

2015年08月18日

万马股份 (002276.SZ)

定增加码充电与新材料项目，公司后续尽享“配网+充电”蓝海市场

■收入业绩稳步增长，通信、新材料业务表现突出：公司上半年实现营业收入24.48亿元，同比增长10.5%，归属于母公司的净利润1.08亿元，同比增长11.6%，EPS0.12元，业绩基本符合预期，公司1~9月净利润预增-15%~15%；分业务方面，电力产品、高分子材料、通信产品分别确认13.56亿、6.61亿、3.04亿收入，其中高分子材料/通信收入同比增长20.8%/15.2%，增长较为突出。

■定增拟募集逾12.5亿元，继续加码智能充电与新材料业务投资：公布定增预案，拟向不超过10名特定投资者以不低于35.71元/股价格(公司停牌前股价为30.74元/股)，募集约12.58亿元，用于“I-ChargeNet智能充电网络建设项目”(内部收益率12.8%)、“年产56000吨新型环保高分子材料项目”(内部收益率17.6%)。I-ChargeNet(2年内杭州等地完成2.3万个充电桩布局)投建是公司从充电桩设备制造商转型智能充电云平台，打造智能充电生态圈的又一里程碑举措；公司此前独家中标万达防火线缆项目标段二，印证新材料线缆项目需求广泛，其中绿色环保绝缘材料是未来重要发展方向；此次募投项目将进一步增强公司绿色绝缘材料的生产能力。

■充分认识充电桩商业价值，公司全方位布局优先享受蓝海市场：充电桩不仅仅是充电，以充电桩为入口进行充电、广告、保险、金融、售车、4S增值服务及汽车工业大数据等，才是对充电网络较全面的商业价值认识。按照500万辆新能源车，充电网络利润空间为558亿元，其中充电服务费325亿元，增值利润空间233亿元，预计税后净利润130-150亿元。公司已着手全方位布局，望享受未来蓝海市场。

■配网大投资优先利好公司传统业务，充电桩将享受后续投资红利：充电网络需求是配电网必须加大投资的原因之一，电气设备企业是最早进入充电桩生产和运营的群体，受益农网配网大投资，传统业务将获得快速提升。公司线缆业务将优先受益，充电桩业务将享受后续红利。

■投资建议：我们预计公司2015-2017年EPS分别为0.35元、0.61元、0.91元，按照500亿市值估值，6个月目标价53元，维持“买入-A”投资评级。

■风险提示：电网建设投资低于预期风险，新能源汽车政策低于预期风险

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	4,855.6	5,847.0	7,887.5	12,062.9	15,147.1
净利润	220.0	235.4	330.6	577.8	859.4
每股收益(元)	0.23	0.25	0.35	0.61	0.91
每股净资产(元)	2.68	2.89	3.17	3.66	4.39
盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	131.2	122.7	87.4	50.0	33.6
市净率(倍)	11.5	10.6	9.7	8.4	7.0
净利润率	4.5%	4.0%	4.2%	4.8%	5.7%
净资产收益率	8.7%	8.7%	11.1%	16.8%	20.8%
股息收益率	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%	0.6%
ROIC	9.2%	9.2%	12.9%	16.8%	19.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告

一次设备

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

53.00元

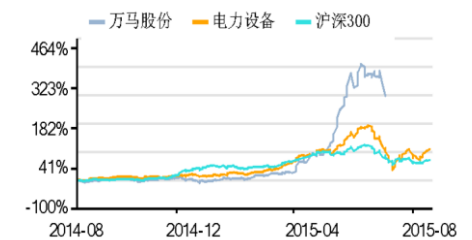
股价(2015-08-17)

30.74元

交易数据

总市值(百万元)	28,874.87
流通市值(百万元)	25,730.24
总股本(百万股)	939.33
流通股本(百万股)	837.03
12个月价格区间	7.53/43.89元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-21.76	105.02	234.41
绝对收益	-23.53	93.33	307.15

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024
huangsh@essence.com.cn
010-66581627

报告联系人

相关报告

与 IES 合作取实质进展，爱 充网全国布局再下一城	2015-07-20
布局互联网+新能源汽车充 电入口	2015-04-14

1. 收入业绩稳步增长，通信、新材料业务表现突出

万马股份公布 2015 年中报，公司上半年实现营业收入 24.48 亿元，同比增长 10.5%，归属于母公司的净利润 1.08 亿元，同比增长 11.6%，其中二季度单季实现收入 14.65 亿元，同增 7.5%，实现归母净利润 8219.4 万元，同增 12.5%，EPS0.12 元，业绩基本符合预期，公司 1~9 月净利润预增-15%~15%；

分业务方面，电力产品、高分子材料、通信产品分别确认 13.56 亿、6.61 亿、3.04 亿收入，三项业务收入总和占比 95.3%；其中高分子材料收入同比增长 20.8%，主要得益于子公司“万马高分子”内部机制激励与工业 4.0 改造双推进，营收延续良好增势；通信产品收入同比增长 15.2%，主要系子公司“天屹通信”4G 光缆业务收入大增 87.5%所致；电力产品收入同比分别增长 5.0%，保持稳步增长。

公司产品毛利率 17.33%，较上年增长 1.93 个 pct，主要系通信与高分子产品成本管控有效，毛利率提升较快；费用率方面，公司 2015 年上半年期间费用率为 12.46%，较去年同期增加 2.2%，其中销售/管理/财务费用率分别变动 1.18/1.06/-0.05 个 pct，销售费用增加较多系重点市场开发投入提升所致。

2015 上半年公司经营性现金流净额为-1.57 亿元，较去年同期有所好转。

2. 定增拟募集逾 12.5 亿元，继续加码智能充电与新材料业务投资

公司 8.17 日公布定增预案,拟向不超过 10 名特定投资者以不低于 35.71 元/股价格(公司停牌前股价为 30.74 元/股),募集约 12.58 亿元,用于“I-ChargeNet 智能充电网络建设项目”、“年产 56000 吨新型环保高分子材料项目”及补充流动资金。

“I-ChargeNet”项目计划在未来 2 年内，在杭州、宁波、湖州等地完成 23000 个充电桩的建设，充分嫁接互联网、云计算、大数据技术，初步形成覆盖多地的新能源汽车智能充电网络体系，并继续其他省市推广；该项目的投建是公司从充电桩设备制造商转型智能充电云平台，打造智能充电生态圈的又一里程碑举措；充电桩行业在外部政策扶持+内部智能化、互联网化需求合力推动下空间广阔，公司优先布局卡位将持续受益。

“年产 56000 吨新型环保高分子材料项目”由子公司“万马高分子”负责实施（其 2015 上半年实现收入同比增长 27.48%，净利润同比增长 36.51%的较高增势）。

目前绝缘材料是电缆的主要原材料，2003~2014 年我国电缆行业 CAGR 达 23%，2014 年电缆行业产值 12503 亿元，预计未来增势不减，绝缘材料继续受益。而其中绿色环保绝缘材料是未来重要发展方向，公司此前独家中标万达防火线缆项目某标段，印证新材料线缆项目需求广泛；此次募投项目的顺利实施将进一步增强公司绿色绝缘材料的生产能力，助公司业绩继续攀升。

表 1: 公司定增募投项目一览

项目名称	项目总投资额 (万)	募集资金投资额 (万)	内部收益率(税后)
I-ChargeNet 智能充电网络建设项目(一期)	96078.75	96000	12.86%
年产 56,000 吨新型环保高分子材料	9876.06	9800	17.40%
补充流动资金	20000	20000	
总计	125954.81	125800	

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

3. 充分认识充电桩商业价值, 公司全方位布局优先享受蓝海市场

充电桩不仅仅是充电, 以充电桩为入口进行充电、广告、保险、金融、售车、4S 增值服务及汽车工业大数据等, 才是对充电网络较全面的商业价值认识。按照 500 万辆新能源车, 充电网络利润空间为 558 亿元, 其中充电服务费 325 亿元, 增值利润空间 233 亿元, 预计税后净利润 130-150 亿元。(具体内容详见我们最新的充电桩深度报告《充电桩价值几何》)

图 1: 新能源汽车充电运营商业模式及价值测算



数据来源: 安信证券研究中心

注: 按照 2020 年 500 万辆新能源汽车, 平均每车 30 度电, 一年 360 天

与世界直流充电设备龙头合作取得实质进展, 公司技术水平持续提升: IES 是全球第一大工业电动车辆的直流车载充电器供应商, 拥有世界先进的直流充电技术, 目前为雷诺、宝马、charge point 等知名汽车制造商与充电网络运营商提供车载充电与直流充电设备。最近新成立的“万马海立斯”合资公司, 标志公司与 IES 合作正式落地, 未来公司充电设备研发技术水平望稳居国内领先, 已有充电桩产品线将进一步丰富, 对爱充网形成稳定优质的设备支持并为公司开拓国际市场奠定基础。

爱充网全国多点布局, 桩联网规模继续扩大:“爱充网”与“河南佳瑞”的合作是继 6 月与山东天恩能源合作后公司又一重点地方性布局。目前河南省已有郑州与新乡两个新能源汽车推广试点城市, 其中郑州规划 2015 年当地新增公交全为新能源客车, 新乡亦明确充电设备补贴政策, 相关市场前景广阔。“爱充网”将在河南市场开展充电设备从建设到运营的全方面业务, 目前公司完成杭州、北京、山东、河南等城市和省份的充电运营布局。我们一直强调充电桩是互联网入口, 充电网络的商业价值不仅仅是充电服务费, 电

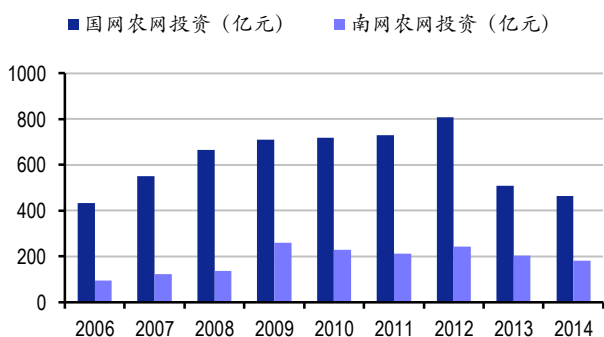
改后的售电和后续增值服务商业空间巨大。

4. 配网大投资优先利好公司传统业务，充电桩享受后续投资红利

目前宏观经济增速放缓，急需相关领域投资带动增长，配电投资将是首选领域之一。展望我国未来配电网规划投资，2015~2020年总规模预计可达两万亿，其中2015年预计投资3000亿（2014年仅为1700亿），较14年实现近80%增长。

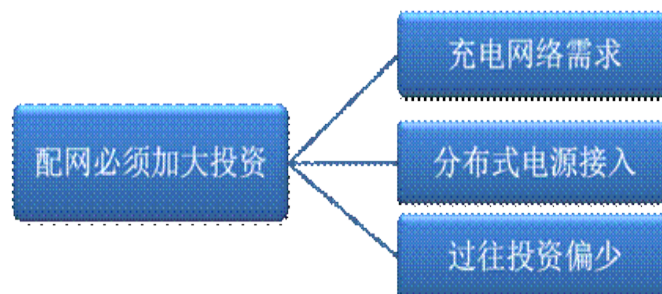
在所有配网投资中农网改造尤受重视，国家电网7月上旬召开加快推进农网改造升级工程动员部署会，将在年初安排902亿元农网投资的基础上，新增农网改造升级工程投资674亿元，全年农网改造升级投资将达1576亿元，投资规模创历史新高。农网改造类似“从无到有”的改造，一次设备将优先需求，公司线缆业务弹性预计猛增。

