

万力达(002180)：产品盈利较强，业绩平稳增长

中性（首次）

电气设备

当前股价：34.89 元

报告日期：2008 年 3 月 21 日

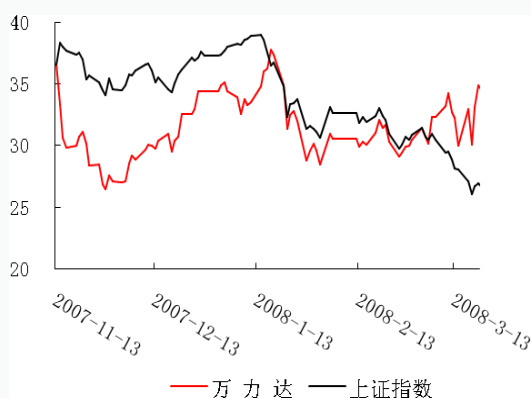
主要财务指标（单位：百万元）

	2006A	2007A	2008E	2009E
营业收入	106	110	138	169
(+/-)	31.98%	4.22%	25.35%	22.25%
营业利润	30	33	41	49
(+/-)	119.99%	10.53%	23.87%	20.83%
归属于母公司 的净利润	37	39	44	50
(+/-)	31.94%	6.37%	12.91%	14.08%
每股收益（元）	0.66	0.71	0.80	0.91
市盈率（倍）	53	49	44	38

公司基本情况（2007 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	5,555/1,400
流通市值（亿元）	4.84
每股净资产（元）	5.77
资产负债率（%）	12.51

股价表现（自上市以来）



肖世俊（执笔） 组长：施海仙
010-66045459 xiaosj@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- **业绩低于市场预期。**07年公司实现营业收入1.10亿元，同比增长4.22%；营业利润3286万元，同比增长10.53%；归属于母公司净利润3920万元，同比增长6.34%；归属于母公司的扣除非经常性损益后的净利润为3478万元，同比下降3.57%；全面摊薄每股收益0.71元，低于市场平均0.83元的预期；分配预案为每10股转增5股并派现5元（含税）。
- **主营业务呈现平稳发展。**公司主营业务为继电保护和综合自动化，07年公司四种主要产品营收状况为：厂矿企业用继电保护同比增长1.76%至7066万元、变电站综合自动化系统同比增长11.15%至3091万元、高频开关直流电源同比增长9.60%至354万元、水电站综合自动化系统同比下降2.97%至522万元。由于公司产品下游客户涉及电厂化工、钢铁冶金、石油石化等多个行业，客户群数量众多，我们认为这种分散众多的客户群决定了公司综合营收的平稳发展。
- **非标产品保证了公司稳定较高的盈利能力。**由于公司主要业务是根据客户个性化要求定做非标自动化保护产品，并采取核心技术、高附加值的系统应用软件自主研制与生产，而对于部分低附加值的配套设施（如电源、机柜等常规配件）则采用外协加工与采购的方式，从而保证了公司主要产品毛利率保持稳定较高水平。报告期内厂矿用继电保护（收入、毛利占比约64%-65%）与变电站自动化（收入、毛利占比约28%-29%）两大主导产品的毛利率保持在约60%的行业高端水平。
- **销售网络的扩建有利于未来市场的开拓。**报告期公司销售费用同比增长15.40%，远高于营收4.22%的增速，增加292万元的销售费用主要用于增加驻外办事处和相应增加销售人员。我们认为，由于公司的非标产品大多采取直销方式，随着公司销售网络的扩建，有利于未来市场的进一步开拓与扩大。此外，公司根据新的会计准则将以前年度计提的职工福利费余额486万元冲减管理费用，使得管理费用率同比下降了3.32个百分点。
- **IPO募投项目奠定了业绩增长基础。**公司规划3万平方米的万力达第二科技园项目现已开工建设，用于基于IEC61850标准的新型厂矿供用电系统自动化、厂矿低压电气自动化等IPO募投项目，预计09年内生产线建成，2010年项目达产率预计70%，2011年有望全部达产，全部达产后每年可增加销售收入1.66亿元、新增净利润约3400万元，以上募投项目的逐渐达产奠定了未来业绩增长基础。

- **盈利预测及投资评级。**由于公司下游客户高度分散，随着公司销售网络的扩张，我们认为这将有利于公司非标产品直销方式带来的市场开拓与增长，同时考虑到IPO募投项目09年起逐渐达产，我们预计未来三年公司营业收入年均增速约保持在20%-25%的水平，暂按目前总股本5555万股测算，预计公司2008-2010年实现每股收益分别为0.80元、0.91元、1.03元，对应的动态市盈率为44倍、38倍、34倍，首次给予“中性”投资评级。
- **风险因素。**1)销售网络扩张后销售能力的有效提升与否，较大程度决定了公司销售收入的增长程度；2)国家税收优惠政策发生变化或公司不能被继续认定为软件企业，将对公司收益产生一定影响（近二年公司连续获得软件企业增值税退税约1000万元）。

图表 1 万力达盈利预测（单位：万元）

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
一、营业收入	10,586	11,033	13,830	16,906	20,356
YOY(%)	31.98%	4.22%	25.35%	22.25%	20.40%
减：营业成本	4,359	4,548	5,773	7,164	8,752
营业税金及附加	33	41	55	76	102
销售费用	1,896	2,188	2,524	2,869	3,282
管理费用	1,282	969	1,397	1,623	1,856
财务费用	-9	-71	-80	-78	31
期间费用率(%)	29.94%	27.98%	27.78%	26.11%	25.39%
资产减值损失	53	74	100	350	500
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	3	10	15	20
二、营业利润	2,972	3,286	4,070	4,918	5,853
YOY(%)	119.99%	10.53%	23.87%	20.83%	19.03%
加：营业外收入	978	1,090	1,000	1,000	1,000
减：营业外支出	5	17	40	80	120
三、利润总额	3,945	4,359	5,030	5,838	6,733
减：所得税	259	439	604	788	1,010
四、净利润	3,685	3,920	4,426	5,050	5,723
YOY(%)	31.85%	6.34%	12.91%	14.08%	13.34%
归属于母公司的净利润	3,685	3,920	4,426	5,050	5,723
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利率(%)	34.81%	35.53%	32.01%	29.87%	28.12%
总股本(万股)	5,555	5,555	5,555	5,555	5,555
五、每股收益(元)	0.66	0.71	0.80	0.91	1.03

资料来源：天相投资分析系统

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014