

证券研究报告—动态报告/公司快评

电气设备

万力达 (002180)
谨慎推荐

电气部件与设备

调研简报

2011年3月2日

受益数字变电站建设，镜铁矿盈利前景广阔

证券分析师： 陈健

010-88005308

chenjian7@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书

编码：S0980510120045

事项：

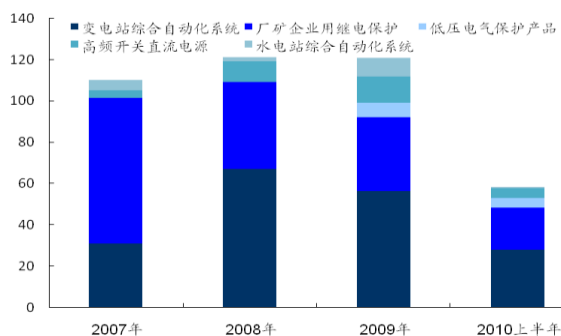
近日，我们走访了万力达公司，并就公司电气保护系统和镜铁矿的发展进行了调研。

评论：

■ 国内厂矿企业继电保护龙头企业

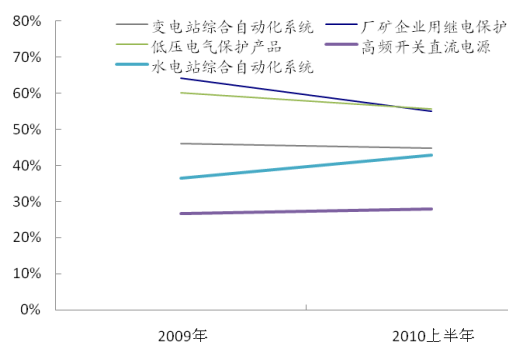
公司主营业务为研制、生产、销售继电保护装置、自动装置、变电站综合自动化系统、配电网自动化系统、水电自动化系统、数字化变电站系统、智能开关柜系统以及电力电子节能产品及软件，是国内该业务的专业生产厂家，也是国内该领域技术主要推动者之一，目前是国内厂矿企业用继电保护第一品牌。

图 1：2007-2009 年公司收入构成（单位：百万元）



资料来源：公司历年年报，国信证券经济研究所

图 2：2009-2010 年上半年公司主要产品毛利率



资料来源：公司历年年报，国信证券经济研究所

从收入构成来看，厂矿企业用变电站综合自动化系统和继电保护系统合计占公司收入的 80%以上。近两年由于行业竞争，毛利率有所下降，但综合毛利率仍保持在 50%左右。

■ 非标开发能力强，将受益于数字化变电站建设和电力电子需求增长

公司厂矿企业的非标准电力系统保护产品开发能力很强。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。

2011 年国家智能电网建设将进入全面试点阶段，传统变电站将大规模进行数字化和智能化的改造与升级，这将在一定程度上推动厂矿领域的变电站也将进入适应性的改造和升级，行业发展的战略机遇使得公司主营前景可观。目前中高压加低压的产品市场需求总量每年在 80-100 亿元左右，电力电子产品网内和网外的需求每年也有几百亿。

目前，公司 110KV 以下电压等级产品已研发成功并面市。10KV 电压等级的通信和保护产品已经通过检测，可以投入市场。但目前厂矿企业数字化变电站的需求还没有释放，主要是因为电网领域数字化变电站仍处于示范期，厂矿领域的应用滞后于电网领域。公司围绕智能电网保护和电力电子技术展开研发，产品线进一步丰富。公司成立了电力电子事业部，在高压变频、无功补偿、有源滤波等方面开发新的产品，并有少量订单。

公司将受益于智能电网建设所带动的厂矿企业数字化变电站、电力电子等的发展，储备的产品将陆续贡献利润，预计未来年均增长 30%。

■ 公司镜铁矿深加工后的产品云母氧化铁将大幅提高公司业绩

2008 年公司透过全资子公司万力达投资有限公司收购了商南县青山矿业，持有青山矿业 80% 的权益。青山矿业拥有较高品位的镜铁矿，现有 1.17 平方公里采矿权，290 万吨储量。还有 10.7 平方公里的探矿权，采矿权正在申请中，后续储量和开采的持续性有保证。

镜铁矿深加工后为附加值更高的云母氧化铁。云母氧化铁是一种化学性能稳定的片状颜料，它不仅是制造各种高档特种防锈油漆（涂料）的主要优质原料，也是橡胶、塑料、石棉、人造革产品的着色剂和充填剂；还是电子、电讯工业中制造铁氧化元件的重要材料。云母氧化铁油漆具有特别好的封闭性和耐候性，对腐蚀介质及水汽等均有很强的耐渗透和隔绝能力，并能大量吸收和反射紫外线。对于户外受曝晒、雨雪、霜冻及海洋性气候条件下，盐水侵蚀的钢铁构件有特殊的防腐防锈效果，防护时间可达十年以上。防腐防锈油漆（涂料）主要用于铁路桥梁、车辆、铁塔、储罐、农机、船舶、集装箱，也可用于冶金、采矿、化工（氯碱车间）、石油（管道储罐）、水电（大型水闸门、发电厂冷却塔）、高炉烟囱等一切户外大型钢结构。随着云母氧化铁应用的推广，和防腐涂料中对价格相对较高的锌粉的替代，未来需求会持续增长。

目前我国云母氧化铁年总产量在 3 万吨左右，企业主要集中在安徽铜陵及繁昌县地区，福建龙岩和河南洛阳。

我们预计公司会将镜铁矿深加工为附加值更高的云母氧化铁，预计 11 年产量 1 万吨（包括铁灰和铁红），12 年 3-5 万吨。目前云母氧化铁市场价格为 325 目铁灰 325 目的 2600-2900 元/吨，400 目的 2800-3200 元/吨，铁红 400 目的 1400-1700 元/吨，吨成本 1500 元左右。我们假设公司铁灰价格 2800 元/吨，铁红价格 1500 元/吨，预计 11 年收入为 2400 万元，12 年收入为 7200-12000 万元。由于公司购入采矿权的成本低，开采自用的成本也相对较低，我们假设吨成本 1000 元左右，预计 11 年净利润为 1000 万元，12 年净利润为 3000-5000 万元。

公司云母氧化铁发展前景非常广阔，一方面由于应用面越来越广，使用量的增加，以及矿藏储量相对较为集中，长远来看价格还会保持上涨；另一方面公司镜铁矿储量很大，能够保证未来持续贡献和扩大产能的需要。

■ 受益数字化变电站建设和公司未来云母氧化铁业绩贡献，给予“谨慎推荐”评级

我们预计在智能电网建设带动下，公司厂矿电力设备保护业务维持 30% 的增长率；青山矿业按照 80% 的权益比例，初步估计公司 EPS 分别为 11 年增加 0.1 元，12 年增加 0.3-0.5 元，预计 11 年 EPS 合计为 0.5 元，12 年为 0.75-1 元。考虑到公司未来产能扩张和矿藏储量价值，在目前价位给予“谨慎推荐”评级。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告信息均来源于公开资料，我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或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。