

电缆绝缘料龙头，高压陆缆海缆绝缘料进口替代有望放量

证券研究报告

2023年04月15日

万马股份（002276.SZ）首次覆盖报告

核心结论

电缆绝缘材料龙头，业务布局线缆上下游。公司主要产品包括电线电缆、高分子材料、通信产品、贸易及其他四项，22H1 四种产品收入占比分别 56.6%/33.1%/7.4%/2.9%。公司业绩稳健增长，22 年 Q1-Q3 收入 109.94 亿元，同比+18.15%，归母净利润 3.36 亿元，同比+78.2%。

国内唯一能外供高压绝缘材料的公司，持续进口替代。公司是目前唯一能外供生产 110kV 以上陆缆高压绝缘材料的国产厂商，有望打破海外厂家垄断实现国产替代。预计至 2025 年国内 110kV 及以上陆缆绝缘材料市场空间可达 60 亿元，23 年公司 110kV 及以上绝缘材料产能增至 4 万吨，快速扩产，销量持续放量。

公司是国内低压电缆绝缘材料龙头，产能扩张积极出口替代。公司电压电缆绝缘材料龙头，66kV 及以下绝缘材料国内市占率约 30%。公司积极扩张产能，与万华化学合资建设一体化线缆材料项目，两期产能合计 60 万吨，因一体化省去了造粒的环节，该项目原材料成本有望降低 6%-7%。万马积极布局海外，国外客户有菲尔普斯、普睿司曼等，出口有望持续高增长。

海缆高分子材料需求高增，有望实现进口替代。根据我们测算至 25 年海缆绝缘料市场空间有望达 40 亿元，22-25 年 CAGR 达 88.22%。公司目前低压海缆材料已实现突破，随技术积累有望外供高压海缆材料，实现进口替代。

投资建议：预计 22-24 年公司归母净利润分别为 4.18/6.80/8.53 亿元，同比增长 54.0%/62.9%/25.5%。我们预计 23 年公司高压绝缘材料、工业运动线缆净利润分别为 2.21/0.44 亿元，给予 35 倍 PE 估值；低压绝缘料净利润为 1.53 亿元，给予 15 倍 PE 估值；其他高分子材料、电力电缆、光缆净利润预计分别为 0.82/2.15/0.27 亿元，给予 10 倍 PE 估值，合计市值约 148 亿元，对应目标价 13.28 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产能建设进度不及预期；电线电缆行业需求不及预期等。

核心数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	9,322	12,767	15,580	18,020	20,536
增长率	-4.3%	37.0%	22.0%	15.7%	14.0%
归母净利润（百万元）	223	271	418	680	853
增长率	-50.3%	21.6%	54.0%	62.9%	25.5%
每股收益（EPS）	0.22	0.26	0.40	0.66	0.82
市盈率（P/E）	47.6	39.1	25.4	15.6	12.4
市净率（P/B）	2.3	2.3	2.1	1.8	1.6

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

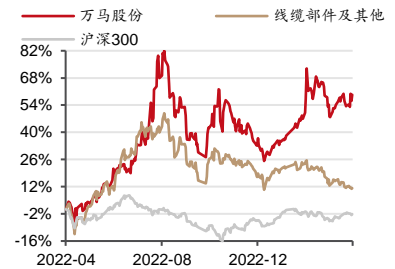
1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

公司评级

买入

股票代码	002276.SZ
前次评级	--
评级变动	首次
当前价格	10.25

近一年股价走势



分析师

杨敬梅	S0800518020002
021-38584220	
yangjingmei@research.xbmail.com.cn	
胡瑾心	S0800521100001
18311033802	
hujinxin@research.xbmail.com.cn	

相关研究

索引

内容目录

投资要点	5
关键假设	5
区别于市场的观点	5
股价上涨催化剂	5
估值与目标价	6
万马股份核心指标概览	7
一、深耕线缆行业，线缆高分子材料龙头企业	8
1.1 公司深耕线缆行业，“一体两翼”布局见成效	8
1.2 立足线缆主业，持续扩张高分子材料业务	8
1.3 国资注入，公司开拓能力进一步增强	9
1.4 管理团队新旧融合	9
二、公司业绩稳健，增长潜力可期	10
2.1 公司业绩稳健增长，高分子材料收入增长较快	10
2.2 毛利率受大宗影响较大，期间费用率下降	11
2.3 公司营运能力稳定，回款情况优化	12
2.4 公司长期偿债能力有所下降，现金流状况良好	13
三、线缆绝缘料绝对龙头，高分子材料业务放量在即	14
3.1 电力绝缘材料壁垒高，高压材料进口替代持续推进	14
3.1.1 绝缘、屏蔽料是线缆技术核心，目前以 XLPE 绝缘材料为主	14
3.1.2 高压绝缘料生产壁垒高，万马国内技术领先	15
3.1.3 新能源电能替代推动电缆绝缘料需求，高压材料具备国产替代空间	16
3.1.4 万马高分子材料技术优势明显，高压产能扩张有望形成国产化替代	17
3.1.5 公司高分子材料下游客户包括各家国内龙头	19
3.2 低压高分子材料龙头，有望抢占海外市场	19
3.2.1 我国低压高分子材料已完成国产化，有望抢占海外高分子材料市场	19
3.2.2 高分子材料产能不断扩张，与万华化学合作有望实现降本	21
3.3 海缆绝缘料市场空间广阔，公司已具备小批量超高压材料供应能力	23
3.3.1 海缆需求高增带动电缆绝缘料市场	23
3.3.2 海缆绝缘料市场空间广阔，万马已具备小批量 220kV 高压材料供应能力	24
四、充电桩业务持续增长，工业运动线缆有望进口替代	25
4.1 充电桩业务多年布局，未来盈利有望回正	25
4.2 综合电缆供应商，工业运动线缆国内领先	27
4.2.1 公司深耕电力电缆行业，成为综合线缆供应商	27

4.2.2 国内工业运动线缆市场空间大，公司有望引领工业运动线缆进口替代	28
五、盈利预测与估值	30
5.1 关键假设	30
5.2 估值与投资建议	32
5.2.1 相对估值	32
六、风险提示	33

图表目录

图 1：万马股份核心指标概览图	7
图 2：电线电缆产业链结构	8
图 3：公司发展历程	9
图 4：公司股权结构	9
图 5：22Q1-Q3 公司营业收入+18.15%	11
图 6：22Q1-Q3 公司归母净利润同比+78.2%	11
图 7：公司主营业务收入占比	11
图 8：高分子材料营业收入	11
图 9：电缆相关企业综合毛利率对比	12
图 10：公司主营业务毛利率	12
图 11：公司各项费率控制良好	12
图 12：公司年度营运能力保持稳定	13
图 13：公司净营业周期控制良好	13
图 14：公司资产负债率	13
图 15：公司短期偿债能力强	13
图 16：公司现金流情况良好	14
图 17：三芯交联聚乙烯绝缘海缆	14
图 18：单芯交联聚乙烯绝缘陆缆	14
图 19：交联聚乙烯分子结构	15
图 20：进口 220kV 半导体屏蔽料表面图	16
图 21：国产 220kV 半导体屏蔽料表面图	16
图 22：万马高分子部分专利及研究基地证书	17
图 23：万马高分子部分产品质量认证书	17
图 24：公司高压材料产能及销量预测	18
图 25：自交联低烟无卤电缆工艺	19
图 26：公司国内销售网络	19
图 27：公司部分国内重点客户	19
图 28：万马股份国内市占率	20
图 29：万马高分子外销渠道	21
图 30：2017-2021 年公司高分子材料产量与销量	21

图 31: 万马高分子产能分布	21
图 32: 万马高分子与万华化学深度合作	22
图 33: 万马高分子近几年产能预测	23
图 34: 中国海缆市场规模及增速	23
图 35: 万马充电站系统级解决方案	26
图 36: 公司近几年充电桩保有量	26
图 37: 公司充电桩业务覆盖城市多	27
图 38: 公司充电桩客户群体多	27
图 39: 公司充电桩充电量	27
图 40: 公司线缆产品产量	28
图 41: 国内工业机器人市场空间 (亿元)	29
图 42: 预计目前工业机器人线缆市场空间约为 15 亿元	29
图 43: 公司工业线缆产品	30
图 44: 公司 5G 车间智能联网平台	30
表 1: 公司主要管理人员	10
表 2: 国家相关屏蔽层技术要求	15
表 3: 预计 25 年陆缆高压绝缘材料市场空间可达 60 亿元	17
表 4: 公司部分核心技术及国家重点发明专利	18
表 5: 国内陆缆低压材料市场空间预测 (亿元)	20
表 6: 23 年国内高电压等级海缆招标项目	24
表 7: 23 年国内高电压等级海缆绝缘材料市场空间 (亿元)	24
表 8: 公司是综合线缆供应商	28
表 9: 万马股份收入分拆 (亿元)	31
表 10: 可比公司估值水平	33

投资要点

关键假设

万马股份是线缆高分子材料龙头企业，是国内目前唯一具备 220kV 电压等级线缆绝缘料批量外供能力的生产厂家。近年来公司不断提升高分子材料产能及生产技术，有望受益于新能源行业快速发展所带来的线缆高分子材料需求提升。电线电缆、通信业务、充电桩及其他业务业绩表现有望稳步提升，预计公司业绩将持续增长。

对公司主营业务给出关键假设：

高分子材料：受新能源电能替代影响，线缆高分子材料需求高增。公司高分子材料产能持续扩张，高压方面目前已具备 220kV 电压等级绝缘料生产和批量外供能力，有望带来超高压绝缘料国产化。公司为国内低压线缆绝缘材料龙头，随技术提升及产能扩张市占率有望进一步提升，同时出口海外抢占海外低压绝缘材料市场。假设 22-24 年公司高分子材料收入增速为 27.03%/26.30%/20.00%，22-24 年毛利率分别为 16.93%/19.11%/19.63%，预计公司高分子材料收入稳步提升，随着公司毛利率更高的高压高分子材料出货占比提升，整体盈利有望随之提升。

电力产品：公司具备各类电缆生产能力，是国内拥有成熟线缆产业链的“综合线缆供应商”，产品大类主要包括电力电缆、防火耐火电缆、特种电缆、民用建筑线缆等，随电能替代带来的线缆需求增多，公司毛利有望小幅上涨。预计 22-24 年电线电缆业务稳定增长。假设 22-24 年收入增速为 15.00%/10.00%/10.00%，22-24 年毛利率分别为 13.50%/14.00%/14.50%。

通信产品：公司通信线缆中数据缆、安防缆、室内光缆三个战略性产品占比提升至 40%，子公司在北美市场不多扩张。工业运动线缆技术壁垒高，多年来主要由国外厂商供应。公司工业运动线缆产品国内技术领先，有国产替代提升在国内工业运动线缆领域的市场份额。假设 22-24 年收入增速为 19.93%/17.46%/18.98%，22-24 年毛利率分别为 18.60%/18.98%/19.35%，预计公司通信业务业绩稳步提升。

贸易及其他：公司多年布局充电桩业务，21 年实现充电桩总发电量 4 亿度，预计随电动车保有量增加及疫情影响恢复充电桩业务发电量有望继续提升。假设 22-24 年收入增速分别为 110.01%/12.86%/9.87%，22-24 年毛利率分别为 7.14%/12.59%/11.91%。

区别于市场的观点

市场担心国产电缆材料由于启动较晚，在技术方面较海外供应商存在劣势。实际上万马高分子目前所生产的 220kV 及以下高分子材料在质量方面完全能够符合国内各电缆厂商的要求，并且能够通过质量检测。除此之外，公司还正在向海外进一步扩张，目前在东南亚等海外区域都有高分子材料供应，不存在因质量、技术等问题而导致的产品出货受限。公司目前已具备 220kV 高分子材料批量供应能力，并且正在对 500kV 的材料进行研发，公司超高压产能不断扩张，有望抓住海缆等高压电缆迅速发展的趋势，实现业绩突破。

