安信证券 ESSENCE SECURITIES

2015 年 12 月 30 日

公司快报

证券研究报告

一次设备

万马股份（002276.SZ）

获国开发展基金增资，充电桩投建业务蓄势待发

■ 事件:公司公告①公司、万马新能源投资和国开发展基金共同签署投资合同，约定国开发展基金以 1 亿元对“万马新能源投资”增资，用于浙江省智能充电网络项目资本金②“万马新能源投资”在湖州、江苏、西安等 6 地设立子公司（合计 6000 万），在全国范围内推广充电桩投资建设

■ **国开基金支持更具政策意义，公司充电桩投建开始全国布局：**国开发展基金于 8 月底成立，资金由国开行所发行的专项金融债募集而来，主要投向轨交基础设施等 5 大领域 22 个方向，其可看做国家对以上领域的重点支持，蕴含明显政策扶持意义，对投资回报率要求不高（国开发展基金对万马新能源增资完毕的 10 年后才开始陆续赎回增资资本，且国开基金并不委派董事加入公司）。本次增资，国开发展基金将重点支持浙江智能充电网络的投建，该目的与新能源投资公司全国投建充电桩的计划完美契合。获得增资后的新能源投资全国布局已陆续启动，湖州在内的 6 家投资子公司已基本设立完成，期待相关项目落地后该模式在全国范围内的快速复制。

■ **打造充电桩业务闭环，共营充电网络大生态圈：**公司 11 月初成立新能源投资公司，致力投资建设辐射全国的充电桩网络，投资完毕后采用移交或持续运营等灵活方式回收投资；并保证无论何种方式，投资充电桩的后续运营数据均纳入公司已有的爱充网络平台，旨在打造“智能设备制造+服务网络运营+投资建设充电网”的业务闭环；公司对充电网络布局超前，目光高远，旗下的爱充网 2014 年 11 月成立以来稳步推进，相关 APP 已在 IOS 及安卓市场同步上市，已可实现在线查询、预约、导航、在线升级、车和地锁联动、在线或无卡（微信）支付等众多实用功能；并先后与 16 个省 30 个城市及众多行业公司开展合资合作，是国内领先的充电运营平台，未来“投资+制造+运营”业务链形成，公司望实现充电网络大生态圈梦想，掘金潜力无穷的充电桩市场。

■ **配网巨额投资利好公司传统电缆主业：**能源局牵头 2015~2020 两万亿配网投资陆续下达，线缆等一次设备优先收益，第三批次国网公布的各省网配网设备招标中，公司电缆中标量稳定（新增批次已中标 1.9 亿元），预计线缆业务后续持续受益农村与城镇配网改造。

■ **投资建议：**我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.35 元、0.57 元、0.86 元（以最新定增预案摊薄 2016 年及之后股本），按照 500 亿市值估值，12 个月目标价 53 元，维持“买入-A”投资评级。

■ **风险提示：**新能源汽车政策低于预期风险，电网建设投资低于预期风险

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入	4,855.6	5,847.0	7,887.5	12,062.9	15,147.1
净利润	220.0	235.4	330.6	570.7	860.8
每股收益(元)	0.23	0.25	0.35	0.57	0.86
每股净资产(元)	2.68	2.89	3.17	4.70	5.39

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	133.3	124.6	88.7	54.7	36.3
市净率(倍)	11.6	10.8	9.9	6.6	5.8
净利润率	4.5%	4.0%	4.2%	4.7%	5.7%
净资产收益率	8.7%	8.7%	11.1%	12.2%	16.0%
股息收益率	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%	0.6%
ROIC	0.9	0.9	1.3	1.5	1.7

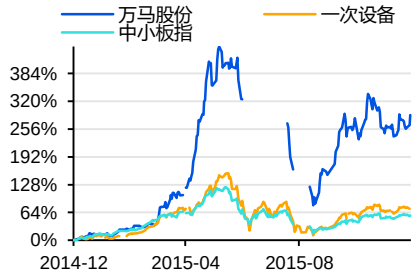
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	买入-A
	维持评级
12 个月目标价	53 元
股价（2015-12-29）	31.22 元

交易数据

总市值（百万元）	29,325.74
流通市值（百万元）	28,465.93
总股本（百万股）	939.33
流通股本（百万股）	911.79
12 个月价格区间	8.04/43.89 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.07	25.18	183.19
绝对收益	7.66	50.75	246.79

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

华鹏伟 报告联系人
huapw@essence.com.cn
010-66581767

相关报告

万马股份：业绩平稳增长，充电桩与新材料业务承载希望	2015-10-22
万马股份：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	2015-08-18
万马股份：与 IES 合作取实质进展，爱充网全国布局再下一城	2015-07-20
万马股份：布局互联网+新能源汽车充电入口	2015-04-13

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

（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
减:营业成本	4,118.6	4,988.7	6,568.3	9,947.1	12,334.9
营业税费	20.5	20.8	33.1	50.7	63.6
销售费用	221.7	235.6	378.6	579.0	727.1
管理费用	219.9	305.0	473.2	723.8	908.8
财务费用	51.0	51.2	79.0	137.5	150.1
资产减值损失	18.6	22.1	20.0	20.0	20.0
加:公允价值变动收益	-0.8	-0.8	-	-	-
投资和汇兑收益	1.5	0.9	-	-	-
营业利润	206.1	223.6	335.2	604.9	942.6
加:营业外净收支	36.9	38.4	38.4	40.0	30.0
利润总额	243.0	262.1	373.6	644.9	972.6
减:所得税	24.1	25.3	43.0	74.2	111.9
净利润	220.0	235.4	330.6	570.7	860.8

资产负债表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	668.6	790.4	631.0	1,447.5	1,817.7
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	1,694.8	2,043.1	3,215.2	4,826.7	5,271.4
应收票据	209.2	240.4	373.1	565.1	613.0
预付帐款	26.8	77.6	31.9	133.9	71.6
存货	356.0	404.6	690.1	967.7	1,088.1
其他流动资产	1.8	1.4	2.0	2.0	2.0
可供出售金融资产	-	7.0	2.3	3.1	4.1
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	7.0	3.4	3.4	3.4	3.4
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	622.7	665.7	595.2	524.6	454.1
在建工程	27.4	1.7	1.7	1.7	1.7
无形资产	99.4	124.1	120.3	116.5	112.7
其他非流动资产	311.5	318.6	312.3	310.5	310.5
资产总额	4,025.0	4,678.0	5,978.5	8,902.9	9,750.3
短期债务	839.0	640.9	1,374.5	330.1	607.0
应付帐款	331.2	328.9	692.9	854.5	1,064.3
应付票据	119.8	516.1	31.3	797.7	230.2
其他流动负债	180.4	152.1	392.7	323.7	529.9
长期借款	17.8	-	384.5	1,741.8	1,729.8
其他非流动负债	14.9	311.7	114.5	147.7	192.0
负债总额	1,503.1	1,949.7	2,990.4	4,195.4	4,353.2
少数股东权益	2.9	10.7	10.7	10.7	10.7
股本	938.7	939.6	939.6	1,000.1	1,000.1
留存收益	1,580.3	1,777.9	2,037.7	3,696.6	4,386.3
股东权益	2,521.9	2,728.3	2,988.1	4,707.5	5,397.1

财务指标

（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
成长性					
营业收入增长率	26.1%	20.4%	34.9%	52.9%	25.6%
营业利润增长率	34.2%	8.5%	49.9%	80.4%	55.8%
净利润增长率	23.9%	7.0%	40.4%	72.6%	50.8%
EBITDA 增长率	24.7%	8.2%	39.1%	67.2%	42.9%
EBIT 增长率	23.2%	6.9%	50.7%	79.2%	47.2%
NOPLAT 增长率	24.6%	7.2%	47.6%	79.2%	47.2%
投资资本增长率	7.1%	5.7%	47.4%	29.8%	11.5%
净资产增长率	8.4%	8.2%	9.5%	57.5%	14.7%
利润率					
毛利率	15.2%	14.7%	16.7%	17.5%	18.6%
营业利润率	4.2%	3.8%	4.3%	5.0%	6.2%
净利润率	4.5%	4.0%	4.2%	4.7%	5.7%
EBITDA/营业收入	6.7%	6.0%	6.2%	6.8%	7.7%
EBIT/营业收入	5.3%	4.7%	5.3%	6.2%	7.2%
运营效率					
固定资产周转天数	45	40	29	17	12
流动营业资本周转天数	116	106	113	115	116
流动资产周转天数	214	201	194	192	200
应收帐款周转天数	118	115	120	120	120
存货周转天数	28	23	25	25	24
总资产周转天数	294	268	243	222	222
投资资本周转天数	193	171	161	144	137
投资回报率					
ROE	8.7%	8.7%	11.1%	12.2%	16.0%
ROA	5.4%	5.1%	5.5%	6.4%	8.8%
ROIC	9.2%	9.2%	12.9%	15.7%	17.8%
费用率					
销售费用率	4.6%	4.0%	4.8%	4.8%	4.8%
管理费用率	4.5%	5.2%	6.0%	6.0%	6.0%
财务费用率	1.0%	0.9%	1.0%	1.1%	1.0%
三费/营业收入	10.1%	10.1%	11.8%	11.9%	11.8%
偿债能力					
资产负债率	37.3%	41.7%	50.0%	47.1%	44.6%
负债权益比	59.6%	71.5%	100.1%	89.1%	80.7%
流动比率	2.01	2.17	1.98	3.44	3.65
速动比率	1.77	1.92	1.71	3.02	3.20
利息保障倍数	5.05	5.37	5.25	5.40	7.28
分红指标					
DPS(元)	0.05	0.05	0.07	0.11	0.17
分红比率	21.3%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股息收益率	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%	0.6%

现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	218.9	236.8	330.6	570.7	860.8
加:折旧和摊销	68.4	77.8	74.3	74.3	74.3
资产减值准备	18.6	22.1	-	-	-
公允价值变动损失	0.8	0.8	-	-	-
财务费用	53.7	62.4	79.0	137.5	150.1
投资损失	-1.5	-0.9	-	-	-
少数股东损益	-1.1	1.4	-	-	-
营运资金的变动	-189.7	-136.2	-1,417.0	-1,322.4	-702.1
经营活动产生现金流量	151.4	247.9	-933.1	-539.9	383.1
投资活动产生现金流量	-48.0	-119.7	4.7	-0.8	-1.0
融资活动产生现金流量	-91.4	-64.2	769.0	1,357.2	-12.0

业绩和估值指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
EPS(元)	0.23	0.25	0.35	0.57	0.86
BVPS(元)	2.68	2.89	3.17	4.70	5.39
PE(X)	133.3	124.6	88.7	54.7	36.3
PB(X)	11.6	10.8	9.9	6.6	5.8
P/FCF	-565.2	177.8	-294.5	-93.7	57.6
P/S	6.0	5.0	3.7	2.6	2.1
EV/EBITDA	14.1	22.4	62.5	39.2	27.3
CAGR(%)	37.6%	53.8%	23.3%	37.6%	53.8%
PEG	3.5	2.3	3.8	1.5	0.7
ROIC/WACC	0.9	0.9	1.3	1.5	1.7
REP	1.9	3.1	5.8	3.9	3.0

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 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	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-88888888	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。