

万力达 002180.SZ

传统业务稳定增长，铁矿石有望带来惊喜

◇ 报告起因：公司调研

◆ 传统业务将维持稳定增长，铁矿石有望带来惊喜

公司是厂矿企业变电市场龙头企业之一，是国内积极推广和应用国际 IEC61850 标准进行数字化变电站建设的主发起人之一，未来 5 年将充分受益国家智能电网投资带来的行业增长。加上电力电子产品以及低压产品等新增业务，公司传统业务有望保持 30%-40% 的复合增长。公司全资子公司持有的青山矿业，铁矿石已经开始进行试生产，后续业绩提升空间巨大，建议关注铁矿石产量释放。在不考虑铁矿石盈利的情况下我们测算，公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.33 元、0.44 元和 0.58 元，鉴于铁矿石业务具有相当高的业绩弹性，我们给予“增持”的投资评级

◆ 未来 5 年智能化投资超 3000 亿元，复合增长 32%

根据国家电网投资规划，未来 5 年全国电网总投资将为 2.5 万亿元。电网投资结构有明显的变化，智能化投资占比从 2009 年的 5.8% 上升到 2015 年的 15% 左右，简单测算，未来 5 年全国智能化投资将超过 3000 亿，复合增速达 32%。对应到变电环节，未来 5 年新增变电智能化投资总额超 700 亿元，考虑对传统二次设备的挤出效应后，复合增速 60%。我们关注对 IEC61850 标准体系有积累的系统集成商。

◆ 国家标准制定者，厂矿企业配电市场资深龙头企业

公司全程跟踪和参与国家 IEC61850 标准的制定，是国内厂矿企业数字化变电站规则制定者之一。相比同行业竞争对手，公司优势明显：1) 在网外变电环节市场占有率近 15%，行业领先；2) 公司在厂矿企业配电领域有多年经验，对厂矿运行情况、环境更加了解；3) 相比网内配电的标准产品，网外厂矿企业大多为非标产品，公司经验丰富，做非标能力强。

◆ 电力电子+低压产品，新业务助力业绩增长

公司在 2010 年 4 月成立电力电子事业部，主要生产包括 IGBT、高压变频器和无功补偿在内的电力电子产品。公司做 IGBT 芯片封装，生产的 400KVA 产品已经在两个风场挂网运行，并有望在年内实现几百万元的销售收入。公司下游客户为石油石化、钢铁和电力企业，对节能和滤波等有较高要求。公司电力电子产品主要作为继电保护和自动化产品的配套，依托下游客户有望快速实现销售。

公司募投项目厂矿低压电气自动化系统，是对目前产品的重要补充，未来公司产品线将更为完整，盈利能力更强。

◆ 铁矿石有望带来惊喜

公司全资子公司珠海万力达投资持有商南县青山矿业有限责任公司 80% 股权，青山矿业是一家专属铁矿石开采、选矿和销售的民营股份制企业。目前公司拥有的铁矿品位和储量尚未公告。但按照目前平均 400 元/吨-500 元/吨的铁矿石盈利测算，每万吨铁矿石能够为公司增厚 EPS0.05 元，具有非常高的业绩弹性，公司后续业绩提升空间巨大。建议关注后续公司铁矿石项目的进展情况。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	121	121	155	223	306
营业收入增长率	10.01%	-0.48%	28.35%	43.70%	37.55%
净利润(百万元)	28	22	28	37	48
净利润增长率	-29.45%	-18.70%	23.39%	32.37%	31.93%
EPS(元)	0.33	0.27	0.33	0.44	0.58
P/E	70	86	70	52	40



首次

增持

当前价格	23.15 元
目标价格	26.50 元
目标期限	6 个月

电力设备与新能源行业分析师：

王海生(执业证书编号：S0930210070003)

021-22169165

haisheng.wang@ebsecn.com

袁 瑶(执业证书编号：S0930210070004)

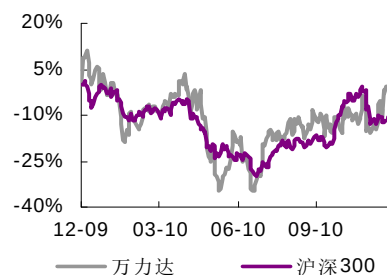
021-22169112

yuan Yao@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	83
总市值(百万元)	1,929
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低(元)	26.66/14.50
近 3 月日均成交量(百万股)	1.84
主要股东	庞江华

