

2011-01-17

电力设备与新能源

万力达 002180.SZ

特种材料拉动爆发，智能变电业绩筑底

◇ 报告起因：公司联合调研

◆ 镜铁矿增厚 2012 年业绩 1.08 元，买入智能电网隐形冠军，空间 50%

公司控制青山矿业，90%为稀有资源镜铁矿，该矿种经简单物理加工制成云母氧化铁灰后，单位附加值极高，且国家近年对重防腐漆提出强制性标准，国内供求缺口明显。保守估计，该业务将为公司今明 2 年贡献 EPS 分别 0.40 元和 1.08 元。公司同时是网外厂矿企业电力自动化龙头，数字化变电站+电力电子产品支撑公司传统业务 35%复合增长。

◆ 铁矿石有望构成公司股价上涨催化剂

万力达全资子公司控股的商南县青山矿业共取得 10 平方公里左右探矿权，根据政府招商局网站资料该矿 90%为镜铁矿。据我们了解，该矿为 Fe_2O_3 含量超过 90% 的高品质镜铁矿，可精细研磨后用于制作云母氧化铁红/灰等防锈底漆。目前云母氧化铁灰单吨售价 0.30 万元-0.40 万元，单吨净利润近 0.28 万元。公司目前选场日处理规模是日 500 吨原矿，按照 2011、2012 年销量 1.5 万、4 万吨简单测算，2011、2012 年镜铁矿将为公司贡献 EPS 分别为 0.40 元和 1.08 元。由于目前公司没有实现销售，我们在估值上予以折扣，给予 2012 年 18 倍估值，每股价值近 20 元。我们认为，由于存在巨大的进口替代空间，未来公司销量将大概率超出我们的预期。

◆ 智能电网隐形冠军，市场严重低估

目前，110KV 及以下等级变电站自动化市场规模已达 80 亿元左右，行业保持 30%左右的增速，受益电网智能化投资，十二五数字化变电站比例有望超过 10%。

市场普遍预期网外市场竞争将恶化，但我们认为公司龙头地位不会动摇，市场占有率将持续上升，主要由于：1) 万力达是国内最早开始做厂矿企业用继电保护和电力综合自动化系统研发的企业之一，是国内推广和应用 IEC61850 标准进行数字化变电站建设的主发起人之一，行业地位已经确立；2) 电力自动化行业细分明显，网外、网内市场差异较大，公司熟悉厂矿企业工况，有多年非标产品生产经验，已经成为大量大型厂矿和电力企业的主供应商；3) 公司作为数字化变电站标准主发起人之一，未来市场份额有保障。

◆ 公司电力电子产品有望超预期

万力达研发出包括高压变频器、无功补偿、有源滤波、IGBT 和高频直流电源等在内的多项电力电子产品，且已在短时间内实现销售：高压变频实现数百万的销售收入、有源滤波和 IGBT 已经在珠海高栏港风电场应用、无功补偿已经成功应用于京沪高铁，技术实力已获得各方认可，成功进入节能、新能源和高速铁路蓝海。我们认为，国内大型厂矿企业均为公司长期客户，基于目前客户基础，销售前景光明，有望超我们预期。公司电力电子产品基于目前销售渠道，净利润率近 20%。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	121.37	120.79	143.85	258.46	417.89
营业收入增长率	10.01%	-0.48%	19.09%	79.68%	61.68%
净利润(百万元)	27.65	22.48	26.87	69.75	135.64
净利润增长率	-29.45%	-18.70%	19.51%	159.62%	94.45%
EPS(元)	0.33	0.27	0.32	0.84	1.63
ROE(归属母公司)	8.63%	6.72%	7.61%	16.82%	25.62%
P/E	70	86	72	28	14

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

上调

买入

当前价格	23.55 元
目标价格	36.00 元
目标期限	6 个月

电力设备与新能源行业分析师：

袁 瑶 (执业证书编号：S0930510120023)

021-22169112

yuanyao@ebsecn.com

王海生 (执业证书编号：S0930511010006)

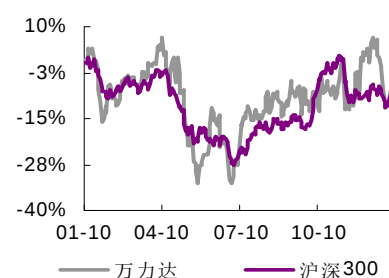
021-22169165

haisheng.wang@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)	24.82/14.50
近 3 月日均成交量(百万股)	2.03
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	-9.72	-5.32	0.48
绝对收益	-10.77	2.55	-8.30

