

业绩符合预期，盈利能力有望进一步提升

投资要点

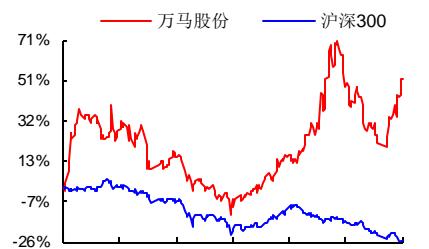
- 业绩总结：**2022年前三季度，公司实现营收110亿元，同比增长18.2%；实现归母净利润3.4亿元，同比增长78.2%；扣非归母净利润3.1亿元，同比增长91.3%。其中三季度公司实现营收38.4亿元，同比增长4%；实现归母净利润1.5亿元，同比增长16.3%；扣非归母净利润1.5亿元，同比增长30.6%。
- 盈利端表现出色，费用率管控良好。**2022前三季度，公司毛利率/净利率分别为13.2%/3.1%，同比增长0.5pp/1pp，盈利能力进一步提升。费用方面，2022前三季度销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为3.8%/6%/0.2%，同比-0.3pp/+0.2pp/-0.4pp，其中财务费用降低主要系报告期内人民币兑美元汇率变动致汇兑收益增加所致。研发费用率为3.9%，同比增长0.4pp，整体看公司费用端管控良好。
- 超高压二期投产在即，盈利水平有望进一步提高。**超高压绝缘料具有毛利率更高的特性，公司超高压二期2万吨项目预计年内建成投产，伴随产能释放，超高压产品占比提升，有望提升高分子材料综合利润水平。并且若项目顺利达产，公司有望凭借先发和技术优势，进一步巩固国内超高压电缆绝缘料领先地位。
- 中标海上石油平台专缆项目，海工电缆领域实现新突破。**2022年10月，公司与中国石油集团下属企业达成两年战略合作，成功中标石油、天然气勘探和钻采设备用海上石油平台软电缆项目。万马专缆自主研发的海上石油平台用软电缆，具备耐盐耐腐蚀、抗干扰、柔韧性好等特性，该产品可完全实现国产替代。该项目的合作，彰显公司产品的综合实力，为公司在海洋领域的业务开拓加速打下坚实基础。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年营收分别为154.4亿元、176.6亿元、198.9亿元，未来三年归母净利润同比增速分别为73.2%/32.3%/36.1%。公司高压领域具备绝对领先优势，伴随产能释放，业绩有望持续向好，维持“持有”评级。
- 风险提示：**线缆下游需求不及预期的风险；新建项目进度不及预期的风险；宏观经济形势波动的风险；汇率波动影响产品出口收入的风险。

西南证券研究发展中心

分析师：韩晨
执业证号：S1250520100002
电话：021-58351923
邮箱：hch@swsc.com.cn

联系人：李昂
电话：021-58351923
邮箱：liang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.35
流通A股(亿股)	10.35
52周内股价区间(元)	6.03-11.71
总市值(亿元)	107.79
总资产(亿元)	114.21
每股净资产(元)	4.38

相关研究

- 万马股份（002276）：业绩表现亮眼，一体化布局成效凸显（2022-08-25）

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12767.48	15442.21	17655.07	19885.36
增长率	36.96%	20.95%	14.33%	12.63%
归属母公司净利润(百万元)	271.21	469.75	621.34	845.74
增长率	21.59%	73.21%	32.27%	36.12%
每股收益EPS(元)	0.26	0.45	0.60	0.82
净资产收益率ROE	6.01%	9.75%	11.62%	13.93%
PE	40	23	17	13
PB	2.38	2.20	1.99	1.76

数据来源：Wind, 西南证券

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司是国内拥有成熟线缆产业链的“综合线缆供应商”，产品种类齐全，电力业务有望维持稳定增长态势，预计 2022-2024 年产量增速分别为 13%/15%/10%，平均单价假设维持 8 万元/吨保持不变。

假设 2：公司同时布局线缆上游原材料业务，高分子材料产量远高于国内同行，竞争优势明显，预计 2022-2024 年产量分别为 45/48/55 万吨，平均单价假设分别为 1.12/1.15/1.16 万元/吨。

假设 3：受益高压产品占比提升及规模化效应，预计线缆及高分子业务毛利率稳定向上。假设产品产销率达 95%以上。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
电力产品	收入	7710.6	9153.0	10526.0	11578.6
	增速	41.0%	18.7%	15.0%	10.0%
	毛利率	12.2%	12.5%	13.0%	13.5%
高分子材料	收入	3767.0	4788.0	5368.0	6226.9
	增速	30.3%	27.1%	12.1%	16.0%
	毛利率	12.8%	13.5%	14.0%	15.0%
通信产品	收入	867.7	952.3	1047.6	1152.3
	增速	37.4%	9.8%	10.0%	10.0%
	毛利率	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
贸易及其他	收入	422.2	548.8	713.5	927.6
	增速	28.5%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	23.7%	23.5%	23.5%	23.5%
合计	收入	12767.5	15442.2	17655.1	19885.4
	增速	37.0%	20.9%	14.3%	12.6%
	毛利率	12.9%	13.4%	13.8%	14.5%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	12767.48	15442.21	17655.07	19885.36	净利润	273.71	479.33	634.02	863.00
营业成本	11117.00	13379.87	15210.36	16997.39	折旧与摊销	180.69	253.96	253.96	253.96
营业税金及附加	32.12	42.27	46.92	137.21	财务费用	75.14	77.21	70.62	59.66
销售费用	542.82	617.69	706.20	795.41	资产减值损失	-19.38	-30.00	-20.00	-10.00
管理费用	321.46	849.32	971.03	994.27	经营营运资本变动	846.48	-993.96	-19.55	-247.19
财务费用	75.14	77.21	70.62	59.66	其他	-447.65	23.11	17.29	20.65
资产减值损失	-19.38	-30.00	-20.00	-10.00	经营活动现金流量净额	908.99	-190.36	936.34	940.07
投资收益	1.37	1.00	1.00	1.00	资本支出	-495.36	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-6.68	-2.76	-3.55	-3.81	其他	143.05	-1.76	-2.55	-2.81
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量净额	-352.31	-1.76	-2.55	-2.81
营业利润	291.47	504.09	667.38	908.61	短期借款	81.39	-260.58	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.18	0.78	0.41	0.36	长期借款	169.62	0.00	0.00	0.00
利润总额	288.29	504.86	667.79	908.97	股权融资	-0.16	0.00	0.00	0.00
所得税	14.58	25.53	33.77	45.97	支付股利	-35.18	-54.24	-93.95	-124.27
净利润	273.71	479.33	634.02	863.00	其他	-330.30	-192.23	-53.42	-42.46
少数股东损益	2.50	9.59	12.68	17.26	筹资活动现金流量净额	-114.64	-507.05	-147.37	-166.72
归属母公司股东净利润	271.21	469.75	621.34	845.74	现金流量净额	438.01	-699.17	786.42	770.54
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E					
货币资金	2552.83	1853.66	2640.08	3410.62					
应收和预付款项	4942.01	6083.71	6939.24	7792.89					
存货	995.78	1201.70	1376.65	1533.97					
其他流动资产	476.67	154.30	175.90	197.67					
长期股权投资	13.20	13.20	13.20	13.20					
投资性房地产	12.29	12.29	12.29	12.29					
固定资产和在建工程	1607.64	1387.49	1167.34	947.18					
无形资产和开发支出	457.00	424.52	392.04	359.56					
其他非流动资产	363.44	362.12	360.79	359.47					
资产总计	11420.86	11492.98	13077.54	14626.86					
短期借款	260.58	0.00	0.00	0.00					
应付和预收款项	4781.40	4818.27	5765.60	6480.94					
长期借款	469.99	469.99	469.99	469.99					
其他负债	1354.28	1286.89	1384.04	1479.29					
负债合计	6866.26	6575.15	7619.63	8430.22					
股本	1035.49	1035.49	1035.49	1035.49					
资本公积	1558.27	1558.27	1558.27	1558.27					
留存收益	2082.89	2498.39	3025.78	3747.26					
归属母公司股东权益	4538.68	4892.32	5419.71	6141.18					
少数股东权益	15.93	25.51	38.19	55.45					
股东权益合计	4554.60	4917.83	5457.90	6196.64					
负债和股东权益合计	11420.86	11492.98	13077.54	14626.86					
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	547.30	835.25	991.96	1222.22					
PE	39.75	22.95	17.35	12.75					
PB	2.38	2.20	1.99	1.76					
PS	0.84	0.70	0.61	0.54					
EV/EBITDA	16.52	11.28	8.73	6.47					
股息率	0.33%	0.50%	0.87%	1.15%					
财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
成长能力									
销售收入增长率	36.96%	20.95%	14.33%	12.63%					
营业利润增长率	19.81%	72.95%	32.39%	36.15%					
净利润增长率	21.08%	75.12%	32.27%	36.12%					
EBITDA 增长率	12.62%	52.61%	18.76%	23.21%					
获利能力									
毛利率	12.93%	13.36%	13.85%	14.52%					
三费率	7.36%	10.00%	9.90%	9.30%					
净利润率	2.14%	3.10%	3.59%	4.34%					
ROE	6.01%	9.75%	11.62%	13.93%					
ROA	2.40%	4.17%	4.85%	5.90%					
ROIC	8.19%	11.97%	13.69%	17.61%					
EBITDA/销售收入	4.29%	5.41%	5.62%	6.15%					
营运能力									
总资产周转率	1.29	1.35	1.44	1.44					
固定资产周转率	10.09	12.33	17.10	24.49					
应收账款周转率	4.16	3.98	3.83	3.82					
存货周转率	12.34	12.05	11.74	11.64					
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	83.34%	—	—	—					
资本结构									
资产负债率	60.12%	57.21%	58.27%	57.64%					
带息债务/总负债	16.51%	13.54%	11.91%	10.97%					
流动比率	1.57	1.72	1.73	1.79					
速动比率	1.40	1.50	1.52	1.58					
股利支付率	12.97%	11.55%	15.12%	14.69%					
每股指标									
每股收益	0.26	0.45	0.60	0.82					
每股净资产	4.38	4.72	5.23	5.93					
每股经营现金	0.88	-0.18	0.90	0.91					
每股股利	0.03	0.05	0.09	0.12					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗峰	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑冀	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn