

证券研究报告

电力设备与新能源

推荐 (维持)

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 一般证券资格编号 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。

万马电缆 (002276)

集团优势凸显，打造电缆集群

事项：公司非公开发行 1.56 亿股，购买浙江万马高分子材料有限公司、浙江万马集团特种电子电缆有限公司、浙江万马天屹通信线缆有限公司 100% 的股权，购买资产总计 10.1 亿元。

- **电缆产业链横向、纵向延伸，打造电缆产业集群。**此次收购中，目标企业与公司主营业务关联度较高，其中万马高分子材料主要生产电缆绝缘材料，属于产业链向上游延伸；万马特种电缆及通信线缆在产品销售渠道上对公司复合电缆品种的开发形成资源共享，有利于万马电缆成长为高品质电缆线缆供应商。
- 万马高分子预估值为 4.0 亿元，预估增值率为 152.8%，万马高分子生产交联料市场销售稳定，为万马电缆提供交联电缆所用交联料，合作多年，交联料生产中心临近电缆生产中心，最大化节省费用。预计 2012 年贡献净利润约 3 千万元，增厚摊薄后 EPS0.07 元，按照收购对价 PE 为 13.3 倍，二级市场可比公司估值在 2012 年 20 倍。
- 万马特种电缆预估值为 4.0 亿元，预估增值率为 529%；天屹通信预估值 2.0 亿元，预估增值率为 241.4%。两公司主要生产通讯相关电线电缆。万马电缆在 2011 年开始研制光纤复合缆等复合电缆，其销售途径与传统电缆不同，与通讯电缆销售渠道更为接近，预计收购后，复合电缆研发与市场开拓会更加顺畅。预计两公司 2012 年贡献净利润约 5900 万，增厚摊薄后 EPS0.13 元，按照收购对价 PE 为 10.2 倍，二级市场可比公司估值 2012 年 20-25 倍。
- **投资建议：**预计收购后目标公司 2012、2013 年贡献净利润约 8900 万、9900 万，增厚 EPS(摊薄后) 0.20、0.22 元，预计公司 2012、2013 年主营收入分别为 48.6、62.5 亿，实现摊薄后 EPS0.49、0.54 元，对应动态 PE 为 15、13 倍，由于资产收购与主营相关度较高，预期后续协同效应会体现，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**万马高分子其他客户均为电缆生产企业，与万马电缆存在竞争，收购之后其他客户可能减少。

主要财务指标	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,602	4,857	6,253	7,156
收入同比(%)	21.3	86.7	28.7	14.4
归属母公司净利润	104	220	240	260
净利润同比(%)	6.4	112.4	8.9	8.3
毛利率(%)	14.3	14.5	14.5	14.4
ROE(%)	6.6	11.6	11.2	10.8
每股收益(元)	0.23	0.49	0.54	0.58
P/E	30.9	14.6	13.4	12.3
P/B	2.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	17.5	9.8	7.5	6.6

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	1880	3464	4444	5125	营业收入	2602	4857	6253	7156
现金	640	1143	1474	1698	营业成本	2230	4154	5348	6126
应收账款	765	1477	1876	2150	营业税金及附加	10	18	23	26
其他应收款	27	67	83	93	营业费用	172	336	426	487
预付账款	56	100	136	153	管理费用	52	87	113	131
存货	274	557	699	800	财务费用	31	21	80	100
其他流动资产	119	119	176	231	资产减值损失	12	12	12	12
非流动资产	476	486	495	505	公允价值变动收益	-2	0	-1	-1
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	318	422	427	435	营业利润	94	230	251	273
无形资产	45	46	45	45	营业外收入	26	25	25	25
其他非流动资产	113	19	23	25	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	2357	3950	4939	5629	利润总额	117	252	273	296
流动负债	765	2058	2808	3241	所得税	14	33	35	38
短期借款	335	1294	1870	2043	净利润	103	219	238	258
应付账款	100	332	428	490	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
其他流动负债	330	431	511	708	归属母公司净利润	104	220	240	260
非流动负债	6	-8	-7	-7	EBITDA	159	286	374	421
长期借款	0	-13	-13	-13	EPS (元) (摊薄后)	0.23	0.49	0.54	0.58
其他非流动负债	6	5	6	6					
负债合计	771	2050	2801	3234	主要财务比率				
少数股东权益	5	4	3	1	会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
股本	432	447	447	447	成长能力				
资本公积	768	849	849	849	营业收入	21.3%	86.7%	28.7%	14.4%
留存收益	381	601	841	1100	营业利润	4.2%	144.9%	9.1%	9.0%
归属母公司股东权益	1580	1896	2135	2394	归属于母公司净利润	6.4%	112.4%	8.9%	8.3%
负债和股东权益	2357	3950	4939	5629	获利能力				
					毛利率(%)	14.3%	14.5%	14.5%	14.4%
					净利率(%)	4.0%	4.5%	3.8%	3.6%
					ROE(%)	6.6%	11.6%	11.2%	10.8%
					ROIC(%)	8.6%	10.7%	11.5%	12.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	32.7%	51.9%	56.7%	57.4%
					净负债比率(%)	43.4%	62.6%	66.3%	62.8%
					流动比率	2.46	1.68	1.58	1.58
					速动比率	2.09	1.41	1.33	1.33
					营运能力				
					总资产周转率	1.2	1.5	1.4	1.4
					应收账款周转率	3.6	4.2	3.6	3.4
					应付账款周转率	18.3	19.2	14.1	13.3
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.23	0.49	0.54	0.58
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.25	-1.06	-0.25	0.47
					每股净资产(最新摊薄)	3.54	4.24	4.78	5.36
					估值比率				
					P/E	30.9	14.6	13.4	12.3
					P/B	2.0	1.7	1.5	1.3
					EV/EBITDA	17.5	9.8	7.5	6.6

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-111	-475	-112	209
净利润	103	219	238	258
折旧摊销	35	35	43	48
财务费用	31	21	80	100
投资损失	0	0	-0	-0
营运资金变动	-291	-778	-492	-209
其他经营现金流	11	28	18	11
投资活动现金流	-62	-45	-51	-58
资本支出	59	45	51	57
长期投资	-4	0	0	0
其他投资现金流	-7	-1	-0	-1
筹资活动现金流	362	1023	495	73
短期借款	-115	959	575	173
长期借款	0	-13	0	0
普通股增加	32	15	0	0
资本公积增加	376	81	0	0
其他筹资现金流	70	-19	-81	-100
现金净增加额	189	503	331	224

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 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257