



**买入** **26% ↑**  
目标价格: 人民币 17.00

002441.CH

价格: 人民币 13.52

目标价格基础: 16倍13年市盈率

板块评级: 增持

**本报告要点**

- 我们合理预期营业收入在2015年有望超过90亿。
- 精益化管理下净利率及销售规模越做越强。

**主要催化剂/事件**

- 2013年公司放缓扩张, 强化管理。
- 工业电气分销领域的“龙头”, 强者恒强。

**股价表现**



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	6	(1)	1	-
相对新华富时A50指数	8	(1)	5	-

发行股数(百万)	223
流通股(%)	34
流通股市值(人民币 百万)	1,036
3个月日均交易额(人民币 百万)	17
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
吴开贤家族	39.01

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2013年4月19日收市价为标准

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: 电力设备及新能源

刘波

(8621) 2032 8929

bo.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512020001

\*武雯为本报告重要贡献者

# 众业达

## 工业电气分销引领者“渐进佳境”

公司是国内规模最大的中低压电气和工业控制“分销龙头”企业。2010年年中IPO后, 公司分销子公司个数较上市初增加了80%, 物流中心从无到有增加7个。2013年, 公司旨在强化规模扩张后的“精益化”管理, 提升运营能力, 为新一轮的分销网络扩张以及收入规模增长打好基础。我们看好公司成长性, 首次给予公司目标价17.00元, 并给予买入评级。

**支撑评级的要点**

- 工业电气分销行业市场容量大, 后无来者。工业电气分销行业国内市场容量2,000亿以上。相比居民消费品零售商, 工业电气分销商领域更难出现新进入者, 主要由于其产品的技术门槛、对应客户群体的不同、议价能力不具备优势导致, 尽管行业分散, 但是先发优势、规模优势、管理优势很难短期被新进入者所复制, 因此, 行业更容易出现强者恒强的局面。
- 工业电气分销领头羊, 核心竞争优势明显。众业达拥有46个子公司, 7个物流中心, 90多个办事处全国铺开, 资金实力中小分销商无法企及。公司的股权结构合理, 利益关系上下一致, 且保证了总公司对于子公司绝对的控制力, 外资企业很难复制。规模化优势使得公司议价能力显著提升, 占用上游资金的能力逐步增强, 同时合理的拉长下游的回款周期, 有助于吸引更多潜在客户, 进一步做强营收规模。
- 盈利能力未来三年有望持续小幅提高。公司通过进一步精益化管理, 加快资产周转率, 降低费用率水平, 合理嘉奖, 净利润率水平有望进一步提高; 此外, 通过做实已收购的公司, 提高系统集成和设备制造高利润水平产品在主营中的占比, 同时引入更多知名品牌, 进一步做强公司营收规模。

**评级面临的主要风险**

- 精益化管理实际效果低于预期。

**估值**

- 长期看好公司成长性, 首次给予目标价17.00元和买入评级。预计公司2013-2015年的每股收益分别为1.06、1.34和1.54元, 给予2013年16倍的市盈率, 首次给予目标价17.00元和买入评级。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	5,145	5,845	6,726	8,003	9,717
变动(%)	23.5	13.6	15.1	19.0	21.4
净利润(人民币 百万)	184	197	246	312	357
全面摊薄每股收益(人民币)	0.79	0.85	1.06	1.34	1.54
变动(%)	25.47	7.00	24.82	26.86	14.69
全面摊薄市盈率(倍)	17.05	15.94	12.77	10.06	8.78
每股现金流量(人民币)	(1.97)	1.38	0.49	0.53	0.55
价格/每股现金流量(倍)	(6.86)	9.81	27.67	25.52	24.43
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.09	10.68	9.25	7.72	6.85
每股股息(人民币)	0.00	0.25	0.11	0.13	0.15
股息率(%)	0.0	1.7	0.7	0.9	1.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 目录

投资要点 .....	3
公司简介 .....	5
工业电气分销行业市场空间巨大 .....	6
国内市场超过 2,000 亿元 .....	6
工业电气分销商发展壁垒 .....	7
工业电气分销领域的进入门槛 .....	7
扩张后的管理精益化 .....	9
公司分销业务核心竞争力分析 .....	13
分销行业规模扩张的先发优势 .....	13
工业电气分销领域的翘楚：挤出效应下的强者恒强 .....	14
上下一致的利益关系 .....	15
有效的管理方式使其如虎添翼 .....	17
未来三年净利润增长幅度有望快于营收增长 .....	20
净利润率有望持续提升 .....	20
提高增值服务的占比 .....	21
盈利预测与假设 .....	23
研究报告中所提及的有关上市公司 .....	25

## 投资要点

工业电气分销领域不同于普通零售行业，具有门槛高，规模化扩张后带来管理困难的特点，一旦规模做强，领域内很难出现竞争对手。众业达作为中低压电气分销商中的翘楚，其上下利益一致性，管理能力卓越，更加使得其在行业内很长时间难以被超越。

2012年是公司的调整年，董事长吴开贤先生卸任了总经理职位，原副总经理王总成先生担任总经理，逐步加快管理团队职业化建设；2013年，公司完成了组织结构调整，成立了五大区域分部负责各区域内的分销网络管理和建设。

我们认为公司的发展可以划分为三个阶段：

- 1、第一个阶段 2008-2010年前属于稳健扩张阶段，每年平均新增分销子公司1-2家；
- 2、2010-2012年属于快速扩张阶段，成功上市后大力推进分销网络建设，做实传统分销子公司资产，构建区域物流中心，完成组织架构调整和总经理职业化；
- 3、2013-2015年将着重提升分销网络盈利能力，完成对现有分销网络精益化、标准化管理，逐步引入更多的品牌和产品线，完善区域分部的管理和发展职能。2013年，分销网络将保持稳健扩张，待精益化工作实施完毕后，再继续加快扩张。

图表 1. 公司发展阶段划分及定位



资料来源：公司数据及中银国际研究

我们预期未来三年营业收入规模有望超过90亿。经过2010年年中IPO融资，公司分销业务发展基础的到了极大的夯实，2011、2012年公司分销子公司数量快速增长，区域性物流中心增至7个，部分优势分销子公司资产做实，备货和物流能力显著增加。

2013年起，新增分销子公司将逐步进入加快成长期，而传统子公司在资产做实基础上也将稳步成长。另外，系统集成和设备制造业务在突破了固定资产规模约束后，也将实现较快增长。

**未来三年净利润增长幅度有望快于营业收入增长。**

主要原因：

- 1、2012年完成组织架构调整，2013年启动精益化管理，在加快分销业务流动资产周转和人员培训标准化方面下工夫，同时为下一步规模扩张打牢基础，周转率的提升和培训标准化一方面有助于实现收入规模增长，另一方面有助于降低费用率；

2、在强化精细化管理后，逐步引入更多的电气品牌和产品线，规模和管理效应有望使公司对上游的议价能力增强，从而逐步微幅提升毛利率；

3、系统集成和设备制造作为增值业务，其营业利润率我们预计约 11%，远高于分销业务营业利润率（约 4.1%），系统集成和设备制造对场地规模要求较高，在实现几个区域的固定资产建设后，该业务有望持续加快发展。

图表 2. 可比公司估值及盈利预测

公司	市值(百万)	净利润率(%)		每股收益			市盈率(倍)		营业收入(百万)		市销率(倍)	
		2012	2013E	2012	2013E	增长率	2012	2013E	2012	2013E	2012	2013E
蓝格赛(欧元)	4,274	2.0	2.9	1.2	1.5	21.2	14.8	12.2	13,450	13,750	0.32	0.31
西科(美元)	3,306	3.0	3.0	4.1	5.8	42.7	18.3	12.8	6,580	7,740	0.51	0.43
众业达(人民币)	3,137	3.7	3.9	0.85	1.1	24.6	15.9	12.3	5,845	6,726	0.54	0.47
海得控制(人民币)	1,153	0.2	0.2	0.01	0.01	0	524.0	524.0	1,265	1,200	0.92	0.96

资料来源：中银国际研究

## 公司简介

众业达成立于2000年4月14日，2010年成功在深圳交易所上市，公司总股本为2.32亿，董事长吴开贤是公司的实际控制人，共拥有公司39.01%的股份。

公司是国内规模最大的中低压电气和工业控制“分销龙头”企业，产品覆盖低压、中压输变电产品以及工业自动化领域，主要销售ABB、施耐德、西门子等国际一流品牌，且同时销售常熟开关、上海人民电器等国内一线品牌产品，公司在该类品牌分销商中均名列第一。

