

万马电缆(002276)新股定价

8.78~11.23 元

定价区间

工业/输配电设备

2009 年 6 月 29 日

投资要点:

- 公司专业从事电力电缆的研发、生产和销售，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。在交联电缆领域，公司已经形成了比较完整的产品线，可向市场提供 110kV 及以下交联聚乙烯绝缘电力电缆，包括阻燃耐火、防鼠防蚁、防水防潮、低烟无卤等多个系列。主导产品为交联电力电缆，分别占 2006 年度、2007 年度、2008 年度主营业务收入比例为 70.40%、70.28%、81.04%，经营业绩稳步提升。
- 公司主要竞争优势: 1、技术优势: 公司是目前国内仅有的 10 多家取得国家电网公司 110kV 交联电力电缆供货资格的企业之一; 并将成为国内仅有的 5 家左右具备 220kV 交联电力电缆生产能力的企业之一。2、上游产业链整合一体化优势: 万马集团下属浙江万马高分子材料股份有限公司，是国内生产交联聚乙烯绝缘料、硅烷料等电缆原料的龙头企业，为公司形成产业配套，产业链整合优势行业内独树一帜。
- 募集资金投入项目: 公司首次公开发行不超过 5,000 万股，募投项目为交联聚乙烯环保电缆投资项目和电力电缆研发中心建设项目，预计需要资金 3.425 亿元。
- 预计公司 2009-2011 年每股收益(摊薄后)为 0.42 元, 0.57 元和 0.73 元。综合考虑万马电缆产品结构向高端调整将在 2010 年逐步体现，其盈利周期有望拉长并表现为三年净利润 CAGR20.18% 的增长，可较行业平均水平享有一定的溢价。定价区间为 8.78-11.23 元。
- **风险提示:** 1)、做为以销定产的典型企业，公司直销模式在 110KV-220KV 产品的成功复制仍将受到市场的考验。2)、原材料跌价风险、福利企业税收优惠政策变更风险及电网投资规模低于预期的风险均不容忽视。

业绩预测:

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008A	1616.34	42.74	74.49	10.31	0.37	-	-	-
2009E	1685.52	4.28	84.17	12.99	0.42	-	-	-
2010E	1896.35	12.51	113.60	34.96	0.57	-	-	-
2011E	2358.66	24.38	146.10	28.60	0.73	-	-	-

发行数据

发行前股本(万股)	15000
发行数量(万股)	5000
发行价格(元)	
发行市盈率	
发行日期	2009-7-3
主承销商	平安证券
主要股东(%)	
浙江万马电气电缆集团公司	59.61

分析师: 陈鹏

TEL: (8621)6336 7000-278

FAX: (8621)6337 3209

Email: chenpeng_nesc@163.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20F

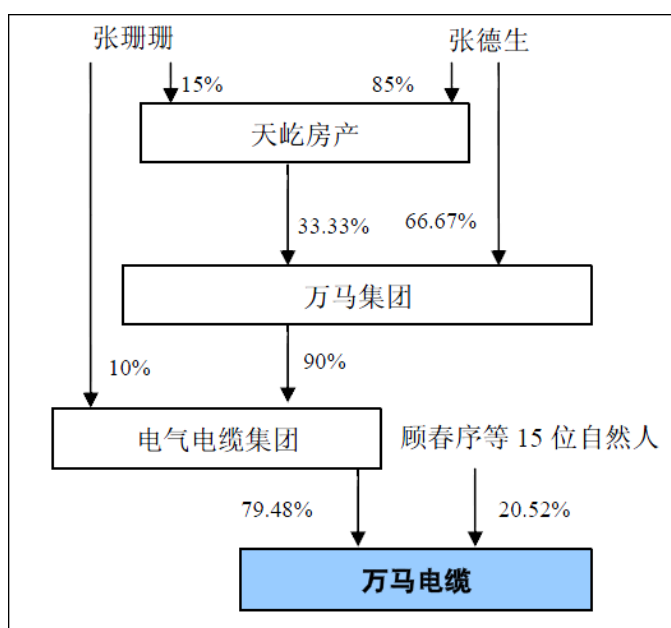
(邮编 200002)

一、公司简介

1、发行人股权结构

发行人系浙江万马电气电缆集团有限公司与张珊珊等 15 位自然人作为发起人，由浙江万马集团电缆有限公司整体变更设立的股份有限公司，并于 2007 年 2 月 6 日在浙江省工商行政管理局登记注册。发行人大股东电气电缆集团持有发行人 79.48% 的股份，是发行人控股股东。张德生通过万马集团、天屹房产持有电气电缆集团的股权而间接合计持有发行人 67.96% 的股份，实际控制发行人 79.48% 的股份，为发行人的实际控制人。

