

# 万马电缆 (002276)

## 逆境仍增长，产品结构优化见成效

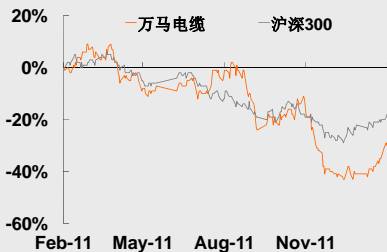
### 推荐 (维持)

现价: 11.80 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/1.90%
实际控制人/持股	张德生/50.97%
总股本(百万股)	432
流通 A 股(百万股)	141
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	43.72
流通 A 股市值(亿元)	14.31
每股净资产(元)	3.6
资产负债率(%)	36.6

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

深度报告-万马电缆 (002276): 产品结构优化与业务拓展推动高成长 (推荐)

#### 证券分析师

**张海** 投资咨询资格编号  
S1060511100001  
22621123  
zhanghai376@pingan.com.cn

**周紫光** 投资咨询资格编号  
S1060110080002  
22621372  
zhouziguang157@pingan.com.cn

#### 研究助理

**乔敏** 一般证券资格编号  
S1060111030070  
021-33903991  
QIAOMIN157@pingan.com.cn

### 投资要点

公司公布 2011 年度报告，期间实现营业收入 26 亿元，同比增长 21.32%，期间实现营业利润 9382 万元，同比增长 4.17%；净利润 10365 万元，同比增长 6.39%；实现每股收益 0.25 元，同比增长 4.17%。

#### ■ 收入增长中用铜量增长 10.3%，其余为铜价上涨贡献：

在停工检修 23 天的情况下，交货量仍实现了平稳增长，用铜量同比增加 10.3%，2011 年铜价上涨幅度较高，均值在每吨 7 万元以上，上涨幅度超过 15%，按照铜材占原材料成本 70%来计算，铜价上涨对收入贡献超过 10%。

#### ■ 铜价上涨对毛利率形成压力，产品结构改善稳住毛利率

期间毛利率 14.31%，同比下降 0.2 个百分点。公司采用成本加成法确认合同价格，但铜价上涨幅度过高过快，对毛利率形成一定压力，预期同类产品毛利率同比下降约 0.5 个百分点，同时事故停工期间折旧摊销也影响毛利率；但由于 2011 年 110KV、220KV 等高毛利产品实现销售，其毛利率高出产品平均毛利率，收入占比提高，拉升综合毛利率。

#### ■ 管理费用与财务费用增幅较高，人力成本与利率上升导致

管理费用同比增长 58%，主要由于 2011 年度研发投入较高，同时人力成本上升导致；期间财务费用上升 48%，主要由于公司增发晚于预期，银行信贷收紧利率上升，导致资金成本上升。目前增发募集资金到位，预期财务费用将下降。

#### ■ 事故导致营业外支出翻倍，但已平息

年内环保事故造成停工 23 天，并支付 200 多万进行后续处理；目前整改已将完成，生产全面恢复，无后续影响。

#### ■ 投资建议

预计公司 2012、2013 年按摊薄后每股收益分别为 0.31 元和 0.41 元，对应动态 PE 分别为 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，维持“推荐”投资评级。

#### ■ 风险提示:铜价大幅波动对公司原材料期货套保的影响。

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	2144	2602	2821	4114
收入同比(%)	45.6%	21.3%	3.5%	46.4%
归属母公司净利润	97	104	132	176
净利润同比(%)	12.1%	6.4%	29.4%	33.3%
毛利率(%)	14.5%	14.3%	14.5%	14.5%
ROE(%)	9.1%	6.6%	7.7%	9.3%
每股收益(元)	0.23	0.24	0.31	0.41
P/E	39.5	36.9	29.2	21.9
P/B	3.6	2.4	2.3	2.0
EV/EBITDA	27	23	22	16

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	
流动资产	1481	2045	2134	2889	
现金	464	809	771	918	
应收账款	642	806	880	1272	
其他应收款	37	45	49	71	
预付账款	56	43	51	78	
存货	250	313	345	496	
其他流动资产	32	30	38	54	
非流动资产	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	
资产总计	1872	2448	2552	3321	
流动负债	790	873	842	1435	
短期借款	450	351	360	792	
应付账款	145	178	193	281	
其他流动负债	195	344	290	362	
非流动负债	6	-10	-9	-9	
长期借款	0	-13	-13	-13	
其他非流动负债	6	3	4	4	
负债合计	796	863	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	381	511	686	
归属母公司股东权	1069	1579	1712	1889	
负债和股东权益	1872	2448	2552	3321	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	
经营活动现金流	3	129	49	-208	
净利润	97	104	132	176	
折旧摊销	31	35	42	47	
财务费用	21	32	4	18	
投资损失	-2	0	-2	-2	
营运资金变动	-157	-41	-130	-463	
其他经营现金流	13	-2	4	16	
投资活动现金流	-104	-51	-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	-6	-3	-2	
筹资活动现金流	193	267	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	-28	-4	-19	
现金净增加额	92	345	1	147	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011A	2012	2013E	
营业收入	2144	2601	2821	4114	
营业成本	1833	2229	2412	3518	
营业税金及附加	7.46	9.79	10.35	15.22	
营业费用	149.1	170.4	211.6	308.5	
管理费用	32.7	52.0	44.1	63.9	
财务费用	20.9	31.9	3.54	17.91	
资产减值损失	13.2	9.9	10.82	10.90	
公允价值变动收益	0.00	(1.65)	1.18	0.98	
投资净收益	2.36	(0.07)	1.85	1.75	
营业利润	90.1	96.5	131.0	181.8	
营业外收入	22.5	25.5	23.2	23.0	
营业外支出	1.25	2.38	3.13	3.44	
利润总额	111.3	119.6	151.2	201.4	
所得税	13.96	15.55	19.55	25.97	
净利润	97.4	104.0	131.6	175.5	
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	
归属母公司净利润	97.4	104.0	131.6	175.5	
EBITDA	142.4	163.8	176.1	246.2	
EPS (元) (摊薄后)	0.23	0.24	0.31	0.41	

#### 主要财务比率

会计年度	2010A	2011A	2012	2013E
成长能力				
营业收入	44.6%	21.3%	3.3%	45.8%
营业利润	18.0%	7.2%	32.4	38.8%
归属于母公司净利润	12.1%	6.8%	29.3	33.3%
获利能力				
毛利率(%)	14.5%	14.3%	14.5	14.5%
净利率(%)	4.5%	3.7%	4.0%	4.3%
ROE(%)	9.1%	6.6%	7.7%	9.3%
ROIC(%)	9.1%	10.0%	9.0%	9.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	42.5%	35.3%	32.7	42.9%
净负债比率(%)	56.5%	39.6%	42.1	54.8%
流动比率	1.88	2.34	2.53	2.01
速动比率	1.55	1.98	2.12	1.66
营运能力				
总资产周转率	1.28	1.20	1.12	1.40
应收账款周转率	4	3	3	4
应付账款周转率	13.4	13.8	12.6	14.83
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.24	0.31	0.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.01	0.30	0.11	-0.48
每股净资产(最新摊薄)	2.48	3.66	3.97	4.38
估值比率				
P/E	39.5	36.9	29.2	21.9
P/B	3.6	2.4	2.3	2.0
EV/EBITDA	27	23	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