

# 万马电缆(002276)

## 产品结构优化与业务拓展推动高成长

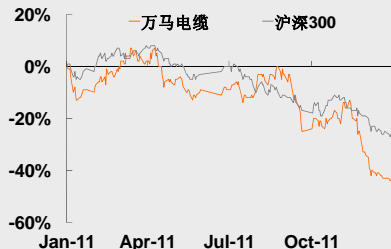
### 推荐 (首次)

现价: 9.57 元

#### 主要数据

行业	电力设备与新能源
公司网址	www.wanma-cable.cn
大股东/持股	万马电缆 59.61%
实际控制人/持股	张德生/50.97%
总股本(百万股)	400
流通 A 股(百万股)	138
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	60.20
流通 A 股市值(亿元)	20.76
每股净资产(元)	2.64
资产负债率(%)	46.3

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**张海** 投资咨询资格编号 S1060511100001  
15012583139  
Zhanghai376@pingan.com.cn

**周紫光** 投资咨询资格编号 S1060511110003  
0755-22621372  
zhouziguang157@pingan.com.cn

#### 研究助理

**乔敏** 一般资格编号 S1060111030070  
13761464619  
QIAOMIN157@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### ■ 城市化进程及产业结构升级带来广阔的电力电缆市场, 战略新兴产业的发展催生行业新的增长点

我国城市化进程处于快速发展阶段, 城市人口增长与建设规模不断扩大, 带来电线电缆广阔的市场需求; 产业结构升级增加了相关配套行业的市场空间, 同时低碳经济、战略性新兴产业的发展催生了高压、超高压电缆及特种电缆细分子行业, 带来新的增长点。电力电缆受智能电网建设、电气化进程等驱动, 预计仍将保持 20% 增长, 其中高压、超高压电缆增速将超过 25%。

#### ■ 差异化竞争, 产品结构及客户结构双重优化驱动公司高成长

产品结构优化, 公司凭借技术实力及产品开发经验, 率先进入二级认证资质要求较高的高压、超高压及特种电缆领域, 目前 220KV 产品通过预鉴定, 110KV 产品实现批量生产; 客户结构优化, 凭借品牌力度和过硬的质量, 公司业务逐渐向大客户集中, 电力系统及行业优质客户收入贡献超过 70% 并进一步提升, 整体盈利能力提升。

#### ■ 运营高效、渠道深化打造企业核心竞争力

高效运营, 优化采购制度降低综合成本。公司自主研发的 ERP 系统, 实施全过程精细化管理, 降低综合成本; 业务拓展迅速, 在地理分布上更加广泛。建立了遍布全国的“直销”渠道, 华东以外地区销售收入增长迅速。原材料风险较低, 毛利率水平相对行业内公司较为稳定。采取以锁铜为主、套保为辅, 根据订单计算耗铜量, 结合交货期及时与上游供应商签订远期供货合同锁定铜材成本, 对于小部分原材料采取套保策略, 以此规避价格波动风险。

#### ■ 集团协同效应凸显, 产业集群有助于上市公司内生式增长及外延式扩张

集团产业集群布局电线电缆行业产业链, 保障原材料高质量, 减少原材料供应风险; 同时集团产业集群中涉及通信电缆行业, 为公司光纤复合缆等复合产品的技术与市场的开发提供了强大的支持与资源共享。

#### ■ 盈利预测与估值:

预计公司 2011-13 年按摊薄后每股收益分别为 0.24 元、0.31 元和 0.41 元, 对应动态 PE 分别为 37.8、29.2、21.9 倍, 鉴于公司新增产能即将达成, 产品结构和客户结构不断优化, 首次给予“推荐”投资评级。

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2144	2732	2821	4114
收入同比(%)	45%	27%	3%	46%
归属母公司净利润	97	102	132	176
净利润同比(%)	12%	4%	29%	33%
毛利率(%)	14.5%	14.1%	14.5%	14.5%
ROE(%)	9.1%	6.4%	7.7%	9.3%
每股收益(元)	0.23	0.24	0.31	0.41
P/E	39.5	37.8	29.2	21.9
P/B	3.6	2.4	2.3	2.0
EV/EBITDA	27	25	22	16

# 正文目录

一、	公司概况：国内电线电缆行业环保电缆的引领者 .....	5
1.1	公司概况 .....	5
1.2	股权结构 .....	5
二、	行业分析：城市化、产业化升级及低碳经济带来广阔新市场 .....	6
2.1	电线电缆行业整体呈现快速增长的发展趋势 .....	6
2.2	电力电缆子行业增速最高 .....	7
2.3	智能电网建设增加对专用电缆需求 .....	9
2.4	低碳经济提升细分子行业特种电缆市场空间 .....	11
2.5	城市轨交建设加速提升轨交特种电缆市场空间 .....	11
2.6	电力电缆行业市场格局 .....	13
三、	公司分析 .....	14
3.1	差异化竞争，产品结构优化驱动公司高成长 .....	14
3.2	运营高效、渠道深化打造核心竞争力 .....	14
3.3	销售网络扩大，非本地业务增长强劲 .....	15
3.4	集团协同效应凸显，产业集群有助于上市公司实现外延式扩张 .....	16
四、	公司财务状况分析 .....	17
4.1	盈利能力 .....	17
4.2	偿债能力 .....	18
4.3	营运能力 .....	18
五、	盈利预测与估值 .....	19
5.1	基本假设 .....	19
5.2	各项业务预测 .....	19
六、	风险提示 .....	20
6.1	市场竞争风险 .....	20
6.2	原材料价格波动风险 .....	20

## 图表目录

图表 1	细分产品收入占比.....	5
图表 2	细分产品利润占比.....	5
图表 3	公司主营业务收入稳步增长（万元）.....	5
图表 4	公司股权结构图.....	6
图表 5	电力电缆分类.....	6
图表 6	电线电缆行业产值.....	7
图表 7	电力电缆在电网建设的作用.....	7
图表 8	电力电缆行业增速.....	7
图表 9	国网投资额（亿元）.....	8
图表 10	我国电网投资与电源投资比例优化.....	8
图表 11	智能电网建设时段.....	8
图表 12	110kV 以上电缆需求预测.....	9
图表 13	220kV 以上电缆需求预测.....	9
图表 14	110kV 以上高压、超高压电缆供货资质.....	9
图表 15	光纤复合电缆市场容量.....	10
图表 16	光纤集成测温电缆市场容量.....	10
图表 17	电动汽车充电专用缆市场容量.....	11
图表 18	风能装机容量预测.....	11
图表 19	铁路营业里程数.....	12
图表 20	全国城市轨道交通运营线路长度五年复合增速 19%.....	12
图表 21	轨交特种电缆市场容量.....	12
图表 22	电线电缆制造企业数量多.....	13
图表 23	各国电力电缆行业集中度.....	13
图表 24	电力电缆行业各竞争阵营分类表.....	13
图表 25	公司各产品毛利率.....	14
图表 26	主要竞争对手及其目标市场.....	14
图表 27	行业各公司产品毛利率水平.....	15
图表 28	产品毛利随铜材价格变动幅度.....	15
图表 29	公司营销网络遍布全国.....	15

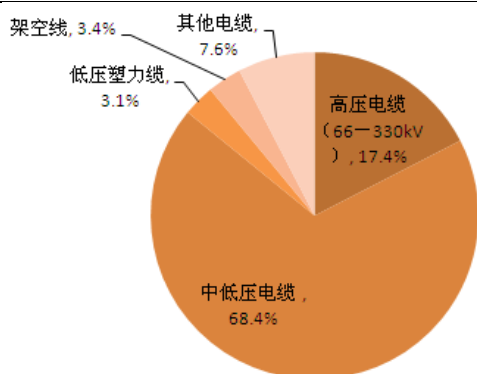
图表 30	各地区营业收入占比 .....	16
图表 31	万马集团产业布局.....	16
图表 32	万马集团子公司主营业务 .....	17
图表 33	万马集团电线电缆产业布局 .....	17
图表 34	营业收入变化趋势.....	17
图表 35	净利润变化趋势 .....	17
图表 36	行业各公司净资产收益率 .....	18
图表 37	行业各公司流动比率 .....	18
图表 38	行业各公司速动比率 .....	18
图表 39	应收账款周转率处于行业平均水平.....	19
图表 40	存货周转率处于行业平均水平.....	19
图表 41	各项业务预测.....	19