股价上涨催化剂

1、公司高分子材料产能持续扩张；2、公司成功具备 500kV 高分子材料生产能力；3、海缆等线缆行业需求不断提升，提升线缆高分子材料需求。

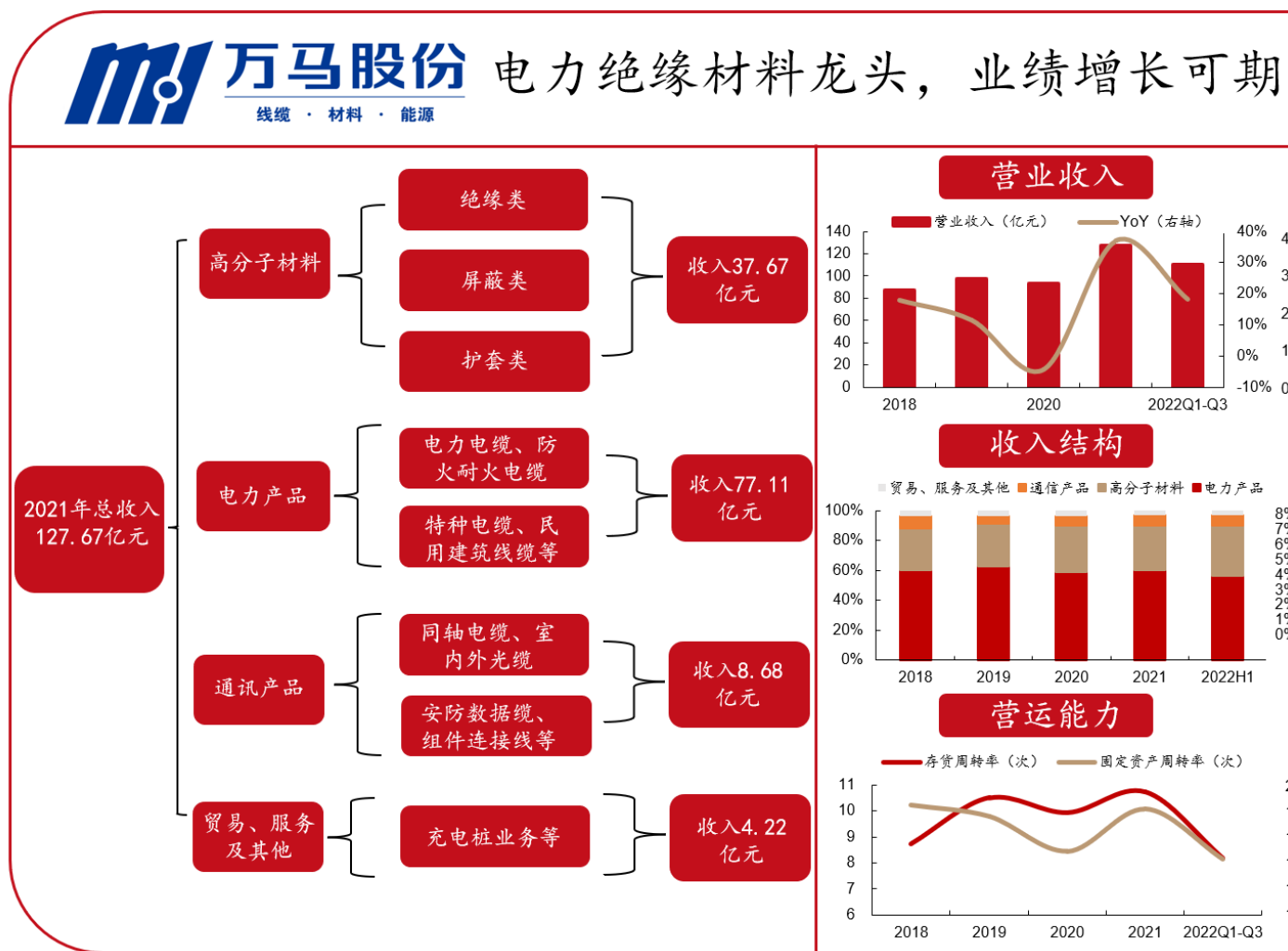
估值与目标价

预计22-24年公司归母净利润分别为4.18/6.80/8.53亿元,同比增长54.0%/62.9%/25.5%,对应EPS为0.40/0.66/0.82元。考虑到(1)受新能源电能替代高速发展影响,线缆高分子材料需求高增国产化空间大,公司作为国内线缆材料龙头有望迅速抢占国内市场空间;(2)国内企业目前已具备低压材料生产销售能力,在成本优势的加持下有望抢占海外低压线缆材料市场;(3)公司目前为国内唯一拥有220kV线缆绝缘材料生产外供能力的公司,高分子绝缘材料与屏蔽材料技术壁垒高,公司行业龙头地位相对稳固;(4)公司产能不断扩张,2022年底整体高分子材料产能已达55万吨,其中高压材料2万吨,23年产能持续扩张,高压材料产能扩张至4万吨,公司营收与利润有望齐升;(5)万马万华上下游一体化项目可为公司在提升高分子材料产能的同时提升毛利率,公司24、25年高分子材料业务有望获取高额利润。

我们采用分部估值法对公司进行估值。电线电缆业务和通信电缆业务方面,我们选取三家行业龙头企业,包括东方电缆、亨通光电、中天科技。三家2023年平均估值约为15XPE,我们给予公司电线电缆业务10XPE,通信业务除工业运动线缆外给予10XPE。由于公司通信业务中的工业运动线缆技术壁垒高,公司为我国机器人线缆龙头企业,有望引领该板块的国产化替代,给予一定估值溢价至35XPE。高分子材料业务我们选取普利特、格林美作为可比公司,2023年平均估值约为18XPE。公司目前高分子材料业务可分为高压高分子材料、低压高分子材料和其他高分子材料,其中高压高分子材料国产化替代空间大、壁垒高,同时公司为该材料唯一能实现外供的国内企业,我们给予高压高分子材料业务一定估值溢价至35XPE,低压高分子材料给予15XPE,其他高分子材料给予10XPE。预计公司电线电缆、通信线缆(除工业运动线缆)、工业运动线缆、高压高分子材料、低压高分子材料和其他高分子材料23年归母净利润分别为2.15/0.27/0.44/2.21/1.53/0.82亿元,对应估值分别为21.5/2.7/15.4/77.4/23.0/8.2亿元,合计市值约为148亿元,对应目标价13.28元,首次覆盖,给予“买入”评级。

万马股份核心指标概览

图 1：万马股份核心指标概览图



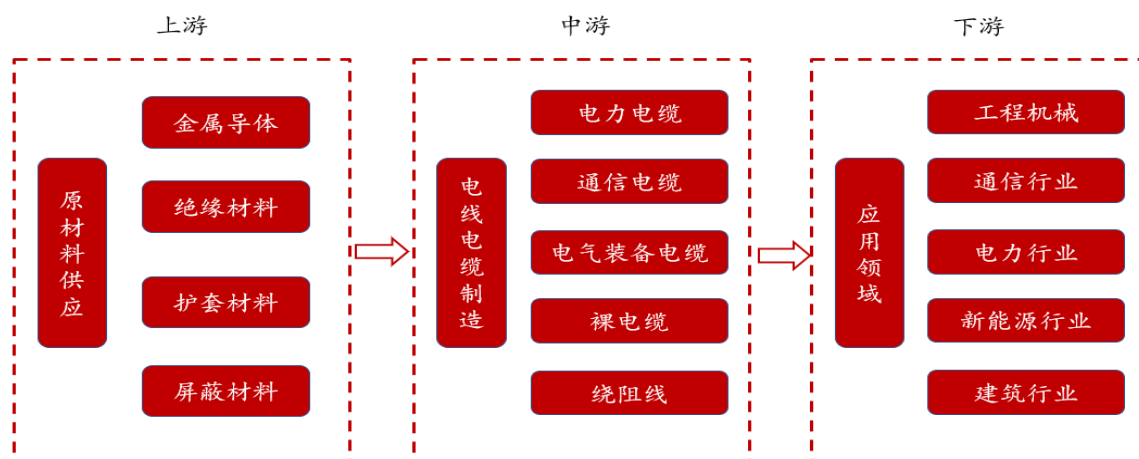
资料来源：公司官网，西部证券研发中心

一、深耕线缆行业，线缆高分子材料龙头企业

1.1 公司深耕线缆行业，“一体两翼”布局见成效

深耕线缆行业，线缆高分子材料龙头企业。公司立足线缆主业，拓展新材料版图，布局新能源产业，是国内少数几家具备全产业链能力的企业。2022年H1，电线电缆产品、高分子材料、通信产品、贸易及其他四项业务营收分别为40.48/23.67/5.30/2.06亿元，占收入比重分别为56.6%/33.1%/7.4%/2.9%。电线电缆方面，公司具备电力传输一体化解决能力，主要产品有超高压、中、低压电力电缆等全系列线缆产品共180多个品种，其中交联聚乙烯绝缘电缆最高电压等级可达500kV。产品应用覆盖全国，与下游应用行业客户均有合作，是国内规模较大的通信线缆制造企业。线缆材料方面，子公司万马高分子是线缆行业国内领先的新材料企业，专业从事绝缘材料、屏蔽材料、电缆用阻燃性材料以及环保型高分子新材料的研发、生产与销售。目前公司超高压绝缘料为国产品牌销量第一，屏蔽料、低烟无卤、PVC产品销量行业前三。新能源方面，公司作为国内最早进入充电桩领域的公司之一，已完成产业基础布局。万马新能源拥有从7kW到480kW功率的产品线，已实现对自有桩体及第三方企业桩接入、托管、运营等多种业务模式。

图2：电线电缆产业链结构



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

1.2 立足线缆主业，持续扩张高分子材料业务

立足线缆主业，大力拓展新材料业务。1989年公司创立，2007年成立浙江万马电缆股份有限公司，并于2009年7月在深交所上市。2012年，公司对旗下电缆产业实施重大资产重组，形成新智造、新材料、新能源三大事业群。2015年，公司拟实施增发，投资智能充电网络建设项目和年产5.6万吨高分子材料项目，于2017年完成资金募集，完善“一体两翼”布局。2020年，青岛海控入资万马股份。海控集团入主后，公司开展青岛万马海工装备产业园项目和湖州年产31万吨电缆材料项目等多个战略深化项目。青岛海工装备产业园项目于今年2月通过收购青岛海控未来城全部股权，获得一期建设用地，项目共两期完全建成达产后，预计年新增电缆产品销售收入约13亿元。2021年，公司高分子产业布局基本完成，杭州临安本部，清远、四川及湖州子公司一期项目均实现全面投产，预计高分子材料2022年产能达到55万吨。2022年8月公司发布公告，子公司万马高分

子拟与万华化学合作，投资建设年产能达60万吨的万马万华上下游一体化项目。

图3：公司发展历程

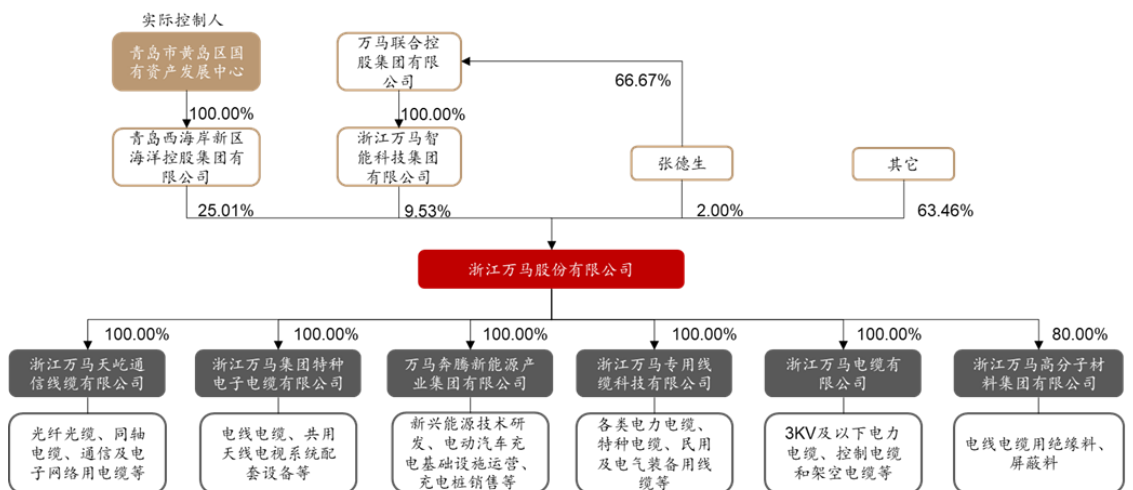


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

1.3 国资注入，公司开拓能力进一步增强

公司股权结构清晰。2020年9月，万马股份控股股东万马科技、张德生、陆珍玉与青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司签署了《股份转让协议》，将其持有的公司2.59亿股股份（占公司股本总额的25.01%）转让给海控集团。截至2023年2月，公司控制股东为青岛西海岸新区海洋控股集团，实际控制人为青岛市黄岛区国有资产发展中心，持股比例为25.01%。国有资产的注入，助力公司获得资本和资源优势，通过整合和协同拓宽产业发展领域，提升公司资信及市场开拓能力，深化“一体两翼”战略。

图4：公司股权结构



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

1.4 管理团队新旧融合

管理团队新旧融合，大部分具有青岛海控集团背景。万马集团董事长兼董事李刚，于2020年股权变更后聘为公司高管，在青岛有任职经历，2020年12月起任万马股份董事。董事李海全、高珊珊和危洪涛目前均在青岛西海岸新区海洋控股集团任职。副董事长张珊珊

目前同时在万马联合控股集团任职，董事徐兰芝曾为万马联合控股集团副总裁。

表 1：公司主要管理人员

姓名	性别	职务	主要工作经历
李刚	男	董事长、董事	1997年7月至2008年9月，担任经济日报《中国企业家》杂志社青岛办事处主任；2008年9月至2014年9月，担任青岛鹰奥置业有限公司总经理；2014年9月至2020年7月，担任特来电新能源股份有限公司副总裁。2020年12月至今，任本公司董事，副总经理。
张珊珊	女	副董事长、董事	2003年2月至2007年7月任浙江万马房地产集团有限公司成本控制中心主任；2007年7月至今，历任万马联合控股集团有限公司投资总监，副总裁，2019年10月至2020年12月2日，任本公司董事长，现任万马联合控股集团有限公司董事兼总经理，浙江万马智能科技集团有限公司董事，万马科技股份有限公司；2020年12月至今，任本公司副董事长，总经理。
徐兰芝	女	董事	2000年7月至2001年6月任地税培训中心培训教师，2001年7月至2018年9月历任莱茵达集团行政助理，总经理助理，项目总经理，莱茵置业副总，莱茵体育副总裁兼财务总监，莱茵达控股集团副总裁等，2018年10月至2020年12月任万马联合控股集团有限公司副总裁。2020年12月至今，任本公司董事，副总经理。
李海全	男	董事	曾任青岛胶南市旅游局科员，胶南市旅游局办公室副主任，青岛市黄岛区旅游局办公室主任，青岛西海岸旅游投资集团有限公司党委委员，董事，副总经理。现任青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司党委委员，副总裁。
高珊珊	女	董事	曾任青岛胶南市旅游局科员，胶南市旅游局办公室副主任，青岛市黄岛区旅游局办公室主任，青岛西海岸旅游投资集团有限公司党委委员，董事，副总经理。现任青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司党委委员，副总裁。
危洪涛	男	董事	2013年7月至2015年2月，历任上海市锦天城（北京）律师事务所律师助理，律师；2015年3月至2019年7月，任中泰证券股份有限公司投资银行业务委员会高级经理；2019年7月至今，历任青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司风控部负责人，投融资中心主任，投资管理部总监；2020年12月至今，兼任本公司监事会主席。

