

众业达 (002441)

电气设备/机械设备

发布时间: 2012-06-25

报告类型 / 公司调研报告

推荐

上次评级: 推荐

期待工业电气分销龙头进一步提升产业链地位

报告摘要:

2012 年中低压电气下游需求有所放缓,但同时给中大规模经销商创造了逆势扩张的机会。受宏观经济影响,1-5 月主要电气设备商的营收增速较往年有所回落。在下游需求总体疲软且账款回收周期变长的背景下,工业电气分销行业的洗牌整合较其他年份更明显,众业达今年分销增速高于几家外资供应商自身增长,彰显逆势扩张实力。

规模领先的电气分销商将在未来 3-5 年后与上游供应商进行产业链价值再分配。电气分销未来行业集中度的提高将主要通过行业龙头发动的并购和下游需求疲软时部分经销商因自身经营不善退出市场这两种模式,在其助推下,中大规模的分销商将逐渐达到与大型供应商相抗衡的规模,从而在利润分配和资金占用方面提高话语权。

众业达在核心管理团队、组织架构、标准化运作体系等方面都有经验特色,并适合中长期持续发展。在核心管理团队方面,公司从家族企业向职业经理人作转型,积极提拔任命有实力的业务骨干。在组织架构上,总部/片区/子公司的扁平结构既保证客户的响应速度也在一定程度降低了总部管理的复杂度。同时,公司强调团队作战,同时注重标准化规范可行的运作,这点和福大自动化存在本质差异。

众业达的中长期增长逻辑在于继续在“区域、产品、行业”这三个维度深化实践。区域覆盖在具体落实上将更多向增强办事处建设倾斜,未来新设子公司的速度会有所控制。产品覆盖主要在于加强工控,拓展前五大供应商外的其他品牌,逐步带动主器件外的辅配件销售。行业覆盖主要是开展以系统集成和成套制造为增值业务。

盈利预测与投资评级。预计公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 0.95、1.12、1.34 元,对应 PE 分别为 16 倍、13 倍、11 倍。公司是中低压电气领域的稳健增长品种,估值有优势,给予“推荐”评级。

风险提示: 规模扩大后带来的管理复杂度,前五大供应商依赖度

股票数据

2012-6-21

收盘价(元)	14.54
12 个月股价区间(元)	14.00 ~ 24.50
总市值(百万元)	3,373
总股本(百万股)	232
A 股(百万股)	232
B 股/H 股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	0

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-2%	-10%	-11%
相对收益	1%	-8%	3%

相关报告

《众业达 (002441) 调研报告: 领跑中国工业电气分销行业, 期待渠道为王时代的到来》

2011-11-30

《众业达 (002441): 2011 年报点评, 2011 年发展态势稳健, 继续引领中低压电气分销行业》

2012-03-13

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	4165	5145	6121	7341	8846
(+/-)%	30.40%	23.53%	18.97%	19.93%	20.51%
净利润	147	184	220	261	311
(+/-)%	16.46%	25.47%	19.50%	18.64%	19.09%
每股收益(元)	1.26	0.79	0.95	1.12	1.34
市盈率	12	19	16	13	11
市净率	1	2	2	2	1
净资产收益率(%)	8.66%	10.11%	11.03%	11.94%	12.69%
股息收益率(%)	0.94%	1.64%	1.36%	2.04%	1.36%
总股本(百万股)	116	232	232	232	232