# 一、公司概况：国内电线电缆行业环保电缆的引领者

## 1.1 公司概况

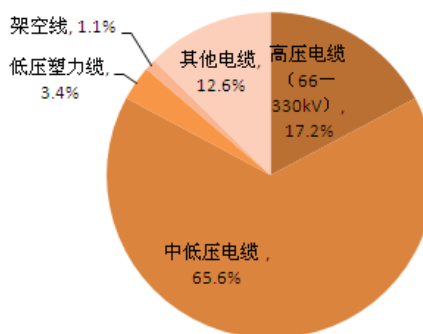
电力电缆龙头企业。主要产品包括交联电缆、塑力电缆、架空线及其他电缆，共 180 多个品种，14,000 余个规格，其中主要以交联电缆为主，2010 年收入占比达到 85%。从电压等级上来看，产品覆盖了 220kV 超高压以下电缆；从产品功能上，产品分为阻燃耐火、防鼠防蚁、防水防潮、低烟无卤等多个系列

图表1 细分产品收入占比



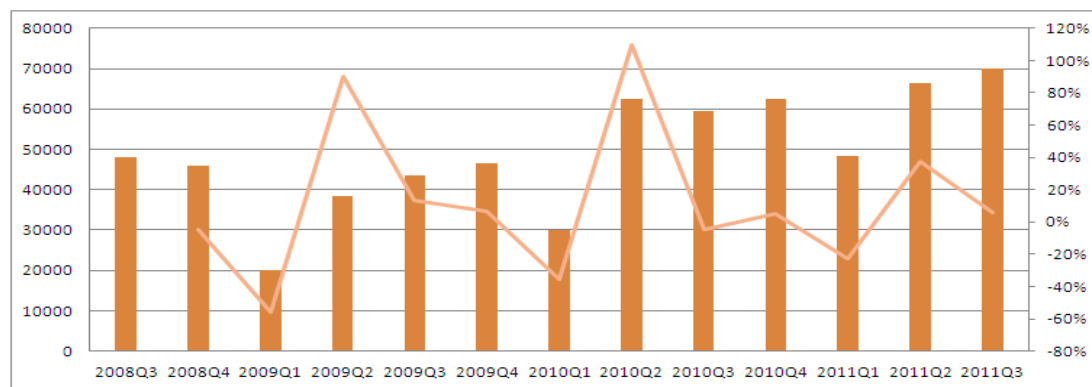
资料来源：平安证券整理

图表2 细分产品利润占比



资料来源：平安证券整理

图表3 公司主营业务收入稳步增长 (万元)

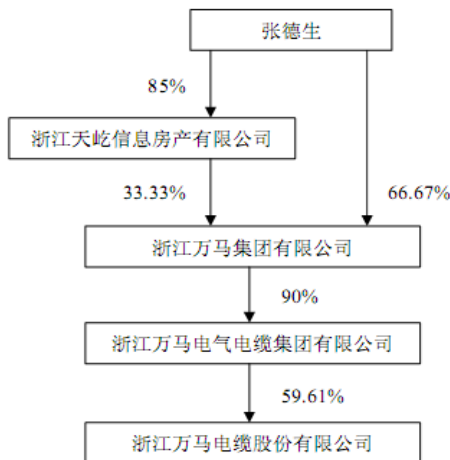


资料来源：公司公告，平安证券整理

## 1.2 股权结构

公司前身为浙江万马集团电缆有限公司，于 1996 年成立，2007 年 1 月变更设立为股份有限公司，总股本 1.5 亿股，浙江万马电气电缆集团有限公司持股 1.19 亿股，公司实际控制人为张德生。公司股权结构图如下：

图表4 公司股权结构图



资料来源: 公司公告, 平安证券整理

## 二、行业分析：城市化、产业化升级及低碳经济带来广阔新市场

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、电气装备用电缆、裸电线、通信电缆与光缆、绕组线。公司所属行业为电力电缆行业，是电线电缆行业的子行业。

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，各电压等级电力电缆的应用领域分别为：

图表5 电力电缆分类

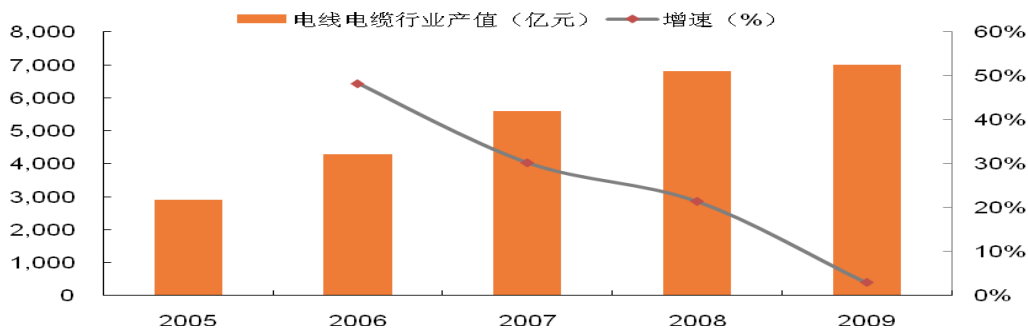
电力电缆分类	电压等级	应用领域
低压电缆	1kV 及以下	用于电力、冶金、建筑、机械等行业
中压电缆	6 - 35kV	约 50%用于电力系统的配电网络，将电力从高压变电站送到城市和偏远地区；其余用于建筑行业，机械、冶金、化工以及石化企业等
高压电缆	66 - 330kV	绝大部分应用于城市高压配电网络；部分用于大型企业内部供电，如大型钢铁、石化企业等
超高压电缆	330kV 以上	主要运用于大型电站的引出线路。欧美等经济发达国家还将其用于超大城市等用电高负荷中心的输配电网络；上海、北京等国内超大城市也拟将超市输配电网络高压电缆用于城

资料来源: 公司招股说明书, 平安证券整理

### 2.1 电线电缆行业整体呈现快速增长的发展趋势

**城市化进程推进电线电缆行业快速增长。**电线电缆广泛应用于国民经济各个领域，电线电缆产品能起到输送能源、传递信息的重要作用，因此被誉为国民经济的“血管”和“神经”。电线电缆行业占据着中国电工行业四分之一的产值，是机械工业中仅次于汽车行业的第二大产业。我国城市化仍将处于快速发展阶段，随着城市人口增长和建设规模的不断扩大，电线电缆行业总体上也保持了持续增长的态势；根据国家统计局的数据，2009 年电线电缆行业的总产值已经达到 7,310 亿元，五年复合增速超过 20%。