相关报告：

传统业务稳定成长，铁矿石有望带来惊喜
..... 2010-12-14

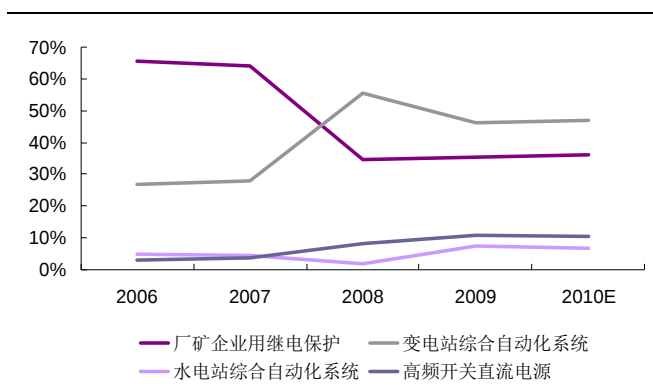
1 万力达，网外电力设备市场隐形冠军

公司主营业务为研制、生产、销售继电保护装置、自动装置、变电站综合自动化系统、配电网自动化系统、水电自动化系统、数字化变电站系统、智能开关柜系统以及电力电子节能产品及软件，是国内该业务的专业生产厂家，也是国内该领域技术主要推动者之一。

公司主要业务领域是厂矿企业用电自动化，下游客户主要是各大厂矿企。变电站综合自动化和厂矿用继电保护产品是公司主要产品，两者收入合计占比接近 80%。公司于近期开发出了包括高压变频器、有源滤波、无功补偿和高频直流电源在内的电力电子产品，成功进军节能领域。

图 1：继保和变电站自动化系统是业绩主要来源

2006-2010 年公司各项业务占比



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 2：公司传统产品及用途

主要产品	应用领域
厂矿企业用中高压保护	适用于中、小容量发电机组，主变压器、中压线路、厂变，高压电机等保护测控装置、自动装置
厂矿企业用低压保护	厂矿企业低压电动机和配电线路的保护和测控，是实现低压电气系统综合自动化的基础元件。
变电站综合自动化系统	适用于 110kV 及以下变电站/大型电厂厂用电/中小容量自备电厂的监控
水电站综合自动化系统	适用于单机 50MW 以下中小容量水电站的保护和监控
高频开关直流电源	主要适用于各类型变电站，自备电站，作为保护工作电源、操作电源

资料来源：公司年报，光大证券研究所

2 镜铁矿：比拟小金属的稀有矿种

2.1 万力达拥有的高品质镜铁矿，国内稀有

万力达全资子公司万力达投资持有商南县青山矿业 80% 股权，目前共取得 10 平方公里左右探矿权，该矿中 90% 为镜铁矿（源于商南县政府招商网站）。根据我们了解的情况，其矿中 Fe_2O_3 含量在 90% 左右，为高品质镜铁矿，国内大多数镜铁矿含 Fe_2O_3 在 70% 左右，十分稀少。

用简单的选矿工艺提纯镜铁矿，得到含铁品位 66% 以上的镜铁矿精矿，然后再经细磨至 -320 目以下。按粒度分离，较粗的部分称灰色云母氧化铁，较细的部分叫红色云母氧化铁。但不是所有的镜铁矿都能用来加工云母氧化铁，对镜铁矿中 Fe_2O_3 含量有严格要求，我们了解要在 75%-80% 以上。

目前对于云母氧化铁灰/红的生产，有物理法和化学合成两种，化学法成本高，物理法需要有原矿石支撑。国内适合制油漆颜料的镜铁矿储量不多，大量开采日趋减少，仅有铜陵等地还有小规模生产。

2.2 与众不同的铁矿石，附加值最高

镜铁矿经简单物理研磨过程制成云母氧化铁。云母氧化铁具有化学惰性，不易与酸碱盐作用，能反射日光中的紫外线，光敏性弱，日光雨露霜、雪也难破坏它。抗粉化性能和耐候性能好。有耐高温、寒冷、潮湿、腐蚀等优点，有钢灰色金属反光，色调柔和。添加云母氧化铁能够使油漆的使用寿命由几年一跃为一、二十年，还能代替铅锌铝等有色金属。

云母氧化铁通常与环氧树脂搭配使用，做环氧云铁中间漆，底漆用富锌底漆、面漆用高性能耐候底漆，这种底、中、面三种油漆配套的涂装体系已经成为二十年来国内外桥梁、闸门、大型塔架及海洋建筑等大型钢结构建造物进行防腐蚀涂装共同采取的方式。

2.3 国内缺少高品质镜铁矿，云铁已罕见大规模生产

国内目前云母氧化铁生产企业大多数没有自己的矿山，装置规模小、能耗高，在原料路线上不尽合理，产品质量低。

我国目前主要云母氧化铁生产企业集中于安徽铜陵及繁昌县地区，福建龙岩和河南洛阳有一定规模生产。目前铜陵地区镜铁矿储量已十分有限，生产规模逐步减小。

图 3：部分大厂云母氧化铁产量（单位：吨）

省市	公司	年产量	原料来源
安徽铜陵	铜陵坤大矿业发展有限公司	8000	铜陵矿山
	铜陵市镜铁粉厂	6000	铜陵矿山
福建龙岩	龙岩市裕龙磁性材料有限公司	2000	龙岩矿山
	龙岩市金得利矿产开发有限公司	2000	龙岩矿山
河南洛阳	洛阳通海金属粉末加工有限公司	3000	进口矿石

资料来源：光大证券研究所

2.4 防腐漆市场需求快速增长，环氧云母漆占比不断上升

2.4.1 重防腐用量每年近 150 万吨，仍保持快速增长

近年来，我国的重防腐涂料和涂装领域在经济高速发展的推动下，进入了高速成长的黄金时期，成为涂料行业中发展最快、与国际接轨最早、在工业涂料市场中份额最大的部分。

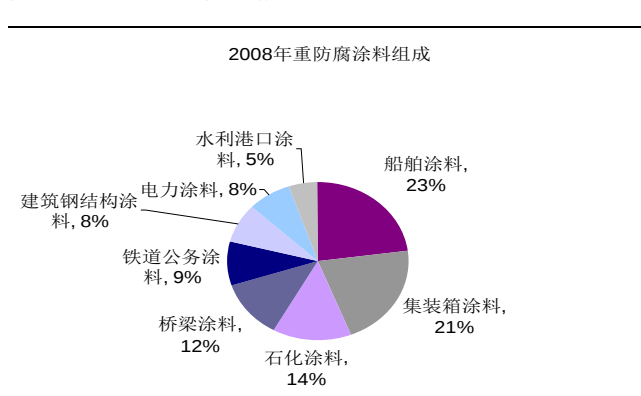
目前中国、韩国和日本三占全球造船市场份额的 84%，中国集装箱产业已经占到全球市场的 90%。以船舶漆为主的中国海洋油漆市场，年复合增速达 30%，船舶和集装箱用漆快速增长。随着环保力度的加大，铁路桥梁用漆由过去的红丹底漆珠江高模数硅酸钾为基础的水性硅酸锌加环氧云铁中间漆过度。平均而言，每涂装 1 公里桥的用漆量为 60 吨，将成为重要需求增长点。

图 4：最近几年我国重防腐漆市场规模（单位：万吨）

	全国涂料总量	工业防腐涂料	占比	重防腐涂料	占比
2007	670	145.2	21.67%	120	17.91%
2008	700	160	22.86%	132	18.86%

资料来源：光大证券研究所

图 5：2008 年我国重防腐漆构成



资料来源：光大证券研究所

2.4.2 环氧云铁中层漆作为重要的防腐涂料，使用比例不断提高

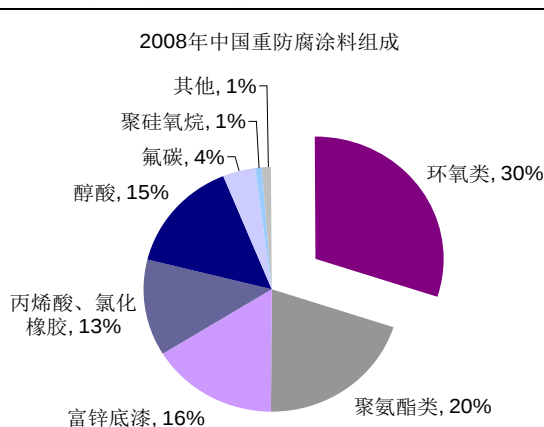
如根据 ISO12944-2007 国际标准等，应用在钢结构行业的重防腐涂料及其配套涂层最高应达 15 年以上的使用寿命；又根据 ISO14713-1998 国际标准，采用金属热喷涂与重防腐涂料封闭的复合涂层应有大于 25 年的使用寿命。

由于环氧云铁漆出色的使用寿命，随着重防腐涂料应用的不断提高，环氧云铁使用比例也将大幅提升。

目前国内主要的防腐漆搭配为：

- 醇酸底面漆：高固体份、水性醇酸涂料属可持续发展型涂料；
- 环氧富锌底漆+环氧云铁中层漆+氯化橡胶面漆（或丙烯酸面漆）；
- 无机（或水性）富锌底漆+环氧云铁中层漆+丙烯酸聚氨酯面漆

图 6：2008 年中国重防腐涂料组成



资料来源：光大证券研究所

2.5 云母氧化铁年需求量超 20 万吨，单吨净利润超过 2800 元

目前我国重防腐漆年需求量达到 150 万吨左右，其中环氧漆比例在 30%以上，即每年 45 万吨，按照 1 吨环氧云母漆使用 0.5 吨云母氧化铁计算，我国目前每年需要云母氧化铁 22 万吨-25 万吨左右。

目前国内 300 目云母氧化铁灰价格 2800 元/吨,400 目云母氧化铁灰价格 4000 元/吨, 进口部分的云母氧化铁价格是国内产品的一倍, 300 和 400 目价格分别为 6000 元/吨和 8000 元/吨。

而一吨镜铁矿加工成云母氧化铁的成本非常低, 所需设备总计需要 700-800 万元, 加上采矿成本, 单吨云母氧化铁的成本不超过 800 元。简单估计单吨云母氧化铁灰净利润将达到 2800 元以上。

公司目前选场日处理规模是日 500 吨原矿。我们预计, 公司 2011-2013 年云母氧化铁销量分别为 1.5 万吨、4 万吨和 6 万吨, 按照 0.28 万元/吨的净利润测算, 公司铁矿石将贡献 EPS 分别为 0.40 元、1.08 元和 1.61 元。由于大规模投产将从 2012 年开始, 我们给予 2012 年铁矿石业务 18 倍估值, 折合每股价值 20 元。

由于公司目前没有开始大规模生产云母氧化铁, 我们对未来销售的预测略显保守, 但目前国内外产品存在巨大的价格差, 未来公司产品进口替代空间巨大, 镜铁矿业务有望超过我们预期。

图 7: 公司铁矿石盈利预测

	2011E	2012E	2013E
产量(万吨)	1.50	4.00	6.00
售价(万元/吨)	0.35	0.35	0.35
销售收入(亿元)	0.53	1.40	2.10
吨净利润(万元/吨)	0.28	0.28	0.28
净利润(亿元)	0.42	1.12	1.68
EPS/元(考虑股权)	0.40	1.08	1.61

资料来源: 光大证券研究所

3 受益智能电网投资, 变电站业务将成业绩主推动力

中国坚强统一的智能电网是以特高压电网为骨干网架, 各级电网协调发展, 具有信息化、自动化、互动化的特征。对中国坚强统一的智能电网的定义为: 在开放和互联的信息模式基础上, 通过加载系统数字设备和升级电网网络管理系统, 实现发电、输电、供电、用电、客户售电、电网分级调度、综合服务电力产业全流程的智能化、信息化、分级化互动管理。同时, 再造电网的信息回路, 构建用户新型的反馈方式, 推动电网整体转型为节能基础设施, 提高能源效率, 降低客户成本, 减少温室气体排放, 创造电网价值的最大化。

图 8: 智能电网与现有电网对比

	传统电网	智能电网
信息化	仪表类型 机电的 没有或单向	数字的 双向
自动化	供电恢复 人工 运行与管理 人工校核 网络拓扑 辐射状	自愈 远程监控 网状
互动化	与用户交互 少	多

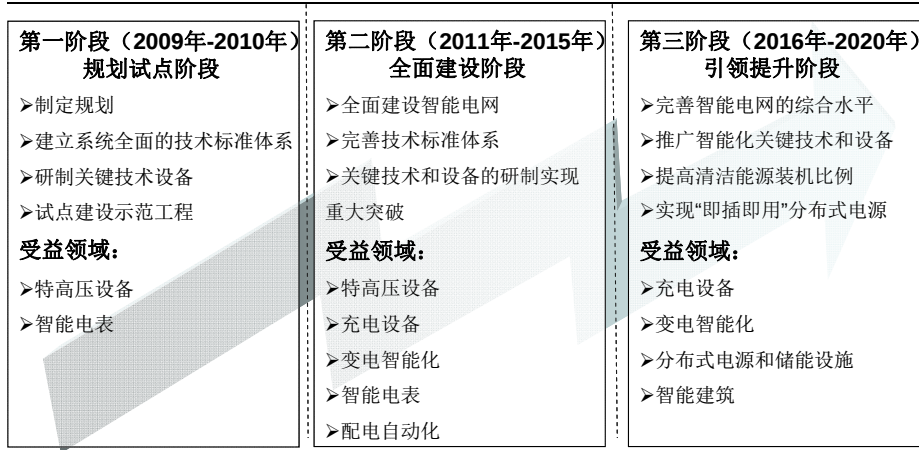
资料来源：光大证券研究所

3.1 智能电网建设分三步走

根据国网规划显示，我国的智能电网建设分为三个阶段。2009 年-2010 年为规划试点阶段，主要是制订发展规划、技术和管理标准，进行技术和设备研发，及各环节试点工作；2011 年-2015 年为全面建设阶段，加快特高压电网和城乡配电网建设，初步形成智能电网运行控制和互动服务体系，关键技术和装备实现重大突破和广发应用；2016 年-2020 年为引领提升阶段，全面建成统一的“坚强智能电网”。

在智能电网三阶段的建设进程中，每一阶段都有明显受益于智能化投资的子行业，我们将其整理归纳如下：

图 9：智能电网“三步走”进程



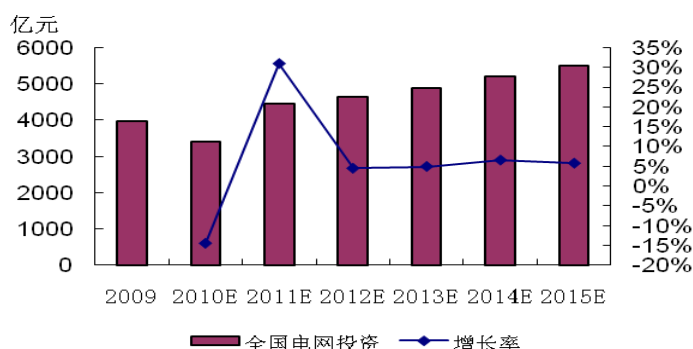
资料来源：光大证券研究所

3.2 未来 5 年智能化投资复合增速 32%

3.2.1 未来 5 年电网投资总额保持稳定增长

2009 年国家电网投资额突破 3000 亿元，达 3058 亿元；南方电网投资额为 915 亿元，全国电网总投资额为 3973 亿元。根据国网和南网的投资规划，我们判断十二五期间全国电网总投资（国网+南网）将超过 2.5 万亿元。