图 2：2006~2014 国网与南网的农网投资（亿）



数据来源：国家电网、南方电网，安信证券研究中心

图 3：三因素促配网投资加大



数据来源：安信证券研究中心

此外新能源汽车充电网络需求也是配电网必须加大投资的原因之一，电气设备企业是最早进入充电桩生产和运营的群体，未来随着配网建设的不断完善，将逐渐消除目前新能源汽车日间充电大增，冲击电流冲击大对电网的影响，充电桩业务将享受配网投资后的红利。

5. 充电桩国家层面推出在即，业内已时刻准备

据相关媒体报道《电动汽车充电设施发展规划》已经通过部委会签，发布在即，同时《充电基础设施建设指导意见》也将于近期出台，充电设备市场再迎政策利好。目前，全国89个新能源示范推广城市中已有49个出台实施细则，政策利好不断，预计两项国家级政策的落地后将继续提振行业信心。

6. 投资建议

我们预计公司2015-2017年EPS分别为0.35元、0.61元、0.91元，按照500亿市值估值，6个月目标价53元，维持“买入-A”投资评级。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年08月18日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	4,855.6	5,847.0	7,887.5	12,062.9	15,147.1	成长性					
减:营业成本	4,118.6	4,988.7	6,568.3	9,892.0	12,252.3	营业收入增长率	26.1%	20.4%	34.9%	52.9%	25.6%
营业税费	20.5	20.8	33.1	50.7	63.6	营业利润增长率	34.2%	8.5%	49.9%	82.8%	51.9%
销售费用	221.7	235.6	378.6	579.0	727.1	净利润增长率	23.9%	7.0%	40.4%	74.8%	48.7%
管理费用	219.9	305.0	473.2	723.8	908.8	EBITDA 增长率	24.7%	8.2%	39.1%	78.5%	43.3%
财务费用	51.0	51.2	79.0	184.5	244.2	EBIT 增长率	23.2%	6.9%	50.7%	92.5%	47.4%
资产减值损失	18.6	22.1	20.0	20.0	20.0	NOPLAT 增长率	24.6%	7.2%	47.6%	92.5%	47.4%
加:公允价值变动收益	-0.8	-0.8	-	-	-	投资资本增长率	7.1%	5.7%	47.4%	29.9%	11.5%
投资和汇兑收益	1.5	0.9	-	-	-	净资产增长率	8.4%	8.2%	9.5%	15.5%	20.0%
营业利润	206.1	223.6	335.2	612.9	931.1	利润率					
加:营业外净收支	36.9	38.4	38.4	40.0	40.0	毛利率	15.2%	14.7%	16.7%	18.0%	19.1%
利润总额	243.0	262.1	373.6	652.9	971.1	营业利润率	4.2%	3.8%	4.3%	5.1%	6.1%
减:所得税	24.1	25.3	43.0	75.1	111.7	净利润率	4.5%	4.0%	4.2%	4.8%	5.7%
净利润	220.0	235.4	330.6	577.8	859.4	EBITDA/营业收入	6.7%	6.0%	6.2%	7.2%	8.2%
						EBIT/营业收入	5.3%	4.7%	5.3%	6.6%	7.8%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	45	40	29	17	12
货币资金	668.6	790.4	631.0	1,447.5	1,817.7	流动营业资本周转天数	116	106	113	115	116
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	214	201	194	192	200
应收帐款	1,694.8	2,043.1	3,215.2	4,826.7	5,271.4	应收帐款周转天数	118	115	120	120	120
应收票据	209.2	240.4	373.1	565.1	613.0	存货周转天数	28	23	25	25	24
预付帐款	26.8	77.6	31.9	133.0	71.2	总资产周转天数	294	268	243	222	221
存货	356.0	404.6	690.1	958.6	1,083.5	投资资本周转天数	193	171	161	144	137
其他流动资产	1.8	1.4	2.0	2.0	2.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	7.0	2.3	3.1	4.1	ROE	8.7%	8.7%	11.1%	16.8%	20.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.4%	5.1%	5.5%	6.5%	8.8%