图表6 电线电缆行业产值

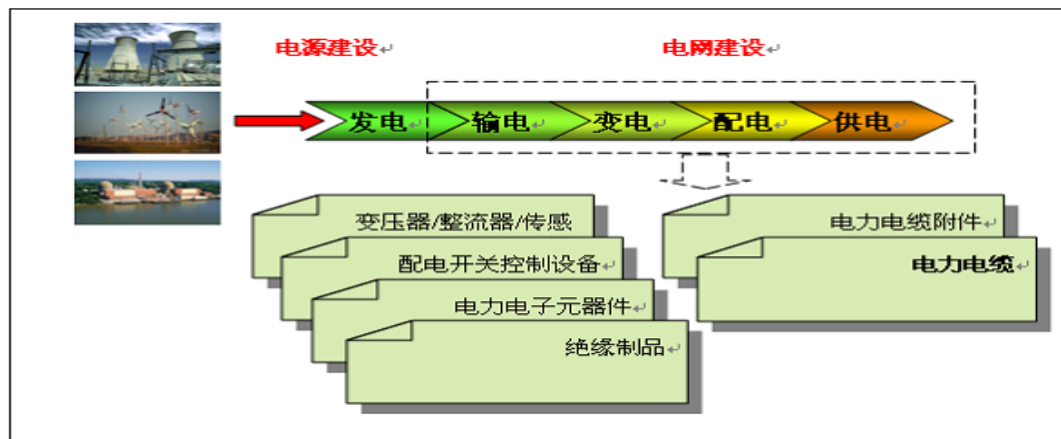


资料来源: 国家统计局. 平安证券整理

## 2.2 电力电缆子行业增速最高

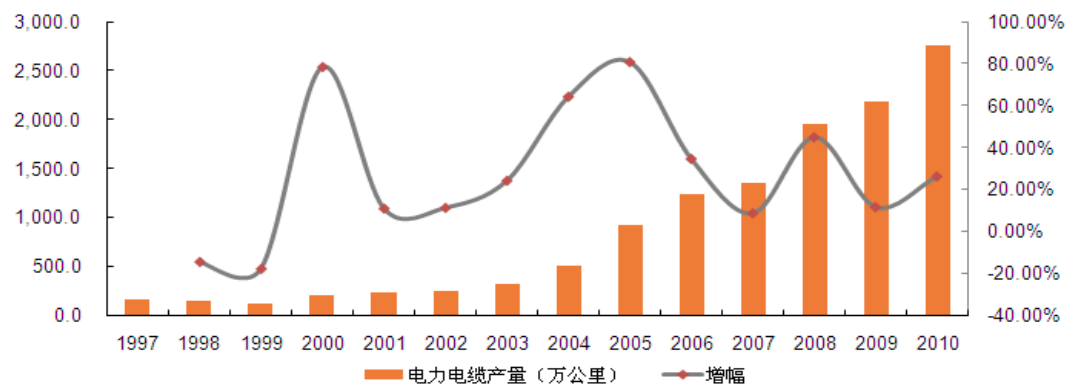
战略性新兴产业及产业结构调整带动配套行业增长, 电力电缆行业增长迅速。电力电缆行业是电线电缆的一个子行业, 是国家电网建设中的一个重要组成部分。根据国家统计局的数据, 2010 年我国电力电缆生产量达到 2749 万公里, 同比增长 26%, 远高于电线电缆其他子行业增速。

图表7 电力电缆在电网建设中的作用



资料来源: 平安证券整理

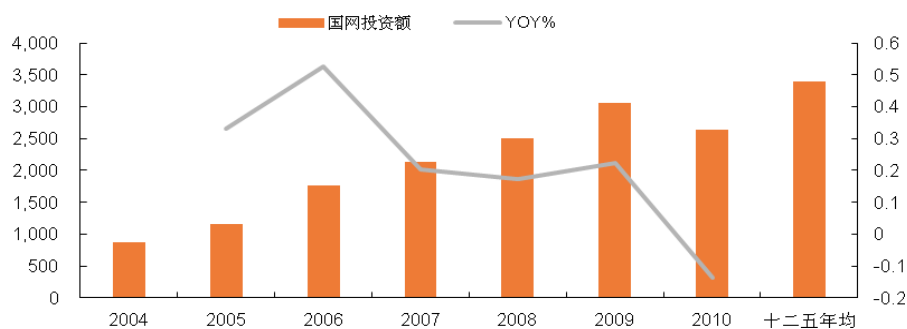
图表8 电力电缆行业增速



资料来源: Wind. 平安证券整理

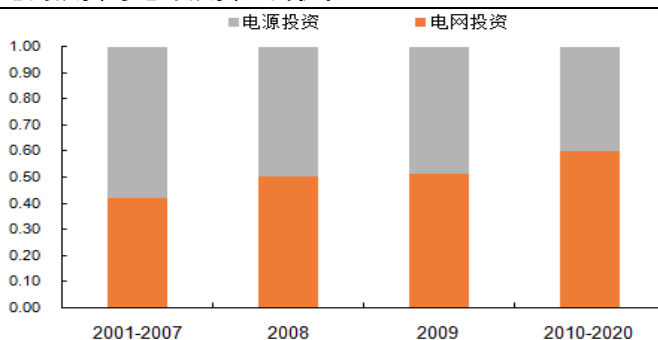
**电网投资比例优化提升电力电缆市场空间。**近年来，美国、欧洲等发达国家提出了智能电网理念，赋予其承载保障能源安全、促进能源清洁高效利用和提振经济发展等重要使命。智能电网已经成为当今世界电网发展的新趋势、新方向。国家电网提出了建设坚强智能电网的概念，主要围绕发电、输电、变电、配电、用电、调度等六个环节及通信信息平台进行建设，针对整个系统进行设备升级和优化布局，通过各种高新技术实现智能监测、智能分析、智能协调、智能控制，从而使电能得以更加安全稳定高效便捷地发送、传输、分配和使用。智能电网建设将成为我国应对气候与环境问题、大力开发低碳技术、积极发展新能源的重要举措。在电线电缆行业“十二五”发展规划征求意见稿中，电网建设投资占电力投资的比重将会加大，电网投资与电源投资的比重有望达到 55：45。

**图表9 国网投资额（亿元）**



资料来源：中电联，平安证券研究所

**图表10 我国电网投资与电源投资比例优化**



资料来源：中电联，平安证券研究所

**图表11 智能电网建设时段**



资料来源：国家电网，平安证券整理

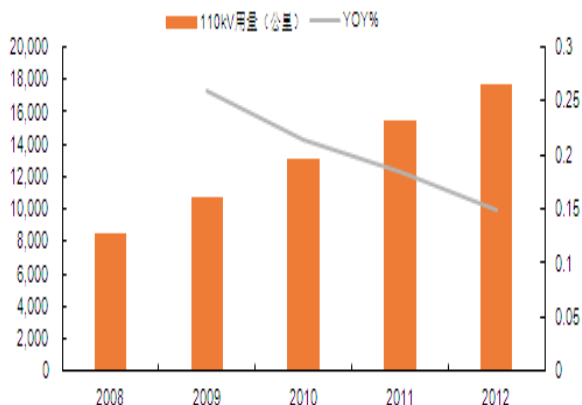


## 2.3 智能电网建设增加对专用电缆需求

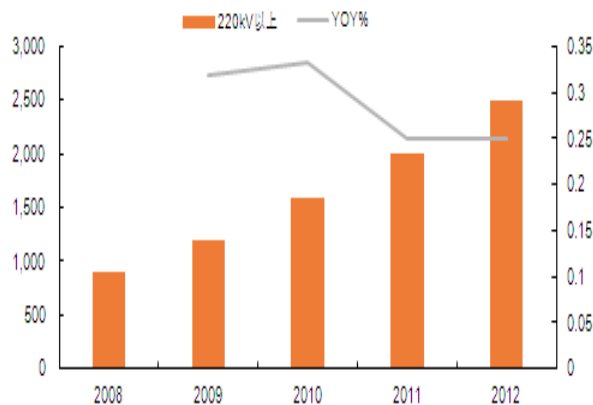
### (1) 高压超高压电缆

坚强电网建设增加对高电压等级电缆需求。配电网建设及城市电缆入地化带来了电力电缆行业的巨大市场，110kV 及以上电压等级的电缆增速最高，预计年增长超过 25%。

图表12 110kV以上电缆需求预测



图表13 220kV以上电缆需求预测



资料来源:上海电缆研究院.

资料来源:上海电缆研究院.

**110kV 以上高压、超高压电缆二级认证资质门槛较高。**与中低压电缆供货要求不同，110kV 以上高压、超高压电缆供货资质要求较高，110kV 等级电缆需通过型式试验，挂网运行一年后才能申请供货资质；220kV 等级电缆需通过型式试验和预鉴定试验，挂网运行 2 年才能供货，目前都仅有少数企业具有资质。公司 220kV 以下电缆均已实现供货。

图表14 110kV以上高压、超高压电缆供货资质

电压等级	资质条件	运行时间 (年)	具备资质企业
220kV	型式试验、预鉴定试验	2	汉缆股份、万马电缆等少数企业
110kV	型式试验	1	汉缆股份、万马电缆等

资料来源:国家电网,平安证券整理

公司在 2011 年非定向增发，募投项目投向光纤复合低压缆、光纤集成测温电缆、电动汽车充电专用缆和柔性直流输电电缆四个产品。

### (2) 光纤复合低压缆

光纤复合低压缆是在通信接入网中将光纤随低压电力线进行集成敷设，融合了光纤通信与电力传输的功能，集光纤和电力输配电缆于一身，避免二次布线，节约大量的金属、管道、塑料等资源，可有效降低施工、网络建设等费用，是目前性价比最高的“最后一公里”接入方案。

**光纤复合低压电缆未来将呈现爆发式增长。**继国务院出台加快推进电信网、广播电视网和互联网三网融合的政策之后，国家电网公司在 2010 年工作会议上明确提出，“加快建设坚强智能电网”是 2010 年八项重点工作之一，要求尽快在电网智能化上实现突破，提出深入研究“多网融合”技术路线和商业模式。其中，配电网光纤化是实现“多网融合”的硬件要求。

**公司已经成为行业内光纤复合低压缆领域的先行者。**2010 年 11 月 19 日，公司生产的光纤复合低压电缆获得了国网信息通信有限公司颁发的《电力专用通信设备进网许可证》。2010 年完成了预分支光纤复合低压缆的专利申报，获得了沈阳市智能小区试点工程的供货合同，覆盖 150 座别墅和 1,000 户住宅，成为行业内光纤复合低压缆领域的先行者。

**图表15 光纤复合电缆市场容量**

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
开工面积 (亿 m <sup>2</sup> )	11.54	11.54	11.54	11.54	11.54	11.54
光纤入户率	0.3%	3.1%	7.8%	14.8%	22.6%	33.5%
光纤入户新开工商品房户数 (万户)	3.5	40	100	190	290	430
户均长度 (m)	50	50	50	50	50	50
需求量 (km)	1750	20000	50000	95000	145000	215000

资料来源: 公司公告, 平安证券整理

### (3) 光纤集成测温电缆

光纤集成测温电缆在电缆制造过程中附加光纤, 利用光纤温度传感技术测量电缆中的测温光纤所处的温度场的分布, 具有阻燃、防爆、防腐蚀、耐高压、抗电磁辐射、测量范围广、定位精度高、使用方便可靠的优点, 不但可以智能检测和显示电缆的实际运行温度, 自动储存历史数据, 还能自动超温报警、实现在线反馈控制, 达到电缆安全运行的目的。

**光纤集成测温电缆的市场空间快速增长。**在线监测是智能电网在输电环节的重要发展方向, 光纤测温是电缆运行状态在线监测中的重要技术手段。根据《智能电网关键设备(系统)研制规划》, 国家电网计划在2009-2011年推广电缆状态监测装置, 在2010-2013年实施输电线路电磁环境智能监测系统、在2009-2015年实施输电线路状态监测系统, 基本实现在状态监测、故障诊断、在线预警、辅助决策、状态检修等九个方面的监控目标。目前中高压电缆实施在线状态监测的比例不足1%, 保守估计在2015年这一比例将提升到15%。

**市场暂未形成稳定格局, 公司具有先发优势。**公司研制的光纤集成测温电缆将光纤嵌入电缆结构之中进行集成制造, 与现有的光纤纵向放置在电缆外护套表面之外进行测温相比, 受周围气候环境、电磁环境的影响更小、测量灵敏度更高, 安装维护的成本更低, 在国内同类产品中具有一定的技术领先性。目前, 已有光纤集成测温电缆产品中标。

**图表16 光纤集成测温电缆市场容量**

单位: 公里	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
110kV 电缆需求量	13,050	15,450	17,750	20,400	23,700	28,300
220kV 及以上电缆需求量	3,500	4,000	4,400	4,800	5,200	5,600
合计	16,550	19,450	22,150	25,200	28,900	33,900
监测化比例 (%)	1	3	5	9	12	15
测温电缆需求量	165.5	583.5	1,107.5	2,268	3,468	5,085
单价 (万元)	100	95	90	90	90	90
市场份额 (万元)	16,550	55,432	99,675	204,120	312,120	457,650

资料来源: 平安证券整理

### (4) 电动汽车充电专用缆

随着低碳经济成为我国经济发展的主旋律, 电动汽车作为新能源战略和智能电网的重要组成部分, 以及国务院确定的战略性新兴产业之一, 必将成为今后中国汽车工业和能源产业发展的重点。按照发达国家的经验, 在电动汽车产业的发展进程中, 充电站及充电桩作为纯电动汽车和插电式混合动力汽车的基础设施, 将先于电动汽车得到爆发式增长。预计2011年起纯电动汽车和插电式混合动力汽车将呈现快速增长, 从而拉动对充电设施的长期需求。

**充电电缆是刚刚出现的新市场, 目前能够供货的厂家很少。**2010年公司已经成功研发专用充电电缆并已投入使用。

**图表17 电动汽车充电专用缆市场容量**

项目	第一阶段 (2010 年)	第二阶段 (2011-2015 年)	第三阶段 (2016-2020 年)	
充电站座数	75	4,000	6,000	
电动汽车充电电缆	4m/个	-	160 公里	240 公里
充电电池电缆	600 米/座	-	2,400 公里	3,600 公里
充电站建设布线	3000m/座	-	12,000 公里	18,000 公里
充电桩个数	6,209	180,000	320,000	
充电桩建设	4m/个	-	720 公里	1,280 公里
合计		15,280 公里	23,120 公里	

资料来源: 平安证券整理

#### (5) 柔性直流输电电缆

柔性直流输电技术是采用基于可开断型器件的电压源换流器和 PWM 技术进行直流输电, 非常适合可再生能源并网、分布式发电并网、孤岛送电、城市电网供电、异步交流电网互联等领域。

## 2.4 低碳经济提升细分子行业特种电缆市场空间

新能源的开发利用催生特种电缆新生市场。2010 年全国新增风电装机容量 1457kW, 累计装机容量达到 2957kW, 增速为 31.7%。2000 年-2009 年, 我国风电装机容量年均复合增长率高达 60%以上, 远高于世界主要发达国家年均约 30%的平均增长水平。

风力发电用特种电缆主要用在风力发电机组机舱内部、机舱与塔架上部、塔架下部至变压器, 用于机舱内电缆主要有软电线、控制电缆、数据线、拖链电缆 (用于转子构成回路) 等。由于长期运行于室外、垂直悬空敷设、频繁扭转 (正反各四周为一次、次数不少于 3,600 次的抗扭转性能)、接触油污 (部分)、海水腐蚀 (特殊环境), 要求其机械强度高、耐扭 (柔软)、耐震动以及耐油等, 另外用在寒冷地区的电缆还要耐低温 (-40°C), 对电缆的性能要求较高。

**图表18 风能装机容量预测**

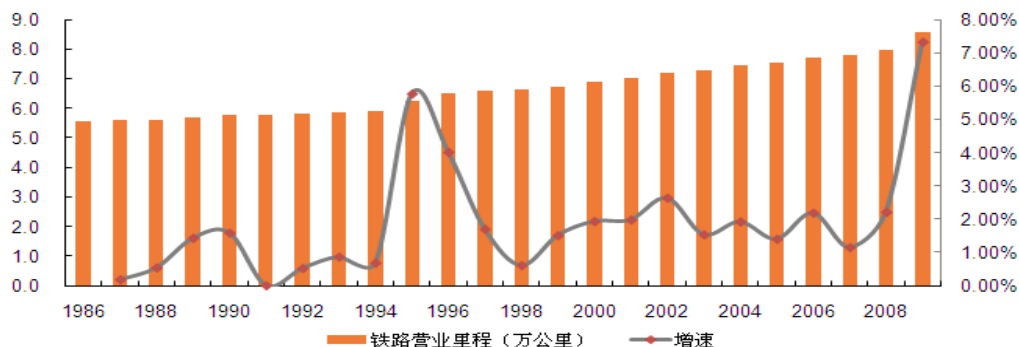
年份	装机容量 (万kW)	年均新增装机容量 (万kW)	年均复合增长速度
2005	126	50	
2006	260	133	106%
2007	590	330	127%
2008	1215	625	106%
2009	2580	1380	112%
2010	4473	1892	73%
2015E	7000	505	9%
2020E	15000	1600	16%

资料来源: 平安证券整理

## 2.5 城市轨交建设加速提升轨交特种电缆市场空间

城市轨道交通及铁路网的大规模建设投资将为轨交特种电缆产品提供广阔的市场空间。2010-2012 年我国铁路建设、新线投入运营、新技术装备制造运用都将进入高峰。到 2012 年底, 我国铁路营业里程将达到 11 万公里以上, 其中客运专线和城际铁路将达到 1.3 万公里, 复线率和电气化率分别达到 50%以上, 建成新客站 800 多座。新线投产达到 2.6 万公里, 其中客运专线 9,200 公里; 同时, 投入运用的动车组将达到 800 组以上, 大功率机车将达到 7,900 台以上, 空调客车将占保有量的 66%以上。到 2020 年, 全国铁路营业里程达到 12 万公里以上, 复线率和电气化率分别达到 50%和 60%以上。