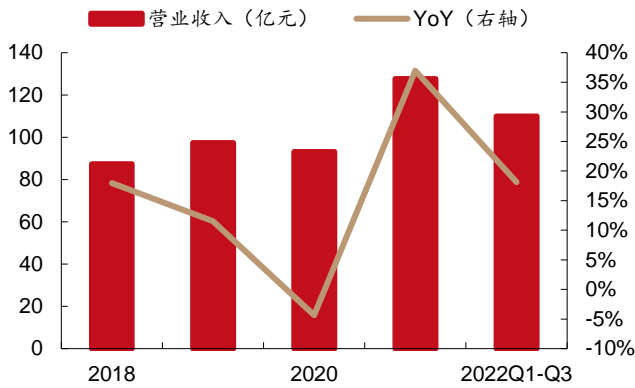
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

二、公司业绩稳健，增长潜力可期

2.1 公司业绩稳健增长，高分子材料收入增长较快

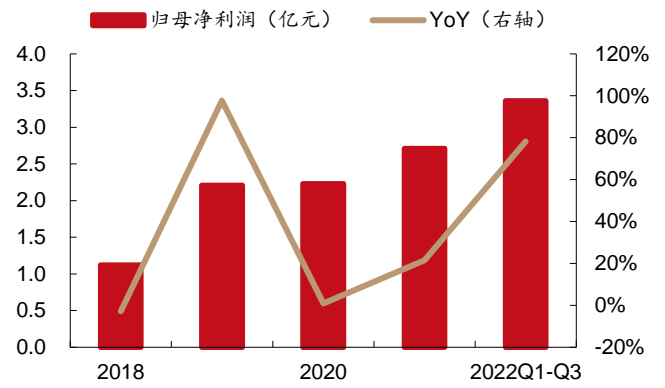
公司业绩稳健增长，盈利能力有望进一步提升。2018至2022Q1-Q3，公司营业收入分别为 87.40/97.45/93.22/127.67/109.94 亿元，同比 +17.97%/+11.51%/-4.35%/+36.96%/+18.15%。2021 年公司业绩增长显著，得益于电力电缆量利齐增，通信线缆国际业务增长，高分子国际业务突飞猛进。2018-2022Q1-Q3 公司归母净利润分别为 1.12/2.21/2.23/2.71/3.36 亿元，同比 -2.82%/+97.72%/+0.98%/+21.59%/+78.20%。2022 年前三季度归母净利润增速快主要系高分子材料板块持续发力，产品竞争力提升产能逐步释放，国际业务收入稳步增长，盈利能力显著增强。

图 5: 22Q1-Q3 公司营业收入+18.15%



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 6: 22Q1-Q3 公司归母净利润同比+78.2%

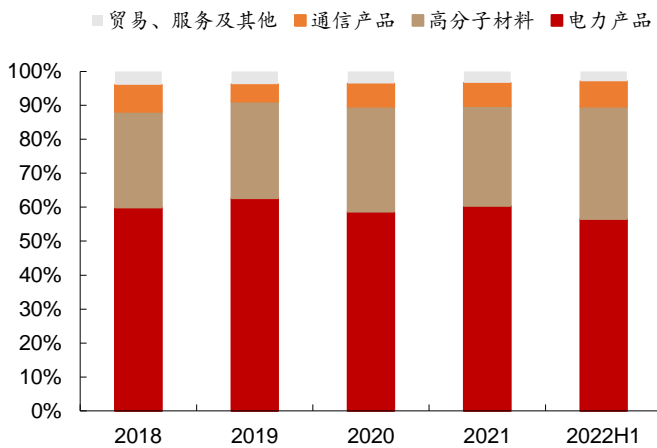


资料来源: Wind, 西部证券研发中心

电力产品收入保持稳定，高分子材料收入增长较快，通信业务受行业需求有一定波动。2022 年 H1 公司产品收入占比为电力产品 56.60%/高分子材料 33.10%/通信产品 7.42%/贸易及其他 2.88%。公司电力产品种类齐全，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。

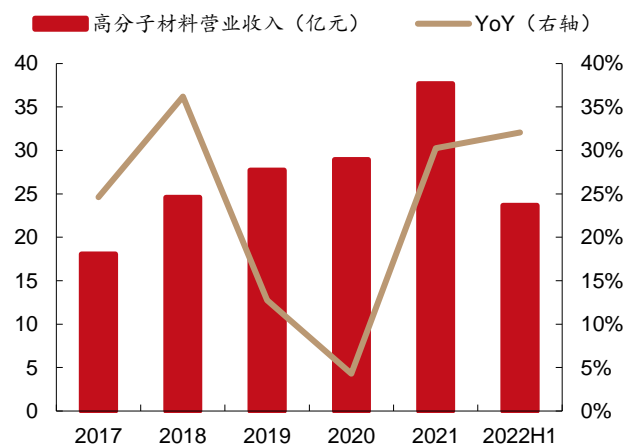
万马高分子业绩快速增长，产能加速扩张。万马高分子在电缆绝缘料领域市场占有率全国第一，同时自主研发的多项产品打破国际垄断，填补国内空白。2017-2021 年公司高分子材料收入分别 18.05/24.59/27.73/28.92/37.67 亿元，同比 +24.62%/+36.20%/+12.77%/+4.30%/+30.27%，17-21 年收入复合增速 20.19%。其高分子材料产品近几年营收同比不断增长，海外业务增势迅猛，随着产能的不断释放，业绩弹性有望持续提升。

图 7: 公司主营业务收入占比



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 8: 高分子材料营业收入



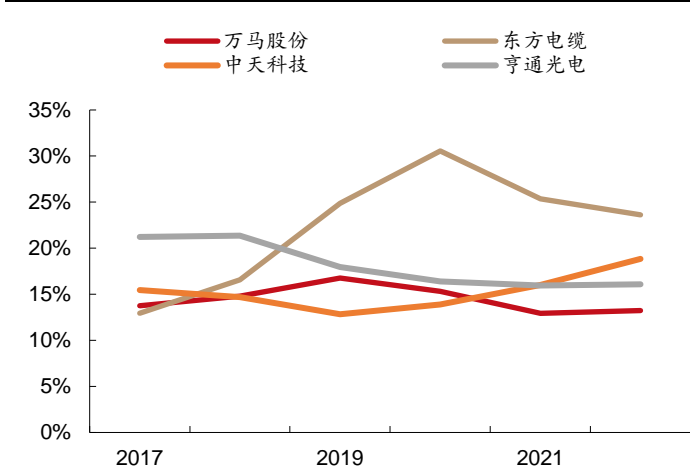
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

2.2 毛利率受大宗影响较大，期间费用率下降

毛利率较为稳健，受大宗影响较大。公司 18-22Q1-Q3 年毛利率分别 14.81%/16.76%/15.30%/12.93%/13.24%，其中 22 年 H1 电力线缆产品、高分子材料产

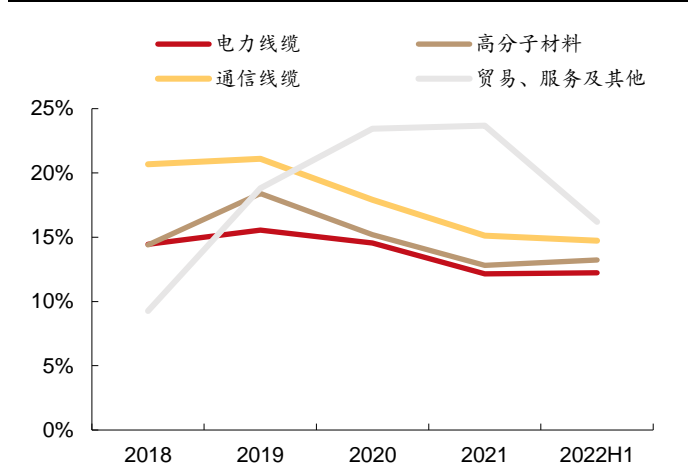
品、通信电缆产品和贸易、服务及其他产品的毛利率分别为12.24%/14.73%/13.22%/16.18%。22年Q1-Q3毛利率回升主要原因是公司内部成本管控精细化，另公司积极应对大宗原材料的价格波动，相对应的开展套期保值业务将成本控制一定范围内，从而加大盈利能力。与东方电缆、中天科技、亨通光电三家电缆厂商相比，公司毛利率稍低，主要原因是公司主要线缆产品为综合线缆，具备高毛利率的高压海缆产品外供相对于其他同行业公司较少。

图 9：电缆相关企业综合毛利率对比



资料来源：Wind，西部证券研发中心

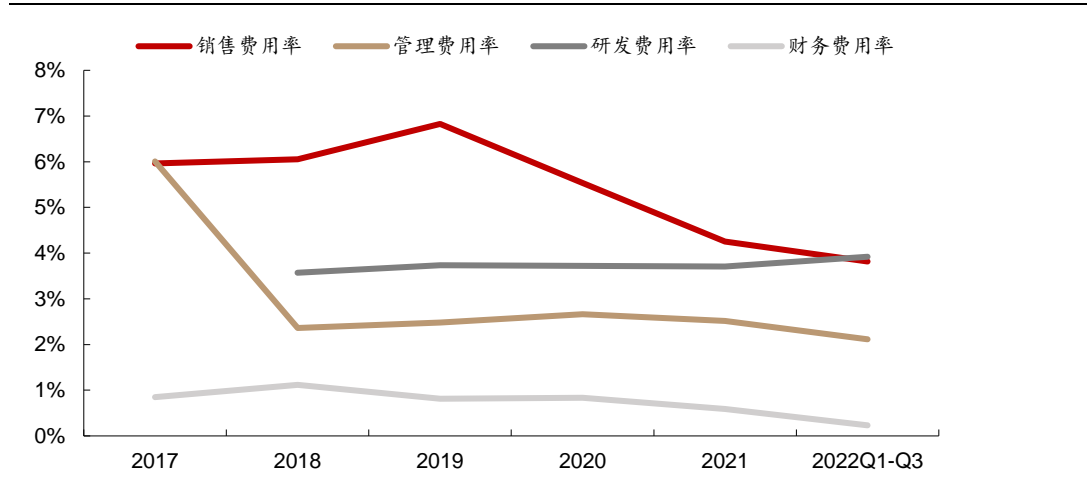
图 10：公司主营业务毛利率



资料来源：Wind，西部证券研发中心

期间费用率呈下降趋势，公司费用管控力较强。近年来公司提质降本增效，期间费用率呈下降趋势。2022年Q1-Q3公司销售/管理/研发/财务费用率分别为3.82%/2.11%/3.92%/0.23%，同比-0.29/-0.24/+0.42/-0.38pct，研发费用率提高系公司持续加强核心产品研发、关键技术攻关及发明专利技术的产品研发应用，加大研发投入所致。除研发费用率有所提高外其余均下降，公司费用管控力较强。

图 11：公司各项费率控制良好



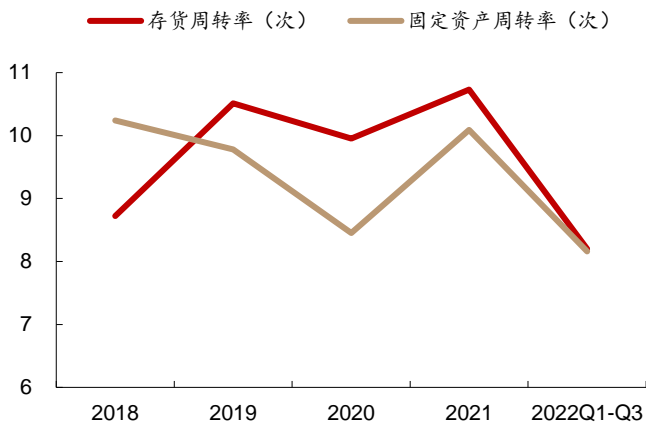
资料来源：Wind，西部证券研发中心

2.3 公司营运能力稳定，回款情况优化

公司营运能力稳定。2022Q1-Q3 存货周转率为 8.2 次，固定资产周转率为 8.16 次。从更长的时间跨度来看，公司近几年存货周转率及固定资产周转率较为稳定，有小幅改善。另

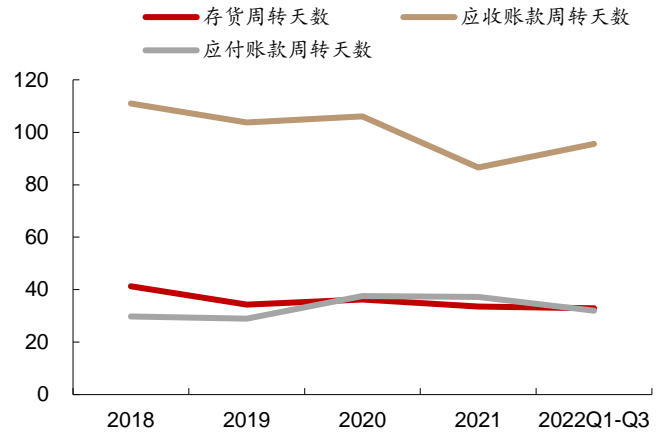
一方面，公司也在加速应收账款周转，存货周转也维持稳定水平，2020年和2021年净营业周期分别为104.72天和82.89天，同比-4.36/-21.83天，回款情况进一步优化。

