

永大集团(002622)新股定价报告

定价区间
15.97-19.16 元

领跑处于成长期的永磁开关行业
电气设备

发布时间：2011 年 10 月 17 日

投资要点：

- **永磁开关是开关行业的未来发展趋势，行业处于成长期。**
本着精简零部件的设计理念，永磁机构在寿命、可靠性等方面具有明显优于传统弹簧开关的性能指标。目前国内永磁开关的市场容量约 10 亿，约占高压电器开关中的比重约为 5%，当前市场渗透率还较低，行业处于市场导入阶段。
- **永磁开关推广速度是市场参与者多方商业利益博弈结果。**
目前永磁开关生产厂商较少，竞争格局相对温和。特瑞德和永大集团是国际/国内市场的领军者，均为专业生产永磁开关的厂家；而国内外最知名的开关制造企业如 ABB 等考虑到新技术对原有弹簧开关业务的冲击和整体商业利益，对永磁开关还只是技术跟进态度。而下游客户中，开关操作较频繁的钢铁、冶金等大型工业客户对该产品接受度较开放，而对产品价格敏感、对操作次数要求低的电网仍持谨慎态度。
- **公司是国内永磁开关技术和规模均处于领先地位的企业。**
公司一贯重视研发投入，使公司在操作机构最大机械寿命、最高额定电流范围等关键技术指标上均优于同行，并且产品系列丰富，规格齐全。公司在钢铁、化工、煤炭等行业已耕耘多年，培育了一批忠诚度高的行业客户，并且销售区域已遍布全国没有当地市场依赖，2009 年市场份额约 22%。
- **预测公司 2011-2013 年的摊薄 EPS 分别为 0.64 元、0.83 元、1.02 元，结合同类公司估值水平，建议在二级市场给予 2011 年 25-30 倍估值，即 15.97-19.16 元。**
- **风险提示：永磁开关市场铺开速度不确定；毛利率或下降。**

业绩预测：

年度	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)
2010	41,253	34.08	8,264	23.12	0.74
2011E	42,092	2.03	9,582	15.95	0.64
2012E	50,902	20.93	12,430	29.72	0.83
2013E	62,096	21.99	15,249	22.67	1.02

发行数据	2010 年
发行前股本 (万股)	11,200
发行数量 (万股)	3,800
发行价格 (元)	20.00
发行前 EPS (元)	0.74
发行后 EPS (元)	0.55
发行前每股净资产 (元)	2.76
发行日期	2011-10-10
上市日期	2011-10-18
主承销商	广发证券

分析师：周思立 联系人：杨佳丽
执业证书编号：S0550511010003
TEL: (8621)6337 7000-315
FAX: (8621)6337 3209
Email: yangjl@nesc.cn
地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编: 200002

一、永磁开关行业分析

1.1 电气开关的分类和综合性能比较

灭弧室与操动机构是中高压开关设备的关键部件，与之有关的技术也是开关设备的核心技术。按照灭弧介质分类，电气开关（断路器）可分为油断路器、SF₆（六氟化硫）断路器、真空断路器等，随着真空灭弧室技术的日益成熟，开关行业经历了有油到无油化的变革，目前真空断路器产品已在电气开关高压领域建立了绝对主导地位，占比在 95% 以上。而按照操动机构（实现切断和接通功能的主要部件）分类，电气开关可分为电磁开关、弹簧机构开关、永磁结构开关等。目前，配装电磁操动机构的真空断路器已经逐渐淡出市场，弹簧机构开关是目前使用最普遍最广泛的主流产品，其技术已经非常成熟；而永磁开关研发和投运市场时间较短，但设计理念先进、产品性能指标高，是电气开关行业的新技术和新发展阶段，代表着行业未来的发展趋势。

从最基本的工作原理讲，永磁机构开关就是将永磁材料技术应用到断路器的分、合闸机构，取代了传统的扣锁装置；其典型特点是结构简单，运动部件极少。根据我们对产品可靠性的理解，通常一个系统的可靠性与系统中串联部件是成反比的，即机械产品故障率与零部件数量成正比，这也是永磁开关相比弹簧开关具备明显性能优势的根本原因所在，尤其表现在高可靠、长寿命、免维护等方面，具体比较如表 1 所示。

表 1 永磁开关和弹簧开关的综合比较

比较项	弹簧机构开关	永磁机构开关
结构和运动部件	典型 VS1 断路器弹簧操动机构的零件达 160 个，其中运动部件 50 多个；	零件不到 80 个（约 60 个），运动部件不足 12 个
机械操作寿命	最大机械寿命智能达到 1-3 万次	至少在 3 万次；永大集团的永磁机构最大产品机械寿命可达到 10-12 万次
智能化程度	智能化程度较低	可通过电子控制来实现在线监测功能，智能化程度高。
体积、重量	一般弹簧开关户外产品都在 120 公斤以上	体积小、重量轻；特瑞德的户外的 12kV 断路器，重量只有 62 公斤
产品价格	12kV 规格的断路器，售价在 1 万元左右	12kV 规格的断路器，永大集团的均价在 2.4 万左右，外资卖 3 万以上。

资料来源：永大集团招股说明书、东北证券

1.2 永磁开关行业的规模和所处发展阶段

2009 年永磁开关产能为 3 万台左右，我们粗略按照主打型号 12kV 永磁高压真空断路器 2.4 万元的单台均价测算，则保守估计当前永磁开关的市场容量规模在 7.2 亿；考虑到 40.5kV 永磁产品的单价相对高但数量占比小，综合下来预计市场容量在 10 亿左右，目前规模还较小。根据高压开关行业年鉴数据，2009 年全国高压开关产量约 55 万台，永磁开关在高压电器开关中的比重约为 5%，目前市场渗透率还较低。所以综合而言，永磁开关在国内仍处于市场导入阶段，掌握其技术并规模量产的企业仍是少数。

由于永磁开关具有较明显的性能优势，最早在一些对产品性能高度关注而对价格相对不敏感（电器开关产品占其项目投资的成本比重仅在 1% 左右）的大型项目/大型工业等中高端客户中得到试用和推广，如钢铁、煤炭、化工等重工业客户。这类客户由于工况要求开关切换比较频繁，本着对产品高可靠性和低故障率的不懈追求，也愿意给高于弹

簧开关的产品溢价来换取相应的综合性能。由于永磁开关的成本只是略高于弹簧开关，而其售价明显高于弹簧开关，所以目前生产永磁开关的毛利率通常在 50%以上，而生产弹簧开关的毛利率在 30-40%左右。这是由高产品性能带来的高利润率，也是处于成长阶段初期产品的典型市场特征。

1.3 永磁开关推进速度究竟能有多快？——这是市场参与者多方商业利益博弈的结果

总体而言，目前永磁开关的推进速度是较慢的，从特瑞德电气将永磁真空断路器投入商业运行已 20 多年，吉林永大集团从产品研制成功至今也有 10 年时间，而相应的年产能和销售收入都比生产弹簧开关的领军企业小很多。我们也注意到几个有意思的现象：

(1) 推广永磁开关最卖力的内/外资企业都是对永磁技术情有独钟，它们并不研发和生产任何弹簧开关产品；(2) 国内外最知名的开关制造企业虽然对永磁技术有所跟进，但研发投入和生产制造以及市场推广并不是非常积极；(3) 目前下游客户中，大型工业类客户对永磁开关的接受心态是较开放的，这块市场也是首先被打开的；而占开关市场近半壁江山的输配电领域电网客户的接受度到目前为主仍较谨慎。