图表19 铁路营业里程数

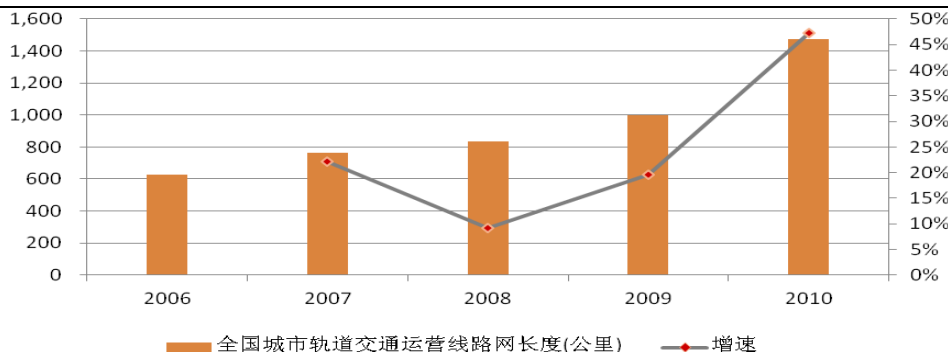


资料来源: Wind. 平安证券整理

目前,我国城市轨道交通线路数量达到 55 条,运营里程 1,500 公里,并且已有 28 座城市的轨道交通规划通过了国务院审批,33 个城市完成了轨道交通规划,到 2015 年前后,北京、上海、广州等 22 个城市将建设 79 条城市轨道交通线路,总长度 2,260 公里,总投资 8,820 亿元以上。

2009、2010 年我国城市轨道交通平均每年增加 300 多公里的运营里程,2010 年之后平均每年有 150 公里的城市轨道交通投入使用。在未来三四年间,城市轨道交通建设的投资也将持续的保持在高位,我国城市轨道交通建设已经进入了处于跨越式发展新阶段。

图表20 全国城市轨道交通运营线路长度五年复合增速19%



资料来源: Wind. 平安证券整理

从环保节能减排以及我国城市化大发展的背景来说,轨道交通正面临着历史性的发展机遇,今后的 3-5 年仍将是我国轨道交通大发展的黄金时期。按照铁道部最新的投资计划,2009 年~2012 年计划安排机车车辆购置投资 5,000 亿元,具体如下表:

图表21 轨交特种电缆市场容量

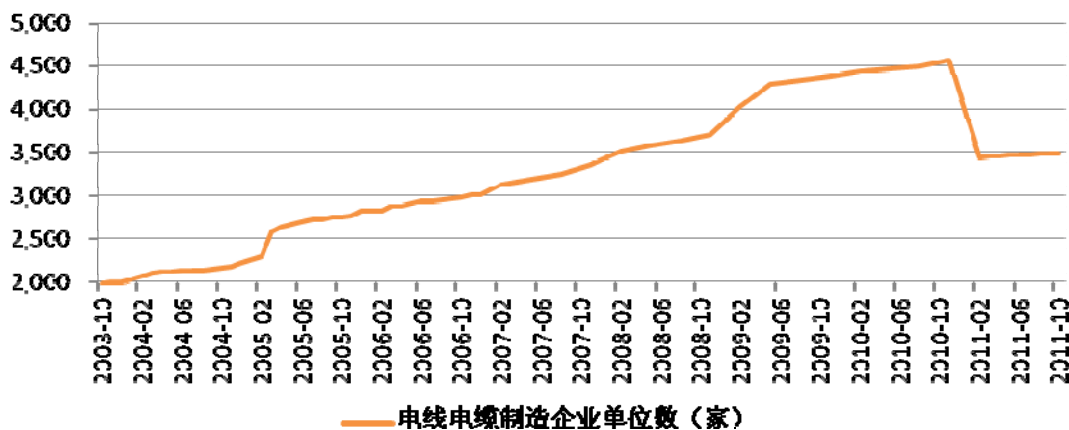
项目	车辆数量 (台)	单位用量 (公里/台)	电缆需求量 (万公里)
大功率机车	6,750	-	51.03
其中: 电力机车	5,400	82	44.28
内燃机车	1,350	50	6.75
普通机车	1,400	-	13.04
其中: 电力机车	1,150	78.5	9.03
内燃机车	250	40	1.00
维修			3.01
客车	4,240	10	4.24
动车组	1,580	60	9.48
合计	21,150	-	77.79
平均每年	5,287.5		19.45

资料来源: 公司公告. 平安证券整理

## 2.6 电力电缆行业市场格局

中低压电缆子行业企业数量多、规模小、产业集中度低。我国电线电缆行业中“小而全”、“处于中间状态”的企业很多，造成行业、企业的规模经济差，前19名电线电缆制造商占据11%左右市场份额，整体处于完全竞争的态势。

图表22 电线电缆制造企业数量多



资料来源: Wind. 平安证券整理

图表23 各国电力电缆行业集中度

国家	电力电缆行业集中度状况
美国	前三家生产商占据行业 54%的产值
日本	七大公司占据行业 86%的产值
英国	12 家企业占据全国销售额的 95%以上
法国	五大公司包揽了法国市场的营业额
中国	2000 多加企业，前 19 名电线电缆制造商占据 11%左右市场份额。

资料来源: 公司招股说明书. 平安证券整理

国内企业直接面对国际巨头在高端产品领域的竞争。目前我国电力电缆行业中，外资企业占有相当比重。来自欧洲的耐克森、比瑞利以及来自日本的古河、住友等国际巨头纷纷进入中国合资建厂，直接参与国内市场的竞争，尤其在超高压等高端产品领域内，这些外资企业具备较强的竞争优势。

图表24 电力电缆行业各竞争阵营分类表

分类名称	公司名称
第一阵营	法国耐克森集团、意大利比瑞利集团、日本古河电缆、日本住友电工、江苏远东控股集团有限公司等
第二阵营	江苏上上电缆集团有限公司、江苏宝胜科技创新股份有限公司、浙江万马电缆股份有限公司，无锡江南电缆有限公司，天津市塑力电缆厂、青岛汉缆集团有限公司、广东南洋电缆集团股份有限公司等
第三阵营	其他缺乏竞争力的中小电缆企业

资料来源: 公司招股说明书. 平安证券整理

战略性新兴产业出现的新市场竞争尚不充分。受战略性新兴产业和经济结构升级所催生的新兴市场，如智能电网、风电、轨道交通等，产品标准、技术规范等尚在不断完善中，参与竞争的企业不多，竞争激烈程度大大低于传统产品，市场空间广阔。

### 三、 公司分析

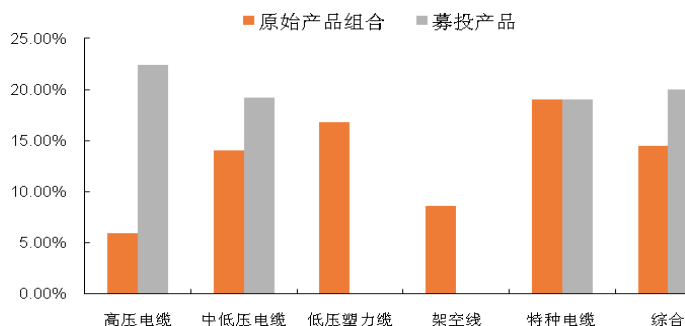
#### 3.1 差异化竞争，产品结构优化驱动公司高成长

凭借产品技术优势进入“蓝海”市场，高毛利提升产品结构。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，公司是目前国内少数拥有 2,500mm<sup>2</sup> 大截面高压电力电缆生产能力的企业。

高压及超高压电缆入门门槛较高，技术、品牌优势明显。目前公司已经成为国内超高压产品的主流供应商，110kV 产品获得了市场的高度认可，220kV 产品于 2009 年 10 月取得预鉴定试验报告，成为国内为数不多的具备 220kV 产品供货资格的企业之一，220kV 产品于 2011 年投产并贡献业绩。

