



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 电力设备

刘波

证券投资咨询业务证书编号: S1300512020001
(8621) 2032 8533
bo.liu@bocigroup.com

众业达 1 季度增长 12%， 核心竞争力有望显著增强

众业达(002441.SZ/人民币 15.21, 未有评级)发布 2012 年 1 季度业绩公告, 实现营业收入 9.61 亿元, 同比增长 8.9%, 实现净利润 0.53 亿元, 同比增长 11.8%, 实现每股收益为 0.23 元。同时, 公司发布中报业绩预告, 增长幅度在 0%-15%。我们预计公司 2012-2014 年的每股收益分别为 0.95、1.19 和 1.54 元, 对应当前股价的市盈率分别为 16.0、12.7 和 9.9 倍。我们判断, 在度过上市以来的分销网络快速扩张阶段, 公司可能将工作重点转入分销网络效益释放, 分销核心竞争力将显著增强, 盈利能力有望逐步小幅提升, 由于公司目前估值有较好的安全边际, 建议投资者重点关注。

图表 1. 公司近年来的 1 季度及全年业绩情况

| (人民币, 百万) | 2008 全年 | 2009 年 1 季度 | 2009 全年 | 2010 年 1 季度 | 2010 全年 | 2011 年 1 季度 | 2011 全年 | 2012 年 1 季度 | 同比变动 (%) |
|-----------------|------------|----------------|------------|----------------|------------|----------------|------------|----------------|-------------|
| 营业收入 | 2917.2 | 550.8 | 3194.3 | 722.2 | 4165.2 | 882.8 | 5145.1 | 961.1 | 8.9 |
| 销售税金 | (4.1) | (1.1) | (5.3) | (1.2) | (7.4) | (1.7) | (10.7) | (2.1) | 19.9 |
| 营业成本 | (2628.1) | (483.4) | (2864.6) | (623.4) | (3745.4) | (757.0) | (4596.5) | (805.9) | 6.5 |
| 毛利润 | 284.9 | 66.4 | 324.4 | 97.6 | 412.4 | 124.0 | 537.9 | 153.2 | 23.5 |
| 销售费用 | (92.0) | (21.9) | (112.5) | (29.9) | (148.0) | (39.4) | (195.7) | (50.3) | 27.8 |
| 管理费用 | (38.9) | (9.2) | (45.0) | (10.4) | (62.1) | (16.0) | (80.5) | (20.2) | 25.9 |
| 经营利润 | 154.1 | 35.2 | 166.9 | 57.3 | 202.4 | 68.6 | 261.7 | 82.7 | 20.5 |
| 财务费用 | (15.1) | (0.7) | (7.0) | (2.7) | (8.4) | (1.4) | (17.6) | (4.9) | 259.0 |
| 资产减值损失 | (2.5) | (3.5) | (3.2) | (4.0) | (5.2) | (5.8) | (6.4) | (7.6) | 30.8 |
| 公允价值变动收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | |
| 投资收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | (1.0) | (0.5) | |
| 汇兑收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | |
| 营业利润 | 136.4 | 30.9 | 156.6 | 50.5 | 188.7 | 61.5 | 236.8 | 69.8 | 13.5 |
| 营业外收入 | 0.1 | 0.0 | 2.7 | 0.0 | 1.7 | 1.1 | 7.5 | 0.2 | (84.3) |
| 营业外支出 | (0.5) | (0.0) | (0.3) | (0.0) | (0.7) | (0.1) | (0.6) | (0.8) | 691.8 |
| 利润总额 | 136.0 | 30.9 | 159.1 | 50.5 | 189.7 | 62.4 | 243.7 | 69.2 | 10.8 |
| 所得税 | (27.3) | (6.1) | (33.2) | (10.6) | (43.2) | (14.8) | (60.0) | (16.0) | 7.6 |
| 少数股东权益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.3 | 0.1 | 29.6 |
| 归属母公司所有者净利润 | 108.7 | 24.8 | 125.9 | 39.9 | 146.6 | 47.6 | 184.0 | 53.3 | 11.8 |
| 每股收益 | 0.47 | 0.11 | 0.54 | 0.17 | 0.63 | 0.21 | 0.79 | 0.23 | 11.8 |
| 主要比率 (%) | | | | | | | | | |
| 毛利率 | 9.9 | 12.2 | 10.3 | 13.7 | 10.1 | 14.2 | 10.7 | 16.2 | 1.9 |
| 销售费用率 | 3.2 | 4.0 | 3.5 | 4.1 | 3.6 | 4.5 | 3.8 | 5.2 | 0.8 |
| 管理费用率 | 1.3 | 1.7 | 1.4 | 1.4 | 1.5 | 1.8 | 1.6 | 2.1 | 0.3 |
| 财务费用率 | 0.5 | 0.1 | 0.2 | 0.4 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.5 | 0.4 |
| 净利润率 | 3.7 | 4.5 | 3.9 | 5.5 | 3.5 | 5.4 | 3.6 | 5.5 | 0.1 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

公司 1 季度毛利率提升 1.9 个百分点致毛利润同比增长 23.5%, 毛利率提升, 我们判断主要原因有: 1、分销核心竞争力显著提升致溢价能力有所增强; 2、产品结构中高毛利率的产品一季度占比有所提升。

公司费用增长大于营收增长。主要系公司前期投入的人员要素，其效益尚未体现所致。上市融资后，公司分销网络扩张速度较快，截至 2011 年底，营销人员较 2009 年增长 49%，财务人员增长 34%，仓库人员增长 72%，由于工业电气分销专业性比较强，因此，营销人员的培养需要一个过程，另外加之宏观经济不景气，分销网络效益尚未有效释放。我们判断，经过前期分销网络快速扩张后，公司可能会放缓网络扩张速度，将工作重点转移到分销网络效益最大化方面，提升营销人员单位产出。

