

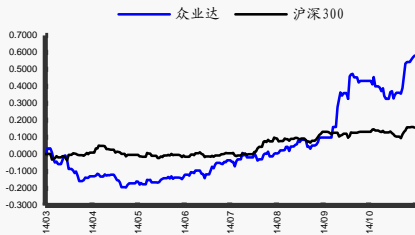
研究所

证券分析师：何魏伟 S0350514090001  
0755-23824865 heww@ghzq.com.cn  
证券分析师：谭倩 S0350512090002  
010-88576939-808 tanq@ghzq.com.cn

主业盈利稳健，静待孕育资本之花

——众业达（002441）三季报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
众业达	10.4	57.6	106.2
沪深300	2.1	2.2	8.5

市场数据 2014/11/5

当前价格（元）	25.84
52周价格区间（元）	12.65-26.6
总市值（百万）	5994.88
流通市值（百万）	3737.53
总股本（万股）	23200.00
流通股（万股）	14464.12
日均成交额（百万）	46.54
近一月换手（%）	58.90

相关报告

《业绩临近拐点，稳健成长中孕育新变化》  
调研简报（2014.6.20）  
《并购重组趋势已定，期待一鸣惊人》事件  
点评（2014.9.17）

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过  
该公司已发行股份的1%

三季报概要：

公司前三季度营收 52.57 亿元，同比增长 12.03%，净利润 1.75 亿元，同比增长 19.33%。单季度营收 19.72 亿元，同比增长 9.67%，净利润 5503 万元，同比增长 52.73%。

- **主业盈利稳健，渠道资源持续发力保证销售增长。**公司前三季度营收和净利润稳健成长，单季度净利润同比大幅提升是销售收入增长和 2013 年第三季度利润基数低的原因。公司上市来大力建设渠道，目前已拥有近 50 家子公司和 90 多个办事处遍布全国，在销售为王的数千亿电气分销市场中尤其显得优越，为公司面对国内近年宏观需求下滑压力，持续扩张市场份额提升销售收入带来有效保障，随着渠道建设基本完成，营业成本有望出现下降趋势，我们预计未来销售净利润率有持续提升的较大概率。
- **与巨大的存量分销市场扩张空间相比，我们更看好公司利用渠道资源打通高端装备制造业的潜力，外延式扩张更值得期待。**尽管国内电气分销市场高达 2000 亿元以上，公司目前市场占有率不足 5%且渠道资源遥遥领先对手，未来持续扩张市场份额潜力巨大，但是我们更看好的是公司外延式扩张的优越条件：每年 70 亿元销售收入的渠道+上市公司资金实力是高端装备制造业最好的嫁接平台。目前公司实际控制人持股高达 58.23%，摊薄潜力巨大，同时引入资本运作专家嘉慧投资进一步明确外延扩张发展方向，我们看好公司借庞大的销售资源打通上游的这一战略，预计未来有望快速形成高端装备制造业+电气分销龙头两大成长支撑，盈利能力和市场竞争力将大幅提升。
- **维持“买入”评级。**我们看好公司主业所具备的强劲销售实力，巨大的行业潜在空间将成为其今后继续发展壮大的丰富土壤，而我们同时看好公司依托渠道和资本优势正在施行的外延式扩张战略，有望为公司增添更强大的成长基因。我们预计公司 2014-2015 年 EPS0.92 元、1.12 元，对应当前 PE28 倍、23 倍。维持公司“买入”评级。

- 风险提示:** 宏观经济下行导致下游需求下滑; 资本运作进展低于预期。

预测指标	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万元)	6580	7451	8308	9157
增长率(%)	13%	13%	12%	10%
净利润(百万元)	183	214	261	314
增长率(%)	-7%	17%	22%	21%
摊薄每股收益(元)	0.79	0.92	1.12	1.35
ROE(%)	8.66%	9.52%	10.66%	11.81%

表 1、公司盈利预测

证券代码:	002441.sz				股票价格:	25.84	投资评级:	买入		日期:	2014/11/5
<b>财务指标</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	9%	10%	11%	12%	EPS	0.79	0.92	1.12	1.35		
毛利率	11%	11%	11%	12%	BVPS	8.93	9.50	10.30	11.18		
期间费率	7%	7%	7%	7%	<b>估值</b>						
销售净利率	3%	3%	3%	3%	P/E	32.81	27.99	23.00	19.08		
<b>成长能力</b>					P/B	2.89	2.72	2.51	2.31		
收入增长率	13%	13%	12%	10%	P/S	0.91	0.80	0.72	0.65		
利润增长率	-7%	17%	22%	21%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>		
总资产周转率	1.87	1.93	1.97	2.02	营业收入	6580	7451	8308	9157		
应收账款周转率	3.57	3.68	3.72	3.80	营业成本	5858	6625	7360	8074		
存货周转率	7.99	8.17	8.35	8.17	营业税金及附加	14	16	18	20		
<b>偿债能力</b>					销售费用	303	352	394	432		
资产负债率	40%	42%	42%	41%	管理费用	110	130	145	160		
流动比	2.19	2.06	2.04	2.09	财务费用	24	26	27	29		
速动比	1.66	1.55	1.54	1.56	其他费用/(-收入)	(12)	0	0	0		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	营业利润	258	301	365	442		
现金及现金等价物	327	294	280	265	营业外净收支	0	0	0	0		
应收款项	1841	2024	2234	2412	利润总额	258	301	365	442		
存货净额	733	813	883	991	所得税费用	69	79	95	116		
其他流动资产	139	149	183	211	净利润	189	222	270	326		
<b>流动资产合计</b>	<b>3040</b>	<b>3280</b>	<b>3580</b>	<b>3879</b>	少数股东损益	7	8	10	12		
固定资产	241	323	412	448	归属于母公司净利润	183	214	261	314		
在建工程	34	54	24	14							
无形资产及其他	102	102	98	90	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>		
长期股权投资	0	0	0	0	经营活动现金流	(75)	125	134	126		
<b>资产总计</b>	<b>3528</b>	<b>3870</b>	<b>4225</b>	<b>4542</b>	净利润	189	222	270	326		
短期借款	307	359	371	393	少数股东权益	7	8	10	12		
应付款项	812	938	1063	1144	折旧摊销	22	18	21	24		
预收帐款	176	200	223	220	公允价值变动	0	0	0	0		
其他流动负债	95	95	95	95	营运资金变动	(293)	(123)	(167)	(235)		
<b>流动负债合计</b>	<b>1391</b>	<b>1593</b>	<b>1752</b>	<b>1853</b>	投资活动现金流	(111)	(102)	(59)	(26)		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	资本支出	(31)	(102)	(59)	(26)		
其他长期负债	28	28	28	28	长期投资	2	0	0	0		
<b>长期负债合计</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	其他	(82)	0	0	0		
<b>负债合计</b>	<b>1419</b>	<b>1621</b>	<b>1780</b>	<b>1881</b>	筹资活动现金流	153	(30)	(63)	(88)		
股本	232	232	232	232	债务融资	177	52	12	22		
股东权益	2109	2249	2445	2661	权益融资	1	0	0	0		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3528</b>	<b>3870</b>	<b>4225</b>	<b>4541</b>	其它	(25)	(82)	(75)	(110)		
					现金净增加额	(33)	(7)	12	12		

资料来源: 国海证券研究所

### 【电力设备与新能源小组介绍】

谭倩：美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，任电力设备与新能源组长，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、天然气、锂电池行业分析师。2013年水晶球公用事业及环保行业第四名。

何魏伟：中山大学金融学硕士、武汉大学工学学士，两年核电工作经验，2012年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

### 【分析师承诺】

何魏伟，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 【国海证券投资评级标准】

#### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可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供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

### 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

### 【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。