证券分析师: 杨佳丽

执业证书编号: S0550512050001
(021)20361130 yangjl@nesc.cn

目 录

1. 2012 年中低压电气供应商和分销商的经营概况	3
1.1. 中低压电气设备产品种类和下游需求行业分布以及主流销售模式概况	3
1.2. 2012 年中低压电气设备商经营情况：上半年需求增速放缓，下半年有待观察	3
1.3. 2012 年中低压电气分销商经营情况：中大规模经销商存在逆势扩大份额的机会	3
2. 中低压电气分销行业竞争格局和发展态势分析	4
2.1. 电气分销行业充分竞争，市场集中度仍较低，尚未进入成熟发展阶段	4
2.2. 工业电气分销领头羊已显现优势，行业集中度提高是大的发展趋势	4
2.3. 工业电气分销集中度的提高意味着未来与供应商在产业链上的价值再分配	4
3. 经营特色：管理向职业经理转型，结构扁平，强调团队作战和标准规范运作	5
3.1. 核心经营团队从家族企业向职业经理人转型，积极从公司内聘业务骨干	5
3.2. 组织架构相对扁平有利提高响应速度，大区经理一定程度分担总部管理难度	5
3.3. 众业达 VS 福大自动化：公司强调团队作战和规范化运作	6
4. 公司中长期增长逻辑：继续在“区域、产品、行业”这三个维度深化实践	6
4.1. 区域覆盖：未来新设子公司的速度会有所控制，但网络销售渠道的拓展会持续完善	6
4.2. 产品覆盖：加强工控，拓展前五大供应商外的其他品牌，逐步带动主器件外的辅配件销售	6
4.3. 行业覆盖：系统集成和成套制造作为增值业务，和分销业务相辅相成	7
5. 公司盈利预测与投资建议	8

1. 2012 年中低压电气供应商和分销商的经营概况

1.1. 中低压电气设备产品种类和下游需求行业分布以及主流销售模式概况

我们讨论的中低压电气，主要包含了中压元件和开关成套（电压等级 10-35kv 为主）、低压电器（1000v 以下）和工控产品（含中低压变频器、PLC、伺服系统等）这三大类，整体市场容量在数千亿规模。从最终客户行业分布来看，包括电力主配套--电网公司（主要针对中压集中采购，招标权已逐步收到总部）和发电企业、房地产（民用/商用建筑）、市政工程（含城市基础设施如轨道交通等）、各大工业客户（钢铁、冶金、化工、煤炭等）。由于中低压电气产品种类繁多、下游应用领域广阔客户很分散，决定了分销渠道在该产业链上的重要性（几乎是不可或缺的一环），尤其是对于上了一定营收规模的电气供应商，尤其在低压电器和工控领域（而中压电气因为下游有相当比例的国网集中招标以及大型项目客户直销，因而其直销和分销模式并存）。一级分销商除直接对接各行业的最终端客户外，也会通过二级分销商的间接方式，或先将元器件先销售给 OEM 机械设备制造商（工控类的主要下游）、系统集成商、成套制造商，然后由它们生产制造出电气成套系统抵达最终客户。

1.2. 2012 年中低压电气设备商经营情况：上半年需求增速放缓，下半年有待观察

中低压电气的下游需求受各个产业投资的驱动，其景气度与国内宏观经济环境和新增固定资产投资都有较大关联（但受单一某个行业的波动较少，除非像大多数中压设备商的下游客户行业结构和销售区域有明显倾向），在 2003-2011 年间，我国全社会固定资产投资增长率均保持在较快水平（基本在 25% 左右），受此带动，中低压电器行业总产值也快速增长。2012 年宏观经济环境持续走弱，固定资产投资方面 1-5 月份同比名义增长 20.1%，在这样的环境大背景下，不管是电气设备商还是分销商都存在着高于 2010-2011 年的经营压力，要实现前 2 年类似幅度的营收和利润增长水平，从客观上讲确实存在较大困难也需要付出倍加努力。

根据低压电器行业协会的定期公布数据和我们对企业的调研走访，今年 1-5 月中低压电气下游整体需求和去年同期是基本持平的情况。从设备商的销售收入角度看，其营收增速普遍都低于去年同期（即便有增长，增速也回落到 10% 左右或以内，而这已经是行业佼佼者的表现），总体上：内资企业的情况（如正泰、常熟、人民等）略好于外资企业（ABB 和施耐德），从产品看，低压和低压的需求情况略好于工控变频（后者受设备制造产业影响较大）。从宏观层面，虽然 5 月下旬发改委集中放闸审批了一些代表性的基建项目，且 2012 年 6 月初央行首次降息，但对于中低压电气需求侧的复苏，起码短期内这个信号尚不明显（1Q 行业基本触底，4-5 月环比没有恶化但需求也没有明显上个台阶），大家普遍寄希望于下半年的增长，我们认为也确实存在这种可能性，尤其体现在同比去年同期增速上，因为 2011 年全年的需求是前高后低的，但环比是缓慢回升还是快一点回升是得持续跟踪判断的。