图 10：未来 5 年全国电网投资预测

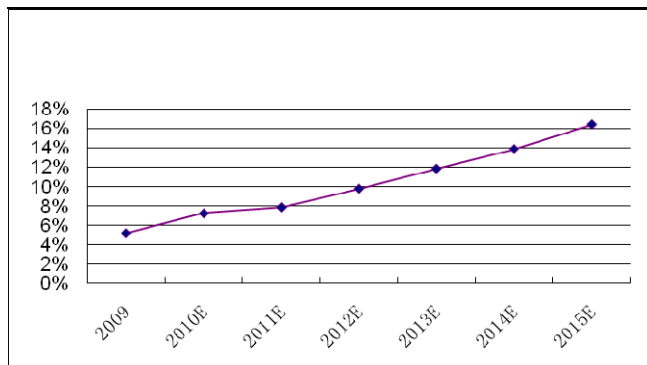


资料来源：国家电网，南方电网，光大证券研究所

3.2.2 未来 5 年智能化投资复合增长 32%

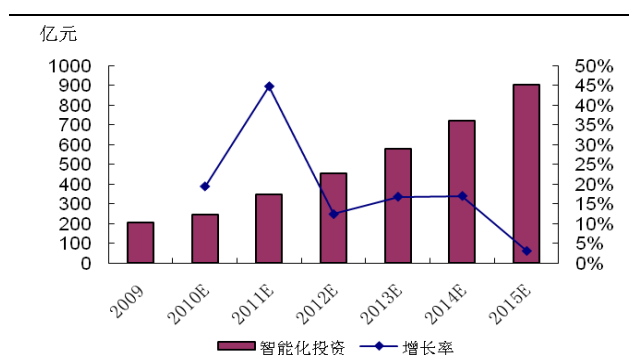
虽然未来 10 年全国电网总投资额保持平稳，不会有明显的增长，但是投资结构却有明显的变化，智能化投资占比从 2009 年的 5.8% 上升到 2015 年的 16.4%，未来 5 年智能化投资复合增速达到 32%。

图 11：未来 5 年全国电网智能化投资占比预测



资料来源：国家电网，光大证券研究所

图 12：未来 5 年全国电网智能化投资预测



资料来源：国家电网，光大证券研究所

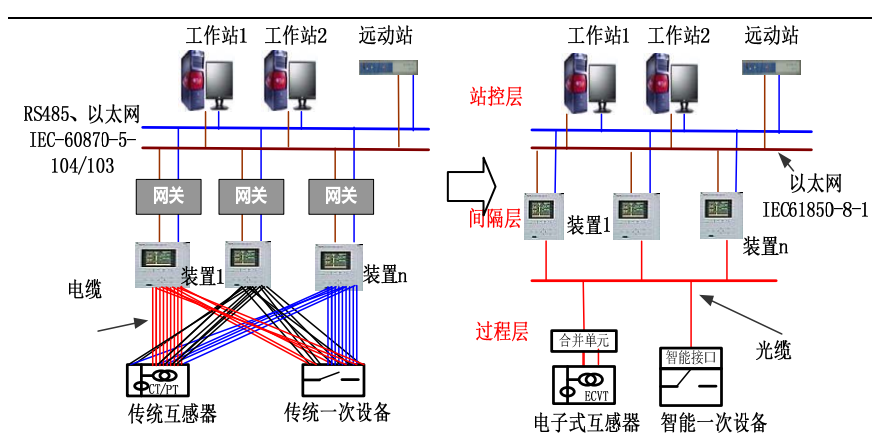
3.3 变电环节：未来 5 年实际投资复合增长 60%

智能变电站与传统变电站无论从结构还是工作方式来看，都有明显的不同。

从结构上看：智能变电站分为过程层、间隔层、站控层三层，不同于传统变电站的两层式结构。过程层是一次设备与二次设备的结合面，主要由电子式互感器、合并单元、智能单元等自动化设备构成。间隔层主要包括变电站的保护、测控、计量等二次设备，主要任务是利用本间隔的数据完成对本间隔设备的监测和保护判断。站控层主要包括变电站监控系统、远动系统、继电保护故障信息系统等，其作用是完成对本站内间隔层设备及一次设备的控制，并完成与远方控制中心、工程师站及人机界面的通信功能。

从工作方式上看：智能变电站以 IEC61850(DL/T860)标准作为新的信息交换标准，通过光纤替代原来控制电缆的硬接线方式实现一次设备与二次设备之间的结合，使光电子传感技术、计算机数据处理技术、光通信技术、光学材料技术在变电站中的运用成为可能。

图 13：传统变电站与智能变电站比较



资料来源：光大证券研究所

- 大规模建设期: 变电环节智能化投资包括新建智能化变电站的智能化部分投资以及现有变电站的智能化改造投资。根据国网规划, 第一阶段为试点建设阶段, 第二、第三阶段(2011-2020年)为大规模建设期。
- 未来5年复合增速: 根据国网规划, 我们计算出未来5年投资的复合增速为71%; 但是我们考虑到, 生产变电站智能化设备的生产厂家同时也是生产传统二次设备的生产厂家, 所以在计算新增智能化投资的同时要考虑对原传统二次设备投资的一个挤出效应。扣除挤出效应, 我们计算出未来5年变电环节智能化投资复合增长60%, 未来5年总投资超300亿元。

