

众业达 (002441.sz)

增长稳健的电气分销行业龙头

韩玲 分析师

电话: 021-68828545

eMail: gfhf@gf.com.cn

执业编号: S0260511030002

国内工业电气分销行业龙头

公司是国内电气分销行业的领军企业, 各项主要分销业务均处于市场领先地位。庞大的业务规模使公司对供应商有更大的话语权, 使公司成为国内为数不多的多品牌代理商。

行业集中度低具备扩张空间

目前我国的工业电气分销市场规模超过 2000 亿元。而国内分销行业集中度低, ABB、施耐德等品牌的前十大分销商的平均分销额尚不足供应商销售总额的 5%, 分销商还有很大的市场拓展空间。

资金充裕快速提升规模

公司通过销售网络建设和扩大分销品牌数量以及单个品牌的产品线种类有效增加区域覆盖和产品覆盖, 进而提升分销业务规模。2010 年底公司在手资金约为 6 亿元, 按照历年经营情况可支持新增约 40 家分公司。此外由于公司分销业务规模较大, 应收账款对现金流的影响作为较为明显。目前充裕的货币资金有利于公司灵活的制定客户的信用期从而提升行业竞争优势实现市场快速扩张。

盈利预测

我们预计 2011~2013 年公司实现营业收入分别为 53 亿、67 亿和 83 亿元, 净利润 1.8 亿、2.3 亿和 2.9 亿元, 三年的 EPS 为 0.79、0.98 和 1.25 元, 给予 2012 年 22 倍市盈率, 目标价 22 元, 给予“买入”评级。

风险提示

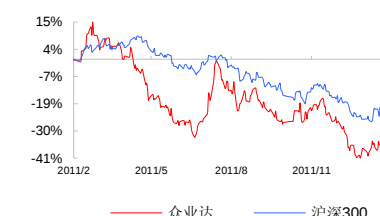
宏观经济形势出现波动, 大范围波及国内各个行业的市场需求。

公司评级

买入

当前价格	15.54 元
合理价值	22.00 元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	2.17	-17.56	-68.09
沪深 300	4.9	-9.17	-18.97

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	232/77
主要股东:	吴开贤
主要股东持股比例	38.87
流通 A 股比例	33.34%

财务比率

ROE	8.66
ROA	8.9342
资产负债率	26.9147

2010 年报数据

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3194.25	4165.22	5295.53	6662.74	8333.25
增长率(%)	9.50%	30.40%	27.14%	25.82%	25.07%
EBITDA(百万元)	175.83	212.93	261.16	330.64	414.56
净利润(百万元)	125.90	146.62	183.65	227.80	289.93
增长率(%)	15.81%	16.46%	25.26%	24.04%	27.27%
每股收益(元)	1.45	1.26	0.79	0.98	1.25
市盈率	0.00	41.92	19.21	15.49	12.17
市净率	0.00	3.63	1.88	1.68	1.47
EV/EBITDA	-0.84	25.58	11.92	9.04	7.32

数据来源:众业达电气股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易, 亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考, 并请务必阅读正文之后的免责声明。

本报告联系人: 王昊 wh15@gf.com.cn

目录索引

一、投资逻辑	3
二、国内电气分销的领先企业	3
（一）工业电气产品专业分销商	3
（二）行业龙头地位稳固业绩持续增长	4
（三）盈利能力：分销保持稳定系统集成稳步增长	6
三、规模扩张成为电气分销行业发展途径	6
四、公司分销业务增长动力强劲	9
（一）工业电气市场容量稳步增长	9
（二）扩大覆盖提升规模	10
五、成套设备提升竞争力	11
六、财务指标分析	12
（一）流动资产占比大货币资金充足	12
（二）存货与应收账款周转率略有下滑	13
（三）销售和管理费用率保持稳定	13
七、盈利预测	14
八、风险提示	16

图表索引

图 1：电气分销业务框架	4
图 2：主营业务收入构成及增长率（百万元）	5
图 3：营业利润构成及增长率（百万元）	5
图 4：公司分销及成套业务毛利率变动情况	6
图 5：工业电气分销商核心竞争力	7
图 6：国际电气分销商蓝格赛、索能达业务规模增长情况（亿欧元）	8
图 7：我国电气机械及器材制造业年收入规模（万亿元）	9
图 8：系统集成与成套业务规模及销售占比（百万元）	12
图 9：流动资产构成	12
图 10：存货及应收账款周转率	13
图 11：销售和管理费用率	14
表 1：公司主要销售对象	4
表 2：公司国内分销市场排名	5
表 3：蓝格赛市场发展历程	8
表 4：国际知名电气分销商业务构成	8
表 5：分销产品下游覆盖领域	8
表 6：公司分销业务各终端客户销售比例	10
表 7：公司目前子公司及物流配送中心	10
表 8：公司主要系统集成与成套产品	11
表 9：盈利假设（百万元）	14
表 10：众业达未来三年盈利预测（百万元）	15

一、投资逻辑

工业电气分销行业龙头

公司是国内工业电气分销行业的领军企业，各项主要分销业务均处于市场领先地位，与上游ABB、西门子、施耐德、常熟开关、上海人民电器等知名供应商建立了长期稳固的合作关系。庞大的业务规模使公司对供应商有更大的话语权，使公司成为国内为数不多的多品牌代理商。

市场容量增长且行业集中度低具备扩张空间

近几年来我国工业电气产品快速发展，2011年电气机械及器材制造行业实现销售收入4.46万亿元，近10年以来的平均增长率为23.86%，我国的工业电气分销市场规模超过2000亿元。目前国内工业电气分销行业集中度低，ABB、施耐德等品牌的前十大分销商的平均分销额尚不足供应商销售总额的5%，分销商仍有很大的市场拓展空间。

增加覆盖提升规模

公司通过增加区域覆盖和产品覆盖有效提升分销业务规模。在销售渠道方面，公司对主要省会城市已经基本完成了覆盖，下一步将向经济发达的二、三线城市发展，分销子公司的设立正稳步推进。在产品方面，公司正逐渐扩大分销品牌数量以及单个品牌的产品线种类，目前公司分销产品型号已超过10万种。

资金充裕提供快速发展条件

2010年底公司拥有货币资金7.8亿元，扣除尚未完成的募集资金项目投入1.8亿元，在手资金量约为6亿元。按照历年经营情况，公司在手资金可支持新增约40家分公司。此外由于公司分销业务规模较大，应收账款对现金流的影响作用较为明显。目前充裕的货币资金有利于公司灵活的制定客户的信用期从而提升行业竞争优势实现市场扩张。