图 12：公司年度营运能力保持稳定



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 13：公司净营业周期控制良好

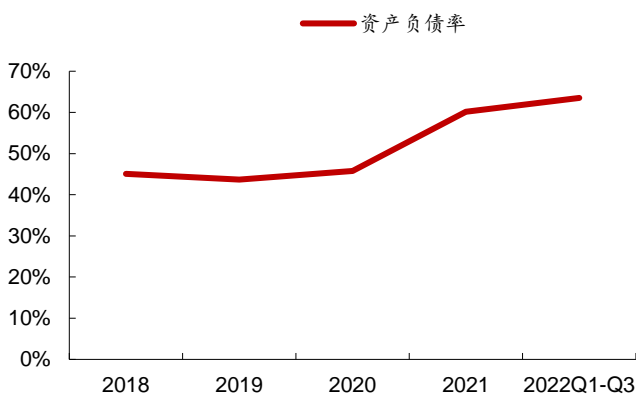


资料来源：Wind，西部证券研发中心

2.4 公司长期偿债能力有所下降，现金流状况良好

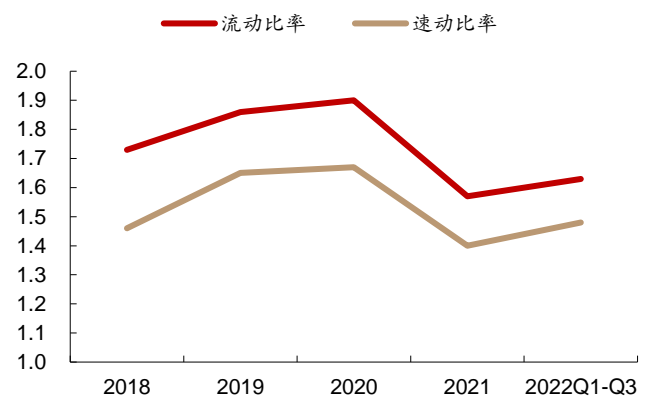
公司资产负债率逐步增长，长期偿债能力有所下降。22年Q1-Q3公司资产负债率为63.51%，主要原因是主要原材料铜等的价格大幅上涨，导致资金占用增加所致。公司有息负债上升有限，所以使用承兑汇票等资金成本较低的方式来支付原材料采购。流动比率与速动比率方面，2022年Q1-Q3分别为1.63/1.48，较21年有明显改善，短期偿债能力回升。

图 14：公司资产负债率



资料来源：Wind，西部证券研发中心

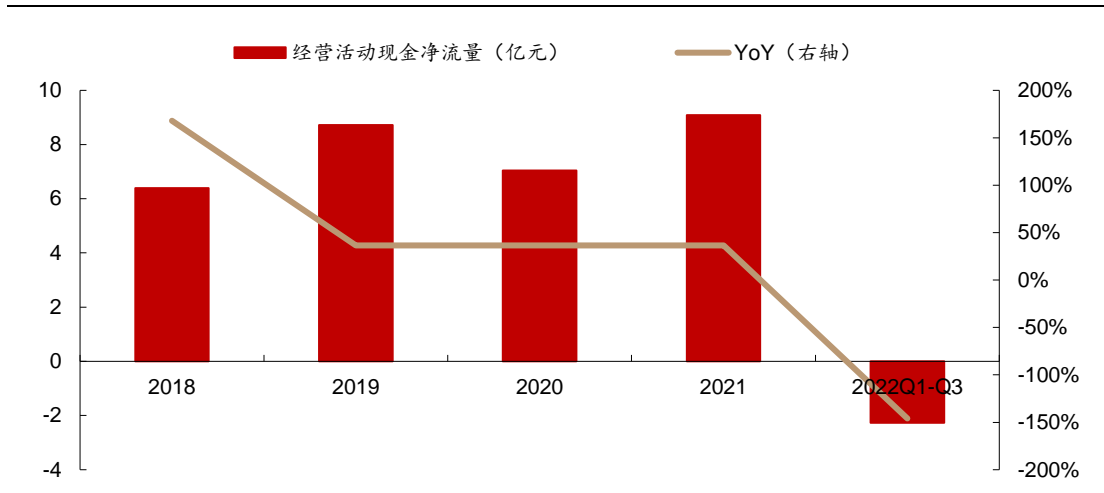
图 15：公司短期偿债能力强



资料来源：Wind，西部证券研发中心

公司现金流状况良好，近几年经营活动现金净流量逐步增长。公司2022年Q1-Q3经营活动现金净流量为-2.27亿元，同比-145.95%。主要系销售规模增长，回笼存在帐期，同时采购付现、票据到期部分支付现金增加所致。随线缆板块、高分子材料产品订单增加，同比增幅明显，规模效应进一步凸显，2022年现金净流量有望好转。

图 16: 公司现金流情况良好



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

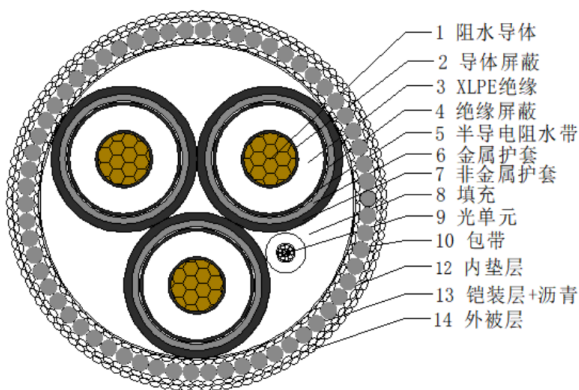
三、线缆绝缘料绝对龙头，高分子材料业务放量在即

3.1 电力绝缘材料壁垒高，高压材料进口替代持续推进

3.1.1 绝缘、屏蔽料是线缆技术核心，目前以XLPE绝缘材料为主

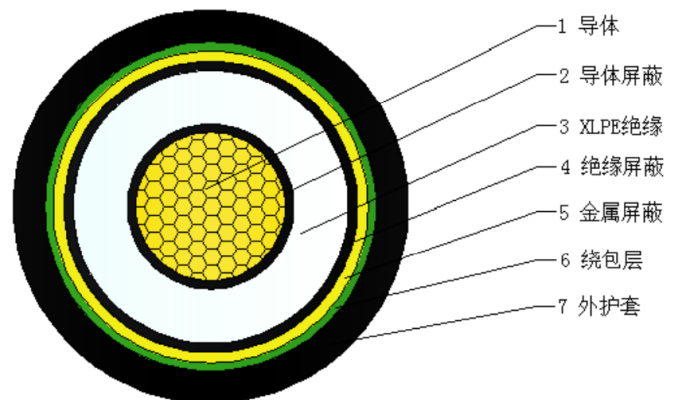
绝缘与屏蔽层是电缆的重要组成部分，直接影响电缆性能。从电缆的设计来看，粗略而言一根电缆一般由导体、内外屏蔽层、绝缘层、金属屏蔽层和外护套组成。由于电缆导体是由多根导线绞合制作而成，其与绝缘层之间存在间隙，会造成电场集中等后果。而内外屏蔽层可填补这些缝隙，避免导体与绝缘层之间发生局部放电的问题，提高电缆的绝缘性能。绝缘层可以将导体线芯与其他不同相线芯及大地在电气上隔离，保证了电缆在输送电能时不发生相对地或相间击穿短路。绝缘层和屏蔽层能够直接影响电缆的性能，是交联电缆的技术核心。

图 17: 三芯交联聚乙烯绝缘海缆



资料来源: 中天科技招股书, 西部证券研究发展中心

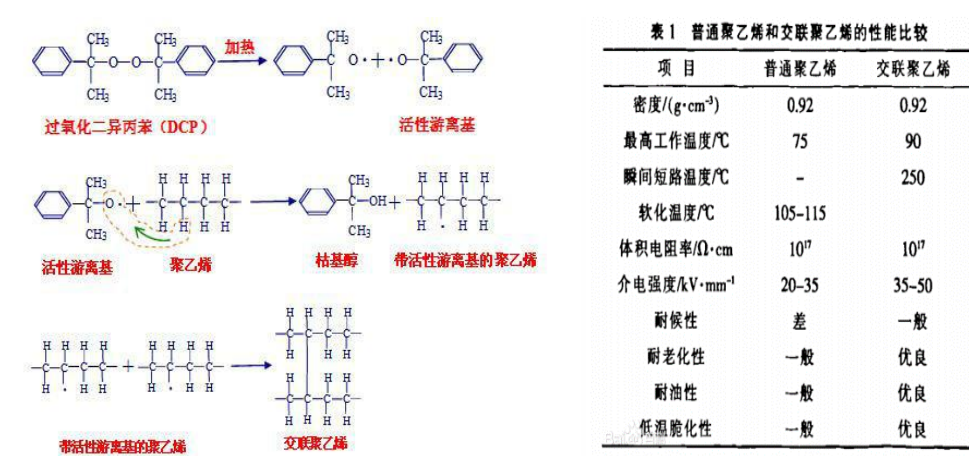
图 18: 单芯交联聚乙烯绝缘陆缆



资料来源: 中天科技招股书, 西部证券研究发展中心

交联聚乙烯（XLPE）已经成为电缆绝缘的主流材料。电线电缆的绝缘性能对其性能至关重要。上世纪及以前，电缆普遍使用液态材料作为绝缘层，随着聚合物技术的发展，聚乙烯（PE）、聚氯乙烯（PVC）、聚丙烯（PP）等聚烯烃类或橡胶类固态绝缘技术逐渐成为主流。聚乙烯（PE）交联技术是提高其材料性能的重要手段之一。经过交联改性的PE可使其性能得到大幅度的改善，不仅显著提高了PE的力学性能、耐环境应力开裂性能、耐化学药品腐蚀性能、抗蠕变性和电性能等综合性能，而且明显提高了耐温等级，可使PE的耐热温度从70℃提高到100℃以上，从而大大拓宽了PE的应用领域。交联聚乙烯绝缘是聚乙烯在高能射线（如γ射线、α射线、电子射线等）或交联剂的作用下，使其大分子之间生成交联，可提高其耐热等性能。采用交联聚乙烯作绝缘的电缆，其长期工作温度可提高到90℃，能承受的瞬时短路温度可达170-250℃。

图 19：交联聚乙烯分子结构



资料来源：公司官网，西部证券研究发展中心

3.1.2 高压绝缘料生产壁垒高，万马国内技术领先

高压绝缘料与屏蔽料工艺要求高，国家各项标准做出要求。对于更高电压等级的电缆而言，其绝缘系统的纯净度和均匀度要求也会随之增加。国家与行业标准严格限制了绝缘屏蔽材料的光滑性和导电性。光滑性能方面，国家严格限制了绝缘介质中微孔和突起的大小，以GB/T18890.1—2015标准为例，半导体屏蔽层与绝缘层的界面上应无大于0.05mm的微孔和大于0.08mm的突起。半导体特性方面，GB/T18890.1—2015等标准要求导体在90℃时，老化前后内屏蔽层的电阻不得超过1000Ωm，外屏蔽层不得超过500Ωm。

表 2：国家相关屏蔽层技术要求

标准/技术规范	表面光滑度	老化前后体积电阻率
GB/T11071.1--2014	微孔≤0.05mm 突起≤0.125mm	90℃，内屏蔽层电阻率≤1000Ωm 外屏蔽层电阻率≤500Ωm
GB/T18890.1--2015	微孔≤0.05mm 突起≤0.08mm	90℃，内屏蔽层电阻率≤1000Ωm 外屏蔽层电阻率≤500Ωm
GB/T22078.1--2008	微孔≤0.02mm 突起≤0.05mm	90℃，内屏蔽层电阻率≤1000Ωm 外屏蔽层电阻率≤500Ωm
IEC-62067		90℃，内屏蔽层电阻率≤1000Ωm 外屏蔽层电阻率≤500Ωm
TICW7.1--2012	微孔≤0.05mm	90℃，内屏蔽层电阻率≤1000Ωm

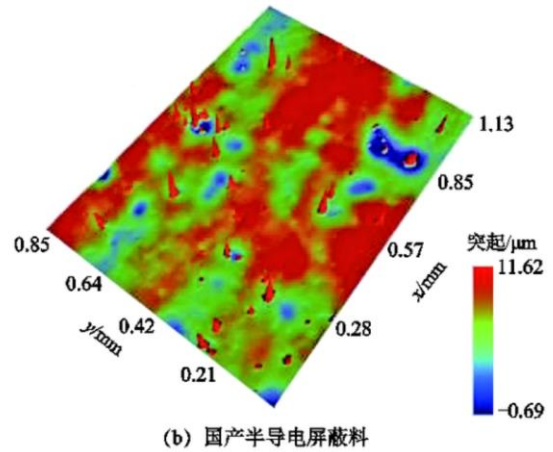
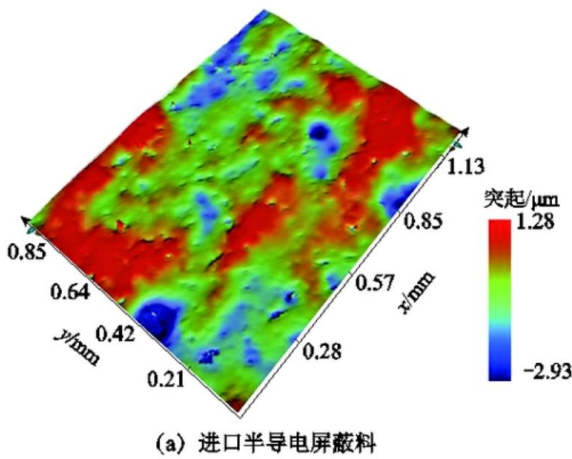
标准/技术规范	表面光滑度	老化前后体积电阻率
	突起 $\leq 0.125\text{mm}$	外屏蔽层电阻率 $\leq 500\Omega\text{m}$

资料来源：《高压电缆半导体屏蔽材料研究进展与展望》，西部证券研发中心

我国高压高分子材料生产技术研发处于初期阶段，仅少数企业掌握。报告《高压电缆半导体屏蔽材料研究进展与展望》采用了白光干涉三维表面轮廓扫描技术对比了进口和某国产 220kV 高压电缆半导体屏蔽层表面形态。根据图片所示，进口屏蔽料的突起范围在 $1.28\mu\text{m} - (-2.93)\mu\text{m}$ ，整体表面较为平滑，没有较为明显的突起。而某国产 220kV 屏蔽料仅观察图片便可发现较多的突起，实际突起范围在 $11.62\mu\text{m} - (-0.69)\mu\text{m}$ 。试验表明在高压电缆材料的生产技术上我国还有所欠缺，目前我国仅有少数企业具备高压电缆材料生产能力。

图 20：进口 220kV 半导体屏蔽料表面图

图 21：国产 220kV 半导体屏蔽料表面图



资料来源：《高压电缆半导体屏蔽材料研究进展与展望》，西部证券研发中心

资料来源：《高压电缆半导体屏蔽材料研究进展与展望》，西部证券研发中心

目前我国高压绝缘料仅有万马具备批量供应能力。110kV-220kV 高压电缆材料我国目前依然主要依赖于国外进口，其中北欧化工占据了我国市场的大部分，且其产能多为高压材料，其他海外供应商包括陶氏、韩华、LG 等。国内方面具备高压材料生产能力的企业包括江苏德威、青岛汉缆、燕山石化、万马股份等，但总的来看目前存在外部供应能力的且已被下游客户认证的国内企业仅有万马股份一家。截至 2022 年底，万马已具备 2 万吨高压高分子材料生产能力，2023 年万马将有一条 2 万吨的新高压材料产线投产，总高压材料产能增至 4 万吨。

国内高压屏蔽料仅有少数企业可生产，万马为绝对龙头供应企业。110kV 等级屏蔽料目前有江阴海江、万马高分子、苏州双虎、江苏双鑫新材料等少数几家企业可以生产，220kV 等级的屏蔽料目前仅万马高分子、江苏双鑫有生产线。

3.1.3 新能源电能替代推动电缆绝缘料需求，高压材料具备国产替代空间

新能源发展迅速，随之而来的是线缆需求增加。近年来新能源发展迅速，根据国家能源局数据，22 年全国光伏新增装机同比+59%，风电新增装机同比-21%，电能替代带来的线缆需求急剧提升。而目前具备批量 220kV 高压电缆材料供应能力的供应商以海外厂商为主，

主要是北欧化学和陶氏化学两家。随之而来的是国内电缆企业议价能力较低，需承受高昂的绝缘、屏蔽材料价格。除此之外，国内电缆厂商会承受一定供应链方面的风险，我国国产高压电缆材料替代空间大。

假设 2022 年国内陆缆高压绝缘材料需求为 15 万吨，以均价 2.3 万元每吨测算，22 年国内高压电缆材料市场空间可达 35 亿元。设超高压电缆材料需求增速为 20%，预计至 25 年我国高压高分子材料市场空间可达 60 亿元，市场空间巨大。

表 3：预计 25 年陆缆高压绝缘材料市场空间可达 60 亿元

	2022E	2023E	2024E	2025E
超高压需求(万吨)	15.0	18.0	21.6	25.9
需求增速		20%	20%	20%
110kV 以上材料单价(万元/吨)	2.30	2.30	2.30	2.30
超高压市场空间(亿元)	35	41	50	60

资料来源：中电联，西部证券研发中心

3.1.4 万马高分子材料技术优势明显，高压产能扩张有望形成国产化替代

万马高分子研发能力优异，产品质量获多项质量认证证明。万马高分子拥有博士后科研工作站、省级新材料研究院，下设多个研究所和技术部、22 个实验室、6 个中试车间，拥有多名博士在内的 100 多名专业研发团队。在设备方面，公司配备了国内外先进的实验设备和检测设备，与国内多所知名院校、研究机构开展产学研合作，通地跨界合作产生解决方案，建立了杭州师范大学实践教育基地、国家地方联合低烟无卤产品中试基地等多个实验基地。产品质量方面，万马高分子通过 ISO9001、ISO14001、OHSAS18001 三体系认证，同时取得 UL、TUV、NSF 等产品认证。多年来万马高分子的产品一直处于行业领先水平，受到国内外各家下游企业广泛认可。

图 22：万马高分子部分专利及研究基地证书



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

图 23：万马高分子部分产品质量认证证书



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

万马高分子打破国外垄断，实现国产替代的市场红利。经过不断的研发，目前万马股份是国内唯一可以批量生产 220kV 及以上超净绝缘材料和电缆抗水树绝缘材料的企业，打破了陶氏化学等国外公司的长期垄断，是高压电缆绝缘料国产替代的绝对龙头。公司掌握并

拥有自主知识产权的其他技术包括“超净 XLPE 绝缘料配方技术”、“后吸法工艺”等。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。

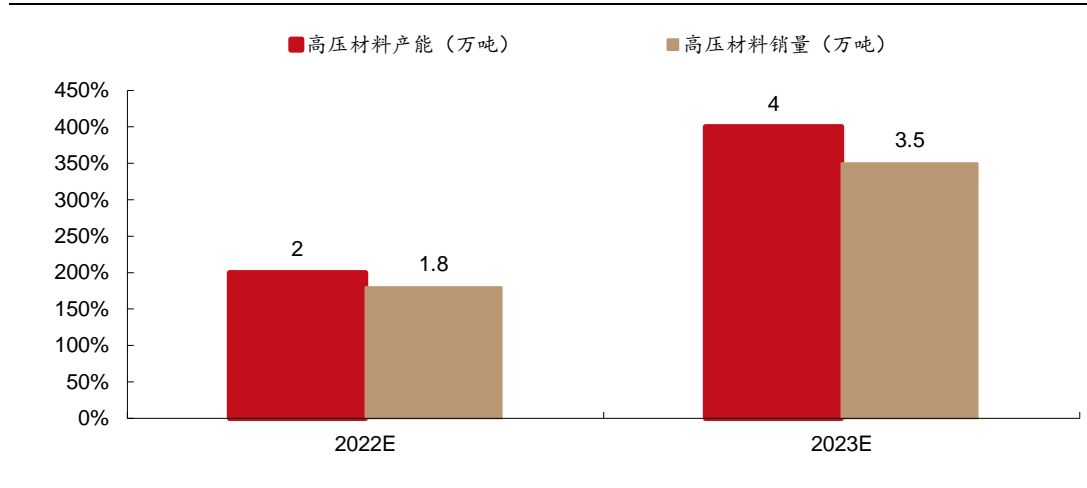
表 4：公司部分核心技术及国家重点发明专利

公司核心技术	国家重点发明专利
超净 XLPE 绝缘料配方技术	抗水树电缆绝缘料
后吸法工艺	新能源车载用线缆用弹性体
净化处理技术	交联聚乙烯电缆料耐水树试验装置
炭黑分散技术	电缆料的后吸法工艺
炭黑过滤技术	高压直流输电电缆用绝缘材料
水下切粒技术	高压电缆用绝缘材料及制备方法
阻燃剂处理技术	一种抗开裂热塑性低烟无卤阻燃聚烯烃电缆料

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

万马产能扩张顺利，高压材料有望进口替代抢占国内市场空间。截至 2022 年底，万马高分子已具备 2 万吨高压材料产能，目前高压二期产线已经接近投产，至 2023 年底公司有望合计拥有 4 万吨高压材料产能，产能扩张迅速。销量方面，目前高压二期产线已开始试生产，23 年全年有望投放 1.5 万吨左右的高压材料销量，加上原有的 2 万吨产能全部释放，全年有望销售 3.5 万吨高压材料。

图 24：公司高压材料产能及销量预测



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

除高压绝缘和屏蔽料之外，其他产品种类齐全，技术先进。公司还成功研制出 110kV 及以上聚丙烯电缆料，预期成果将实现 110kV 及以上环保型可回收高压交直流电缆料的国产化。护套类产品包括 PVC、低烟无卤、阻燃 PE 等产品。这既促进了“碳排放双控”指标的实现，填补了国内环保型改性聚丙烯绝缘材料的空白，又提高了电力电缆的新品研发和整体技术水平，助推行业实现革命性产业升级。

图 25：自交联低烟无卤电缆工艺



资料来源：公司官网，西部证券研究发展中心

3.1.5 公司高分子材料下游客户包括各家国内龙头

公司销售网络发达，万马高分子主要的服务客户群是国内电缆龙头。公司下游客户广泛，高峰时期公司的总客户量达 2000 多家。其中公司高压高分子材料已成功供货到多家下游龙头电缆公司，东方电缆、中天科技、远东股份等都为公司客户。万马高分子各个电压等级的电缆材料生产规模在国内遥遥领先，形成了较强的竞争优势。

图 26：公司国内销售网络



资料来源：公司官网，西部证券研究发展中心

图 27：公司部分国内重点客户



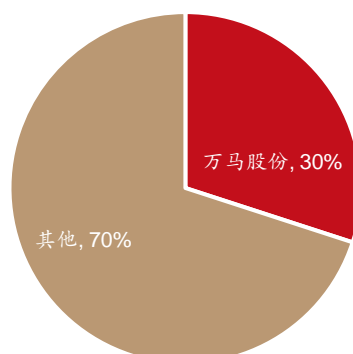
资料来源：公司官网，西部证券研究发展中心

3.2 低压高分子材料龙头，有望抢占海外市场

3.2.1 我国低压高分子材料已完成国产化，有望抢占海外高分子材料市场

低压线缆高分子材料已完全实现国产化，万马处于领先地位。我国 35kV 以下中低压电缆的 XLPE 绝缘料起步时间较早，目前已全部实现国产化。其中的龙头企业包括万马高分子、青岛汉缆等，其中万马高分子在 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，在国内市场市占率约为 30%。

图 28: 万马股份国内市占率



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

目前我国低压电缆材料已完成国产化, 有望进一步抢占海外低压高分子材料市场。目前我国已完全实现低压电缆高分子材料的自给自足, 部分龙头企业已将目标瞄准至出口。

国内方面, 预计 2022 年陆缆低压材料市场需求共 100 万吨, 以国内陆缆 66kV 及以下单价 1 万元/吨均价测算, 预计 2022 年国内低压材料市场空间为 100 亿元, 假设国内需求增速稳定在 15% 左右, 至 2025 年市场空间可达 152 亿元。万马目前已是国内高分子材料行业龙头, 预计公司将在提升技术能力的同时进一步扩张产能, 提升国内市占率。

对比海外高分子材料供应商, 在低压陆缆绝缘材料领域国产产品与海外产品并不存在技术差距, 而在成本方面, 国产产品低于海外企业所生产的产品。假设海外陆缆低压材料 22 年需求为 150 万吨, 以海外销售均价为 1.1 万元/吨测算, 则 22 年海外低压材料市场空间为 165 亿元。假设海外低压材料市场需求保持 15% 增速, 则至 2025 年海外低压材料市场空间可达 251 亿元。万马正积极拓展海外市场以抢占海外低压材料市场空间, 公司盈利水平及业绩有望同步提升。

表 5: 国内陆缆低压材料市场空间预测 (亿元)

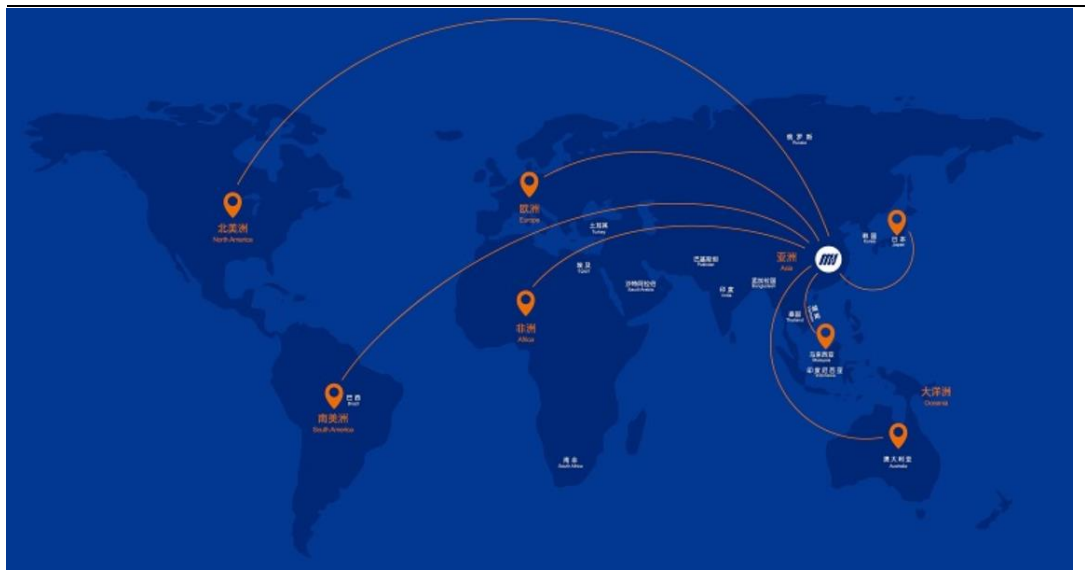
	2022E	2023E	2024E	2025E
国内低压材料市场需求 (万吨)	100	115	132	152
需求增速		15%	15%	15%
国内 66kV 及以下单价 (万元/吨)	1	1	1	1
国内低压市场空间 (亿元)	100	115	132	152
海外低压材料市场需求 (万吨)	150	173	198	228
需求增速		15%	15%	15%
出口 66kV 及以下单价 (万元/吨)	1.10	1.10	1.10	1.10
海外低压市场空间 (亿元)	165	190	218	251

资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

后疫情时代抢抓机遇，主动出击。在2022年底，疫情放开初期，备受市场关注的杭州组团出海抢单中，万马股份也抢抓机遇，主动出击。公司积极参与12月19日在迪拜世贸中心举办的中国（阿联酋）贸易博览会，拿下了超百平的展位，全方位展示万马的产品和竞争优势。

万马高分子的海外市场实现全品类销售，客户遍及亚、非、美、欧各大洲。万马高分子的各类产品远销海外，与多家全球知名企业成为长期合作伙伴，例如菲尔普斯、普利斯曼等，数量已达443家。

图 29：万马高分子外销渠道

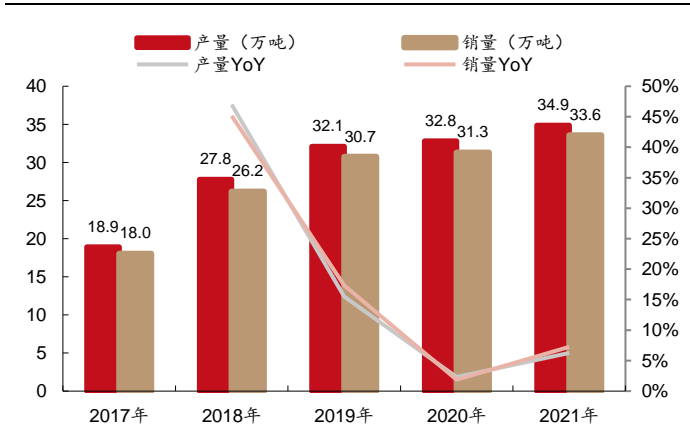


资料来源：公司官网，西部证券研发中心

3.2.2 高分子材料产能不断扩张，与万华化学合作有望实现降本

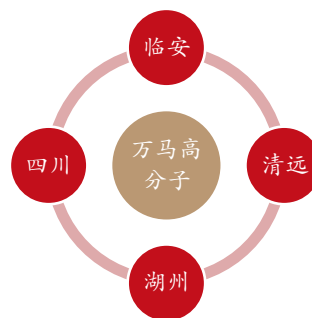
万马高分子产能充足，超高压绝缘料产能快速增长。万马高分子产业布局基本完成，杭州临安本部，清远、四川及湖州子公司一期项目均实现全面投产运行。至2022年底，公司高分子材料产能预计约55万吨，基本覆盖了电缆材料的所有大类，其中超高压（110kV-220kV）产能在2万吨左右，其余53万吨产能中除屏蔽料及PVC等材料外大部分为低压绝缘材料。

图 30：2017-2021 年公司高分子材料产量与销量



资料来源：公司官网，西部证券研究发展中心

图 31：万马高分子产能分布



资料来源：公司官网，西部证券研究发展中心

万马高分子与万华化学合作，共同投资万马万华上下游一体化项目。万马高分子（持股60%）与万华化学（持股40%）拟在福建共同投资建设“万马万华上下游一体化项目”，来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，践行绿色、节能、低碳等国家战略，提升产品品质，实现产品结构的优化升级，培育公司在新材料领域创新发展的新引擎。

项目建设共分两期，最早有望24年投产。一期为环保型硅烷交联电缆料项目（30万吨），二期为环保型化学交联电缆料项目（30万吨）。万马万华上下游一体化项目建成后，总产能具备年产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。预计新投产产能高压材料占比高，在生产成本降低、生产效率提高且生产更高毛利率的高压材料背景下，公司盈利能力有望进一步增强。

预计一体化模式降本效果显著，原材料成本有望降低。此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对接，使得万华化学生产的基础石化原料直接转化为电缆材料，不需要经历造粒环节，是最高效率的电缆料生产方式，是国内首次采用此生产方式的项目。这种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，预计原材料降本可达6%至7%，不仅节约了成本，而且大幅度减少碳排放，符合国家碳中和战略要求。

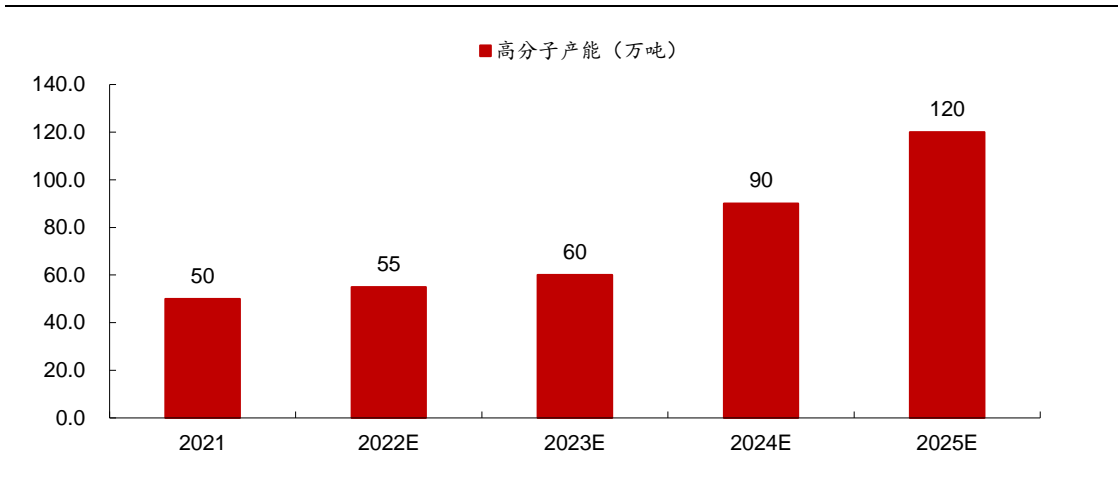
图 32：万马高分子与万华化学深度合作



资料来源：公司官网，西部证券研究发展中心

一体化项目新增产能满足订单需求，持续带来净利润。目前万华一体化产能投产时间尚不明确，我们假设一期30万吨在2024年投产，二期30万吨在2025年投产。

图 33: 万马高分子近几年产能预测



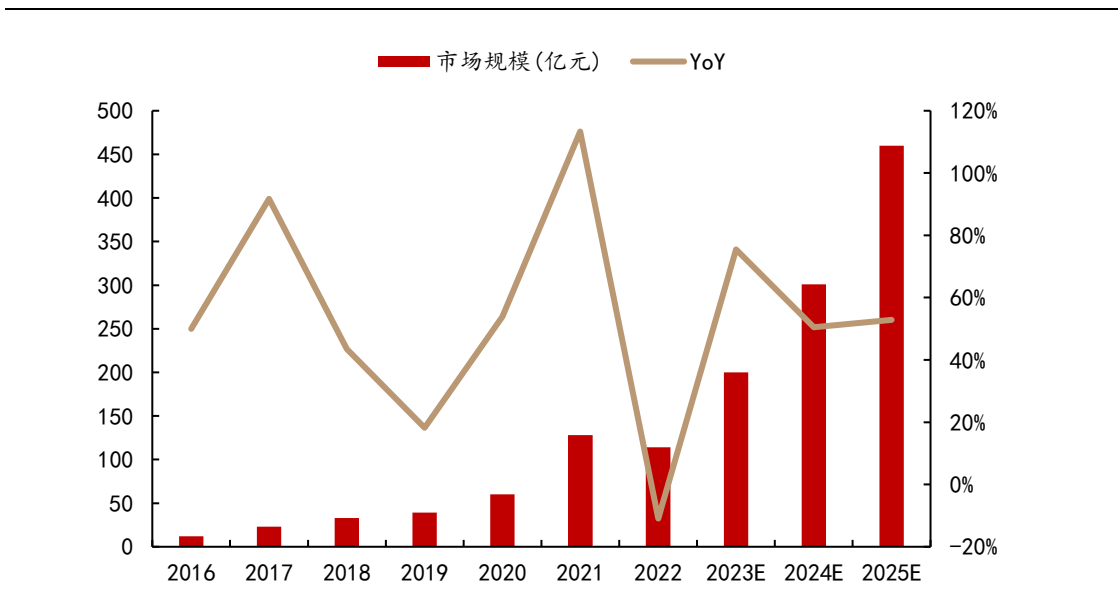
资料来源: 公司官网, 西部证券研究发展中心

3.3海缆绝缘料市场空间广阔, 公司已具备小批量超高压材料供应能力

3.3.1海缆需求高增带动电缆绝缘料市场

海风装机快速增长带动海缆市场规模大幅提升。据我们不完全统计, 目前国内已有福建、海南、广东、江苏等多个省份发布海上风电“十四五”期间规划, 合计规划装机容量约75.49GW, 规划中要求25年底前预计完成建设和并网的项目的装机容量超过60GW。2022年全年海上风机招标量为15.76GW, 较21年全年海上风机招标量同比+426.67%。预计23-25年国内海风新增装机将分别为10/14/20GW, 以23-25年1GW海风装机量对应海缆需求为20/21.5/23亿元计算, 预计23-25年国内海缆需求将分别为200/301/460亿元, CAGR达52%, 海缆市场规模提升迅速。

图 34: 中国海缆市场规模及增速



资料来源: CWEC, 西部证券研发中心

海上风电大型化趋势带动高压海缆需求。随着国内海上风电向大型化和远海化发展, 110kV 输电缆已无法满足大容量电能集成后向陆上升压站输送的要求, 因此高压海缆迎来

了开发和应用的發展新机遇。根据 23 年海缆招标预测，预计 2023 年海缆招标项目容量将达 13GW。分电压等级看，23 年大部分海风项目海缆将仍采用 220kv 电缆，占比达 72%。青州五、七项目、帆石一、帆石二项目都将采用 500kv 电压等级电缆，其中青州五、七项目将使用柔直电缆，帆石一、帆石二项目将采用交流电缆。预计至 25 年高电压等级的 330kv 和 500kv 交流电缆占比可达 50%，220kv 交流电缆仍将占比 50%左右。

表 6：23 年国内高电压等级海缆招标项目

省份	项目名称	项目容量 (MW)	电压等级	产品类型	招标进度
广东省	三峡青洲五、七海上风电项目	2000	500kV	柔直电缆	23 年 1 月开启招标
	中广核阳江帆石一海上风电项目	1000	500kV	交流电缆	预计 23 年 Q2 招标
	中广核阳江帆石二海上风电项目	1000	500kV	交流电缆	预计 23 年招标
	惠州港口二 PB 海上风电项目	300	220kV	交流电缆	预计 23 年招标
山东省	湛江徐闻海上风电项目增容项目	300	220kV	交流电缆	23 年 1 月亨通光电中标
	华能山东半岛北 BW 场址海上风电项目	510	220kV	交流电缆	23 年 1 月开始招标
	国华投资山东半岛南 U2 场址	600	220kV	交流电缆	预计 23 年招标
广西	三峡能源山东牟平 BDB6#一期海上风电项目	300	220kV	交流电缆	23 年 2 月已开启招标
海南省	防城港海上风电示范项目 A 场址项目	700	220kV	交流电缆	预计 23 年招标
浙江省	中能海南 CZ2 海上风电示范项目	1200	220kV	交流电缆	已开工建设
	中海油海南 CZ7 海上风电示范项目	1503.5	220kV	交流电缆	预计 23 年招标
福建省	华电玉环海上风电二期工程	500	220kV	交流电缆	预计 23 年招标
	福建漳浦六鳌海上风电二期项目	400	220kV	交流电缆	预计 23 年招标
江苏省	福建省 2022 年首批海上风电竞争性配置	1000	220kV	交流电缆	预计 23 年招标
辽宁省	江苏省 2021 年度海上风电项目竞争性配置	1650	220kV	交流电缆	预计 23 年 3-4 月启动招标
合计	三峡能源大连庄河海上风电项目	250	220kV	交流电缆	预计 23 年招标
		13213.5			

资料来源：比地招标网，西部证券研发中心

3.3.2海缆绝缘料市场空间广阔，万马已具备小批量220kV高压材料供应能力

超高压绝缘料市场空间广阔。由于近年来海上风机大型化、深海化趋势明显，海风送出电缆电压等级已从 220kV 朝 500kV 迈进。根据招标情况及 66kV 及以下场内缆的需求和价格进行大致测算，25 年 66kV 及以下海缆绝缘材料空间可达 2.4 亿元。送出缆方面，目前 220kV、330kV 及以上电压等级送出缆占比约为 75%/25%，目前 500kV 需求仍未大规模起量，预计至 2025 年 330kV 及以上电压等级电缆招标占比可达 50%左右。根据海缆项目招标的离岸距离、海缆绝缘料用量、绝缘材料价格进行大致测算，可得 22 年 110kV 及 220kV 海缆绝缘材料市场空间约为 2.5 亿元、330kV 及 500kV 海缆绝缘材料市场空间约为 2.9 亿元，合计 5.4 亿元。随海缆项目平均长度边长、海风装机量提升，至 2025 年国内 110kV 及 220kV 绝缘料市场空间可达 8.9 亿元，330kV 及 500kV 绝缘料市场空间可达 28.9 亿元。综合场内缆及送出缆，至 25 年海缆绝缘料市场空间可达 40.21 亿元，22-25 年 CAGR 达 88.22%。

表 7：23 年国内高电压等级海缆绝缘材料市场空间（亿元）

	2022E	2023E	2024E	2025E
国内海风装机容量 (GW)	5	10	14	20

	2022E	2023E	2024E	2025E
66kv 及以下海缆绝缘材料需求 (吨)	3000	6000	8400	12000
66kv 及以下海缆绝缘材料售价 (万元/吨)	2	2	2	2
66kv 及以下海缆绝缘材料市场空间 (亿元)	0.6	1.2	1.68	2.4
YoY		100%	40%	43%
110kv 及 220kv 送出缆招标占比	75%	70%	60%	50%
单 GW 项目海缆平均长度 (km) (220kv 海缆项目)	190	210	235	250
110kv 及 220kv 海缆绝缘材料用量 (吨/km)	6.5	6.5	6.5	6.5
110kv 及 220kv 海缆绝缘材料总需求 (吨)	4631.25	9555	12831	16250
110kv 及 220kv 绝缘材料售价 (万元/吨)	5.5	5.5	5.5	5.5
110kv 及 220kv 海缆绝缘材料市场空间 (亿元)	2.5	5.3	7.1	8.9
YoY		106%	34%	27%
330kv 及 500kv 送出缆招标占比	25%	30%	40%	50%
单 GW 项目海缆平均长度 (km) (330+kv 海缆项目)	280	295	320	350
330kv 及 500kv 海缆绝缘材料用量 (吨/km)	11	11	11	11
海缆绝缘材料总需求 (吨)	3850	9735	19712	38500
330kv 及 500kv 绝缘材料售价 (万元/吨)	7.5	7.5	7.5	7.5
330kv 及 500kv 海缆绝缘材料市场空间 (亿元)	2.9	7.3	14.8	28.9
YoY		153%	102%	95%
国内海风绝缘料总市场空间 (亿元)	6.03	13.76	23.52	40.21
YoY		128%	71%	71%

