

万马股份 (002276) \ 电力设备与新能源

业绩符合预期，经营质量进一步夯实

事件：

10月27日晚，公司发布2022年三季报。报告期内，公司实现营业收入109.9亿元，同比增加18.15%；归母净利润3.358亿元，同比增加78.2%；扣非净利润3.118亿元，同比增加91.28%。单三季度，公司实现营业收入38.42亿元，同比增加4%；归母净利润1.476亿元，同比增加16.33%，环比持平；扣非净利润1.502亿元，同比增加30.62%，环比增加12.76%。业绩符合我们的预期。

经营质量进一步提升，财务指标全面好转

公司前三季度毛利率整体达13.24%，同比提升0.49pct，单三季度毛利率达13.96%，同比环比均有所增加，同时公司前三季度净利润率达3.07%，同比去年提升1.02pct，量利齐升，预计主要由于产品结构及规模化效应增强所致。同时公司第三季度经营现金流明显改善，账面现金达31.18亿元，创出历史新高，我们认为公司数十年的深耕是当前财报表现较好的重要原因。

高分子产能扩张奠定成长基础

湖州万马是万马高分子集团历时两年打造的高标准、现代化、智能化的工厂，预计22年年底项目建设全面完成，届时具备年产20万吨产能；杭州本部超高压二期项目2万吨产能预计年内投产，支撑明年增长。同时公司万马万华一体化项目处于积极推进阶段，奠定中长期增长基础。

专特线缆发力增厚盈利空间

万马专缆与北京石油机械有限公司达成两年战略合作，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。万马工业机器人线缆建立了国内唯一的机器人实机耐久性实验室，取得美国UL+德国莱茵TUV双重认证，深度绑定库卡中国，订单迎来放量期。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2022-2024年收入分别为149.1/173.2/206.6亿元，对应增速分别为16.8%/16.2%/19.3%，归母净利润分别为4.6/7.1/9.5亿元，对应增速分别为69.1%/53.7%/34.5%，EPS分别为0.44/0.68/0.92元/股，3年CAGR为51.8%，对应PE分别为24/15/11倍。鉴于公司为线缆一体化龙头企业，我们给予公司2023年22倍PE，维持目标价15元，维持“买入”评级。

风险提示：1) 电缆料国产化不及预期；2) 需求放缓；3) 市场竞争加剧。

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9322	12767	14911	17322	20664
增长率(%)	-4.35%	36.96%	16.79%	16.17%	19.29%
EBITDA(百万元)	491	544	759	1051	1316
净利润(百万元)	223	271	459	705	948
增长率(%)	0.98%	21.59%	69.11%	53.73%	34.45%
EPS(元/股)	0.22	0.26	0.44	0.68	0.92
市盈率(P/E)	48.3	39.7	23.5	15.3	11.4
市净率(P/B)	2.4	2.4	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	17.5	18.7	14.8	10.1	7.7

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2022年10月27日收盘价

投资评级：

行业：电气设备

投资建议：买入（维持评级）

当前价格：10.41元

目标价格：15元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,035/1,035
流通A股市值(百万元)	10,774
每股净资产(元)	4.60
资产负债率(%)	63.51
一年内最高/最低(元)	12.22/5.93

股价相对走势



分析师：贺朝晖

执业证书编号：S0590521100002

邮箱：hezha@glsc.com.cn

联系人：袁澎

邮箱：yuanp@glsc.com.cn

相关报告

1、《万马股份(002276)\电力设备与新能源行业业绩符合预期，扩产叠加景气周期助力高增》
2022.08.21

2、《万马股份(002276)\电力设备及新能源迎接α,被忽视的超净绝缘料龙头进入全新增长周期》
2022.07.30

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1515	2553	3140	4057	5105	营业收入	9322	12767	14911	17322	20664
应收账款+票据	3718	4864	4902	5220	5492	营业成本	7896	11117	12893	14868	17714
预付账款	125	264	286	285	283	税金及附加	25	32	38	44	52
存货	784	996	1060	1141	1213	营业费用	516	543	579	626	687
其他	314	291	339	392	467	管理费用	595	795	896	1013	1172
流动资产合计	6456	8967	9727	11095	12559	财务费用	78	75	62	54	44
长期股权投资	24	13	13	13	13	资产减值损失	-40	-19	-23	-26	-31
固定资产	1168	1508	1541	1617	1536	公允价值变动收益	0	-7	0	0	0
在建工程	80	283	216	75	75	投资净收益	11	1	0	0	0
无形资产	262	261	249	237	225	其他	60	110	67	62	55
其他非流动资产	352	389	386	379	379	营业利润	243	291	488	754	1019
非流动资产合计	1886	2454	2405	2321	2228	营业外净收益	5	-3	0	0	0
资产总计	8342	11421	12131	13417	14787	利润总额	248	288	488	754	1019
短期借款	179	261	0	0	0	所得税	22	15	25	38	52
应付账款+票据	2522	4644	4945	5581	6018	净利润	226	274	463	716	967
其他	700	806	988	1122	1322	少数股东损益	3	3	5	11	19
流动负债合计	3400	5711	5933	6703	7340	归属于母公司净利润	223	271	459	705	948
长期带息负债	300	983	1072	971	870	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
其他	115	172	172	172	172	成长能力					
非流动负债合计	415	1155	1244	1143	1042	营业收入	-4.35%	36.96%	16.79%	16.17%	19.29%
负债合计	3816	6866	7178	7846	8382	EBIT	-2.47%	11.32%	51.46%	46.74%	31.56%
少数股东权益	3	16	21	31	51	EBITDA	0.36%	10.81%	39.52%	38.47%	25.16%
股本	1035	1035	1035	1035	1035	归母净利润	0.98%	21.59%	69.11%	53.73%	34.45%
资本公积	1558	1558	1558	1558	1558	获利能力					
留存收益	1929	1945	2339	2946	3761	毛利率	15.30%	12.93%	13.53%	14.17%	14.28%
股东权益合计	4526	4555	4954	5571	6405	净利率	2.43%	2.14%	3.11%	4.13%	4.68%
负债和股东权益总计	8342	11421	12131	13417	14787	ROE	4.93%	5.98%	9.30%	12.73%	14.92%
						ROIC	5.61%	7.26%	9.69%	14.21%	18.67%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债	45.74%	60.12%	59.17%	58.48%	56.68%
净利润	226	274	463	716	967	流动比率	1.9	1.6	1.6	1.7	1.7
折旧摊销	165	181	209	243	253	速动比率	1.6	1.3	1.4	1.4	1.5
财务费用	78	75	62	54	44	营运能力					
存货减少	-113	-212	-64	-81	-73	应收账款周转率	2.9	3.4	3.8	4.1	4.6
营运资金变动	186	334	311	318	220	存货周转率	10.1	11.2	12.2	13.0	14.6
其它	162	226	69	86	78	总资产周转率	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4
经营活动现金流	704	878	1050	1336	1490	每股指标(元)					
资本支出	-209	-315	-160	-160	-160	每股收益	0.2	0.3	0.4	0.7	0.9
长期投资	-28	-24	0	0	0	每股经营现金流	0.7	0.8	1.0	1.3	1.4
其他	243	-13	-5	-5	-5	每股净资产	4.4	4.4	4.8	5.3	6.1
投资活动现金流	7	-352	-165	-165	-165	估值比率					
债权融资	-591	764	-172	-101	-101	市盈率	48.3	39.7	23.5	15.3	11.4
股权融资	0	0	0	0	0	市净率	2.4	2.4	2.2	1.9	1.7
其他	80	-879	-127	-153	-177	EV/EBITDA	17.5	18.7	14.8	10.1	7.7
筹资活动现金流	-511	-115	-298	-254	-277	EV/EBIT	26.4	28.0	20.4	13.2	9.5
现金净增加额	197	407	587	918	1047						

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2022 年 10 月 27 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695