

万马电缆 (002276)

打造电线电缆产业集群

推荐 (维持)

现价: 5.7 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/1.67%
实际控制人/持股	张德生/54.12%
总股本(百万股)	777
流通 A 股(百万股)	254
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	44.28
流通 A 股市值(亿元)	14.47
每股净资产(元)	1.99
资产负债率(%)	32.2

行情走势图



证券分析师

张海

投资咨询资格编号 S1060511100001
0755-22621123
Zhanghai376@pingan.com.cn

周紫光

投资咨询资格编号 S10605111100003
0755-22621372
zhouziguang157@pingan.com.cn

研究助理

乔敏

一般资格编号 S1060111030070
021-33903991
QIAOMIN157@pingan.com.cn

投资要点

近期,我们对万马电缆资产注入事项进行跟踪,了解三个子公司及上市公司情况。

- 公司主业平稳增长,国网集采及低价中标阶段已经过去,盈利企稳回升。2011 年国网采用最低价中标策略,电缆行业订单价格下降,今年以来,国网采购策略改变,价格有所回升。预计全年用铜量有 10%增长,由于上半年铜价下跌接近 20%,加上订单价格回升,毛利率同比会有所上升。目前公司所得税优惠税率到期,已经申请延期,预计仍享受优惠税率的概率较大。
- 万马高分子长期为上市公司提供电缆交联料,客户达到 500 多家,国内多数知名电缆企业均有供货。新产品超高压交联电缆绝缘料具有进口取代潜力,市场空间 125 亿,公司最先通过国网验证,具有先发优势。
- 万马特缆成长性与大客户基本同步。其中 50%以上销售来自 Direct TV,而 Direct TV 同类产品,采购自特缆的已占比达到 90%,市场份额提升空间有限,销量提升依靠 Direct TV 在全球市场的拓展。根据 NASDAQ 信息,Direct TV 收入及客户群人数年增长率不超过 10%。预计在没有新增客户的情况下,特缆收入增速与 Direct TV 接近。
- 天屹通信主要生产 CATV 同轴电缆、RG 系列同轴电缆、编织网系列同轴电缆等及光缆。国内广电系统宽带网络系统解决方案的主流供应商。市场覆盖 27 家省会网络公司,电缆产能 37 万公里,光缆 60 万芯公里。行业未来几年增速在 5%左右。
- 投资建议:按照预测子公司贡献利润下调上市公司盈利,预计 2012-2014 年可实现收入 44.5、49.7 和 56.3 亿元,实现摊薄后 EPS0.25、0.30 和 0.33 元,对应 PE 为 26.1、22.2 和 20.2 倍,购买资产相对于二级市场估值有 10%-25%折价,维持“推荐”评级。
- 风险提示:超高压行业产能过剩影响市场开拓。

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,602	4,451	4,973	5,628
收入同比(%)	21.3	71.1	11.7	13.2
归属母公司净利润	104	235	276	304
净利润同比(%)	6.4	127.0	17.5	10.1
毛利率(%)	14.3	15.4	14.9	14.8
ROE(%)	6.6	8.6	9.4	9.4
EPS(摊薄/元)	0.11	0.25	0.30	0.33
P/E	59.2	26.1	22.2	20.2
P/B	3.9	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	30.2	15.7	14.5	13.2

一、注入资产总体情况

增发收购集团旗下三家子公司事项，此次购买资产是万马集团下电缆线缆相关业务，实现集团内电线电缆业务整体上市。

- 万马电缆本次资产注入总价 10.05 亿元，净资产增值率为 254.8%。

图表1 资产增值率

标的	净资产账面价值	评估价(亿元)	增值率
万马高分子	1.6	4.0	151.7%
万马特缆	0.6	4.0	529.5%
天屹通信	0.6	2.0	236.8%
总计	2.83	10.05	254.8%

资料来源：平安证券研究所整理

- 附带利润协议，利润实现确定性较高：

图表2 业绩保障协议中约定利润

单位(万元)	2012年	2013年	2014年	2015年
万马高分子	3,106.8	3,831.0	4,523.9	5,258.2
天屹通信	1,874.5	2,169.4	2,328.9	2,526.1
万马特缆	3,783.2	4,005.0	4,056.9	4,379.2
合计	8,764.6	10,005.4	10,909.8	12,163.5

资料来源：平安证券研究所整理

二、各子公司业务分析

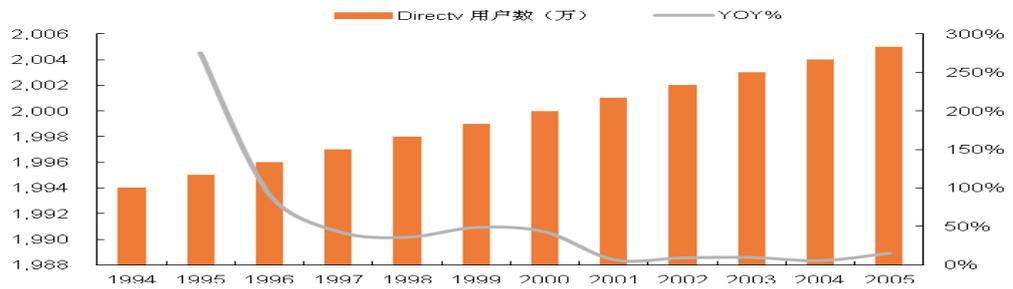
■ 万马高分子

万马高分子长期为上市公司提供电缆交联料，客户达到 500 多家，国内多数知名电缆企业均有供货。在 35 千伏交联电缆市场占有率约 25%。产能 6 万吨，现年初 5-5.5 万吨。新产品超高压交联电缆绝缘料具有进口取代潜力，目前超高压交联电缆绝缘料全部为国外企业垄断，新产品需要经过国网一年挂网试验，公司是现有国内唯一一家通过验证的厂家。超高压交联料市场年需求在 5 万吨以上，国外厂商供货价格在每吨 25 万元，目前公司新增产能预计为 2 万吨，2012 年超高压产品逐渐实现供货。按照评估价格计算，收购 PE(2012)为 12.9 倍。

■ 万马特缆

万马特缆成长性与大客户基本同步。主要生产 RG6 系列卫星电视接收用同轴电缆，单一产品，采用大客户战略。下游客户 80%以上在北美，包括：Direct tv, 沃尔玛等国际系统集成商和零售巨头。其中 50%以上销售来自 Direct TV，而 Direct TV 同类产品中，采购自特缆的已占比达到 90%，市场份额提升空间有限，销量提升依靠 Direct TV 在全球市场的拓展，目前北美市场盲点较少，南美成为主要增长点。根据 NASDAQ 信息，Direct TV 收入及客户群人数年增长率不超过 10%。预计在没有新增客户的情况下，特缆收入增速与 Direct TV 接近。万马特缆经营现金流与收入基本匹配，是资产组合中的现金牛。按照评估价格计算，收购 PE(2012)为 10.6 倍。

图表3 DIRECTV用户数高增长已结束



资料来源：平安证券研究所整理

■ 天屹通信

天屹通信主要生产 CATV 同轴电缆、RG 系列同轴电缆、编织网系列同轴电缆等及光缆。国内广电系统宽带网络系统解决方案的主流供应商。市场覆盖 27 家省会网络公司，电缆产能 37 万公里，光缆 60 万芯公里。行业未来几年增速在 5%左右。按照评估价格计算收购 PE(2012)为 10.7 倍。

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	3301	3577	4064	营业收入	2602	4451	4973	5628
现金	640	1181	1219	1372	营业成本	2230	3767	4229	4796
应收账款	765	1354	1492	1691	营业税金及附加	10	16	18	21
其他应收款	27	62	66	73	营业费用	172	308	339	383
预付账款	56	91	108	120	管理费用	52	79	90	103
存货	274	505	553	626	财务费用	31	21	-9	-11
其他流动资产	119	109	140	182	资产减值损失	12	12	12	12
非流动资产	476	483	487	492	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	419	419	422	营业利润	94	247	292	324
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	3784	4064	4556	利润总额	117	269	315	346
流动负债	765	1057	1133	1323	所得税	14	35	40	44
短期借款	335	352	363	354	净利润	103	234	275	302
应付账款	100	301	338	384	少数股东损益	-1	-1	-1	-2
其他流动负债	330	404	432	585	归属母公司净利润	104	235	276	304
非流动负债	6	-8	-7	-7	EBITDA	159	307	332	366
长期借款	0	-13	-13	-13	EPS (元) (摊薄后)	0.11	0.25	0.30	0.33
其他非流动负债	6	5	6	6					
负债合计	771	1049	1126	1316					
少数股东权益	5	4	2	1	主要财务比率				
股本	432	930	930	930	成长能力				
资本公积	768	1229	1229	1229	营业收入	21.3%	71.1%	11.7%	13.2%
留存收益	381	573	779	1083	营业利润	4.2%	163.3%	18.3%	10.8%
归属母公司股东权益	1580	2731	2936	3239	归属于母公司净利润	6.4%	127.0%	17.5%	10.1%
负债和股东权益	2357	3784	4064	4556	获利能力				
					毛利率(%)	14.3%	15.4%	14.9%	14.8%
					净利率(%)	4.0%	5.3%	5.6%	5.4%
					ROE(%)	6.6%	8.6%	9.4%	9.4%
					ROIC(%)	8.6%	12.3%	12.0%	12.4%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	32.7%	27.7%	27.7%	28.9%
					净负债比率(%)	43.4%	32.5%	31.1%	26.0%
					流动比率	2.46	3.12	3.16	3.07
					速动比率	2.09	2.64	2.66	2.59
					营运能力				
					总资产周转率	1.2	1.4	1.3	1.3
					应收账款周转率	3.6	4.1	3.4	3.4
					应付账款周转率	18.3	18.8	13.2	13.3
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.11	0.25	0.30	0.33
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.12	-0.34	0.15	0.22
					每股净资产(最新摊薄)	1.70	2.94	3.16	3.48
					估值比率				
					P/E	59.2	26.1	22.2	20.2
					P/B	3.9	2.2	2.1	1.9
					EV/EBITDA	30.2	15.7	14.5	13.2

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	-314	141	208
净利润	103	234	275	302
折旧摊销	35	39	48	53
财务费用	31	21	-9	-11
投资损失	0	0	-0	-0
营运资金变动	-291	-630	-180	-144
其他经营现金流	11	22	7	8
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	900	-52	3
短期借款	-115	17	11	-8
长期借款	0	-13	0	0
普通股增加	32	498	0	0
资本公积增加	376	461	0	0
其他筹资现金流	70	-62	-63	11
现金净增加额	189	541	38	154

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