1.3. 2012 年中低压电气分销商经营情况：中大规模经销商存在逆势扩大份额的机会

工业电气经销商的经营状况与其所分销的电气品牌业绩有很大的关联度。就 2012 年的具体情况而言，虽然我们调研的样本有限，但总体判断中大规模经销商的经营情况要好于小的经销商，行业集中度在这样的年份提高会相对明显些。这是因为：经销商由于其经营模式，支付给供应商的采购款以现金为主，而经销商自己收取的销售款中，银行承兑汇票较多。在下游需求总体疲软且账款回收周期变长的背景下，小企业更容易出现因经营不善和风险控制不严导致的现金流断裂等问题。作

为市场集中度尚非常分散的电气分销领域，目前也正在经历行业的整合阶段，在下游需求总体不振的背景下，行业洗牌会趋于明显，有些小的经销商会自己淘汰。从众业达了解到的情况看，今年公司 1-5 月的整体增长高于公司上游几家大的供应商自身的整体增长，在公司分解除前五大品牌之外的规模尚未取得突破性进展的情况下，这必然说明其他有些经销商做得不太好，这也给公司逆势提高市场份额提供了契机。

2. 中低压电气分销行业竞争格局和发展态势分析

2.1. 电气分销行业充分竞争，市场集中度仍较低，尚未进入成熟发展阶段

工业电气分销行业处于充分市场化的竞争态势。目前国内有数量庞大、以中小规模为主的区域性民营企业从事工业电气分销，而 2000 年之后，以法国的蓝格赛和索能达、美国的西科国际、日本的菱电商事也开始积极拓展中国市场，构件并扩张期分销渠道，一定程度上加剧了市场竞争也改变了竞争格局。虽然国内工业电气分销市场的参与者数量众多，但其发展尚不成熟，市场集中度不高，成几十亿规模的分销商数量寥寥无几（规模最大的分销商市场占有率不到 5%），而绝大多数的分销商或对单个供应商依赖度很高，或销售呈明显区域特征（未遍布全国销售网络覆盖）、或其能提供的服务局限于整个分销服务价值链的某一或几个环节。因而，对中低压电气产品制造商而言，虽然存在琳琅满目的经销商可选对象，但能为其提供专业、全面的渠道从而对接到丰富的终端客户，好的选择依然是较稀缺的资源。

2.2. 工业电气分销领头羊已显现优势，行业集中度提高是大的发展趋势

对于一个充分竞争、缺少政府行政强制干预且鲜有国企央企参与的行业环境，其游戏规则还是比较自然法则的优胜劣汰。我们判断工业电气分销行业未来市场集中度提高（尤其是从市场参与者数量的角度），将主要通过行业龙头发动的并购和下游需求疲软时部分经销商因自身经营不善退出市场这两种模式。第一种模式是提高市场集中度最快速的一种方式，实际上也是国际大型电器分销商如蓝格赛和索能达进入中国市场采用最多的方式，部分企业在被并购后也取得了优异的经营业绩（如蓝格赛收购的苏州西电在华东地区分销做的非常不错），但前几年由于国际巨头对合资企业重点考核（业绩承诺）营收规模增长而对利润和现金流关注欠少，因而部分被收购的企业运作也有低于预期（多少有些毁誉参半的味道）。2012 年众业达在兼并方面也跨出了实质性进展（年初收购北京迪安帝科技有限公司）。我们判断：在未来的较长一段时间里，目前已崭露头角的工业电气分销商领先者仍将结合企业自身发展需求，以一定的节奏做一些对外收购，以加强某些产品线/供应品牌/区位优势资源等。对于第二种模式，我们认为主要发生在经济下行需求疲软、用电量增速下行的时候，业务结构过于单一、管理能力差且缺少资金后盾的企业容易在这种非常时期被自然淘汰，而且我们判断这种非常时期的发生频率要高于过去 10 年。虽然总体上行业集中度提高是个较缓慢的过程，但我们认为在以上两种模式的推动下，中大规模的分销商在未来 5 年将与小分销商拉开更大差距。