为什么代表着明显技术先进性的永磁机构开关得不到市场快速推广？带着多个疑问，我们查阅了很多文献，请教了业内专家，作出以下思考：(1) 国际知名开关制造厂商如 ABB、施耐德、伊顿等在永磁开关的进展相对慢，更多的是出于商业利益的纠结而不是对新技术的不认可。由于这些企业在传统弹簧开关产品上已投入了巨额资金，在后续的设计、生产、销售、维修等人才和固定资产设施方面均有成熟的基础，若大力开发永磁产品并推向市场，势必对其原有弹簧开关产品带来一定冲击；若此消彼长，就集团利益而言，未必能整体实现增长，这是内部产品线之间商业利益纠葛。(2) 推广过程中对技术理解的歧义。在谈到永磁机构开关长机械寿命的典型优点时，由于多数开关设备每年操作不过几十次，整个产品生命周期中操作也不过几百次几千次，所以不少下游客户认为耐受超过 3 万次以上的机械操作并没太大的实际意义，尤其是在产品价格明显更昂贵的前提下，其接受意愿更低。这也是我们看到目前下游客户分布情况的典型现象：一些操作更频繁的场合如冶金生产、投切电容器等，客户接受度高，这也是永大集团最先布局钢铁行业的主要原因。从根本上来讲，机械寿命试验不是简单的绝对操作次数的概念，而是产品发生故障率和可靠性的表征，但由于技术宣传的误导，决定了该产品必然从开关操作频繁的下游市场起步，而开关操作次数较少的客户是较难攻关的。当然这中间也取决于永磁开关生产厂商的价格策略，比普通弹簧开关贵 20%和贵 80%的市场铺开速度显然是不一样的。(3) 业内对于永磁机构开关的一些技术故障顾虑。由于永磁开关投运到系统的时间总体仍不长，部分客户对永磁材料的退磁性能、永磁机构电子驱动器承受大电流和高尖峰电压能力等，是存在疑虑的。而目前有些厂家的大电流容量的永磁高压真空断路器也确实发生过故障事故，使得下游客户总体态度偏谨慎保守。

1.3 永磁开关行业的竞争格局

永磁机构开关由于目前正处在新技术导入和市场培育阶段，目前市场参与主体较少（远少于弹簧开关生产厂商的数量），因掌握了永磁操动机构和控制电路核心技术的企业位数甚少，目前竞争格局也相对温和平缓。目前国际/国内销售规模最领先的厂家分别是德国特瑞德和吉林永大集团，均为专业生产永磁开关的厂家，没有弹簧开关产品线。而国内外主流开关企业有多家对永磁开关技术进行研发也向市场推出了其产品，但实现规模销售的企业较少。

其中，德国特瑞德是专业从事永磁高压真空断路器研发及生产的企业，源于前苏联军事研究实验室，早在 1989 年就将世界上最早的永磁真空断路器投入商业运行中，核心

产品是 7.2KV-24KV 的单稳态永磁真空断路器，目前在世界各地已拥有超过 20 年、总量超过 20 万台的运行经验，在中压真空断路器的产销量位于世界第二，仅次于 ABB。可以说，特瑞德是永磁开关行业国际上的标杆企业。国内企业中，北京科锐最早在 1999 年引进代理乌克兰的永磁开关产品，并在国内推广，后续也实现了国产化，目前在该细分领域市场按产量排名第三位（2008-2010 年该产品销售额均在 6000 多万元，2011 年上半年实现销售 5783 万元），其下游市场集中在电网客户，由于电网客户对价格敏感，公司的永磁开关产品毛利率不到 30%。而内资企业中，生产和销售规模最大的永磁开关厂商是吉林永大集团，公司于 2001 年初研制成功 12kV 永磁高压真空断路器，其后 10 年中，不断完善其产品系列和产品性能，并从最初的小批量生产到目前的规模量产，在钢铁行业最早打开了市场，成为国内最具影响力的永磁开关厂商，2010 年其永磁开关实现销售收入 1.89 亿元，2011 年上半年实现销售 0.93 亿元。国内其他规模相对靠前的永磁开关厂商还有扬州新概念电气、江苏东源电器、北京龙源开关设备等。

