

2011-02-18

电力设备与新能源

万力达 002180-SZ

业绩拐点已现，关注矿山业绩弹性

◇ 报告起因：公司公布业绩快报

◆业绩拐点已到，传统业提供安全边界，矿山具有高业绩弹性

公司主要下游钢铁、水泥等行业过去几年受国家调控影响增速放缓，公司业绩增速同步放缓。2010年底开始，水泥等公司下游行业已现反转，公司业绩最困难时间已过，反转正当时。数字化变电站+电力电子产品支撑公司传统业务实现35%-40%的复合增长。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，能够显著提高公司业绩弹性。保守估计，该业务将为公司今明2年贡献EPS分别0.40元和0.85元。

◆云母氧化铁是战略性稀缺资源，近6倍于目前存量的市场增长空间

目前我国重防腐漆主要是添加锌粉，云母氧化铁正逐步推广并替代锌粉，云母氧化铁灰相比锌粉优势明显：1) 锌粉单吨价格超过2万元，云母氧化铁灰价格是锌粉的五分之一；2) 添加铁灰的重防腐漆使用寿命能达到30年，远超锌粉。铁灰作为一种新产品仍处于市场推广期，但凭借价格和性能优势，最终将大幅取代锌粉。我国目前重防腐漆年需求量150万吨，其中富锌底漆占比近20%，简单测算，铁灰的市场空间在10万吨/年左右，相比目前2万多吨的年产量，增长空间巨大。

中国是云母氧化铁灰主要出口国，韩国作为最大的造船国，其使用的铁灰多为中国进口，我国每年出口韩国的云母氧化铁灰超过1万吨，主要用于船舶建造，此外，美、英、法等国也是我国铁灰的主要出口地。

◆国内产能扩张有限，市场亟待拓展

我国目前铁灰生产厂仅十家，大规模生产厂5-6家，产能最大厂商产能也不超过1万吨。目前的生产模式多为小规模生产，而且铁灰厂多没有自己的销售渠道，市场拓展能力弱，依靠经销商销售产品，是铁灰没有快速替代锌粉的主要原因之一。

整个铁灰的加工过程从原矿开始经过冲洗、研磨、烘干等几个环节，设备国内容易采购，1万吨铁灰所需设备仅几百万元，但产品主要壁垒在于：1) 镜铁矿；2) 铁灰生产需要严格控制含水量、需对铁灰/红进行分离，对生产工艺有一定要求。

◆稀缺资源，未来盈利能力具备大幅提升空间

铜陵铁灰生产前三大铁灰生产企业，规模都偏小，基本通过经销商销售，目前300-400目的铁灰卖给经销商的价格为2500-3000元/吨，铁红为1500元/吨。而经销商对市场销售的价格在3000-4000元/吨，铁红2000元/吨。出口铁灰产品多为250目，价格4000元/吨左右。如果拥有自己矿山，1吨铁灰成本和0.6吨铁红的总生产成本不超过800元，而收入可以达到5000元左右。

目前国家尚未对铁灰做控制，由于船舶必须喷涂添加铁灰的防腐漆，包括军舰和航空母舰，铁灰重要的战略属性尚未引起政府重视，中国作为重要的铁灰出口国，国家一旦开始控制，出口价格必然大幅上升。此外，国内市场铁灰和锌粉巨大的价差，其中一个原因是国内生产规模偏小，铁灰行业十分松散，随着铁灰厂产能和规模的扩大，议价能力的提升，铁灰作为稀缺资源，价格具备大幅提升空间。

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	146	261	421
营业收入增长率	10.01%	-0.48%	20.87%	78.87%	61.31%
净利润(百万元)	28	22	27	70	136
净利润增长率	-29.45%	-18.70%	21.19%	158.42%	93.81%
EPS(元)	0.33	0.27	0.33	0.84	1.64
ROE(归属母公司)	8.63%	6.72%	7.71%	16.94%	25.70%
P/E	81	99	82	32	16

维持

买入

当前价格	26.79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)

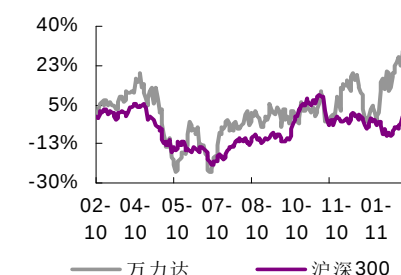
021-22169112

yuanyao@ebsec.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)	27.26/14.50
近3月日均成交量(百万股)	3.00
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	2.94	30.72	33.24
绝对收益	12.07	35.29	33.08

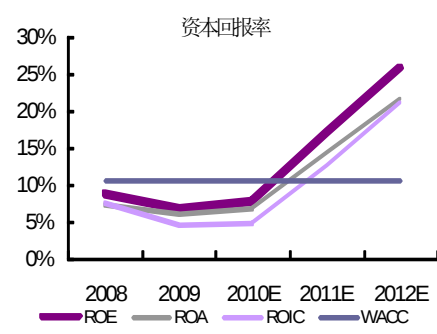
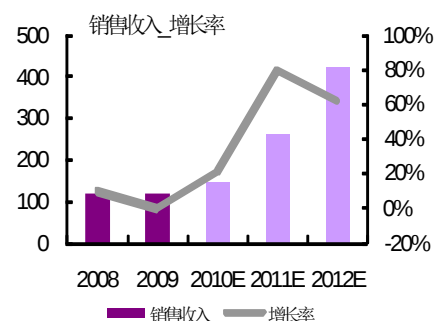
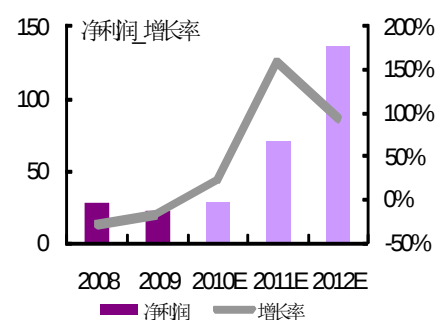
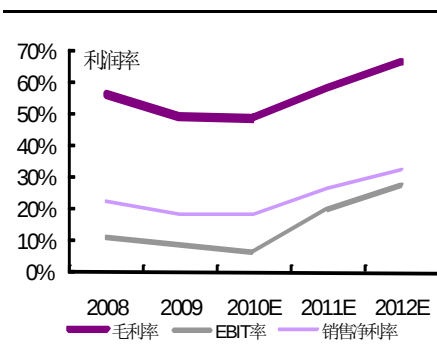
相关报告：

特种材料拉动爆发，智能变电业绩筑底
..... 2011-01-17
传统业务稳定成长，铁矿石有望带来惊喜
..... 2010-12-14

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。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	121	121	146	261	421
营业成本	52	61	75	109	142
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	35	56	90
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	54	117
利润总额	29	23	29	74	143
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	27.65	22.48	27.25	70.41	136.46

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	374	375	402	491	636
流动资产	318	279	285	331	457
货币资金	184	157	152	113	131
交易型金融资产	0	7	0	0	0
应收账款	56	58	66	118	190
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	100
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	104
无息负债	52	29	47	73	104
有息负债	0	10	0	0	0
股东权益	322	336	355	417	533
股本	83	83	83	83	83
公积金	152	155	157	164	178
未分配利润	85	96	113	168	270
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	34	17	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	7	94	126
其他	-52	-5	-7	-157	-205
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	-5	-39	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%	20.87%	78.87%	61.31%
净利润增长率	-29.45%	-18.70%	21.19%	158.42%	93.81%
EBITDA 增长率	-52.05%	-9.00%	9.07%	273.32%	107.94%
EBIT 增长率	-57.51%	-21.28%	-10.97%	440.51%	123.34%
估值指标					
PE	81	99	82	32	16
PB	7	7	6	5	4
EV/EBITDA	127	140	130	36	18
EV/EBIT	153	195	223	43	19
EV/NOPLAT	162	238	178	46	20
EV/Sales	17	17	15	8	5
EV/IC	12	11	9	6	4
盈利能力 (%)					
毛利率	56.76%	49.50%	48.74%	58.32%	66.21%
EBITDA 率	13.58%	12.42%	11.21%	23.39%	30.15%
EBIT 率	11.24%	8.89%	6.55%	19.79%	27.41%
税前净利润率	23.96%	19.29%	19.56%	28.26%	33.96%
税后净利润率 (归属母公司)	22.78%	18.61%	18.66%	26.96%	32.39%
ROA	7.37%	5.92%	6.77%	14.35%	21.45%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.63%	6.72%	7.71%	16.94%	25.70%
经营性 ROIC	7.42%	4.45%	4.83%	12.53%	20.92%
偿债能力					
流动比率	6.22	7.16	6.04	4.51	4.43
速动比率	524.56%	602.10%	493.26%	347.44%	346.17%
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	0.84	1.64
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	0.41	0.20	0.82
每股自由现金流(FCFF)	-0.39	-0.17	-0.47	-0.97	-0.31
每股净资产	3.84	4.01	4.24	4.99	6.37
每股销售收入	1.46	1.45	1.75	3.13	5.06

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。

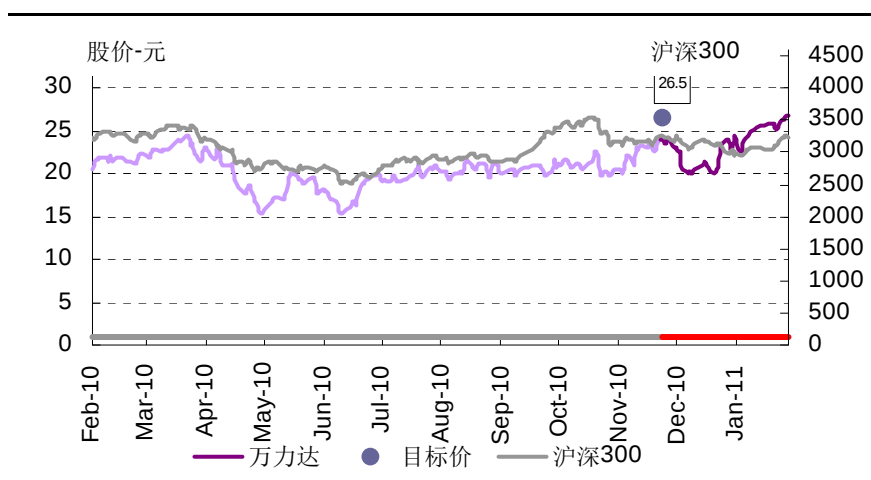
分析师声明

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
2011-01-17	23.55	36.00	买入

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
	杨月		18910037319	yangyue1@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
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lxy1@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
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。