2.3. 工业电气分销集中度的提高意味着未来与供应商在产业链上的价值再分配

目前中国市场工业电气分销规模较领先的主要是众业达、福大自动化、蓝格赛、索能达这四家。其中，众业达 2011 年营收 51 亿，福大自动化约 45 亿。国内还有几家规模在 10 亿左右的分销商，但多数存在对单一供应商依赖度过高的情况（比如西门子的核心一级代理商有 10 多亿的销售规模，但这种供应商结构会阻碍其上市

融资继续做大)，剩下为数庞大的是规模在几千万水平的经销商。从目前的时点上判断，即便众业达和福大自动化，与上游供应商的议价能力尚不强，这与其规模数量级有关系，ABB、施耐德、西门子在中国区的销售额均过百亿且早已培育了品牌美誉度，国内正泰电器 2012 年预计销售额也将达到 100 亿左右规模。分销商龙头的规模尚显著小于供应商龙头的现状，使得分销商的整体话语权和议价能力较弱，主要体现在利润分配和资金占用方面。前者体现在国内经销商的毛利率通常在 10% 左右，明显低于国际分销巨头在海外市场的毛利率（通常在 25% 左右水平），也低于苏宁电器这种家电连锁零售巨头（目前基本在 17-18% 的水平）。而资金占用方面，体现在目前工业电气分销商对上游供应商还基本实现现金买断制（比如 ABB/施耐德就极少收经销商汇票，而国内常熟/人民在这方面宽松些）。虽然从做大市场规模的角度，供应商和经销商确实存在共同的诉求，但在产业链上的价值分配存在此消彼长的效应，最终是依靠双方综合实力博弈谈判后的结果。我们判断：工业电气分销商龙头要显著提升其话语权，还需要 3-5 年时间，即达到 100 亿左右的销售规模，届时可以与电气设备供应商在规模上相抗衡，无论是在产业链利润分配还是在资金占用上，将在一定程度上向经销商倾斜。

3. 经营特色：管理向职业经理转型，结构扁平，强调团队作战和标准规范运作

3.1. 核心经营团队从家族企业向职业经理人转型，积极从公司内聘业务骨干

众业达在公司成立之初是家族企业的背景，由吴开贤夫妇及其弟吴开明为主要创始人。在 2000-2011 年间，在外部环境发展机遇良好以及公司积极扩张兼顾风险控制专注经营方式中，公司销售规模实现了 10 倍的增长。在这个过程中，公司从早期在汕头的区域性公司，现已经在全国布局了覆盖面较广的销售网络，也培育了一批经销能力突出的业务骨干，公司高管王总成、裘荣庆、杨松等人在公司工作均较长，而与董事长吴开贤并无亲属关系，2012 年年初被提拔为总经理的王总成，之前在成都分公司工作长达 10 年并将该子公司的经营业绩做到非常出色（基本上是所有子公司中营收和利润排名第 1-2 名的），也是以能力说话的提拔任命，这种管理团队向职业经理方向转型的模式，并给予合理的股权激励，有助于公司治理结构的公正、规范和健康发展，当然这也与董事长包容开放的心态有关系（实际上，我们在正泰电器的发展历程中，也看到了类似的路径，这也是企业做大做强比较关键的因素）。此外，公司还积极提倡内部招聘，每年都会定期举行内部竞聘，如应聘子公司副总、销售经理等职位，为优秀人才提供晋升的通道，这种人力资源的有效管理，能激发员工积极性，并持续不断储备并培养各个层面的人才，不至于在公司未来持续扩张中因为人才的因素掉链子。

3.2. 组织架构相对扁平有利提高响应速度，大区经理一定程度分担总部管理难度

公司经营运作的主体主要是在总部和子公司这两级，组织架构相对扁平，这对经销商的经营效率提升是非常有帮助的，不管是对客户的响应速度上，还是整个订单的执行周期上，最终体现到周转率上，而这也是经销商非常核心的经营指标。目前公司的采购以总部集中采购为主，少量产品由子公司分散采购；而销售以子公司直接销售为主（少量产品由总部进行销售），货物物流也在就近的大区仓储点调配完成。公司现已在全国建立五大片区并设立大区经理，一定程度上分担总部的管理任务，对所下辖的子公司的销售指标、资金回笼、业务拓展、人员扩张等进行监管，但对于日常客户订单的执行审批，并不影响其响应速度。

