

分析师：郑宁

电话：(86571)87782601

电邮：zhengning@foundersec.com

金融工程分析师：张宇舟

电话：(86731)85832241

电邮：zhangyuzhou@foundersec.com

联系人：吴佳蕾

电话：(86571)87782600

电邮：wujialei@foundersec.com

发行价格：11.50 元

预计首日上市价格：13.8-18.4 元

新股申购年化收益率：3.78-13.38%

重要数据

发行数量（万股）	5000
拟募集资金（亿元）	3.42
发行后总股本（万股）	20000
发行后股东持股比例	59.61%
每股净资产（元）	2.57
每股收益（元）	0.37

注：均按新股发行摊薄后计算

超高压环保领域交联电缆的引领者

万马电缆新股定价报告

 公司研究 定价报告
 2009.6.30 申购

投资要点

※客户结构成为公司的主要亮点

公司是仅有几家具有国家电网等招投标资格和供货资格的企业之一。公司有 70%—80% 的收入来源于电力系统及行业优质客户，比如国家电网公司及铁路、石化等行业大客户。这些客户具有信用好，订单稳定、计划性强等特点。优质的客户结构是公司经营规模、经营业绩稳步增长的基础。

※4 万亿的投资机会刺激公司产品的需求

2008 年底，国家出台扩大内需的 4 万亿投资计划，涉及到国家电网、铁路、轨道交通、机场等基础行业，其中，国家电网未来 2-3 年内的投资额将超过 1 万亿元，这些增量投资将在 2009-2010 年逐步转化为对电力电缆的实际订单，成为一个刺激公司需求的短期的重要因素。

※风险提示：原材料价格波动、毛利率的下降和缺乏核心竞争力

原材料价格波动会对企业业绩造成较大的影响。万马电缆生产电力电缆的最主要原材料为铜材，尽管公司通过定价机制、锁铜、套期保值、按订单生产等方式有效地规避了铜价波动带来的经营风险，但是铜材价格大幅波动仍对公司产生了较大的影响。毛利率下降对经营业绩产生不利影响。公司 2007 年和 2008 年毛利率有所下降，如果未来毛利率下降将对公司经营业绩产生不利影响。同时公司在产品和技术方面与同行业相比缺乏核心的竞争力。电力电缆行业的集中度较低，未来公司的经营还面临很大的挑战 and 压力。

※公司的估值

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营收入(亿)	8.44	11.32	16.16	16.77	25.25
净利润(亿)	0.59	0.68	0.74	0.94	1.43
同比(%)	133.01	14.19	10.32	25.52	46.59
毛利率(%)	16.77	13.58	13.14	15.86	15.47
资产负债率(%)	68.00	67.97	70.78	48.66	49.85
摊薄EPS(元)	0.30	0.34	0.37	0.47	0.71
总股本(亿)	1.15	1.50	1.50	2.00	2.00

注：均按新股发行摊薄后计算

我们认为公司的合理估值区间是 9.62-11.10 元。对应 2008 年静态市盈率（发行后）为 26-30 倍，对应的 2009 年动态市盈率为 20.47-23.61 倍，预计首日发行价格区间为 13.8-18.4 元，年化收益率为 3.78-13.38%。

一、公司简介

1、公司的历史和股权结构

浙江万马电缆股份有限公司的前身是 1996 年 12 月 30 日成立的浙江万马集团电缆有限公司，注册资本为 1000 万元。2007 年 2 月 6 日，公司以净资产折股整体改制变更为浙江万马电缆有限公司，注册资本 15,000 万元。

公司的控股股东是浙江万马电气电缆集团有限公司，持有公司本次发行前总股本的 79.48%。万马电气电缆集团又是浙江万马集团的核心企业，持股 90% 的股份。拟上市公司浙江万马电缆股份有限公司的实际控制人为张德生。

2、公司的主营业务

电线电缆是指用于电力、通信及相关传输用途的线材，是输送电能、传递信息和进行电磁转换以及制造各种电机、电器、仪表所不可缺少的基础器材。

电线电缆按使用用途分为五类：电力电缆、电气装备用电线电缆、裸电线、通信电缆与光缆、绕组线。因此电力电缆行业是电线电缆行业的子行业，万马电缆所属行业即电力电缆行业。