盈利预测

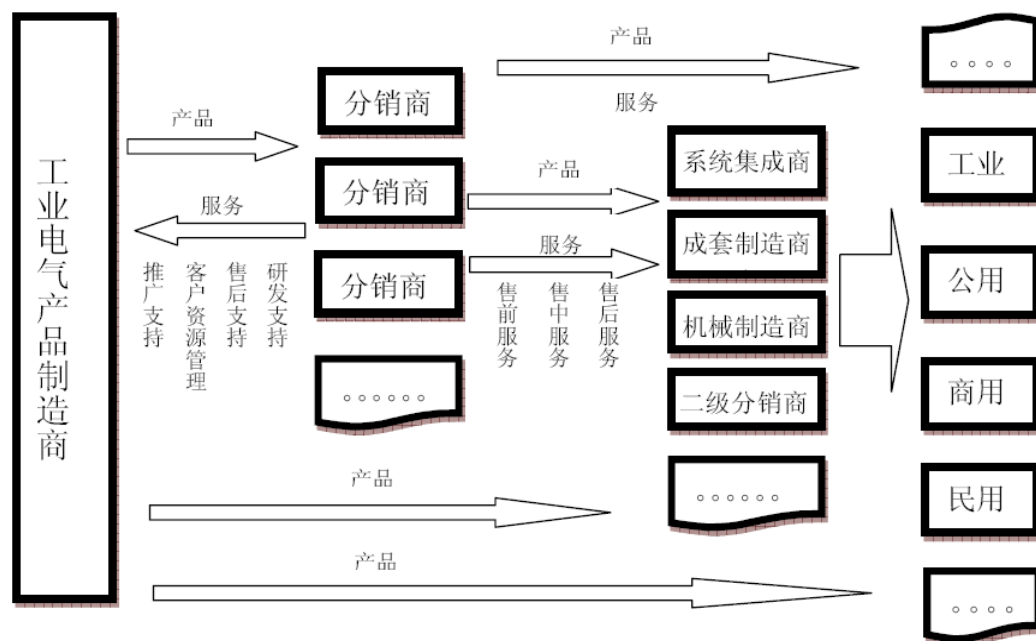
我们预计2011~2013年公司实现营业收入分别为53亿、67亿和83亿元，实现归属母公司净利润分别为1.8亿、2.3亿和2.9亿元，三年的EPS分别为0.79、0.98和1.25元。鉴于公司较为确定的成长性，给予2012年22倍市盈率，目标价22元，给予“买入”评级。

二、国内电气分销的领先企业

（一）工业电气产品专业分销商

电气分销商在产业链中位于设备制造商与终端用户之间，从广义上讲属于服务流通行业。由于工业电气产品应用领域广泛、产品种类繁多，因此单一的电气产品制造商很难完全满足客户对产品功能、性能、价格等各方面的需求。另外，由于工业产品市场分布广、客户相对分散，如果设备制造商全部采用直销模式将大大增加企业的销售成本和控制风险。因此，工业电气产品制造商一般只对关键的大客户进行直销，而将其他客户的销售交给专业的分销商来实现。在国际市场上，电气产品的分销模式已经相当成熟，分销商拥有专业的物流系统和密集的分销网络，其中行业内领先企业如蓝格赛和索能达的年销售规模都超过100亿欧元。

图 1：电气分销业务框架



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

众业达是我国工业电气产品的专业分销商，其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。根据下游客户在产业链中所处的位置，公司销售对象可分为成套设备厂、机械制造商、系统集成商、二级分销商和终端客户等五大类。从公司历年的销售情况来看，成套设备商所占销售比例最大超过50%，其他客户的销售占比在8%~15%之间。目前公司的主营业务中分销业务约占公司营业收入的95%，系统集成与成套制造业务规模目前相对较小但其业务占比正在稳步提升的过程中。

表 1：公司主要销售对象

客户类别	概述	向公司采购产品	生产销售产品
成套设备厂	进行配电柜和控制柜生产的成套制造商	电子元器件产品	成套配电柜、成套控制柜
机械制造商	生产含电气控制系统或部件的机械设备制造商	电子元器件产品、成套制造产品、系统集成产品	含电气控制系统或部件的机械设备
系统集成商	进行自动化设计、编程、制造的生产商	电子元器件产品、成套制造产品、系统集成产品	系统集成产品
二级分销商	采购公司产品进行二次分销的批发零售商	电子元器件产品	电子元器件产品
终端客户	电力、工业、能源、城乡基础设施、交通、商用及民用领域的建设工程公司、政府单位	电子元器件产品、成套制造产品、系统集成产品	含配电系统、自动化控制系统的各类设施

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

（二）行业龙头地位稳固业绩持续增长

公司的销售规模一直稳居国内行业前列，各项主要分销业务均处于市场领先地位。

2010年公司配电产品分销业务额占ABB、施耐德、西门子以及国内知名品牌常熟开关和上海人民电器在国内分销收入的比例分别为21%-40%（低压及中压）、15%、15%、22%和13%。

表 2：公司国内分销市场排名

可比分销产品	2007	2008	2009	2010
ABB 低压产品	1	1	1	1
ABB 中压产品	-	1	1	1
ABB 传动产品	1	1	5	5
施耐德配电产品	1	1	1	1
施耐德工控产品	3	3	3	2
西门子低压产品	-	2	2	1
常熟开关	1	1	1	1
上海人民电器	1	1	1	1

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司多年来坚持多品种、多品牌、差异化的发展战略，产品覆盖面较大，产品涉及低压和中压输配电产品及工业自动化产品；在业务上覆盖了分销、物流仓储、专业技术服务、系统集成和成套制造等各个环节。公司经过多年的发展已经在全国范围内拥有稳定的客户群体，与客户及供应商建立起稳固的业务合作基础，在近几年激烈的市场竞争中始终保持行业中的领先地位，业绩实现持续增长2007~2010年营业收入和营业利润的复合增长率分别为21%和25%。其中2009年由于受到金融危机的影响公司业绩增速相对放缓，之后国内经济恢复增长工业电气产品需求旺盛，公司营业收入和营业利润增速分别回升至30%和27%。

