信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

线缆龙头的转型式成长

——万马股份（002276.sz）深度报告

2014 年 6 月 30 日

郭荆璞　首席分析师
刘强　研究助理

证券研究报告 公司研究——首次覆盖 万马股份（002276.sz）

公司研究——首次覆盖 万马股份（002276.sz）

公司研究——首次覆盖 万马股份（002276.sz）

万马股份（002276.sz）

万马股份（002276.sz）

线缆龙头的转型式成长

深度报告

2014 年 6 月 30 日

本期内容提要：

◆ **线缆龙头，集中度有望提升。**公司目前已经实现电力产品、高分子材料、通信产品的全面布局，具有较强的产业链优势。2013 年实现净利润 2.20 亿元，同比增长 23.86%。线缆行业市场集中度很低，未来集中度提升将助推万马股份成长；目前公司已经与硅谷天堂合作进行行业并购整合。

◆ **新能源汽车充电设施已到收获期。**公司此业务布局开始于 2010 年 12 月（万马新能源），其在 2011 年就陆续中标；公司在国网电动汽车充换电设备 2014 年第一批（首次公开招标）、第二批招标中都中标，充分体现了较强的竞争实力；未来行业空间大，较好的开局利好未来业务发展。

◆ **创新式进入分布式光伏。**2014 年 6 月，公司与国电通合资成立云光伏公司，并于 3 月独资成立万马光伏公司。我们预计此项合作将产生较好的协同效应：公司在电力行业数十年的经验积累加上国电通的新能源技术优势，能实现较好的资源和优势互补，这将有利于公司新业务开拓。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 14～16 年 EPS 分别为 0.31、0.36、0.43 元，考虑到公司线缆业务全产业链的优势地位、以及新能源汽车充电设施和分布式光伏的强势拓展，我们给予公司 14 年 23~25 倍市盈率，对应合理估值区间为 7.06~7.68 元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

◆ **股价催化剂：**电网招投标中标超预期；行业整合力度加大；充电设施等新业务拓展超预期。

◆ **风险因素：**1、电网投资低于预期；2、充电设施等新业务拓展低于预期； 3、应收账款风险。

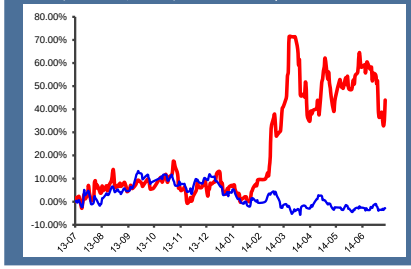
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入(百万元)	3,850.94	4,855.63	5,824.41	6,886.11	8,141.99
增长率 YoY %	48.02%	26.09%	19.95%	18.23%	18.24%
归属母公司净利润(百万元)	177.63	220.02	288.32	341.26	406.55
增长率 YoY%	71.38%	23.86%	31.05%	18.36%	19.13%
毛利率%	15.74%	15.18%	15.67%	15.69%	15.70%
净资产收益率 ROE%	9.10%	9.09%	10.83%	11.46%	12.13%
每股收益 EPS(元)	0.19	0.23	0.31	0.36	0.43
市盈率 P/E(倍)	33	27	20	17	15
市净率 P/B(倍)	2.54	2.34	2.10	1.88	1.66

资料来源：wind，信达证券研发中心预测　　注：股价为 2014 年 6 月 27 日收盘价

买入 | 增持 | 持有 | 卖出

首次评级

万马股份相对沪深 300 表现



郭荆璞　首席分析师
执业编号：S1500510120013
联系电话：+86 10 63081257
邮　箱：guojingpu@cindasc.com

刘强　研究助理
联系电话：+86 10 63081251
邮箱：liuqiang1@cindasc.com

目 录

投资聚焦.....1
积极转型的线缆龙头.....2
具有品牌影响力的线缆龙头.....2
业绩持续增长，具有产业链优势.....3
大股东实力雄厚，支持上市公司发展.....4
波特五力模型分析：具有较强市场地位的龙头企业，新业务强势拓展.....5
线缆空间大、集中度提升，公司竞争优势明显.....5
线缆行业空间大，集中度有望提升.....5
电力电缆：电网需求较好，2014 年需求提升.....8
公司线缆优势明显.....9
电力电缆布局高端，拓展布电线等增量产品.....9
高分子材料使公司具有成本优势，提升发展空间.....10
通信产品较稳健，具有客户优势.....11
转型 1：电动汽车充电设备早已布局，已到收获季节.....12
新能源汽车充电设施布局已到收获期.....12
电动汽车消费将启动，充电设施建设空间大.....14
转型 2：创新式进入光伏行业.....16
通过与国电通合作，创新式进入分布式光伏.....16
分布式光伏发展元年，有望引领光伏下一波行情.....17
联合硅谷天堂进行产业拓展，股权激励凝聚管理层.....19
联合硅谷天堂进行产业拓展.....19
股权激励凝聚管理层.....20
公司盈利能力稳定.....20
盈利预测与投资评级.....21
主要假设与经营预测.....21
估值与投资评级.....22
风险因素.....23

图 目 录

图 1：公司细分产品收入变化情况.....2
图 2：公司发展史.....2
图 3：公司营业收入结构（2013 年）.....2
图 4：公司营业利润结构（2013 年）.....2
图 5：近几年公司业绩呈现稳步增长.....3
图 6：公司产业布局情况.....4
图 7：公司股权结构.....4
图 8：公司具有较强的市场地位，新业务强势拓展.....5
图 9：电线电缆行业空间大，已超过万亿产值.....7
图 10：电线电缆行业利润情况.....7
图 11：电线电缆行业规模以上企业数量情况.....7
图 12：产业集中是未来发展趋势.....7
图 13：电网投资较为平稳，2014 年投资有望加快.....8
图 14：公司线缆布局电缆、光缆、电缆料，具有产业链优势.....9
图 15：电力电缆产业链.....9
图 16：打造全球最安全，最环保的家装用线.....10
图 17：可再生能源电缆.....10
图 18：通信产品具有客户资源优势.....12
图 19：电动汽车充电桩示意图.....13
图 20：公司已销售电动汽车充电桩示意图.....13
图 21：2011-2014 年 1 季度我国电动汽车销售量.....15
图 22：全国电动汽车充电站分布情况.....16
图 23：分布式光伏电站是下游重要组成部分.....18
图 24：公司三项费用率总和较为稳定.....21

表 目 录

表 1：电力电缆是电线电缆行业的最主要组分.....6
表 2：电力电缆的产品结构情况.....9
表 3：高压电缆绝缆料具有较大的市场.....11
表 4：万马股份在国网电动汽车充换电设备招标中中标情况.....14
表 5：分布式电站与地面电站难度比较.....19
表 6：与线缆行业上市公司相比，公司盈利能力较好、且比较稳定.....20
表 7：公司各项业务收入和毛利率预测.....21
表 8：A 股可比上市公司估值.....22

投资聚焦

主要内容

公司是具有产业链优势的线缆龙头，未来行业集中度提升有望为公司带来超越行业的成长速度；同时，公司布局新能源汽车充电设施、分布式光伏等新业务，未来发展空间较大；这些业务助推公司转型，公司未来有望成为绿色能源传输专家。

投资逻辑

1、线缆业务提供业绩基础，未来集中度提升有望带来增速超预期。公司线缆业务具有较强产业链优势（电力产品、高分子材料、通信产品的全面布局），我们预计未来三年此业务增速在 15%以上。目前行业集中地很低，考虑到与硅谷天堂合作进行行业并购整合，业绩增长存在超预期可能。

2、转型 1：新能源汽车充电设施投资高峰即将进入高峰，公司此业务已到收获期。公司此业务布局开始于 2010 年 12 月（万马新能源），在国家电网电动汽车充换电设备 2014 年第一批招标（首次公开招标）中得一个包，公司首次招标就中标体现了公司较强的竞争实力；随着新能源汽车充电设施投资高峰进入高峰，较好的开局有望使公司业务超预期发展。

3、转型 2：创新式布局分布式光伏，提升想象空间。目前公司已与国电通合作拓展分布式光伏业务，并成立万马光伏公司。我们预计此项合作将产生较好的协同效应：公司在电力行业数十年的经验积累加上国电通的新能源技术优势，能实现较好的资源和优势互补，这将有利于公司新业务开拓，增加新的业绩增长点。

有别于大众的认识

1、线缆业务问题：市场认为线缆业务缺乏亮点，给予较少关注，其实线缆行业盈利能力较为稳定，一直保持稳定的增长，且行业空间足够大（超万亿）；目前行业已经进入并购整合、集中度提升阶段，龙头公司业绩存在超预期可能。2、新能源汽车充电设施空间问题：充电设施建设之前由国网系公司投资较多，市场对万马股份这样的优质民营公司缺乏关注；2014 年第一批即中标彰显了公司实力，预计之后公司将进一步重点发展此业务，带来超预期增长。3、分布式光伏问题：分布式光伏是国家重点发展方向，也是行业发展方向，市场对行业发展空间、公司转型决心缺乏足够认识。