3.3. 众业达 VS 福大自动化：公司强调团队作战和规范化运作

众业达和福大自动化应该说是目前国内工业电气分销规模最领先的两家公司，其销售规模也非常接近，但就其经营模式而言，存在本质差异，对于这两家的对比研究，实际上也助于我们对众业达管理模式的深入了解。福大自动化在工控产品、在零辅件经销上有广泛的客户基础，其管理机制非常灵活，强调个人能力，每个个体都是单独的利润考核中心（业务员去部门盖章或请部门经理出去见客户都要收费，包括发货费和售后服务都得业务员自掏腰包），有点类似海尔力推的“倒三角”管理模式。福大自动化的管理偏松散，整体做法不是非常规范，对其上市运作也会形成一定阻力，当然这种模式从经济利益的角度最大化地发挥了个人的能动性，所以也是业内比较成功的一种运作方式，但其风险控制能力、包括员工对企业文化的认可度和归属感可能是比较弱的。而众业达强调的是团队作战的模式，客户是以团队的方式出去对接沟通的，管理层比较注重标准化规范可行的运作。这种方式下，少数员工的流动对公司的经营影响甚少，也有利于公司中长期持续发展。

4. 公司中长期增长逻辑：继续在“区域、产品、行业”这三个维度深化实践

4.1. 区域覆盖：未来新设子公司的速度会有所控制，但网络销售渠道的拓展会持续完善

众业达在全国已设立了 34 家分销子公司，分为中南西北中五大片区，目前基本上销售网络不存在大的盲点。从布局看来，华东和华南的布点相对较密集（尤其体现在江苏、浙江、福建、广东这 4 省），而这两个大区也是公司销售收入的最大来源，合计占比在 45% 左右，几乎占半壁江山。而中西部包括东北地区省份的布局没有那么密，目前还只在省会城市或重点经济城市设 1-2 个分销子公司。但我们判断，未来中西部的量也会慢慢起来，主要是考虑到分销商下游客户中，有些设备成套商/系统集成商可能会在东部劳动力成本显著上涨的因素下，将部分新设厂址和生产产能转移到中西部。就 2012 年上半年的经营情况来看，华南和西部表现较好，这些区域内完成全年 20% 销售增长的指标感觉压力不大，相对来说东北的需求较弱些（但有可能与天气因素有关，销售黄金季节在 6-10 月，需持续观察）。

在 2009-2011 这 3 年间，众业达新设分销子公司的速度均较快，基本在年均 4-5 家的水平（09 年新设 4 家，10 和 11 年各新设 5 家）。而从 2012 年开始，公司将以增强办事处建设作为重点，适当新设分销子公司，2012 年年初截至目前也没有新设分销子公司，但这与加强网络覆盖并不相互矛盾，只是从成本效益的角度更合适。具体地，由于开设新的分销子公司在初始投资和管理成本较高（场地办公室面积增加，财务和后台服务人员增加，这些都是较办事处额外增加的成本），通常子公司开设的第一年会略有亏损（如果年初就开也有可能全年微利），但对公司的整体利润贡献是偏负面的，尤其是在销售局面尚未打开，业务量不饱满的时候，而相对应的，办事处虽然营收规模不大，但因为对应成本很低（办公地小，仅有业务员），所以产出的利润可能高于新设子公司的情况。所以经过管理层的审慎考虑，从 2012 年开始，新设分销子公司的速度会有所放缓，更多地加强办事处并在合适的业务规模发展阶段将其升级为子公司。同时，公司销售人员数量每年都会有所增长并保持一定节奏（公司 2009 年营销人员 726 人，2010 年 842 人，2011 年 1081 人，销售员占公司全部人员结构的 1/2），销售队伍的不断扩充，最终散落到各个地域，也使各子公司有精力去做更多的产品和品牌。