图 2：主营业务收入构成及增长率（百万元）

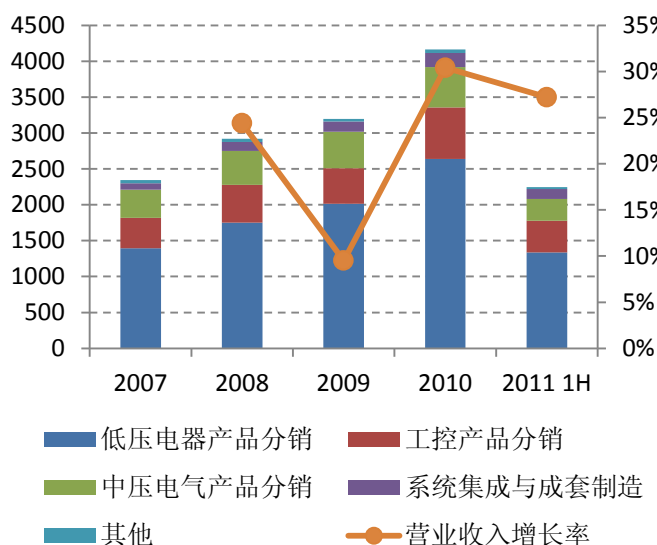
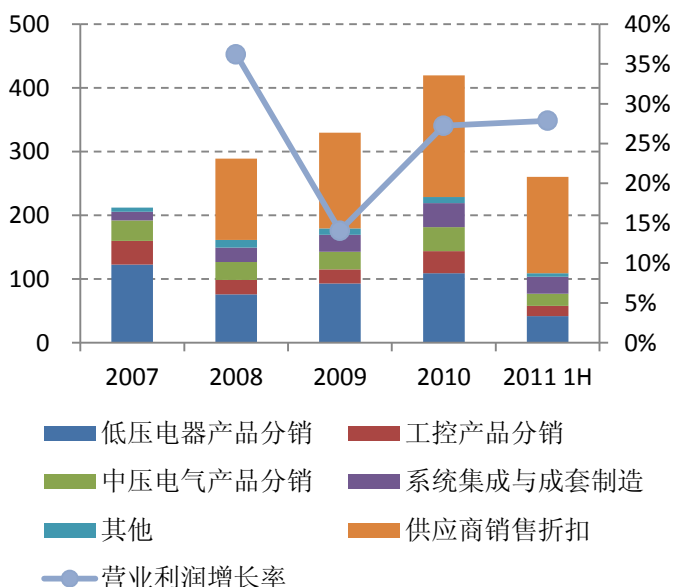


图 3：营业利润构成及增长率（百万元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

（三）盈利能力：分销保持稳定系统集成稳步增长

从业务性质上划分，公司的营业利润由分销业务和系统集成与成套业务两部分贡献。

分销业务

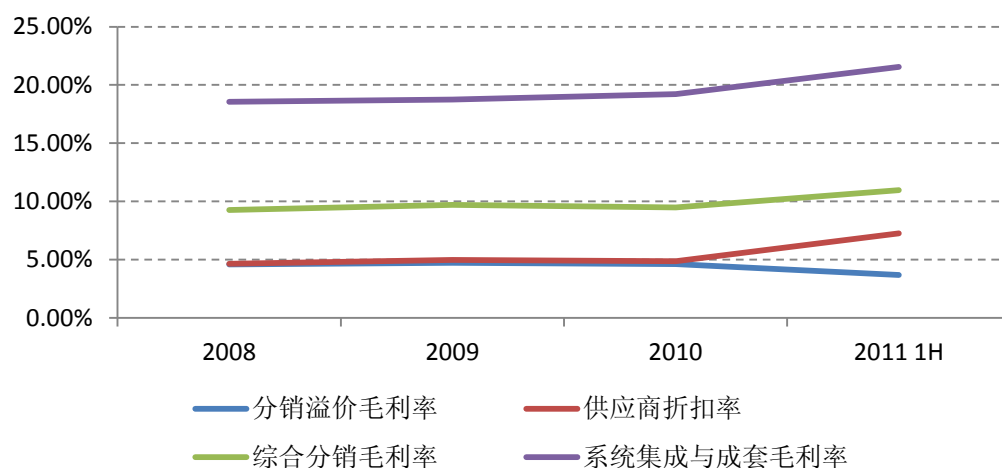
公司分销业务的利润来自两个方面：分销产品的销售溢价和上游供应商按季度或按年度给予的销售折扣。其中供应商给予的销售折扣在公司公告的财务报表中自2008年以后被单独列出，并在营业成本中进行冲减。由于电气分销是一个充分竞争的市场，因此公司会根据上游供应商给予的折扣率来调整分销溢价，以达到一个较为稳定的综合分销毛利率。即如果供应商所给的折扣率较高，公司将通过相应下调分销溢价毛利率来增强分销产品的市场竞争力。

综合来看，公司年度分销业务毛利率基本保持稳定，在9.26%~9.72%之间窄幅波动。2011年上半年公司分销毛利率较高是由于行业的季节性特点，由于供应商的销售折扣一般在季度或年度截止后2~3个月结算，因此上半年公司收到折扣金额会大于下半年，公司历年经营情况也均符合这一规律。

系统集成与成套业务

公司的系统集成与成套制造业务服务于分销业务，在拓展分销业务客户基础的同时为客户提供增值服务，也为公司增加了收入和利润来源。随着公司在系统集成及成套制造业务投入的加大，产品附加值逐步提升。另外，在规模效应的作用下业务的成本也呈下降趋势，因此公司此项业务的毛利率随着营业收入规模的扩张稳步提升，从2007年的15.22%提高至19.22%。

图 4：公司分销及成套业务毛利率变动情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

三、规模扩张成为电气分销行业发展途径

在前文中提到，工业电气产品的分销模式是适应行业发展的必然途径，在市场较为成熟的国外市场专业分销商以其拥有的专业物流系统和密集的服务分销网络已经成为工业电气产业链中不可或缺的环节。目前工业电气制造商和分销商之间已经形成一种稳

定的战略合作关系，分销商为制造商提升市场覆盖、降低资金风险、提高物流效率并保证本地化服务水平，同时也为下游用户提供产品的增值服务。

而分销商要建立起自身的竞争优势与行业壁垒，则规模扩张则成为必然途径。分销商的分销业务规模在达到一定程度后才能在市场网络覆盖的广泛性和产品种类的完备性方面获得竞争优势，使公司经营在实现规模效应的同时可以获得更大的采购成本优势，并且通过为客户提供一站式采购服务抢占市场份额。工业电气产品的分销属于流通行业的范畴，销售渠道网络所覆盖的范围越广，就越容易得到供应商和客户的认可与支持，也有利于通过分布在全国各地的分支机构为客户提供稳定、快捷的服务，为客户在全国范围内提供全方位的产品供应、配送和技术支持。销售网络建设和业务规模扩充成为分销商提升自身核心竞争力的重要方面。