关键假设、盈利预测及投资评级

我们预计公司 14～16 年 EPS 分别为 0.31、0.36、0.43 元，对应 2014 年 6 月 27 日收盘价（6.29 元）的 PE 分别为 20、17、15 倍。考虑到公司线缆业务全产业链的优势地位、以及新能源汽车充电设施和分布式光伏的强势拓展，我们给予公司一定的溢价，给予公司 2014 年 23~25 倍市盈率，对应合理估值区间为 7.06~7.68 元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

股价催化剂：电网招投标中标超预期；行业整合力度加大；充电设施等新业务拓展超预期。

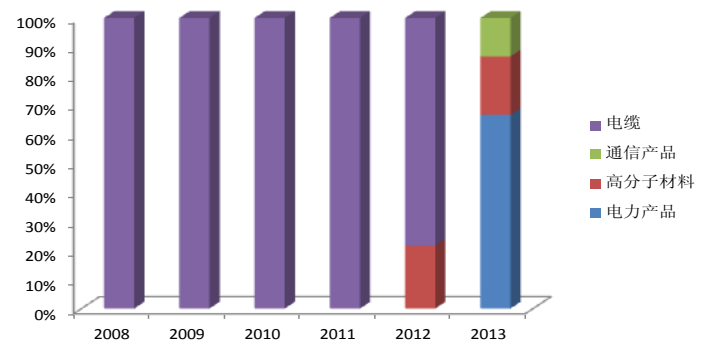
主要风险： 1、电网投资低于预期；2、新能源汽车充电设施、分布式光伏等新业务拓展低于预期； 3、应收账款风险。

积极转型的线缆龙头

具有品牌影响力的线缆龙头

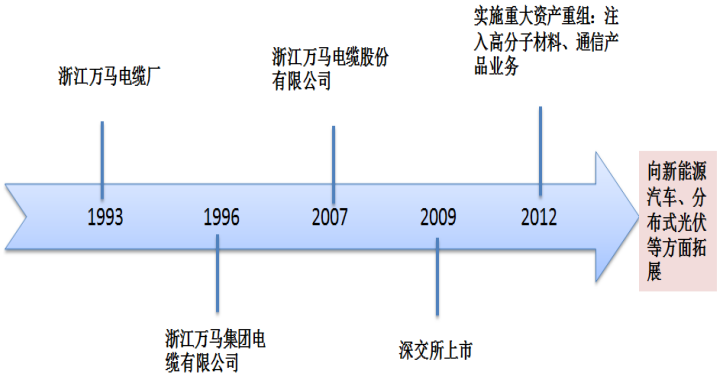
公司源自成立于 1993 年的浙江万马电缆厂，2009 年 7 月在深交所上市，2012 年通过重大资产重组，注入高分子材料、通信产品业务。公司是国内电力电缆的龙头企业；2013 年，电力电缆的营业收入占比为 66.6%，营业利润占比达到 62.6%。

图 1：公司细分产品收入变化情况



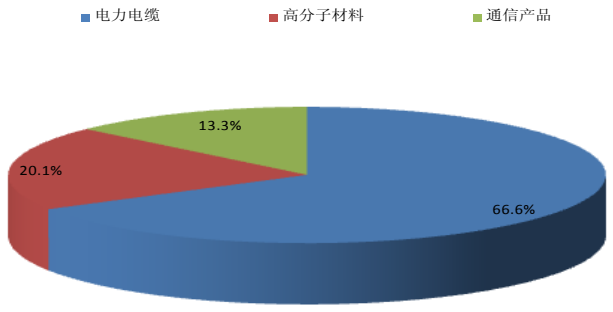
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 2：公司发展史



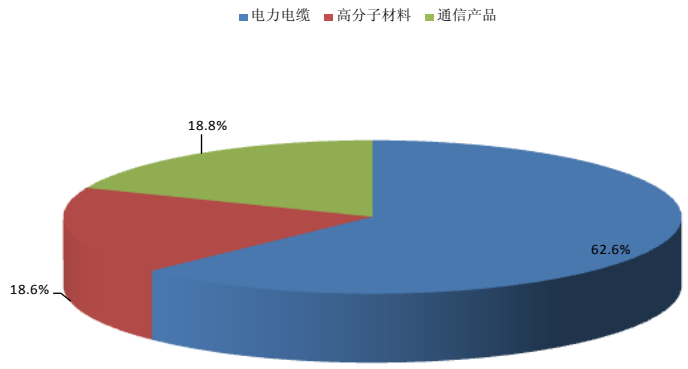
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：公司营业收入结构（2013 年）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4：公司营业利润结构（2013 年）

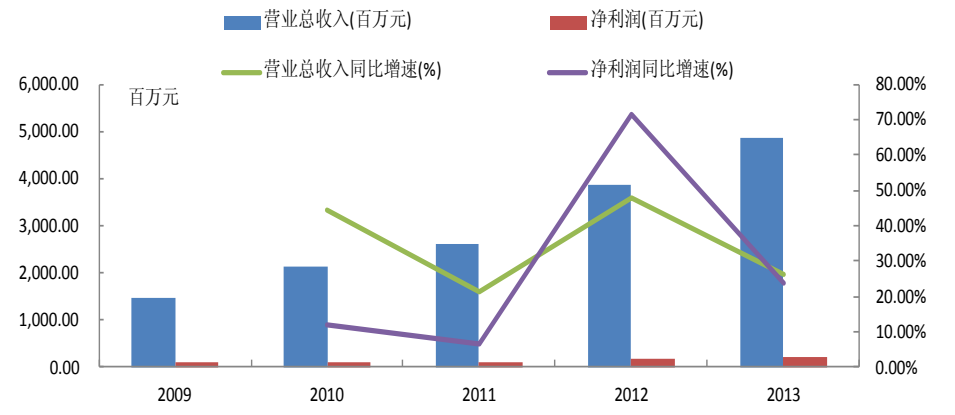


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

业绩持续增长，具有产业链优势

公司电缆产品具有较强的竞争优势，近几年业绩呈现稳步增长。2013 年，公司实现营业收入 48.56 亿元，同比增长 26.09%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.20 亿元，同比增长 23.86%。

图 5：近几年公司业绩呈现稳步增长



资料来源：公司公告,信达证券研发中心

公司具有显著的产业链优势。2012 年，公司向电气电缆集团、普特实业、金临达实业等 7 名股东发行股份购买其所持有万马高分子、天屹通信、万马特缆三个标的公司 100%的股权，从而将公司的业务从单纯的电力电缆领域扩展到电缆料、同轴电缆、光缆等领域，从而能为客户提供更全面、多样化的产品选择与增值服务。其中子公司万马高分子是国内交联绝缘料行业的龙头企业，而电缆料是影响电缆性能的主要材料。

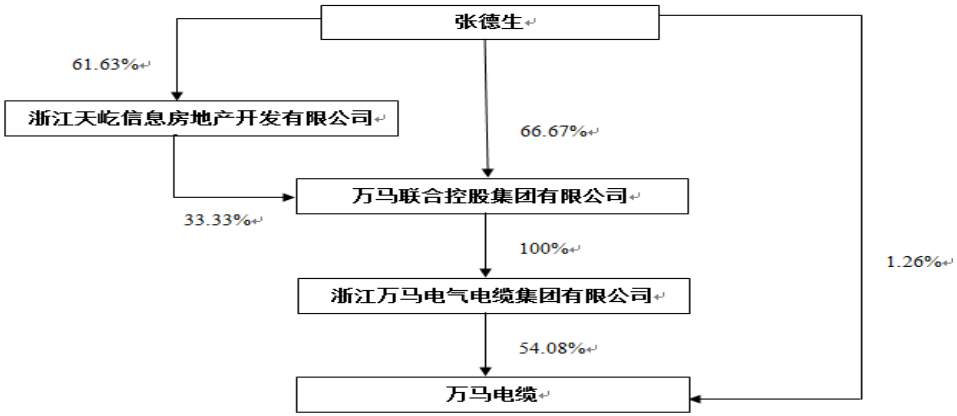
图 6：公司产业布局情况

资料来源：公司公告,信达证券研发中心

大股东实力雄厚，支持上市公司发展

发行人控股股东为电气电缆集团。万马集团持有电气电缆集团 100%的股权，为本公司的终极控股股东。张德生持有万马集团 66.67%的股权，为本公司的实际控制人。万马集团旗下有电子、药业、LED 等业务，实力雄厚，为上市公司的发展提供了一定的支撑。