特种电缆为新兴行业，公司先发优势明显。主要原因是该领域内参与竞争的企业较少，而且对供应商的技术水平有很高的要求，那些对新兴行业缺少足够理解、对产品技术缺少足够积累的企业暂时还无法参与到这些领域的竞争中。

图表25 公司各产品毛利率



资料来源: 公司公告, 平安证券整理

质量与品牌优势提升客户结构，70%收入来自于行业大客户。公司在电力电缆行业积累了十多年的经营经验，具有品牌优势。由于大客户将电缆应用到电网改造以及钢铁、石化等国家重点工程等，具有很强的质量意识，他们在选择产品的时候，首要因素是质量和品牌而非价格，具有较高的进入壁垒。公司有 70% - 80%的收入来源于电力系统及行业优质客户，与竞争对手形成错位竞争。

图表26 主要竞争对手及其目标市场

公司名称	目标市场
江苏宝胜科技创新股份有限公司	产品集中于特种防火电缆和橡胶套电缆产品
江苏远东控股集团有限公司	主要应用领域在行业客户或民用工程市场
江苏上上电缆集团有限公司	主要应用领域在行业客户或民用工程市场
无锡江南电缆有限公司	优势产品是裸导线及低压电缆产品
天津市塑力电缆厂	主要市场分布在北方地区
青岛汉缆集团有限公司	主要市场分布在北方地区

资料来源: 公司公告, 平安证券整理

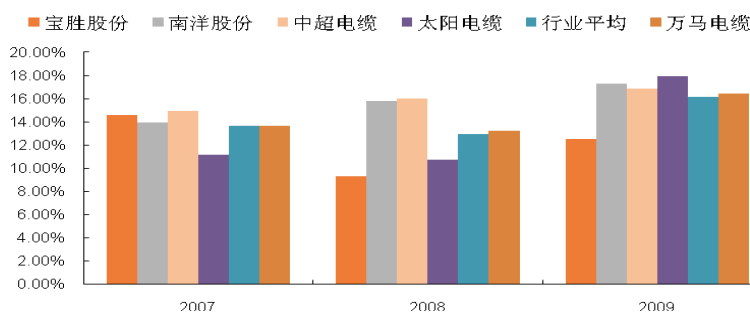
#### 3.2 运营高效、渠道深化打造核心竞争力

高效运营，优化采购制度降低综合成本。电缆行业作为传统的制造业，成本管理的水平很大程度上决定了公司的竞争力，公司根据电缆行业的特点自行研发了 ERP 系统，以信息化手段保证精细化管理，从采购到生产、销售、回款、奖金发放等各个环节进行管控，降低综合成本。

产品毛利率高于行业平均水平。同行业上市公司中，中超电缆、南洋股份近三年的毛利率均处于较高水平，宝胜股份的毛利率相对较低，太阳电缆毛利率波动较大，公司产品毛利率略高于行业平均水平。



图表27 行业各公司产品毛利率水平



资料来源: 平安证券整理

原材料风险较低, 毛利率水平相对行业内公司较为稳定。公司采用“订单生产”, 最大程度降低库存带来的铜价波动风险, 在采购方式上, 以锁铜为主、套保为辅, 根据订单计算耗铜量, 结合交货期及时与上游供应商签订远期供货合同锁定铜材成本, 对于小部分原材料采取套保策略规避价格波动风险。

图表28 产品毛利随铜材价格变动幅度

项目	2010年1-9月	2009年	2008年	2007年
综合毛利率	15.12%	16.40%	13.21%	13.62%
铜材占生产成本的比重	78.31%	75.29%	73.98%	72.96%
采购单价每上升5%时毛利变动百分点*	-3.32	-3.15	-3.21	-3.15
采购单价每上升10%时毛利变动百分点	-6.65	-6.29	-6.42	-6.30

\*假设当年电缆产品售价不随铜价变化而变化的条件下

资料来源: 公司公告, 平安证券整理

### 3.3 销售网络扩大, 非本地业务增长强劲

遍布全国的“直销”网络支撑业务快速增长。公司在绝大部分省份和北京、上海等重点城市都设有销售员, 形成了遍布全国的“直销”网络。

图表29 公司营销网络遍布全国

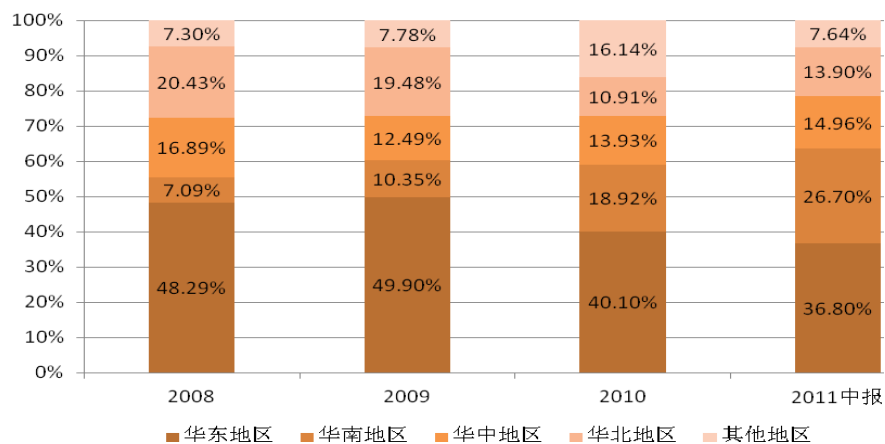


资料来源: 公司公告, 平安证券整理

公司业务在地理分布上更加广泛, 华东以外地区销售收入增长迅速。随着公司“立足华东、面向全国”战略的实施, 在全国市场营销力度的加大, 2010年1-9月华东以外地区销售收入增长迅速, 华东地区销售

收入占比有所下降，其中：华南地区及其它地区的销售收入增长成为公司主营业务收入增长的主要来源，在保持华东地区销售稳定增长的情况下为公司开拓了新的收入增长点。

图表30 各地区营业收入占比



资料来源: 公司公告, 平安证券整理

**生产装备和工艺优化，保证技术处于领先地位。**公司的产品生产线在装备的设计、定制、选型等多方面进行了技术优化，生产速度、质量水平均处于国内领先地位，一些关键部位上的设计属于国内首创，并配合先进的工艺控制，确保了产品质量的稳定可靠。

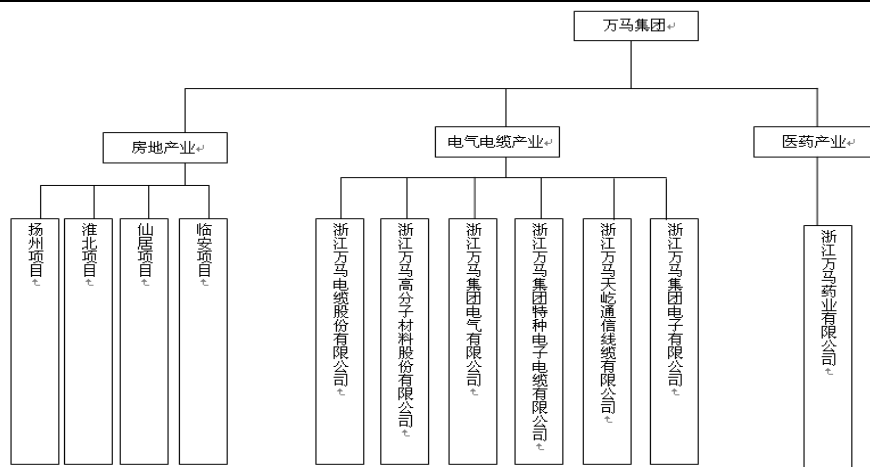
企业在工艺路线上具备国内领先优势，部分技术指标和工艺控制为国内首创：

- 国内首家采用导体静电吸附阻水粉阻水技术；
- 国内首家采用绝缘界面在线缺陷检测技术；
- 国内首家为局放设备配置了介质损耗测试系统；
- 国内首家采用变频多轴控制系统控制的进口拉丝机；
- 偏心度达到了国内领先水平；
- 分割导体达到了国内领先的水平。

### 3.4 集团协同效应凸显，产业集群有助于上市公司实现外延式扩张。

公司控股股东为浙江万马集团，产业布局覆盖电气电缆产业、房地产业和医药行业。集团产业集群布局了电力电缆产业链，减少公司采购风险，保障原料高质量；同时集团产业集群中涉及通信电缆等行业，为公司复合产品，如光纤复合低压缆等产品的开发提供了技术支持与资源共享。

图表31 万马集团产业布局



资料来源: 公司公告, 平安证券整理

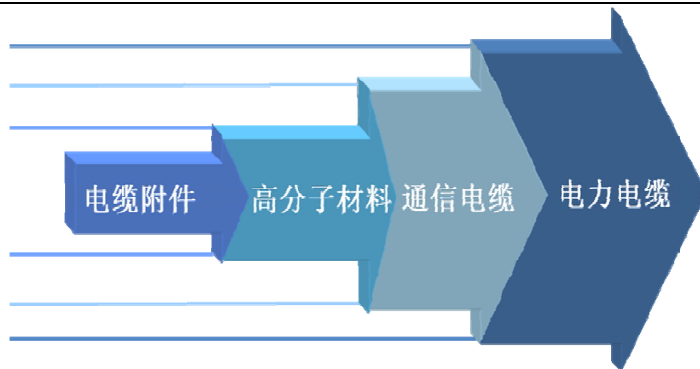


图表32 万马集团子公司主营业务

公司	主营业务
万马高分子	电缆交联料的龙头企业，市场占有率 25%左右
万马天屹	国内有线电视宽带网络设备主流供应商之一
万马特种	以同轴电缆为主，产品主要供应美国市场
万马电气	专业生产中低压电缆附件
万马电子	国内通信配线类产品主流供应商之一

资料来源: 公司公告, 平安证券整理

图表33 万马集团电线电缆产业布局



资料来源: 公司公告, 平安证券整理

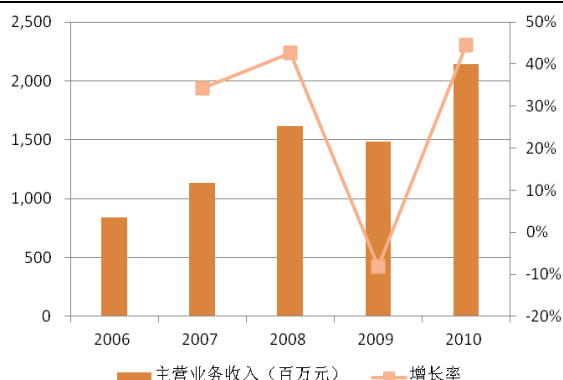
## 四、公司财务状况分析

### 4.1 盈利能力

主要产品销量增长带动收入上扬。公司的主要产品包括交联电缆与其他电力电缆，报告期内，公司主营业务收入主要来源于交联电缆产品销售，2010年、2009年度、2008年度及2007年度该产品收入占公司主营业务收入比分别为85.71%、82.60%、81.04%及70.28%。

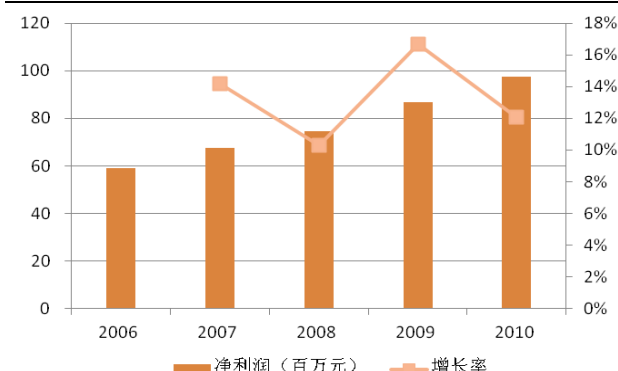
交联电缆为公司核心产品，报告期内各期该产品产能利用率与产销率均保持90%以上，其销售量持续增长是主营业务收入增长的主要贡献因素。

图表34 营业收入变化趋势



资料来源: 公司财务报表, 平安证券整理

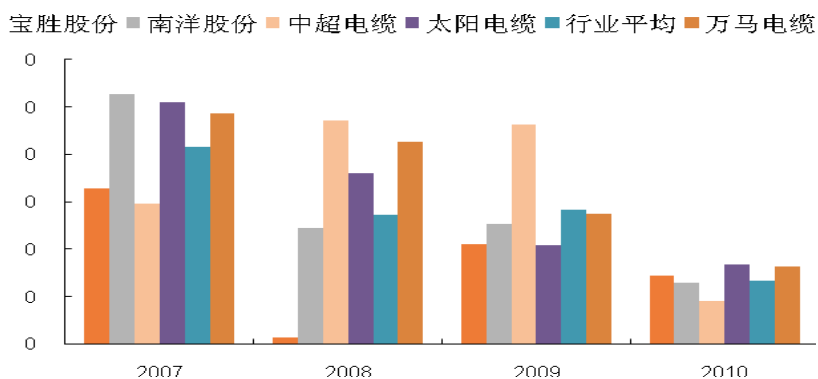
图表35 净利润变化趋势



资料来源: 公司财务报表, 平安证券整理

加权平均净资产收益率处于行业较高水平。可以看出，受上市时间、募集资金量等因素影响，各公司加权平均净资产收益率差异较大。公司加权平均净资产收益率处于行业较高水平，仅次于太阳电缆。

图表36 行业各公司净资产收益率

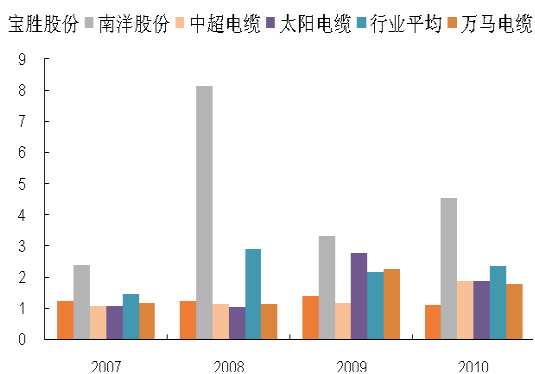


资料来源: 公司公告, 平安证券整理

## 4.2 偿债能力

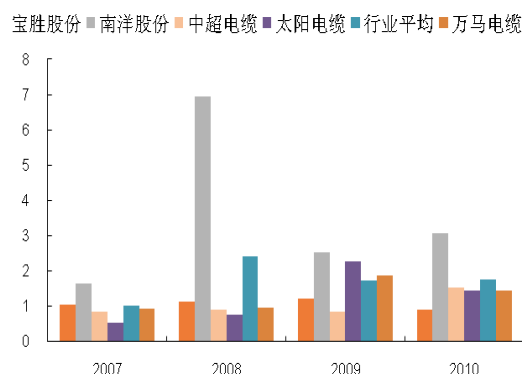
短期偿债能力较好。与同行业和相近行业上市公司相比, 若剔除 2008 年南洋股份上市募集资金到位导致流动比率、速动比率大幅上升的例外因素, 2010 年末、2009 年末、2008 年末及 2007 年末行业平均流动比率分别为 1.63、1.77、1.13 及 1.13, 速动比率分别为 1.29、1.43、0.91 及 0.80, 公司流动比率和速动比率略高于行业平均水平。