图 5：工业电气分销商核心竞争力



数据来源：广发证券发展研究中心

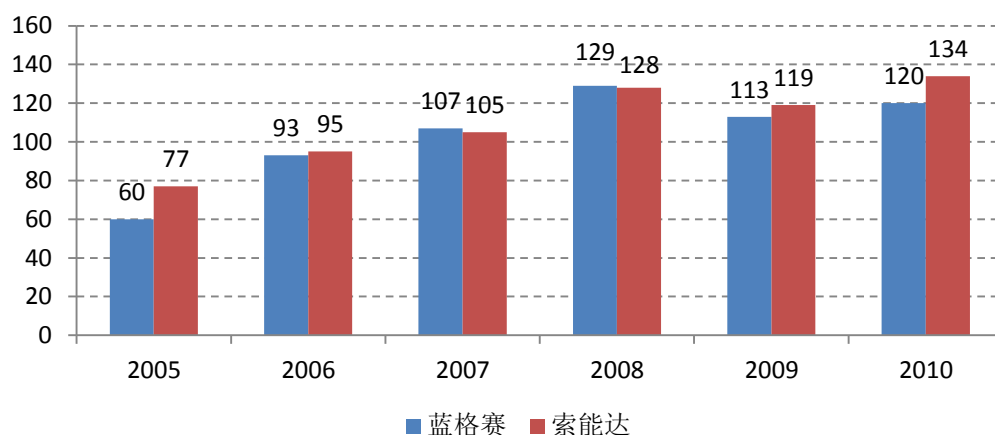
从国际市场上的电气分销行业巨头的发展轨迹来看，工业电气分销日益注重其行业地位与网络建设，逐步由区域型企业向全球化企业发展，加速扩大分销网络。分布广泛的销售渠道网络和强大的跨国经营能力，不仅为分销商在价格谈判上争取到更多的主动权，还能在经营上弱化部分地区经济衰退导致的需求下降的区域性影响，从而保证相对稳定的经营业绩。如蓝格赛（Rexel）为保持全球领先地位，于2006年收购了原GE销售商Gexpro，成为全美第一大分销商；于2008年收购了原世界第三大电气分销商Hagemeyer，巩固了其全球第一、欧洲第二大分销商的市场地位。目前蓝格赛在37个国家拥有2200个网点、133个物流中心、员工人数超过28000人，2010年实现销售收入约120亿欧元，其中欧洲、北美、亚太和其他地区的占比分别为58%、30%、9%和3%。索能达（Sonepar）在35个国家拥有2015个销售网点、153个分公司，2010年实现销售收入134亿欧元，其中欧洲、北美和亚太地区的销售占比分别为64%、30%和6%。

表 3：蓝格赛市场发展历程

时间	事件	时间	事件
1967	于法国创立 CDME	1999	扩张东欧市场
1980	初步扩张欧洲市场	2000	进入加拿大和中国
1986	进入美国市场	2006	收购 Gexpro
1990	被 PPR 收购，93 年更名为 Rexel	2008	收购 Hagemeyer
1998	登陆澳大利亚、新西兰	2011	进入印度、巴西市场

数据来源：Rexel，广发证券发展研究中心

图 6：国际电气分销商蓝格赛、索能达业务规模增长情况（亿欧元）



数据来源：Rexel, Sonepar，广发证券发展研究中心

拓展分销业务覆盖的产品种类也是电气分销商扩大业务规模的另一个有效手段。国际知名电气分销商经营产品种类众多，包括安装设备、电线电缆、照明、温度控制系统、通信及安全等等各类设备。蓝格赛和索能达经营产品种类数量分别达到120万和100万种，其下游领域涵盖民用、工业、商业和公用事业。

表 4：国际知名电气分销商业务构成

分销商	市场地位	业务构成
蓝格赛	全球第一大，欧洲第二大专业电气分销商	安装设备、电线电缆、照明、温度控制、安全和交通设备、模具、家用电器
索能达	欧洲第一大专业电气分销商	安装设备、工业材料、电线电缆、照明、通信与安全、通风及温度控制系统
西科国际	美国第一大综合供应提供商	基建电气产品、工业电器维护、修和和运行用品等

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

表 5：分销产品下游覆盖领域

应用领域	覆盖产品
民用	布线装置、警报安全装置、家庭自动化设备、温度控制系统、照明、电线电缆、保护装置、光伏设备

工业	工业自动化、电线电缆、配电设备、控制系统、照明、安全系统、附件、工具及耗材
商业	布线装置、警报安全装置、温度控制系统、照明、电线电缆、楼宇自动化
公用事业	网络线缆、开关、配电成套柜、配电变压器、配件

数据来源：广发证券发展研究中心

此外，工业电气产品的分销不同于一般的商品销售，客户在订购产品的同时还会在售前产品选型、快捷的物流配送、产品组装调试以及售后技术服务等方面提出更多的需求。因此，具有系统集成技术、成套制造能力以及完善的物流配送体系的分销商将在竞争中逐步确立优势。

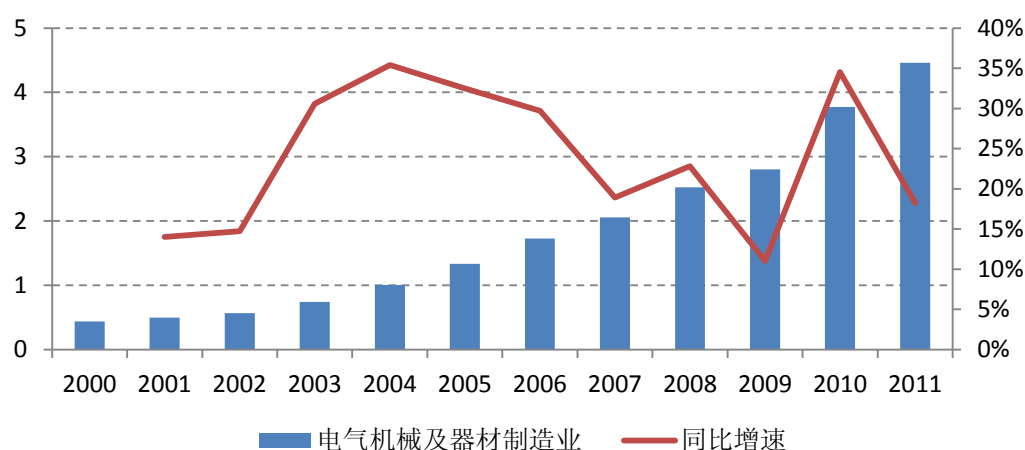
四、公司分销业务增长动力强劲

（一）工业电气市场容量稳步增长

目前我国分销模式已经逐步成为中低压输配电产品和工业自动化产品销售的主要模式。根据施耐德提供的数据，其在中国的全部产品线通过分销商销售的比例占全部销售的85%以上，从细分产品来看，低压电气产品、工业自动化控制产品采取分销模式的比例超过90%。而ABB、西门子、常熟开关、人民电气等一流电气设备制造商在国内市场上，其低压电气产品和工业自动化产品均基本通过分销渠道流通。

近几年来我国工业电气产品快速发展，2011年我国电气机械及器材制造业实现销售收入4.46万亿元，近十年以来的平均增长率为23.86%，预计未来五年其增速仍将保持在20%左右的水平。随着分销模式的日益成熟，分销业务占据工业电气产品销售的比例趋于稳定，分销市场容量将同步增长。根据国际著名电气分销商W.W.Grainger统计数据表明，我国2006年工业电气分销服务市场规模已经达到2200亿元。