二、公司主要产品的分析

1、产品结构

电力电缆按产品类型划分，可分为交联电缆、塑力电缆、架空线等；按电压等级划分，可分为低压、中压、高压和超高压等不同电压等级电缆。

按产品类型看，公司的产品包括交联电缆、塑力电缆、架空线及其他电缆，共 180 多个品种，14,000 余个规格，其中主要以交联电缆为主。按电压等级看，公司的产品有 1KV 及以下、6-35KV 以及 110KV 以上的电力电缆。

图表 1 公司的销售收入（按产品类型分析）

项目	2006年		2007年		2008年	
	金额（万元）	占比（%）	金额（万元）	占比（%）	金额（万元）	占比（%）
交联电缆	58,821.27	70.40%	79,181.10	70.28%	130,628.36	81.04%
其他电力电缆	24,732.43	29.60%	33,487.12	29.72%	30,555.99	18.96%
合计	83,553.70	100.00%	112,668.22	100.00%	161,184.35	100.00%

数据来源：公司招股说明书

图表 2 公司的销售收入（按电压等级分析）

销售收入	2006年		2007年		2008年	
	金额(亿)	比例(%)	金额(亿)	比例(%)	金额(亿)	比例(%)
1kV及以下	2.43	29.05	3.22	28.57	4.4	27.28
6-35kV	5.92	70.9	7.85	69.69	10.25	63.59
110kV及以上	—	—	0.17	1.55	1.45	8.75
其他非电缆	0.004	0.05	0.022	0.19	0.06	0.38
合计	8.35	100	11.26	100	16.16	100

数据来源：公司招股说明书

从产品的发展趋势来看，110KV 以上的交联电缆成为公司占比越来越重的产品，未来公司也将向高压环保交联电缆方向发展。

2、产品上游：原材料和订单模式

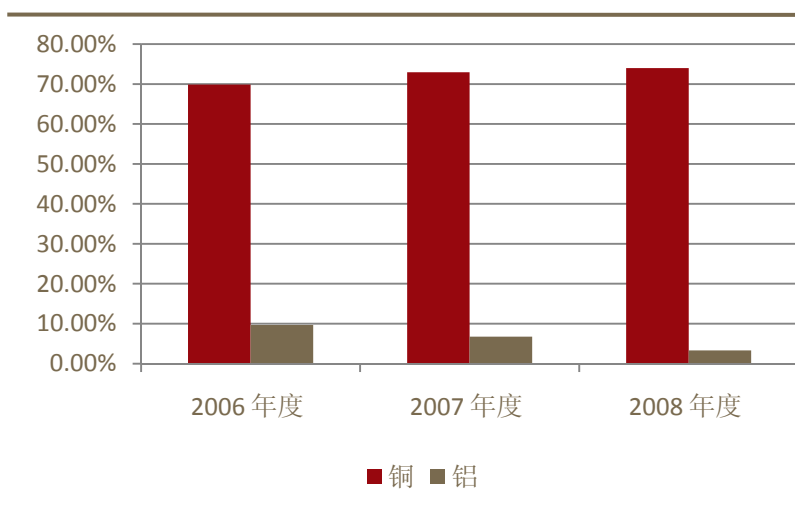
电线的主要结构为“导体+绝缘”，电缆的主要结构为“导体+绝缘+护套”。导体一般由铜或铝制成，绝缘和护套一般由橡胶和塑料制成。因此电线电缆的主要原材料是铜、铝、橡胶和塑料。其中铜和铝占比最大。其中铜在原材料中占比越来越大。

公司的订单既有当期订单，也有几个月以后交货的远期订单。对于当期订单，公司采用直接在现货市场买入相应的铜以锁定毛利率。

对于远期订单，公司采用的“锁铜策略”为主和套期保值为辅，两者相结合的策略。锁铜策略指的是公司与供货商签订以期货价格为参考的远期合约，以规避铜价波动的风险，

但是公司的锁铜合约无法全部和订单在时间上做到一一对应，在铜价波幅不大的情况下，这部分订单排产时间与锁铜时间的差异对公司经营的影响可以忽略不计。但如果铜价出现大幅的涨跌，公司将面临较大的风险其中包括远期合约违约的风险。