图 14: 未来 5 年变电智能化投资预测

单位: 亿元	2010	十二五
新建变电站智能化投资 A	10.4	560.86
挤出传统二次设备投资 B	9.3	410.4
实际新增投资 (C=A-B)	1.1	150.46
改造变电站智能化投资 D	12.2	180
智能化投资 (A+D)	22.6	740.9
未来 5 年复合增速	71%	
实际智能化投资 (C+D)	13.3	330.46
未来 5 年实际复合增速	60%	

资料来源: 国家电网, 光大证券研究所

3.4 百亿市场, 数字化注入新鲜血液

随着国家扩大内需政策的不断深入, 电网建设再次加大投资力度, 城市和农村电网改造是投资的重点之一, 这为电力自动化行业带了巨大的市场需求。据测算, 未来两到三年电力系统内、外变电站综合自动化系统产品每年的市场需求至少在 150 亿元以上。目前, 110kV 及以下等级变电站自动化程度普遍较低, 新建和改造的市场需求很大, 目前市场规模 80 亿元左右。

未来五年, 按照中低压变电站综合自动化平均约有 10% 采用数字化系统测算, 每年中低压数字化变电站自动化系统的市场容量约为 8-10 亿元。

3.5 市场细分明显, 群雄割据

计算机技术、通信技术、电力传输技术等技术的综合应用能力、生产资质和历史业绩构成行业进入壁垒, 行业内竞争者保持稳定。

电力自动化行业的大多数企业采用专注化战略, 主攻市场的几个细分领域集中资源建立企业的核心竞争力: 1) 南瑞继保、北京四方在高压继电保护市场具有较大优势; 2) 许继电气和国电南自在机组继电保护和自动化市场保持领先 3) 万力达、南京磐能在中低压电网自动化及厂矿企业用电自动化领域具有较强的竞争优势。

3.6 公司是网外电力设备龙头, 数字化变电站提盈利能力

3.6.1 数字化变电站国内标准起草者之一, 技术和业绩是公司最大优势

公司是国内最早专业从事厂矿企业用继电保护和电力综合自动化系统研发、生产和销售的企业之一，公司在国内率先推行了分层分布式继电保护技术，是《数字式电动机综合保护装置通用技术条件》国家行业标准主要起草单位之一，是《全国城乡电网建设与改造所需主要设备产品及生产企业推荐目录》入选厂家。

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。

3.6.2 市场份额行业领先，成为大量大型企业主要供应商

公司在厂矿企业用电自动化市场占有率 13%，全国领先。主要客户涵盖了国内大量大型厂矿和电力企业。并成为中石油、中材集团、中铝集团、中国机械设备进出口总公司（CMEC）等大型企业集团电气设备采购框架协议内主要供应商。

图 15：万力达主要客户企业

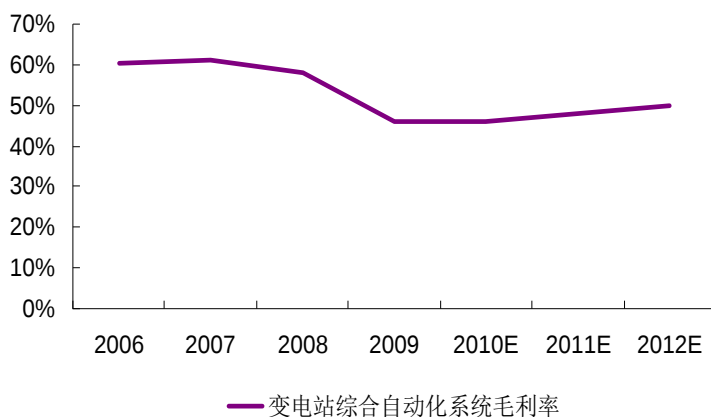
公司主要客户
石油、中石化、华能集团、大唐集团、华电集团、国电集团、中电投、首都钢铁、武汉钢铁、安阳钢铁、太行水泥、华润集团、福耀玻璃、中铝集团、亚洲铝业、大冶有色、大同煤矿、神华宁煤集团、中国重汽、江淮汽车、一汽丰田、海尔集团、兴发集团、东方电气集团等大型企业在内的厂矿企业和电力集团。

资料来源：光大证券研究所

3.6.3 数字化变电站将提高公司盈利能力

公司的继电保护和自动化产品多为工程项目，毛利率较高，通常情况下毛利率维持在 50% 左右。我们认为，随着数字化变电站的推广，公司产品盈利能力将持续提升，主要由于：1) 数字化变电站大量使用光电子传感技术、计算机数据处理技术和光通信技术等，本身盈利能力超过传统变电站；2) 数字化变电站的推出，市场份额势必会向龙头企业集中，龙头企业市场份额将提升。

图 16：变电站自动化系统毛利率预测



资料来源：国家电网，南方电网，光大证券研究所

3.6.4 募投项目即将达产，产品线更为完整

公司募投项目厂矿低压电气自动化系统从 6KV 向 380V-1.2KV 序列延伸，公司将三款低压产品 100、200 和 400 系列作为主要产品进行布局。其中 100 和 200 系列为中小型低压产品，400 系列带有后台综合管理单元，性价比较高，