图 7：我国电气机械及器材制造业年收入规模（万亿元）



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

从下游应用来看，公司所分销的工业电气产品的最终客户分布于电力、工业、能源、城乡基础设施、交通、商用及民用等六大领域。其中电力领域占公司销售比例较高超过 40%， “十二五” 期间配电网络将成为电网建设投资的重点，对公司主要分销的中低压

电气产品将保持旺盛的市场需求。而公司在其他领域的销售占比相对平均，较为广泛的市场覆盖有利于弱化宏观经济对单一市场的负面影响。

表 6：公司分销业务各终端客户销售比例

终端客户领域	2007	2008	2009
电力	44.46%	42.01%	42.75%
工业	25.65%	26.52%	13.71%
能源	14.84%	15.17%	10.87%
城乡基础设施	8.56%	7.94%	16.79%
交通	3.35%	4.02%	13.71%
商用、民用及其他	3.23%	4.35%	2.18%
总计	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

（二）扩大覆盖提升规模

目前国内工业电气分销行业集中度低，ABB、施耐德等品牌的前十大分销商的平均分销额尚不足供应商销售总额的5%，分销商仍有很大的市场拓展空间。增加覆盖面是公司提升分销业务规模的有效途径，具体包括：区域覆盖和产品覆盖。区域覆盖是指公司通过开设分销子公司、办事处的方式，进一步拓展销售网络渠道。2010年公司拥有近40家全资子公司及合资公司，其中分销子公司约32家。2010年新成立5家分销子公司及1家合资公司；2011年上半年新成立2家全资分销公司，合资（控股）设立1家分销公司，预计2011年全年公司将共计新设6家子公司。目前公司对主要的省会城市已经基本完成了覆盖，下一步将向经济发达的二、三线城市发展。同时公司也注重进一步完善物流配送和存货管系统，增加杭州、西安物流配送中心，提高公司的快速反应能力。此外，公司在全国各省区还设有近80个办事处，当办事处业务规模达到一定水平后，还将升级为新的分销业务子公司。

表 7：公司目前子公司及物流配送中心

子公司	
华北区	唐山众业达电气设备有限公司、北京国电众业达科技有限公司、青岛众业达电器有限公司、济南众业达电器有限公司、北京市柯瑞伦电气有限公司、石家庄市众业达电气自动化有限公司、北京众业达濠电器设备有限公司
东北区	众业达电气哈尔滨有限公司、大连众业达电器有限公司、沈阳众业达电器有限公司、天津众业达电气有限公司
华东区	众业达电气温州有限公司、上海泰高开关有限公司、众业达电气安徽有限公司、无锡众业达电器有限公司、宁波众业达电器有限公司、上海汕能电气成套有限公司、众业达电气南京有限公司、杭州众业达电器有限公司、上海众业达电器有限公司
中南区	众业达电气襄阳有限公司、长沙众业达电器有限公司、郑州众业达电器有限公司、武汉众业达机电设备有限公司
西南区	重庆众业达电器有限公司、昆明众业达自动化设备有限公司、成都众业达电器有限责任公司
西北区	山西众业达电器有限公司、甘肃众业达电器有限公司、陕西众业达电器有限公司
华南区	广西众业达电器有限公司、南昌众业达电气有限公司、厦门众业达濠电器有限公司、汕头市达

源电器成套有限公司、汕头众业达电器设备有限公司、福州众业达电器有限公司、广州市众业达电器有限公司、深圳市圳濠电器有限公司、汕头市众业达自动化电气工程有限公司

物流中心

北京、上海、广州、成都、汕头、郑州、杭州、西安

数据来源：广发证券发展研究中心

在产品覆盖方面，公司正逐渐扩大分销的品牌数量以及单个品牌的产品线种类。目前公司前五大供应商：ABB、施耐德、西门子、常熟开关、上海人民的销售额占分销业务收入比重超过95%。公司正有计划的拓展和提升与其他品牌的合作关系，例如包括上海华通、金钟穆勒、海格、长江电器等品牌。

国内市场上，中小分销商一般都只销售单一品牌。这是因为：

1) 供应商对分销商有一定的销售目标，并且根据分销商销售额的大小也要求了每年的销售增长率，销售额越小相应的增长率要求越高。因此中小分销商受制于自身规模和面对的市场容量在进行多品牌销售的时候，各品牌之间就会形成冲突，最后会自然的偏向单一品牌。

2) 不同供应商与分销商之间的接口系统、管理模式都不相同。因此，分销商在进行多品牌销售时需要针对不同的供应商建立各自的团队来运作相应的增加了运营成本。

而众业达凭借销售网络和广泛的客户覆盖面，库存和物流管理，以及资金、技术和服务优势在国内为数众多的工业电气分销商中脱颖而出，成为为数不多的真正做到多品牌销售的专业分销商。

五、成套设备提升竞争力

公司从2003年开始启动为系统集成服务的配套研发与制造，具体产品主要包括配电控制柜、电气控制柜湿度控制仪表、变频器水冷系统、风力发电机变桨控制系统、石油钻井电气控制系统的配套产品等。

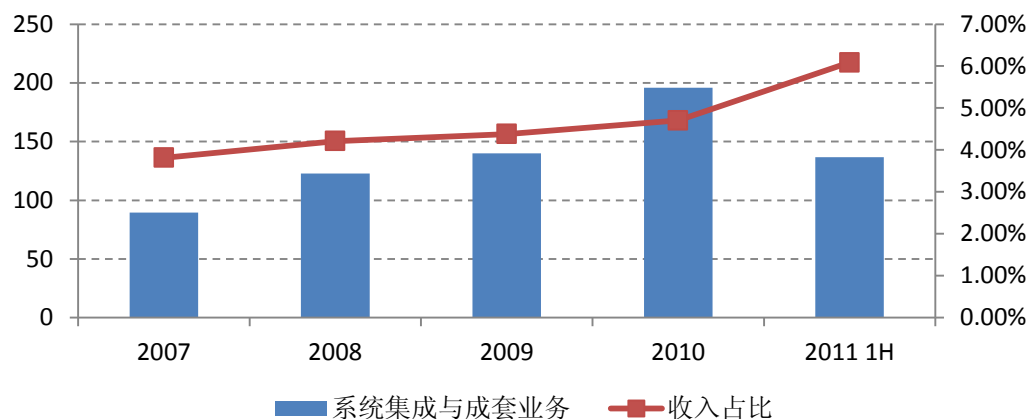
表 8：公司主要系统集成与成套产品

主要产品	技术概况
配电控制柜	西门子公司 8PT-4000 低压开关柜采用西门子授权技术生产；MB301 海事柜引进施耐德电气公司的生产技术，授权在国内生产。
电气控制柜湿度控制仪表	自行设计、组装产品，广泛配套与公司中压产品客户
风力发电机变流器水冷系统	借鉴国外技术，自行设计生产，产品性能工艺均得到客户认可
风力发电机变桨控制系统	参考借鉴国内外技术，结合风场现场测量、分析，初步建立了控制系统理论框架，样机通过客户厂内测试
风力发电机主控系统	参考借鉴国内外技术，结合风场现场测量、分析，初步建立了控制系统理论框架，样机通过客户厂内测试
石油钻井电气控制系统配套产品	自行设计生产实用钻井电气控制系统的各种子系统或其单品，配套于国内石油钻井平台领域客户。

