

# 万马股份 (002276. SZ)

高分子材料量利齐增，超高压二期开始生产

买入

## 核心观点

**一季度业绩超预期，主要产品量利齐增。**22 年公司实现营收 146.75 亿元 (+14.94%)，归母净利润 4.11 亿元 (+51.44%)，扣非净利润 3.35 亿元 (+40.19%)；销售毛利率 13.53% (+0.60pct.)，销售净利率 2.82% (+0.68pct.)。2023 年一季度公司实现营收 30.75 亿元 (-1.69%)，归母净利润 0.92 亿元 (+125.93%)。一季度公司主要产品销量同比均有提升，由于原材料价格同比显著下降拉低产品售价，因此公司在收入同比微降的情况下利润实现大幅增长。

**高分子材料销量大幅增长，电缆、高分子材料单吨毛利显著提升。**22 年公司电力产品实现营收 85.03 亿元 (+10.28%)，销量 10.43 万吨 (+3.43%)，毛利率 11.96% (-0.19pct.)，单吨毛利 9746 元/吨 (+4.92%)；高分子材料实现营收 46.54 亿元 (+23.55%)，销量 39.98 万吨 (+19.08%)，毛利率 15.42% (+2.60pct.)，单吨毛利 1795 元/吨 (+24.87%)。受益于产品结构升级，电力产品与高分子材料产品单吨毛利大幅提升。

**高压电缆产品引领行业，220kV 产品通过国家级鉴定。**公司化学交联、硅烷交联绝缘料国内市占率稳居行业第一，屏蔽料、低烟无卤电缆料、PVC 电缆料在行业前三。公司自主研发的 220kV 超净绝缘料通过国家电线电缆检测检验中心预鉴定试验和中电联新产品鉴定。公司超高压绝缘料一期 2 万吨产能已处于满产状态，二期 2 万吨产能已进入试生产阶段。

**充电桩行业老兵，充电桩外销释放弹性。**公司拥有从 7kW 到 480kW 功率的充电桩产品线，具备包括大功率一体式/分体式直流充电桩、壁挂式交流充电桩、智能交流充电桩等产品的生产能力。在充电站运营中，除向新能源车提供充电服务外，公司也拓展了代运营、代运维等服务。受下游需求带动，公司充电桩外销快速放量，2023 年收入有望翻番。

**风险提示：**行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；新产能建设进度不及预期。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“买入”评级。

基于公司一体化产能进度，我们小幅下调 23 年盈利预测，预计 23-25 年公司实现归母净利润分别为 5.52/7.72/10.30 亿元（23-24 年原预测值为 5.88/7.31 亿元），同比增速分别为 34.5/39.7/33.4%，摊薄 EPS 分别为 0.53/0.75/0.99 元，当前股价对应 PE 分别为 22.7/16.2/12.2 倍，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,767	14,675	17,147	18,343	19,864
(+/-%)	37.0%	14.9%	16.8%	7.0%	8.3%
净利润(百万元)	271	411	552	772	1030
(+/-%)	21.6%	51.4%	34.5%	39.7%	33.4%
每股收益(元)	0.26	0.40	0.53	0.75	0.99
EBIT Margin	2.2%	2.5%	3.5%	4.5%	5.5%
净资产收益率(ROE)	6.0%	8.4%	10.3%	12.9%	15.0%
市盈率(PE)	46.2	30.5	22.7	16.2	12.2
EV/EBITDA	42.6	36.0	26.5	19.8	15.4
市净率(PB)	2.75	2.57	2.34	2.09	1.82

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

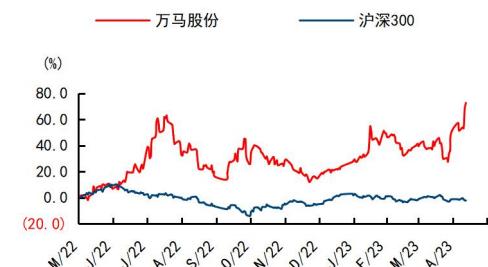
### 电力设备·电网设备

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

### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	12.41 元
总市值/流通市值	12850/12848 百万元
52 周最高价/最低价	13.22/6.55 元
近 3 个月日均成交额	327.86 百万元

