

2016年04月25日

万马股份 (002276.SZ)

## 年报业绩稳健增长，新材料与充电桩提供未来成长动力

■事件：①公司公布 2015 年年报，实现营业收入 68.47 亿元，同比增长 17.11%，归母净利润 2.72 亿元，同比增长 15.50%，EPS0.29 元，经营活动现金流量净额 2.68 亿元，同比上升 8.28%；②2015 年利润分配预案：向全体股东每 10 股派发现金股利 1 元(含税)。

**各业务增长稳健，期间费用率和毛利率与去年持平：**公司 2015 年四季度单季实现营业收入 26.17 亿元(YoY+18.27%)，归母净利润 1.16 亿元(YoY+33.96%)，经营活动产生的现金流量净额 3.03 亿元。分业务方面，电力产品(电线电缆等)实现收入 35.17 亿元 (+6.37%)，高分子材料产品(线缆材料)实现收入 14.42 亿元 (+11.89%)，通信产品(光缆、网络线等)实现收入 6.98 亿元 (+19.77%)，贸易及其他业务实现收入(包含充电桩业务) 11.63 亿元 (+77.71%)。公司 2015 年销售/财务/管理费用率分别为 4.93%/0.56%/4.82%，分别变动 0.90/-0.32/-0.40 个 pct；公司 2015 年综合毛利率 14.86%，同比上升 0.18 个 pct。

■深耕电线电缆领域多年，国网中标数居行业前列：万马是国内少有的拥有完整线缆产业链的综合线缆供应商，相关产品应用于配网、建筑、通信、安防、风电等多个领域。公司已拥有 500kV 交联电缆立式生产线 4 条，产能充足，2015 年在国网各类招标项目中中标 5.19 亿元，稳居行业前列，并牢牢占据国内 35kV 及以下中低压电缆绝缘料行业龙头地位。2016 年，国网计划投资 4390 亿元建设电网，较 2015 年计划投资额增加 4.47%，可以预见，公司将持续受益于国网的大规模电网建设。此外，据能源局预计，“十三五”时期，我国光伏电缆市场将保持 33.75 万千米~45 万千米的年需求量，船用电缆、汽车电线等特种电缆，更以每年上万千米的速度增长。作为我国电线电缆行业龙头，公司望持续受益。

■高分子技术先进，积极向智能制造转型：公司新材料产品主要涉及线缆材料、弹性体材料和改性材料三方面。2015 年万马高分子实现 SAP 顺利上线，在同行中率先将物联网管控技术运用于电缆生产。其研发的热塑性弹性体(TPE)广泛应用于汽车、医疗、体育等行业，据研究机构史密斯瑞华报告显示，全球 TPE 的消耗从 2013 年的 370 万吨增长到了 2015 年的 420 万吨，预测到 2020 年将增长到 550 万吨，我国弹性体行业也随着新能源车的跨越式增长迎来发展机遇。同时，近年来我国改性塑料行业发展迅猛，产量和消费量年均增长分别达到 20% 和 15%，利润总额、利税总额年均增长 16%左右。公司高分子技术先进，生产的“高压电缆(110kV)超净 XLPE 绝缘料”、特种 PVC 电缆料以及弹性体系列产品为公司打入新能源汽车、充电桩、消费电子、高端装备等市场提供了坚实后盾。

■充电桩行业热情高涨，公司积极布局全国市场：2015 年公司充电桩业务收入主要来自于子公司万马新能源，其实现收入 7025.6 万元(主要系国网中标近 5000 万订单)，净利润 1166.2 万元(2014 年仅有 3423 万)；目前我国充电桩市场目前政策环境佳，“有车先有桩”大趋势不会改变。随着各地对充电设施建设投入加大，充电装备市场即将迎来建设加速期，能源局规划 2016 年各类充电设施投资

## 公司快报

证券研究报告

一次设备

投资评级 **买入-A**

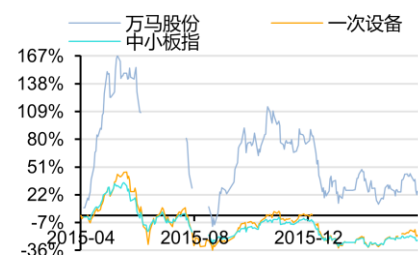
维持评级

6 个月目标价：**31.9 元**  
股价(2016-04-22) **20.58 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	19,331.32
流通市值(百万元)	18,977.25
总股本(百万股)	939.33
流通股本(百万股)	922.12
12 个月价格区间	14.54/43.89 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.46	-6.09	47.09
绝对收益	-4.9	-7.42	26.1

**黄守宏**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024  
huangsh@essence.com.cn  
021-35082092

**孟兴亚**

报告联系人

mengxy@essence.com.cn

### 相关报告

- 万马股份：获国开发展基金增资，充电桩投建业务蓄势待发 2015-12-30
- 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

300 亿元。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；公司旗下的爱充网先后与 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。公司同时称若定增项目落地计划在未来 2 年内，在杭州、宁波等地完成 23,000 个充电桩的建设。

■**投资建议：**我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.36 元、0.46 元、0.55 元，按照 300 亿市值估值，6 个月目标价 31.9 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

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	5,847.0	6,847.1	7,474.0	8,412.4	9,343.1
净利润	235.4	271.9	333.7	435.6	521.1
每股收益(元)	0.25	0.29	0.36	0.46	0.55
每股净资产(元)	2.89	3.14	3.45	3.87	4.37

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	82.1	71.1	57.9	44.4	37.1
市净率(倍)	7.1	6.6	6.0	5.3	4.7
净利润率	4.0%	4.0%	4.5%	5.2%	5.6%
净资产收益率	8.7%	9.2%	10.3%	12.0%	12.7%
股息收益率	0.2%	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%
ROIC	9.2%	9.6%	11.1%	13.1%	15.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	5,847.0	6,847.1	7,474.0	8,412.4	9,343.1	成长性					
减:营业成本	4,988.7	5,829.5	6,340.3	7,087.3	7,839.7	营业收入增长率	20.4%	17.1%	9.2%	12.6%	11.1%
营业税费	20.8	25.6	31.4	35.3	39.2	营业利润增长率	8.5%	22.9%	25.3%	33.3%	22.3%
销售费用	235.6	337.4	366.2	395.4	429.8	净利润增长率	7.0%	15.5%	22.7%	30.5%	19.6%
管理费用	305.0	330.3	343.8	378.6	420.4	EBITDA 增长率	8.2%	13.2%	15.3%	27.0%	16.8%
财务费用	51.2	38.2	27.7	36.7	32.1	EBIT 增长率	6.9%	13.9%	18.9%	33.2%	19.8%
资产减值损失	22.1	14.2	20.0	20.0	20.0	NOPLAT 增长率	7.2%	10.5%	20.1%	33.2%	19.8%
加:公允价值变动收益	-0.8	-0.1	-	-	-	投资资本增长率	5.7%	4.4%	12.7%	1.3%	10.1%
投资和汇兑收益	0.9	3.0	-	-	-	净资产增长率	8.2%	12.4%	9.8%	11.8%	12.6%
营业利润	223.6	274.9	344.5	459.1	561.7	利润率					
加:营业外净收支	38.4	40.3	36.4	38.0	33.0	毛利率	14.7%	14.9%	15.2%	15.8%	16.1%
利润总额	262.1	315.2	380.9	497.1	594.7	营业利润率	3.8%	4.0%	4.6%	5.5%	6.0%
减:所得税	25.3	39.0	43.8	57.2	68.4	净利润率	4.0%	4.0%	4.5%	5.2%	5.6%
净利润	235.4	271.9	333.7	435.6	521.1	EBITDA/营业收入	6.0%	5.8%	6.1%	6.9%	7.3%
						EBIT/营业收入	4.7%	4.6%	5.0%	5.9%	6.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	40	34	29	22	17
						流动资产周转天数	106	96	102	104	104
						流动营业资本周转天数	201	197	191	186	193
						应收账款周转天数	115	110	110	110	110
						存货周转天数	23	24	25	25	25
						总资产周转天数	268	256	242	229	227
						投资资本周转天数	171	153	152	144	137
						投资回报率					
						ROE	8.7%	9.2%	10.3%	12.0%	12.7%
						ROA	5.1%	5.5%	6.7%	7.8%	8.6%
						ROIC	9.2%	9.6%	11.1%	13.1%	15.5%
						费用率					
						销售费用率	4.0%	4.9%	4.9%	4.7%	4.6%
						管理费用率	5.2%	4.8%	4.6%	4.5%	4.5%
						财务费用率	0.9%	0.6%	0.4%	0.4%	0.3%
						三费/营业收入	10.1%	10.3%	9.9%	9.6%	9.4%
						偿债能力					
						资产负债率	41.7%	39.2%	33.0%	33.4%	31.1%
						负债权益比	71.5%	64.5%	49.2%	50.1%	45.1%
						流动比率	2.17	2.60	2.82	2.93	3.23
						速动比率	1.92	2.27	2.42	2.55	2.81
						利息保障倍数	5.37	8.19	13.43	13.51	18.48
						分红指标					
						DPS(元)	0.05	-	0.04	0.05	0.06
						分红比率	20.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
						股息收益率	0.2%	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	236.8	276.2	333.7	435.6	521.1	EPS(元)	0.25	0.29	0.36	0.46	0.55
加:折旧和摊销	77.8	86.2	86.1	86.1	86.1	BVPS(元)	2.89	3.14	3.45	3.87	4.37
资产减值准备	22.1	14.2	-	-	-	PE(X)	82.1	71.1	57.9	44.4	37.1
公允价值变动损失	0.8	0.1	-	-	-	PB(X)	7.1	6.6	6.0	5.3	4.7
财务费用	62.4	40.1	27.7	36.7	32.1	P/FCF	117.2	-170.1	-164.9	43.1	123.9
投资损失	-0.9	-3.0	-	-	-	P/S	3.3	2.8	2.6	2.3	2.1
少数股东损益	1.4	4.3	3.4	4.4	5.3	EV/EBITDA	22.4	71.2	42.4	32.8	27.9
营运资金的变动	-136.2	-126.9	-456.6	-128.0	-425.0	CAGR(%)	22.9%	24.0%	15.5%	22.9%	24.0%
经营活动产生现金流量	247.9	268.5	-5.7	434.7	219.6	PEG	3.6	3.0	3.7	1.9	1.5
投资活动产生现金流量	-119.7	-328.1	2.3	-1.6	0.3	ROIC/WACC	0.9	0.9	1.1	1.3	1.5
融资活动产生现金流量	-64.2	41.9	-136.5	-21.6	-108.2	REP	3.1	10.3	5.5	4.5	3.4

资料来源: 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	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@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：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 楼

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编：100034