图 7：公司股权结构

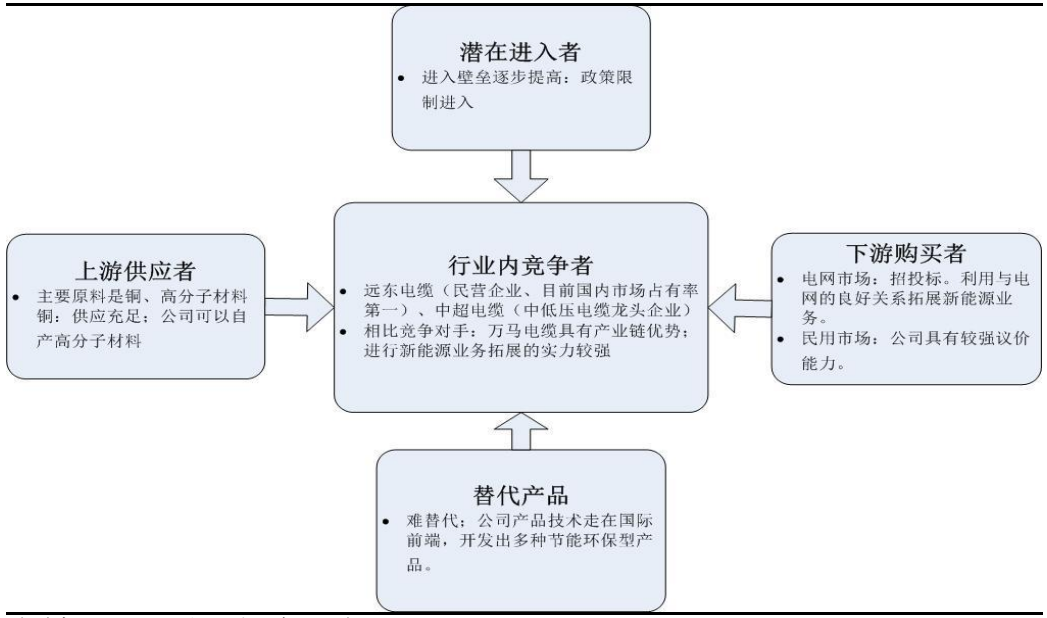


资料来源：公司公告,信达证券研发中心　　注：2013 年年度数据

波特五力模型分析：具有较强市场地位的龙头企业，新业务强势拓展

通过波特五力模型分析，公司具有较强的市场地位。首先，行业竞争态势目前较好，集中度有望提升：公司具有品牌和规模优势，较高进入壁垒和行业整合需求使得行业集中度将逐步提升。其次，公司具有产业链优势：对上游，铜资源供应充足，公司自产电缆料等高分子材料使得公司线缆产品具有较强成本优势；对下游，与电网相关公司长期合作，有利于公司新能源等新业务的拓展。最后，公司线缆产品较难被别的产品替代，而新业务强势拓展。报告的后续部分将对这些内容展开分析。

图 8：公司具有较强的市场地位，新业务强势拓展



资料来源：公司公告,信达证券研发中心

线缆空间大、集中度提升，公司竞争优势明显

线缆行业空间大，集中度有望提升

电线电缆是输送电能、传递信息和制造各种电机、仪器、仪表，实现电磁能量转换所不可缺少的基础性器材，被称为国民经济的“动脉”与“神经”，肩负着为各行各业国民经济支柱行业配套的职能。电线电缆产品可按照用途分为五大类。根据不同

种类产品的使用范围，电线电缆产品下游主要涉及到电力、通信、建筑等领域。其中电力电缆是电线电缆行业的最主要组分。

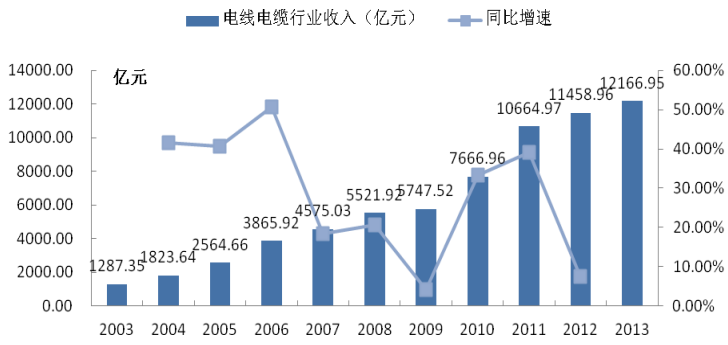
表 1：电力电缆是电线电缆行业的最主要组分

分类	说明
电力电缆	在电力系统的主干线路中用以传输和分配大功率电能的电缆产品，包括 1-220kV 及以上的各种电压等级、各种绝缘的电力电缆。
裸导线	指仅有导体，而无绝缘层的产品，其中包括铜、铝等各种金属和搅复合金属圆单线、各种结构的架空输电线用的绞线、软接线、型线和型材。
绕组线	以绕组的形式在磁场中切割磁力线感应产生电流，或通以电流产生磁场所用的电线，故又称为电磁线，包括具有各种特性的漆包线、绕包线、无机绝缘线等。
电气装备用电线电缆	从电力系统的配电点把电能直接传送到各种用电设备、器具的电源连接线路用电线电缆。 这类产品使用面最广，品种最多，而且大多要结合所用装备的特性和使用环境条件来确定产品的结构、性能。
通信电缆和光缆	通信电缆是传输电话、电报、电视、广播、数据和其他电信息的电缆；通信光缆是以光导纤维（光纤）作为光波传输介质，进行信息传输；射频电缆是适用于无线电通信、广播和有关电子设备中传输射频信号的电缆。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

目前，中国线缆行业年产值超过万亿，超过美国成为世界线缆制造第一大国。2013 年，线缆行业实现收入 1.21 万亿元，实现利润总额 618 亿元。

图 9：电线电缆行业空间大，已超过万亿产值



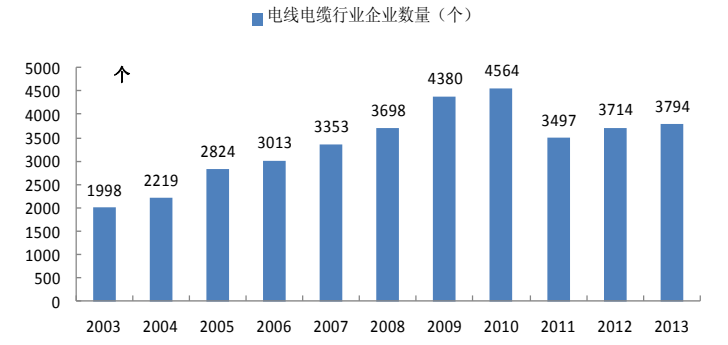
资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 10：电线电缆行业利润情况

资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

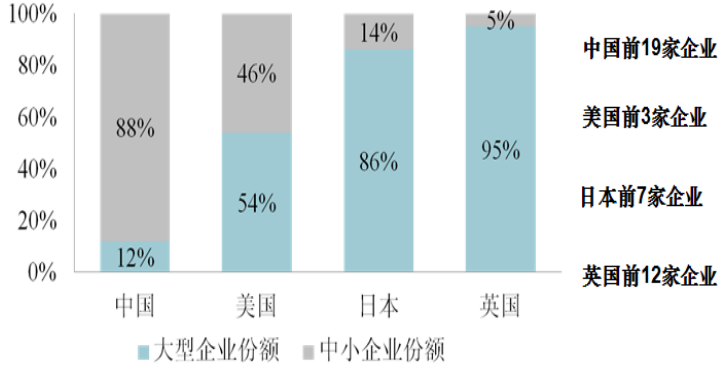
线缆行业市场集中度很低，未来集中度提升将助推万马股份成长。目前电线电缆市场份额较为分散，中小企业数量占 90%以上；截止 2013 年底，行业内规模以上企业达到 3794 家。据统计，中国线缆行业前 19 家企业只占国内市场 12%的份额；与美国、日本等发达国家相比，市场集中度有较大的提升空间：美国前 3 家、日本前 7 家、英国前 12 家企业分别约占其国内行业产值的 54%、86%、95%。从个企看，国内最大的电缆企业的市场份额才 1-2%，万马股份等龙头公司的发展空间仍较大；我们认为目前行业已经进入整合期，没有规模、成本、产业链优势的企业将被市场淘汰，行业集中度将逐步提升。

图 11：电线电缆行业规模以上企业数量情况



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心注：2011 年纳入规模以上工业统计范围的工业企业起点标准从年主营业务收入 500 万元高到 2000 万。

图 12：产业集中是未来发展趋势



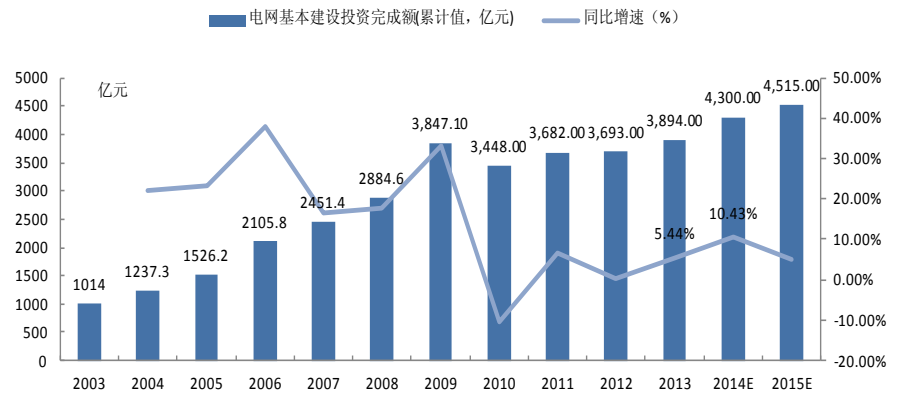
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