### 市场走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

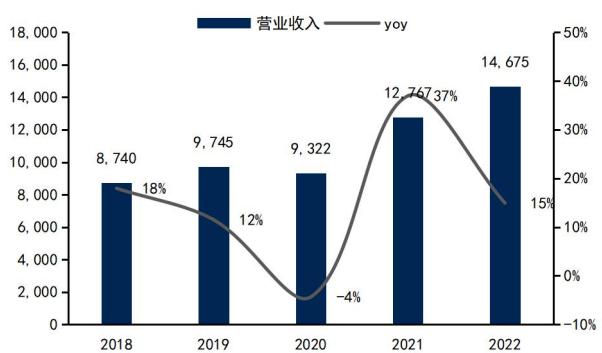
### 相关研究报告

《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》——2022-08-08

**全年业绩符合预期，盈利能力稳步提升。**2022年公司实现营收146.75亿元(+14.94%)，归母净利润4.11亿元(+51.44%)，扣非净利润3.35亿元(+40.19%)。全年销售毛利率13.53%(+0.60pct.)，销售净利率2.82%(+0.68pct.)。公司全年计提资产减值损失0.87亿元，信用减值损失冲回0.20亿元。2022年四季度公司实现营收36.81亿元(同比+6.31%，环比-4.19%)，归母净利润0.75亿元(同比-9.48%，环比-49.24%)，扣非净利润0.23亿元(同比-69.92%，环比-84.86%)、单季度销售毛利率14.40%(同比+1.00pct.，环比+0.44pct.)，销售净利率2.06%(同比-0.34pct.，环比-1.80pct.)。

**2023年一季度业绩超预期，高分子材料量价齐增。**2023年一季度公司实现营收30.75亿元(-1.69%)，归母净利润0.92亿元(+125.93%)，扣非净利润0.50亿元(+77.86%)，单季度销售毛利率13.77%(同比+1.29pct.，环比-0.63pct.)，销售净利率3.02%(同比+1.73pct.，环比+0.96pct.)。一季度公司主要产品销量同比均有提升，但今年主要原材料价格同比显著下降拉低产品售价，因此公司在收入同比微降的情况下利润实现大幅增长。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：百万元、%）



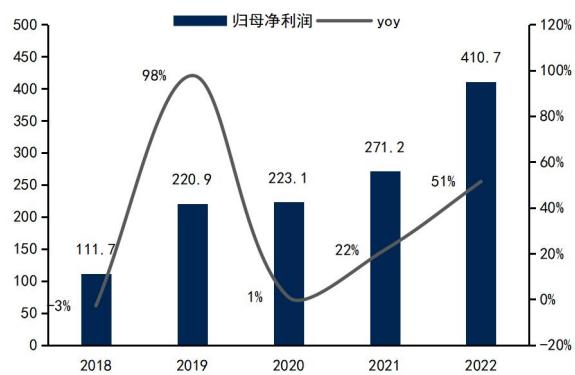
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



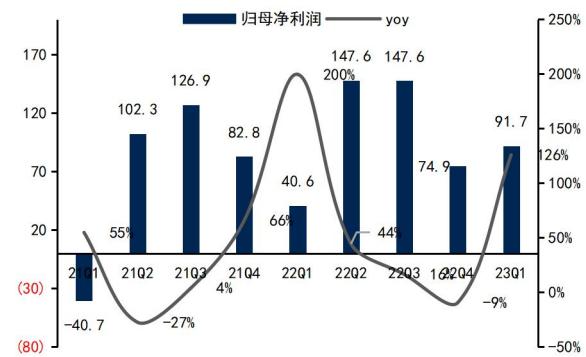
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司年度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）

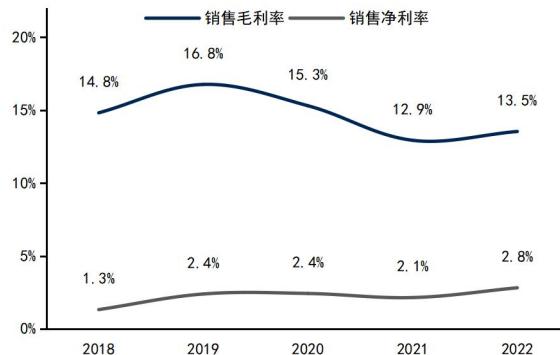


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

**2022年毛利率有所修复，搬迁补偿款造成净利率波动。**2022年5月以来，铜、铅、LLDPE、EVA等公司主要原材料价格出现明显回调，全年毛利率较2021年同比有所修复；此外，2022年公司推动高附加值产品销售与推广，出货结构优化对于单价和毛利率具有提振作用。分季度看，公司销售毛利率保持平稳，销售净利率受当期费用和非经常损益影响存在波动。2022年9月公司发布公告，公司与杭

州市临安区人民政府青山湖街道办事处签订《国有土地上房屋搬迁补偿协议》，搬迁补偿预计合计 0.63 亿元，受补偿款分批到账影响公司净利率存在波动。

图5：公司年度销售毛利率、净利率变化情况（单位：%）



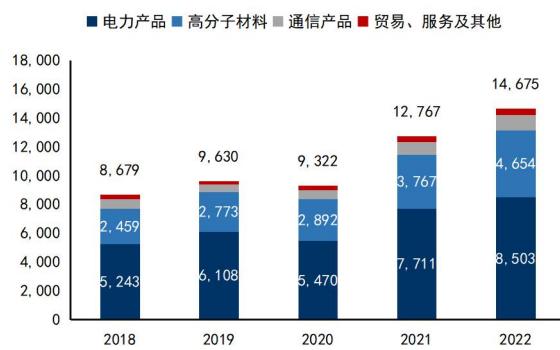
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司季度销售毛利率、净利率变化情况（单位：%）



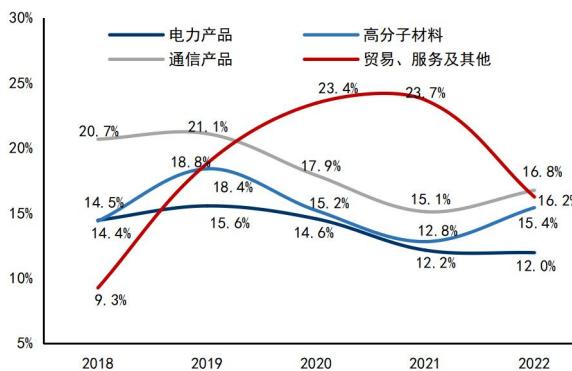
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图7：公司分产品营业收入拆分（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司分产品毛利率拆分（单位：%）



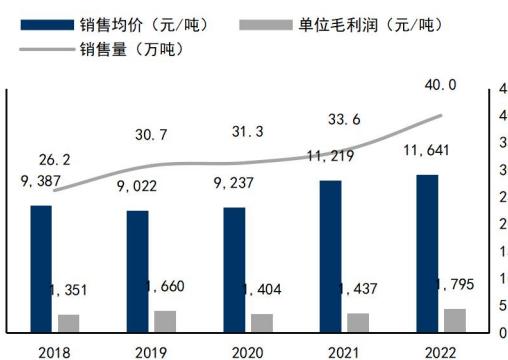
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：公司电力产品销量/均价/毛利（单位：万吨、元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司高分子材料销量/均价/毛利（单位：万吨、元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**高分子材料销量大幅增长，电缆、高分子材料单吨毛利显著提升。**分产品看，2022 年公司电力产品实现营收 85.03 亿元 (+10.28%)，实现销量 10.43 万吨 (+3.43%)，销售毛利率 11.96% (-0.19pct)，单吨毛利润 9746 元/吨 (+4.92%)；公司高分

子材料实现营收 46.54 亿元 (+23.55%)，实现销量 39.98 万吨 (+19.08%)，销售毛利率 15.42% (+2.60pct.)，单吨毛利润 1795 元/吨 (+24.87%)。受益于公司产品结构升级，电力产品与高分子材料产品单吨毛利率均有较大幅度提高。

**高压电缆料产品引领行业，220kV 产品通过国家级鉴定。**万马高分子集团是国内电线电缆材料领域龙头企业，产销规模多年位居行业前列。公司化学交联、硅烷交联绝缘料国内市占率稳居行业第一，屏蔽料、低烟无卤电缆料、PVC 电缆料在行业前三。公司自主研发的“高压电缆（220kV）超净 XLPE 绝缘料”通过国家电线电缆检测检验中心预鉴定试验，且通过中国电力企业联合会新产品鉴定。经过多年的技术沉淀和行业积累，公司已发展成为行业内规模大、品类全的综合材料服务商，竞争优势明显。公司超高压绝缘料一期 2 万吨已处于满产状态，二期 2 万吨进入试生产阶段。