4.2. 产品覆盖：加强工控，拓展前五大供应商外的其他品牌，逐步带动主器件外的辅配件销售

从产品覆盖的角度讲，公司主要在以下三个方面还有较大发展潜力：

(1) 重点发展工控产品。工控产品的销售模式和中低压电气略有差异（对前期沟通和技术服务要求高一些），众业达由于历史上对工控市场不够重视，所以到目前为止公司的工控业务规模和营收占比都不大，虽然前2年公司分销的工控产品保持在较快增速，但总体上公司工控产品分销规模（2011年9.7亿）显著小于公司低压电器产品的分销规模（2011年31.3亿），但实际上工控产品的市场容量要比配电市场大。目前公司对加强工控产品的分销也已经提到战略层面的高度重点，尤其是对上游供应商——西门子的开发（因目前西门子是几家外资中工控产品做得最好的），预计公司2012年对西门子的分销量增速会快于ABB和施耐德，公司未来对西门子的分销业务的扩张也存在寻找外部收购标的的可能性。同时，公司2012年上半年也正式启动了对外收购，北京迪安帝是ABB传动中国地区代理商中排名第一（ABB传动在中国区销售额约50亿，迪安帝2011年营收4.23亿），并且净资产收益率在30%以上，双方的合作有利于众业达扩大在工控产品的市场影响力，目前该收购议案已通过股东大会表决，收购迪安帝是公司做大工控的重要一步。我们判断：公司在未来几年里，工控产品的分销规模将追赶甚至赶超低压电气产品的分销规模。

(2) 拓展前五大供应商之外的其他品牌。公司目前对前五大供应商的依赖度仍较高，近3年向前五名供应商（施耐德、ABB、西门子、常熟开关、上海人民电器）的采购比例均超过90%，2009-2011年的比例分别为：92.23%、92.58%、91.57%。目前公司也经销伊顿、海格、菲尼克斯、欧德米勒、欧姆龙等品牌，但其体量规模仍较小，2009-2011年向前五大供应商之外的所有厂家的采购金额分别为2.38亿、3.05亿、4.30亿。因而，公司在稳固、发展与前五大供应商的长期合作关系外，也在大力发展与其他供应商的合作，逐步增加其他供应商的采购比例，这也是众业达做渠道能体现其价值的真正所在。否则，若拘泥于前五大品牌，不仅市场容量相对有限公司发展容易出现天花板，同时也较难体现渠道价值（因前五大品牌本身已培育了较好的市场影响力和产品知名度）。关于未来经销的品牌增加后可能存在的一些冲突和兼顾平衡：一方面是每个品牌的主打特色产品还是有较大差异（不如ABB强在中压、施耐德强在低压、西门子强在工控、菲尼克斯强在防雷及电涌保护等），如果下游客户在询单的时候已经对产品选型有较明确的指向性，则公司业务员原则上不会更改客户的意向。而对于客户的倾向性不明显的时候，公司会结合经销品牌的效益高低和经销规模指标量，做些主动性的推荐。

(3) 逐步带动主器件之外的辅配件销售。众业达下游客户中的OEM机械设备制造商、系统集成商、成套制造商，除向公司采购主器件之外，实际上还存在大量对辅配件的需求（电灯、电线、电缆、把手、小五金、小机电、螺丝螺母等），这些也都是公司可以考虑去经营的范围，这种模式意味着维护客户的业务员可以与原来保持同样的数量，但因为附带销售的产品多了，单位业务员可以撬动更大规模的销售额。公司目前也在大力培育和强调这块市场，但需要一个过程，慢慢作改变。

总体而言，扩大产品线并逐步在新供应商品牌上发力是公司未来做大做强很重要的一个方面。当然，由于产品线的不断扩充，实际上也加大了管理上的复杂度。从对策上讲，一方面是采用贴近客户的方式，摸清客户的需求特点建立专门的细分团队。另一方面是公司现在每年都是逐步有序地加入几个新品牌，保证精力上兼顾得过来（当然也伴随着销售人员数量的合理补充）。