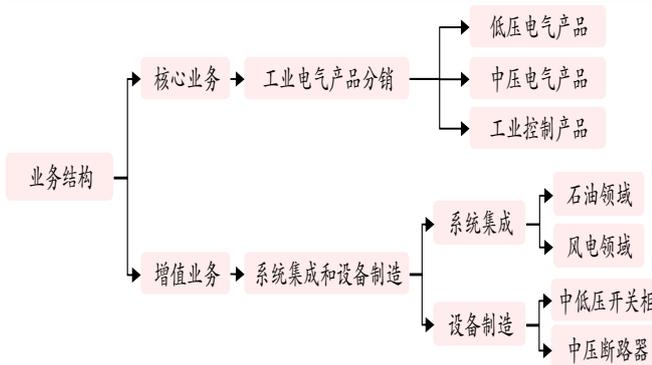
由于分销领域市场集中度不高，公司占国内分销市场不到10%。2010年年中IPO后，公司的发展基础得到了进一步夯实，截止到目前，公司分销子公司个数较上市初增加了80%，物流中心从无到有增加7个。随着公司放缓扩张进程，进一步夯实管理，公司的运营效率将进一步提升，未来发展前景可期。

图表3. 公司股权结构图（截至2012.12.31）

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
吴开贤	90,504,220	39.01	限售流通A股,A股流通股
颜素贞	24,000,000	10.34	限售流通A股
吴森岳	16,000,000	6.90	限售流通A股
吴森杰	16,000,000	6.90	限售流通A股
中国建设银行-华夏红利混合型开放式证券投资基金	3,871,624	1.67	A股流通股
王总成	2,400,000	1.03	限售流通A股,A股流通股
裘荣庆	2,400,000	1.03	限售流通A股,A股流通股
王佩清	1,635,000	0.70	限售流通A股
张颖	1,600,000	0.69	限售流通A股,A股流通股
柯美莉	1,600,000	0.69	限售流通A股,A股流通股
<b>合计</b>	<b>160,010,844</b>	<b>68.96</b>	

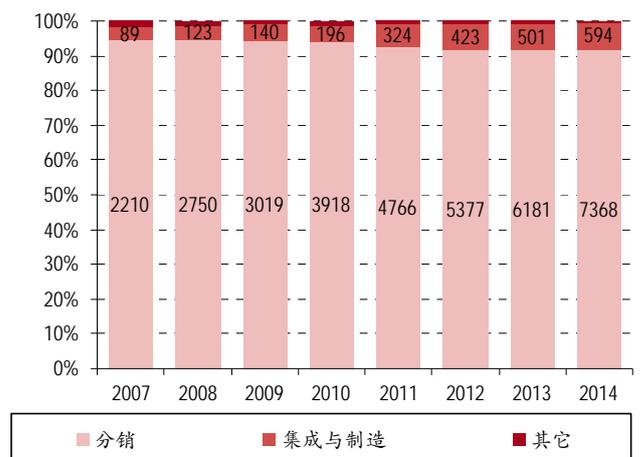
资料来源：公司数据及中银国际研究

图表4. 公司产品结构



资料来源：中银国际研究

图表5. 公司产品销售结构



资料来源：中银国际研究

## 工业电气分销行业市场空间巨大

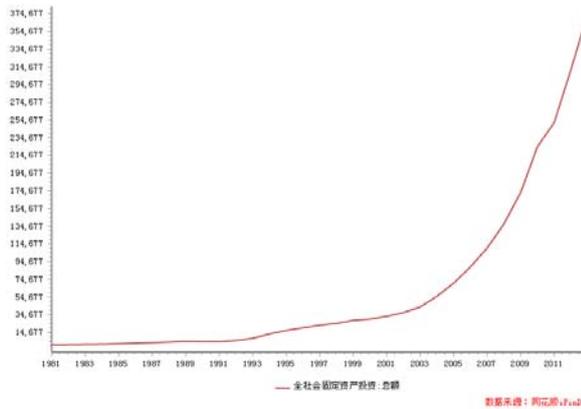
### 国内市场超过 2,000 亿元

工业电气领域对应的主要客户是发电、电力、能源、中型及大型工业制造企业和各类工程公司。工业电气分销作为流通领域的重要子行业，受国家宏观经济的影响较多。

从行业增速来看，工业电气行业的高速增长主要驱动因素来自国内持续增长的固定资产投资。2003-2011 年我国全社会固定资产投资复合增长率达到 40% 以上，随着国内新增固定资产投入的增加，工业电气分销行业也会随之增长。

此外，电网改造、城市化进程的推进，铁路电气化改造、地铁和轻轨建设等，都将刺激工业电气产品的需求，从而带动工业电气产品分销行业的增长。

图表 6. 1981-2011 年全社会固定资产投资情况



资料来源: 中银国际研究

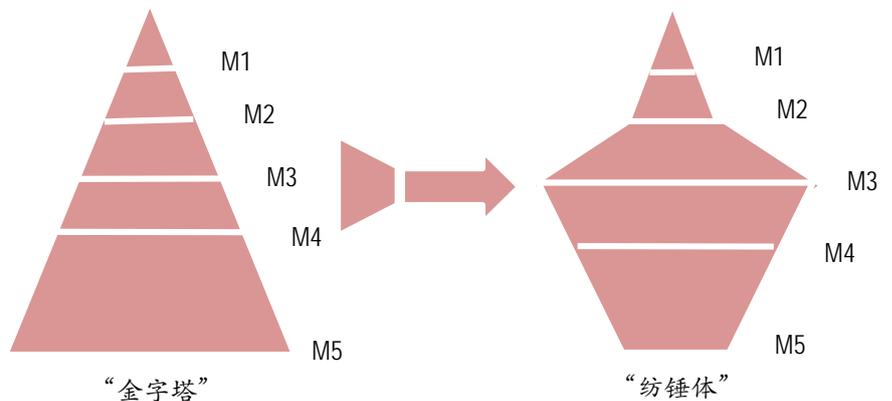
图表 7. 公司产品销售结构



资料来源: 中银国际研究

由于公司主要覆盖的产品范围集中在低压、中压输变电产品，而传统低压电气产品经过多年的发展，市场逐步由从低端为主的倒三角，逐渐向中端为主的纺锤体变化。随着行业趋势的逐渐明显，占公司销售收入绝大部分的中低压电气产品市场容量未来有进一步提升的空间。

图表 8. 低压电气产品市场演化趋势



资料来源: 中银国际研究

## 工业电气分销商发展壁垒

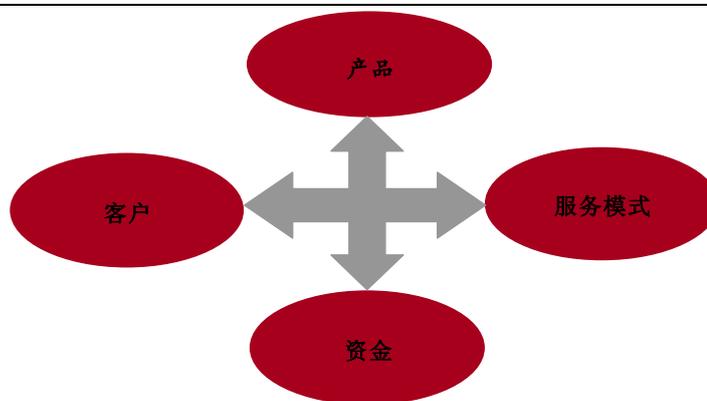
### 工业电气分销领域的进入门槛

专业的分销是指由区别于制造商的销售部门，由独立第三方进行的从制造商到终端用户的整个商品传递过程中所涉及的一系列活动。

专业分销不仅仅涉及批发和零售，还包括产品销售过程中的渠道结构、销售方式、结算方式、储运方式、培训系统、广告促销、系统集成、成套制造、技术支持以及售后服务等多个部分的组合，是一种全方位的流通方式。

相比普通零售商，工业电气分销商领域更难出现新进入者，主要由于其产品的技术门槛、对应客户群体的不同、议价能力相对较弱、利润的相对薄弱导致，此外服务模式的差异化所决定。

图表 9.工业电气分销领域门槛

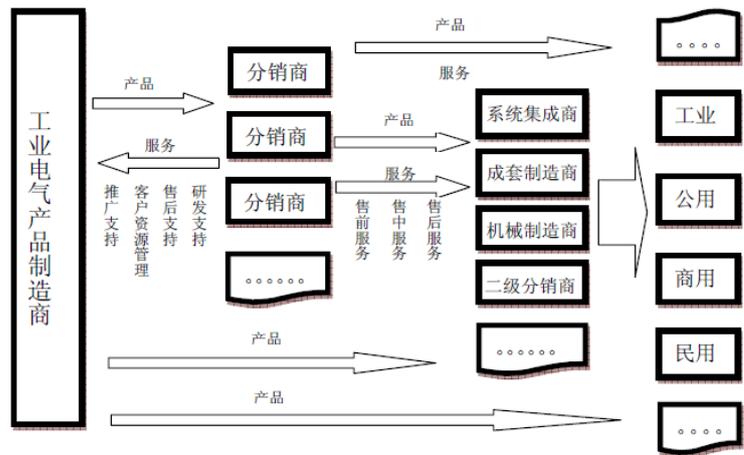


资料来源：中银国际研究

专业的电气分销商由于其产品的特殊性，因此客户对于销售服务非常看重。需要有专业的选型、配送、安装和调试服务以及售后维修服务。分销模式一般也是中低压输配电产品以及工业自动化产品的主要销售模式，主要由于制造商在考虑到产品销售渠道的铺设成本以及为满足不同地域及不同行业客户的各种需求，必须与专业的分销商形成稳定的战略合作模式。制造商专注产品制造及研发，而分销商看重其销售网络的建设、物流服务以及各种增值服务能力的提升，并且需要专注各类产品的推广、销售和集成应用服务，并与制造商进行各类技术合作，推广产品应用。