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

系统集成与成套制造业务是公司快速发展的业务，其原因有两点：1）发展成套业务涉足设备制造可以提高企业的盈利能力，其毛利率显著高于分销业务；2）系统集成与成套业务通过基于产品的技术服务满足客户的特定需求，在扩宽公司客户基础的同时也使公司与客户之间的合作更为紧密，也间接的促进了原有的分销业务。2011年上半年公司系统集成与成套业务收入同比增长超过100%，我们预计未来公司系统集成与成套业务增长将超过分销业务增速实现快速发展。

图 8：系统集成与成套业务规模及销售占比（百万元）



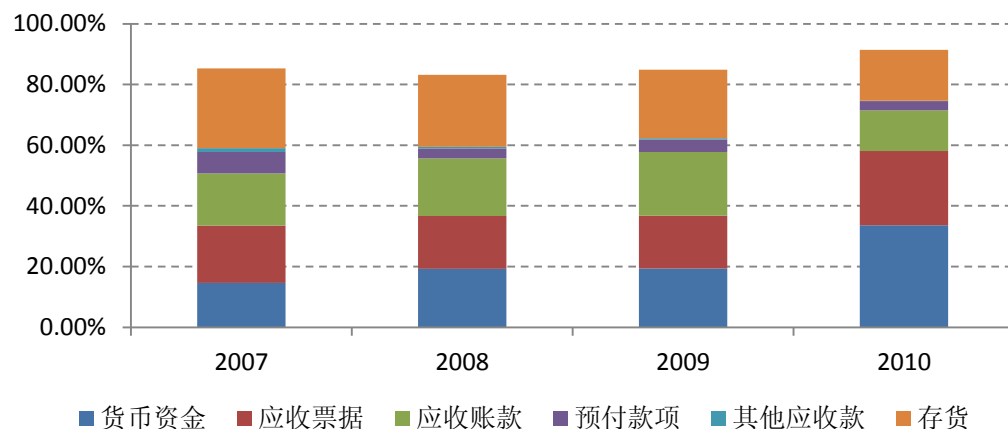
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

六、财务指标分析

（一）流动资产占比大货币资金充足

由于公司主要从事工业电气产品的专业分销业务，对机械设备等固定资产依赖程度较弱，因此在公司资产构成中流动资产占比较高，一般在85%的水平。其中货币资金、应收票据、应收账款和存货占流动资产的比例基本在20%~25%之间（2007~2009年）。

图 9：流动资产构成



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

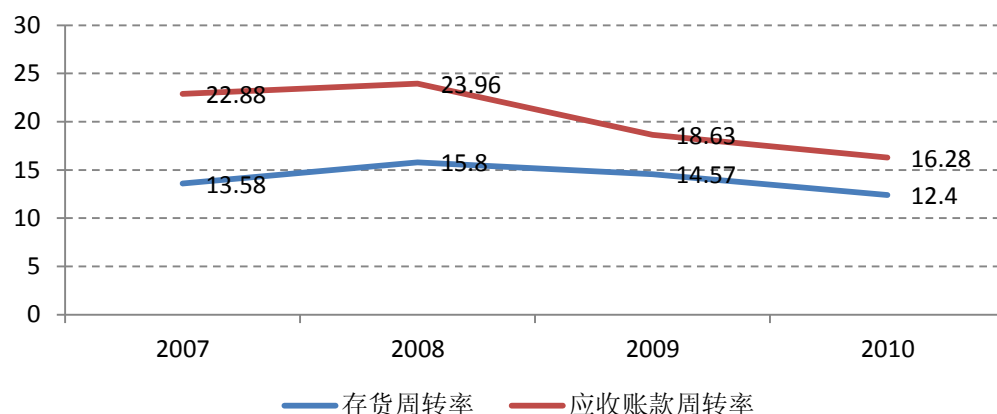
公司对上游供货商及下游客户对公司进行产品采购时均有一定的信用额度和信用期，一般公司对客户的信用期比供货商给公司的长1~2个月，因此公司在经营时需要垫资，对流动资金有较高的要求。2007~2009年公司的货币资金与营业规模之间的比例为0.037~0.059（2010年由于公司成功上市，这一比例上升为0.187）。2010年底公司拥有货币资金7.8亿元，扣除尚未完成的募集资金项目投入1.8亿元，在手资金量约为6亿元（公司在2010年上市获得超募资金约6亿元，其中1.3亿元用于偿还银行贷款，目前用于补充流动资金及剩余的超募资金合计约4.7亿元）。简化假设：1）增设一家分公司费用约230万元；2）分公司数量与公司业务规模成线性关系；3）公司正常经营所需货币资金量与营业收入规模的比值为0.06，则公司在手资金可支持新增约40家分公司。以公司每年新增5~8家分销子公司的发展速度来看，目前资金充足。

此外由于公司分销业务规模较大，应收账款对现金流的影响作用较为明显。目前充裕的货币资金有利于公司灵活的制定客户的信用期从而提升行业竞争优势实现市场扩张。

（二）存货与应收账款周转率略有下滑

2007~2009年公司存货与应收账款周转率基本保持稳定，2010年两者均出现一定程度下滑，应收账款占营业收入的比重也相应从2009年的6.32%上升至7.44%。其中存货周转率的下降主要是因为公司分销网络扩张速度较快，随着销售收入的增长尤其为了迅速增加新设子公司的营业规模，公司相应增加了一定程度的存货保有量。应收账款周转率的下滑主要是因为受到资金紧缩等市场环境的影响，公司对部分核心及优质客户适当增加了信用期和信用额度。由于公司与下游客户存在长期合作关系，且应收账款中一年以上账款的比例均小于5%处于合理范围内，发生大规模坏账的可能性较小。我们预计未来公司这两项指标将基本维持目前水平。