应用于中石油、中石化等客户。

公司此项募投项目达产后，产品线将全面覆盖厂矿企业高中低压市场，下游市场容量更大，公司的竞争力也将获得极大提升。

4 电力电子产品打开成长空间

在节能减排的大背景下，钢铁厂、电厂等搞耗能企业面临重大节能任务，此外，这些企业的电动机、风机产品会产生大量谐波，对电力系统产生污染。钢铁厂、电厂等企业对于高压变频器、无功补偿等产品需求量大增。

目前，仅高压变频器的市场容量就已经近 60 亿元，由于主要下游市场渗透率仍很低，高压变频器仍处于高速发展期，每年保持近 45% 的复合增长。

快速布局电力电子产品线，成功进军节能领域

万力达短期内研发出多项电力电子产品，主要包括：高压变频器、无功补偿、有源滤波、IGBT 和高频直流电源等。目前公司绝大部分电力电子产品均已实现销售，万力达成功进军节能领域。

依托现有客户，快速实现销售

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：

- 1) 公司高压变频器已经实现几百万元的销售收入；
- 2) IGBT 和有源滤波已应用在珠海高栏港风场等；
- 3) SVC 已经通过检测，在京津高铁上已经应用。
- 4) 高频直流开关没有作为主打产品来做，只是与保护、自动化产品进行配套。

依托现有销售渠道盈利能力强

由于公司的电力电子产品销售基本依托目前的销售渠道，是厂矿企业继保和自动化设备的配套，销售费用低，电力电子产品净利润率近 20%，我们预测，2011 年公司电力电子产品有望实现销售收入 2000 万元，实现净利润 400 万元，折合 EPS 为 0.05 元。

4.1 传统业务市场低估，35%复合增长可以期待

过去几年，公司主要下游行业钢铁厂、水泥厂、电厂处于国家重点调控阶段，公司业务保持平稳。但 2010 年底，水泥、建材等行业已经出现复苏，公司传统业务已经度过最困难时期，加上数字化变电站、电力电子等新产品的推出，公司传统业务有望步入稳定增长阶段。

我们预测，2010-2013 年公司传统业务将为公司贡献 EPS 分别为 0.32 元、0.45 元和 0.62 元，复合增速 35%。

图 17：公司传统业务预测

	2010	2011	2012	2013
厂矿企业用继电保护				
营业收入	0.45	0.56	0.71	0.88
YoY	5%	25%	25%	25%
毛利率	64%	64%	64%	64%
营业利润	0.29	0.36	0.45	0.56

变电站综合自动化系统				
营业收入	0.73	0.98	1.38	1.93
YoY	30%	35%	40%	40%
毛利率	46%	48%	52%	53%
营业利润	0.33	0.47	0.72	1.02
水电站综合自动化系统				
营业收入	0.10	0.11	0.13	0.15
YoY	10%	15%	15%	15%
毛利率	35%	35%	35%	35%
营业利润	0.03	0.04	0.05	0.05
高频开关直流电源				
营业收入	0.16	0.20	0.25	0.32
YoY	25%	25%	25%	25%
毛利率	25%	25%	25%	25%
营业利润	0.04	0.05	0.06	0.08
电力电子产品				
营业收入		0.2	0.32	0.51
YoY			60%	60%
毛利率		30%	30%	30%
营业利润		0.06	0.096	0.15

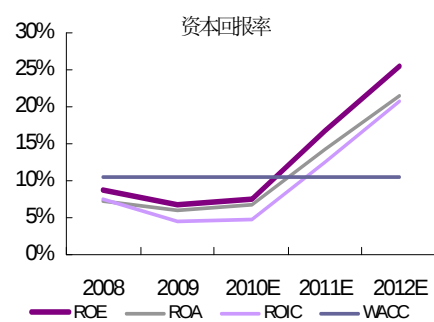
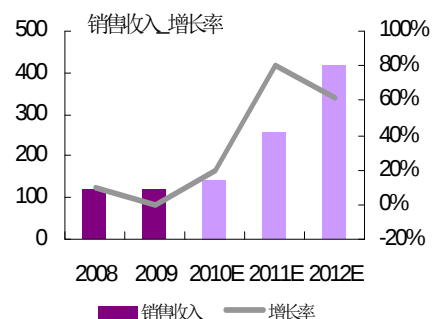
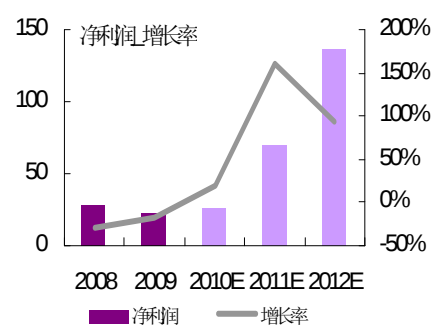
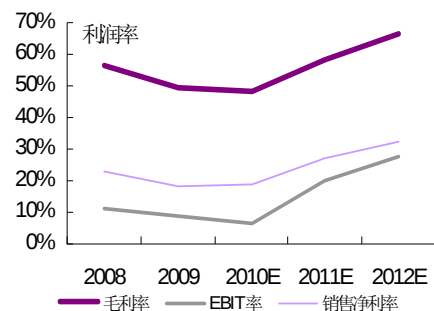
资料来源：光大证券研究所

