

万力达 (002180)

买入/首次评级

股价: RMB39.5

分析师

王海生

SAC 执业证书编号:S1000511030005

联系人

袁瑶

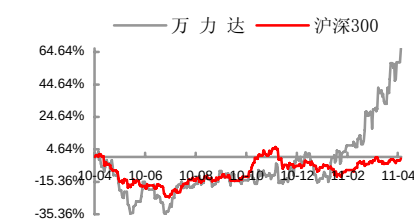
021-68498607

## 相关研究

## 基础数据

|                |       |
|----------------|-------|
| 总股本 (百万股)      | 83    |
| 流通 A 股 (百万股)   | 83    |
| 流通 B 股 (百万股)   | 0     |
| 可转债 (百万元)      |       |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 3,291 |

## 最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

# 云母氧化铁全球龙头雏形已现

- 我们组织了万力达子公司青山矿业的联合调研, 我们认为, 有三点超出我们此前预期: 1) 矿山储量。在公布的 1.17 平方公里采矿证区域内, 已探明储量 290 万吨, 目前公司在此区域内新开出矿山又发现大量镜铁矿, 镜铁矿储量有望显著超出市场预期; 2) 矿山品味。公司目前开出的矿山品味最低为 30%, 最高甚至达到 50%, 即意味着 2 吨原矿石就能出一吨精粉, 超出此前 4 吨原矿石出一吨精粉的预期; 3) 矿山进度超预期。公司目前具备 500 吨/日的选矿能力, 已经生产了大量镜铁精粉, 且已经做出少量样品开始送样, 一旦确定销售, 公司能够迅速生产上万吨铁灰产品。
- 我们调研了国内前三的铁灰生产厂以及国内最大的重防腐漆生产厂, 结合公开资料我们得出结论: 1) 国内目前重防腐漆年需求量 160 万吨以上, 需要铁灰 15 万吨以上, 受益基础设施建设, 重防腐漆市场有望保持 50% 的复合增速; 2) 铁灰凭借较高的性价比和防腐性能已开始替代锌粉, 新的需求逐渐打开; 3) 国内目前铁灰生产厂不超过 20 家, 总产能不过 4 万吨, 国内大多厂依靠经销商销售产品, 70% 产品依赖进口; 4) 国内能够加工 600-800 目高档产品的镜铁矿十分稀少, 基本全部依赖进口。
- 我们认为, 未来万力达云母氧化铁业务有望大幅超出预期, 主要由于: 1) 公司镜铁矿能够生产 800 目以上高端铁灰产品, 高端产品目前我国主要依赖进口, 价格是中低端产品的 2 倍以上; 2) 美国市场由于长期没有稳定云母氧化铁供应, 市场增长缓慢, 公司将把出口作为重要发展市场, 出口产品盈利能力是国内的 3 倍; 3) 基于镜铁矿能够生产大量产品, 除铁灰、铁红外, 还有用来生产颜料的铁黑, 未来矿山的综合利用也将显著增加公司盈利能力。
- 目前云母氧化铁灰国内售价为 0.30-0.40 万元/吨, 出口价格 0.7 万元-0.9 万元/吨, 成本仅 0.06-0.07 万元/吨。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, 能够显著拉升公司业绩。此外, 公司高品质的矿山资源具有非常大想象空间。

| 经营预测与估值       | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 144.2 | 262.0 | 422.0 | 628.0 |
| (+/-%)        | 19.4  | 81.7  | 61.1  | 48.8  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 27.2  | 69.0  | 138.0 | 217.0 |
| (+/-%)        | 20.8  | 154.0 | 100.0 | 57.2  |
| EPS(元)        | 0.33  | 0.83  | 1.65  | 2.60  |
| P/E(倍)        | 121.2 | 45.3  | 22.7  | 14.4  |