图 10：存货及应收账款周转率



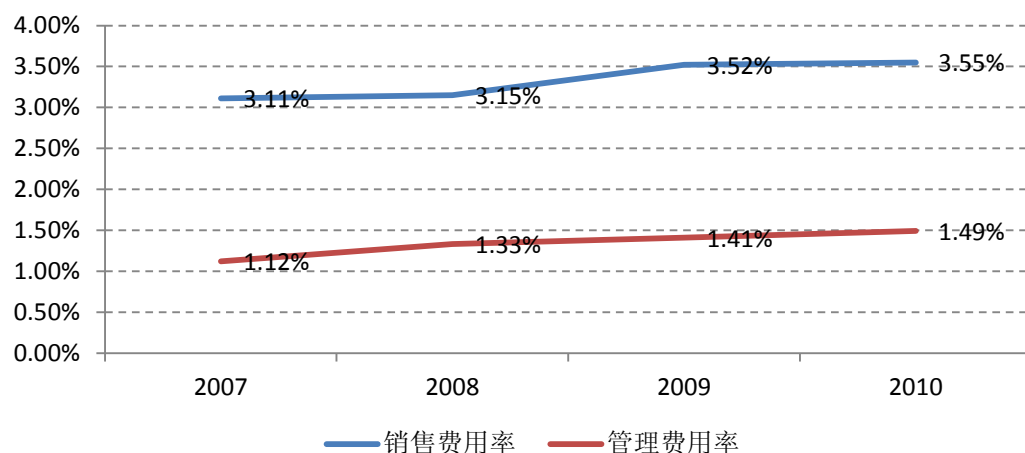
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

（三）销售和管理费用率保持稳定

结合历年情况来看，公司的销售和管理费用率控制情况良好，均基本保持稳定。公司新设立的分销子公司一般在第二年开始贡献业绩，因此在设立当年对销售费用会有一定影响，若公司未来保持相对平稳的分销网络扩张速度，其销售费用率将接近目前水平。

管理费用方面，由于规模增长公司相应增加了部分管理人员并且随员工薪酬水平的提高而导致管理费用率略有增长，但总体幅度不大。

图 11：销售和管理费用率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

七、盈利预测

我们预计由于公司分销业务基数较大，中低压电气将保持较为稳定的增速。系统集成与成套制造业务收益于公司分销业务销售渠道的优势将实现快速增长，并且随着业务规模的提升其产品毛利率仍有上升空间。目前公司资金情况较为充裕，有利于销售网络的拓展，并且有能力在保证毛利率水平的情况下通过适当提高客户的信用期来建立竞争优势进而实现市场扩张。

表 9：盈利假设（百万元）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入					
低压电气产品分销	2,015.94	2,636.26	3163.51	3796.21	4555.46
工控产品分销	494.97	718.79	1042.25	1459.14	2042.80
中压电气产品分销	508.23	562.91	675.49	810.59	972.71
系统集成与成套制造	139.88	195.95	352.71	529.07	687.78
其他	35.23	51.31	61.57	67.73	74.50
营业收入增长率					
低压电气产品分销	15.14%	30.77%	20.00%	20.00%	20.00%
工控产品分销	-6.30%	45.22%	45.00%	40.00%	40.00%
中压电气产品分销	7.92%	10.76%	20.00%	20.00%	20.00%
系统集成与成套制造	13.85%	40.08%	80.00%	50.00%	30.00%
其他	-20.38%	45.64%	20.00%	10.00%	10.00%
营业成本					
低压电气产品分销	1,922.80	2,526.86	3,046.46	3,663.35	4,396.02

工控产品分销	472.75	684.36	1,000.56	1,400.78	1,961.09
中压电气产品分销	480.58	525.31	631.59	759.52	914.35
系统集成与成套制造	113.67	158.29	282.17	420.61	543.35
其他	25.02	41.58	49.26	54.18	59.60
供应商销售折扣	(150.35)	(190.80)	(244.06)	(303.30)	(378.55)
毛利率					
低压电气产品分销	4.62%	4.15%	3.70%	3.50%	3.50%
工控产品分销	4.49%	4.79%	4.00%	4.00%	4.00%
中压电气产品分销	5.44%	6.68%	6.50%	6.30%	6.00%
系统集成与成套制造	18.74%	19.22%	20.00%	20.50%	21.00%
其他	28.98%	18.97%	20.00%	20.00%	20.00%
供应商销售折扣率	4.98%	4.87%	5.00%	5.00%	5.00%
合计					
营业收入	3,194.25	4,165.22	5,295.53	6,662.74	8,333.25
营业收入增长率	9.50%	30.40%	27.14%	25.82%	25.07%
营业成本	2,864.47	3,745.58	4,765.97	5,995.14	7,495.85
毛利率	10.32%	10.07%	10.00%	10.02%	10.05%
主要费用率					
销售费用率	3.52%	3.55%	3.60%	3.60%	3.60%
管理费用率	1.41%	1.49%	1.51%	1.50%	1.50%
财务费用率	0.22%	0.20%	0.20%	0.26%	0.18%

数据来源：广发证券发展研究中心

我们预计2011~2013年公司实现营业收入分别为53亿、67亿和83亿元，实现归属母公司净利润分别为1.8亿、2.3亿和2.9亿元，三年的EPS分别为0.79、0.98和1.25元。鉴于公司较为确定的成长性，给予2012年22倍市盈率，目标价22元，给予“买入”评级。

表 10：众业达未来三年盈利预测（百万元）

	2011E	2012E	2013E
营业收入	5295.53	6662.74	8333.25
营业成本	4765.97	5995.14	7495.85
营业税金及附加	10.59	13.33	16.67
销售费用	190.64	239.86	300.00
管理费用	79.96	99.94	125.00
财务费用	10.82	17.21	15.21
营业利润	230.55	288.27	369.53
净利润	183.65	228.22	290.96
归属母公司净利润	183.65	228.22	290.96
EPS（元）	0.79	0.98	1.25

数据来源：广发证券发展研究中心

八、风险提示

宏观经济形势出现波动，大范围波及国内各个行业的市场需求。

资产负债表

单位：百万元

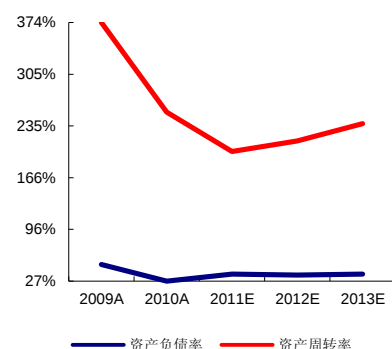
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	818	2,123	2,669	2,911	3,400
货币资金	187	779	800	800	760
应收及预付	414	952	1,412	1,619	2,024
存货	218	386	457	493	616
其他流动资产	0	6	0	0	0
非流动资产	146	195	287	325	352
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	105	132	171	197	211
在建工程	3	24	54	59	64
无形资产	33	32	61	69	77
其他长期资产	5	7	0	0	0
资产总计	964	2,318	2,956	3,237	3,752
流动负债	472	621	1,078	1,131	1,357
短期借款	40	80	385	260	267
应付及预收	432	541	693	871	1,090
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	2	2	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	2	0	0	0
负债合计	474	624	1,078	1,131	1,357
股本	87	116	232	232	232
资本公积	200	1,276	1,276	1,276	1,276
留存收益	203	302	369	597	887
归属母公司股东权益	490	1,693	1,877	2,105	2,395
少数股东权益	0	1	1	1	1
负债和股东权益	964	2,318	2,956	3,237	3,752