4.3. 行业覆盖：系统集成和成套制造作为增值业务，和分销业务相辅相成

公司的“行业覆盖”主要是指在以专业分销为核心业务外，适当开展以系统集成和成套制造为增值业务。公司的系统集成与成套制造业务最早始于 2003 年，生产的较有特色的产品包括风力发电水冷系统、风力发电控制系统、船舶电气控制系统等。公司的系统集成与成套制造业务规模从 2007 年的 8,947 万元，目前已迅速达到 2011 年的 32,407 万元，复合增长率较高；其毛利率基本在 18-20% 的区间，目前该板块业务的毛利润约占公司整体业务毛利额的 10% 左右。公司在系统集成和成套制造的产能布局上，除了汕头基地外，目前上海通过 2011 年收购的泰高开关平台（场地较大，既做仓储物流配送点，也可直接用来做系统集成），北京也在启动（预计 2012 年 3 季度后将正式投产）。此外，郑州和西安也是在规划的成套生产基地。按照公司的规划，在 3 年后，公司的系统集成与成套制造业务板块预期将达到 10 亿的规模。

众业达做系统集成和成套制造的优势在于：（1）元器件采购优势；由于公司做成套但自己不生产核心元器件，而国内很多成套厂实际上也是向几家外资采购元器件（只有少数自主生产元器件，但对应产出的成套销量不大），相比之下，众业达同时作为分销商，不仅能在供应商处争取到好的资源，相比别的成套厂也多赚了一个环节的利润。（2）客户资源优势；众业达目前分布在全国各地的营销人员超过 1000 名，作为对比数据参考，国内上市公司中规模相对较大的中压成套商鑫龙电器和森源电气 2011 年的营销人员分别为 419 名和 190 名。从这个角度讲，众业达有着丰富的客户需求信息，并且其成套客户拥有非常分散的地域和行业属性，所以我们认为在十二五末期达到 10 亿规模其实现的可能性是较大的，因公司不存在中小规模成套厂容易面临的地域受限或单一客户依赖问题，其成套业务是有庞大的销售队伍和渠道网络作后盾的。系统集成与成套制造的业务开展，对公司来说，不仅仅是增加新的业务和利润贡献点，更重要的是使整条分销产业链更加完整，使终端客户有更强的粘性和依赖度，长期来看其规模的做大对分销业务也有积极的促进作用。

5. 公司盈利预测与投资建议

我们预计公司 2012-2014 年可实现营业收入 61.21 亿、73.41 亿、88.46 亿，实现净利润 2.2 亿、2.61 亿、3.11 亿，EPS 分别为 0.95、1.12、1.34 元，对应 PE 分别为 16 倍、13 倍、11 倍。公司是中低压电气领域的稳健增长品种，估值有优势，给予“推荐”评级。

业务种类	财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
工业电气产品 分销	销售收入	391,795	476,564	560,764	664,108	788,723
	营收占比	94.06%	92.62%	91.61%	90.47%	89.16%
	收入增速	29.77%	21.64%	17.67%	18.43%	18.76%
	毛利率	9.50%	10.01%	9.81%	9.69%	9.55%
	营业成本	354,565	428,848	505,750	599,769	713,382
	分销业务毛利总额	37,231	47,716	55,015	64,339	75,341
	毛利额占比	88.68%	87.00%	84.78%	82.74%	80.40%
其中：低压电 气产品分销	销售收入	263,626	312,808	356,601	410,091	471,605
	收入增速	30.77%	18.66%	14.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	4.15%	3.75%	3.80%	3.80%	3.80%
其中：中压电 气产品分销	销售收入	56,291	66,639	75,968	87,363	100,468
	收入增速	10.76%	18.38%	14.00%	15.00%	15.00%