图表 3 铜和铝在原材料中的占比



数据来源：公司招股说明书 方正证券研究中心

2、产品下游：客户

公司是仅有几家具有国家电网等招投标资格和供货资格的企业之一。公司有 70%—80% 的收入来源于电力系统及行业优质客户比如国家电网公司及铁路、石化等行业大客户。这些客户具有信用好，订单稳定、计划性强等特点。优质的客户结构是公司经营规模、经营业绩稳步增长的基础。2008 年公司对电力局及关联企业与重点行业客户销售收入比 2007 年增长 59.98%，2007 年比 2006 年增长 19.53%，对电力局及关联企业与重点行业客户销售收入稳步增长。

三、公司的竞争优势

1、装备优势：公司配置了一系列的国内外领先的装备。

2、营销优势：公司于 2008 年成立了大行业的销售公司，采取直销的方式，降低经营成本。

3、客户结构优势：客户对企业的研发能力、装备性能、交货能力等具有较高的要求，在国内电力电缆领域行业集中度不高的情况下，具有国家电网招投标资格以及订单业务的只有十几家，万马电缆是其中的一家

5、成本管理优势：设计改进和工艺上的不断优化。对原材料铜采购采用锁铜为主、套保为辅的方法，降低铜价波动对公司的经营业绩造成的影响。

尽管公司在经营方面具有较多的优势，但是与同行业相比，缺乏比较突出的优势，与主要的竞争对手之间的差异化并不十分明显，因此未来公司的发展还面临较多的挑战和压力。

四、募投项目

1、交联聚乙烯环保电缆投资项目

该项目拟投入募集资金为 32,050 万元。该项目报批总投资为 32,050 万元,其中固定资产投资 22,850 万元,铺底流动资金 9,200 万元。

2、电力电缆研发中心投资项目

该项目报批总投资为 2,200 万元,其中建筑工程(含设备基础)投资为 208 万元,设备购置费为 1,297.27 万元,设备运输、安装工程投资为 103.63 万元,其他费用为 591.1 万元,本项目拟投入募集资金为 2,200 万元。

五、主要风险

1、原材料价格波动会对企业业绩造成较大的影响

发行人生产电力电缆的最主要原材料为铜材,2006 年国内铜价不断上涨,连创新高,2007 年到 2008 年 10 月国内铜价保持高位运行,2008 年 10 月以后受全球经济影响,铜材价格出现大幅下降。尽管公司通过定价机制、锁铜、套期保值、按订单生产等方式有效地规避了铜价波动带来的经营风险,但是铜材价格大幅波动仍对公司产生了较大的影响。

2、毛利率变动的风险

2006 年、2007 年、2008 年发行人主营业务毛利率分别为 16.85%、13.62%、13.21%。其中 2006 年毛利率较高,2007 年和 2008 年有所下降。未来毛利率下降将对公司经营业绩产生不利影响。

3、公司缺乏核心技术竞争力

我国的电线电缆行业企业数量众多,市场集中度很低,前十名电线电缆制造商仅能占领 10%左右的市场份额,整个行业处于完全竞争状态。35kV 及以下电力电缆行业门槛较低,技术含量以及对设备投资的要求不高,尤其是 1kV 及以下的低压电力电缆,工艺简单、投资额小,国内几乎所有电力电缆企业均可以生产 1kV 及以下电力电缆。因此在 35kV 及以下电力电缆产品的市场中竞争激烈,尤其是 1kV 及以下的低压电力电缆产品形成了过度竞争。

万马电缆目前产品主要是在 6-35kV 的电力电缆,虽然已成功拓展了 110kV 及以上的高压、超高压产品市场,开始发挥了自身的品牌、技术、质量以及客户结构优势避开低价恶性竞争,但未来还将面临较大的挑战和竞争的压力。

六、公司估值和申购意见

从公司短期的业绩来看,由于受到 4 万亿投资计划的刺激,增量投资将在 2009-2010 年逐步转化为对电力电缆的实际订单,成为一个有效刺激公司需求的重要因素,因此公司的短期业绩具有保障。