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 目 录

|                                 |   |
|---------------------------------|---|
| 矿山情况远超预期，全国铁灰生产基地雏形已现 .....     | 4 |
| 青山矿业镜铁矿资源全国最优.....              | 4 |
| 镜铁矿储量超预期，公司有望成为亚洲最大镜铁矿拥有者 ..... | 4 |
| 选矿设备全力运转，矿山综合利用效率远超铜陵.....      | 5 |
| 铁灰已经送样，销售一触即发.....              | 5 |
| 全球范围稀缺资源，盈利能力强 .....            | 6 |
| 公司云母氧化铁灰盈利有望大幅超预期 .....         | 6 |
| 风险提示 .....                      | 7 |

## 图表目录

|      |                        |   |
|------|------------------------|---|
| 图 1: | 公司高品质云母状镜铁矿石 .....     | 4 |
| 图 2: | 已开矿洞中镜铁矿品味达到 50% ..... | 4 |
| 图 3: | 1.17 平方公里内新开矿山 .....   | 5 |
| 图 4: | 拨开表面内部全部为镜铁矿 .....     | 5 |
| 图 5: | 青山矿业选矿设备及流程 .....      | 5 |
| 图 6: | 青山矿业已经生产出的铁精粉 .....    | 6 |
| 图 7: | 青山矿业铁精粉 .....          | 6 |

## 矿山情况远超预期，全国铁灰生产基地雏形已现

目前国内云母氧化铁生产基地在铜陵，大型生产企业 4-5 家，年产能基本在 1 万吨左右，我们认为，万力达的青山矿业有望在短期取代铜陵，成为全国、甚至全球铁灰生产基地：1) 万力达或拥有全国最大的镜铁矿；2) 矿石质量全国最优，国内唯一能够生产高端铁灰产品；3) 2011 年产能 3 万吨，2012 年产能将达 6 万吨，产能远超国内竞争者，将拥有铁灰产品定价权；4) 能够大规模持续供应铁灰产品，出口市场或将打开。

### 青山矿业镜铁矿资源全国最优

青山矿业目前已经打开的矿洞中，镜铁矿石最高品味达到 50%（见图 2），基本不需提炼就可以作为铁精粉使用。公司目前已开采的矿山品味基本都在 30% 以上，初期生产只要两吨原矿就能加工一吨铁精粉。

并非所有的镜铁矿都能加工铁灰，只有云母状（见图 1）的镜铁矿且  $\text{Fe}_2\text{O}_3$  含量超过 85% 才能加工铁灰。此外，加工 600 目以上高档铁灰需要矿石中  $\text{Fe}_2\text{O}_3$  含量超过 93%，此种镜铁矿更为稀少。青山矿业的镜铁矿  $\text{Fe}_2\text{O}_3$  含量超过 96%，能够加工 800 目以上高档产品，全国范围内仅此一家，铜陵地区仅能够生产 400 目以下产品。

图 1： 公司高品质云母状镜铁矿石



资料来源：华泰联合证券研究所

图 2： 已开矿洞中镜铁矿品味达到 50%



资料来源：华泰联合证券研究所

### 镜铁矿储量超预期，公司有望成为亚洲最大镜铁矿拥有者

公司目前拥有 1.17 平方公里采矿证，其中镜铁矿探明储量 290 万吨，但在此采矿区内，发现了又一镜铁矿资源。此次发现的矿山基本为露天矿，拨开表面包覆物后均为镜铁矿石（见图 3、4），目前该矿区已经打到地下 90 米，均为镜铁矿，储量不可小视，1.17 平方公里镜铁矿资源有望大幅超 290 万吨的预期。