5 风险分析

公司铁矿石销售滞后

国家在智能电网方向方面出现变化

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	121	121	144	258	418
营业成本	52	61	74	108	141
折旧和摊销	3	4	7	9	12
营业税费	0	1	1	1	2
销售费用	33	29	34	55	89
管理费用	20	19	23	39	63
财务费用	-3	-2	-2	-2	-1
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	13	53	116
利润总额	29	23	28	73	142
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	27.65	22.48	26.87	69.75	135.64

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	374	375	401	489	634
流动资产	318	279	284	329	455
货币资金	184	157	153	113	132
交易型金融资产	0	7	0	0	0
应收账款	56	58	65	116	188
应收票据	21	2	3	5	8
其他应收款	4	5	6	10	17
存货	50	44	52	76	99
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	84	119	136
无形资产	2	3	3	3	2
总负债	52	39	47	73	103
无息负债	52	29	47	73	103
有息负债	0	10	0	0	0
股东权益	322	336	355	416	531
股本	83	83	83	83	83
公积金	152	155	157	164	178
未分配利润	85	96	112	167	268
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	35	16	68
净利润	28	22	27	70	136
折旧摊销	3	4	7	9	12
净营运资金增加	26	3	6	93	125
其他	-52	-5	-4	-156	-204
投资活动产生现金流	-24	-53	-23	-50	-30
净资本支出	24	26	50	50	30
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-48	-80	-72	-100	-60
融资活动现金流	-29	1	-17	-6	-20
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	18	26	30
净现金流	-49	-28	-4	-40	19

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%	19.09%	79.68%	61.68%
净利润增长率	-29.45%	-18.70%	19.51%	159.62%	94.45%
EBITDA 增长率	-52.05%	-9.00%	6.38%	278.37%	108.90%
EBIT 增长率	-57.51%	-21.28%	-14.72%	456.67%	124.69%
	-	-	-	-	-
估值指标					
PE	70	86	72	28	14
PB	6	6	5	5	4
EV/EBITDA	108	120	114	31	15
EV/EBIT	131	167	199	37	17
EV/NOPLAT	138	203	157	40	18
EV/Sales	15	15	13	7	5
EV/IC	10	9	7	5	4
盈利能力 (%)					
毛利率	56.76%	49.50%	48.52%	58.27%	66.22%
EBITDA 率	13.58%	12.42%	11.09%	23.36%	30.18%
EBIT 率	11.24%	8.89%	6.37%	19.73%	27.42%
税前净利润率	23.96%	19.29%	19.58%	28.29%	34.02%
税后净利润率 (归属母公司)	22.78%	18.61%	18.68%	26.99%	32.46%
ROA	7.37%	5.92%	6.69%	14.26%	21.40%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.63%	6.72%	7.61%	16.82%	25.62%
经营性 ROIC	7.42%	4.45%	4.71%	12.42%	20.87%
偿债能力					
流动比率	6.22	7.16	6.09	4.53	4.44
速动比率	524.56%	602.10%	498.12%	349.38%	347.49%
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	0.32	0.84	1.63
每股红利	0.10	0.10	0.10	0.25	0.49
每股经营现金流	0.05	0.30	0.42	0.20	0.82
每股自由现金流(FCFF)	-0.39	-0.17	-0.45	-0.97	-0.32
每股净资产	3.84	4.01	4.24	4.98	6.35
每股销售收入	1.46	1.45	1.73	3.10	5.02

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

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。

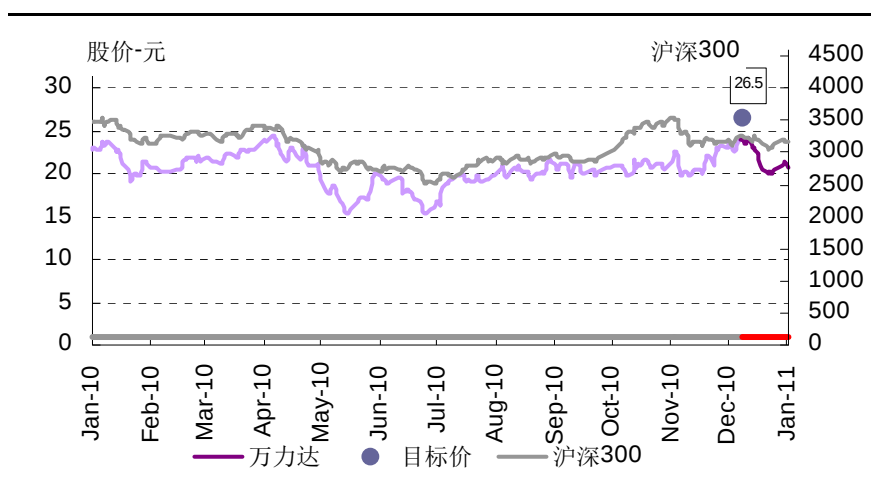
分析师声明

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



日期	股价	目标	评级
2010-12-14	23.00	26.50	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

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。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

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
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题				
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

风险提示及免责声明

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。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

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。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。