表1：万马超高压电缆料主要动态

时间	事项
2021. 11	国内首条总长达 11 公里的国产 220kV 绝缘料电缆示范工程在深圳投运，本次示范工程电缆采用万马生产的 220kV 高压绝缘料，充分验证了国产绝缘料在不同电缆生产线上的适应性。示范工程的成功，也将带动国内更多电缆企业应用国产高压绝缘料。
2022. 5	万马股份发布了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。该项目总投资 10 亿元，项目选址于福建省福清市，项目建设共分二期，一期为环保型硅烷交联电缆料项目，二期为环保型化学交联电缆料项目。建成投产后，达到具备年产 60 万吨环保新型电缆材料的生产能力，打造国内电缆料行业首个碳中和绿色环保电缆料产业基地。
2022. 11	万马高分子牵头制定的团标《66kV-220kV 交联电力电缆用可交联聚乙烯绝缘料和半导电屏蔽料 第 1 部分：66kV-220kV 交联电力电缆用可交联聚乙烯绝缘料》(T/CEEIA 514-2021) 入选“2022 年电器工业团体标准应用示范项目”。
2022. 11	由国网智能电网研究院有限公司牵头研制，应用万马生产的聚丙烯电缆料、宁波东方电缆股份有限公司生产的“35 千伏热塑性聚丙烯低碳环保电缆”在天津实现了千米级示范应用。聚丙烯作为一种热塑性非交联电缆材料，具有更优异的绝缘和耐温性能，具备可塑化循环再利用的独特优点，是高压电力电缆材料的未来发展方向之一。
2022. 12	经中电联鉴定，公司超高压电缆用 (220kV) 超净 XLPE 绝缘料、超高压电缆用 (220kV) 超光滑半导电屏蔽料达到国际先进水平，35kV 热塑性聚丙烯电缆料综合性能达到国内领先水平。
2023. 2	万马高分子成功通过 2022 年浙江省级绿色低碳工厂认定。
2023. 3	万马高分子聚丙烯新产线顺利建成。
2023. 4	万马高分子经长期不断创新研发，推出一种新型光伏用电缆绝缘材料 101H，该产品采用硅烷交联方式，有效避免辐照交联的缺陷，具有优异的理化特性，可实现降本节能。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**充电行业老兵，充电桩外销释放弹性。**万马新能源产业集团拥有从 7kW 到 480kW 功率的充电桩产品线，具备包括大功率一体式/分体式直流充电桩、壁挂式交流充电桩、智能交流充电桩等产品的生产能力。主要产品涵盖直流单桩系列、直流群充系列、交流桩系列等。在充电站运营中，除向新能源车提供充电服务外，公司也拓展了代运营、代运维等服务。公司自主开发的 360kW 群充系列“莫比乌斯带”算法，是目前国内充电桩领域品牌企业中唯一拥有和使用该功率分配法技术的企业，该算法实现了充电桩系统功率的均匀分配，使得桩类产品的故障率显著降低，让充电桩更高效更安全更可靠。

**投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。**

公司是电缆高分子材料行业领军企业，率先实现 220kV 高压电缆料国产替代，未来替代空间广阔，公司积极推动高分子材料出口和产品结构优化，联袂万华化学布局一体化产能，未来生产成本有望进一步下降。基于公司一体化产能进度，我们小幅下调 23 年盈利预测，预计 23-25 年公司实现归母净利润分别为 5.52/7.72/10.30 亿元（23-24 年原预测值为 5.88/7.31 亿元），同比增速分别为 34.5/39.7/33.4%，摊薄 EPS 分别为 0.53/0.75/0.99 元，当前股价对应 PE 分别为 22.7/16.2/12.2 倍，维持“买入”评级。