由此看来，青山矿业所辖矿区镜铁矿资源十分丰富，公司目前正在拿 10 平方公里采矿证，青山矿业镜铁矿资源有望成为全亚洲最大。而国内目前镜铁矿储量最大的铜陵，



其矿目前已经开采至地下 300 米，资源量仅供使用 20 几年，青山矿业有望取代铜陵成为国内最大的铁灰生产基地。

图 3: 1.17 平方公里内新开矿山



资料来源：华泰联合证券研究所

图 4: 拨开表面内部全部为镜铁矿



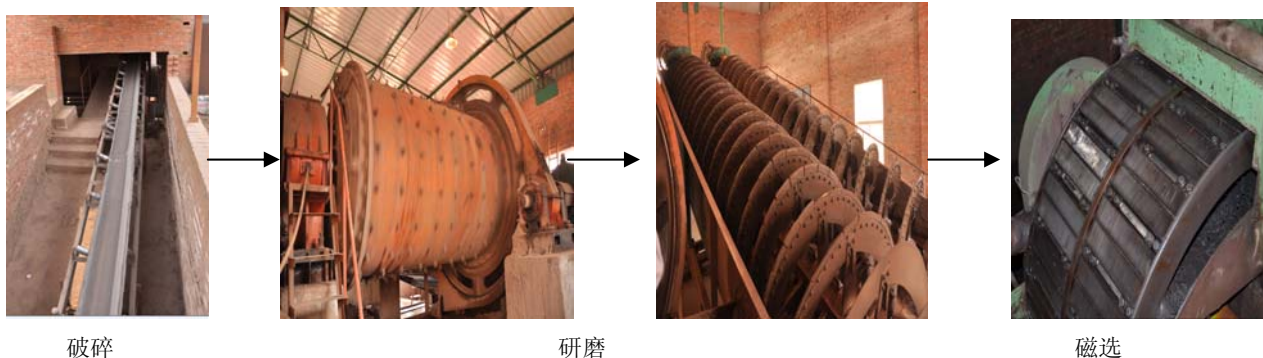
资料来源：华泰联合证券研究所

### 选矿设备全力运转，矿山综合利用效率远超铜陵

根据我们去铜陵的调研情况，铜陵绝大多数铁灰生产企业没有选矿设备，而是购买高品味的镜铁矿石直接加工铁灰产品，低品味的矿石由于无法加工铁灰只能弃用。

青山矿业拥有自己的选矿设备，能够对矿山综合利用。镜铁矿石通过研磨、磁选后加工成铁精粉，能够把高低品味的矿石综合利用，矿山效益最大。公司目前具备日 500 吨的选矿能力，预计选矿能力在明年将扩充一倍。

图 5: 青山矿业选矿设备及流程



资料来源：华泰联合证券研究所

### 铁灰已经送样，销售一触即发

公司目前已经生产出 325 目、400 目、600 目和 800 目产品，开始着手向美国和国内重防腐漆大厂送样，一般油漆厂需要对铁灰进行 2-3 个月左右的检测，以确定是否采购。青山矿业镜铁矿品味、品质均位居国内首位，销售指日可待。

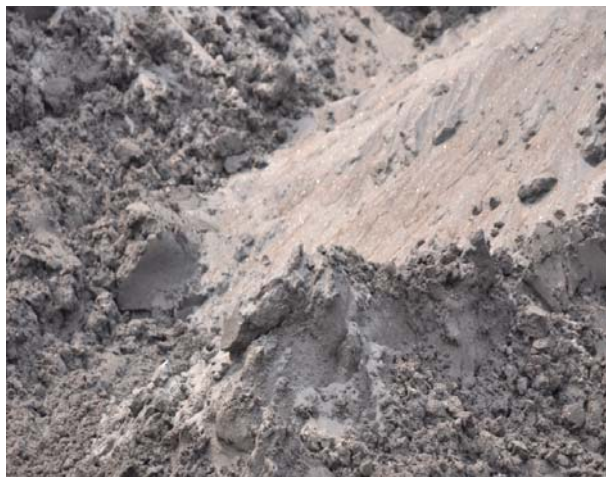
美国市场由于长期没有稳定云母氧化铁供应，市场增长缓慢。公司将把出口作为重要发展市场，青山矿业目前具有日 500 吨的选矿能力，已经开始生产铁精粉，能够大批量连续供应铁灰产品，一旦检测通过，公司能够马上形成近万吨云母氧化铁灰的生产能力，美国市场突破指日可待。