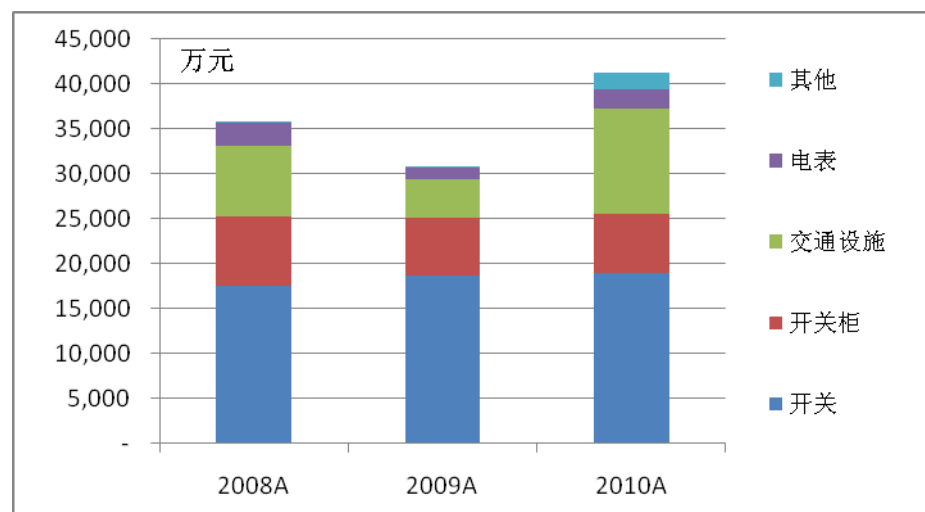
二、吉林永大集团公司分析

2.1 吉林永大的业务结构

公司的主导产品是永磁开关，也是公司未来发展的重点，2010 年占公司营收的 45.91%，占公司毛利润贡献的 64.34%。除此之外，公司还有高低压开关成套设备、电子式电能表、高速公路交通设施产品，这些业务的存在与公司的历史沿革有较大关系，如电子式电能表在 2000 年前后的第一轮农网改造中呈现了蓬勃的需求，而高速公路交通设施业务则在公司永磁开关需要持续研发投入而回报尚低的阶段维系了公司的生计。

从公司未来对业务的发展规划来看，公司会进一步提高永磁开关业务的收入和盈利水平，而高低压开关柜业务是和永磁开关配套生产销售的（多数开关行业终端客户是采购已配装了开关的高低压开关柜，少数客户是直接购买断路器），该业务能更好地接近最终用户也拉动永磁开关产品的销售，预计未来仍会伴随永磁开关收入的增长而有一定成长空间。而其他两项业务的收入占比未来将继续降低。具体地，电子式电能表现有业务为长期合作客户的业务延续，已不在投入增量资源开展该项业务；高速公路建设项目也主要是跟踪吉林省的大型项目规划，而不主动向吉林省以外区域作延伸。

图 1 永大集团的主营业务结构



资料来源：招股说明书、东北证券

2.2 吉林永大的投资亮点和竞争优势

持续的研发投入使公司在产品性能、系列规格上都有优势。作为科技导向性企业，永大集团十分重视研发投入，2007-2009 年的研发投入分别占当期开关产品销售收入 6.28%、4.89%、5.08%。持续的研发投入是公司成功开发永磁开关产品并持续改进完善的重要保障。公司目前拥有 3 项发明专利，16 项实用新型专利。依靠公司自主研发的永磁开关，相比传统弹簧开关厂商，已表现出了优越的产品性能优势，以操动机构机械寿命指标来看，在采用相同真空灭弧室的情况下，公司的 12kV 和 40.5kV 永磁真空断路器的操作机构最大机械寿命分别为 10 万次和 12 万次，而目前传统弹簧机构最大机械寿命一般为 1-3 万次。公司也是较早解决永磁开关配套控制电路可靠性问题的企业。同时，公司的永磁开关产品规格齐全，包含的系列、品种、型号均较完整，最高额定电流范围涵盖了 5,000A 及以下个电流等级，这使得在需求量较大品种规格要求较多的开关行业客户产品选型中，公司可占据一定优势。

