

证券研究报告

公司研究——中报点评

万马股份 (002276.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2017.05.12

郭荆璞 首席分析师

执业编号: S1500510120013

联系电话: +86 10 83326789

邮箱: guojingpu@cindasc.com

刘强 分析师

执业编号: S1500514070005

联系电话: +86 10 83326707

邮箱: liuqiang1@cindasc.com

马步芳 研究助理

联系电话: +86 10 83326702

邮箱: mabufang@cindasc.com

相关研究

《业绩低谷期, 充电网络、新材料未来价值将提升》
2017.05《短期业绩下滑, 未来看新能源板块发力》2016.10
《主营业务盈利能力增强, 加速新能源产业布局》
2016.9

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

用电服务行业龙头, 新能源布局物流车

2017年9月15日

事件: 公司发布2017年中报。2017年上半年, 公司实现营业收入32.03亿元, 同比上升17.16%, 归属于上市公司股东的净利润5719万元, 同比减少44.65%, 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润4059万元, 同比减少60.8%, 折合基本每股收益0.06元/股, 同比减少45.45%。

点评:

- **原材料上涨导致电缆光缆成本增加。** 上半年公司电缆、光缆毛利率分别下降4.98ppt、4.42ppt, 主要原因是上游铜价、光纤价格上涨, 同时公司对下游客户缺乏较强的溢价能力。由于西安奥凯事件, 电缆行业将迎来新一轮的洗牌, 市场对高质量电缆企业的追求将利好公司, 同时有利于迫使小企业退出, 提升行业集中度, 从长期来看将有利于全行业发展, 公司有望从中受益。
- **材料板块毛利率下跌明显, 定增项目进展良好。** 公司上半年材料板块营收同比上升12.33ppt, 但是毛利率下降2.95ppt, 主要是市场竞争依旧激烈, 下游需求提振作用不够明显。公司定增募集资金用于“年产56,000吨新型环保高分子材料”, 此前项目通过公司自有资金已经动工, 目前进展良好, 预计工程将在2018年底完成。
- **新能源布局持续发力, 切入物流车服务协同发展。** 公司上半年新能源投资新开发项目174个, 网点规模不断提高, 单个站点的规模也在优化提升。在已建成的充电站中, 北京充电站使用率最高, 总体充电电量排名前列; 上海物流车充电站推进较快, 已经有部分充电站投运; 在杭州, 万马新能源投资与生态圈多业态建立合作, 如北京海淀国投、华夏出行、上海电动校车、杭州曹操专车等均建立充电服务合作。如曹操专车业务扩展, 公司同步进行相应网点的布局。未来公司结合已有城市快充网络运营优势, 通过电动物流车辆与物流线路充电网络相配套的“车+桩”模式, 面向各类物流企业提供高效有保障的线路运营车辆及配套充电服务, 打造新能源物流车辆运力平台, 致力于成为城市配送、城际物流线路的电动车辆领先服务企业。
- **盈利预测与评级:** 鉴于公司业绩增长不及预期, 并且期间费用率有所增加, 我们预计公司17~19年营业收入分别为71.51、78.35、85.84亿元, 同比增长12.09%、9.56%、9.57%, 归母净利润1.52、1.92、2.25亿元, 同比增长-29.27%、26.16%、17.35%, EPS分别为0.15、0.19、0.22元, 对应9月14日收盘价的市盈率分别为91、73和62倍, 我们维持“增持”评级。

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

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,847.15	6,379.65	7,151.12	7,834.69	8,584.09
增长率 YoY %	17.11%	-6.83%	12.09%	9.56%	9.57%
归属母公司净利润(百万元)	271.89	215.22	152.22	192.04	225.36
增长率 YoY%	15.50%	-20.84%	-29.27%	26.16%	17.35%
毛利率%	14.86%	15.76%	13.87%	14.09%	14.35%
净资产收益率 ROE%	9.60%	7.16%	4.25%	4.58%	5.12%
摊薄每股收益 EPS(元)	0.26	0.21	0.15	0.19	0.22
市盈率 P/E(倍)	51	65	91	73	62
市净率 P/B(倍)	4.3	4.1	3.4	3.2	3.1

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2017 年 9 月 14 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,917.81	3,787.41	5,233.48	4,541.15	4,341.18
货币资金	737.78	592.85	1,684.09	679.51	137.77
应收票据	229.85	334.72	375.19	411.06	450.38
应收账款	2,037.69	2,035.94	2,268.53	2,485.37	2,723.10
预付账款	63.51	45.71	52.38	57.24	62.52
存货	491.05	514.28	589.38	644.06	703.49
其他	357.94	263.91	263.91	263.91	263.91
非流动资产	1,126.09	1,244.56	1,643.60	2,129.03	2,462.94
长期投资	10.84	23.65	23.65	23.65	23.65
固定资产	639.83	627.84	754.72	1,106.03	1,488.84
无形资产	125.87	162.69	176.67	192.42	206.81
其他	349.55	430.37	688.55	806.93	743.63
资产总计	5,043.90	5,031.97	6,877.07	6,670.18	6,804.12
流动负债	1,506.81	1,276.77	2,097.84	1,700.14	1,608.72
短期借款	219.00	146.00	846.00	346.00	146.00
应付账款	384.78	403.24	462.12	505.00	551.60
其他	903.02	727.52	789.71	849.14	911.11
非流动负债	470.01	671.08	671.08	671.08	671.08
长期借款	160.00	160.00	160.00	160.00	160.00
其他	310.01	511.08	511.08	511.08	511.08
负债合计	1,976.82	1,947.84	2,768.92	2,371.22	2,279.80
少数股东权益	121.76	16.58	13.59	12.36	12.36
归属母公司股东权益	2,945.32	3,067.55	4,094.56	4,286.60	4,511.96
负债和股东权益	5043.90	5031.97	6877.07	6670.18	6804.12

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,847.15	6,379.65	7,151.12	7,834.69	8,584.09
同比	17.11%	-6.83%	12.09%	9.56%	9.57%
归属母公司净利润	271.89	215.22	152.22	192.04	225.36
同比	15.50%	-20.84%	-29.27%	26.16%	17.35%
毛利率	14.86%	15.76%	13.87%	14.09%	14.35%
ROE	9.60%	7.16%	4.25%	4.58%	5.12%
摊薄每股收益(元)	0.26	0.21	0.15	0.19	0.22
P/E	51	65	91	73	62
P/B	4.3	4.1	3.4	3.2	3.1
EV/EBITDA	30.15	37.68	48.69	37.58	32.33

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,847.15	6,379.65	7,151.12	7,834.69	8,584.09
营业成本	5,829.51	5,374.52	6,159.31	6,730.76	7,351.90
营业税金及附加	25.56	31.47	28.60	31.34	34.34
营业费用	337.42	390.02	393.31	430.91	472.13
管理费用	330.30	363.34	393.31	430.91	472.13
财务费用	38.21	33.67	40.65	24.82	23.91
资产减值损失	14.21	25.75	24.19	26.48	28.98
公允价值变动收益	-0.10	0.05	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.05	3.51	2.24	1.50	0.99
营业利润	274.89	164.44	113.99	160.97	201.70
营业外收入	43.13	65.32	49.60	52.68	55.87
营业外支出	2.85	5.61	3.46	3.97	4.35
利润总额	315.16	224.15	160.13	209.67	253.22
所得税	38.97	15.25	10.89	18.87	27.85
净利润	276.19	208.90	149.23	190.80	225.36
少数股东损益	4.30	-6.32	-2.98	-1.23	0.00
归属母公司净利润	271.89	215.22	152.22	192.04	225.36
EBITDA	441.54	351.32	312.82	392.03	449.56
EPS (摊薄)	0.26	0.21	0.15	0.19	0.22

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	268.46	280.21	64.62	159.75	184.66
净利润	276.19	208.90	149.23	190.80	225.36
折旧摊销	86.24	91.21	100.20	123.85	158.84
财务费用	40.14	35.96	52.50	58.50	37.50
投资损失	-3.05	-3.51	-2.24	-1.50	-0.99
营运资金变动	-145.27	-73.42	-257.95	-236.43	-262.17
其它	14.22	21.07	22.87	24.52	26.11
投资活动现金流	-328.08	-67.68	-495.68	-605.84	-488.89
资本支出	-61.31	-170.27	-497.92	-607.33	-489.88
长期投资	6.73	11.48	2.24	1.50	0.99
其他	-273.50	91.11	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	41.86	-341.27	1,517.49	-563.31	-242.31
吸收投资	106.00	0.00	874.80	0.00	0.00
借款	-262.84	-223.00	700.00	-500.00	-200.00
支付利息或股息	92.30	139.26	57.31	63.31	42.31
现金净增加额	-10.86	-123.86	1091.24	-1004.58	-541.74

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

刘强，工程师，武汉大学理学学士，浙江大学金融学硕士，6年新能源实业工作经验；实业时的团队在国内最早从事动力电池、光伏电站等新能源产业的开拓工作，对产业链、行业发展理解透彻，资源丰富；擅长从市场和产业发展中挖掘投资机会，兼顾周期与成长。

马步芳，研究助理，研究助理，清华大学硕士，2016年7月加入信达证券研发中心，从事能源行业研究。

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
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@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。