图 6： 青山矿业已经生产出的铁精粉



资料来源：华泰联合证券研究所

图 7： 青山矿业铁精粉



资料来源：华泰联合证券研究所

## 全球范围稀缺资源，盈利能力强

云母状镜铁矿零星分布在澳大利亚、奥地利、比利时、法国、摩洛哥、西班牙、英国和印度等国家，均没见到发现大储量的报道。

目前国内铁灰售价 320 目产品价格为 3000 元/吨，400 目产品价格为 4000 元/吨，而 600 目以上高档产品价格更是达到 6000 元/吨-8000 元/吨，甚至上万元一吨。出口美国的铁灰产品，售价约 1322-1760 美元/吨，约合人民币 8000-11000 元/吨。由于青山矿业的镜铁矿为 20 米露天矿，开采成本极低，单吨产品成本 600-700 元左右，盈利能力超强。

## 公司云母氧化铁灰盈利有望大幅超预期

我们认为，万力达持有的青山矿业在铁灰市场优势主要有：1) 矿产优势，公司拥有目前国内最好的镜铁矿资源，且目前为露天开采，成本极低；2) 公司镜铁矿能够生产 600 目-800 目以上高端云母氧化铁产品，盈利能力具备大幅提升空间；3) 万力达具有国内外销售渠道，市场拓展能力国内最强。

未来万力达云母氧化铁业务有望大幅超出我们的预期，主要由于：1) 公司镜铁矿能够生产高端铁灰产品，高端产品目前我国主要依赖进口，价格是中低端产品的 2 倍以上；2) 美国市场由于长期没有稳定铁灰供应，市场增长缓慢，公司将把出口作为重要发展市场，出口产品盈利能力是国内的 3 倍；3) 基于镜铁矿能够生产大量产品，