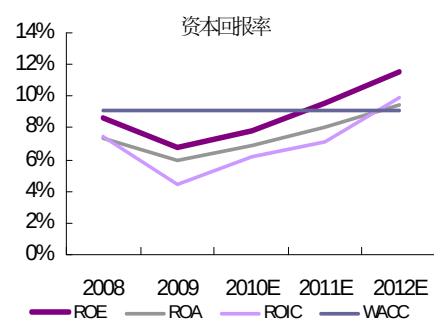
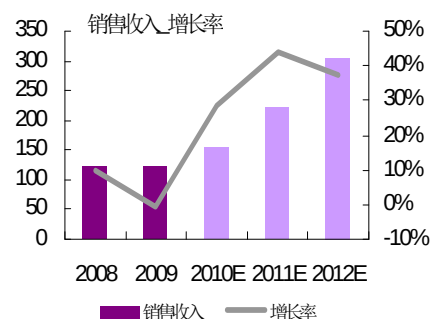
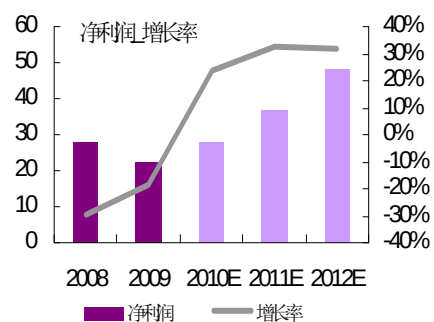
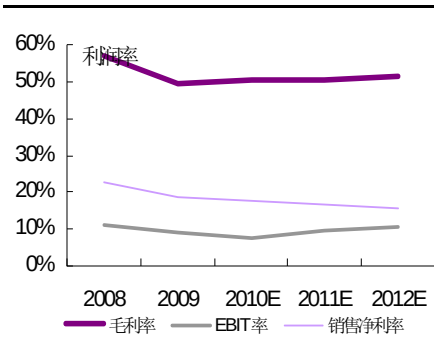
股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	18.04	-0.77	0.40
绝对收益	14.10	7.06	-11.16

相关报告：

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	121	121	155	223	306
营业成本	52	61	77	111	149
折旧和摊销	3	4	6	7	8
营业税费	0	1	1	1	2
销售费用	33	29	37	53	74
管理费用	20	19	25	36	49
财务费用	-3	-2	-2	-2	-2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1	1
营业利润	17	12	16	24	35
利润总额	29	23	29	39	51
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	27.65	22.48	27.74	36.72	48.44

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	374	375	405	454	515
流动资产	318	279	316	351	400
货币资金	184	157	177	183	199
交易型金融资产	0	7	0	0	0
应收账款	56	58	70	79	97
应收票据	21	2	3	4	6
其他应收款	4	5	6	9	12
存货	50	44	54	66	74
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	20	0	0	0
长期投资	0	0	-1	1	1
固定资产	41	48	61	73	83
无形资产	2	3	3	3	2
总负债	52	39	49	70	94
无息负债	52	29	49	70	94
有息负债	0	10	0	0	0
股东权益	322	336	356	384	421
股本	83	83	83	83	83
公积金	152	155	157	161	166
未分配利润	85	96	113	138	170
少数股东权益	2	2	2	2	2

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	4	25	29	32	45
净利润	28	22	28	37	48
折旧摊销	3	4	6	7	8
净营运资金增加	26	3	15	28	35
其他	-52	-5	-19	-40	-46
投资活动产生现金流	-24	-53	7	-20	-20
净资本支出	24	26	20	20	20
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-48	-80	-12	-40	-40
融资活动现金流	-29	1	-17	-6	-9
股本变化	28	0	0	0	0
债务净变化	-3	10	-10	0	0
无息负债变化	9	-22	20	21	24
净现金流	-49	-28	20	6	16

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	10.01%	-0.48%	28.35%	43.70%	37.55%
净利润增长率	-29.45%	-18.70%	23.39%	32.37%	31.93%
EBITDA 增长率	-52.05%	-9.00%	19.06%	59.98%	43.37%
EBIT 增长率	-57.51%	-21.28%	9.69%	81.42%	52.71%
估值指标					
PE	70	86	70	53	40
PB	6	6	5	5	5
EV/EBITDA	108	120	101	64	45
EV/EBIT	131	167	153	85	56
EV/NOPLAT	138	203	128	96	59
EV/Sales	15	15	12	8	6
EV/IC	10	9	8	7	6
盈利能力 (%)					
毛利率	56.76%	49.50%	50.27%	50.34%	51.45%
EBITDA 率	13.58%	12.42%	11.52%	12.83%	13.37%
EBIT 率	11.24%	8.89%	7.60%	9.60%	10.65%
税前净利润率	23.96%	19.29%	18.83%	17.35%	16.64%
税后净利润率 (归属母公司)	22.78%	18.61%	17.89%	16.48%	15.81%
ROA	7.37%	5.92%	6.85%	8.09%	9.40%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.63%	6.72%	7.84%	9.60%	11.54%
经营性 ROIC	7.42%	4.45%	6.21%	7.08%	9.91%
偿债能力					
流动比率	6.22	7.16	6.46	5.02	4.27
速动比率	524.56%	602.10%	535.91%	407.12%	347.47%
归属母公司权益/有息债务	-	33.45	-	-	-
有形资产/有息债务	-	35.81	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.33	0.27	0.33	0.44	0.58
每股红利	0.10	0.10	0.10	0.13	0.17
每股经营现金流	0.05	0.30	0.35	0.39	0.54
每股自由现金流(FCFF)	-0.39	-0.17	-0.17	-0.24	-0.17
每股净资产	3.84	4.01	4.25	4.59	5.04
每股销售收入	1.46	1.45	1.86	2.67	3.68

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

王海生，清华大学自动化系工学硕士学位。多年任职于西门子公司、施耐德电气公司。历任大区销售总监、战略市场部经理。2008年加盟光大证券。

袁瑶，上海财经大学硕士学位。2008年加入光大证券研究所，先后从事策略、金融工程和行业研究。现任电力设备及新能源行业分析师。

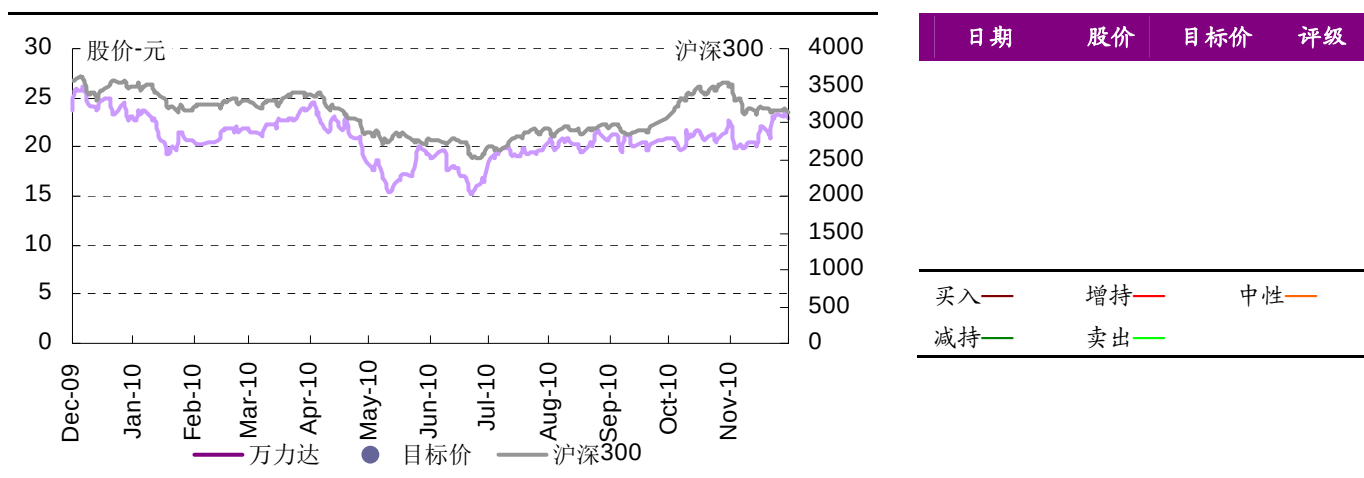
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

万力达（002180）

分析师：袁瑶



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。