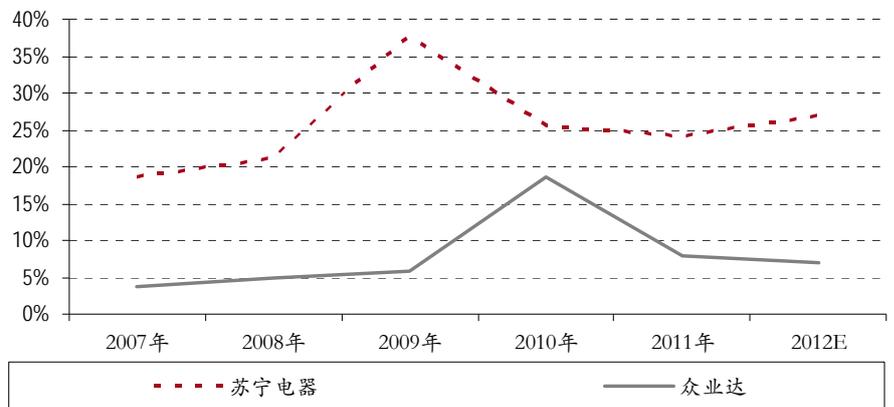
产品的特殊性以及客户群体的不同，使得工业电气分销商跟普通零售商有很大的区别。一般来说，零售商的客户群体对应的基本是普通消费者，因此，下游的回款周期较短；而工业电气分销商下游客户所对应的行业分别来自工业、电力、能源、交通、民用及商用等领域，且工业电气分销商面对的客户有：系统集成商、成套制造商、机械制造商、二级分销商等，相对的回款周期比较长，工业电气分销商在控制回款质量的同时，也要考虑到下游客户的实际情况，适当的给予回款周期的优惠，能够更多的争取客户资源，这对分销商现金流的控制也提出了一定的挑战。就苏宁电器与众业达相比，其货币资金与营收的占比情况，普通零售商对于下游议价能力远高于工业电气产品分销商。

图表 10. 工业电气产品分销商客户群体



资料来源：公司资料及中银国际研究

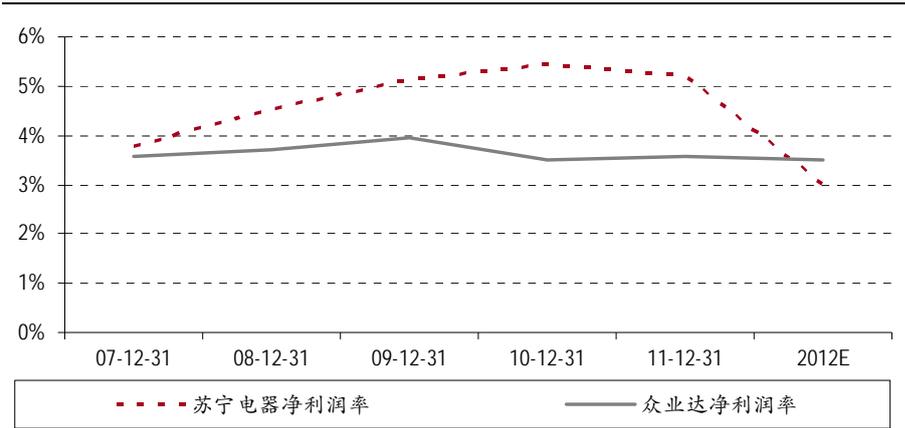
图表 11. 苏宁电器与众业达货币资金/营业收入情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

从企业的盈利情况来看，分销行业的净利润率水平普遍不高。分销行业经过多年的发展，销售模式开始不断的创新。传统的实体经营店的销售方式遭到来自网商服务的冲击，而零售的分销的服务模式也由原来的被动式提供服务转向主动式提供模式，网商的发展节省了实体门店的扩张成本，同时使得物流成本系统性降低，直接冲击了原来的零售实体店的经营模式。不同于普通零售店，工业电气分销领域很难以网商的模式存在，一方面，工业电气分销服务本身就具有一定的主动性，以及订制化性；一方面，客户所处领域的不同，要求销售人员具有专业的素养，以及系统解决问题的能力，通常普通销售人员的培育需要1~2年，而经理级别人员的培育需要3~5年，这种模式使得行业后来进入者难以较快的速度复制，且网商的服务模式也难以存在。工业电气分销行业的稳定且并不吸引人的净利润率也使得该领域很难大量涌入新进入者。

图表 12. 苏宁电器与众业达净利润率情况对比

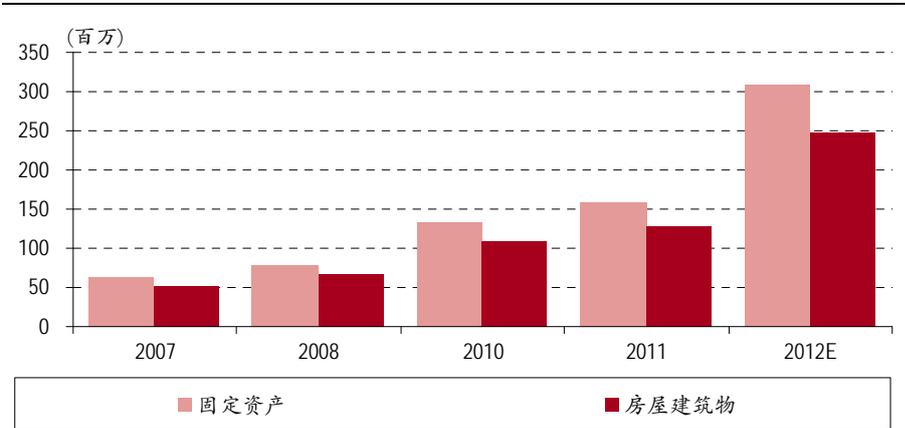


资料来源：公司资料及中银国际研究

### 扩张后的管理精益化

此外，即便新进入者有足够的资金进入工业电气分销领域，工业电气分销商必须有一定的规模优势，无论从企业的扩张角度，还是从供应商那边垫付资金的角度来看，发展晚，规模较小的企业在资金实力上将会处于劣势。实际上，并不是简单的资金投入，收购、新建分销网络就能够使得企业越做越强，大而不倒。工业电气的分销商在经历过销售渠道及物流网络的扩张之后，必然需要经历做实资产、精细化管理的过程，否则各子公司的“消化”不了，会造成企业管理水平的混乱，直接影响企业的运营效率、利润水平。

图表 13. 固定资产和房屋资产等。



资料来源：公司数据及中银国际研究

随着分销规模的扩张，企业在物流以及人员扩张方面将加大投入，公司的房屋建筑规模由 2007 年时的 0.53 亿元，扩张到 2012 年的 1.91 亿元，公司的员工由 2006 年时的 810 人扩张到现在的 2,609 人，营销人员也有 726 人增加到现在的 1,409 人，而规模化的效应下，企业必须对现有的子公司进行统一的有效管理，否则于分销网络的增加将会使企业存在营运能力下降的风险，包括：

1. 子公司的效益尚未得到很好的发挥；

2. 物流中心的增多，使得存货储备变的更多，从而影响公司的存货周转率。从公司渠道网络的扩建速度来看，公司的部分分公司成立时间比总公司还早，公司 2007 年收购了 22 家分公司，2008-2009 年每年扩张 3-4 家，2010 年开始借助资本力量，平均每年扩张 7 个分销网点。由于于新建销售网络需要时间积累，因此短期内新建网络渠道并没有贡献很大业绩，一般来说，新建的销售网络需要 2-3 年才能给公司带来正收益。例如，公司收购的泰高 2011 年亏损 80 万元，2012 年上半年盈利 239 万，预计 2013 年能实现高增长。

图表 14. 公司员工情况 (单位: 个)