从公司长期发展来看，公司还需要在产品的核心竞争力上特别是技术上提高其竞争优势。

我们认为公司的合理估值区间是 9.62-11.10 元。对应 2008 年静态市盈率（发行后）为 26-30 倍，对应的 2009 年动态市盈率为 20.47-23.61 倍。

图表 4 财务预测表：利润表

会计年度	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	84362	113236	161634	167743	252478	339040
减：营业成本	70216	97854	140396	139470	213421	289291
营业税金及附加	400	364	648	925	1320	1885
营业费用	6732	6200	8541	11957	15545	19431
管理费用	1754	1492	2049	2552	3649	4655
财务费用	1455	1311	2738	2464	2587	2717
资产减值准备	71	417	211	222	233	244
加：投资收益	263	3	-426	0	0	0
二、营业利润	3997	5601	6625	10153	15723	20818
加：营业外收支	2437	1901	1922	2018	2119	2225
三、利润总额	6434	7502	8547	12171	17842	23043
减：所得税	481	750	1098	2434	3568	4609
少数股东损益	0	0	0	0	0	
四、净利润	5953	6752	7449	9437	14273	18434
EPS（元）（摊薄）	0.3	0.34	0.37	0.47	0.71	0.92

数据来源：方正证券研究中心

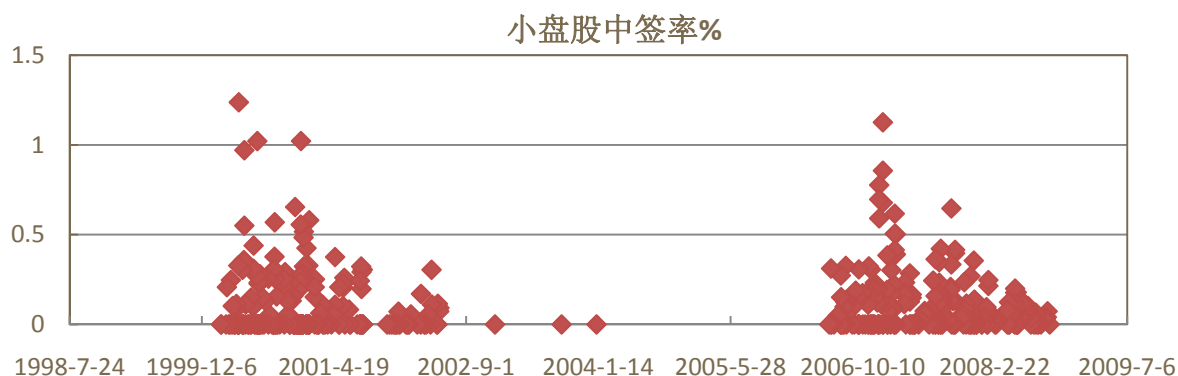
七、新股申购收益率测算

1、已知数据与假设：

本次网上发行价格为 11.50 元。本次网下发行数量为 1,000 万股，为本次发行的 20%；网上发行单一资金账户申购上限为 4,000 万股，为本次发行数量的 80%，打新股的资金上限为 4,000 万股×11.50 元=46,000 万元。

2、中签率的设定：新的 IPO 制度引导下，新股网上申购将向中小散户倾斜，这很可能会使得网上有效申购户数适度增加，而户均申购数量减少。我们假定在 IPO 重启初期，参照 1998 年以来小盘股平均中签率 0.4%，以 50% 的上下浮动范围，计算万马电缆网上中签率范围在 0.2%-0.6% 间。