万马股份电缆所在华东地区是我国最大的电线电缆生产基地，未来行业巨头将在此产生。华东地区的线缆产量占据全国的 50%以上，华东地区的生产状况和技术水平几乎代表了我国电线电缆行业的发展水平。

电力电缆：电网需求较好，2014 年需求提升

电力电缆行业的发展与电力建设，尤其是与电网建设高度相关。伴随着配电网的大力建设、电网设备的更新改造、新建大容量输电线路以及新能源行业的发展等，电力电缆行业有望迎来新一轮的发展。我们预计 2014 年我国电网建设投资增速有望提高，达到约 10%; 2014 年电网投资额将达到 4300 亿元，其中国家电网计划投资 3815 亿元，较 2013 年完成额同比增长 12.9%。根据行业规划，“十三五”期间全国电网投资规模约 2.85 万亿元，大规模的电网建设将为电力电缆行业提供广阔的发展空间。

图 13：电网投资较为平稳，2014 年投资有望加快



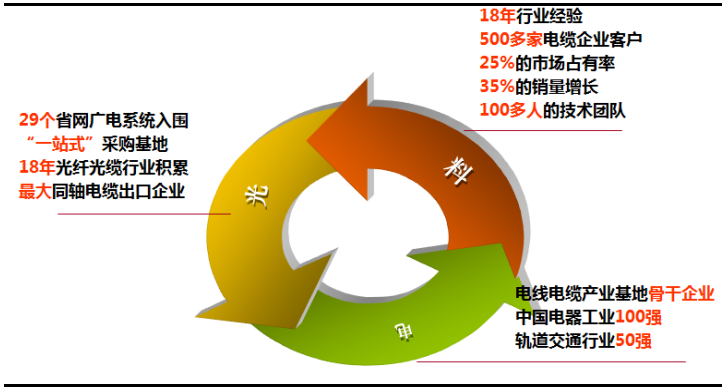
资料来源：中电联，信达证券研发中心

下游主要是电网公司，进入供给体系最为关键。 电力电缆行业最终用户主要是国家电网公司；电力电缆的销售呈现一定的季节性特征：一般而言，电力系统会在二、三季度进行招投标，供应商下半年交货，因此每年下半年以后的销售要好于上半年。

公司线缆优势明显

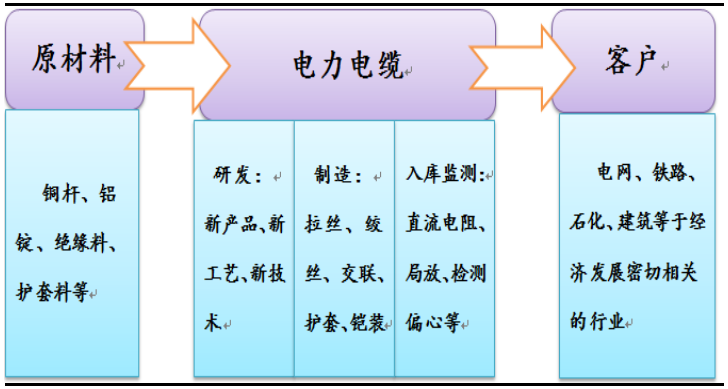
公司在线缆行业具有显著的品牌、规模优势，有望成为“绿色能源传输专家，环保新材料领跑者”。公司已经布局电缆、光缆、电缆料市场，具有明显的产业链优势。

图 14：公司线缆布局电缆、光缆、电缆料，具有产业链优势



资料来源：公司公告,信达证券研发中心

图 15：电力电缆产业链



资料来源：公司公告,信达证券研发中心

电力电缆布局高端，拓展布电线等增量产品

在“超高压做强、中低压做大、特缆做专”的指引下，公司产品在中高端市场已有一定地位。2013 年上市公司母公司（电力电缆业务）实现收入 32.46 亿元，同比增长 18.33%，实现净利润 1.28 亿元，同比增长 13.50%。在高端产品方面，公司已经拥有 110kV－500kV 立式生产线 4 条，生产的产品质量国内领先。国网明确规定，高压及超高压电缆需经过国网武汉高压研究院等技术部门的型式试验、产品预鉴定或挂网运行一年后才可以正式进入电网市场。公司 110kV 电力电缆于 2006 年初就在武汉高压研究院完成了型式试验。目前，公司已经成功突破国网 220KV 定单量，成为少数几家有资格同时向国网和南网提供此产品的电缆制造商，110kV 在国网集采中的排位由第 8 位上升到了第 2 位，2013 年超高压产品销量同比增长超过 30%。

表 2：电力电缆的产品结构情况

按电压等级分类	特点及应用范围
低压电力电缆（1kv 及以下）	用于电力、冶金、机械、建筑等行业；
中压电力电缆 （1-35kv）	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、冶金及化工等企业；

高压电力电缆 （66-110kv）	绝大部分应用与城市高压配电网络；部分用于钢铁、石化等大型企业内部供电；
超高压电力电缆（220kv 以上）	主要运用于大型电站的引出线路；上海、北京等大型城市也将超高压电缆用于城市输配电网络

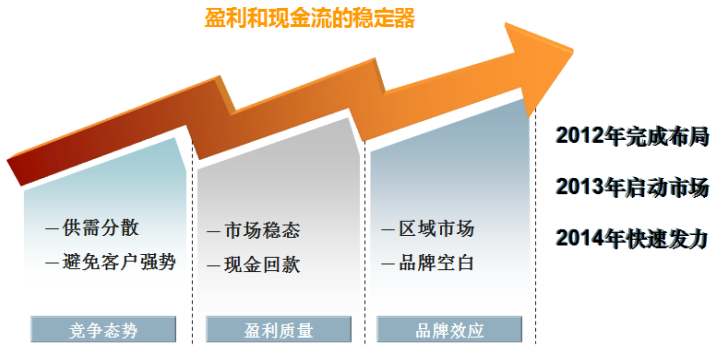
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

在大行业用户上，虽然公司轨道交通和风力电缆募投项目仅实施部分投资，但相关产品销售收入已连续两年增长超过 80%，2013 年轨道交通和风力电缆行业产品销售收入已占到公司营业收入的 12%，公司也连续第三年位列轨道交通创新力企业 50 强，并连续三年均为获得该项荣誉的唯一的电缆制造商。

公司低烟无卤系列产品、布电线、可再生能源电缆等增量产品具有较大的市场。未来几年，铁路及轨道交通建设仍是一个历史黄金期，电缆占其总投资额额的 2-3%，公司的低烟无卤系列电缆因其优异的环保性能得到越来越广泛的应用。

在针对民用消费的布电线方面，公司意在打造全球最安全，最环保的家装用线。公司的布电线 2012 年已经完成布局，2014 年将快速发力，为公司较好的盈利和现金流。在可再生能源电缆方面，随着风电、太阳能等新能源的复苏和大力建设，我们预计市场前景值得期待。

图 16：打造全球最安全，最环保的家装用线



资料来源：公司公告,信达证券研发中心

图 17：可再生能源电缆

资料来源：公司公告,信达证券研发中心

高分子材料使公司具有成本优势，提升发展空间

子公司万马高分子专业从事电缆料的的研发、生产、销售，目前已成为电力电缆领域的电缆料综合供应商，在国内 35kV 及以

下的中低压电缆绝缘料市场上已经牢牢占据行业龙头地位，合作电缆客户遍布全国，数量达 500 余家，且正逐步向国际市场和更高端产品市场拓展。2013 年万马高分子实现营业收入 10.92 亿元，同比增长 18.92%；实现净利润 0.52 亿元，同比增长 42.94%。

高分子材料使得公司具有产业链优势：由于万马高分子向公司销售绝缘材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获得了一定的成本优势，这是国内电缆行业唯一一家具有这种产业链优势的公司。

高压电缆料进口替代市场空间大。目前，公司已成功开发出 110kV 高压电缆绝缘料、抗水树电缆绝缘料等新产品，其中 110kV 超高压电缆绝缘料产品已填补国内空白，产品性能达到国际先进水平，且已具备规模化生产能力。在高压电缆料等高端市场，国内一直全部依赖于进口，目前电缆料主供应商是陶氏化学和北欧化工两家国外厂商，公司具有较大的市场拓展空间。

表 3：高压电缆绝缆料具有较大的市场

	现状	趋势
原料供应	国外垄断	国家政策支持国产化
价格策略	差异化，不稳定因素	国产化需求
需求量	超过 50000 吨	技术成熟，容量较大 ，国产化条件成熟
十二期间年均增长率		25%

资料来源：公司公告,信达证券研发中心

在高分子材料方面，公司将拓展在通信、汽车、民用消费以及 3D 打印材料等高新领域的产品和业务，努力把公司打造成“环保新材料领跑者”

通信产品较稳健，具有客户优势

通信线缆领域，子公司天屹通信及万马特缆业绩较为稳定。天屹通信 2013 年年实现收入 2.90 亿元，同比增长 22.36%；实现净利润 2,662.43 万元，同比增长 6.19%。万马特缆 2013 年实现收入 3.72 亿元，同比增长 0.40%；实现净利润 3,734.84 万元，同比增长 3.82%。

公司通信电缆具有一站式采购优势。天屹通信目前的主导产品涵盖广电网络传输所需的全部线缆，是国内极少数能提供全系列广电行业所需线缆的企业之一，完全能够满足不同客户“一站式”采购的需求。“天屹”品牌在广电行业具有较强的影响力，产品在国内销往三十个省（市），700 多个县市，客户覆盖了国内各级广电网络运营商。2013 年天屹通信在内蒙古、陕西等区域的市场拓展成效明显，广电市场的占有率进一步提高，同时通过产品和技术创新，在进一步巩固日本市场的同时，新产品也同时进入欧洲市场。

图 18：通信产品具有客户资源优势

资料来源：公司公告,信达证券研发中心

万马特缆主要从事物理发泡同轴电缆产品的研发、生产、制造、销售。在客户服务方面，万马特缆通过了由中国海关总署与美国海关共同开展的 C－TPAT（海关与商界反恐伙伴计划）中美联合验证，成为国际供应链反恐伙伴成员，是杭州地区唯一、全国 57 家获得这张通向美国市场“绿卡”的企业之一，产品的通关效率远远高于同行业企业。

转型 1：电动汽车充电设备早已布局，已到收获季节

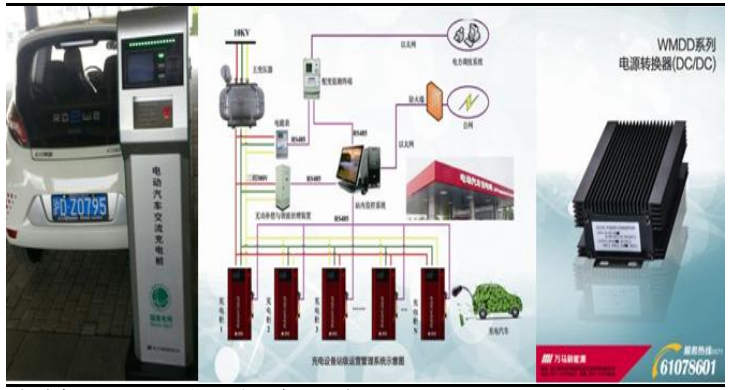
新能源汽车充电设施布局已到收获期

公司是最早进入电动汽车充换电设备、系统的研发、生产和销售的企业之一，负责此业务的子公司万马新能源设立于 2010 年 12 月，其在 2011 年就陆续中标交流充电桩、直流充电机项目；目前，公司已成为国内电力企业及电动汽车制造企业的充电

设备主流供应商，在新能源汽车充电服务方面，公司能够提供从设备到系统整体设计解决方案，产品包括便携式充电器、交/直流充电桩（机）等全系列。

公司在充电设施方面的优势在于：1、公司具有 BMS 均衡充电装置、LLC 技术、综合检测设备等方面领先的技术； 2、电缆、电子、钣金等方面的制造优势；3、已有 300 余人的销售队伍的销售渠道；4、公司产品已在上海世博园主题公园等处运营，具有较长时间运营业绩；5、公司与电网体系渊源较深，是国家电网充电桩第一批配套商，具有营销模式的比较优势。

图 19：电动汽车充电桩示意图



资料来源：公司公告,信达证券研发中心

图 20：公司已销售电动汽车充电桩示意图

资料来源：公司公告,信达证券研发中心

公司有望在新一轮新能源汽车发展过程中实现充电设施业务的快速增长。充电设施的建设必须与电动汽车的推广齐头并进，未来新能源汽车的热潮将带动充电设施的发展。而且，作为电动汽车的基础设施，电动汽车充电站及充电设备有望先于电动汽车市场爆发，国网、南网、中石油、中石化等巨头正抓紧布局，其中国网和南网具有较大的资源优势。

已到收获期，国网中标利好未来业务放量。2014 年 4 月 16 日，国家电网公布了其电动汽车充换电设备 2014 年第一批招标的结果，万马新能源中得一个包，其余中标者多数为国企；这次招标是国家电网电动汽车充电设备首次公开招标，公司首次招标就中标体现了公司较强的竞争实力；6 月份，公司在第二次招标中中得直流包，更一步体现了公司的产品实力和市场能力。我们预计公司前两次中标金额约在 1500 万左右，按照 30%毛利率、10%净利率计算，今年充电设施业务已经能够贡献 150 万以上的净利润；今年国家电网的充换电设备的招标金额预计将达到 38.8 亿元，今年预计还有三次左右的招标，公司较好的开局利好未来业务发展。更重要的是，公司可以开拓其他模式扩大其充电设施产品的销售。

表 4：万马股份在国网电动汽车充换电设备招标中中标情况

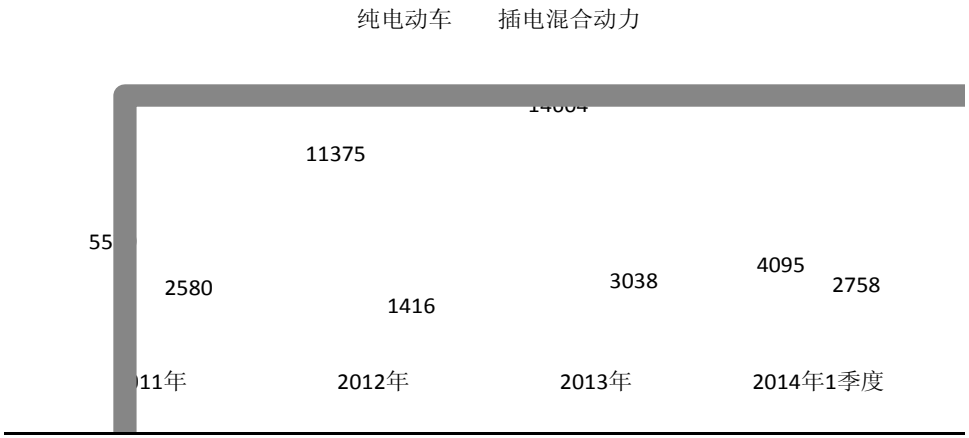
招标批次	中标数量	充电设备描述
第一次招标	包 1（156 套）	充电方式:整车 设备形式:桩 输出电压:AC220V 单元充电电流:32A 单元数量:2
第二次招标	中标 139 套，其中：包 16（45 套）、包 19（45 套）、23（49 套）	充电方式:整车 设备形式:桩 输出电压:DC500V 单元充电电流:75A 单元数量:1

资料来源：公司公告,信达证券研发中心

电动汽车消费将启动，充电设施建设空间大

2014 年有望成为中国新能源汽车产业的消费元年，推动充电设施的投资。据中国汽车工业协会数据，2014 年一季度中国新能源汽车产销量达 6853 辆，同比增长 1.2 倍，增速明显加快。中国汽车工业协会预测，2014 年中国新能源汽车销量将有望达到 3.5 万辆，同比增幅达 100%。而北京 4 月份配置个人购车新能源指标步入“摇号”时代，中签率为 92%。随着中央新政的推出以及各地补贴细则落地，中国新能源汽车的市场化进程正在逐步加快，2014 年有望成为中国新能源汽车产业的消费元年。而电动汽车和充电设施如同“鸡和蛋”一样的关系，决定了电动汽车想要在国内落地生根，解决配套问题将成为电动汽车在私人消费领域推广的关键环节，加快充电网络建设迫在眉睫。

图 21：2011-2014 年 1 季度我国电动汽车销售量



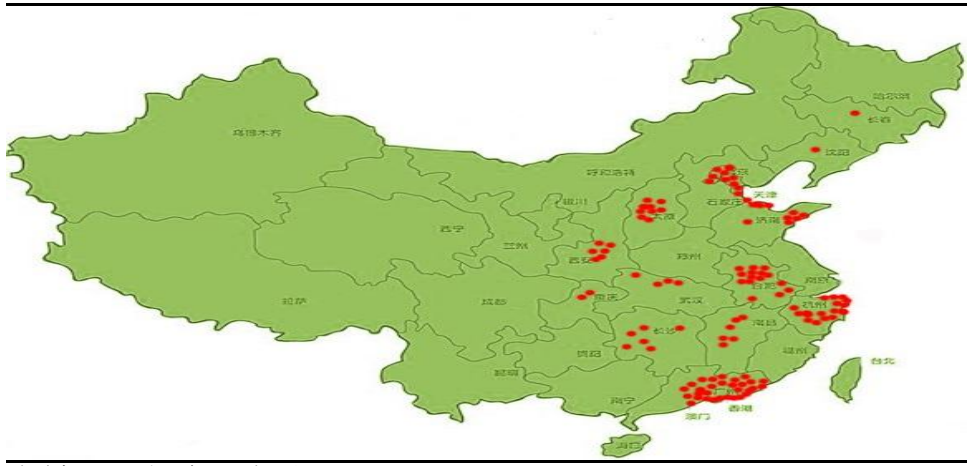
资料来源：中汽协 wind 信达证券研发中心

未来充电设施发展空间大，2014-2015 年投资规模有望超过 150 亿元。根据 2011-2013 年统计数据，目前中国插电式电动汽车保有量约为 4 万辆。按中汽协数据来推算，如果电动汽车年均复合增长率为 100%，以 2014 年新增 35000 辆、2015 年新增 70000 辆插电式汽车来计算，截至 2015 年，电动汽车数量将达到 15 万辆左右。目前，我国尚无持续有效的充电设施统计数据，我们根据全国 48 个主要城市充电站/桩的建设情况得出，截止 2013 年 10 月份，我国充换电站数量为 307 座，充电桩 238559 个。若根据当前的充电站（桩）/插电式电动汽车的比例，推算出，截止 2015 年需要建设的充电站约为 1150 座，充电桩 63650 个，这个数字略小于 48 个主要城市的规划数字。这是因为，当前的充电站和充电桩数量并不能满足于市场的需要，实际的充电站和充电桩与电动汽车的比例应当比目前的比例更高。

而根据《电动汽车科技发展“十二五”专项规划》，到 2015 年左右，我国将在 20 个以上示范城市和周边区域建成由 40 万个充电桩、2000 个充换电站构成的网络化供电体系，满足电动汽车大规模商业化示范能源供给需求。再根据目前国内 48 个主要应用试点城市和区域的充电站（桩）建设规划情况，到 2015 年，48 个城市共规划建设 23.8 万个充电桩，充电站规划建设超过 1500 座。

根据以上数据，我们假设未来两年需要新建充电站数量为 1500 座（总量 1800 座），充电桩 30 万个。根据已有数据测算，每个充电站、充电桩建设成本分别约为 430 万元、3 万元，今明两年全国充电设施建设的投资额将超 150 亿元，充电设施产业链上的相关公司将从中受益。

图 22：全国电动汽车充电站分布情况



资料来源：信达证券研发中心整理

转型 2：创新式进入光伏行业

通过与国电通合作，创新式进入分布式光伏

2014 年 3 月，公司与北京国电通网络技术有限公司（以下简称“国电通”，国内领先的光伏电站开发商）正式签订《云光伏产业战略合作框架协议》（协议的有效期限自 2014 年 3 月 14 日至 2017 年 3 月 14 日），双方就投资设立并经营云光伏运营服务公司、云光伏产业公司和投资建设嘉兴 10MWP 云光伏项目等方面达成战略合作意向。我们预计此项合作将产生较好的协同效应：公司在电力行业数十年的经验积累加上国电通的新能源技术优势，能实现较好的资源和优势互补，这将有利于公司新业务开拓，增加新的业绩增长点。

2014 年 6 月，公司与国电通双方在杭州签署合作协议，分别出资 882 万元、918 万元，持股比例分别为 49%、51%，在嘉兴设立注册资本为 1800 万元的合资公司“浙江电腾云光伏科技有限公司”。

公司与国电通合作拓展的“云光伏”运营服务具有模式创新意义，未来进度值得关注。 “云光伏”是采用云存储、云计算等技术手段，对分散的光伏电站进行智能管理、运维管理的系统平台，平台不仅为分布式光伏电站的运维管理和投建规划提供强大的技术支撑 ，还旨在解决国家补贴政策落地和电费结算难的问题，打通政府、电力公司、投资方、用户的信息传递和利益分配高效通道。通过“云光伏”平台的建设，有望极大地促进光伏应用产业的发展。

目前，公司已经成立全资子公司浙江万马光伏有限公司，万马光伏将在嘉兴光伏高新技术产业园实施 10MWP 光伏电站的投

资、建设及运营维护。嘉兴市为浙江省唯一一个光伏产业“五位一体”创新综合试点城市；从经济测算看，以嘉兴地区的 10MW 光伏电站为例，在目前能享受到的国家和地区补贴政策情况下，项目投资财务内部收益率（所得税后）可以达到 15%，若采用适当的融资手段，或采用先进的技术和施工工艺，内部收益率将会提高。公司有望把嘉兴的项目打造成光伏示范项目的样板，为后续 “云光伏运营服务平台”的合作建设打下良好的基础，从而有利于将公司的光伏业务推广到其他地区。

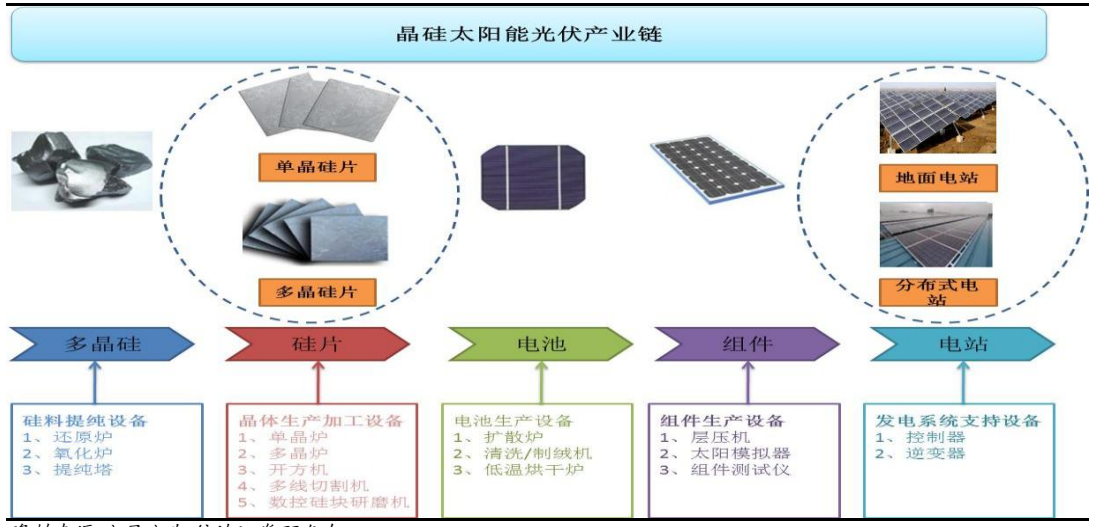
分布式光伏发展元年，有望引领光伏下一波行情

政策将推动 2014 年分布式光伏大力发展，有望其发展元年。今年初，国家能源局发布《国家能源局关于下达 2014 年光伏发电年度新增建设规模的通知》，指出：2014 年光伏发电建设规模在综合考虑各地区资源条件、发展基础、电网消纳能力以及配套政策措施等因素基础上确定，全年新增备案总规模 14GW，其中分布式达到 8GW（据国家能源局统计，2013 年分布式光伏新增发电装机容量为 0.8GW），这大大提振了 2014 年分布式大力发展的预期。此前，国家能源局局长吴新雄强调 2014 年重点在用电价格水平较高、电力负荷较大、控制能源消费总量任务较重的长三角、珠三角、京津冀及周边地区建设分布式光伏发电，上述地区新增规模约占全国分布式光伏总规模的 80%以上。万马股份所在区域为分布式光伏发展的重点区域。

注：分布式光伏电站是指采用光伏组件把太阳能转换为电能，遵循就近发电、就近并网、就近转换、就近使用的原则的光伏电站。相对于大型地面电站，分布式电站单个装机容量一般较小。分布式光伏电站将建筑物与光伏集成并网发电，不需占用昂贵的土地，施工周期短、成本低，在用电地发电减少了输配电损失，更为经济、环保。

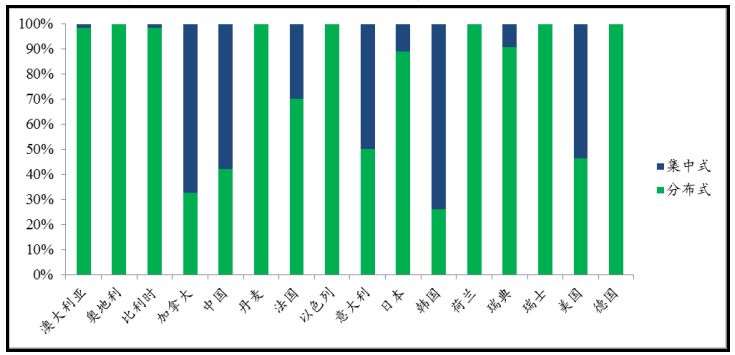
相比国外，我国分布式光伏有较大的发展空间。据国家能源局统计，2013 年我国新增光伏发电装机容量中，分布式光伏占比仅 6.19%；截至 2013 年底的全国累计并网运行光伏发电装机容量中，分布式光伏占比为 15.96%。而在德国、美国等主要光伏市场，分布式光伏占比都在 50%以上。

图 23：分布式光伏电站是下游重要组成部分



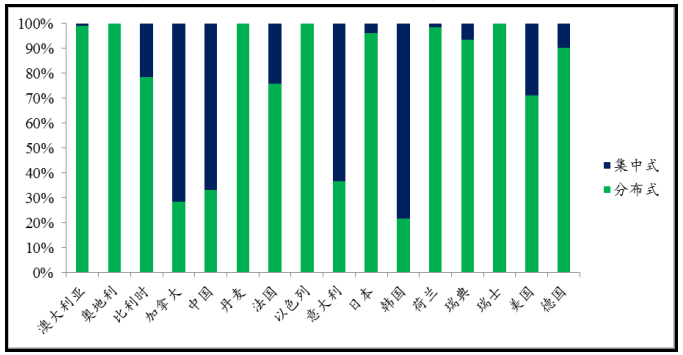
资料来源:公司公告,信达证券研发中心

图 5.2012 年各国并网系统新增容量分布式占比（德国：2011）



资料来源：IEA，信达证券研发中心

图 6. 2012 年各国并网系统累计容量分布式占比 （德国：2011）



资料来源：IEA，信达证券研发中心

目前，我国分布式光伏光电主要通过示范园区、新能源示范城市展开，国家能源局下发《关于开展分布式光伏发电应用示范区建设的通知》，批准了 18 个示范园区；国家能源局也列出并确定了 81 个新能源示范城市，浙江嘉兴为 81 个新能源示范城市之一。根据国家政策：光伏发电上网电价及度电补贴的执行期限原则上为 20 年；对分布式光伏发电实行按照全电量补贴的

政策，电价补贴标准（含税）为 0.42 元/度电；地方政府也相继出台促进分布式光伏发电健康发展的若干政策，比如浙江省每度电追加补贴 0.1 元。

相比地面电站，分布式电站的难度主要在于与客户协商保证 20 年运营、以及项目选址和融资，万马股份公司的模式创新式进入有望推动行业发展。融资困难在于：安装分布式光伏电站的对象主要由自然人和工商业企业，由于自然人和一般的工商业企业资质较差，常规上很难从银行或其他渠道融资建设电站。为解决融资难题，国开行积极为符合条件的各类分布式光伏发电项目投资主体提供多元化信贷产品支持，推动分布式光伏发电产业健康发展。同时，重点配合国家组织建设的新能源示范城市、绿色能源县、分布式光伏发电应用示范区等开展金融服务，保障信贷资金规模，建立和完善分布式光伏发电贷款风险管理体系。

表 5：分布式电站与地面电站难度比较

项目	大型地面电站	分布式光伏发电
前期选址	◆ ◆	◆ ◆ ◆ ◆
路条或接入许可	◆ ◆ ◆ ◆ ◆	◆ ◆
项目融资	◆ ◆ ◆	◆ ◆ ◆ ◆
光伏系统建设	◆ ◆	◆ ◆ ◆
电网接入与计量	◆ ◆	◆ ◆ ◆
电费结算	◆	◆ ◆ ◆
补贴结算	◆	◆ ◆
20 年运行保证	◆ ◆	◆ ◆ ◆ ◆ ◆

资料来源：中国可再生能源学会光伏专业委员会，信达证券研发中心整理

联合硅谷天堂进行产业拓展，股权激励凝聚管理层

联合硅谷天堂进行产业拓展

2013 年 11 月，公司与硅谷天堂签署《浙江万马电缆股份有限公司与浙江硅谷天堂产业投资管理有限公司之战略咨询及并购整合服务协议》（以下简称“战略咨询协议”，协议期限自 2013 年 11 月起至 2016 年 11 月止），硅谷天堂将向公司提供战略发展规划梳理与修订建议及并购整合服务，此举有助于公司参与行业并购整合。

2014 年 2 月，浙江硅谷天堂嘉绩投资合伙企业（以下简称“硅谷天堂”）受让公司股份 660 万股，占公司总股本的 0.70%（价格 5.42，硅谷天堂承诺将持有的公司股份自愿锁定一年），此举旨在引进天堂硅谷旗下产业基金作为公司战略投资者，整合双方资源，积极推动公司战略扩张和并购整合，实现公司的持续快速发展。

股权激励凝聚管理层

2013 年下半年，公司对部分董事、高级管理人员以及公司董事会认为需要进行激励的中层管理人员、核心技术及业务人员进行了限制性股票股权激励，实际授予的限制性股票数量为 976.8 万股（授予价格为 2.32 元/股），参与认购人数为 105 人。此举提高了公司与管理层及核心骨干员工共同持续发展的凝聚力，有利于公司的长远发展。

公司盈利能力稳定

与线缆行业其他公司相比，公司盈利能力较好，且较为稳定；毛利率维持在 15%左右，净利率维持在 4.5%左右。随着公司新能源汽车充电设备、分布式光伏等新业务的拓展，公司盈利能力有望提升。

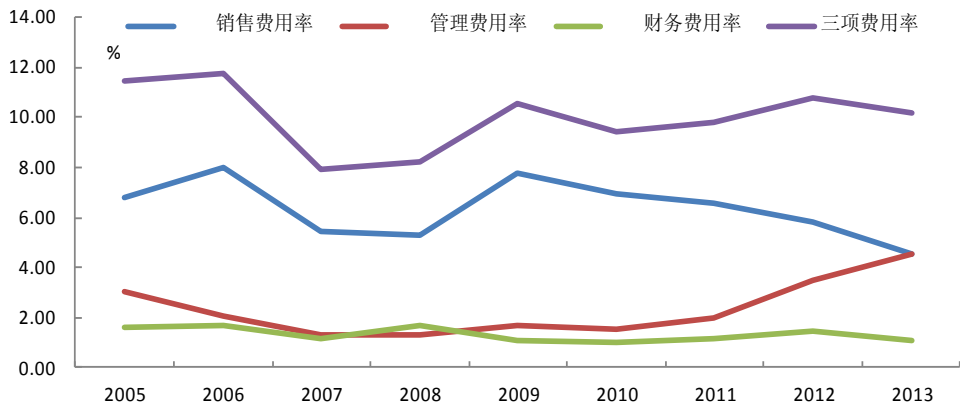
表 6：与线缆行业上市公司相比，公司盈利能力较好、且比较稳定

证券代码	证券简称	毛利率（%）	毛利率（%）	毛利率（%）	毛利率（%）	净利率（%）	净利率（%）	净利率（%）	净利率（%）
		2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
002276.SZ	万马股份	14.51	14.29	15.74	15.18	4.54	3.95	4.58	4.51
002471.SZ	中超电缆	15.86	16.37	15.98	15.24	5.23	4.39	2.80	4.68
600869.SH	远东电缆	16.93	16.30	16.90	16.61	3.20	3.00	-1.45	2.55
002309.SZ	中利科技	12.71	13.81	19.61	19.87	6.51	4.63	4.77	3.18
002498.SZ	汉缆股份	21.42	16.66	14.98	15.76	12.89	7.52	6.95	9.06

资料来源：公司公告,信达证券研发中心

从公司费用率上看，公司三项费用率总和保持比较稳定，近几年都在 10%左右。

图 24：公司三项费用率总和较为稳定



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

盈利预测与投资评级

主要假设与经营预测

公司线缆产品具有较好的产业链和品牌优势，且具有稳定增长的下游需求；同时新业务新能源汽车充电设施、分布式光伏具有较大空间和看点。以此为基础，我们对公司经营的主要假设和预测为：

1、收入：随着智能电网建设的推进和行业集中度的提高，我们预计公司电力产品、高分子材料、通信产品将保持稳定增长，预计公司 2014~2016 年的营业收入增速分别为 19.95%、18.23%、18.24%。

2、毛利率：历史上，公司产品毛利率较为稳定，随着行业集中度的提高、以及高毛利率新业务充电设施、分布式光伏的拓展，我们预计公司未来毛利率将略有提升，2014~2016 年公司毛利率分别为 15.67%、15.69%、15.70%。

表 7：公司各项业务收入和毛利率预测

(单位：万元)		2012	2013	2014E	2015E	2016E
电力产品	营业收入	300,568.00	322,606.41	387,127.69	456,810.68	539,036.60
	营业收入 YOY	15.67%	7.33%	20.00%	18.00%	18.00%
	毛利率	16.07%	14.25%	15.00%	15.00%	15.00%
高分子材料	营业收入	83,337.31	97,587.48	117,104.98	138,183.87	163,056.97

	营业收入 YOY		17.10%	20.00%	18.00%	18.00%
	毛利率	14.63%	13.97%	14.00%	14.00%	14.00%
通信产品	营业收入		64,197.65	77,037.18	92,444.62	110,933.54
	营业收入 YOY			20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率		21.53%	21.50%	21.50%	21.50%
其他业务	其他业务收入	1,188.96	1,171.42	1,171.42	1,171.42	1,171.42
	其他业务收入 YOY	283.01%	-1.48%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	10.84%	24.08%	23.00%	23.00%	23.00%
合计	营业收入	385,094.27	485,562.96	582,441.26	688,610.58	814,198.52
	营业收入 YOY	48.02%	26.09%	19.95%	18.23%	18.24%
	毛利率	15.74%	15.18%	15.67%	15.69%	15.70%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

估值与投资评级

我们预计公司 2014 年、2015 年、2016 年 EPS 分别为 0.31、0.36、0.43 元，对应 2014 年 6 月 27 日收盘价（6.29 元）的 PE 分别为 20、17、15 倍。

我们选择上市公司中与公司业务相近的中超电缆、远东电缆、汉缆股份等企业进行对比分析，以上企业对应 2014 年的平均市盈率是 21.70 倍。同时我们选择新能源汽车充电设施和分布式光伏领域里的典型公司奥特迅、动力源、爱康科技进行对比分析，以上企业对应 2014 年的平均市盈率是 32.65 倍。所以，考虑到公司线缆业务全产业链的优势地位、以及新能源汽车充电设施和分布式光伏的强势拓展，我们给予公司一定的溢价，给予公司 2014 年 23~25 倍市盈率，对应合理估值区间为 7.06~7.68 元，较 2014 年 6 月 27 日收盘价（6.29 元）有 12.31%~22.08%的涨幅，首次覆盖给予公司“增持”评级。

表 8：A 股可比上市公司估值

证券代码	证券简称	股价（元）	市值	PE（倍）			EPS（元）			PB（倍）	PS（倍）
			（亿元）	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E		
002471.SZ	中超电缆	8.07	40.93	24.81	22.91	21.04	0.33	0.35	0.39	2.58	0.92
600869.SH	远东电缆	7.93	78.51	25.92	19.06	14.16	0.31	0.43	0.58	2.59	0.68
002498.SZ	汉缆股份	7.13	76.52	17.64	23.14	19.76	0.40	0.31	0.36	1.86	1.59
平均	—	—		22.79	21.70	18.32	—	—	—	2.34	1.06
002227.SZ	奥特迅	18.97	41.49	80.70	45.78	26.22	0.47	0.41	0.72	6.20	11.92

600405.SH	动力源	11.63	32.87	105.37	23.55	14.68	0.12	0.49	0.79	4.60	4.14
002610.SZ	爱康科技	12.93	38.79	458.89	28.63	13.33	0.03	0.45	0.97	3.14	2.01
平均	—	—		214.99	32.65	18.07	—	—	—	4.65	6.03
002276.SZ	万马股份	6.29	59.04	26.84	20.48	17.30	0.23	0.31	0.36	2.34	1.22

资料来源：wind,信达证券研发中心　注：股价、市值以 2014 年 6 月 27 日收盘价为基准，PB、PS 以 13 年年报为基准，万马股份 P E、E P S 为信达预测值，其余为 wind 一致预期

风险因素

1、电网投资低于预期；2、新能源汽车充电设施、分布式光伏等新业务拓展低于预期；3、应收账款风险。

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	2,827.04	2,957.07	3,351.38	3,818.87	4,306.13
现金	746.26	668.59	643.61	626.95	448.84
应收账款	143.51	209.17	250.90	296.64	350.74
其它应收款	1,428.78	1,645.16	1,949.02	2,304.29	2,724.55
预付账款	40.74	26.76	31.91	37.72	137.28
存货	395.42	356.04	424.59	501.92	593.38
其他	72.32	51.35	51.35	51.35	51.35
非流动资产	1,088.10	1,067.95	1,062.66	1,049.17	1,039.34
长期投资	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00
固定资产	592.01	622.68	657.77	688.41	726.86
无形资产	102.08	99.40	94.85	90.31	85.77
其他	387.00	338.88	303.04	263.45	219.72
资产总计	3,915.13	4,025.02	4,414.04	4,868.04	5,345.48
流动负债	1,531.54	1,470.42	1,571.12	1,683.85	1,754.74
短期借款	909.77	838.98	838.98	838.98	838.98
应付账款	196.11	261.85	312.27	369.14	436.40
其他	425.65	369.59	419.88	475.74	479.36
非流动负债	58.01	32.70	32.70	32.70	32.70
长期借款	41.17	17.84	17.84	17.84	17.84
其他	16.84	14.86	14.86	14.86	14.86
负债合计	1,589.55	1,503.12	1,603.82	1,716.55	1,787.44
少数股东权益	3.95	2.86	2.86	2.86	2.86
归属母公司股东权益	2,321.63	2,519.04	2,807.37	3,148.63	3,555.18
负债和股东权益	3,915.13	4,025.02	4,414.04	4,868.04	5,345.48

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,850.94	4,855.63	5,824.41	6,886.11	8,141.99
同比(%)	48.02%	26.09%	19.95%	18.23%	18.24%
归属母公司净利润	177.63	220.02	288.32	341.26	406.55
同比(%)	71.38%	23.86%	31.05%	18.36%	19.13%
毛利率(%)	15.74%	15.18%	15.67%	15.69%	15.70%
ROE(%)	9.10%	9.09%	10.83%	11.46%	12.13%
每股收益(元)	0.19	0.23	0.31	0.36	0.43
P/E	33	27	20	17	15
P/B	2.54	2.34	2.10	1.88	1.66
EV/EBITDA	22.12	18.52	14.60	12.76	11.13

利润表 单位:百万元

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,850.94	4,855.63	5,824.41	6,886.11	8,141.99
营业成本	3,244.62	4,118.56	4,911.45	5,805.98	6,863.95
营业税金及附加	14.90	20.55	24.65	29.14	34.46
营业费用	223.21	221.67	265.90	314.37	371.71
管理费用	135.54	219.86	263.72	311.79	368.66
财务费用	55.02	50.95	48.71	50.98	53.45
资产减值损失	25.70	18.63	26.93	32.01	35.46
公允价值变动收益	2.00	-0.77	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.37	1.50	0.00	0.00	0.00
营业利润	153.58	206.14	283.05	341.83	414.30
营业外收入	46.39	40.77	39.73	39.73	39.73
营业外支出	1.85	3.87	2.70	2.70	2.70
利润总额	198.12	243.04	320.08	378.85	451.33
所得税	21.59	24.11	31.76	37.59	44.78
净利润	176.53	218.92	288.32	341.26	406.55
少数股东损益	-1.10	-1.10	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	177.63	220.02	288.32	341.26	406.55
EBITDA	307.20	365.12	463.15	529.95	607.47
EPS（摊薄）	0.19	0.23	0.31	0.36	0.43

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	-14.84	151.38	109.86	117.49	-35.59
净利润	176.53	218.92	288.32	341.26	406.55
折旧摊销	52.06	68.42	93.54	101.56	106.61
财务费用	57.01	53.66	49.53	49.53	49.53
投资损失	0.37	-1.50	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-321.53	-204.91	-345.52	-403.43	-629.94
其它	20.72	16.78	23.98	28.56	31.67
投资活动现金流	-75.43	-48.00	-85.30	-84.62	-92.99
资本支出	-76.56	-49.50	-85.30	-84.62	-92.99
长期投资	4.90	3.93	0.00	0.00	0.00
其他	-3.76	-2.43	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-4.80	-91.40	-49.53	-49.53	-49.53
吸收投资	0.00	22.66	0.00	0.00	0.00
借款	95.15	-93.71	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	99.33	108.31	49.53	49.53	49.53
现金净增加额	-95.07	11.58	-24.97	-16.67	-178.10

电力设备与新能源小组简介

郭荆璞，化工行业高级研究员。北京大学学士，Rutgers 大学硕士。现任职信达证券研究开发中心化工行业首席研究员。拥有独特的石油市场和价格跟踪预测模型，对油价的判断在 A 股买方机构中获得肯定。研究重点以产品需求区分，对农用化工理解透彻，细致覆盖汽车、地产、纺织服装需求的化工产品，同时对精细化工品和中间体也有独立的研究，目前对节能环保和碳经济相关产业进行深入挖掘。

刘强，工程师，武汉大学理学学士，浙江大学金融学硕士，6 年新能源行业工作经验。2012 年 7 月加盟信达证券研发中心，从事电力设备与新能源研究。能够准确把握行业整体状况，客观地从实业和资本市场角度发掘投资机会。

电力设备与新能源行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
骆驼股份	601311.SH	四方股份	601126.SH	南都电源	300068.SZ	合康变频	300048.SZ
国电南瑞	600406.SH	荣信股份	002123.SZ	汇川技术	300124.SZ	东方电气	600875.SH
龙源技术	300105.SZ	平高电气	600312.SH	新联电子	002546.SZ	北京科锐	002350.SZ
中能电气	300062.SZ	许继电气	000400.SZ	广电电气	601616.SH	英威腾	002334.SZ
中利科技	002309.SZ	杉杉股份	600884.SH	雪迪龙	002658.SZ	风帆股份	600482.SZ

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁　泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张　华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘　晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20%以上;	**看好：** 行业指数超越基准;
	增持： 股价相对强于基准 5%～20%;	**中性：** 行业指数与基准基本持平;
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间;	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。