份、银星能源、国电南瑞、合康变频、荣信股份、积成电子、英威腾。

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。

免责条款

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。