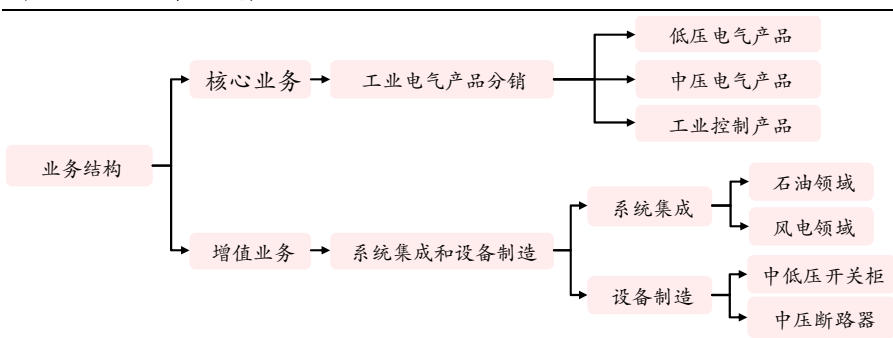
图表 2.公司员工情况

| (个) | 2009 | | 2010 | | 2011 | |
|-----------|--------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--|
| | 规模 | 规模 | 同比增长(%) | 规模 | 同比增长(%) | |
| 营销人员 | 726 | 842 | 16.0 | 1,081 | 28.3 | |
| 生产人员 | 110 | 120 | 9.1 | 187 | 55.9 | |
| 技术人员 | 135 | 150 | 11.1 | 166 | 10.8 | |
| 管理人员 | 146 | 161 | 10.3 | 249 | 54.9 | |
| 财务人员 | 108 | 121 | 12.0 | 145 | 20.2 | |
| 仓库人员 | 145 | 182 | 25.5 | 249 | 37.0 | |
| 合计 | 1,370 | 1,576 | 15.0 | 2,078 | 31.9 | |

资料来源：公司数据及中银国际研究

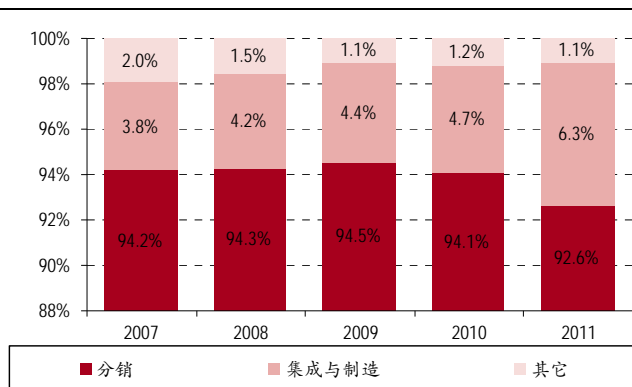
公司已是国内最大的工业电气分销龙头，但在分销领域仍具很大发展空间。按照总体营收规模来看，公司位居国内工业电气分销商第一，但按照大产品行业划分，公司仅是国内低压电气产品分销领域的第一，如果在大产品类中继续细分，则公司仅是国内低压断路器元件分销领域的第一。因此，公司在国内工业电气分销市场具有较大的发展空间。

图表 3.公司现阶段业务结构



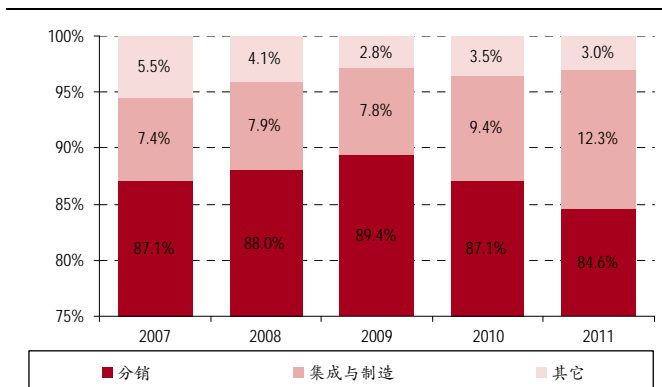
资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 4.营收收入构成



资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 5.净利润构成



资料来源：公司数据及中银国际研究

工业电气产品分销是核心业务，具备持续做大做强做优的势力。2011年，公司分销业务实现收入约4亿元，其中低压电气约31.3亿、中压电气约6.7亿、工业控制约9.7亿，公司低压电气分销规模在国内位居第一。电气分销专业性比较强，对技术、资金和规模等多方面有较高要求，公司在资本驱动下，无论是分销网络亦或产品平台都得到了较快发展，核心竞争力显著增强。我们判断，随着公司分销业务核心竞争力的不断增强，公司分销业务的盈利能力有望逐步小幅提升。另外，由于电气分销对资金要求比较高，随着规模的增长，如果没有合适的融资渠道，分销规模增长将明显受约束，公司由于成功上市，丰富了融资渠道，且战略目标清晰，能够合理利用资本市场对国内电气分销行业进行并购和整合。我们认为，公司在工业电气分销领域，具备持续做大做强做优的势力。

系统集成和设备制造只是增值业务，尤其是设备制造，现阶段有助于改善利润结构。2011年公司系统集成和设备制造总体规模约3.2亿元，其中系统集成约1.1亿，设备制造约2.1亿，总体规模较小，尤其是设备制造。一方面，公司本部原有一部分设备制造基地并可能有扩产计划，另外，公司还收购了上海泰高，公司成套制造的产值有了较大幅度的增加。我们判断，系统集成和设备制造只是公司增值业务，不会“喧宾夺主”，在现有成套制造销售规模上，其适度的发展对公司利润结构和现金流改善有益。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371