在大型行业市场耕耘多年，在销售规模和运行业绩有领先优势。按照销售量测算，公司 2009 年 40.5kV 以下永磁开关销售量为 6736 台，全行业按 3 万台测算，则公司的永磁开关市场占有率约为 22%，近些年公司的市场规模均稳居行业第一。这种抢占市场先机的领先优势，也能使公司在永磁开关行业一旦进入快速增长和客户普遍认可的阶段分享到最大的商业利益。公司采取大客户销售策略，其永磁开关和高压开关成套设备的客户主要为大中型钢铁、化工、冶金等工况企业，其中，钢铁、化工行业的合计销售比例在 2008-2010 年为 54.25%、39.07%和 45.33%，是公司永磁开关最主要的应用领域，公司产品也得到了一定程度的普及和认可，品牌知名度在提高，此外，公司也在积极往煤炭、电力、铁路等行业提高自己的产品渗透。而从下游行业来看，公司永磁开关产品的销售领域已从东北的区域性市场扩张到了全国各地，东北、华东、华北等市场区域分布呈现较均衡的格局，也说明公司正在发展成为一家全国性的永磁开关企业。

2.3 吉林永大的募投资金项目分析

目前，公司 12kV 永磁高压真空断路器、40.5kV 永磁高压真空断路器和万能式永磁低压真空断路器三种产品共用一条生产线的生产能力，设计产能为 8,000 台。当前产能瓶颈较明显，近 3 年产能利用率和产销率均接近 100%，产能已处于充分利用阶段。

本次 IPO 发行，公司拟募集资金 3800 万元，拟投向于年产 8000 台 12kV 永磁高压真空断路器技术改造项目、年产 1200 台 40.5kV 永磁高压真空断路器和 8000 台万能式永磁低压真空断路器建设项目、企业营销网络建设项目等。

建设生产线、扩大产能类募投项目的建设周期在 1-1.5 年左右，建成后新增产能将逐步释放，在建成后第四年全部达产。届时，公司核心产品永磁开关在业务结构中的营收和利润占比将进一步提高，也能丰富公司产品线（目前 12kV 永磁真空断路器占绝对主导，其他永磁开关产销量较小，开关产品线相对单一）。

而充实营销网络建设则是为公司产能扩建、未来规模快速增长所需要匹配的市场销售手段，由于公司初期市场集中在钢铁、化工等传统用户，09 年之后受金融危机影响，钢铁行业需求大幅下降，公司在维系传统市场外，目前也积极开拓煤炭、电力、铁路、石化等大行业客户，这也对公司的销售网络铺设提出了更高的完善要求，同时也包括更多地域尤其是经济发达地区的覆盖。

三、盈利预测和估值建议

按照公司发行后 15,000 万股本计算，我们预测公司 2011-2013 年的完全摊薄后 EPS 分别为 0.64 元、0.83 元、1.02 元，归属于母公司净利润增长率分别为 15.95%、29.72%、22.67%。

由于缺乏业务类型非常相近的上市公司，我们取 A 股中低压开关成套设备厂商作为可比公司，如表 2 所示，其 2011 年平均 EPS 为 27.4 倍，2012 年平均 EPS 为 19.2 倍，这也符合大家对这个子行业的通常估值区间即当年 PE 在 25-30 倍。

应当指出：我们取的这些可比公司中，大部分业务还是做开关柜成套，具备元器件自产能力的是少数，并且在营收中占比都较小。从这个角度讲，永大集团的断路器业务因具备元器件自产能力且是公司核心业务，未来增长或高于弹簧开关，应给予一定溢价；但考虑到集团还有一些发展前景一般的非核心业务，如电表、交通设施等，一定程度上拉低了公司的吸引力。我们综合考虑，认为给公司在二级市场享有给 25-30 倍的估值还是较合理的，即 15.97-19.16 元。

表 2 可比上市公司估值水平

公司简称	证券代码	EPS		PE	
		2011E	2012E	2011E	2012E
北京科锐	002350.SZ	0.56	0.77	31.3	22.9
特锐德	300001.SZ	0.75	1.04	23.3	16.8
广电电气	601616.SH	0.56	0.77	27.7	20.1
森源电气	002358.SZ	0.65	0.93	31.8	22.2
鑫龙电器	002298.SZ	0.44	0.69	31.3	19.8
东源电器	002074.SZ	0.44	0.63	18.7	13.1
平均		0.57	0.80	27.4	19.2

资料来源：WIND、东北证券

表 3 永大集团的分业务收入和毛利率预测表（单位：万元）

业务分类	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
开关	销售收入	18,698	18,939	24,620	32,006	41,608
	收入增速	6.63%	1.29%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	63.65%	61.14%	61.00%	60.00%	59.00%
开关柜	销售收入	6,374	6,609	6,939	7,286	7,651
	收入增速	-16.69%	3.69%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	39.14%	45.49%	38.00%	38.00%	37.00%
交通设施	销售收入	4,347	11,650	6,408	7,369	8,474
	收入增速	-45.14%	167.98%	-45.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	21.61%	21.34%	19.00%	18.00%	17.00%
电表	销售收入	1,251	2,214	2,324	2,441	2,563
	收入增速	-51.66%	76.93%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	24.77%	25.31%	25.00%	25.00%	25.00%
其他	销售收入	97	1,841	1,800	1,800	1,800
	收入增速	-16.53%	1806.47%	-2.24%	0.00%	0.00%

	毛利率	13.54%	19.79%	20.00%	20.00%	20.00%
主营业务	营业收入	30,767	41,253	42,092	50,902	62,096
	营收增速	-14.09%	34.08%	2.03%	20.93%	21.99%
	综合毛利率	50.89%	43.62%	47.07%	47.68%	48.02%

数据来源：东北证券

表 4 永大集团的盈利预测表（单位：万元）

项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	30,766.86	41,252.87	42,091.60	50,901.98	62,095.50
减：营业成本	15,107.76	23,253.29	22,277.81	26,632.94	32,274.78
减：营业税金及附加	250.57	282.65	294.64	356.31	434.67
销售费用	3,348.95	3,990.31	4,209.16	5,090.20	6,209.55
管理费用	3,882.62	4,134.77	4,209.16	5,090.20	6,209.55
财务费用	691.76	660.17	336.73	-305.41	-310.48
资产减值损失	415.19	-184.90	300.00	300.00	300.00
加：投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	7,070.01	9,116.57	10,464.09	13,737.74	16,977.43
加：营业外收入	529.79	561.95	600.00	600.00	600.00
减：营业外支出	63.02	159.76	50.00	50.00	50.00
利润总额	7,536.78	9,518.75	11,014.09	14,287.74	17,527.43
减：所得税	824.48	1,254.67	1,431.83	1,857.41	2,278.57
净利润	6,712.30	8,264.08	9,582.26	12,430.34	15,248.87
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	6,712.30	8,264.08	9,582.26	12,430.34	15,248.87
股本（万股）	11,200.00	11,200.00	15,000.00	15,000.00	15,000.00
摊薄每股收益(元)	0.599	0.738	0.639	0.829	1.017

数据来源：东北证券

四、风险提示

(1) 目前永磁开关产品尚没有得到主流客户的全面认可，未来市场将以多快的速度铺开去替代传统弹簧开关，这中间是多方博弈的结果，存在不确定性。

(2) 如果市场一旦全面铺开，考虑到市场中规模和资金优势更强的传统开关企业的冲击，竞争将加剧，长期来看，产品毛利率下降趋势不可避免。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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征价。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。本报告版权归我公司所有。