利润表

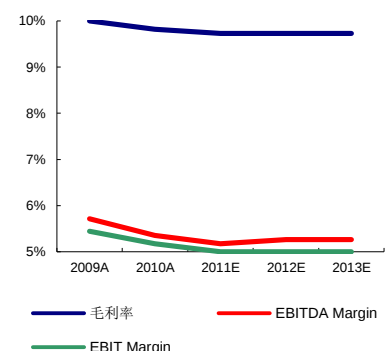
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3194	4165	5296	6663	8333
营业成本	2865	3745	4766	5995	7496
营业税金及附加	5	7	11	13	17
销售费用	112	148	191	240	300
管理费用	45	62	80	100	125
财务费用	7	8	11	18	17
资产减值损失	3	5	7	9	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	157	189	231	288	368
营业外收入	3	2	8	8	8
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	159	190	238	295	375
所得税	33	43	54	67	86
净利润	126	147	184	228	290
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	126	147	184	228	290
EBITDA	176	213	261	331	415
EPS (元)	1.45	1.26	0.79	0.98	1.25

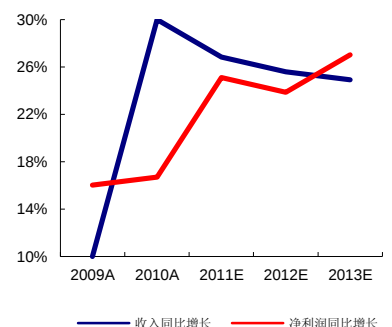
资产负债率趋势



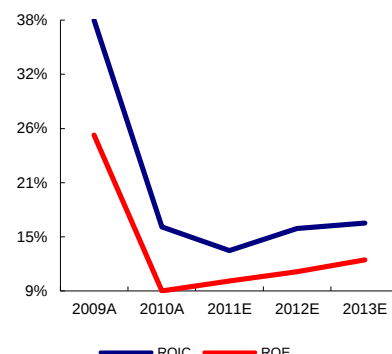
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

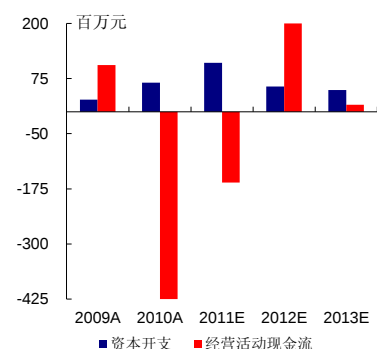
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	106	-425	-161	200	16
净利润	126	147	184	228	290
折旧摊销	9	11	13	16	19
营运资金变动	-38	-595	-374	-64	-311
其它	9	12	17	19	18
投资活动现金流	-27	-66	-111	-57	-49
资本支出	-27	-66	-111	-57	-49
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-35	1,083	293	-143	-7
银行借款	60	294	305	-125	7
债券融资	-49	-254	0	0	0
股权融资	0	1,113	0	0	0
其他	-46	-69	-13	-18	-15
现金净增加额	44	592	21	0	-40
期初现金余额	143	187	779	800	800
期末现金余额	187	779	800	800	760

主要财务比率

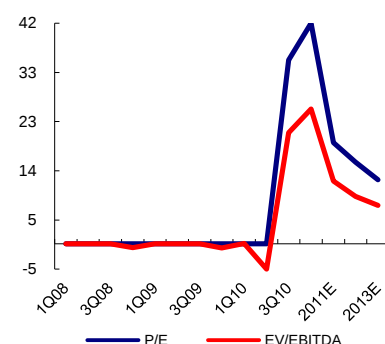
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	9.5%	30.4%	27.1%	25.8%	25.1%
营业利润	14.8%	20.5%	22.2%	24.8%	28.0%
归属于母公司净利润	15.8%	16.5%	25.3%	24.0%	27.3%
获利能力					
毛利率	10.3%	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%
净利率	3.9%	3.5%	3.5%	3.4%	3.5%
ROE	25.7%	8.7%	9.8%	10.8%	12.1%
ROIC	38.2%	15.7%	13.1%	15.5%	16.1%
偿债能力					
资产负债率	49.2%	26.9%	36.5%	35.0%	36.2%
净负债比率	-30.0%	-41.3%	-22.1%	-25.6%	-20.6%
流动比率	1.73	3.42	2.48	2.57	2.51
速动比率	1.19	2.68	1.96	2.03	1.94
营运能力					
总资产周转率	3.74	2.54	2.01	2.15	2.38
应收账款周转率	18.63	16.28	10.43	12.17	12.17
存货周转率	14.57	12.40	10.43	12.17	12.17
每股指标 (元)					
每股收益	1.45	1.26	0.79	0.98	1.25
每股经营现金流	1.22	-3.67	-0.69	0.86	0.07
每股净资产	5.64	14.60	8.09	9.07	10.32
估值比率					
P/E	0.0	41.9	19.2	15.5	12.2
P/B	0.0	3.6	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	-0.8	25.6	11.9	9.0	7.3

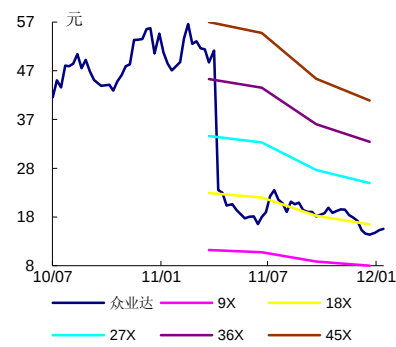
资本支出与经营活动现金流



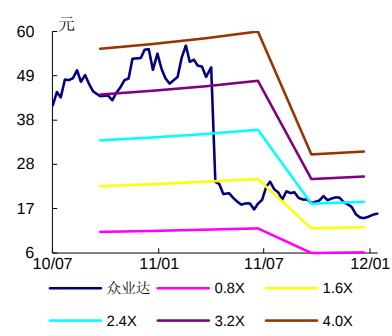
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发电力设备与新能源研究小组

韩玲，分析师，加拿大皇后大学工商管理硕士，东南大学电力系统自动化学士，7 年证券从业经验，6 年电力行业从业经验，获 2010 年新财富电力设备及新能源行业最佳分析师第五名，2009 年及 2010 年证券市场周刊电力设备及新能源行业最佳分析师第一名，2011 年进入广发证券发展研究中心。

王昊，研究助理，英国诺丁汉大学电力电子工程博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wh15@gf.com.cn，020-87555888-681。

曾维强，研究助理，中科院上海分院光电薄膜工学硕士，多年太阳能技术市场研究经验，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zwq3@gf.com.cn，0755-82535901。

武夏，研究助理，复旦大学金融学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wuxia@gf.com.cn，021-68817881。

相关研究报告

众业达(002441.SZ)：逐渐成长的电气分销巨头 袁斌 2011-07-26

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy)： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold)： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell)： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。