	2009		2010		2011		2012	
	规模	同比增长(%)	规模	同比增长(%)	规模	同比增长(%)	规模	同比增长(%)
营销人员	726		842	16.0	1081	28.3	1,409	30.33
生产人员	110		120	9.1	187	55.9	157	(16.29)
技术人员	135		150	11.1	166	10.8	183	10.02
管理人员	146		161	10.3	249	54.9	339	36.21
财务人员	108		121	12.0	145	20.2	183	25.95
仓库人员	145		182	25.5	249	37.0	339	36.21
合计	1,370		1,576	15.0	2,078	31.9	2,609	25.55
职工薪酬支出 (百万元)	60		71	18	112	58	151	35

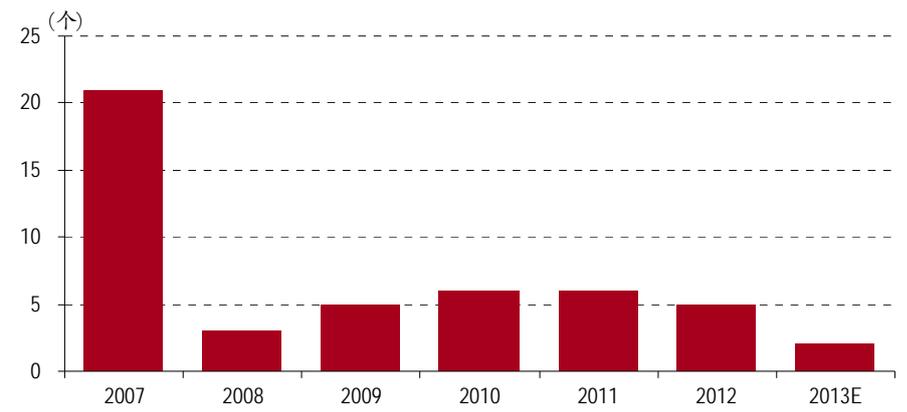
资料来源：公司数据及中银国际研究

**图表 15. 公司分销子公司及其盈利情况 (人民币, 百万)**

分销子公司	收购时间	2009 年		2010 年	2011 年	2012 年
		营业收入	净利润	净利润	净利润	净利润
汕头达源成套	2007	8.18	0.09			
武汉众业达	2007	140.4	0.64	1.36		
天津众业达	2007	192.57	0.75	1.35	2.43	2.39
上海众溢达	2007	301.44	2.19	2.05	2.00	1.78
深圳圳濠	2007	130.96	0.39	1.36	1.36	
广州众业达	2007	248.15	1.43	2.25	2.66	2.78
成都众业达	2007	400.5	7.25	10.68	9.50	18.07
陕西众业达	2007	159.21	0.57	1.02		
福州众业达	2007	105.49	0.43			
北京众业达濠	2007	251.43	0.79	1.17	1.94	1.07
汕头众业达工程	2007	3.122	0.04			1.33
杭州众业达	2007	177.62	0.85	0.90		1.46
沈阳众业达	2007	150.84	0.26			1.58
汕头众业达设备	2007	98.65	6.29	10.00	10.68	13.42
南京达濠	2007	189.65	0.36		1.57	1.20
昆明众业达	2007	51.26	(0.01)			
济南众业达	2007	83.92	0.24			
甘肃众业达	2007	21.14	0.30			
郑州众业达	2007	113.63	0.37		1.30	1.12
上海汕能	2007	6.74	0.46			
北京柯瑞伦	2007	0.504	(0.97)			
大连众业达	2008	65.04	0.21			
石家庄众业达	2008	51.41	0.13			
重庆众业达	2008	52.01	0.21			
厦门众业达濠	2009	31.65	(0.28)		1.90	1.19
南昌众业达	2009	4.07	(0.41)			
宁波众业达	2009	31.62	(0.11)			
山西众业达	2009	12.42	(0.16)			
无锡众业达	2010			0.30		
长沙众业达	2010			(0.15)		
青岛众业达	2010			(0.28)		
广西众业达	2010			(0.01)		
安徽众业达	2010			0.00		
西安德威克	2010			(0.44)		
哈尔滨众业达	2011				(0.21)	
襄阳众业达	2011				(0.26)	
温州众业达	2011				(0.41)	
唐山众业达	2011				(0.53)	
洛阳众业达	2011				0.00	
上海泰高	2011				(0.83)	3.72
国电众业达	2011				0.08	
北京迪安帝	2012					15.45
伊博船舶	2012					(0.89)
锦泰电器	2012					0.25
众业达电气科技	2012					(0.01)

资料来源: 公司数据及中银国际研究

图表 16. 众业达子公司扩张进度



资料来源：公司数据及中银国际研究

## 公司分销业务核心竞争力分析

### 分销行业规模扩张的先发优势

经过近年来的不断扩张，销售渠道方面，公司分销业务已经完成全国主要省会城市的覆盖，并且已经形成了华东、华中、华南、西南、西北、东北七大片区域，居行业领先地位。

此外，公司目前已经有 46 个子公司，7 个物流中心，90 多个办事处全国铺开，使得公司能够通过物流中心集中管理，合理调配，从而压缩运输成本，且众多分布在全国各地的子公司有利于公司为客户提供稳定、及时、快捷的产品和服务，也有利于公司通过全国营销网络联动为大客户提供全国范围内的全面服务。公司经过多年累积而建立的分销经营模式具有可复制性，为子公司能够实现快速盈利提供了必要的保障。

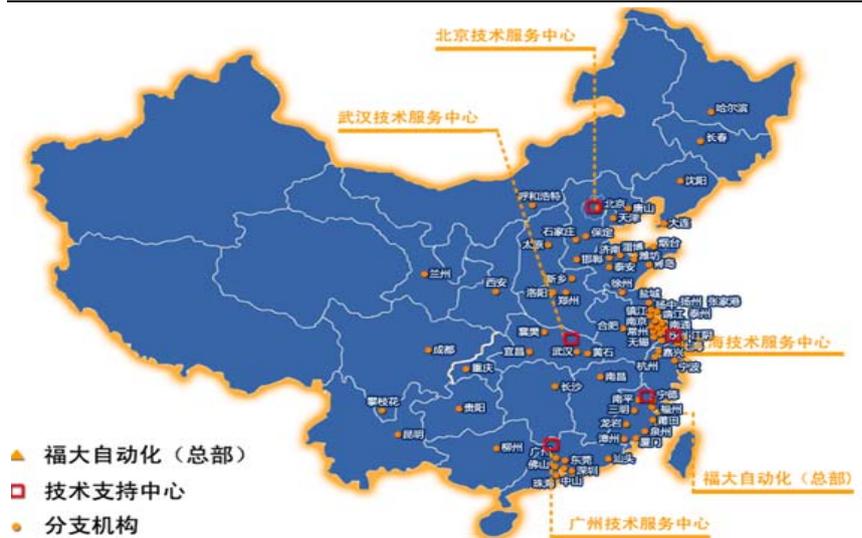
公司多年来坚持多品种、多品牌、差异化的发展，产品覆盖面较大，产品设计低压和中压输配电产品及工业自动化产品，业务环节覆盖分销、物流仓储、专业技术服务、系统集成和成套制造等各个环节。借助其强大的分销渠道，公司已经成为 ABB、施耐德、西门子等跨国公司以及国内常熟开关、上海人民电气厂、许继电气等企业的合作伙伴，在中低压输配电产品和工业自动化控制产品的分销领域，多年来一直位居行业前列。公司的中低压配电产品在 ABB、施耐德、西门子等世界一流大厂的分销市场中排名第一，工控及传动产品也名列前茅，此外，公司在常熟开关以及上海人民电气的分销领域中，排名第一。这五大供应商占公司分销业务采购总量的比例大约为 90%。

图表 17. 众业达 2011 年占主要分销商分销收入比重

供应商名称	2011 年公司分销业务额占供应商在中国市场分销收入的比例	2011 年公司分销业务额在 2010 年公司分销业务额在 2010 年公司分销业务额占供应商在 2010 年公司分销业务额在 2010 年公司分销业务额	2011 年公司分销业务额在 2010 年公司分销业务额在 2010 年公司分销业务额在 2010 年公司分销业务额	2011 年公司分销业务额在 2010 年公司分销业务额在 2010 年公司分销业务额在 2010 年公司分销业务额
		供应商的排名情况	中国市场的比例	在供应商的排名情况
ABB	低压产品 21.1%	低压产品第 1 名	低压产品 21.1%	低压产品第 1 名
	中压产品 40.0%	中压产品第 1 名	中压产品 40.0%	中压产品第 1 名
	传动产品 6.0%	传动产品第 4 名	传动产品 4.4%	传动产品第 5 名
施耐德	14.6%	配电产品第 1 名 工控产品第 2 名	14.5%	配电产品第 1 名 工控产品第 2 名
西门子	低压配电产品 22.0%	综合分销商第 7 名 低压配电产品第 1 名	低压配电产品 15.0%	综合分销商第 5 名 低压配电产品第 1 名
常熟开关	23.0%	第 1 名	22.0%	第 1 名
上海人民	13.5%	第 1 名	12.8%	第 1 名