除铁灰、铁红外，还有用来生产颜料的铁黑，以及耐火砖等产品，未来矿山的综合利用也将显著增加公司盈利能力

## 风险提示

目前公司最大的风险来自于产品销售风险，我们的盈利预测基于公司出口市场拓展顺利的前提。



**盈利预测**

| 资产负债表         |             |              |              |              | 利润表             |             |              |              |              |
|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元       |             |              |              |              | 单位: 百万元         |             |              |              |              |
| 会计年度          | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        | 会计年度            | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| <b>流动资产</b>   | 290         | 391          | 524          | 736          | <b>营业收入</b>     | 144         | 262          | 422          | 628          |
| 现金            | 136         | 140          | 160          | 223          | 营业成本            | 70          | 109          | 143          | 193          |
| 应收账款          | 67          | 131          | 211          | 314          | 营业税金及附加         | 2           | 0            | 0            | 0            |
| 其他应收款         | 4           | 8            | 13           | 19           | 营业费用            | 33          | 58           | 89           | 132          |
| 预付账款          | 3           | 5            | 7            | 10           | 管理费用            | 24          | 39           | 63           | 94           |
| 存货            | 43          | 71           | 93           | 126          | 财务费用            | -1          | -5           | -6           | -8           |
| 其他流动资产        | 0           | 36           | 40           | 45           | 资产减值损失          | 4           | 2            | 2            | 2            |
| <b>非流动资产</b>  | 108         | 95           | 90           | 85           | 公允价值变动收         | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资          | 8           | 0            | 0            | 0            | 投资净收益           | 2           | 2            | 2            | 2            |
| 固定资产          | 73          | 71           | 68           | 64           | <b>营业利润</b>     | 15          | 61           | 133          | 217          |
| 无形资产          | 3           | 3            | 3            | 3            | 营业外收入           | 0           | 13           | 13           | 13           |
| 其他非流动资产       | 0           | 22           | 20           | 19           | 营业外支出           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>   | 398         | 486          | 615          | 821          | <b>利润总额</b>     | 29          | 74           | 146          | 229          |
| <b>流动负债</b>   | 44          | 71           | 81           | 111          | 所得税             | 2           | 5            | 9            | 15           |
| 短期借款          | 0           | 12           | 0            | 0            | 净利润             | 27          | 69           | 138          | 217          |
| 应付账款          | 16          | 22           | 29           | 39           | 少数股东损益          | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 其他流动负债        | 0           | 37           | 53           | 72           | 归属母公司净利         | 27          | 69           | 138          | 217          |
| <b>非流动负债</b>  | 0           | 0            | 0            | 0            | EBITDA          | 14          | 61           | 133          | 214          |
| 长期借款          | 0           | 0            | 0            | 0            | EPS (元)         | 0.33        | 0.83         | 1.65         | 2.60         |
| 其他非流动负        | 0           | 0            | 0            | 0            | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>   | 44          | 71           | 81           | 111          | <b>会计年度</b>     | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 少数股东权益        | 1           | 1            | 1            | 1            | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 股本            | 83          | 83           | 83           | 83           | 营业收入            | 19.4%       | 81.4%        | 61.3%        | 48.8%        |
| 资本公积          | 138         | 138          | 138          | 138          | 营业利润            | 27.5%       | 298.1        | 118.2        | 62.6%        |
| 留存收益          | 132         | 193          | 310          | 485          | 归属母公司净利         | 20.8%       | 154.3        | 99.2%        | 57.4%        |
| 归属母公司股        | 353         | 414          | 532          | 709          | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权</b> | 398         | 486          | 615          | 821          | 毛利率(%)          | 0.0%        | 58.3%        | 66.2%        | 69.2%        |
| <b>现金流量表</b>  |             |              |              |              | 净利率(%)          | 18.8%       | 26.4%        | 32.6%        | 34.5%        |
| 单位: 百万元       |             |              |              |              | ROE(%)          | 7.7%        | 16.7%        | 25.9%        | 30.5%        |
| <b>会计年度</b>   | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | ROIC(%)         | 3.4%        | 19.1%        | 33.2%        | 41.2%        |
| <b>经营活动现金</b> | 31          | -17          | 45           | 94           | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 净利润           | 27          | 69           | 138          | 217          | 资产负债率(%)        | 11.0%       | 14.6%        | 13.2%        | 13.5%        |
| 折旧摊销          | 0           | 5            | 5            | 5            | 净负债比率(%)        | 99.92       | 16.77        | 0.00%        | 0.00%        |
| 财务费用          | 0           | -5           | -6           | -8           | 流动比率            | 6.65        | 5.50         | 6.45         | 6.64         |
| 投资损失          | -2          | -2           | -2           | -2           | 速动比率            | 5.66        | 4.50         | 5.31         | 5.50         |
| 营运资金变动        | 0           | -84          | -91          | -120         | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| 其他经营现金        | 32          | 0            | 1            | 2            | 总资产周转率          | 0.37        | 0.59         | 0.77         | 0.87         |
| <b>投资活动现金</b> | -32         | 12           | 1            | 1            | 应收账款周转率         | 2           | 3            | 2            | 2            |
| 资本支出          | 24          | 0            | 0            | 0            | 应付账款周转率         | 5.55        | 5.78         | 5.67         | 5.75         |
| 长期投资          | 0           | -8           | 0            | 0            | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
| 其他投资现金        | 0           | 4            | 1            | 1            | 每股收益(最新         | 0.33        | 0.83         | 1.65         | 2.60         |
| <b>筹资活动现金</b> | -19         | 9            | -26          | -32          | 每股经营现金流         | 0.37        | -0.20        | 0.54         | 1.12         |
| 短期借款          | 0           | 12           | -12          | 0            | 每股净资产(最         | 4.26        | 4.97         | 6.38         | 8.51         |
| 长期借款          | 0           | 0            | 0            | 0            | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 普通股增加         | 0           | 0            | 0            | 0            | P/E             | 121.17      | 45.26        | 22.72        | 14.43        |
| 资本公积增加        | 0           | 0            | 0            | 0            | P/B             | 9.28        | 7.55         | 5.88         | 4.41         |
| 其他筹资现金        | -19         | -3           | -14          | -32          | EV/EBITDA       | 235         | 49           | 22           | 14           |
| <b>现金净增加额</b> | 0           | 4            | 20           | 62           |                 |             |              |              |              |

数据来源: 华泰联合证券研究所





#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内  
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电 话: 86 755 8249 3932  
传 真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

#### 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电 话: 86 21 5010 6028  
传 真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn