

永大集团 (002622.sz)

永磁开关行业龙头，高端市场进口替代极具潜力

韩玲 分析师

电话: 021-68828545

eMail: gfhf@gf.com.cn

执业编号: S0260511030002

创民族品牌的真空永磁开关细分行业龙头

公司作为真空永磁开关行业先行者和领军企业，先发优势明显：在技术上，公司已获得 3 项发明专利和 16 项实用新型专利，形成了 40.5kV 及以下电压等级产品系列化，产品性能远超国外知名品牌；在运行业绩方面，公司产品投入市场近 10 年，成功应用在首钢、宝钢、鞍钢、本钢、中石油、五大发电集团等大型企业项目中；在市场方面，目前公司主导产品 12kV 和 40.5kV 永磁开关的市场占有率位于首位。

真空永磁开关作为新兴技术发展前景广阔

目前真空永磁开关主要覆盖 40.5kV 及以下“量大面广”的配、用电领域，该产品作为行业内的新兴技术在设备使用寿命、可靠性和免维护等方面均优于传统弹簧操动机构开关，特别适用于钢铁、化工、煤炭、电厂等高端市场。由于其客户群相对分散，相对于高压、超高压输电设备，中压电气设备议价能力更强，另外真空永磁开关属于配电开关核心元器件，与成套设备相比技术壁垒高、回款周期短、盈利能力强。现阶段永磁开关仍处于市场导入期，设备数量在同类设备中的占比为 5% 左右。随着未来开关市场绝对容量的增长以及永磁产品普及率的提高，未来发展前景可观。

盈利预测

预计 2011~2013 年公司实现每股收益 0.82、1.14 和 1.44 元。2011 年 PE 为 31 倍，低于中低压成套设备公司水平，我们认为公司是核心断路器生产厂家，理应获得比开关成套设备商更高估值。按照 2012 年 30 倍 PE 计算，目标价 34 元，给予“买入”评级。

风险提示

永磁开关的市场开拓风险；单一产品竞争力下降毛利率下滑风险；股权高度集中的风险等。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	307.67	412.53	433.54	618.58	725.60
增长率(%)	-14.09%	34.08%	5.09%	42.68%	17.30%
EBITDA(百万元)	89.08	103.85	142.55	198.09	256.30
净利润(百万元)	67.12	82.64	122.53	171.14	216.70
增长率(%)	5.56%	23.12%	48.27%	39.67%	26.62%
每股收益(元)	0.60	0.74	0.82	1.14	1.44
市盈率	0.00	0.00	31.34	22.44	17.72
市净率	0.00	0.00	3.27	2.86	2.46
EV/EBITDA	0.69	0.02	22.17	15.70	11.28

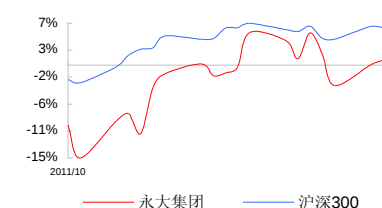
数据来源：吉林永大集团股份有限公司财务报表 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	25.60 元
合理价值	34.00 元
前次评级	无

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅			
沪深 300	3.43	-5.94	-17.20

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	150/30
主要股东:	吕永祥
主要股东持股比例	33.66%
流通 A 股比例	20.00%

财务比率

ROE	26.77%
ROA	19.62%
资产负债率	32.17%

2010 年报数据

目录索引

一、投资摘要	4
二、公司业务聚焦于真空永磁开关	5
（一）公司概况	5
（二）主营业务聚焦于真空永磁开关	6
三、真空永磁开关作为新兴技术发展前景广阔	7
（一）开关行业技术升级与环境保护的最新发展成果	7
（二）新兴永磁机构 VS 主流弹簧机构	11
（三）保守预计中压真空永磁开关市场未来五年复合增长率约为 23%	12
四、公司永磁开关业务极具发展潜力	14
（一）公司永磁开关产销规模国内领先	14
（二）真空永磁开关定位于中高端市场竞争程度较低	15
（三）公司永磁开关先发优势显著	15
（四）与伊顿品牌合作加速市场拓展	16
（五）销售对象广泛强化品牌效应	18
（六）营销网络建设直销代理并举大力拓展市场	19
五、其他业务将保持稳定规模	20
六、公司经营指标情况良好	21
（一）营业利润率保持高位	21
（二）偿债能力表现良好	22
（三）运营能力优于平均水平	22
七、募投项目分析	23
八、盈利预测	24
（一）盈利预测假设	24
（二）核心器件厂商持续成长性高理应给予较高估值	25
九、风险提示	26

图表索引

图 1: 发行后公司股权结构	5
图 2: 主营业务收入构成 (万元)	7
图 3: 毛利构成 (万元)	7
图 4: 绝缘灭弧介质发展历程	8
图 5: 操动机构发展历程	9
图 6: 真空断路器行业发展	10
图 7: 真空永磁开关产品生命周期	11
图 8: 12kV 开关系列国产永磁开关与进口弹簧开关价格 (万元)	12
图 9: 12kV 及 40.5kV 中压开关产量与发电累计装机容量回归分析	12
图 10: 中压真空永磁开关市场预计及增长率	14
图 11: 公司高压永磁开关产品销量变动情况 (台)	14
图 12: EATON 品牌产品销售占比	17
图 13: 公司自有品牌与伊顿品牌毛利率比较	18
图 14: 公司销售区域分布情况	18
图 15: 公司销售行业市场分布情况	19
图 16: 其他业务营业收入及占比	20
图 17: 其他业务营业利润及占比	20
图 18: 公司毛利率变动情况	21
表 1: 弹簧、永磁操动机构 12kV 真空开关性能比较	11
表 2: 12kV 及 40.5kV 中压真空永磁开关市场预计	13
表 3: 高压开关行业细分市场等级	15
表 4: 共用品牌许可协议	17
表 5: 永磁开关主要原材料及供货厂商	21
表 6: 公司与同行业上市公司偿债能力对比情况	22
表 7: 运营能力比较	23
表 8: 募投项目	23
表 9: 募投项目达产后主要经济指标	24
表 10: 公司永磁开关销售预测	24
表 11: 经营假设表	25
表 12: 行业公司估值比较	26

一、投资摘要

真空永磁开关尚处于市场导入期：目前真空永磁开关主要覆盖40.5kV及以下量大面广的配、用电领域，该产品作为行业内的新兴技术在设备使用寿命、可靠性和免维护等方面均优于传统弹簧开关，特别适用于钢铁、化工、煤炭、电厂等高端市场。现阶段永磁开关仍处于市场导入期，设备数量在高压电气开关中的占比仅为5%左右。随着未来开关市场绝对容量的增长以及永磁产品普及率的提高，未来发展前景可观。

吉林永大在真空永磁开关领域先发优势明显：公司作为我国真空永磁开关的细分行业龙头先发优势明显。在技术上，公司的永磁技术已经获得3项发明专利和16项实用新型专利，形成了40.5kV以下电压等级产品的系列化；在运行业绩方面，公司产品投入市场近十年，客户运行记录时间长，产品已应用在首钢、宝钢、鞍钢、本钢、中石油集团吉化公司、辽通化工60万吨乙烯工程、五大发电集团等大型企业项目中；在市场方面，目前公司在永磁开关领域的市场占有率排在首位，并大幅领先其余竞争者。

产能扩张带来新业绩增长点：由于公司永磁开关定位于高端市场，其竞争对手主要是以ABB、西门子等为代表的国际品牌弹簧开关。与之相比，公司产品性能优越，销售价格也极具竞争力，因此毛利率始终保持在高位，盈利能力突出。之前公司各电压等级的永磁开关设备公用一条生产线，由于受到产能瓶颈的限制，其产品主要集中在12kV。随着公司上市、募投项目达产之后，40.5kV永磁高压真空断路器、万能式永磁低压断路器以及永磁低压交流接触器等产品将逐步放量，迅速增大公司对下游市场的扩张力度和盈利能力，成为新的业绩增长点。

直销代理并举将大力拓展市场：真空永磁开关作为一个新兴的细分行业仍处于导入期，市场对其认知尚不充分。公司作为市场占有率最高的行业龙头在销售产品的同时也担任着教育市场的角色，这在客观上也对公司销售团队有着较高的要求。募投项目中企业营销网络的建设将加强公司营销团队力量，有助于真空永磁开关设备的推广和普及，在传统弹簧开关的替代市场上更进一步。在上市之前，公司永磁开关的销售基本通过直销的方式来实现，目前公司正在积极着手开拓分销渠道。目前国内高端断路器市场上如ABB、施耐德、西门子等国际知名企业均采用以分销为主的营销手段（根据众业达2010年年报数据，施耐德、ABB、西门子的中低压电气在国内的分销业务规模合计超过200亿元），行业业务模式已经相当成熟。在分销渠道能够成功设立后，公司对市场的覆盖将实现“从点到面”的本质性跨越，其业务将实现爆发式增长。

核心断路器厂商理应获得较成套设备商更高估值：目前在A股市场上从事中低压配电开关设备生产的公司有很多，其中绝大部分都包含成套设备（开关柜）和元器件（断路器）业务，但在可比公司中盈利能力最强、最具核心竞争力的断路器所占营业利润比重均远低于永大集团，附加值较低的成套设备业务仍然占据主导地位。其断路器产品性能也尚未达到或超过国外知名品牌，因此仍然局限于内资品牌相互竞争的境地，毛利率水平也相对较低。我们预计，公司2011~2013年实现营业收入4.3亿、6.2亿和7.3亿元，实现净利润分别为1.2亿、1.7亿和2.2亿元，未来三年的EPS分别为0.82、1.14和1.44元。2011年PE为31倍，低于中低压成套设备公司的普遍水平，我们认为公司是核心断路器生产厂家，理应获得比开关成套设备商更高估值。按照2012年30倍PE计算，目标价34元，给予“买入”评级。

二、公司业务聚焦于真空永磁开关

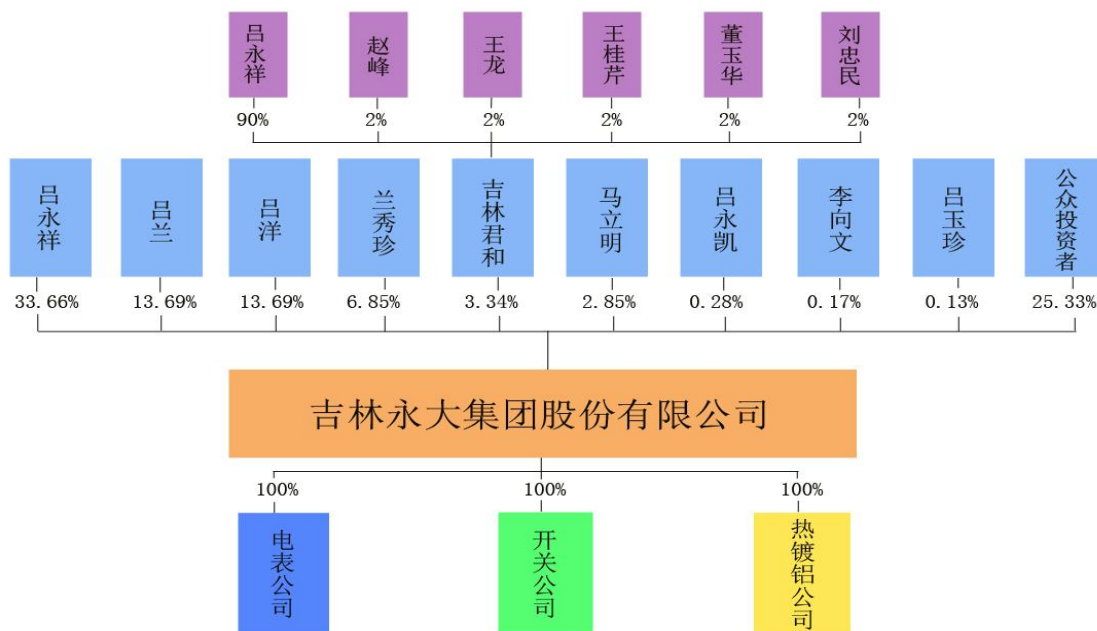
（一）公司概况

公司成立于1998年，前身为吉林永大有限公司。公司的主营业务主要为研发、生产和销售永磁开关产品，另外还包括生产高低压开关成套设备、电子式电能表和高速公路护栏等业务。公司的真空永磁开关产品主要覆盖40.5kV及以下电压等级，广泛应用于配电、用电领域，目前产品已投入市场近十年时间，客户运行记录较长，产品已应用在首钢、宝钢、鞍钢、本钢、中石油集团吉化公司、辽通化工60万吨乙烯工程、五大发电集团等大型企业项目中。在真空永磁开关领域，公司积极打造民族品牌，其产品性能先进，技术参数优于国内及国外知名厂商产品。

公司所在地吉林市是中国具有重要地位的永磁材料研发基地，公司在永磁技术研究上具有一定的区域优势。公司现有技术人员160人，其中，高级工程师33人、工程师43人，享受国务院政府特殊津贴技术专家2人。公司研发能力强，在国内率先掌握永磁操动机构技术并成功应用于高、低压永磁开关产品。目前，公司围绕永磁技术已获得了3项发明专利和16项实用新型专利的授权。

公司目前总股本为1.5亿股，总经理吕永祥先生为公司实际控制人，直接持有公司5,048.26万股，并通过吉林君和间接持有本公司450万股，直接和间接合计持有公司5,498.26万股合计持股比例为36.65%。公司拥有三家子公司：吉林永大电气开关有限公司、吉林永大集团热镀锌有限公司和吉林永大集团电表有限公司，无参股公司。

图 1: 发行后公司股权结构



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

（二）主营业务聚焦于真空永磁开关

在公司的四项主营业务中，永磁开关作为公司的主导产品经过多年的发展已经形成包括高低压真空断路器、低压接触器的系列化产品；高低压开关成套设备具有一定规模，可以促进公司永磁开关的销售；而电子式电能表和高速公路护栏作为历史业务的延续，预计未来其业务规模将基本保持稳定。

表 1：公司真空永磁开关主要产品

产品名称	主要特点	应用场所	产品图片
永磁高压真空断路器	额定电压分别为 12kV 和 40.5kV 的两种户内开关设备，配装公司自主研发的永磁操动机构；具有可靠性高、寿命长、智能 和免维护的特点。	产品广泛应用于发电厂、变电站以及工业企业，特别适合于频繁操作、多次开断短路电流场所。	
万能式永磁低压真空断路器	公司将永磁操动技术应用于低压（1kV 及以下）开关领域的产品，产品具有额定运行短路开断次数多和使用寿命长的特点。	特别适用于供电可靠性要求高、不允许经常停电检修、操作频繁，尤其是化工、矿山等易发生火灾、有爆炸危险的特殊场所。	
永磁低压交流接触器	配装永磁操动机构、额定电压为 1kV 以下、额定电流为 1kA 以下的低压开关设备；具备节约能耗的显著优点。	广泛用于发电厂的配电系统和工业企业的用电系统。	

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

2008~2010年，公司实现营业收入分别为3.6亿、3.1亿和4.1亿元，同比增长69.06%、-14.08%及28.50%。其中永磁开关业务占比分别为48.96%、60.77%及45.91%，对公司主营收入的贡献最大。在营业利润方面，由于公司永磁开关产品毛利率相对较高，因此其2008~2010年的营业利润占比分别达到72.65%、76.06%和65.67%，是公司盈利的最主要来源。公司高速公路交通设施产品受到销售区域和项目周期的影响一般以两年为周期，呈现“大、小”年交替出现的情况，因此在2008和2010年销售收入中占比较大。而高低压开关成套设备以及电子式电能表业务表现相对稳定，收入占比分别约为17%~21%和4%~7%。

在公司的永磁开关业务中，12kV永磁开关是主打产品，2008~2010年，该规格开关在永磁开关业务收入中的占比分别是84.25%、86.19%和84.18%。除上述产品外，公司还陆续开发了40.5kV永磁开关、31.5kV永磁开关、24kV永磁开关、永磁低压真空断路器和永磁低压交流接触器等产品，随着应用领域的拓宽这些产品在未来将成为公司新的利润增长点。

图 2：主营业务收入构成（万元）

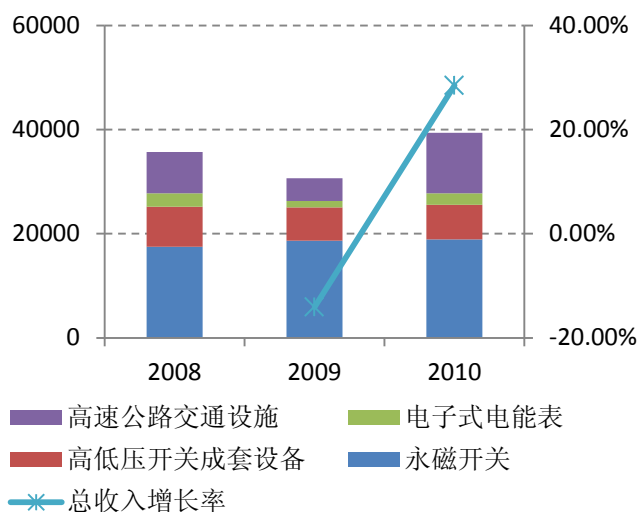
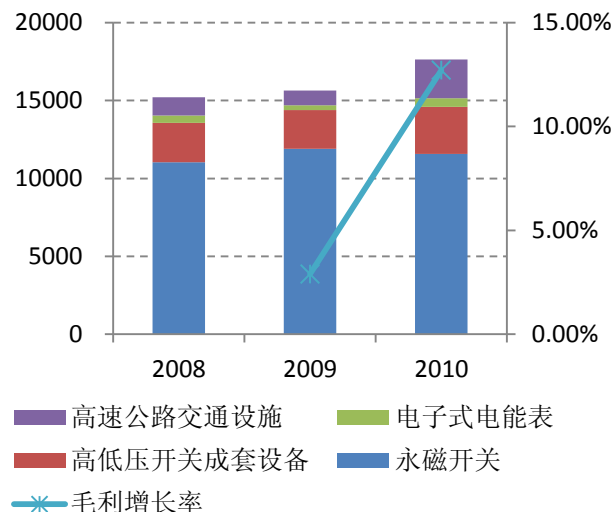


图 3：毛利构成（万元）



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

三、真空永磁开关作为新兴技术发展前景广阔

（一）开关行业技术升级与环境保护的最新发展成果

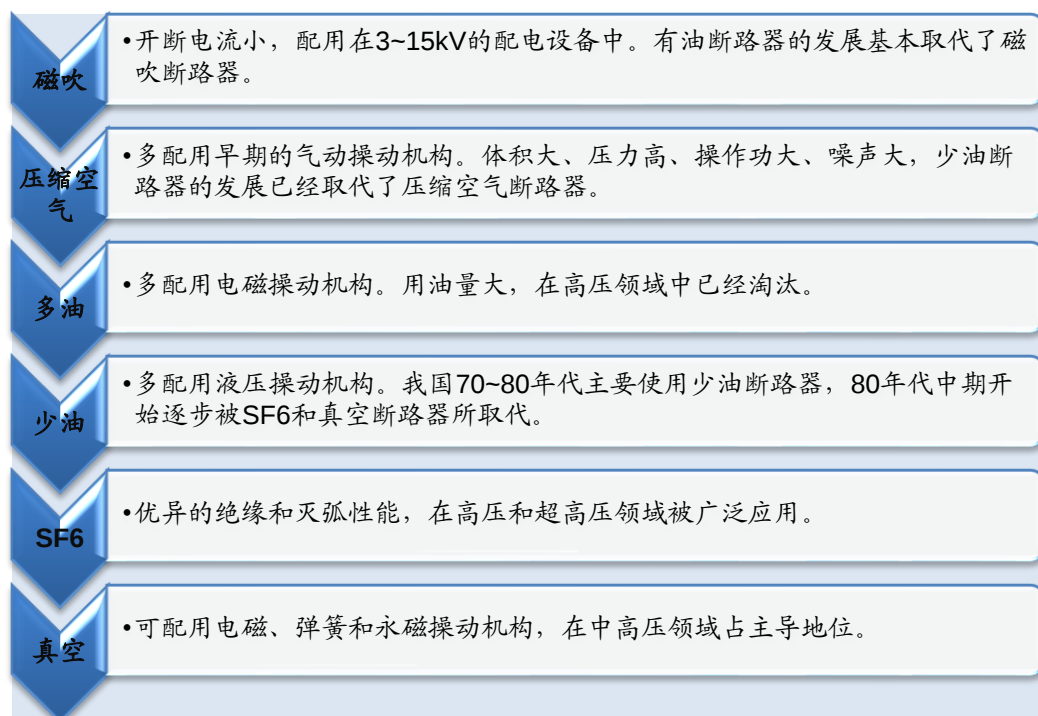
高压开关行业的技术发展主要集中表现在灭弧介质和操动机构系统两个方面。随着新的绝缘和灭弧介质以及操动机构的研究和发展，电气开关行业经历了从最初的磁吹断路器到真空断路器，从手动操动发展到目前的永磁操动机构的演变历程。

中低压真空灭弧技术已成为主流

在高压断路器分闸时，由于触头从接触到分开的过程中两个触头间的间隙从小到大，在高电压的作用下，间隙的绝缘介质将被击穿形成电弧。电弧形成后产生的热量会进一步加剧介质电离扩大电弧，使断路器无法有效断开电路。为了解决这一问题，在断路器实际应用时，将触头装入充满一定绝缘介质的灭弧室，通过分割、吹灭等手段最大限度的减少分闸时所产生的电弧，缩短断开电路的时间。

现阶段在我国，由于SF6断路器分断大电流的能力较强因此多应用于40.5kV以上电压等级的输电环节。真空断路器一般应用于电压等级在40.5kV及以下的配电领域。但考虑到SF6气体（六氟化硫）的环保问题，未来随着真空断路器触头载流问题逐步得到解决，真空灭弧技术将在各电压等级领域成为市场主导。

图 4：绝缘灭弧介质发展历程



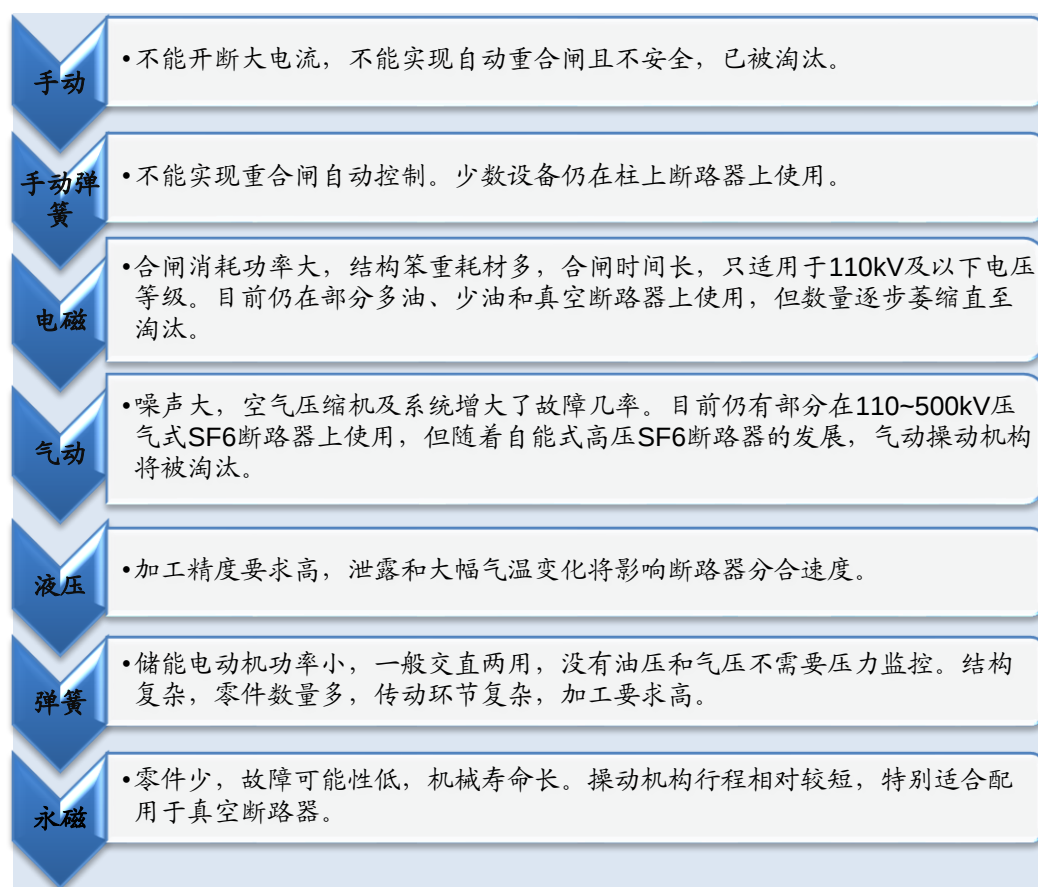
数据来源：广发证券发展研究中心

我国真空断路器的研发工作始于二十世纪50年代末，基本与美国同步，略早于日本。通过引进国外先进技术，并经过30年来的不断努力，我国已进入了真空断路器生产大国的行列。

永磁操动机构是高压开关技术发展趋势

断路器通过触头的分、合动作实现电气电路的关断与闭合，而分、合动作是借助于操动机构来实现的。因此，操动机构工作性能的优劣，在很大程度上决定了断路器的工作性能和可靠性。目前我国配电开关领域，弹簧操动机构仍占主导地位，但在近5年来最新发展的永磁机构开关已经开始逐步进入电厂、电网以及大型工矿企业。

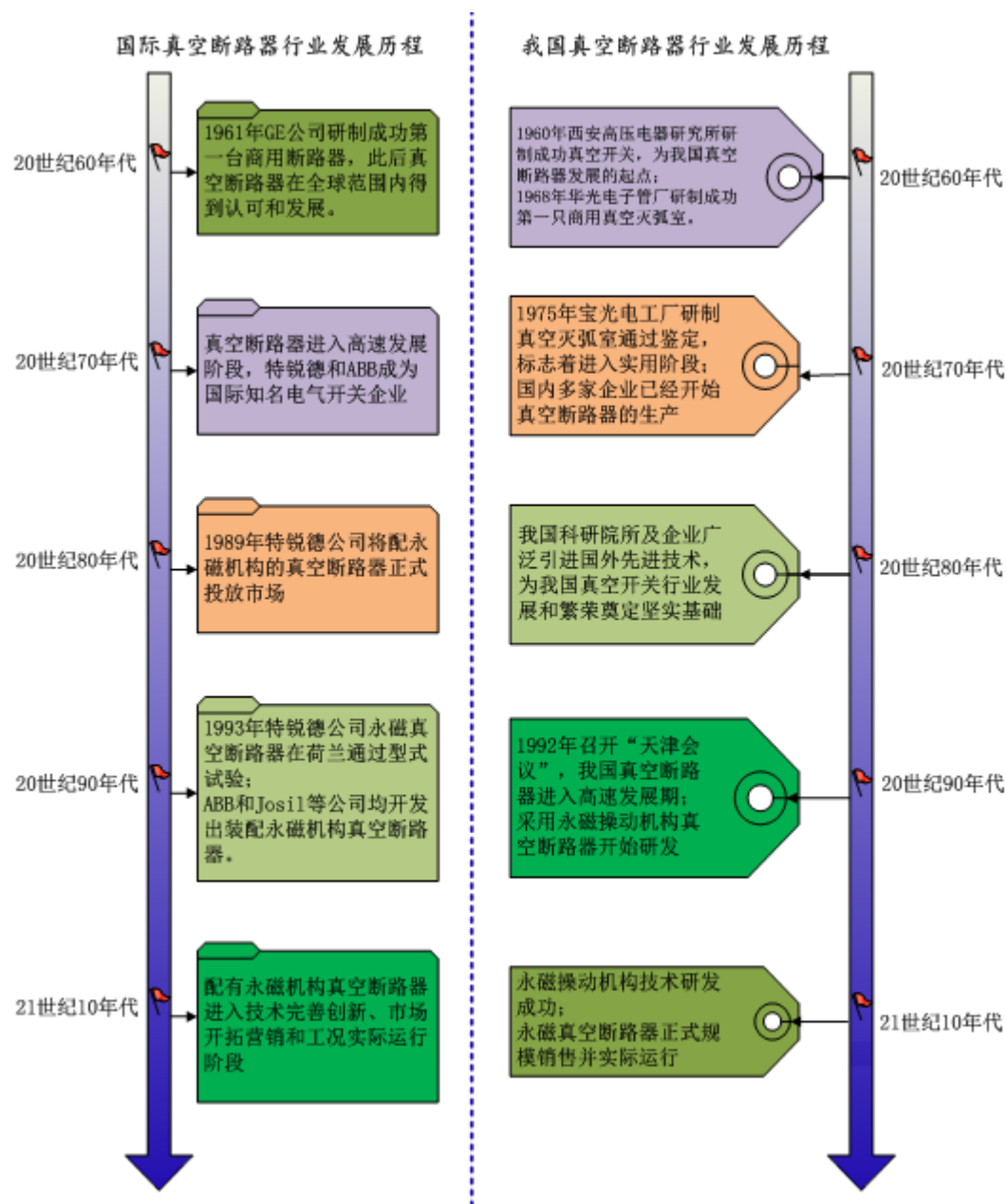
图 5：操动机构发展历程



数据来源：广发证券发展研究中心

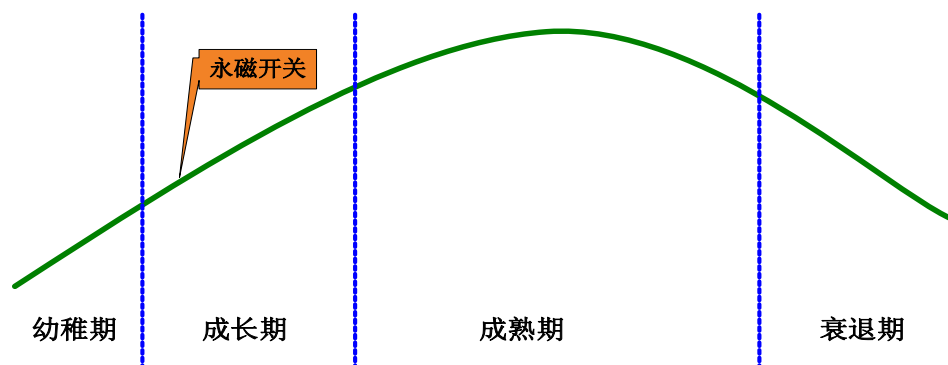
综合技术性能与环保要求，真空永磁开关无疑是配电开关设备设计应用的新趋势。我国真空断路器经过30多年的发展和市场替代，现阶段在40.5kV及以下电压等级的配电领域已经基本取代了其他灭弧介质占据主导地位，目前正向更高电压等级方向发展。而永磁机构真空断路器作为前者的一个子行业，出现时间较晚，属于积极替代现有产品的新兴行业。

图 6：真空断路器行业发展



数据来源：广发证券发展研究中心

图 7：真空永磁开关产品生命周期



数据来源：广发证券发展研究中心

（二）新兴永磁机构 VS 主流弹簧机构

永磁操动机构技术参数及性能均优于弹簧机构

永磁操动机构作为新兴技术与市场传统弹簧操动机构相比，具备开关次数多、使用寿命长、故障率低，免维护等显著优势。使用永磁机构能够杜绝弹簧机构开关在实际工程中出现的如机构卡死、储能不到位、开关偷跳、储能电机烧坏等常见问题。

目前，永磁操动机构真空开关在电路参数如额定电压、额定电流、短路开断电流等方面都已经达到甚至超过弹簧机构的技术参数水平，设备型号已经完成对传统配电市场的全域覆盖。在低压（1000V）领域，公司生产的万能式永磁低压真空断路器的短路开断次数达到30次，而目前国内传统同类产品的短路开断次数一般为3次。

表 1：弹簧、永磁操动机构 12kV 真空开关性能比较

	弹簧操动机构	永磁操动机构
额定电压	12kV	12kV
额定电流	4000A	5000A
额定短路开断电流	50kA	63kA
操动机构机械寿命	1~3 万次	10 万次
额定短路电流分段次数	12~30 次	100 次
零件数量	200 个左右	60 个左右
维护要求	定期维护	免维护

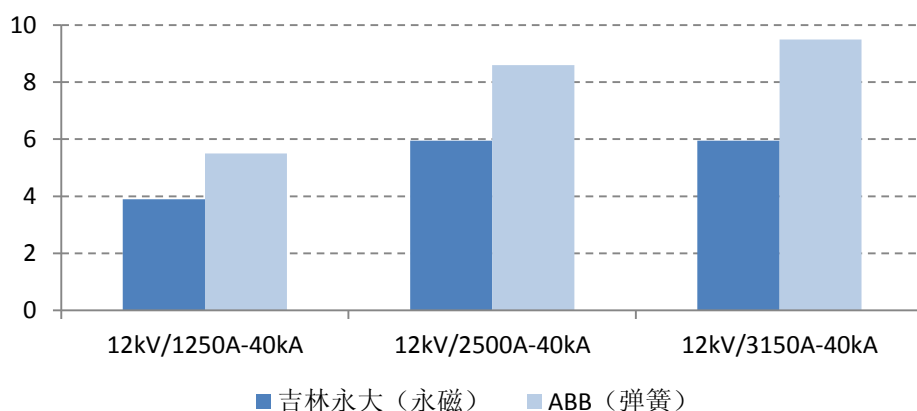
数据来源：广发证券发展研究中心

产品价格的高端市场具备明显竞争力

在对设备维护要求低、可靠性高、使用寿命长的高端市场上，国产真空永磁开关的主要竞争对手是以ABB、西门子等为代表的国际知名品牌的弹簧机构真空产品。在产品售价方面以12kV开关系列为例，在额定电流1250A、2500A、3150A的开关规格中，国产永磁机构开关价格分别为进口弹簧机构开关的71%、69%和63%。价格水平的较大差异在一定程度上保证了在高端产品国产化替代领域国内永磁开关生产厂商的订价弹性

和赢利能力。

图 8: 12kV 开关系列国产永磁开关与进口弹簧开关价格（万元）

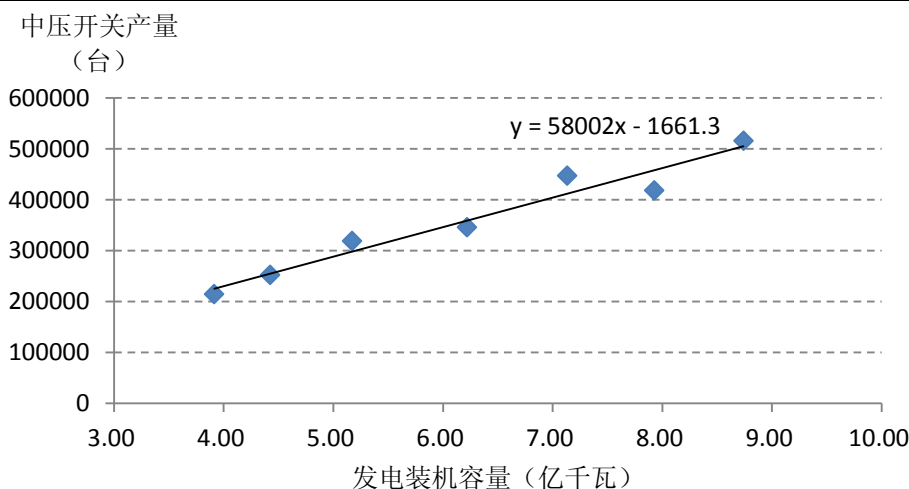


数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

（三）保守预计中压真空永磁开关市场未来五年复合增长率约为23%

由于我国电力系统中的城乡配电网电压主要采用12kV和40.5kV等级，因此该两个电压等级产品一直是我国开关行业中“量大面广”的产品，在行业中占据主导地位。电力电网建设中，发电是产业源头，与输电和配电环节存在紧密的相关性，在很大程度上决定了后两者的建设规模。我们对12kV及40.5kV中压开关的总产量进行回归分析，得出其产量与我国发电累计装机容量的线性回归系数为58002。按照我国电力“十二五”规划，到2015年我国发电装机容量将超过14亿千瓦，未来五年复合增长率约为8.5%。另外根据12kV及40.5kV开关需求量的比值约为10:1，根据《中国电器工业统计年鉴》的数据我们保守预计到2015年12kV和40.5kV开关市场需求将分别达到76万台和8万台。考虑到年鉴统计数据具有一定的局限性，我们认为未来配电开关的市场需求将超过以上预测值。

图 9: 12kV 及 40.5kV 中压开关产量与发电累计装机容量回归分析



数据来源：《中国电气工业统计年鉴》，广发证券发展研究中心

考察断路器设备以往历次的技术升级，新技术发展成熟后由于在开断次数、额定开断电流、短路电流、短路电流分段次数等性能参数上有很大提升，因此一般在3~5年内就完成了对上一代产品的更新换代。而中压真空永磁开关从投放市场到今天已经发展了十多年，但目前占配电开关的比例仍然较低只有5%左右。我们认为最主要的原因有以下三点：

- 1) 由于断路器在开断时要求实现快速动作，之前的弹簧操动机构需要在动作前储存很大的势能，根据设备型号弹簧的拉力一般在700~2000公斤。采用永磁机构也需要类似的快速动作，由于永磁开关的开断依靠励磁来实现，这就导致了在开关动作的瞬间操动机构要提供数十千瓦的瞬时功率。而之前特锐德、ABB等在永磁开关研发领域处于领先地位的国外知名企业在控制电路设计上受到功率器件的限制，开断电流只能做到2000A左右并没有完成对弹簧开关的全系列替代，相应的永磁开关也只能进入铁路箱变、环网柜等对额定电流要求较低的细分市场。
- 2) 诸如ABB、特锐德、西门子等企业本身就是传统弹簧开关电器的行业巨头，其产品拥有很高的市场占有率。他们在永磁开关产品还没有完全成熟的情况下也没有很强的推广动力。
- 3) 近几年永大集团虽然在控制电路的设计方面另辟蹊径，提高了开断额定电流与设备控制的稳定性，完成了对传统配电弹簧开关的全面替代。但之前作为一家国内非上市的民营企业，其市场地位与ABB这类的国际知名厂商不可同日而语，要打入注重品牌、历史业绩的高端市场并进行大规模的推广并非一蹴而就，需要逐渐获得用户的认可、提升品牌的知名度。

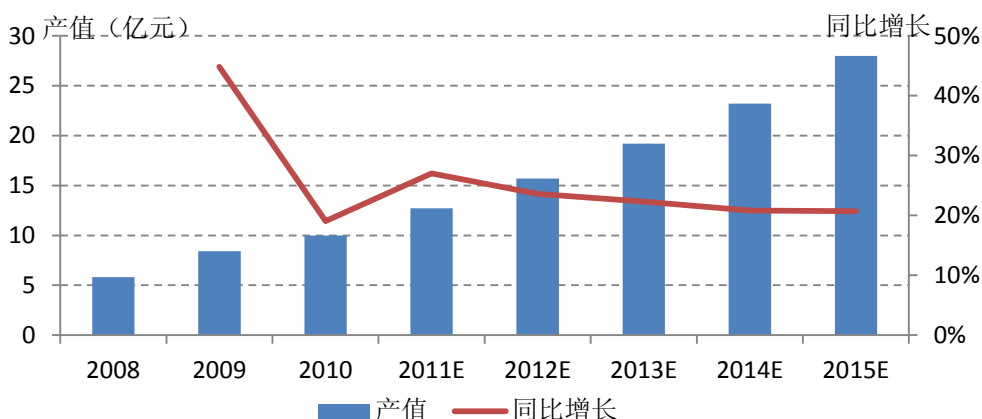
我们认为，随着真空永磁开关逐渐得到市场更广泛的认可，其替代传统弹簧高压开关的潜力被释放，保守预计永磁开关的产值占比将呈现稳定上升趋势，以设备均价3万元/台计算，到2015年产量接近10万台，市场容量达到30亿元左右，五年复合增长率为23%。

表 2：12kV 及 40.5kV 中压真空永磁开关市场预计

年份	中压开关 产量(台)	真空永磁开关产量占比								市场 容量(亿元)	
		5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	低	高
2010	556428	27821	33386	38950	44514	50079	55643	61207	66771	8	12
2011	603866	30193	36232	42271	48309	54348	60387	66425	72464	11	14
2012	655336	32767	39320	45873	52427	58980	65534	72087	78640	14	18
2013	711180	35559	42671	49783	56894	64006	71118	78230	85342	17	21
2014	771772	38589	46306	54024	61742	69459	77177	84895	92613	21	25
2015	837514	41876	50251	58626	67001	75376	83751	92126	100502	25	30

数据来源：广发证券发展研究中心

图 10：中压真空永磁开关市场预计及增长率



数据来源：广发证券发展研究中心

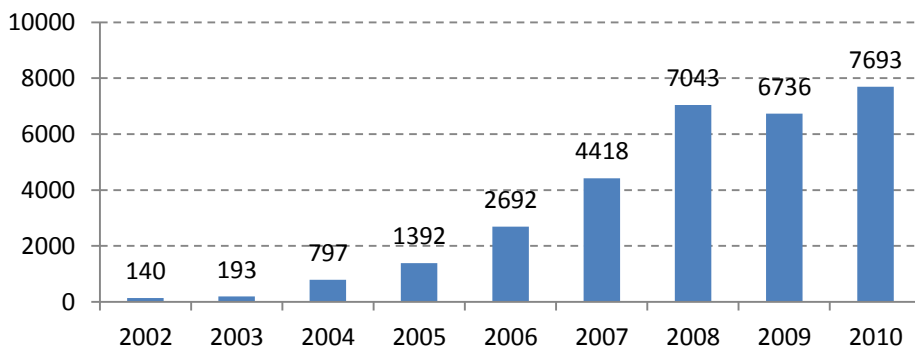
另外，1kV及以下低压开关市场需求也较为可观。根据2009年《中国电器工业年鉴》统计，2008年我国万能式低压断路器产量为62万台、低压交流接触器产量为7000万台，推算产值分别达到140亿和300亿元。以永磁开关5%的市场份额计算，到2015年低压永磁开关产值也将超过30亿元。

四、公司永磁开关业务极具发展潜力

（一）公司永磁开关产销规模国内领先

公司是国内最早从事永磁开关专业生产的厂家之一，作为该细分领域的领军企业公司永磁开关的产销规模在国内位于首位。在高压领域，2009年公司40.5kV以下永磁开关销售量为6736台，其中12kV永磁开关销售数量为6437台，40.5kV永磁开关销售数量为299台。2009年我国永磁开关总产量约为3万台，据此计算，公司永磁开关市场占有率约为22%。2010年，公司40.5kV以下永磁开关销售量为7693台，其中12kV及40.5kV永磁开关销售量分别为7346台和270台，永磁高压接触器数量为77台。2010年7月，中国电器工业协会高压开关分会认定吉林永大永磁开关产销量全国排名领先。

图 11：公司高压永磁开关产品销量变动情况（台）



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

（二）真空永磁开关定位于中高端市场竞争程度较低

现阶段的高压开关行业根据产品技术水平、用户使用要求和产品价格等因素区分，可将市场分为高端、中端和低端三个等级。真空永磁开关由于其突出的可靠性、较长的使用寿命和免维护等优异的产品特性，以及现阶段生产厂商数量和产能的原因，产品主要面向钢铁、化工、冶金、煤炭、电厂等中高端市场。在这些领域中用户对断路器设备的性能、可靠性有很高要求。这主要是因为：

1. 在这些行业中电力设备投资占比较小，开关设备投资仅占总投资的1%~2%。而如果因为断路器故障而导致停产、事故，其损失往往是断路器价值的数百倍。
2. 不同于电网，工矿企业由于在其生产过程中分合闸操作次数较多，对产品使用寿命有较高要求；
3. 企业受其生产环境的限制以及缺乏对电力设备的专业维护技能，因此对开关设备的免维护性更为重视。

因此高端客户对产品的稳定性、品牌和历史业绩较为看重，而对价格因素的敏感度相对较低。

表 3：高压开关行业细分市场等级

等级	市场领域	竞争格局	市场化程度
高端市场	主要是对产品的技术水平和防护等级要求很高的市场，如发电厂、主干电网输配电设施及钢铁、化工、煤炭、铁路等国家和地方重大建设项目。	由于该市场对真空断路器的性能可靠性和使用寿命要求非常高，参与市场竞争的企业较少，市场竞争比较平缓。	市场集中度很高，少数技术优势企业主导市场。
中端市场	主要是对产品技术水平要求较高的市场，如水泥、轻工等行业的大中型企业。	该市场竞争企业较多，产品技术水平差别较小，利润水平合理，竞争比较激烈。	市场化程度较高，集中度较高。
低端市场	主要是对产品技术水平要求较低的市场，如一般工业企业、普通输配电场所以及低端民用领域。	该市场集中了国内大多数开关设备制造商，规模小、装备差、无自主研发能力，以地方性小规模终端用户市场为主；企业主要以低价竞争为手段，利润水平低。	充分竞争市场，集中度低。

数据来源：广发证券发展研究中心

真空永磁机构开关作为高压开关的一个新兴子行业正处于成长期，市场表现为相较于传统的弹簧开关，永磁设备应用的比例还不高。2009年，我国12kV及40.5kV断路器市场容量超过53万台，而高端领域的开关设备年市场需求在15~20万台左右，其中永磁开关约为3万台。相较于全国3000多家的配电开关控制设备制造企业，目前国内只有数十家企业宣布已研制出永磁高压开关设备。其中有一些企业由于技术还不成熟尚未推出产品进行规模化生产，现阶段有量产能力的国内企业只有十几家，主要有永大集团、北京科锐、森源电气、吉林市恒通高压电气有限公司等。因此目前这个细分行业的市场集中度较高。

（三）公司永磁开关先发优势显著

在开关行业招投标评标中，主要考虑的因素有：性能、品牌、业绩和价格。吉林永大在这几方面都具备明显优势。

技术成熟，控制电路可靠性高

永磁开关需要配套控制电路，但控制电路往往存在无法承受大电流和高尖峰电压的问题，从而增加了控制电路的故障率，这也成为全行业的技术难题。而公司在2007年实现技术突破，成功解决了永磁开关配套电子控制电路的可靠性问题，并就相关控制电路技术成果取得了2项发明专利。公司在控制电路上的技术优势，确保了公司产品即使和其他品牌永磁开关相比，也具备运行稳定、可靠的优势。

性能优异产品线齐全

首先在产品性能方面，永磁机构开关在产品技术指标上显著优于传统的弹簧操动机构。另外，公司技术积累深厚，已获得19项专利授权，其中3项为发明专利。在产品覆盖面上，公司产品涵盖了12kV、24kV、31.5kV、40.5kV等中高压以及1000V及以下低压领域；额定电流包括5000A及以下各种电流等级；同时产品覆盖了断路器、接触器及组合电器等多个品种。而目前如ABB、特锐德等国外知名企业，在大电流领域仍未突破功率器件的限制瓶颈。

之前公司各电压等级的永磁开关设备公用一条生产线，由于受到产能的限制，其产品主要集中在12kV。随着公司上市、募投项目达产之后，40.5kV永磁高压真空断路器、万能式永磁低压断路器以及永磁低压交流接触器等产品将逐步放量，迅速增大公司对下游市场的扩张力度和盈利能力，成为新的业绩增长点。公司低压（1kV及以下）永磁开关新产品的开断次数、最大短路电流均超过ABB同类产品。在产品售价方面较国外品牌低20%~30%，极具竞争力。目前低压断路器市场容量约为高压市场的2倍左右，市场潜力可观。2008~2010年公司的低压产品已经进行小批量试验，预计明年销售量将至少达到1000台，并且在未来的2~3年内保持100%的高增速。

进入市场早业绩丰富

吉林永大作为永磁开关这一新技术的探索者，从1999年就开始进行研发，近十年来随着技术的成熟与优化公司产品也逐步实现规模化生产并且凭借优于传统弹簧开关数倍的技术性能成功进入各个行业市场。截止目前，公司产品已成功应用在首钢、宝钢、鞍钢、本钢、中石油集团吉化公司、辽通化工60万吨乙烯工程、五大发电集团等大型企业中，有着丰富的历史业绩，在运行资质方面先发优势明显。由于高端市场追求高可靠性，因此这是一个惯性很强的市场，对品牌的忠诚度高。品牌一旦被用户所接受，性能类似的产品想要进入需要一个漫长的过程。

专注于永磁产品性价比高

公司近十年以来一直专注于永磁开关的研发、生产和销售，与同行业跨国公司相比，在国内市场竞争中并未处于劣势。除在铁路领域特锐德竞争优势明显以外，在其他永磁开关应用领域公司产品无论在性能、产品系列齐全度上都具备一定竞争力。在价格方面，与跨国公司相比，公司永磁开关性价比优势明显。同种规格、性能相近的永磁开关产品，公司报价约为跨国公司的30%~70%。另外，在之前的比较中显示，公司永磁开关设备价格与外资高端簧开关相比具有明显的优势，与合资厂商的同类永磁开关相比仍低于后者。在销量最大的12kV系列产品中，公司售价为施耐德宝光的69%~93%。较低的价格使公司在同类设备招标中位于更具竞争力的有利位置。

（四）与伊顿品牌合作加速市场拓展

2010年8月，公司与伊顿就品牌销售重新协商并达成一致，双方签署最新的《共用

品牌许可协议》，其主要条款如下：

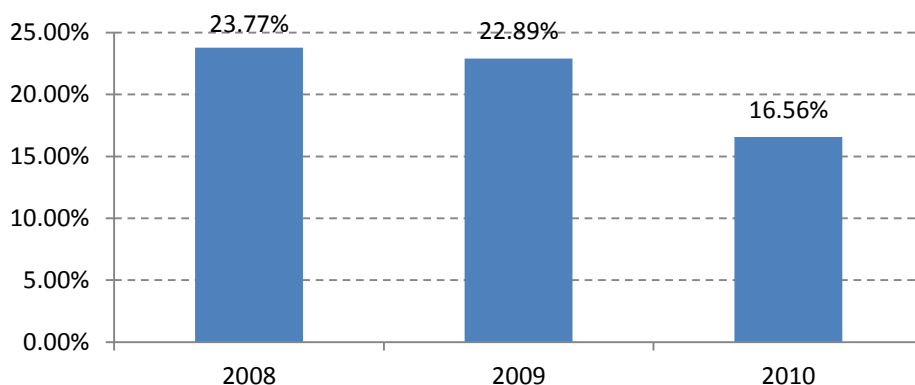
表 4：共用品牌许可协议

合作方式	伊顿授权本公司生产的“YWL”系列永磁高压真空断路器使用“EATON”品牌。
销售模式	本公司自主销售。
合作条件	①本公司使用“EATON”品牌的永磁开关可以在境内不限行业、不限领域进行销售。 ②本公司生产使用“EATON”品牌产品应当配装伊顿真空灭弧室。 ③本公司销售使用“EATON”品牌的产品，按照销售额的一定比例向伊顿公司支付授权使用费。
有效期限	双方一致同意本协议的期限为自生效之日起至 2015 年 8 月 31 日。协议期限届满后将自动延续到下一轮 5 年合作期，除非任何一方于协议期限届满前 80 日以书面通知另一方将不再续延合作期限。

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

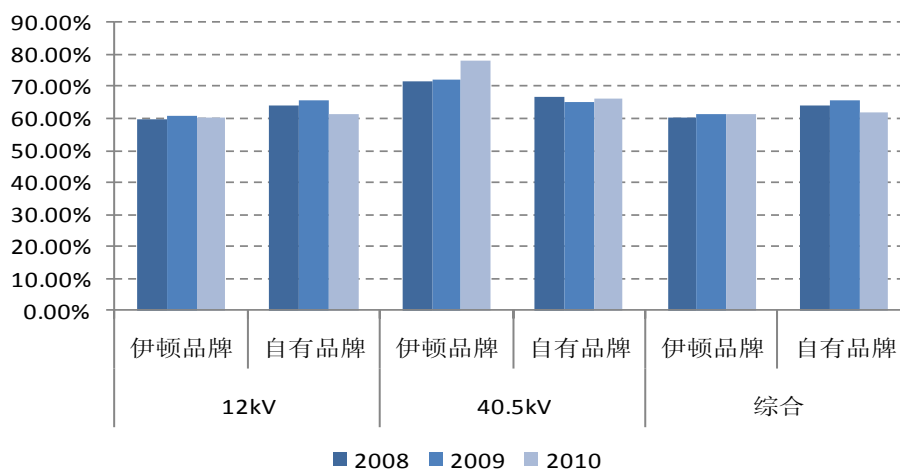
公司与伊顿的合作模式主要是在永磁开关产品中采用伊顿的真空灭弧室，即可使用“EATON”品牌进行产品销售。公司的这一合作旨在利用伊顿品牌进入个别要求使用外资品牌设备的细分市场。2008~2010年，“EATON”品牌开关产品销售金额分别为4,167.65万元、4,279.01万元和3,136.22万元，分别占同期永磁开关产品销售总额的23.77%、22.89%和16.56%，产品销售占比逐步下降，公司在生产技术和产品销售方面对伊顿公司并不十分依赖，而是将此作为市场覆盖的一个补充。目前毛利率方面，虽然公司“EATON”品牌的永磁开关产品采用成本较高的伊顿真空灭弧室，但由于公司较为统一的产品定价策略，因此与公司自有品牌毛利率相当。

图 12：EATON 品牌产品销售占比



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 13：公司自有品牌与伊顿品牌毛利率比较

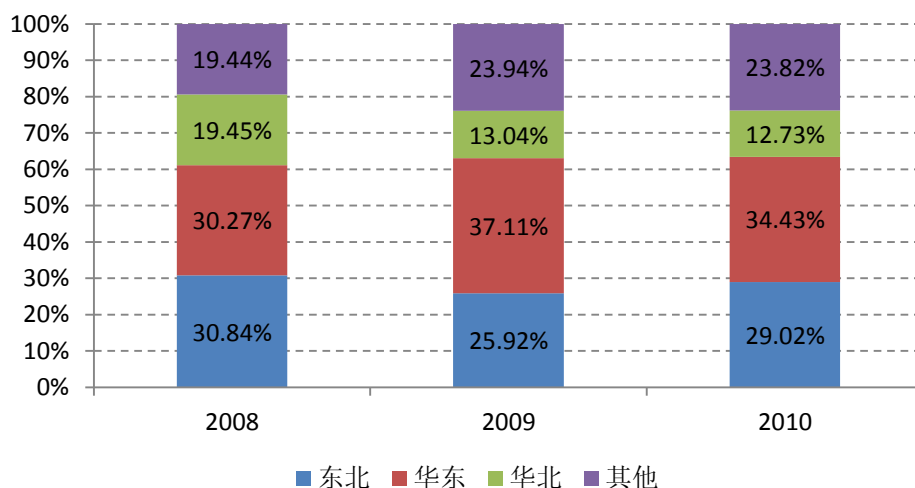


数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

（五）销售对象广泛强化品牌效应

从销售区域角度来看，公司永磁开关产品的销售已经实现向全国市场的扩张。2008~2010年，其永磁开关和开关成套设备在东北地区的销售占比分别为25.46%、25.92%和29.02%，在华东和华北地区的销售占比分别为49.72%、50.15%和47.16%，产品销售区域分布均衡，其产品的市场影响力和品牌知名度已经得到更多客户的认可，公司已经发展成为一家全国性的永磁开关企业。

图 14：公司销售区域分布情况

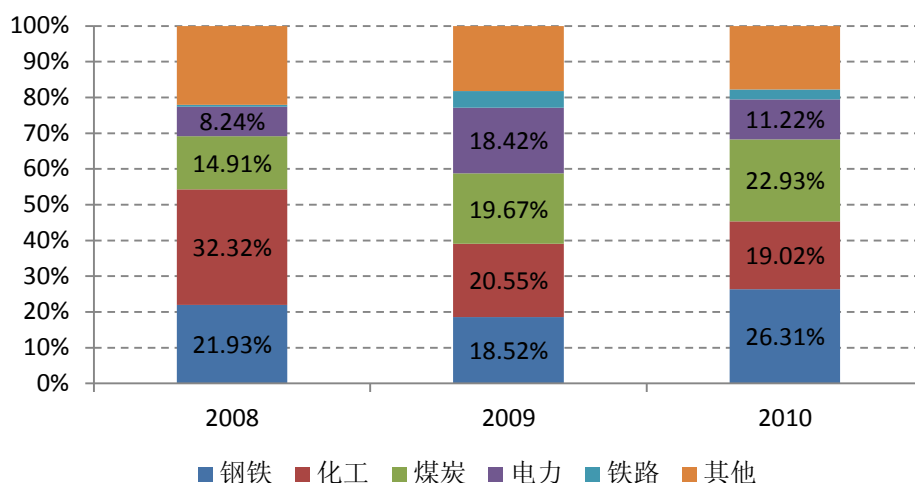


数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

在下游行业市场方面，真空永磁开关由于其出色的性能，目前在钢铁、化工、煤炭等行业领域应用相对广泛。其中钢铁和煤炭行业对开关开断次数要求较高，而化工行业工况环境比较恶劣，对产品的可靠性更为看重。永磁开关内部的核心部件均为密封模块，因此在腐蚀、粉尘等环境下仍能保证设备的免维护特性。由于钢铁、化工和煤炭行业对

永磁开关天然的迫切需求，2008~2010年公司在这三个行业市场销售合计占比分别为69.16%、58.74%和68.26%，成为公司销售的主要下游行业领域。预计未来，随着公司主动加大营销力度，同时永磁开关逐渐得到市场更广泛的认知，其他诸如电力、铁路等高端市场也将得到突破。

图 15：公司销售行业市场分布情况



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

目前公司在真空永磁开关设备市场的占有率位于首位，较高的市占率、广泛的销售区域和大量的高端客户正逐步强化公司品牌的认知度，有助于公司在永磁开关还处于导入期时快速拓展市场。

（六）营销网络建设直销代理并举大力拓展市场

由于公司永磁开关的销售对象并非最终用户，一般不直接参与设备的招投标，因此公司的开关产品在销售时主要向最终用户或者电力工程设计院进行推介，在后者综合考虑产品性能、运行业绩以及性价比等因素确定选用公司永磁产品后，再由公司直接将产品销售给成套设备生产商。鉴于现阶段真空永磁开关作为一个新兴的细分行业仍处于导入期市场认知尚不充分，公司作为市占率第一的龙头企业在进行生产销售的同时还肩负着教育市场的任务。因此，公司营销网络和销售团队的建设尤为重要。公司采取区域分布和行业分布相结合的方式，目前在除西藏和海南以外地区建立了营销网络；针对钢铁、电力等重点下游市场建立了专门的行业营销团队。在募集资金到位后，公司还将在现有基础上完善营销网络构架，建立1个营销总部、8个区域营销分部、4个行业营销分部、1个大项目办公室和8个营销办事处。这将大大有助于真空永磁开关的市场普及，带动公司业绩增长。

在上市之前，公司永磁开关的销售基本通过直销的方式来实现，目前公司正在积极着手开拓分销渠道。断路器作为一种标准化产品在产品品牌具有一定知名度的情况下，通过专业的分销商更有利于快速高效的打开市场。目前国内高端断路器市场上如ABB、施耐德、西门子等国际知名企业均采用以分销为主的营销手段（根据众业达2010年年报数据，施耐德、ABB、西门子的中低压电气在国内的分销业务规模合计超过200亿元），行业业务模式已经相当成熟。若分销渠道能够成功设立，公司对市场的覆盖将实现“从

点到面”的本质性跨越，其业务将实现爆发式增长。

五、其他业务将保持稳定规模

公司除永磁开关业务以外，还经营高低压开关成套设备、电子式电能表和高速公路护栏三种业务。从销售收入来看，成套设备和电表业务规模基本保持稳定，高速公路护栏业务受到销售区域和项目周期的影响一般呈现以两年为单位的周期性。在营业利润方面，由于这三项业务的毛利率相对较低，因此在利润贡献中总体占比不大。

图 16：其他业务营业收入及占比

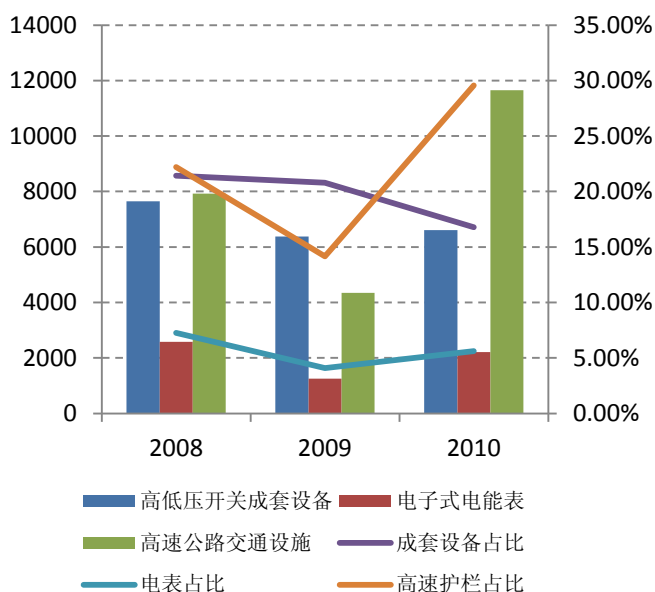
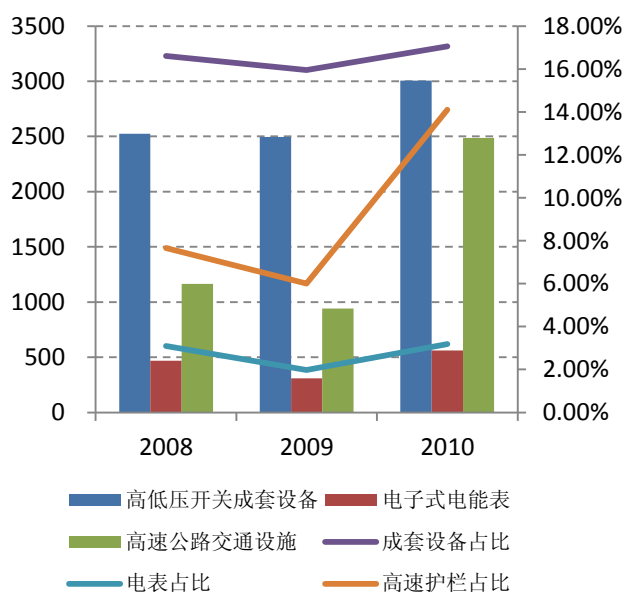


图 17：其他业务营业利润及占比



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

公司的高低压成套设备业务定位于配合永磁开关的生产销售。由于永磁开关只是成套设备中的一个关键部件，在市场销售时大部分行业客户会直接采购成套的开关柜。因此，公司适当拥有一定规模的成套业务有助于了解客户需求，同时也促进了永磁开关的市场推广。随着公司永磁开关产品的市场应用领域的扩展，我们判断高低压成套设备业务也将缓慢增长。

1998年公司为了进入我国城乡电网改造领域从而开始从事电子电能表业务，至2003年随着城乡电网改造结束，2009年大部分电表变为国网集中招标后，电表业务的利润率明显下降，公司已不再投入更多资源发展该业务。我们预计，未来公司将保持部分盈利水平相对较高的国内、国际电表业务，销售规模基本保持稳定。

高速公路护栏业务最初是由于下游客户抵押钢材而开始涉足，销售区域集中在公司所在地吉林省。由于政府对大型基础设施建设规划、项目建设周期等因素的影响，公司高速公路护栏业务规模一般以两年为周期，“大、小”年交替出现。如2009、2010年，公司该业务营业收入分别同比增长-45%和168%，预计今年营业收入将在5000~6000万左右，和2009年水平相近。鉴于公司在当地销售半径的区域优势，该业务可以维持较为稳定的盈利水平，成为一项历史业务的延续。2010年由于吉林省高速公路建设速度加快（2008~2011年吉林省新增高速公路通车里程分别为382、45、714和609公里），以及

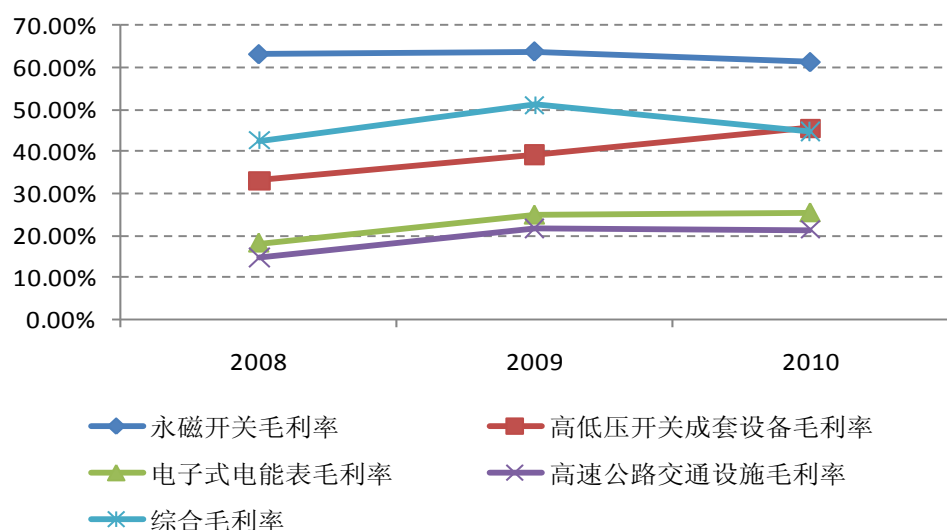
之前年度签署合同累积执行导致去年该业务增长较大。考虑到公司的战略定位，我们认为公司不会在此项业务上有更多的投入，也不会主动向区域外市场拓展，业务规模基本维持现有水平。

六、公司经营指标情况良好

（一）营业利润率保持高位

由于永磁开关具备使用寿命长、可靠性高以及免维护等特点，公司产品主要应用于钢铁、化工、煤炭、电厂、铁路等中高端行业市场。在这些领域客户对产品性能更为注重，而对销售价格的敏感度相对较低。目前公司永磁开关的市场竞争对手主要为ABB、西门子等价格昂贵的国际品牌，因此在产品投放市场的10多年里毛利率始终稳定在高位。2008年~2010年，公司永磁开关的营业利润率分别达到63.00%、63.65%和61.15%，从而在整体上拉升了公司的综合毛利率水平。

图 18：公司毛利率变动情况



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

未来高毛利率仍可维持

公司永磁开关产品的原材料主要为零部件，其中影响最大的是真空灭弧室，约占主营业务成本比例的42%。而目前，我国真空灭弧室行业在技术、产品类型、价格方面均已趋向稳定，价格稳中有降。铜、钢材等用量较少，一台产品约800元左右，对成本影响不大。另外，公司永磁开关中的稀土用量很少，一般每台断路器用量少于190克，目前的成本价格大约在300元/台，相较2万~3万的产品售价来说稀土价格上涨对公司销售的影响并不明显。因此，总体来看原材料成本上涨压力不大。

表 5：永磁开关主要原材料及供货厂商

原材料	占主营业务成本比例			主要供货厂商
	2008	2009	2010	

真空灭弧室	38.93%	43.22%	42.21%	山东晨鸿电气有限公司 陕西宝光真空电器股份有限公司 中国振华集团科技公司宇光分公司 沈阳易捷邦迈商贸有限公司
上下支架	4.12%	3.53%	3.10%	台州市华宇高压电气有限公司 玉环县通源电器开关厂
触臂	3.58%	1.37%	1.68%	台州市华宇高压电气有限公司 玉环县通源电器开关厂
软连接	2.24%	1.54%	1.56%	北京京通森源电器有限公司 北京维通利机电技术开发有限公司

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

在销售方面，由于公司产品系列齐全、技术参数优异，在同类产品中具有不可替代性；另外，公司产品售价仍低于其他弹簧及永磁开关竞争对手，没有大幅降价的压力。考察公司近十年来的销售毛利率，我们认为公司在未来永磁开关的高盈利能力仍可以继续维持。

（二）偿债能力表现良好

2008~2010年，公司流动比率、速动比率、利息保障倍数呈上升态势，短、长期偿债能力不断提高，优于同行业平均水平。之前公司资产负债率略高于同行业上市公司的平均水平，这一情况在今年成功发行上市后得到明显改善。

表 6：公司与同行业上市公司偿债能力对比情况

项目	时间	东源电器	鑫龙电器	北京科锐	森源电气	平均值	吉林永大
流动比率	2008.12.31	1.51	1.29	2.24	1.79	1.71	1.36
	2009.12.31	1.47	1.87	2.11	1.74	1.8	1.75
	2010.12.31	1.51	1.52	4.71	3.36	2.78	2.12
速动比率	2008.12.31	1.26	0.6	1.76	1.37	1.25	0.67
	2009.12.31	1.21	1.07	1.59	1.36	1.31	1.01
	2010.12.31	1.2	0.81	4.12	3.09	2.3	1.19
资产负债率	2008.12.31	45.68%	74.47%	42.66%	51.33%	53.54%	56.96%
	2009.12.31	46.63%	52.48%	47.59%	47.99%	48.67%	52.81%
	2010.12.31	44.37%	57.54%	19.38%	28.10%	37.35%	55.68%
利息保障倍数	2008 年度	5.67	2.83	17.67	5.34	7.88	8.21
	2009 年度	4.84	4.02	20.39	6.41	8.92	13.81
	2010 年度	5.23	5	15.99	6.05	8.07	16.81

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

（三）运营能力优于平均水平

2008~2010年，公司应收账款周转率高于同行业平均水平，其中永磁开关采用“款到发货”的结算方式，形成应收账款较少。虽然高低压开关成套设备、高速公路交通设

施采用分期付款方式相对应收账款较多，但由于其销售占比较小，因此公司应收账款周转情况较好。在存货方面，优于公司永磁开关大部分零部件由公司自主加工，原材料需要提前准备。另外，伊顿真空灭弧室的订货周期较长达4个月左右，因此需要准备相应水平的存货，从而导致公司存货周转率低于同行业平均水平。

表 7：运营能力比较

公司名称	应收账款周转率			存货周转率		
	2008 年	2009 年	2010 年	2008 年	2009 年	2010 年
东源电器	2.17	1.67	1.83	4.65	3.15	3.23
鑫龙电器	4.06	4.26	2.93	1.1	1.14	1.02
北京科锐	3.98	3.83	3.08	3.52	3.42	3.04
森源电气	2.98	2.85	2.97	3.91	4.42	4.46
平均值	3.3	3.15	2.7	3.3	3.03	2.94
永大集团	5.78	4.23	5.66	2.08	1.38	1.98

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

七、募投项目分析

此次公司向社会公开发行人民币普通股3800万股，主要投向“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、8000台万能式永磁低压真空断路器建设项目”及“企业营销网络建设项目”，永磁开关生产的募投项目主要由全资子公司开关公司实施。

表 8：募投项目

项目名称	投资金额(万元)		投资进度		总计
	建设投资	铺底流动资金	第 1 年	第 2 年	
年产 8000 台 12kV 永磁高压真空断路器技术改造项目	5,331.26	1,655.19	5,331.26	1,655.19	6,986.45
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	17,917.83	3,608.50	14,334.26	7,192.07	21,526.33
企业营销网络建设项目	1,454.90	91.50	1,546.40		1,546.40
其他与主营业务相关的营运资金项目	-	-	-	-	-
总计	24703.99	5,355.19	21,211.92	8,847.26	30,059.18

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

公司现有主导产品12kV永磁高压真空断路器的设计产能为8,000台/年，而2008~2010年该产品的年产量已经分别达到7100台、6,240台和7,858台，产能利用率为88.75%、78.00%和98.23%，产能利用已经相对充分。同时，考虑到公司处于小批量生产和销售阶段的40.5kV永磁高压真空断路器、万能式永磁低压真空断路器和永磁低压交流接触器共用12kV永磁高压真空断路器生产线的产能，2010年产能总利用率甚至达到105.84%，产能瓶颈亟待解决。

另外，由于12kV永磁高压真空断路器与40.5kV断路器及其他永磁开关产品在生产

工艺、生产组织以及生产管理方面存在一定的差异，多种产品长期共用一条生产线进行生产将会对公司的生产效率带来一定的影响，因此，有必要建设专用的40.5kV永磁高压真空断路器和万能式永磁低压真空断路器生产线以满足生产需要。此次借上市契机，公司将在保持先发优势的情况下，进一步扩大业务规模提高公司产品的市占率水平。

表 9：募投项目达产后主要经济指标

指标	单位	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、8000 台 万能式永磁低压真空断路器建设项目	合计
项目总投资	万元	6986.45	21526.33	28512.78
达产年营业收入	万元	22400	47800	70200
年平均营业收入	万元	20567.27	44143.3	64710.57
达产年所得税后净利润	万元	3824.06	7494.16	11318.22
所得税前内部收益率	%	39.2	30.69	
所得税后内部收益率	%	31.51	24.28	
所得税前投资回收期	年	4.51	5.07	
所得税后投资回收期	年	5.08	5.74	
盈亏平衡点	%	50.16	51.75	

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

八、盈利预测

（一）盈利预测假设

1. 公司电表与成套开关业务规模基本保持稳定
2. 高速公路护栏业务以两年为周期，2011年业务规模为5000~6000万，2012年业务量接近去年水平
3. 永磁开关产品盈利假设如表10所示。

表 10：公司永磁开关销售预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售数量（台）					
12kV 断路器	5845	6558	8853	11952	15538
40.5kV 断路器	269	259	518	932	1492
万能低压断路器	115	268	800	1700	2500
低压交流接触器	3458	2502	2627	2758	3034
高压交流接触器		77	85	97	117
销售数量增长率					
12kV 断路器	-5.04%	12.20%	35.00%	35.00%	30.00%
40.5kV 断路器	34.50%	-3.72%	100.00%	80.00%	60.00%
万能低压断路器	-16.67%	133.04%	198.51%	112.50%	47.06%

低压交流接触器	-53.79%	-27.65%	5.00%	5.00%	10.00%
高压交流接触器	0.00%	0.00%	10.00%	15.00%	20.00%
销售单价（元/台）					
12kV 断路器	27572	24310	25000	25000	25000
40.5kV 断路器	77746	85788	85000	85000	85000
万能低压断路器	27091	17075	17000	17000	17000
低压交流接触器	517	560	500	500	500
高压交流接触器		22877	22000	22000	22000
销售收入（万元）					
12kV 断路器	16116	15943	22134	29880	38844
40.5kV 断路器	2091	2222	4403	7925	12681
万能低压断路器	312	458	1360	2890	4250
低压交流接触器	179	140	131	138	152
高压交流接触器		176	186	214	257
永磁开关毛利率	63.65%	61.15%	61.00%	60.50%	60.00%

数据来源：广发证券发展研究中心

注：由于公司对永磁开关产品基本采用相同的定价策略因此假设毛利率水平相近。

表 11：经营假设表

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	307.67	412.53	433.54	618.58	725.60
永磁开关	186.98	189.39	282.14	410.48	561.84
高低压开关成套设备	63.74	66.09	73.67	88.40	97.24
电子式电能表	12.51	22.14	23.33	24.50	25.72
高速公路护栏	43.47	116.50	54.40	95.20	40.80
增长率	-13.81%	34.08%	5.09%	42.68%	17.30%
永磁开关	6.63%	1.29%	48.98%	45.49%	36.87%
高低压开关成套设备	-16.69%	3.69%	11.47%	20.00%	10.00%
电子式电能表	-51.66%	76.93%	5.38%	5.00%	5.00%
高速公路护栏	-45.14%	167.98%	-53.31%	75.00%	-57.14%
毛利率	51.01%	44.75%	50.99%	50.23%	53.89%
永磁开关	63.65%	61.15%	61.00%	60.50%	60.00%
高低压开关成套设备	39.15%	45.50%	43.00%	41.00%	40.00%
电子式电能表	24.77%	25.32%	25.00%	25.00%	25.00%
高速公路护栏	21.62%	21.35%	21.00%	21.00%	21.00%
费用率					
营业费用率	10.88%	9.67%	10.00%	10.50%	11.00%
管理费用率	12.62%	10.02%	10.00%	10.50%	11.00%
财务费用率	2.25%	1.60%	-1.94%	-3.15%	-3.26%
所得税率	10.94%	13.08%	15.00%	15.00%	15.00%

数据来源：广发证券发展研究中心

（二）核心器件厂商持续成长性高理应给予较高估值

目前在A股市场上从事中低压配电开关设备生产的公司有很多，其中绝大部分都包含成套设备（开关柜）和元器件（断路器）业务，但在可比公司中盈利能力最强、最具核心竞争力的断路器所占营业收入比重均远低于永大集团，附加值较低的成套设备业务仍然占据主导地位。其断路器产品性能也尚未达到或超过国外知名品牌，因此仍然局限于内资品牌相互竞争的境地，毛利率水平也相对较低。

我们认为公司的真空永磁断路器极具发展潜力，其下游市场既有绝对容量的增长更有高端领域渗透、进口替代的广阔空间。去年公司开关业务收入1.9亿元，而高端开关市场外资品牌仅国内分销额就超过200亿元，随着公司品牌知名度的不断提升其未来的成长空间极为可观。

而目前公司的PE估值为31倍，低于中低压成套设备公司的普遍水平，我们认为生产高端断路器的核心元器件厂商持续成长性更高，理应给予较高估值。我们预计，公司2011~2013年实现营业收入4.3亿、6.2亿和7.3亿元，实现净利润分别为1.2亿、1.7亿和2.2亿元，未来三年的EPS分别为0.82、1.14和1.44元，按照2012年30倍PE计算，目标价34元，给予“买入”评级。

表 12：行业公司估值比较

		永大集团	可比公司			
			森源电气	鑫龙电器	北京科锐	广电电气
2010 年业务比较	开关业务利润占比	65.36%	8.74%	19.62%	7.78%	18.48%
	开关业务毛利率	61.14%	31.69%	47.45%	23.93%	34.82%
	综合毛利率	43.63%	32.71%	33.52%	35.77%	28.76%
	净利率	20.03%	14.46%	7.07%	9.41%	18.22%
估值比较	2011 年 EPS	0.82	0.66	0.46	0.56	0.54
	对应 PE	31	36	37	40	27

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

九、风险提示

永磁开关进入新行业的市场开拓风险

金融危机前，公司永磁开关在钢铁行业等领域的销售增长较快。金融危机以后，随着钢铁行业需求有所下降，公司开始开拓新的目标市场如煤炭、电力、铁路、大石化等领域。

对于这些新的目标市场，公司的永磁开关产品依然需面对新产品导入新市场的固有风险：即目标客户认可公司产品需要一个从试用到接受的过程，比如客户要求永磁开关供应商提供相关产品在本行业的良好运行记录，或要求提供较长的产品试用期。

同时，在永磁开关产品销售前期，公司市场开拓的重点为钢铁、化工等行业用户，该类客户对公司产品一直比较认可，公司市场营销压力较小。金融危机以后，公司市场开拓重点转向煤炭、电力、铁路、大石化等新市场。在新市场的开拓过程中，客户多数为国内知名公司，对新产品的使用更为谨慎，对供应商的品牌、技术、售后服务要求更高，这对公司营销能力提出了更高的要求。公司存在永磁开关进入新行业新领域的市场开拓风险。

与伊顿公司业务合作的持续性风险

与伊顿的品牌合作是公司的一种销售策略，从品牌战略角度来看，与伊顿的合作可以提升公司自有品牌产品的品牌知名度。由于国内有少量客户受使用习惯的影响，倾向于使用国际品牌的产品，因此，公司使用“EATON”品牌销售永磁开关的目的是为了争取该部分客户的市场份额。尽管本公司在研发、生产和销售等各个环节均不存在依赖伊顿公司的情形，但是如果公司未来与伊顿公司的业务合作出现变化，可能会导致少量习惯使用国际品牌客户的需求有所波动，进而会对公司的经营业绩产生一定的影响。

单一产品竞争力下降风险

公司主导产品较为单一，即真空永磁开关。未来随着行业市场逐步打开，国际国内同行业公司对于永磁开关的关注不断提高，存在其他电气开关企业取得永磁技术突破，凭借其传统品牌、规模、资金优势削弱公司在永磁开关领域的领先地位，从而影响公司持续增长能力。

毛利率下滑风险

目前公司主导业务真空永磁开关的销售毛利率始终维持在60%左右的较高水平。虽然开关核心元器件的盈利能力普遍较强，但也存在随着其他竞争者进入，出现下滑的风险。

股权高度集中的风险

吕永祥先生直接和间接持有公司的股权比例为36.66%，吕永祥及其关联股东控制公司的股权比例为71.18%。吕永祥通过直接和间接持有的股份可以对股东大会和董事会实施控制，有能力影响董事和高级管理人员的任用，从而对公司业务、管理、人事安排等方面产生影响。股权的高度集中可能带来一定的公司经营决策风险。

资产负债表

单位：百万元

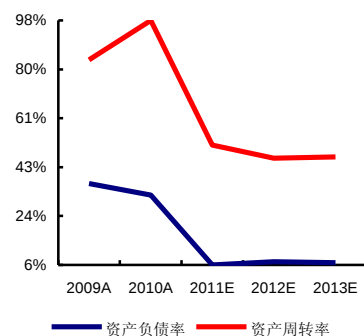
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	239	302	922	1,078	1,333
货币资金	30	74	684	735	954
应收及预付	107	96	115	166	191
存货	102	133	122	177	188
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	148	153	324	367	341
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	93	96	154	279	315
在建工程	23	26	143	62	0
无形资产	25	25	24	23	22
其他长期资产	7	5	3	3	3
资产总计	387	455	1,246	1,446	1,674
流动负债	137	142	68	97	109
短期借款	87	72	0	0	0
应付及预收	50	70	68	97	109
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	4	4	4	4	4
长期借款	4	4	4	4	4
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	141	146	72	101	113
股本	112	112	150	150	150
资本公积	1	1	705	705	705
留存收益	133	196	318	490	706
归属母公司股东权益	246	309	1,173	1,344	1,561
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	387	455	1,246	1,446	1,674

利润表

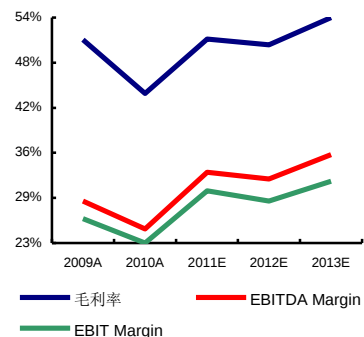
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	308	413	434	619	726
营业成本	151	233	212	308	335
营业税金及附加	3	3	3	4	5
销售费用	33	40	42	62	76
管理费用	39	41	43	65	80
财务费用	7	7	-8	-18	-21
资产减值损失	4	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	71	91	140	197	251
营业外收入	5	6			
营业外支出	1	2			
利润总额	75	95	144	201	255
所得税	8	13	22	30	38
净利润	67	83	123	171	217
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	67	83	123	171	217
EBITDA	89.08	103.85	142.55	198.09	256.30
EPS (元)	0.60	0.74	0.82	1.14	1.44

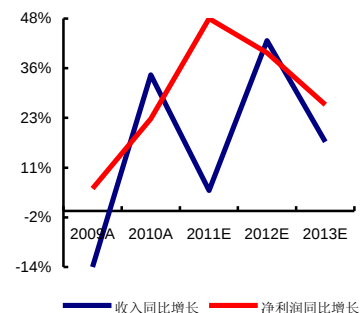
资产负债率趋势



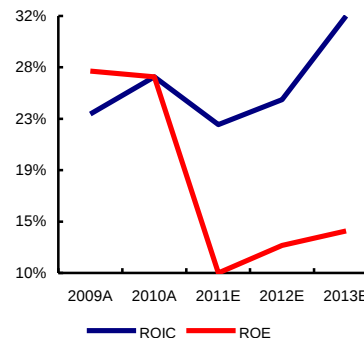
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

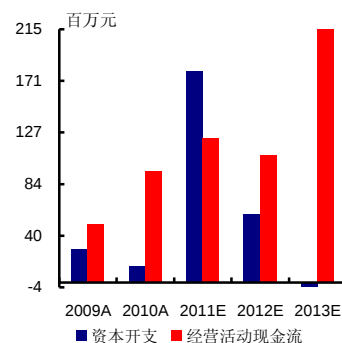
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	50	95	123	108	215
净利润	67	83	123	171	217
折旧摊销	7	8	11	19	27
营运资金变动	-33	-1	-10	-77	-24
其它	9	6	0	-4	-4
投资活动现金流	-28	-14	-180	-58	4
资本支出	-28	-14	-180	-58	4
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-26	-38	668	0	0
银行借款	87	105	-72	0	0
债券融资	-107	-120	0	0	0
股权融资	0	0	742	0	0
其他	-7	-23	-2	0	0
现金净增加额	-4	43	610	50	219
期初现金余额	35	30	74	684	735
期末现金余额	30	74	684	735	954

主要财务比率

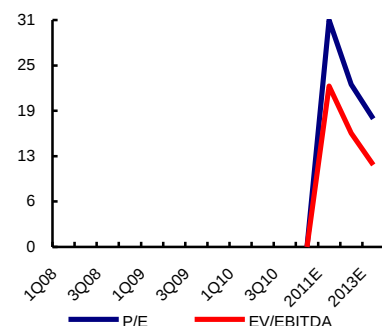
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-14.1%	34.1%	5.1%	42.7%	17.3%
营业利润	24.4%	28.9%	53.4%	40.9%	27.2%
归属于母公司净利润	5.6%	23.1%	48.3%	39.7%	26.6%
获利能力					
毛利率	50.9%	43.6%	51.0%	50.2%	53.9%
净利率	21.8%	20.0%	28.3%	27.7%	29.9%
ROE	27.3%	26.8%	10.4%	12.7%	13.9%
ROIC	23.7%	26.8%	22.8%	24.9%	31.9%
偿债能力					
资产负债率	36.5%	32.2%	5.8%	7.0%	6.7%
净负债比率	24.8%	0.8%	-58.0%	-54.4%	-60.8%
流动比率	1.75	2.12	13.45	11.07	12.25
速动比率	0.93	1.13	11.52	9.09	10.37
营运能力					
总资产周转率	0.83	0.98	0.51	0.46	0.47
应收账款周转率	4.23	5.66	5.09	5.18	5.14
存货周转率	1.38	1.98	1.74	1.78	1.76
每股指标 (元)					
每股收益	0.60	0.74	0.82	1.14	1.44
每股经营现金流	0.45	0.85	0.82	0.72	1.43
每股净资产	2.20	2.76	7.82	8.96	10.41
估值比率					
P/E	0.0	0.0	31.3	22.4	17.7
P/B	0.0	0.0	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	0.7	0.0	22.2	15.7	11.3

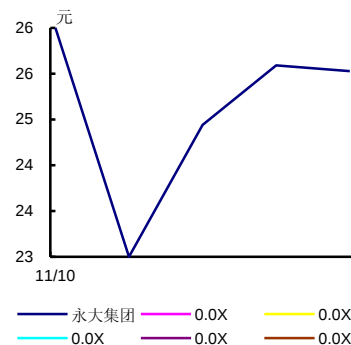
资本支出与经营活动现金流



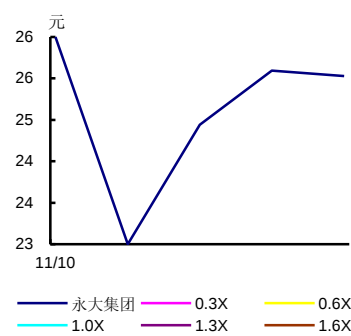
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发电力设备与新能源研究小组

韩玲，分析师，加拿大皇后大学工商管理硕士，东南大学电力系统自动化学士，7 年证券从业经验，6 年电力行业从业经验，获 2010 年新财富电力设备及新能源行业最佳分析师第五名，2009 年及 2010 年证券市场周刊电力设备及新能源行业最佳分析师第一名，2011 年进入广发证券发展研究中心。

袁斌，研究助理，西南交通大学电力电子技术工学硕士，6 年艾默生研发、市场研究经验，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：yb9@gf.com.cn，0755-82739411。

王昊，研究助理，英国诺丁汉大学电力电子工程博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wh15@gf.com.cn，020-87555888-681。

曾维强，研究助理，中科院上海分院光电薄膜工学硕士，多年太阳能技术市场研究经验，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zwq3@gf.com.cn，0755-82535901。

武夏，研究助理，复旦大学金融学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wuxia@gf.com.cn，021-68817881。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。