资料来源：公司公告及中银国际研究

公司的另一大竞争对手福大自动化成立于 1992 年 3 月，其主要布局在自动化产品分销领域，对应的客户群体主要以二级批发商和工业客户为主。尽管入行较早，在分支机构建设方面，全国分支机构共计有 80 多个，共计 4 个技术服务中心，分别是北京、武汉、上海、广州技术服务中心分别服务全国各个城市。从覆盖面上来看，公司目前仅覆盖华东、华北、华中、华南四大片区域。尽管众业达成立时间略晚于福大自动化，但是众业达借助了资本力量，通过 IPO 加速了其全国范围内快速扩张，完善了销售网络布局。在七大物流中心的强强协作效应下，国内其他电气分销公司无法比拟。

**图表 18.福大自动化销售布局情况**


资料来源：公司公开信息及中银国际研究

### 工业电气分销领域的翘楚：挤出效应下的强者恒强

由于公司属于国内领先的工业电器分销商，跟中小分销商相比，其资金实力更加雄厚，与上游客户议价能力会更强，由于分销商为缩短供货周期，需要增加产品库存，占用大量的流动资金，中小分销商因为资金实力不足无法通过增加库存来达到缩短供货周期的目的，因此，长期将失去很多潜在客户。

产品方面，大分销商品牌覆盖范围更广，产品种类更多，可以向客户提供一站式服务，同时可以降低采购成本。

服务方面，大分销商能够提供产品的售前选型，较快的物流配送、产品的组装调试以及后续的技术服务，具备系统集成和成套制造的能力，而中小分销商则只能提供基础性的分销及货物管理的业务，这使得客户更加重视大分销商且系统集成的业务将提高分销商的毛利率水平。

货品周转方面，由于大分销商的全面覆盖的物流体系以及销售渠道，因此一般小分销商需要一周时间的产品配送，而大分销商仅需要5天，较快的物流周转是给企业提供稳定持续现金流的保障。

因此，在现有的销售网络以及物流体系下，众业达凭借自身优势将会越做越强，而中小分销商将会被逐步挤出市场或者被吞并，其利润水平在宏观经济不景气的时候更加无法保障。

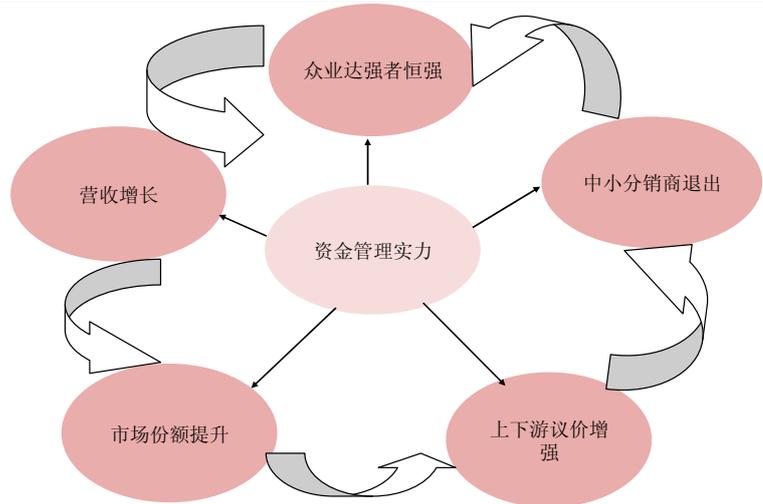
**图表 19.大型分销商与小型分销商的区别**

对比方面	大分销商	中小分销商
资金实力	信用额度高，融资渠道优势明显，议价能力较强，能占用上下游资金	资金实力弱，现金流周转较低，议价能力较弱
产品种类	品牌覆盖广，各品牌内产品齐全	品牌代理少，产品种类不多
服务类别	可提供售前知道，快捷物流配送，组装调试以及售后服务，具备系统集成和成套制造的能力	简单分销业务，客户管理，货品管理服务
产品周转速度	全面销售网络以及全覆盖式大型仓储物流中心，有效的调配资源	分销网点不多，效应速度较慢，相应分摊费用高

资料来源：中国工控网及中银国际研究

中小分销商劣势地位使得行业订单逐步向大型分销商集中，中小分销商由于管理无法精细化，且资金规模较小，无法做到产品快速周转，现金流情况不尽如人意，将逐步退出市场，而众业达的市场份额将逐步稳健上升，最终跟上游的议价能力将更加增强，占用上游资金，进一步放宽对下游的应收账款回款，循环效应下，达到中小分销商逐步被挤出分销市场领域，或者等待被大型分销商吞并的效果，挤出效应下，众业达强者恒强。

**图表 20. 挤出效应下的众业达强者恒强**



资料来源：中银国际研究

### 上下一致的利益关系

尽管众业达在国内已经初步形成了工业电气行业龙头的地位，但是近几年来，以蓝格赛、索能达为首的国际一流的电气分销商陆续开始进入中国市场。

外资品牌入侵国内市场后，开始逐步收购国内已有的品牌，如索能达收购海得控制的分销业务；蓝格赛逐步收购海龙兴电器设备、华联工业器材等。蓝格赛之所以在欧洲、美洲的议价能力强，主要原因：一是寡头垄断，议价能力强，蓝格赛占全球市场的9%；二是蓝格赛不是简单的经销商，它能够为客户提供增值服务，安装、调试。

**图表 21. 蓝格赛在国内的扩张进程。**

年份	蓝格赛的扩张进程
2000年	收购海龙兴电器设备商业有限公司
2006年	收购华联电工器材商业有限公司
2007年	收购浙江华章自动化设备有限公司
2009年	收购苏州西电产品销售有限公司
2011年	收购北京莱凯威智电气有限公司、北京众恒恒信自动化设备有限公司

资料来源：公司信息，中银国际研究

国内电气分销市场遭遇外资品牌的强势入侵，且该类品牌进入中国只重视规模的扩张，只考核收入不考核利润，且宽限客户的回款。如，2011年蓝格赛应收账款周转天数是60天，而众业达则是27天，对于分销商而言，良好稳定的现金流是企业能够稳定增长的保证，因此长此以往这种战略方式不可持续。

从盈利能力来，尽管蓝格赛和西科的毛利率较高，达到了20%以上，但是由于欧美人工成本较高，因此销售管理费用侵蚀了大部分毛利，因此，净利润率只有2-3个百分点左右。以蓝格赛为例，公司2012年人工费用占其销售管理费用的近60%，而众业达的人工费用占销售管理费用的43%左右。相对来说，尽管众业达的毛利率水平只有国际一流厂商的一半左右，但是其净利润率水平一直稳定在3-4个百分点左右，且随着产品结构的调整以及管理效率的不断提升，净利润率仍然有进一步提升的空间。从净资产收益率的角度来看，众业达的水平也不比国际一线企业差，甚至能超越。

图表 22. 主要分销商 2010-2012 年盈利情况一览表

分销商	2010 年						2011 年						2012 年					
	收入	毛利 率(%)	净利 率(%)	净利 率(%)	ROA (%)	ROE (%)	收入	毛利 率(%)	净利 率(%)	净利 率(%)	ROA (%)	ROE (%)	收入	毛利 率(%)	净利 率(%)	净利 率(%)	ROA (%)	ROE (%)
蓝格赛 (亿欧元)	120	24	2.3	2	3	7	127.2	24.6	3.19	2.5	3.3	7.89	134.5	25	3.2	2	3	8
索能达 (亿欧元)	134						147											
西科 (亿美元)	51	20	1.2	2	4	10	61.3	20.2	1.962	3.2	6.4	14.6	65.8	20	2	3	4.32	12.9
众业达 (亿人民币元)	42	10	1.5	3	9	9	51.5	11	1.84	4	7	10	41.54	12	1.6	4	5	8
海德控制 (亿人民币元)	14	17	0.3	2	2.8	3.7	13.3	18	0.26	2	2.3	3.1	8.3	18	(0.2)	(2)	(1.7)	(2.5)

资料来源：公司信息，中银国际研究

图表 23. 蓝格赛与众业达人工成本对比

	蓝格赛		众业达	
	(百万欧元)	(百万欧元)	(百万元)	(百万元)
	2012	2011	2012	2011
人员费用 (工资福利)	1,535	1,436.8	151.0	112.0
销售管理费用	2,560.9	2,410.9	355.7	276.2
人工薪酬占销售管理比例(%)	59.9	59.6	42.5	40.5
营业收入	13,450.0	12,720.0	5,845.0	5,145.1
销售管理费用率(%)	19.0	19.0	6.1	5.4
人工薪酬占营业收入比例(%)	11.41	11.30	2.58	2.18

资料来源：公司信息，中银国际研究

尽管从2000年开始，外资品牌在中国分销市场上大举入侵，且迅速通过收购兼并企图扩大销售范围，实际上收到的效果却非常有限，甚至还出现了水土不服的情况，人员的管理、整合成了最大的难点。我们认为以蓝格赛为首的外资品牌在很长的一段时间内也无法在国内市场上与众业达竞争，归根结底，外资企业很难在人员管理整合上有所超越，这一点体现在外资品牌很难做到上下一致的利益关系。

从众业达的股本结构来看，公司子公司的高管几乎都持有上市公司的股权，持股比例在0.09%-0.1%不等。众业达在上市初就通过不断的兼并其他中小分销商，而兼并的方式也主要以股权转让以及增资的方式，通过子公司核心高管的增资，最后子公司的高管均持有上市公司的股权，公司上市初期，股东中自然人就有30人以上，除去董事长吴开贤一家，其余均是子公司的管理人员。

众业达通过股权的稀释，达到各个子公司管理人员均持有上市公司一定的股权，子公司的盈利情况与其高管的利益紧密相联，而同时，子公司高管持有上市公司的股份也仅 0.1%左右，公司董事长吴开贤目前仍然拥有公司 39.01% 的股权，对各个子公司具有绝对的掌控力。

分销商随着规模的越做越大，很容易形成管理上的混乱，而上下一致的利益关系，总公司拥有绝对的掌控力，是这种模式能够持久下去的关键因素。因此，不仅外资一线企业很难在中国子公司之间做到，而且国内的分销商也很难达到这种利益的平衡。以上市公司海得控制为例，作为国内工业电气分销领域的领先企业，其公司实际控制人有 2 位，分别是许泓、郭孟榕，股权比例为 23.59%、21.51%，而子公司高管持有上市公司的股份也在 0.7%左右。股权比例的不平衡一定程度上带来公司管理效率的低下，因此，海得控制近几年的盈利能力有所削减。

图表 24. 海得控制 2012 年 6 月 30 十大股东持股明细

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
许泓	51,894,940	23.59	限售流通 A 股,A 股流通股
郭孟榕	47,311,794	21.51	限售流通 A 股,A 股流通股
赵大砥	11,449,502	5.20	限售流通 A 股,A 股流通股
何勤奋	10,444,901	4.75	A 股流通股
上海景海国际贸易有限公司	7,500,000	3.41	A 股流通股
许志汉	2,939,738	1.34	A 股流通股
劳红为	2,939,738	1.34	A 股流通股
许百花	2,190,000	1.00	A 股流通股
吴焕群	1,690,000	0.77	限售流通 A 股,A 股流通股
方健	1,535,522	0.70	限售流通 A 股,A 股流通股
<b>合计</b>	<b>139,896,135</b>	<b>63.61</b>	

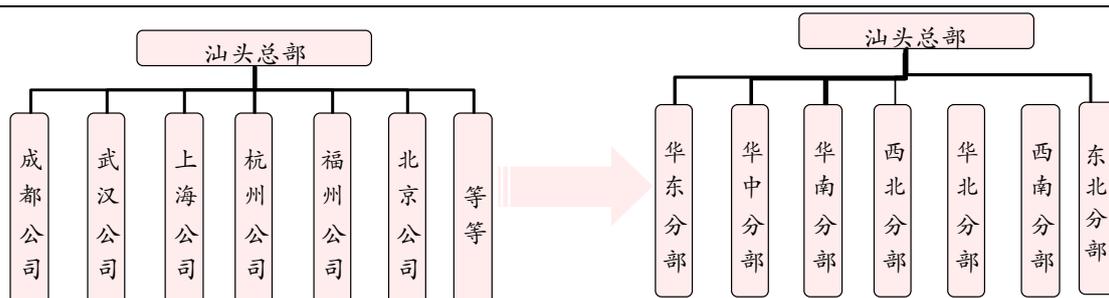
资料来源：公司信息，中银国际研究

### 有效的管理方式使其如虎添翼

公司经历了 2010 年的上市后的加速扩张，管理层逐步调整思路，将公司经营重心从之前追求规模化效应，逐步转向追求盈利质量。管理更加追求精细化。

从组织结构来看，公司将从全国性总部管理，逐步走向区域性总部管理，2012 年，公司在组织架构上进行了调整，成立了华东、华南、华中等七大区域分部，由区域性分部负责管理和拓展区域内分销网络，并逐步从资产结构和资产规模方面做实区域性分部。区域性总部管理模式使得公司的服务能够做到更加精细化，从而吸引更多的优质客户，而管理上，区域性总部管理模式能够更加有效的整合各个子公司的销售服务情况，使得企业的运营效率不断提升。

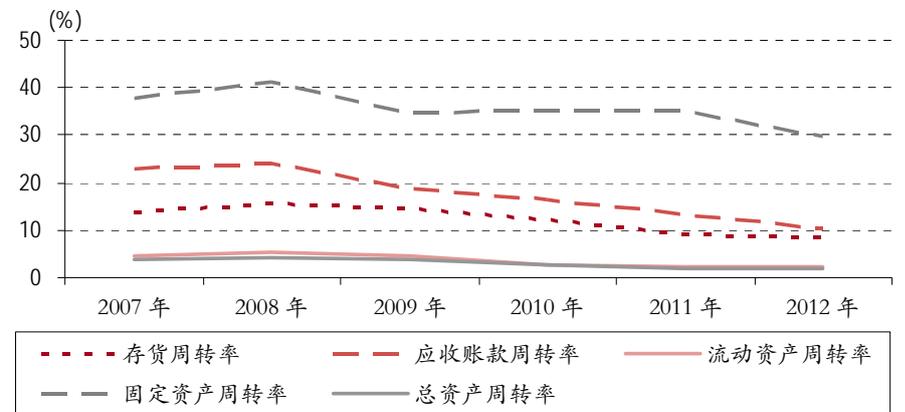
图表 25. 组织结构调整



资料来源：公司数据及中银国际研究

众业达近5年来存货、应收账款以及流动资产周转率在不断的下滑，看起来公司的运营效率有向下的趋势。

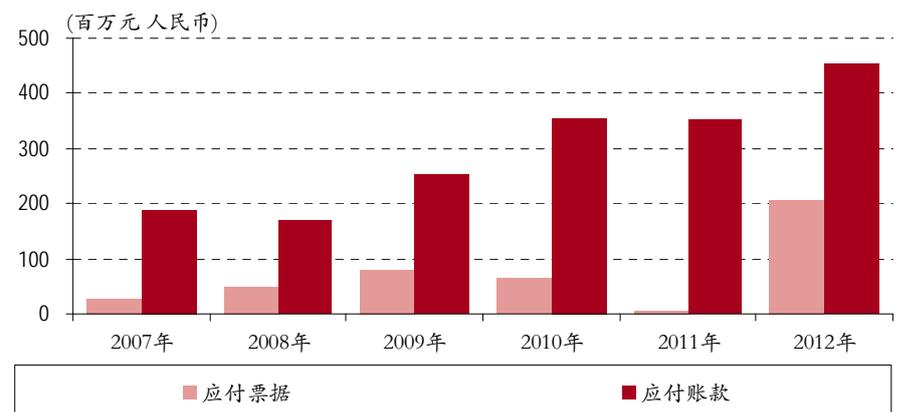
图表 26. 近6年存货、应收账款和流动资产的周转率



资料来源：公司数据及中银国际研究

但是，规模化的优势使得公司尚能克服运营效率下降的趋势，通过公司近年来的渠道建设以及物流网点的铺设，公司上游议价能力逐步增强，而应付账款的比例也在逐年提升。2012年公司应付账款余额比期初有所增长，一方面是由于新收购公司并表的问题，另一方面，公司今年来由于规模化优势，增强了与上游客户的话语权，能够适当的占用上游客户的资金，保障自身的现金周转。此外，公司2012年末应付票据比2012年初增加26.27倍，相对来说，这部分的增长意味着负债占用公司的未来现金流将更少。

