

万马股份 (002276.SZ)

国内电缆绝缘料隐形冠军，联袂万华化学布局一体化产能

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 电力设备 · 电网设备

◆ 投资评级: 买入(首次评级)

证券分析师:	王蔚祺	010-88005313	wangweiqi2@guosen.com.cn	执证编码: S0980520080003
联系人:	王晓声	010-88005231	wangxiaosheng@guosen.com.cn	

事项:

近期公司发布关于与万华化学共同投资万马万华上下游一体化项目的公告。万马高分子集团与万华化学控股子公司拟在福建省福州市江阴港城经济区共同投资建设“万马万华上下游一体化项目”，其中万马高分子集团股权占比 60%，万华化学（福建）股权占比 40%。本次拟实施的万马万华上下游一体化项目实现了改性电缆料和上游石化原材料在生产工艺上的无缝衔接，万华化学生产的基础原料通过管道输送至合资公司生产线，使万华化学生产的基础石化原料直接转化为电缆材料，是最高效率的电缆料生产方式，也是国内首次采用该种创新性生产方式。该生产方式减少了上下游产业链之间的原料运输、包装、库存、销售管理等环节，节约了成本，大幅度减少碳排放。本次拟实施的万马万华上下游一体化项目总产能达到 60 万吨，生产成本的降低和生产效率的提高，能进一步增强公司的盈利能力。

国信电新观点: 1) 公司是国内高分子材料与电力电缆龙头企业，2020 年完成实控人变更，目前公司实控人为青岛西海岸新区国有资产管理局，公司从事电线电缆、高分子材料、汽车充电设备的投资与运营服务等业务。2) 公司高分子材料主要产品涵盖了电线电缆制造所需的绝缘和护套两大类材料，公司生产的化学交联电缆料和硅烷交联电缆料销量均为行业第一，超高压绝缘料为国产品牌销量第一。公司自主研发的“高压电缆（110kV）超净 XLPE 绝缘料”是国家科技部重点新产品计划项目，成功打破国际垄断，填补国内空白，是国内首家生产该产品的企业；公司 220kV 超高压电缆绝缘料通过了由中国电力企业联合会组织的国家级新产品鉴定，产品性能达到国际先进水平，并在南方电网公司的示范工程中投入运行并批量上市。3) 公司电力产品和通信产品有望随着电网建设、基建的提速保持稳健增长，工业智能装备线缆产品国产替代加速；新能源汽车保有量的快速增长提振充电需求，公司充电业务后续有望扭亏为盈。4) 我们预计公司 22-24 年实现营业收入分别为 152/171/185 亿元，实现归母净利润分别为 5.07/5.88/7.31 亿元，对应当前 PE 分别为 21/18/15x，首次覆盖，给予“买入”评级。

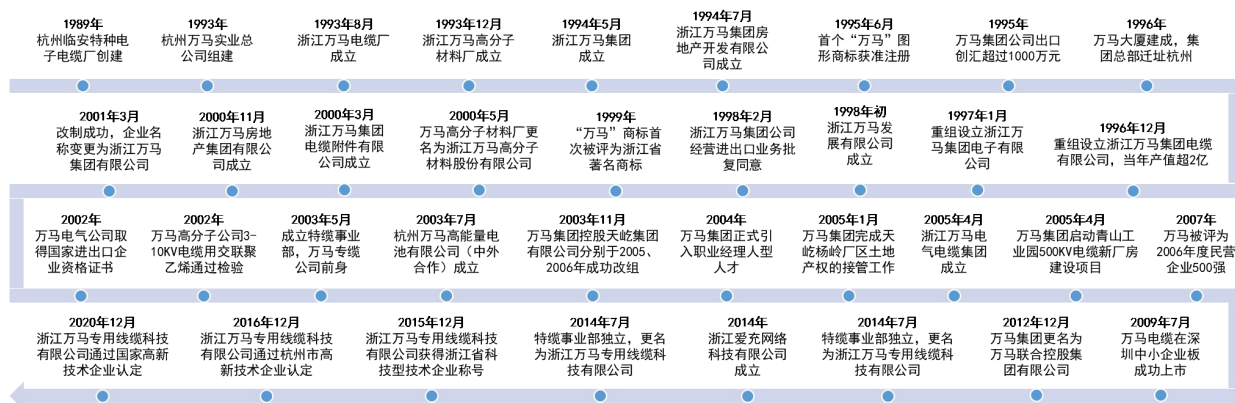
风险提示: 主要原材料价格持续上涨造成产品毛利率下降；市场竞争加剧、同行业公司扩产等原因造成主要产品价格和毛利率下降；一体化产能建设投产进度不达预期；高分子材料下游需求增长不达预期；高分子材料国产替代进度不达预期等。

评论:

◆ 公司简介: 高分子材料与电力电缆龙头企业，联袂万华化学布局一体化

浙江万马股份有限公司是由浙江万马电气电缆集团有限公司和张珊珊等 15 位自然人发起设立，总部设立于浙江省杭州市，2009 年顺利在深圳证券交易所挂牌上市发行 A 股。公司主要从事电线电缆、高分子材料、汽车充电设备等产品的研发、生产和销售，以及汽车充电设备的投资与运营服务。产品类别主要包括 500kV 及以下电力电缆，光缆、同轴与连接线等通信线缆，硅烷、交联、低烟无卤、弹性体等高分子材料以及交流与直流充电设备。公司以“一体两翼”战略为指引，以“南北联动”杭州和青岛智能制造基地为引擎，实现“打造国内拥有完整电缆及材料产业链的行业领军企业”愿景。

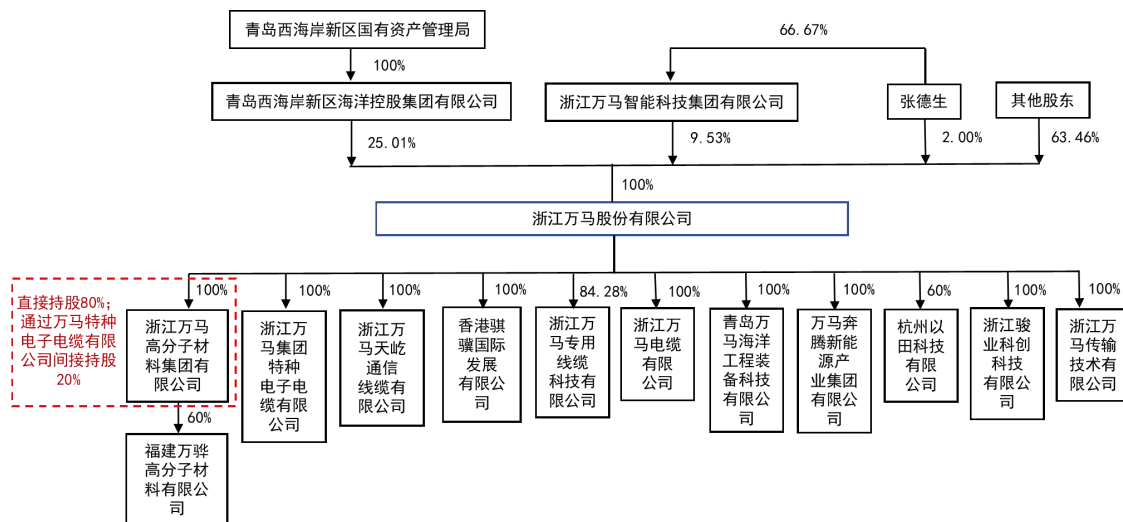
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

万马股份的创始人是张德生先生，公司于2020年发生了控股股东和实控人变更，目前公司控股股东为青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司，实际控制人为青岛西海岸新区国有资产管理局。截至2022年3月末，控股股东海控集团持有公司股份25.01%，张德生先生直接持有公司股份2%，公司股权结构清晰。2022年5月23日公司发布关于与万华化学共同投资万马万华上下游一体化项目的公告，为推动公司新材料板块产业向上延伸，实现线缆高分子材料上下游一体化生产，万马高分子集团与万华化学控股子公司——万华化学（福建）新材料有限公司拟在福建省福州市江阴港城经济区共同投资建设“万马万华上下游一体化项目”，其中万马高分子集团股权占比60%，万华化学（福建）股权占比40%。

图2：公司股权结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：公司拟成立孙公司福建万骅高分子材料有限公司，目前暂未正式注册

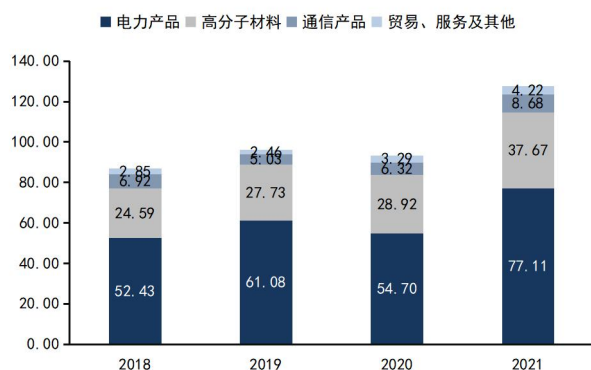
◆ 公司主营业务概况

公司从事电线电缆、高分子材料、汽车充电设备等产品的研发、生产和销售，以及汽车充电设备的投资与运营服务，其中电力产品主要包括电力电缆（500kV及以下的超高压交联聚乙烯绝缘电缆、6kV~35kV的中压电缆、低压电缆）、防火耐火电缆、特种电缆、民用建筑线缆等系列产品，高分子材料主要是电力电缆用化学交联绝缘材料、屏蔽材料、电缆用阻燃性材料以及环保型高分子新材料。

从营收结构来看，2021年公司两大核心产品即电力产品、高分子材料占营收比例分别为60.39%、29.50%。

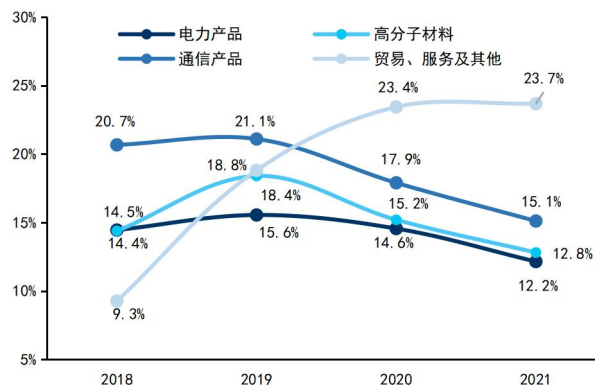
从各业务毛利率情况来看，2018-2021 年电力产品业务毛利率分别为 14.5%、15.6%、14.6%、12.2%，符合行业整体变化趋势。其中，2018-2020 年的毛利率水平维持稳定，2021 年受主要原材料铜、铝、钢材等价格上涨影响毛利率有所下滑，其中铜材均价较上年增长约 42%。2018-2021 年高分子材料业务毛利率分别为 14.4%、18.4%、15.2%、12.8%，2021 年毛利率有所下降系聚乙烯等主要原材料价格上涨所致。

图3: 公司营业收入结构 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

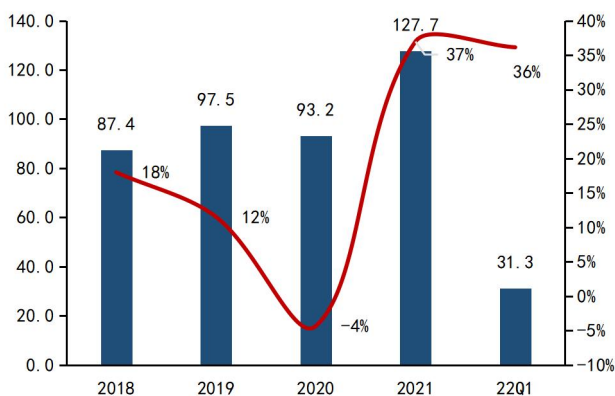
图4: 公司各业务毛利率情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

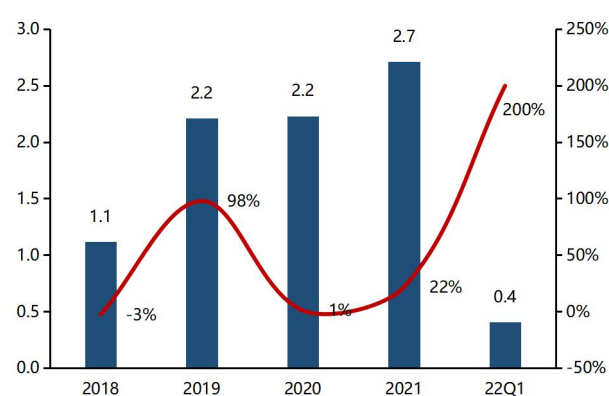
2021 年及 2022 年第一季度, 公司分别实现营业收入 127.7 亿元、31.3 亿元, 同比增长 37%、36%, 归母净利润 2.7 亿元、0.4 亿元, 同比增长 22%、200%。根据公司 2022 年半年度业绩预告, 公司上半年实现归母净利润 1.605-2.005 亿元, 同比增长 160.66%-225.63%; 实现扣非净利润 1.37-1.715 亿元, 同比增长 185.56%-257.47%, 即 2022 年第二季度公司实现归母净利润 1.199-1.599 亿元, 同比增长 17.20%-56.30%; 实现扣非净利润 1.087-1.432 亿元, 同比增长 5.95%-39.57%。

图5: 公司营业收入及同比增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

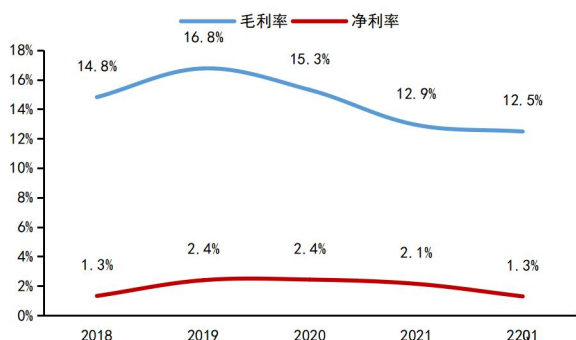
图6: 公司归母净利润及同比增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

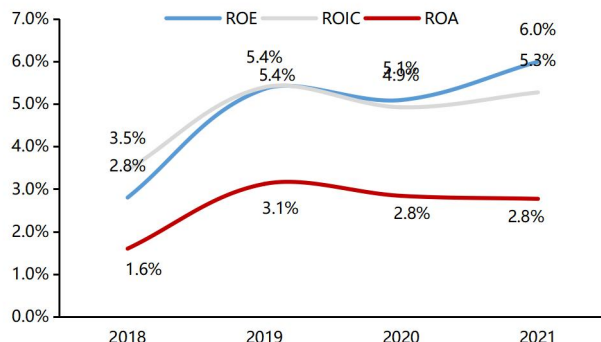
2021 年公司销售毛利率为 12.9%, 同比下降 2.4pcts, 净利率 2.1%, 同比下降 0.3pcts, 主要系包括聚乙烯、EVA 等在内的主要原材料大幅涨价所致, 公司向下游客户的调价存在一定滞后性。2022 年一季度大宗材料价格维持高位, 公司销售毛利率为 12.5%, 销售净利率为 1.3%。公司 ROE 于 2020-2021 年有所上升, ROIC、ROA 维持稳定。

图7：公司毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司 ROE、ROIC 及 ROA（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 电缆用高分子材料龙头企业，联袂万华化学开启发展新篇章

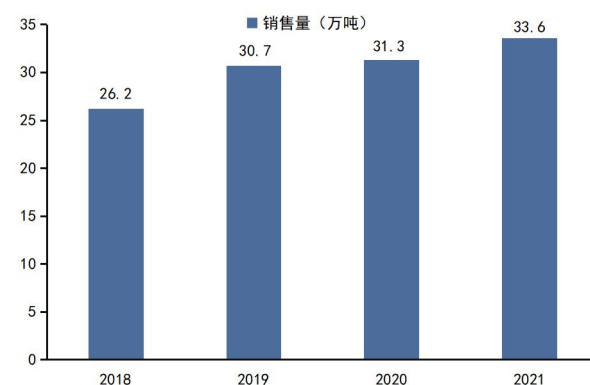
公司高分子材料主要产品涵盖了电线电缆制造所需的绝缘和护套两大类材料，其中绝缘类包括化学交联和硅烷交联等产品，护套类包括 PVC、低烟无卤、阻燃 PE 等产品。公司生产的化学交联电缆料和硅烷交联电缆料销量均为行业第一，超高压绝缘料为国产品牌销量第一。万马高分子生产的化学交联电缆料和硅烷交联电缆料销量均为行业第一；超高压绝缘料为国产品牌销量第一；屏蔽料、低烟无卤、PVC 销量行业前三；公司在 35kV 及以下中低压电缆绝缘料上，已连续多年稳居行业领先地位；自主研发的“高压电缆（110kV）超净 XLPE 绝缘料”是国家科技部重点新产品计划项目，该产品打破国际垄断，填补国内空白，是国内首家生产该产品的企业；220kV 超高压电缆绝缘料通过了由中国电力企业联合会组织的国家级新产品鉴定，产品性能达到国际先进水平，并在南方电网公司的示范工程中投入运行并批量上市。

图9：高分子材料业务单位均价及单位毛利（单位：元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：高分子材料业务销量（单位：万吨）



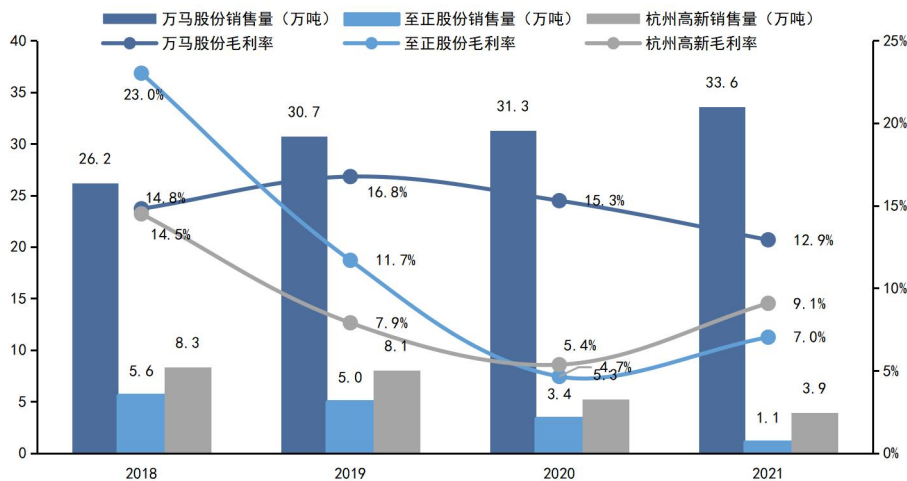
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2021 年，万马高分子研制的 220kV 交联聚乙烯电缆绝缘料成功应用在国内首条总长达 11 公里的国产 220kV 电缆示范工程中，并获 2021 粤港澳大湾区高价值专利培育布局大赛发明组金奖；主持的“核电站用氧化物交联聚乙烯绝缘料”项目荣获浙江省科技进步三等奖。万马高分子在光伏电缆、风电海缆等新能源用电缆绝缘料领域也取得重大突破，相关产品已经进入批量市场销售；自主研发的抗水树绝缘料、可交联聚乙烯绝缘料及半导体屏蔽料等多款新产品经过相关技术鉴定并成功上市，其中，66kV 电缆用抗水树绝缘料为国内首创。

截至目前，公司是国内唯一一家掌握电缆绝缘料后吸法工艺技术并产业化的公司，也是唯一一家有能力开发抗水树电缆绝缘料的公司，该材料和高压电缆绝缘材料打破了美国陶氏、北欧化工等国外公司的长期垄断，大大降低生产成本，技术达到国际先进水平，部分指标超越国际先进水平，填补国内空白。

2018-2021 年公司高分子材料产品销售均价分别为 9389、9023、9238、11220 元/吨。其中 2021 年价格明显上涨，主要系聚乙烯、EVA 等主要原材料价格上涨所致，产品单位毛利润分别为 1352、1663、1405、1439 元/吨，维持稳定水平。2018-2021 年高分子材料产品销量分别为 26.2、30.7、31.3、33.6 万吨，CAGR 达到 8.6%。

图 11: 同行业公司高分子材料销售量、毛利率对比 (单位: 万吨, %)



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 1: 全球电缆用高分子材料主要生产企业概况

企业名称	简介
陶氏化学	陶氏化学是一家跨国公司, 总部设于美国密西根州, 是美国第二大、世界第三大的化学公司。陶氏化工是世界上最大的塑料生产厂商, 产品包括聚苯乙烯、聚亚氨酯、聚对苯二甲酸乙二醇酯、聚丙烯和合成橡胶等。同时, 它也是世界上主要的氯化钙、环氧乙烷、丙烯酸盐、表面活性剂和纤维树脂的生产商。
北欧化工	北欧化工是一个领先的创新和增值塑料解决方案的供应商。凭借在聚乙烯 (PE) 和聚丙烯 (PP) 业务领域 40 多年的经验, 北欧化工专注于开发管道系统、能源和通信电缆、汽车和高级包装市场。北欧化工在欧洲拥有很强实力, 在中东和亚太地区通过博禄 Borouge (北欧化工与阿布扎比国家石油公司 (ADNOC) 的合资企业) 不断发展。
万马股份 002276	浙江万马股份有限公司总部设立在浙江省杭州市, 2009 年在深圳主板上市交易, 是一家专业从事电力电缆的研发、生产和销售, 集科研、设计、制造、销售于一体的大型电缆专业生产企业。专业生产 220kV、110kV 超高压电缆, 35kV 及以下交联电缆、塑力电缆、控制电缆、特种电缆、铝绞线及钢芯铝绞线和布电线、计算机电缆、预制分支电缆等多个品种, 35kV 及以下交联聚乙烯绝缘电缆和聚氯乙烯绝缘电缆均采用国际标准, 民用电线通过国家强制性产品认证。
德威新材 300325 (2022.6 退市)	江苏德威新材料股份有限公司位于江苏省太仓市沙溪镇, 是一家专业从事线缆用高分子材料的研发、生产和销售的高新技术企业。公司于 2012 年在深交所创业板上市, 2022 年 6 月退市。公司是国内电缆行业通过美国 UL 检验机构产品安全认证的企业之一, 同时也是一家集美标、德标和日标于一体的汽车电线绝缘料的合格供应商。公司主要生产 XLPE 绝缘材料、内外屏蔽材料、汽车线束绝缘材料、弹性体材料、UL 系列材料及通用 PVC 材料共六大系列, 数百个品种, 覆盖了绝缘材料、屏蔽材料、护套材料三大类, 产品广泛应用于电力(火力、风力、核电)、汽车、船舶、铁路、家电、通信、建筑等多个领域。
至正股份 603991	深圳至正高分子材料股份有限公司成立于 2004 年 12 月, 是国内领先的线缆用高分子材料制造企业, 于 2017 年在上交所主板挂牌上市。公司在全国建立了完善的销售网络, 主要客户为上市公司、大型电缆生产企业。客户对公司的产品和售后服务满意度高, 拥有良好的口碑, 公司在行业内的影响力日益扩大。
杭州高新 300478	杭州高新橡塑材料股份有限公司是一家位于浙江省杭州市的专业生产电线电缆用高分子材料的高新技术企业, 2015 年在深交所创业板挂牌上市。公司业务分为线缆用高分子材料、新能源充电设备和智能一体化电源三大业务板块。生产的双帆牌电线电缆用软聚氯乙烯电缆料被评为浙江省名牌产品, 公司是常州莱尼、普睿司曼、太阳电缆、亨通电缆、江苏上上、广州电缆、华泰电缆等一系列国内知名的线缆生产企业的供应商, 产品广泛应用于场馆、隧道、桥梁、高铁、科研基地等国家重点工程。
上海凯波	上海凯波电缆特材股份有限公司创建于 1993 年, 是由上海电缆研究所投资控股和经营管理的高新技术企业, 专业从事电线电缆绝缘及护套材料的研究开发和生产经营。
中广核高新核材	中广核高新核材集团有限公司成立于 2007 年 9 月 17 日, 2013 年由中广核核技术应用有限公司控股, 成为中广核集团三级子公司, 是国有混合所有制高分子材料研发、制造、销售的集团型企业, 现旗下拥有 8 家子公司, 在华东、华南、华中、西南地区拥有制造基地, 各类高分子材料年总产能达到 25 万吨, 现主要产品包括线缆用高分子材料、工程塑料、环保再生材料, 产品应用领域覆盖电力、通信、轨道交通、海工装备、核电及新能源。

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

全球电缆用高分子材料两大龙头企业为陶氏化学和北欧化工，凭借上下游一体化布局和强大的技术实力处于垄断地位。我国线缆用高分子材料行业主要企业包括万马高分子、至正股份、德威新材、杭州高新、上海凯波、临海亚东、中广核高新核材、银禧科技、苏州双虎、江阴海江等。同业对比来看，公司高分子材料产品销售量远高于同行业其他企业，且自 2019 年以来万马股份毛利率水平明显高于至正股份和杭州高新。

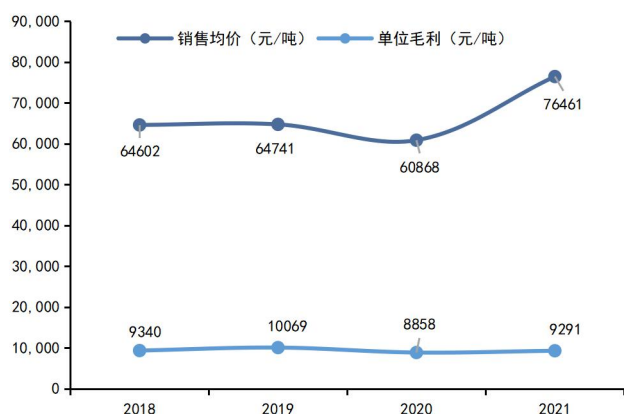
2022 年 5 月 23 日公司发布关于与万华化学共同投资万马万华上下游一体化项目的公告，为推动公司新材料板块产业向上延伸，实现线缆高分子材料上下游一体化生产，万马高分子集团与万华化学控股子公司——万华化学（福建）新材料有限公司拟在福建省福州市江阴港城经济区共同投资建设“万马万华上下游一体化项目”，其中万马高分子集团股权占比 60%，万华化学（福建）股权占比 40%。本次拟实施的万马万华上下游一体化项目实现了改性电缆料和上游石化原材料在生产工艺上的无缝衔接，万华化学生产的基础原料通过管道输送至合资公司生产线，使万华化学生产的基础石化原料直接转化为电缆材料，是最高效率的电缆料生产方式，也是国内首次采用该种创新性生产方式。该生产方式减少了上下游产业链之间的原料运输、包装、库存、销售管理等环节，节约了成本，大幅度减少碳排放。本次拟实施的万马万华上下游一体化项目总产能达到 60 万吨，生产成本的降低和生产效率的提高，能进一步增强公司的盈利能力。

◆ 国内电力电缆产品领先企业，实现高端工业智能装备用电缆及组件的国产化替代

公司产品大类主要包括电力电缆（500kV 及以下的超高压交联聚乙烯绝缘电缆、6kV~35kV 的中压电缆、低压电缆）、防火耐火电缆、特种电缆、民用建筑线缆等系列。公司产品种类齐全，具备电力传输一体化解决能力，超高压电缆、防火电缆、风能电缆等线缆产品处于国内领先地位。2018-2021 年公司连续荣获“中国线缆行业最具竞争力企业 10 强”荣誉。公司是国内规模较大的通信线缆制造企业，产品系列包括：同轴电缆、室内外光缆、安防数据缆、组件连接线等。公司积极响应国家要求，坚持把创新摆在制造业发展全局的核心位置，以智能制造为主攻方向，积极突破行业关键共性技术，公司工业智能装备线缆事业部重点从事高端工业智能装备用电缆及组件的国产化替代，是国内较早涉足该领域的公司之一。目前公司已实现 93 个品号重点产品的开发和交付，另有 202 个品号已进入实验室验证阶段，其中的超高柔性耐扭转机器人线缆系列、高柔性长程拖链电缆系列 和高端装备用特种电缆系列等产品，广泛应用于工业机器人、半导体设备、锂电池制造、光刻机、工业自动化流水线、工程机械、医疗器械、纺织机械、食品机械等自动化智能精密装备领域。

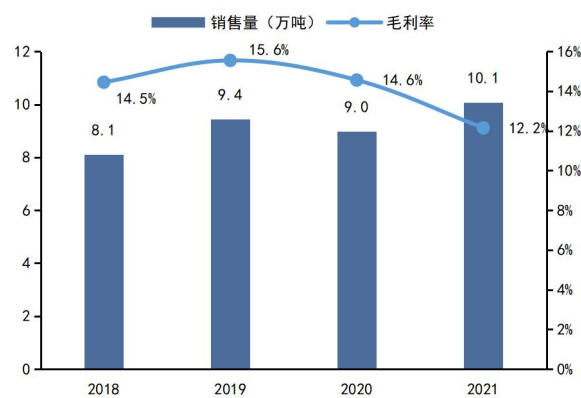
公司电力产品业务 2018-2021 年单位均价分别为 64602、64741、60868、76461 元/吨，2021 年价格大幅上涨，主要系铜材价格上涨所致。单位毛利分别为 9340、10069、8858、9291 元/吨，保持稳定水平，毛利率由于基数效应有所下降。销量方面，2018-2021 年公司销量分别为 8.1、9.4、9.0、10.1 万吨，整体保持稳健增长走势，2020 年销量下滑主要系疫情影响所致。

图 12: 公司电力产品业务单位均价及单位毛利（单位：元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 13: 电力产品业务销量及毛利率（单位：万吨，%）

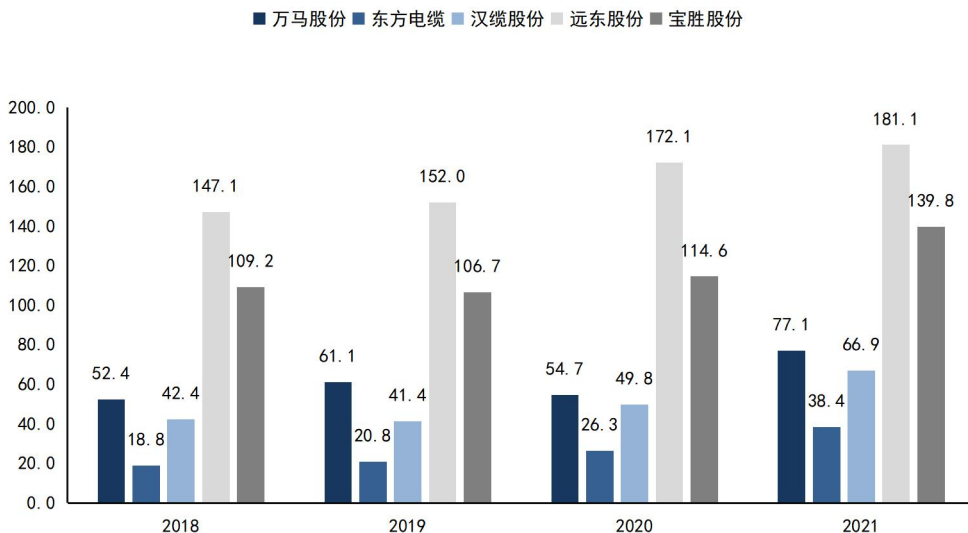


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

同业对比来看，公司电力电缆销售收入规模高于东方电缆和汉缆股份，低于远东股份和宝胜股份，整体处

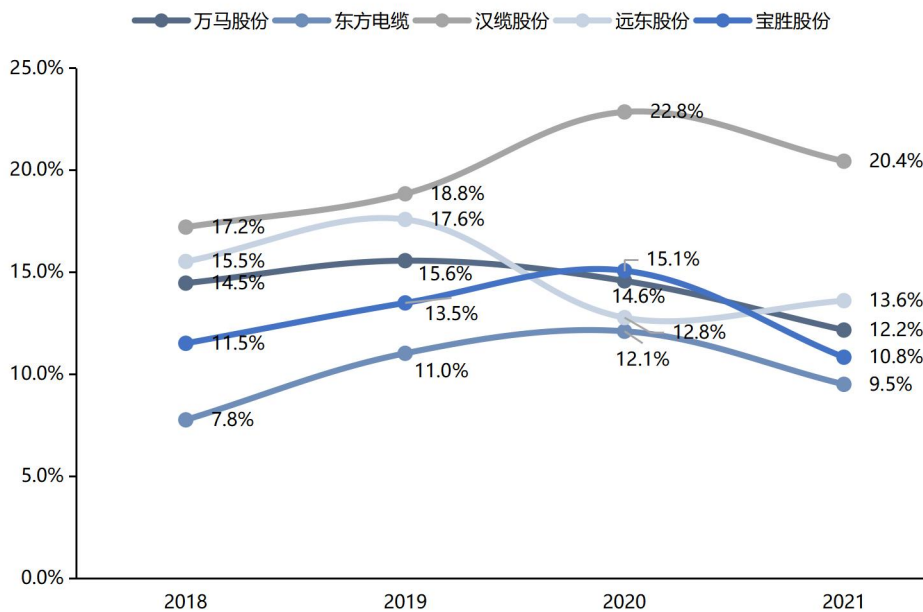
于行业中游水平。公司电力电缆产品毛利率处于行业同等水平，汉缆股份电缆产品毛利率高于友商主要系下游行业存在一定差异所致。受铜价等原材料价格上涨影响，2021 年行业整体毛利率水平同比有所下降。

图 14: 同行业电力产品销售收入对比 (单位: 亿元)



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 15: 同行业公司电力产品毛利率对比 (单位: %)



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 国内最早进入充电领域的公司之一, 已完成产业基础布局

公司作为国内最早进入充电桩领域的公司之一, 通过十余年持续的业务拓展和优化, 已完成产业基础布局。公司无论是作为充电设备制造商, 或是全国桩联网的投资建设运营商, 亦或是充电生态平台的服务商, 都具备竞争优势。

公司拥有从 7kW 到 480kW 功率的产品线，包括大功率一体式/分体式直流充电桩、壁挂式交流充电桩、智能交流充电桩等。目前同步推进的智能化和柔性分配的群充系统和 30kW 小功率直流项目，引领行业技术发展趋势。公司主力产品 60kW/120kW/180kW/240kW/360kW 直流单桩新系列产品，解决当前充电桩产品使用的三大痛点：其一，使用了 RTLINUX 操作系统，解决了处理器实时性的问题；攻克了一个处理器处理完成所有充电业务的技术难题，“一芯一世界”极大程度上提升了产品性能，降低了产品成本；其二，引入了电容屏和 SOC 灯板的方案，大大提升了人机交互体验；其三，产品具备远程设备管理的功能，实现远程设备故障定位和远程升级，有效降低运维难度和提升运维效率。

◆ 盈利预测

假设前提：

高分子材料：随着公司在高压 XLPE 绝缘料、抗水树材料国产替代的推进和出口市场的拉动，预计 2022-2024 年销量分别为 42.5/50.0/45.0 万吨；单价均为 11595 元/吨；毛利率随着高规格/出口产品占比的提升、万华一体化产能的逐步释放对于降本的作用，预计 2022-2024 年毛利率分别为 12.92%/13.10%/14.67%。

电力产品（电缆）：考虑到电网投资的加速，预计 2022-2024 年电缆产品销量分别为 10.6/12.2/14.0 万吨；考虑到铜材价格自今年 5 月以来的大幅下降，预计 2022-2024 年销售单价分别为 8.03/7.65/7.00 万元/吨；预计 2022-2024 年毛利率分别为 12.6%/13.3%/14.5%。

通信产品：预计 2022-2024 年销量分别为 114.6/131.7/151.5 万 km，销售单价均为 1069 元/km，毛利率均为 15.1%。

综上所述，预计 2022-2024 年公司实现营业收入分别为 152.16/171.33/184.78 亿元，同比 +19.2%/12.6%/7.9%，毛利率分别为 13.43%/13.90%/15.11%。

公司历年销售费用率保持相对稳定，后续预计随着销售规模的扩大有望小幅下降；由于公司高分子材料有较大的研发需求且公司在工业智能装备用高端电力电缆开拓迅猛，预计研发费用率维持在较高水平；管理费用率由于充电业务的稳步扩张预计略有增长。我们预计 2022-2024 年公司销售费用率分别为 4.3%/4.3%/4.0%，研发费用率分别为 3.4%/3.4%/3.4%，管理费用率分别为 2.0%/2.1%/2.4%。

未来 3 年业绩预测

表2：未来 3 年盈利预测表（单位：百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	12,767	15,216	17,133	18,478
营业成本	11,117	13,172	14,751	15,685
销售费用	543	652	734	740
管理费用	321	321	377	462
研发费用	473	520	586	634
财务费用	75	92	122	128
营业利润	291	569	668	931
利润总额	288	569	668	931
归属于母公司净利润	271	507	588	731
EPS	0.26	0.49	0.57	0.71
ROE	6.0%	10.1%	10.7%	11.8%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 152.16/171.33/184.78 亿元，归属母公司净利润 5.07/5.88/7.31 亿元，利润年增速分别为 86.9%/16.1%/24.3%，2022-2024 年每股收益分别为 0.49/0.57/0.71 元。

◆ 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：10.10-11.04 元

公司是国内电缆用高分子材料龙头企业，率先实现 110kV 及以上 XLPE 绝缘料的国产替代，公司研制的 220kV-XLPE 电缆绝缘料成功应用在国内首条总长达 11 公里的国产 220kV 电缆示范工程中，未来随着电网建设步伐加快和海上风电的发展预计国内高压电缆需求量将稳步增长，公司有望引领行业实现绝缘料关键环节自主可控。公司计划联袂万华化学投建 60 万吨高分子产能，一体化生产方式将助力降本增效，进一步提升成本优势。“十四五”期间特高压建设重启且工业装备智能线缆国产替代需求迫切，公司电缆产品销量将保持稳健增长；随着新能源汽车保有量的快速提升和单桩充电量的稳步提升，公司充电业务有望扭亏为盈。

表3：公司盈利预测假设条件（%）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	11.51%	-4.35%	36.96%	19.18%	12.60%	7.85%	31.60%
营业成本/营业收入	83.24%	84.70%	87.10%	86.57%	86.10%	84.89%	84.81%
管理费用/营业收入	2.48%	2.66%	2.52%	1.99%	2.10%	2.40%	2.59%
销售费用/销售收入	6.80%	5.50%	4.30%	4.29%	4.29%	4.01%	3.86%
研发费用/销售收入	3.70%	3.70%	3.70%	3.42%	3.42%	3.43%	3.44%
营业税及附加/营业收入	0.35%	0.27%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%
所得税税率	8.71%	8.98%	5.06%	10.00%	11.00%	13.00%	15.00%
股利分配比率	16%	16%	20%	20%	20%	20%	30%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表4：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.95	T	15.00%
无风险利率	2.80%	Ka	8.50%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	1.18
公司股价（元）	10.42	Ke	9.87%
发行在外股数（百万）	1035	E/(D+E)	85.00%
股票市值（E，百万元）	10790	D/(D+E)	15.00%
债务总额（D，百万元）	2873	WACC	9.06%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	1.5%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上假设采用 FCFE 估值方法，得到公司的绝对估值区间为 10.10-11.04 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于权益资本成本 Ke 和永续增长率较为敏感，下表是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析，得出公司绝对估值的股价区间在 10.10-11.04 元。

表5: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

20.33		Ke 变化				
		9.5%	9.7%	9.9%	10.1%	10.3%
永续 增长 率变 化	2.1%	11.79	11.42	11.06	10.73	10.41
	1.9%	11.59	11.23	10.88	10.56	10.25
	1.7%	11.39	11.04	10.71	10.40	10.10
	1.5%	11.21	10.87	10.55	10.25	9.96
	1.3%	11.03	10.70	10.39	10.10	9.82
	1.1%	10.86	10.55	10.25	9.96	9.69
	0.9%	10.70	10.40	10.10	9.83	9.56

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值: 12.1-12.7元

可比公司的选择: 公司是国内电缆用高分子材料龙头企业, 在电力电缆产品行业同样处于领先地位, 此外也是全国最早布局充电业务的运营企业。高分子材料上市公司包括至正股份、杭州高新、德威新材, 但目前均无盈利预测数据且德威新材已于 2022 年 6 月退市。电力电缆领域可比上市公司包括宝胜股份、远东股份、东方电缆、中天科技。充电桩领域可比上市公司为特锐德, 其旗下的特来电主要从事充电桩运营和销售业务, 但由于充电业务在万马股份和特锐德业务中的占比均较低, 而其他主营业务存在较大差异, 因此总体可比性较差。综上所述, 我们选择宝胜股份、远东股份、东方电缆、中天科技作为可比公司。

通过对比可以看出可比公司 2023 年平均估值为 16.01 倍, 考虑到可比公司均以电线电缆业务为主, 而万马股份除电线电缆业务之外在电缆用高分子材料处于行业龙头地位, 且在国内率先实现了 110kV 及以上 XLPE 绝缘料和抗水树绝缘料的国产替代, 未来发展空间较大, 增速高于电缆行业整体增速, 综合以上因素我们给予公司 40% 的估值溢价, 23 年合理估值区间为 22-23 倍 PE, 得出公司合理相对估值股价区间为 12.1-12.7 元。

表6: 同类公司估值比较 (2022 年 8 月 5 日收盘价)

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
600973	宝胜股份	-	5.36	74	0.30	0.48	17.80	11.25
600869	远东股份	-	6.54	145	0.45	0.67	14.61	9.81
603606	东方电缆	买入	75.34	518	1.76	2.84	42.74	26.56
600522	中天科技	-	22.48	767	1.11	1.37	20.24	16.44
均值					0.91	1.34	23.85	16.01
002276	万马股份	买入	10.42	108	0.49	0.57	21.27	18.28

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测 注: 宝胜股份、远东股份、中天科技采用 wind 一致预测数据

投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级

综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票合理价值在 12.1-12.7 元之间, 对应 23 年动态 PE 区间为 22-23 倍, 相对于公司目前股价有 16%-22% 溢价空间。我们认为, 公司是国内电缆用高分子材料龙头企业, 率先实现 110kV 及以上 XLPE 绝缘料的国产替代, 未来有望成长为电缆料国产替代领军企业, 联袂万华化学实现一体化生产; “十四五”期间特高压建设重启且工业装备智能线缆国产替代需求迫切, 公司电缆产品销量将保持稳健增长; 随着新能源汽车保有量的快速提升和单桩充电量的稳步提升, 充电业务有望扭亏为盈。我们预计公司 22-24 年归母净利润 5.07/5.88/7.31 亿元, 同增 86.9%/16.1%/24.3%, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

◆ 风险提示

估值的风险

我们采用了绝对估值和相对估值方法，多角度综合分析得出公司的合理估值在 12.1-12.7 元之间，但是该估值是建立在较多假设前提的基础上计算得来，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、股权资金成本 K_e 的计算、永续增长率的假定和可比公司的估值参数的选择，其中都加入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体如下：

- 1、可能对公司未来长期保持较好的收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、股权资金成本 K_e 对公司的估值影响较大，我们在计算 K_e 时采用的无风险利率 2.80%、股票风险溢价 6.0% 的取值都有可能偏低，导致 K_e 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定 10 年后公司 TV 增长率为 1.5%，公司产品的下游行业主要包括电线电缆、电网、工业装备、新能源汽车等，目前成长性良好，下游需求景气度较高，但是远期面临行业增长减慢甚至下滑的可能性，那么公司持续成长实际偏低或者负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们主要关注公司 23 年估值，选取可比公司 23 年平均 PE 作为参考，并给予公司 40% 的估值溢价，最终判断公司 22 年合理的 PE 在 22-23 倍之间。上述估值方法存在以下风险：选取的可比公司，各公司对应下游应用存在差异，市场竞争要素和格局存在区别，行业整体估值水平偏高。

盈利预测的风险

毛利率/价格下降：聚乙烯、铜材等公司主要原材料价格持续上涨造成产品毛利率下降，市场竞争加剧、同行业公司扩产等原因造成公司主要产品价格和毛利率下降。

一体化产能建设投产进度不达预期：公司与万华化学合作建设的高分子材料一体化产能将有效降低公司高分子材料产品的生产成本，若建设和投产进度不达预期则存在公司毛利率高估的风险。

高分子材料下游需求增长不达预期：高分子材料下游需求主要来自电线电缆行业，终端需求来自电网建设、工厂新产能建设、基建、海上风电等市场，若下游需求增长不达预期则存在收入高估的风险。

高分子材料国产替代进度不达预期：目前 110kV 及以上电缆绝缘料主要依赖进口，若后续国产绝缘料出现质量问题、研发进度不达预期、海外供应商发动价格战则存在国产替代进度不达预期的可能。

政策风险

目前国家和主要电力电缆央企客户都在积极推动高压电缆绝缘料国产替代，后续若政策支持力度减弱有可能延缓绝缘料的国产替代进度。

电力电缆下游需求来自电网建设、新能源、基建、海上风电等领域，后续若相关行业政策支持力度（例如税收、补贴、融资等方面）下降，可能造成相关行业投资规模下降。

目前国家推行新能源汽车补贴和购置税减免政策，新能源汽车保有量快速增长，后续若相关优惠政策取消则可能存在新能源汽车保有量增速低于充电桩保有量增速的可能，造成充电服务费下降和充电利用小时数下降。

其他风险

公司近两年出口业务增速较快，海外新冠肺炎疫情持续反复，存在下游需求受到较大影响的风险；国内若疫情频繁反复有可能影响公司正常生产与交付，使得公司销售收入和利润不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
现金及现金等价物	1515	2553	2309	2769	3830	营业收入	9322	12767	15216	17133	18478
应收款项	3199	4519	3752	3990	4050	营业成本	7896	11117	13172	14751	15685
存货净额	784	996	1042	1173	1012	营业税金及附加	25	32	38	43	46
其他流动资产	644	469	395	443	314	销售费用	516	543	652	734	740
流动资产合计	6456	8967	8028	8967	9836	管理费用	248	321	321	377	462
固定资产	1247	1645	1711	1911	2000	研发费用	347	473	520	586	634
无形资产及其他	262	261	293	326	358	财务费用	78	75	92	122	128
投资性房地产	352	535	456	343	370	投资收益	11	1	0	0	0
长期股权投资	24	13	13	13	13	资产减值及公允价值变动	(88)	(47)	0	0	0
资产总计	8342	11421	10502	11561	12578	其他收入	196	179	148	148	148
短期借款及交易性金融负债	361	331	1000	1000	1000	营业利润	243	291	569	668	931
应付款项	2522	4644	1361	1524	1620	营业外净收支	5	(3)	0	0	0
其他流动负债	426	623	771	865	921	利润总额	248	288	569	668	931
流动负债合计	3400	5711	3284	3560	3725	所得税费用	22	15	57	73	121
长期借款及应付债券	300	873	1873	2113	2273	少数股东损益	3	3	5	6	79
其他长期负债	115	282	332	382	382	归属于母公司净利润	223	271	507	588	731
长期负债合计	415	1155	2205	2495	2655	现金流量表（百万元）					
负债合计	3816	6866	5490	6055	6380	净利润	223	271	507	588	731
少数股东权益	3	16	21	27	106	资产减值准备	(8)	(9)	0	0	0
股东权益	4523	4539	4991	5478	6091	折旧摊销	159	174	102	117	128
负债和股东权益总计	8342	11421	10502	11561	12578	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	78	75	92	122	128
每股收益	0.22	0.26	0.49	0.57	0.71	营运资本变动	577	819	(2401)	(203)	358
每股红利	0.03	0.05	0.10	0.11	0.14	其它	(247)	(347)	147	178	207
每股净资产	4.37	4.40	4.84	5.32	5.98	经营活动现金流	704	909	(1645)	679	1424
ROIC	5%	5%	8%	9%	12%	资本开支	(268)	(373)	(200)	(350)	(250)
ROE	5%	6%	10%	11%	12%	其它投资现金流	276	21	78	114	(27)
毛利率	15%	13%	13%	14%	15%	投资活动现金流	7	(352)	(122)	(236)	(277)
EBIT Margin	3%	2%	3%	4%	5%	权益性融资	87	(220)	0	0	0
EBITDA Margin	5%	4%	4%	5%	6%	负债净变化	(483)	216	1669	240	160
收入增长	-4%	37%	19%	13%	8%	支付股利、利息	(36)	(35)	(54)	(101)	(118)
净利润增长率	1%	22%	87%	16%	24%	其它融资现金流	(78)	(75)	(92)	(122)	(128)
资产负债率	46%	60%	52%	52%	51%	融资活动现金流	(511)	(115)	1523	17	(86)
息率	0.3%	0.5%	0.9%	1.1%	1.4%	现金净变动	200	442	(244)	460	1061
P/E	48.37	39.78	21.29	18.34	14.76	货币资金的期初余额	1168	1515	2553	2309	2769
P/B	2.38	2.37	2.15	1.96	1.74	货币资金的期末余额	1515	2553	2309	2769	3830
EV/EBITDA	32.55	38.78	25.75	21.72	16.25	企业自由现金流	731	887	(2021)	150	1044
						权益自由现金流	177	628	(435)	281	1092

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032