图表 1、公司股权结构



资料来源：招股说明书

2、公司主营业务与竞争能力

公司专业从事电力电缆的研发、生产和销售，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。在交联电缆领域，公司已经形成了比较完整的产品线，可向市场提供 110kV 及以下交联聚乙烯绝缘电力电缆，包括阻燃耐火、防鼠防蚁、防水防潮、低烟无卤等多个系列。产品在全国三十二个省市的城、农网改造，铁路、石化、冶金系统，包括广州地铁工程、北京轻轨工程、上海磁悬浮工程、国家大剧院、首都机场二期工程、北京中南海、天安门及长安街亮灯工程、杭州萧山国际机场、广州白云机场等在内的多项重点工程中得到使用。

目前公司的主导产品为交联电力电缆，分别占 2006 年度、2007 年度、2008 年度主营业务收入比例为 70.40%、70.28%、81.04%，近三年来，发行人各类电力电缆

产品均保持良好发展态势，经营业绩稳步提升。

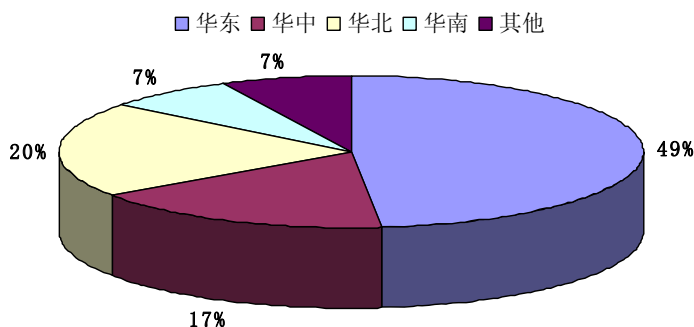
表格 1、公司交联电缆市场占有率一览

单位：万元，%

日期	万马营收	行业总营收	市场占有率
2008	130628	4307700	3.29%
2007	79181	3446154	2.3%
2006	58821	3041709	1.93%

数据来源：招股说明书，东北证券金融与产业研究所整理

图表 2、公司电缆业务的区域结构（2008 年）



资料来源：招股说明书，东北证券金融与产业研究所整理

公司在电线电缆行业的竞争优势主要体现在以下几点：

- **技术优势：**110kV 及以上的高压、超高压交联电力电缆属于电力电缆行业中的高新技术领域，本公司拥有从德国特乐斯特公司引进的超高压生产线，是目前国内少数拥有 2,500mm² 大截面电力电缆生产能力的企业。公司成为目前国内仅有的 10 多家取得国家电网公司 110kV 交联电力电缆供货资格的企业之一。在成功试制并销售 110kV 交联电力电缆的基础上，公司又成功生产了截面为 2,500mm² 的 220kV 交联电力电缆，该产品是目前国内能够生产的最大截面的 220kV 交联电力电缆，现已送武汉高压研究院进行预鉴定，该试验完成后，公司将成为国内仅有的 5 家左右具备 220kV 交联电力电缆生产能力的企业之一。
- **上游产业链整合一体化优势：**万马集团下属浙江万马高分子材料股份有限公司，是国内生产交联聚乙烯绝缘料、硅烷料等电缆原料的龙头企业，占据国内交联绝缘料 25% 以上的市场份额，为公司提供了稳定可靠的原料供应渠道，形成产业配套的优势。影响电缆电气性能的主要材料是铜和绝缘料，而铜属于同质化比较严重的材料，绝缘料的质量差别就很大，浙江万马高分子材料股份有限公司能够长期稳定得向公司提供高品质的绝缘材料，同时，由于万马高分子公司向本公司销售绝缘材料几乎不需要销售费用和运输费用，因此公司可以按

照比其它电缆企业更优惠的价格取得绝缘料，建立了一定的成本优势，这也是国内电缆行业唯一一家具有这种产业链优势的公司。

二、募集资金项目

公司首次公开发行不超过 5,000 万股，总股本不超过 2 亿股。本次募集资金主要应用于交联聚乙烯环保电缆投资项目和电力电缆研发中心建设项目，预计需要资金 3.425 亿元。

表格 2、公司 IPO 首发募集资金规模与投向

单位：万元

项目	项目报批总投资	拟投入募集资金
交联聚乙烯环保电缆投资项目	32,050	32,050
电力电缆研发中心投资项目	2,200	2,200
合计	34,250	34,250

数据来源：招股说明书，东北证券金融与产业研究所整理

- 交联聚乙烯环保电缆投资项目：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。本项目拟投入募集资金为 32,050 万元，该投资项目是在对现有交联电缆环保改基础上，新增三条 110kV 及以上交联聚乙烯环保电缆生产线，项目新增产能规模为 830 公里；新增四条 35kV 及以下交联聚乙烯环保电缆生产线，项目新增产能规模为 1,780 公里。募集资金项目建设期 18 个月，第 19 个月投产。公司已经按照募集资金的投资计划用自有资金先行投入建设，预计 09 年底新增生产线的产能利用率将达到 20%，10 年将实现 500 公里新增产能规模，总产能规模将实现 800 公里左右。
- 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。