长期股权投资	7.0	3.4	3.4	3.4	3.4	ROIC	9.2%	9.2%	12.9%	16.8%	19.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	622.7	665.7	595.2	524.6	454.1	销售费用率	4.6%	4.0%	4.8%	4.8%	4.8%
在建工程	27.4	1.7	1.7	1.7	1.7	管理费用率	4.5%	5.2%	6.0%	6.0%	6.0%
无形资产	99.4	124.1	120.3	116.5	112.7	财务费用率	1.0%	0.9%	1.0%	1.5%	1.6%
其他非流动资产	311.5	318.6	312.3	310.5	310.5	三费/营业收入	10.1%	10.1%	11.8%	12.3%	12.4%
资产总额	4,025.0	4,678.0	5,978.5	8,892.8	9,745.3	偿债能力					
短期债务	839.0	640.9	1,374.5	1,640.6	2,011.4	资产负债率	37.3%	41.7%	50.0%	61.2%	57.5%
应付帐款	331.2	328.9	692.9	845.9	1,060.0	负债权益比	59.6%	71.5%	100.1%	157.7%	135.4%
应付票据	119.8	516.1	31.3	793.1	228.0	流动比率	2.01	2.17	1.98	2.20	2.31
其他流动负债	180.4	152.1	392.7	323.7	529.9	速动比率	1.77	1.92	1.71	1.94	2.03
长期借款	17.8	-	384.5	1,690.7	1,584.4	利息保障倍数	5.05	5.37	5.25	4.32	4.81
其他非流动负债	14.9	311.7	114.5	147.7	192.0	分红指标					
负债总额	1,503.1	1,949.7	2,990.4	5,441.7	5,605.6	DPS(元)	0.05	0.05	0.07	0.12	0.18
少数股东权益	2.9	10.7	10.7	10.7	10.7	分红比率	21.3%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	938.7	939.6	939.6	939.6	939.6	股息收益率	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%	0.6%
留存收益	1,580.3	1,777.9	2,037.7	2,500.8	3,189.3						
股东权益	2,521.9	2,728.3	2,988.1	3,451.1	4,139.7						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.23	0.25	0.35	0.61	0.91
净利润	218.9	236.8	330.6	577.8	859.4	BVPS(元)	2.68	2.89	3.17	3.66	4.39
加:折旧和摊销	68.4	77.8	74.3	74.3	74.3	PE(X)	131.2	122.7	87.4	50.0	33.6
资产减值准备	18.6	22.1	-	-	-	PB(X)	11.5	10.6	9.7	8.4	7.0
公允价值变动损失	0.8	0.8	-	-	-	P/FCF	-556.5	175.0	-290.0	31.0	53.3
财务费用	53.7	62.4	79.0	184.5	244.2	P/S	5.9	4.9	3.7	2.4	1.9
投资损失	-1.5	-0.9	-	-	-	EV/EBITDA	14.1	22.4	61.6	35.4	24.7
少数股东损益	-1.1	1.4	-	-	-	CAGR(%)	38.2%	53.7%	23.3%	38.2%	53.7%
营运资金的变动	-189.7	-136.2	-1,417.0	-1,325.5	-700.5	PEG	3.4	2.3	3.8	1.3	0.6
经营活动产生现金流量	151.4	247.9	-933.1	-488.8	477.4	ROIC/WACC	0.9	0.9	1.3	1.6	1.9
投资活动产生现金流量	-48.0	-119.7	4.7	-0.8	-1.0	REP	1.9	3.1	5.7	3.5	2.7
融资活动产生现金流量	-91.4	-64.2	769.0	1,306.2	-106.3						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

黄守宏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