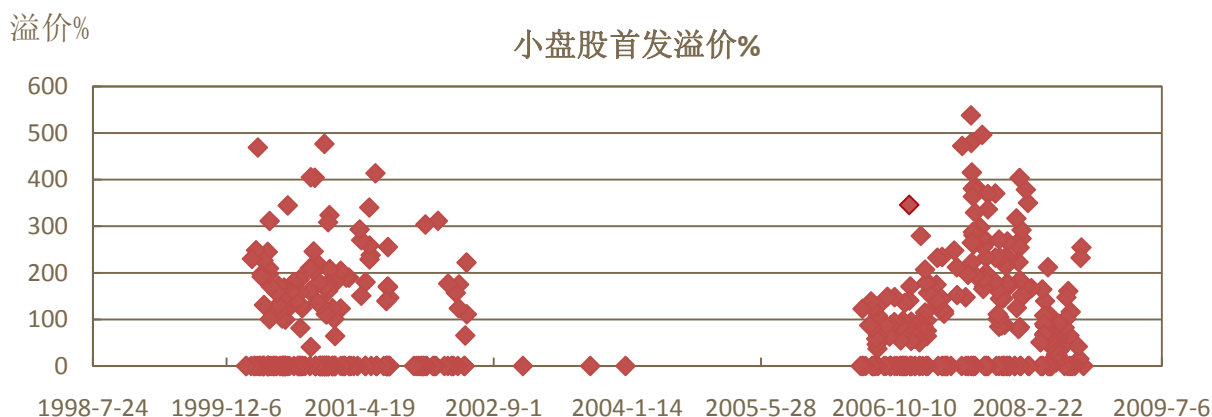
图表 5 1998-2009 年小盘股中签率统计表



资料来源：方正证券研究中心

3、开盘价格设定：万马电缆网下发行定价为 11.50 元。根据图表 6，我们发现 2008 年来新股发行的溢价率密集在 50%左右，因此我们保守估计该股票开盘价格将享受发行价格的 40-60%溢价率，即上市定价区间为 13.8—18.4 元，取其中间值 16.1 元计算新股申购受益率。

图表 6 1998-2009 年小盘股首发溢价统计表



资料来源：方正证券研究中心

5、年化收益率设定：假设一年不间断申购，一年为 240 个工作日，每个新股冻结资金时间为 4 天，可申购 60 次。

6、资本金的成本：按照最新的一年期国债收益率计算。

7、收益测算

根据以上条件，我们计算的收益：若中签率分别取值为 0.2%、0.4%及 0.6%，则新股申购年化收益率分别为 3.78%、8.58%以及 13.38%。（见图标 7）

因此，我们认为投资者可积极参与此股的网上申购。

图表 7 新股申购收益率测算表

中签率	0.2%	0.4%	0.6%
申购价	11.50	11.50	11.50
预计上市定价	16.10	16.10	16.10
上市首日涨幅	40.00%	40.00%	40.00%
新股收益率	0.08%	0.16%	0.24%
折算为年化收益率	4.8%	9.6%	14.4%
减			
一年的资金成本	1.02%	1.02%	1.02%
申购年化收益率	3.78%	8.58%	13.38%

资料来源：方正证券研究中心

图表 8 财务预测表：资产负债表

会计年度	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
流动资产	55269	65428	98129	116170	142309	177842
货币资金	19712	19844	34579	53980	49648	56877
应收账款	18570	26925	43747	45059	67588	87865
预付帐款	39	1462	1191	1227	1263	1301
存货	9512	13063	14980	14830	22690	30631
其他流动资产	7436	4134	3632	1074	1120	1168
非流动资产	20925	31774	33932	46106	52282	54437
固定资产	13652	28411	30579	42579	48579	50579
无形资产	2430	3172	3107	3207	3287	3317
其他	4843	191	246	320	416	541
资产总计	76193	97202	132061	162276	194591	232279
流动负债	45956	56590	87093	73209	91825	111596
短期借款	14250	21200	34400	20640	16512	13210
应付账款	25139	28411	30579	42579	48579	50579
预收款项	643	2212	3986	4385	4823	5305
其他	5924	4767	18128	5605	21911	42502
长期负债	5857	9478	6386	5747	5172	4655
长期借款	5857	9478	6386	5747	5172	4655
负债合计	51813	66068	93478	78956	96998	116251
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
股本	11500	15000	15000	20000	20000	20000
资本公积	29	9301	39301	39301	39301	39301
留存收益	12852	6833	14282	24019	38292	56727
归属于母公司所有权益	24381	31134	38583	83320	97594	116028
负债和股东权益	76193	97202	132061	162276	194591	232279

数据来源：方正证券研究中心

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%；
 中性：预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上；
 中性：预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款：

本报告版权归“方正证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“方正证券”，且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

	长沙	杭州
地址：	湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼研究中心（410015）	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦（310006）
电话：	（86731）5832351	（86571）87782600
传真：	（86731）5832380	（86571）87782600
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com