图表37 行业各公司流动比率



资料来源: 公司财务报表

图表38 行业各公司速动比率

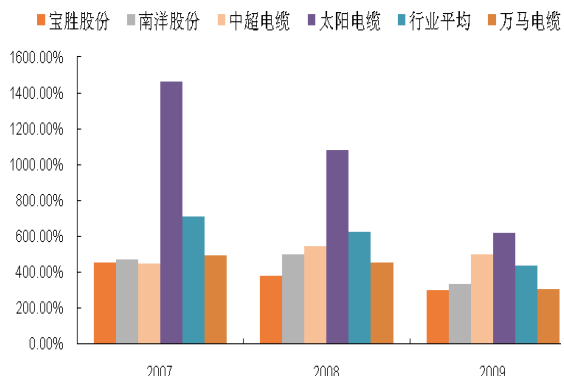


资料来源: 公司财务报表

## 4.3 营运能力

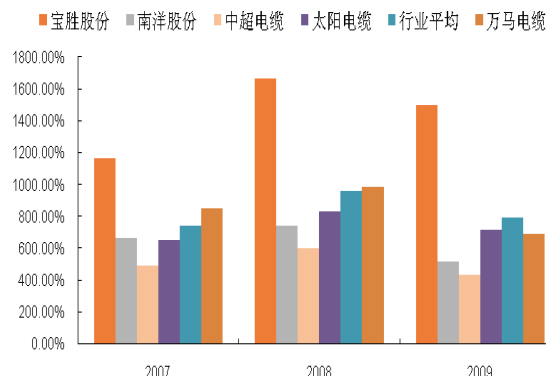
存货周转率与应收账款周转率处于行业平均水平。受行业因素影响, 同行业可比公司近三年的应收帐款周转率都呈现逐年下降的趋势, 公司的应收账款周转率也呈逐年下降的趋势, 总体变动趋势与同行业可比公司基本一致。同行业公司存货周转速度变动趋势较为接近, 2008 年存货周转率均较 2007 年有所上升, 而 2009 年较 2008 年呈现下降趋势。其中, 宝胜股份存货周转率最高, 公司的存货周转率处于行业中等水平。

图表39 应收账款周转率处于行业平均水平



资料来源：公司财务报表

图表40 存货周转率处于行业平均水平



资料来源：公司财务报表

## 五、盈利预测与估值

### 5.1 基本假设

- (1) 假设原募投产能 2012 年一季度达产。2011 年新募投资项目投产第 1 年的生产负荷为 25%，第 2 年的生产负荷为 65%，第三年的生产负荷为 90%，第四年为 100%。
- (2) 未来公司特种电缆及超高压电缆等高端产品毛利率保持在 20% 以上的较高水平。
- (3) 由于细分行业竞争激烈中低压电缆产品毛利率可能进一步下滑，预计到 13% 企稳。
- (4) 预计 2011 年铜采购价格同比上涨 15%，2012 年下降 10%，2013 年度同比持平。

### 5.2 各项业务预测

图表41 各项业务预测

单位：万元	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>超高压及高压电缆</b>				
收入	37,327.59	45,073.06	45,126.18	96,254.84
成本	31,971.38	38,762.83	38,305.57	80,680.51
<b>中低压电缆</b>				
收入	146,479.38	185,415.23	172,186.21	209,934.53
成本	126,063.01	160,384.18	148,861.38	182,090.54
<b>低压塑力缆</b>				
收入	6,676.55	9,981.44	10,779.96	11,060.24
成本	5,608.38	8,452.29	9,109.06	9,368.02
<b>架空线</b>				
收入	7,246.39	8,333.35	8,100.01	8,100.01
成本	6,895.29	8,333.35	7,746.85	7,751.71
<b>其他电缆</b>				
收入	16,321.57	24,400.75	45,940.57	86,065.26
成本	12,397.57	18,788.58	37,272.44	71,969.59
<b>汇总</b>				
收入	214,051.47	273,203.83	282,132.94	411,414.88
成本	182,935.63	234,721.22	241,295.31	351,860.37
毛利率	14.54%	14.09%	14.47%	14.48%

单位：万元	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>按大类（公司分类）</b>				
<b>交联电缆</b>				
收入	183,806.96	230,488.30	217,312.39	306,189.37
增长率	50.25%	25.40%	-5.72%	40.90%
成本	158,034.39	199,147.01	187,166.96	262,771.05
增长率	54.16%	26.01%	-6.02%	40.39%
毛利率	14.02%	13.60%	13.87%	14.18%
<b>其他电缆</b>				
收入	30,244.51	42,715.54	64,820.54	105,225.51
增长率	17.36%	41.23%	51.75%	62.33%
成本	24,901.24	35,574.21	54,128.36	89,089.33
增长率	16.87%	42.86%	52.16%	64.59%
毛利率	17.67%	16.72%	16.50%	15.33%

资料来源：平安证券整理

## 六、风险提示

### 6.1 市场竞争风险

目前全国的电线电缆生产企业有数千家，以中小型企业为主，行业集中度较低，在电缆市场拓展中可能出现低价恶性竞争现象。

### 6.2 原材料价格波动风险

电力电缆的最主要原材料为铜材，最近几年铜价大幅波动，给行业内公司的生产经营带来一定的风险。

	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	1481	2070	2134	2889
现金	464	770	771	918
应收账款	642	846	880	1272
其他应收款	37	47	49	71
预付账款	56	46	51	78
存货	250	330	345	496
其他流动资产	32	31	38	54
<b>非流动资产</b>	391	403	417	432
长期投资	0	0	0	0
固定资产	301	344	347	355
无形资产	46	49	53	56
其他非流动资产	43	9	17	21
<b>资产总计</b>	1872	2473	2552	3321
<b>流动负债</b>	790	897	842	1435
短期借款	450	351	360	792
应付账款	145	188	193	281
其他流动负债	195	359	290	362
<b>非流动负债</b>	6	-10	-9	-9
长期借款	0	-13	-13	-13
其他非流动负债	6	3	4	4
<b>负债合计</b>	796	887	833	1426
少数股东权益	6	6	6	6
股本	400	432	432	432
资本公积	392	768	768	768
留存收益	277	379	511	686
归属母公司股东权益	1069	1580	1712	1889
<b>负债和股东权益</b>	1872	2473	2552	3321

	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	3	78	49	-208
净利润	97	102	132	176
折旧摊销	31	35	42	47
财务费用	21	21	4	18
投资损失	-2	-1	-2	-2
营运资金变动	-157	-81	-130	-463
其他经营现金流	13	3	4	16
<b>投资活动现金流</b>	-104	-50	-54	-59
资本支出	107	45	51	57
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	3	-5	-3	-2
<b>筹资活动现金流</b>	193	278	5	414
短期借款	245	-99	9	432
长期借款	0	-13	0	0
普通股增加	200	32	0	0
资本公积增加	-200	376	0	0
其他筹资现金流	-52	-17	-4	-19
<b>现金净增加额</b>	92	307	1	147

	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	2144.42	2732.04	2821.3	4114.15
营业成本	1833.29	2347.21	2412.9	3518.60
营业税金及附加	7.46	10.28	10.35	15.22
营业费用	149.12	204.90	211.60	308.56
管理费用	32.74	42.35	44.07	63.86
财务费用	20.94	20.94	3.54	17.91
资产减值损失	13.15	9.90	10.82	10.90
公允价值变动收益	0.00	1.17	1.18	0.98
投资净收益	2.36	1.31	1.85	1.75
<b>营业利润</b>	90.06	98.94	131.03	181.83
营业外收入	22.57	23.06	23.29	23.09
营业外支出	1.25	5.00	3.13	3.44
<b>利润总额</b>	111.38	117.00	151.20	201.48
所得税	13.96	15.21	19.55	25.97
<b>净利润</b>	97.43	101.79	131.64	175.52
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	97.43	101.79	131.64	175.52
EBITDA	142.46	155.30	176.18	246.27
EPS (元)(摊薄后)	0.23	0.24	0.31	0.41

主要财务比率

	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	44.6%	27.4%	3.3%	45.8%
营业利润	18.0%	9.9%	32.4%	38.8%
归属于母公司净利润	12.1%	4.5%	29.3%	33.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	14.5%	14.1%	14.5%	14.5%
净利率(%)	4.5%	3.7%	4.7%	4.3%
ROE(%)	9.1%	6.4%	7.7%	9.3%
ROIC(%)	9.1%	9.0%	9.0%	9.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	42.5%	35.9%	32.7%	42.9%
净负债比率(%)	56.51%	38.55%	42.11%	54.86%
流动比率	1.88	2.31	2.53	2.01
速动比率	1.55	1.93	2.12	1.66
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.28	1.26	1.12	1.40
应收账款周转率	4	4	3	4
应付账款周转率	13.43	14.12	12.67	14.83
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.24	0.31	0.41
每股经营现金流(最)	0.01	0.18	0.11	-0.48
每股净资产(最新摊)	2.48	3.66	3.97	4.38
<b>估值比率</b>				
P/E	39.47	37.78	29.21	21.91
P/B	3.60	2.43	2.25	2.04
EV/EBITDA	27	25	22	16

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

**平安证券综合研究所**

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257