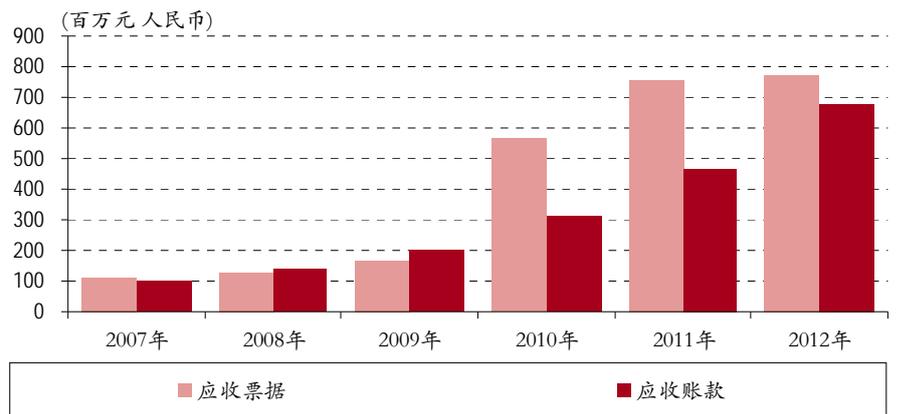
图表 27. 近6年应付账款和应付票据结构变化



资料来源：公司数据及中银国际研究

实际上，尽管近5年来众业达应收账款逐年增长，应收周转率逐年下滑，但是公司的应收票据却逐年提升，公司在为下游客户适当延长付款周期的同时，也增加了对自身更有保障的应收票据的收取，进一步保证了自身的现金流情况。众业达通过对上游议价能力的增强，以及对下游客户适当的放宽，协作效应下，使得公司的销售收入能够穿越经济增长周期，实现逐年稳步增长。

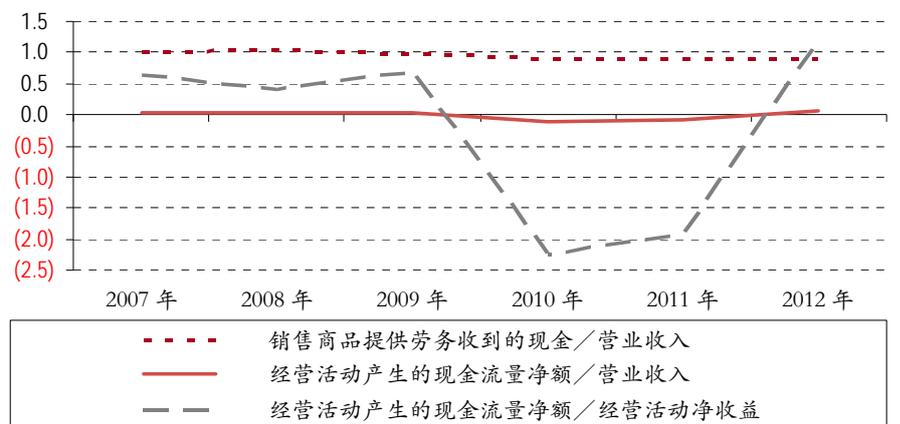
图表 28. 近 6 年应收账款和应收票据结构变化



资料来源：公司数据及中银国际研究

公司对于上下游议价能力的提升，使得公司 2012 年现金流状况出现明显好转，同时在保持收入增长的同时，存货周转率基本保持比较稳定。公司遍布全国核心区域的物流中心提高了仓储物流管理效率，快速的物流不但能够为公司留住现有客户的同时，而且能推动公司发掘更多的潜在客户。

图表 29. 近 6 年企业现金流情况



资料来源：公司数据及中银国际研究

## 未来三年净利润增长幅度有望快于营收增长

### 净利润率有望持续提升

公司 2013 年的主要战略目标在于适度扩张的同时，管理方面经一步精细化，实现各销售网络的增值。公司已有的较强的管理整合能力，使得公司资产负债表的结构不断优化，同时为公司的营收增长提供了充分条件。尽管众业达近几年来人员规模不断扩大，但是，人均产值在经历了上市扩张和管理方面短暂调整后，2011 年公司的人均盈利情况开始有所调整，主要由于 2010-2011 年期间，有的外资品牌为了达到迅速夸大国内市场的目的，只顾销售，不顾利润，对客户的回款周期恶意延长，使得众业达被动接受冲击，而事实证明，类似外资品牌的策略是不能持久的。整体来看，外资品牌对众业达很难形成冲击，我们预计随着竞争的逐步有序化，且公司本身对于能效管理的重视，人均产值方面有望在 2013 年出现好转。尽管如此，众业达的人均效率仍然远高于国内同行，即便国内竞争对手福大自动化也很难达到。

图表 30. 众业达近几年人均产值情况一览表

	2006	2009	2010	2011	2012
<b>人员结构</b>					
营销人员	429	726	842	1081	1,409
生产人员	151	255	420	436	496
技术人员	80	135	150	166	183
管理人员	86	146	161	249	339
财务人员	64	108	121	145	183
合计	810	1370	1394	2078	2,609
主营收入(百万)	1,345.1	3,194.3	4,165.2	5,145.1	5,885.0
职工薪酬支出(百万)	20.0	60.0	71.0	112.0	151.0
人均产值(百万)	1.7	2.3	3.0	2.5	2.3
人均净产值(百万)	1.6	2.3	2.9	2.4	2.2
销售人员人均产值(百万)	3.1	4.4	4.9	4.8	4.2
销售人员净产值(百万)	3.1	4.3	4.9	4.7	4.1

资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 31. 福大自动化近几年人均产值情况一览表

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
营业收入 (百万)	490	750	900	1,240	1,590	2,105	2,750	3,000
人员	650	950	1,060	1,200	1,520	1,814	2,140	2,500
人均产值 (百万/人)	0.8	0.8	0.8	1.0	1.0	1.2	1.3	1.2

资料来源：公司宣讲资料及中银国际研究

随着公司适度控制扩张进度，且对管理精细化的要求越来越高，公司的人员效率有望进一步提高，净利润率水平也将更上一个台阶。从人员培训方面，公司下一步将缩短人员培训周期，之前公司对于普通销售人员的培训需要 2 年时间，而公司下一步将缩短至 1 年；对于区域经理的培养将有原来的 3-5 年直接缩短至 3 年时间。

公司对于上下游强有效的控制，不但在销售规模上能够为公司贡献力量，此外，对于公司净利润率水平的提升也会有所帮助。公司的综合毛利率主要由销售溢价因素以及销售折扣因素所组成，销售溢价因素受宏观经济的影响较为明显，因此很难有所提升，从公司近年来的销售溢价毛利率来看，受经济不景气的影响总体呈下滑趋势；而销售折扣因素所产生的毛利率则会随着公司销售规模的扩大，以及对上游的话语权的提高而提高，公司近年来销售折扣毛利率呈现逐步上升的趋势，今后由于公司对下游客户的回款周期的放长，将会为公司带来更多的销售订单，从而使得公司向上游客户提高销售折扣毛利率，由于短期国内很难出现可以跟众业达相抗衡的竞争对手，因此上游一线品牌将不得不被动提高其的销售折扣。未来众业达的综合毛利率将进一步稳定提升，在公司经营效率不断提高的基础上，公司的净利润率水平有望不断创新高。

**图表 32. 近 5 年综合毛利率结构一览表**

(%)	2007	2008	2009	2010	2011	2012E
销售溢价因素	4.0	4.3	4.5	3.5	3.4	3.5
销售折扣因素	4.2	4.4	4.7	3.7	4.7	4.8
其他	0.9	1.2	1.1	2.8	2.5	3.2
综合毛利率	9.1	9.9	10.3	10.1	10.7	11.5

资料来源：公司数据及中银国际研究

### 加快周转，控制费用，回归利润

此外，公司在适当的占用上游的资源，放宽下游付款周期以获得更多销售订单的同时，将进一步优化资产负债表。存货方面，超过一定周期以上的存货将受到限制，存货物流时间将逐步缩短。应收账款方面，超过考核指标的应收账款金额和比重将严格控制。

公司计划未来通过有效的考核机制，加强公司的现金流管理，提高应收账款周转率，此外，对于子公司，众业达将通过进一步控制费用，通过费用控制指标，嘉奖子公司管理人员。

未来，公司有望呈现综合毛利率水平稳步上升，费用率水平有序下降的局面，净利润率水平将进一步提升，而管理效率的提高，有效的激励措施将进一步促进公司的规模做大做强。

### 提高增值服务的占比

公司在强化精细化管理后，将逐步引入更多的电气品牌，一方面降低对原来主要国外供应商的依赖程度，另一方面可以帮助公司获得更快的发展。由于公司现有的五大供应商占据公司大约 90% 的采购份额，随着公司不断引入例如菲尼克斯等知名品牌，公司的品牌覆盖范围将更加广阔，且新引入的品牌通过公司已有的物流及销售渠道，将实现快速盈利。

公司在保持现有的在中低压电气行业的领先地位的同时，向自身相对的薄弱环节工业自动化领域以及利润较高环节系统集成和设备制造业务方面发展。

公司 2012 年收购迪安帝，该公司为 ABB 传动、ABB 低压产品授权分销商，ABB 传动授权维修服务中心，2011 年公司在 ABB 传动中国地区代理商中排名第一。随着迪安帝收购的完成，将扩大公司在电气分销市场尤其工控产品的市场影响力，且加大在 ABB 品牌的议价能力，增加公司的盈利能力。

此外，公司未来也会增加系统集成和设备制造在产品结构中的比例，系统集成和设备制造作为增值业务，其营业利润率远高于分销业务营业利润率，系统集成和设备制造对场地规模要求较高，在实现几个区域的固定资产建设后，该业务有望持续加快发展。