三、盈利预测与估值

1、关键假设

- 09 年两网投资规模不低于 15% 的增幅，城乡配电网新建及改造招投标力度符合市场预期。根据公司在 6-35KV 电缆产品的市场地位测算其实物量增幅略高于行业平均水平；其中 110KV 交联电缆按年初排产计划实现约 280KM 的实物量营收，募投项目中另 2 条 110KV 交联电缆及 1 条 220KV 电缆达产时间基本符合

公司项目投资规划进程。

- 根据铜铝原材料跌价与下半年通胀预期因素测算成品跌价，根据以销定产（合同）和排产计划测算 09、10 年实物量增长率和毛利率。
- 按公司实际税率与其他税收抵扣政策不变。

2、盈利预测

表格 3、利润表预测

单位: 百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	843.62	1132.36	1616.34	1685.52	1896.35	2358.66
增长率		34.23%	42.74%	4.28%	12.51%	24.38%
主营业务成本	702.16	978.54	1403.96	1425.58	1601.45	1984.05
增长率		39.36%	43.48%	1.54%	12.34%	23.89%
综合毛利率	16.77%	13.58%	13.14%	15.42%	15.55%	15.88%
主营业务税金及附加	4.86	3.64	6.48	6.76	7.60	9.45
主营业务利润	136.60	150.19	205.90	253.18	287.30	365.16
增长率		9.94%	37.10%	22.96%	13.47%	27.10%
销售费用	67.32	62.00	85.41	109.56	104.30	129.73
销售费用率	7.98%	5.48%	5.28%	6.50%	5.50%	5.50%
管理费用	17.48	14.92	20.49	25.28	28.45	35.38
管理费用率	2.07%	1.32%	1.27%	1.50%	1.50%	1.50%
财务费用	14.55	13.11	27.38	32.02	31.29	35.38
财务费用率	1.72%	1.16%	1.69%	1.90%	1.65%	1.50%
期间费用	99.35	90.03	133.28	166.87	164.03	200.49
期间费用率	11.78%	7.95%	8.25%	9.90%	8.65%	8.50%
资产减值损失	0.78	4.17	2.11	1.10	1.26	2.05
公允价值变动收益	-0.29	0.00	-0.09	0.00	0.00	0.00
投资收益	2.60	0.03	-4.18	0.00	0.00	0.00
营业利润	38.79	56.02	66.25	85.22	122.00	162.62
增长率		44.43%	18.27%	28.62%	43.17%	33.29%
营业外收入	26.68	19.09	19.72	20.00	20.00	20.00
营业外支出	1.45	0.08	0.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	64.02	75.03	85.48	105.22	142.00	182.62
所得税	4.88	7.50	10.98	21.04	28.40	36.52
实际税率	7.62%	10.00%	12.85%	20.00%	20.00%	20.00%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	59.14	67.53	74.49	84.17	113.60	146.10
净利润增长率		14.19%	10.31%	12.99%	34.96%	28.60%
总股本（发行前）	150.00	150.00	150.00	150.00	150.00	150.00
每股收益 EPS	0.39	0.45	0.50	0.56	0.76	0.97
总股本（发行后）	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00
每股收益 EPS	0.30	0.34	0.37	0.42	0.57	0.73

数据来源：东北证券金融与产业研究所

表格 4、电线电缆板块上市公司相对估值比较

证券代码	上市公司	EPS				PE			
		08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E
600973	宝胜股份	0.03	0.97	1.42	1.65	585.00	18.09	12.36	10.64
600105	永鼎股份	0.10	0.19	0.24	0.29	73.40	38.63	30.58	25.31
600522	中天科技	0.45	0.59	0.79	0.97	40.33	28.81	22.41	18.71
002212	南洋股份	0.57	0.74	0.86	1.02	29.32	22.58	19.43	16.38
002276	万马电缆	0.37	0.42	0.57	0.73	-	-	-	-
	行业均值	-	-	-	-	34.82	25.70	20.92	17.55

数据来源：东北证券金融与产业研究所

根据以上关键假设与盈利预测，测算公司 2009-2011 年每股收益（摊薄后）为 0.42 元，0.57 元和 0.73 元。表 4 为目前电缆板块中上市公司相对估值水平，09 年 25X 和 10 年 20X 的市盈率基本体现了市场对电缆行业成长性的预期；综合考虑万马电缆产品结构向高端调整将在 2010 年逐步体现，其盈利周期有望拉长并表现为三年净利润 CAGR20.18% 的增长，可较行业平均水平享有一定的溢价。定价区间为 8.78-11.23 元。

风险提示：

1)、110KV 交联电缆销售情况与后续两条生产线达产进程是否符合规划将直接影响公司 09、10 年盈利能力与净利润规模；做为以销定产的典型企业，公司直销模式在 110KV-220KV 产品的成功复制仍将受到市场的考验。

2)、原材料跌价风险、福利企业税收优惠政策变更风险及电网投资规模低于预期的风险均不容忽视。

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。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209