	毛利率	6.68%	6.68%	6.70%	6.70%	6.70%
其中：工控产 品分销	销售收入	71,879	97,118	128,195	166,654	216,650
	收入增速	45.22%	35.11%	32.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	4.79%	3.94%	3.95%	3.95%	3.95%
其中：供应商 销售折扣	销售收入					
	营业成本	-19,087	-27,708	-31,310	-36,320	-42,131
	折扣增速	27.04%	45.17%	13.00%	16.00%	16.00%
	折扣占毛利总额	45.46%	50.52%	48.25%	46.70%	44.96%
系统集成与成 套制造	销售收入	19,595	32,407	45,369	63,517	88,924
	营收占比	4.70%	6.30%	7.41%	8.65%	10.05%
	收入增速	40.08%	65.38%	40.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	19.22%	18.81%	19.00%	19.00%	19.00%
	营业成本	15,829	26,311	36,749	51,449	72,028
	系统集成业务毛利 额	3,766	6,096	8,620	12,068	16,895
	毛利额占比	8.97%	11.11%	13.28%	15.52%	18.03%
其他	销售收入	5,131	5,544	5,988	6,467	6,984
	营收占比	1.23%	1.08%	0.98%	0.88%	0.79%
	收入增速	45.66%	8.04%	8.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	18.97%	18.88%	21.00%	21.00%	21.00%
主营业务	营业收入	416,522	514,515	612,121	734,092	884,630
	营收增速	30.40%	23.53%	18.97%	19.93%	20.51%
	综合毛利率	10.08%	10.66%	10.60%	10.59%	10.59%
	毛利总额	41,985	54,846	64,892	77,766	93,703

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	405	400	400	400	净利润	184	220	261	311
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	6	9	11	12
应收款项	468	606	706	824	折旧及摊销	15	15	18	20
存货	629	737	866	1021	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	财务费用	18	19	23	32
流动资产合计	2339	2691	3105	3617	投资损失	1	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-679	-191	-347	-347
长期投资净额	4	5	5	6	其他	-6	1	0	0
固定资产	159	184	209	234	经营活动净现金流量	-457	75	-39	27
无形资产	63	71	83	96	投资活动净现金流量	-97	-46	-46	-46
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	180	-34	85	19
非流动资产合计	280	312	342	369	企业自由现金流	-522	66	-82	-19
资产总计	2619	3003	3447	3987					
短期借款	331	316	471	591	财务与估值指标				
应付款项	352	433	512	622		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	108	147	165	206	每股指标				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.79	0.95	1.12	1.34
流动负债合计	790	995	1250	1522	每股净资产 (元)	7.84	8.59	9.41	10.55
长期借款	0	0	0	0	每股经营性现金流量 (元)	-1.97	0.32	-0.17	0.12
其他长期负债	0	0	0	0	成长性指标				
长期负债合计	8	14	12	15	营业收入增长率	23.53%	18.97%	19.93%	20.51%
负债合计	798	1009	1262	1537	净利润增长率	25.47%	19.50%	18.64%	19.09%
归属于母公司股东权益合计	1819	1993	2184	2448	盈利能力指标				
少数股东权益	1	1	1	2	毛利率	10.66%	10.60%	10.59%	10.59%
负债和股东权益总计	2619	3003	3447	3987	净利率	3.58%	3.59%	3.55%	3.51%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	29.22	34.00	33.00	32.00
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率 (次)	41.07	48.00	47.00	46.00
营业收入	5145	6121	7341	8846	偿债能力指标				
营业成本	4597	5472	6563	7909	资产负债率	30.48%	33.61%	36.60%	38.55%
营业税金及附加	11	12	15	17	流动比率	2.96	2.70	2.49	2.38
资产减值损失	6	9	11	12	速动比率	2.07	1.88	1.72	1.63
销售费用	196	233	279	336	费用率指标				
管理费用	81	96	115	138	销售费用率	3.80%	3.80%	3.80%	3.80%
财务费用	18	9	13	22	管理费用率	1.57%	1.57%	1.57%	1.57%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	财务费用率	0.34%	0.15%	0.18%	0.24%
投资净收益	-1	0	0	0	分红指标				
营业利润	237	290	345	411	分红比例				
营业外收支净额	7	1	1	1	股息收益率	1.64%	1.36%	2.04%	1.36%
利润总额	244	292	346	412	估值指标				
所得税	60	72	85	102	P/E (倍)	19	16	13	11
净利润	184	220	261	311	P/B (倍)	2	2	2	1
归属于母公司净利润	184	220	261	311	P/S (倍)	1	1	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	净资产收益率	10.11%	11.03%	11.94%	12.69%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760