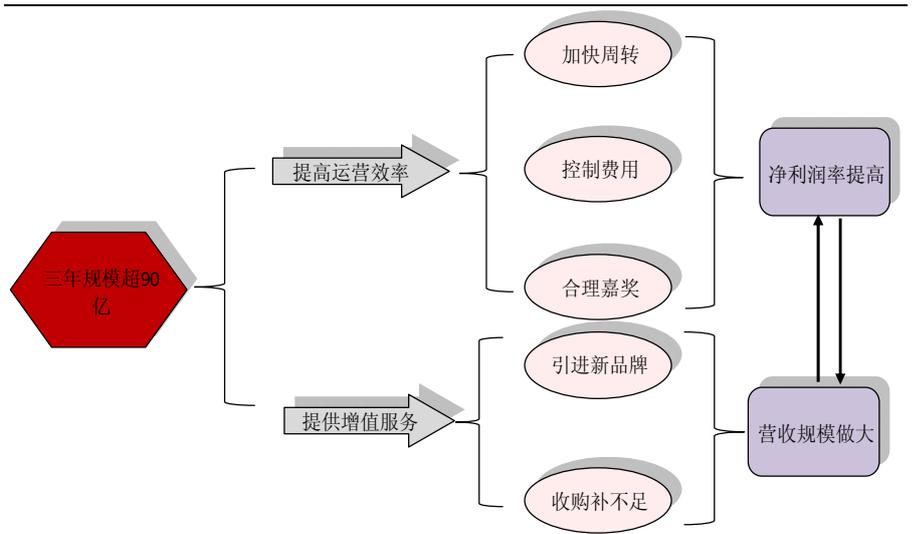
公司推出的石油钻井平台电气控制产品，用于配套陆地和海洋 3,000~7,000 米的石油钻井平台；在风力发电上，公司可根据客户控制应用和工艺需求，完成风力发电系统方案设计、成套制作和安装调试等工作。

此外，公司 2011 年收购了上海泰高，主要从事生产、销售高低压开关、成套设备和零部件，该公司的收购将提高公司系统集成和成套制造的能力，随着公司整合进程的加速，上海泰高将很快扭亏为盈。

随着系统集成和成套制造业务的正轨化，公司将进一步加强与下游客户的联系，使得自身变的更加不可替代，而同时相对上游议价能力将进一步加强，进而进一步压缩其他分销商的市场空间。增值服务的增加也有益于公司提高毛利率水平，进一步提高公司的净利润率。

2013 年，公司拟在新加坡投资不超过 100 万新币经营船舶电器贸易，公司通过设立境外子公司，进一步拓展公司的经营规模，为公司未来开拓和发展海外市场埋下伏笔，更加符合公司中长期发展战略。

图表 33. 众业达未来发展预期途径



资料来源：中银国际研究

## 盈利预测与假设

图表 34.保守估计下 2015 年可能的利润指标预测

利润指标	2012 年	2015 年
营业收入(百万元)	5,845	9,717
分销业务(百万元)	5,377	8,982
分销收入年复合增长率		19%
集成与制造业务(百万元)	422.95	697
集成与制造收入年复合增长率		18%
<b>营业收入年复合增长率</b>		<b>18.46%</b>
毛利率	11.52%	12.21%
分销业务	10.82%	11.57%
集成与制造业务	19.40%	19.86%
净利润率	3.65%	4.23%
归属上市公司股东的净利润(百万元)	197	357
<b>归属上市公司股东的净利润年复合增长率</b>		<b>21.97%</b>
每股收益(元)	0.85	1.54
目标价(17.00 元)对应的市盈率(倍)	20.0	11.0

资料来源：公司数据及中银国际研究

维持目标价在 17.00 元，维持买入评级。预计公司 2013-2015 年的每股收益分别为 1.06、1.34 和 1.54 元，当前股价（13.52 元）对应的市盈率分别是 12.8、10.1、8.8 倍。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	5,145	5,845	6,726	8,003	9,717
销售成本	(4,597)	(5,172)	(5,956)	(7,035)	(8,530)
经营费用	(282)	(364)	(399)	(509)	(659)
息税折旧前利润	266	309	370	459	527
折旧及摊销	(12)	(15)	(32)	(34)	(38)
经营利润(息税前利润)	254	294	338	424	489
净利息收入/(费用)	0	0	(16)	(17)	(22)
其他收益/(损失)	7	0	6	8	10
税前利润	244	272	327	415	476
所得税	(60)	(68)	(82)	(104)	(119)
少数股东权益	0	(7)	0	0	0
净利润	184	197	246	312	357
核心净利润	184	197	246	312	357
每股收益(人民币)	0.79	0.85	1.06	1.34	1.54
核心每股收益(人民币)	0.79	0.85	1.06	1.34	1.54
每股股息(人民币)	0	0.25	0.11	0.13	0.15
收入增长(%)	24	14	15	19	21
息税前利润增长(%)	29	15	15	26	15
息税折旧前利润增长(%)	30	16	20	24	15
每股收益增长(%)	25	7	25	27	15
核心每股收益增长(%)	37	7	25	27	15

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	244	272	327	415	476
折旧与摊销	12	15	32	34	38
净利息费用	18	29	16	17	22
运营资本变动	(668)	103	(151)	(219)	(291)
税金	(60)	(68)	(82)	(104)	(119)
其他经营现金流	(3)	(31)	(30)	(21)	1
经营活动产生的现金流	(457)	320	113	123	128
购买固定资产净值	(29)	(4)	(120)	(80)	0
投资减少/增加	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
其他投资现金流	(67)	(87)	49	(5)	(5)
投资活动产生的现金流	(97)	(94)	(73)	(87)	(7)
净增权益	116	0	0	0	0
净增债务	251	(201)	630	(2)	(2)
支付股息	0	(59)	(25)	(31)	(36)
其他融资现金流	(186)	37	(16)	(17)	(22)
融资活动产生的现金流	180	(223)	590	(50)	(59)
现金变动	(374)	4	630	(14)	62
期初现金	779	405	408	1,038	1,024
公司自由现金流	(554)	226	51	51	137
权益自由现金流	(304)	26	654	17	98

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	405	408	1,038	1,024	1,086
应收帐款	468	675	755	877	1,038
库存	629	629	700	808	957
其他流动资产	823	922	1,116	1,416	1,812
流动资产总计	2,339	2,651	3,628	4,146	4,918
固定资产	202	244	337	388	361
无形资产	63	64	68	73	78
其他长期资产	16	103	77	77	77
长期资产总计	280	410	483	538	516
总资产	2,619	3,061	4,111	4,684	5,434
应付帐款	367	685	803	968	1,197
短期债务	331	130	760	759	757
其他流动负债	92	219	297	414	598
流动负债总计	790	1,034	1,861	2,141	2,552
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	39	40	52	70
股本	232	232	232	232	232
储备	1,587	1,726	1,947	2,228	2,549
股东权益	1,819	1,958	2,179	2,460	2,781
少数股东权益	1	31	31	31	31
总负债及权益	2,619	3,061	4,111	4,684	5,434
每股帐面价值(人民币)	7.84	8.44	9.39	10.6	11.99
每股有形资产(人民币)	7.55	8.14	8.73	10.02	11.39
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.32)	(1.20)	(1.20)	(1.15)	(1.42)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	5.2	5.3	5.5	5.7	5.4
息税前利润率(%)	4.9	5.0	5.0	5.3	5.0
税前利润率(%)	4.7	4.7	4.9	5.2	4.9
净利率(%)	3.6	3.4	3.7	3.9	3.7
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	3.0	2.6	1.9	1.9	1.9
利息覆盖率(倍)	nm	nm	12.5	13.3	12.9
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.1	1.9	1.6	1.5	1.5
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	17.1	15.9	12.8	10.1	8.8
核心业务市盈率(倍)	17.1	15.9	12.8	10.1	8.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)					
盈率(倍)	22.7	21.2	17.0	13.4	11.7
市净率(倍)	1.7	1.6	1.4	1.3	1.1
价格/现金流(倍)	(6.9)	9.8	27.7	25.5	24.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.1	10.7	9.2	7.7	6.9
<b>周转率</b>					
存货周转天数	51.1	45.5	44.0	43.0	42.0
应收帐款周转天数	33.2	42.2	41.0	40.0	39.0
应付帐款周转天数	26.0	32.1	33.0	34.0	35.0
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	30.0	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	11.1	11.1	11.9	13.4	13.6
资产收益率(%)	7.5	7.4	7.1	7.2	7.3
已运用资本收益率(%)	11.8	13.9	13.7	14.1	14.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

海得控制 (0002184.SZ/人民币 5.24 元, 未有评级)

以 2013 年 4 月 19 日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 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