**表2：可比公司估值表（2023年5月11日）**

代码	公司简称	股价	总市值 (亿元)	EPS				PE				投资 评级
				21A	22A	23E	24E	21A	22A	23E	24E	
600869	远东股份	5.45	121	0.24	0.25	0.46	0.71	28.8	20.3	11.8	7.7	-
603606	东方电缆	49.71	342	1.73	1.22	2.36	3.16	29.6	55.4	21.1	15.7	-
000881	中广核技	7.94	75	0.19	0.21	0.25	0.29	51.5	36.8	32.2	27.6	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理与预测 注：均采用 wind 一致预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2553	3631	1500	1500	1500	<b>营业收入</b>	<b>12767</b>	<b>14675</b>	<b>17147</b>	<b>18343</b>	<b>19864</b>
应收款项	4519	4515	4228	4523	4898	营业成本	11117	12689	14720	15578	16738
存货净额	996	858	1409	1508	1633	营业税金及附加	32	40	47	50	54
其他流动资产	469	601	736	779	837	销售费用	543	631	720	752	795
<b>流动资产合计</b>	<b>8967</b>	<b>9997</b>	<b>8471</b>	<b>8941</b>	<b>9545</b>	管理费用	321	330	445	475	473
固定资产	1645	1836	1893	1886	1873	研发费用	473	612	634	679	735
无形资产及其他	261	249	433	616	800	财务费用	75	49	106	110	104
投资性房地产	535	456	686	734	795	投资收益	1	29	10	10	10
长期股权投资	13	92	92	92	92	资产减值及公允价值变动	(47)	(67)	(60)	(60)	(60)
<b>资产总计</b>	<b>11421</b>	<b>12630</b>	<b>11575</b>	<b>12269</b>	<b>13104</b>	其他收入	179	236	227	237	247
短期借款及交易性金融负债	331	295	1806	1563	1248	营业利润	291	456	591	826	1101
应付款项	4644	4929	1521	1609	1729	营业外净收支	(3)	(9)	0	0	0
其他流动负债	623	693	867	917	982	<b>利润总额</b>	<b>288</b>	<b>447</b>	<b>591</b>	<b>826</b>	<b>1101</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5711</b>	<b>6058</b>	<b>4366</b>	<b>4272</b>	<b>4158</b>	所得税费用	15	34	41	58	77
长期借款及应付债券	873	1446	1566	1646	1726	少数股东损益	3	2	(3)	(4)	(6)
其他长期负债	282	243	293	343	343	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>271</b>	<b>411</b>	<b>552</b>	<b>772</b>	<b>1030</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1155</b>	<b>1689</b>	<b>1859</b>	<b>1989</b>	<b>2069</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>6866</b>	<b>7748</b>	<b>6225</b>	<b>6262</b>	<b>6228</b>	<b>净利润</b>	<b>271</b>	<b>411</b>	<b>552</b>	<b>772</b>	<b>1030</b>
少数股东权益	16	19	16	12	6	资产减值准备	(9)	107	20	20	20
股东权益	4539	4864	5334	5995	6870	折旧摊销	174	190	110	124	129
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11421</b>	<b>12630</b>	<b>11575</b>	<b>12269</b>	<b>13104</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	75	49	106	110	104
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	819	438	(3810)	(320)	(403)
每股收益	0.26	0.40	0.53	0.75	0.99	其它	(347)	(456)	124	126	69
每股红利	0.04	0.08	0.11	0.15	0.20	<b>经营活动现金流</b>	<b>909</b>	<b>690</b>	<b>(3004)</b>	<b>722</b>	<b>845</b>
每股净资产	4.40	4.71	5.17	5.80	6.64	资本开支	(373)	(314)	(350)	(300)	(300)
ROIC	14%	16%	16%	17%	19%	其它投资现金流	21	(79)	(220)	(38)	(51)
ROE	6%	8%	10%	13%	15%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(352)</b>	<b>(393)</b>	<b>(570)</b>	<b>(338)</b>	<b>(351)</b>
毛利率	13%	14%	14%	15%	16%	权益性融资	(220)	(49)	0	0	0
EBIT Margin	2%	3%	3%	5%	5%	负债净变化	216	(76)	1631	(163)	(235)
EBITDA Margin	4%	4%	4%	5%	6%	支付股利、利息	(35)	(40)	(82)	(110)	(154)
收入增长	37%	15%	17%	7%	8%	其它融资现金流	(75)	(49)	(106)	(110)	(104)
净利润增长率	22%	51%	34%	40%	33%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(115)</b>	<b>(213)</b>	<b>1442</b>	<b>(384)</b>	<b>(494)</b>
资产负债率	60%	61%	54%	51%	48%	<b>现金净变动</b>	<b>442</b>	<b>83</b>	<b>(2131)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
股息率	0.3%	0.7%	0.9%	1.2%	1.6%	货币资金的期初余额	1515	2553	3631	1500	1500
P/E	46.24	30.53	22.70	16.24	12.18	货币资金的期末余额	2553	3631	1500	1500	1500
P/B	2.75	2.57	2.34	2.09	1.82	企业自由现金流	887	659	(3494)	272	436
EV/EBITDA	42.62	36.00	26.53	19.80	15.45	权益自由现金流	628	537	(1962)	6	104

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 ±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 ±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。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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