资料来源：中电联，西部证券研发中心

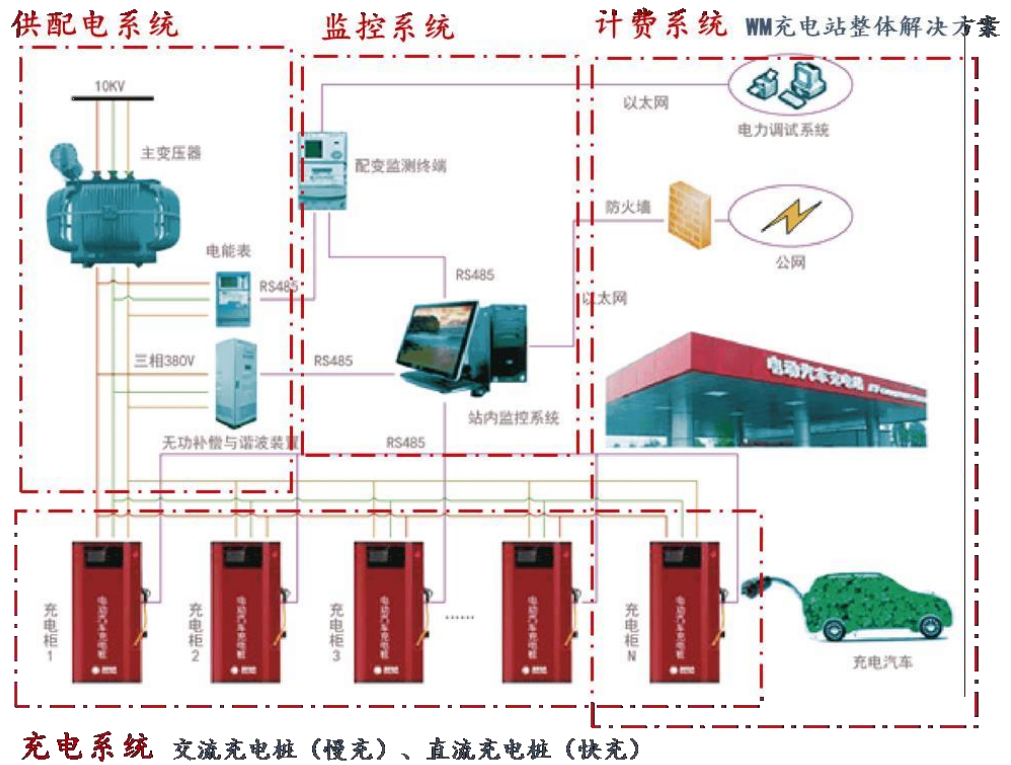
220kV 高分子材料万马已具备小批量供应能力，正提升 500kV 材料成品率。目前万马 110kV-220kV 高压材料成品率已达 70%左右，具备小批量供应能力。而 550kV 绝缘材料对于成品洁净度等性能要求更高，目前 500kV 绝缘材料在国内的供应主要是来自于北欧化工。万马高分子有 500kV 的生产能力，但由于技术仍在开发过程中，成品率较低，目前无法进行大规模量产。500kV 电缆我国近年需求仍处于较小规模阶段，万马有望在 500kV 电缆需求起量前完成技术突破。

四、充电桩业务持续增长，工业运动线缆有望进口替代

4.1 充电桩业务多年布局，未来盈利有望回正

公司充电桩产品丰富，为用户提供全方位综合服务。公司目前拥有芯片级别充电桩智能化接入的技术储备及完整解决方案能力，为用户提供优质的平台、设备的个性化开发支持和全流程充电业务需求响应服务。城市智能充电网运营方面，万马新能源实现对自有桩体及第三方企业桩接入、托管、运营等多种业务模式，并成功为多地第三方客户提供平台开发、场站代运营、场站设备代运维等服务业务。

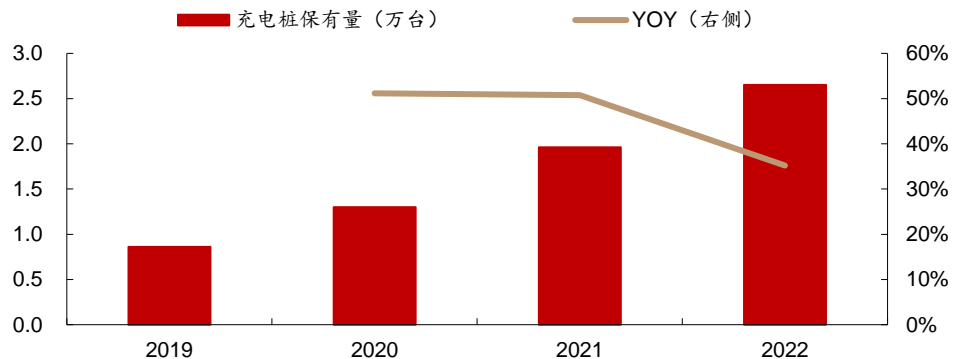
图 35: 万马充电站系统级解决方案



资料来源: 公司官网, 西部证券研究发展中心

充电桩产业链产品丰富, 充电桩数量逐年增长。公司致力建设辐射全国的充电桩网络, 7kW-480kW 功率的产品线全覆盖, 主力产品为 60kW/120kW/180kW/240kW/360kW 直流单桩新系列产品。2019-2021 年, 公司公共充电桩保有量约为 0.86/1.30/1.96 万台, 根据中国充电联盟统计, 22 年公司充电桩约为 2.65 万台。近 5 年, 公司已在 30 省 166 城市实现运营 2500+座充电场站, 20000+根联网充电桩覆盖全国 200+座城市, 累计充电量 12 亿度。

图 36: 公司近几年充电桩保有量



资料来源: 公司官网, 中国充电联盟, 西部证券研究发展中心

万马充电客户覆盖全部新能源交通运输系统, 客户群体覆盖面广。充电客户包括新能源电动公交车、出租车、网约车、物流车、通勤车以及私家车等车型。在网络平台方面, 公司

与小桔充电、曹操专车、百度地图、高德地图和 T3 出行等合作；在主机厂商方面，公司与一汽奥迪、广汽新能源、东风出行、小鹏汽车、威马汽车等车企建立平台合作，为用户解决充电焦虑。

图 37：公司充电桩业务覆盖城市多



资料来源：公司官网，西部证券研究发展中心

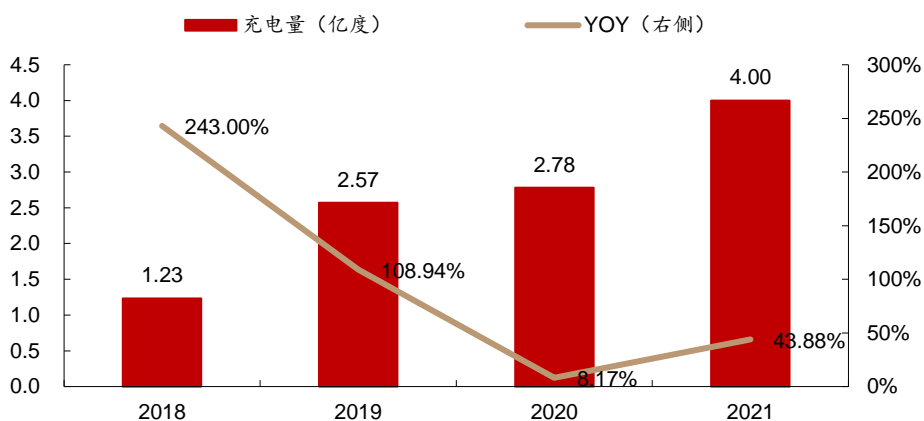
图 38：公司充电桩客户群体多



资料来源：公司官网，西部证券研究发展中心

公司充电设备运行稳定，运营效率稳定。2018-2021 年，公司充电桩充电量为 1.23/2.57/2.78/4.00 亿度，同比+243.00%/+108.94%/+8.17%/+43.88%。近几年全国充电场站经营不同程度地受到疫情影响，公司采用“一城一策”的市场经营政策，开展卓有成效的市场恢复策略。

图 39：公司充电桩充电量



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

4.2 综合电缆供应商，工业运动线缆国内领先

4.2.1 公司深耕电力电缆行业，成为综合线缆供应商

公司以绿色能源传输为己任，为客户提供智能输电解决方案。公司在线缆中高端产品市场竞争中已具备稳定的竞争优势，经中国电器工业协会电线电缆分会和上海电缆研究所联合评比，万马股份荣获“2021 中国线缆行业最具竞争力企业 10 强”。

公司产品种类齐全,处于国内领先地位。公司产品大类主要包括电力电缆、防火耐火电缆、特种电缆、民用建筑线缆等系列产品,公司也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。

表 8: 公司是综合线缆供应商

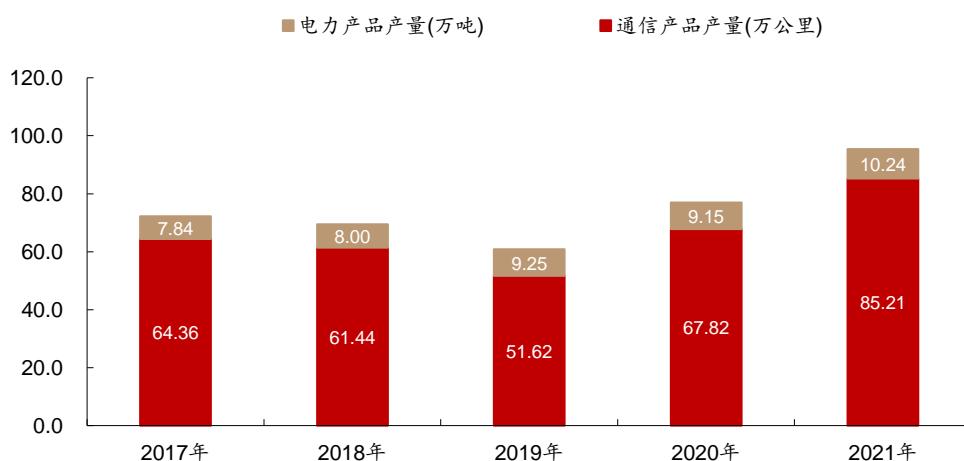
类别	主要产品
通信线缆	数据通信电缆、组建连接线、光缆、同轴电缆等
特种电缆	风能电缆、新能源电缆、矿用电缆、装备电缆、海工电缆
工业电缆	拖链控制动力电缆、拖链信号电缆、机器人本体电缆、机器人盘间电缆、机器人示教器电缆、普通控制电缆、工业总线、传感器电缆

资料来源: 公司官网, 西部证券研发中心

公司在电缆领域全面开花, 是国内的“综合线缆供应商”。通信线缆方面, 数据缆、安防缆、室内光缆三个战略性产品占比提升至 40%, 实现阶段性产品结构调整的目标。天屹通信依托越南公司平台, 在北美市场的拓展取得突破性进展, 国际业务同比增长 40%。专用线缆方面, 公司与国内风机领域龙头企业深入开展合作, 从提供风能线缆升级到提供成套产品与解决方案, 2021 年专用线缆毛利率稳步提升。

发展提质增效, 管理精益求精。2021 年度, 公司电力产品实现营业收入 77.11 亿元, 同比增长 40.96%; 通信产品实现营业收入 8.68 亿元, 同比增长 37.38%。2021 年公司电力产品/通信产品的产量为 10.24 万吨/85.21 万公里, 同比增长 11.91%/25.64%。2021 年, 在全球通胀压力的影响下, 主要原材料铜均价较上年增长约 42%, 公司及时调整经营策略, 在接单、应收管理、供应链管理等方面多管齐下, 提高运营效率。生产成本的降低和生产效率的提高, 未来将进一步增强公司的盈利能力。

图 40: 公司线缆产品产量



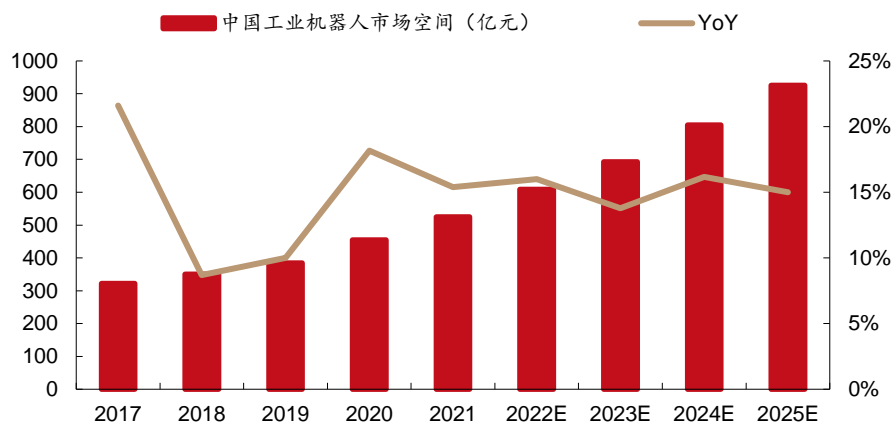
资料来源: 公司官网, 西部证券研究发展中心

4.2.2 国内工业运动线缆市场空间大, 公司有望引领工业运动线缆进口替代

工业机器人市场潜力巨大, 市场规模有望稳定增长。近年来, 我国半导体、新能源等领域

发展迅速，随之而来的是对上游工业机器人需求的增长。同时，工信部发布《“十四五”机器人产业发展规划》，提出重点推进工业机器人等产品的研制及应用，提高性能、质量和安全性，预计工业机器人市场将保持快速增长态势。据国际机器人联合会的数据，2021年中国工业机器人销售额达525亿元，同比增长15.6%，预计2025年中国工业机器人市场规模将超过925亿元。

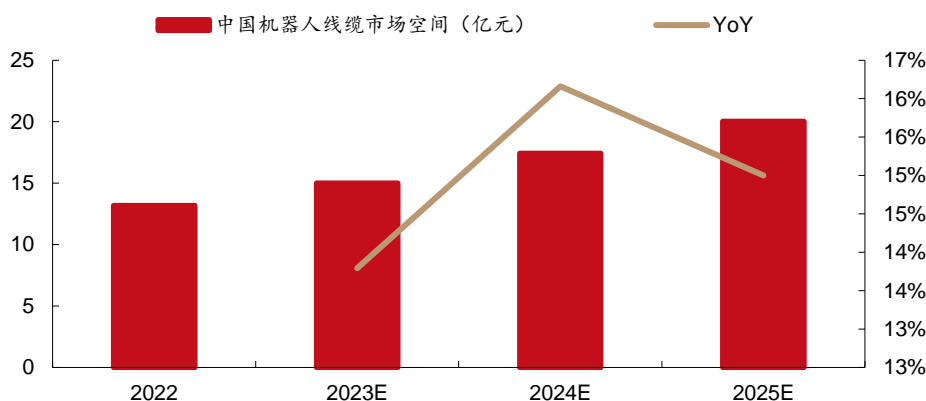
图 41：国内工业机器人市场空间（亿元）



资料来源：IFR，西部证券研发中心

随着工业机器人市场的快速发展，工业运动线缆市场也将保持持续增长。工业机器人和工业机器人线缆联系紧密，工业机器人市场的增长进一步推动工业机器人线缆的需求增长，随制造业自动化水平的提高和智能化需求的增加，市场规模有望持续扩大。预计25年中国工业机器人线缆市场空间增速将保持与工业机器人市场空间增速相近的15%左右，至25年市场空间可达20亿元。

图 42：预计目前工业机器人线缆市场空间约为 15 亿元



资料来源：IFR，西部证券研发中心

工业机器人线缆技术壁垒高，公司为唯一具备制造能力企业。工业机器人线缆具备极高的生产技术壁垒，需在生产技术方面不断积累。除此之外，厂家进入门槛也较高，所生产的

产品认证周期长，对生产资质的要求极高。此前工业机器人线缆主要由海外厂商供应，主要工业机器人电缆头部供应商主要包括 Hitachi Metals, Ltd、LEONI、OKI Electric Cable 等，目前国内大部分线缆生产厂家所具备的工业运动线缆生产技术都处于生产运动线缆中生产难度相对简单的伺服线缆的阶段，技术储备距离生产机器人线缆还有一定差距，而万马已具备生产工业线缆中难度最高的机器人本体线缆的能力，为我国工业机器人线缆龙头企业。

万马产品已通过产品认证，并已获取批量订单。2021年前，万马工业机器人线缆在研发和认证阶段，出货量较少，而21年开始公司的工业机器人线缆开始放量，2021年营业收入同比增长145%，预计2022年维持100%增速，毛利率方面维持在30%左右。公司成功与工业机器人行业头部企业德国 KUKA Deutschland GmbH 达成合作，并作为 KUKA 战略供应商成功签约入驻 KUKA 智能制造产业园。公司目前已成为 KUKA 稳定的运动线缆供应商，根据 KUKA 采购规划，至25年公司都为 KUKA 稳定的工业运动线缆供应商。

图 43：公司工业线缆产品



资料来源：公司官网，西部证券研究发展中心

图 44：公司 5G 车间智能联网平台



资料来源：公司官网，西部证券研究发展中心

五、盈利预测与估值

5.1 关键假设

万马股份是线缆高分子材料龙头企业，是国内目前唯一具备 220kV 线缆绝缘料外供能力的生产厂家。近年来公司不断提升高分子材料产能及生产技术，有望受益于新能源行业快速发展所带来的线缆高分子材料需求提升。电线电缆、通信业务、充电桩及其他业务业绩表现有望稳步提升，预计公司业绩将持续增长。

对公司主营业务给出关键假设：

高分子材料：受新能源电能替代影响，线缆高分子材料需求高增。公司高分子材料产能持续扩张，高压方面目前已具备 220kV 绝缘料生产外供能力，有望带来超高压绝缘料国产化。公司为国内低压线缆绝缘材料龙头，随技术提升及产能扩张市占率有望进一步提升，同时出口海外抢占海外低压绝缘材料市场。假设 22-24 年公司高分子材料收入增速为 27.03%/26.30%/20.00%，22-24 年毛利率分别为 16.93%/19.11%/19.63%，预计公司高分子材料收入稳步提升，随着公司毛利率更高的高压高分子材料出货占比提升，整体盈利

有望随之提升。

电力产品：公司具备各类电缆生产能力，是国内拥有成熟线缆产业链的“综合线缆供应商”，产品大类主要包括电力电缆、防火耐火电缆、特种电缆、民用建筑线缆等，随电能替代带来的线缆需求增多，公司毛利有望小幅上涨。预计 22-24 年电线电缆业务稳定增长。假设 22-24 年收入增速为 15.00%/10.00%/10.00%，22-24 年毛利率分别为 13.50%/14.00%/14.50%。

通信产品：公司通信线缆中数据缆、安防缆、室内光缆三个战略性产品占比提升至 40%，子公司在北美市场不多扩张。工业运动线缆技术壁垒高，多年来主要由国外厂商供应。公司工业运动线缆产品国内技术领先，有国产替代提升在国内工业运动线缆领域的市场份额。假设 22-24 年收入增速为 19.93%/17.46%/18.98%，22-24 年毛利率分别为 18.60%/18.98%/19.35%，预计公司通信业务业绩稳步提升。

贸易及其他：公司多年布局充电桩业务，21 年实现充电桩总发电量 4 亿度，预计随电动车保有量增加及疫情影响恢复充电桩业务发电量有望继续提升。假设 22-24 年收入增速分别为 110.01%/12.86%/9.87%，22-24 年毛利率分别为 7.14%/12.59%/11.91%。

我们预计 22-24 年公司归母净利润分别为 4.18/6.80/8.53 亿元，同比增长 54.0%/62.9%/25.5%。

表 9：万马股份收入分拆（亿元）

		2022E	2023E	2024E
1. 电力产品	收入	88.67	97.54	107.29
	YoY	15.00%	10.00%	10.00%
	成本	76.70	83.88	91.74
	毛利润	11.97	13.66	15.56
	毛利率	13.50%	14.00%	14.50%
2. 高分子产品	收入	47.85	60.435	72.525
	YoY	27.03%	26.30%	20.00%
	成本	39.75	48.886	58.28525
	毛利润	8.10	11.55	14.24
	毛利率	16.93%	19.11%	19.63%
高压高分子产品	收入	3.60	7.36	8.74
	YoY		104.44%	18.75%
	成本	2.34	4.05	4.81
	毛利润	1.26	3.31	3.93
低压高分子产品	收入	25.25	30.28	36.43
	YoY		19.90%	20.31%
	成本	20.88	25.00	29.68
	毛利润	4.37	5.27	6.75
其他高分子产品	收入	19.00	22.80	27.36
	YoY		20.00%	20.00%
	成本	16.53	19.84	23.80
	毛利润	2.47	2.96	3.56

		2022E	2023E	2024E
3.通信产品	毛利率	13.00%	13.00%	13.00%
	收入	10.41	12.22	14.54
	YoY	19.93%	17.46%	18.98%
	成本	9.42	10.98	12.92
	毛利润	1.94	2.32	2.81
工业运动线缆	毛利率	18.60%	18.98%	19.35%
	收入	2.50	3.24	4.22
	YoY	108.00%	30.00%	30.00%
	成本	1.75	2.27	2.95
	毛利润	0.75	0.97	1.27
其他通信线缆	毛利率	30.00%	30.00%	30.00%
	收入	7.91	8.98	10.33
	YoY	5.80%	13.50%	15.00%
	成本	7.67	8.71	9.96
	毛利润	1.19	1.35	1.55
4.贸易及其他收入	毛利率	15.00%	15.00%	15.00%
	收入	8.87	10.01	10.99
	YoY	110.01%	12.86%	9.87%
	成本	8.23	8.75	9.68
	毛利润	0.63	1.26	1.31
合计	毛利率	7.14%	12.59%	11.91%
	收入	155.80	180.20	205.36
	YoY	22.03%	15.67%	13.96%
	成本	134.11	152.50	172.62
	毛利润	21.69	27.71	32.73
	毛利率	13.92%	15.38%	15.94%
	净利润	4.18	6.80	8.53
	YoY	53.97%	62.87%	25.45%
	净利率	2.68%	3.77%	4.15%

资料来源：Wind，西部证券研发中心

5.2 估值与投资建议

5.2.1 相对估值

我们采用分部估值法对公司进行估值。电线电缆业务和通信电缆业务方面，我们选取三家行业龙头企业，包括东方电缆、亨通光电、中天科技。三家 2023 年平均估值约为 15XPE，我们给予公司电线电缆业务 10XPE，通信业务除工业运动线缆外给予 10XPE。由于公司通信业务中的工业运动线缆技术壁垒高，公司为我国机器人线缆龙头企业，有望引领该板块的国产化替代，给予一定估值溢价至 35XPE。高分子材料业务我们选取普利特、格林美作为可比公司，2023 年平均估值约为 18XPE。公司目前高分子材料业务可分为高压高分子材料、低压高分子材料和其他高分子材料，其中高压高分子材料国产化替代空间大、

壁垒高，同时公司为该材料唯一能实现外供的国内企业，我们给予高压高分子材料业务一定估值溢价至 35XPE，低压高分子材料给予 15XPE，其他高分子材料给予 10XPE。预计公司电线电缆、通信线缆（除工业运动线缆）、工业运动线缆、高压高分子材料、低压高分子材料和其他高分子材料 23 年归母净利润分别为 2.15/0.27/0.44/2.21/1.53/0.82 亿元，对应估值分别为 21.5/2.7/15.4/77.4/23.0/8.2 亿元，合计市值约为 148 亿元，对应目标价 13.28 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值水平

简称	代码	收盘价(元)	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
东方电缆	603606.SH	45.24	311.12	8.42	17.38	22.55	41.17	17.90	13.80
亨通光电	600487.SH	15.88	391.72	20.22	26.99	33.59	19.37	14.52	11.66
中天科技	600522.SH	16.24	554.26	32.14	44.21	53.40	17.15	12.54	10.38
均值				20.26	29.52	36.51	25.90	14.99	11.95
普利特	002324.SZ	14.92	151.80	2.02	7.40	10.83	80.28	20.51	14.01
格林美	002340.SZ	7.54	387.22	15.20	24.22	35.03	25.47	15.99	11.05
均值				8.61	15.81	22.93	52.87	18.25	12.53
万马股份	002276.SZ	10.25	106.14	4.18	6.80	8.53	25.42	15.61	12.44

资料来源：Wind，西部证券研发中心

注：可比公司来自 wind 一致预期，收盘价及 PE 估值截至 2023 年 4 月 14 日

六、风险提示

1、产能建设进度不及预期

由于建设项目投资金额大，工期长，项目建设受到宏观环境、行业政策变化及土建安装速度、贷款进度等因素的影响，同时新冠疫情的反复也可能对项目建设和经营产生一定的影响，如果项目投资建设进度未达到预期，将会对公司的业务规模和实现收入造成不利影响。

2、电线电缆行业需求不及预期

公司主要涉及电线电缆行业、新材料行业、电动汽车充电桩行业等。各行业的发展受到国家宏观政策的影响。国务院、国家发改委等相关部门发布政策继续优化产业结构，强力推进节能减排工作，加快发展低碳经济，大力发展新能源、新材料、智能电网、电动汽车、能源互联网等战略性新兴产业。国家政策为公司发展带来机遇，同时也带来一定的政策变动的风险。

3、充电桩运营业务盈利能力下滑风险

随着新能源汽车的推进，如果政府逐步降低甚至取消对新能源汽车行业的各种补贴政策，将影响新能源汽车的销量，进而间接影响充电桩业务的发展。

财务报表预测和估值数据汇总

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	1,515	2,553	2,463	2,499	3,034	营业收入	9,322	12,767	15,580	18,020	20,536
应收款项	3,446	4,942	6,113	7,154	8,316	营业成本	7,896	11,117	13,411	15,250	17,262
存货净额	784	996	1,214	1,420	1,572	营业税金及附加	25	32	45	49	56
其他流动资产	712	477	596	536	566	销售费用	516	543	735	865	1,001
流动资产合计	6,456	8,967	10,386	11,610	13,488	管理费用	595	795	1,052	1,162	1,344
固定资产及在建工程	1,248	1,645	1,838	1,758	2,132	财务费用	78	75	28	32	35
长期股权投资	24	13	93	93	93	其他费用/(-收入)	(32)	(86)	(140)	(62)	(77)
无形资产	262	261	279	302	310	营业利润	243	291	448	725	915
其他非流动资产	352	535	531	524	522	营业外净收支	5	(3)	4	2	1
非流动资产合计	1,886	2,454	2,740	2,676	3,057	利润总额	248	288	452	727	916
资产总计	8,342	11,421	13,126	14,286	16,545	所得税费用	22	15	32	44	60
短期借款	179	261	0	0	0	净利润	226	274	420	683	856
应付款项	2,935	4,983	6,299	6,524	7,733	少数股东损益	3	3	3	3	3
其他流动负债	286	468	377	422	400	归属于母公司净利润	223	271	418	680	853
流动负债合计	3,400	5,711	6,676	6,946	8,132	财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
长期借款及应付债券	300	873	1,118	1,297	1,492	盈利能力					
其他长期负债	115	282	158	185	208	ROE	5.1%	6.0%	8.6%	12.4%	13.6%
长期负债合计	415	1,155	1,276	1,482	1,700	毛利率	15.3%	12.9%	13.9%	15.4%	15.9%
负债合计	3,816	6,866	7,951	8,428	9,832	营业利润率	2.6%	2.3%	2.9%	4.0%	4.5%
股本	1,035	1,035	1,035	1,035	1,035	销售净利率	2.4%	2.1%	2.7%	3.8%	4.2%
股东权益	4,526	4,555	5,175	5,858	6,713	成长能力					
负债和股东权益总计	8,342	11,421	13,126	14,286	16,545	营业收入增长率	-4.3%	37.0%	22.0%	15.7%	14.0%
						营业利润增长率	-48.5%	19.8%	53.8%	61.7%	26.2%
						归母净利润增长率	-50.3%	21.6%	54.0%	62.9%	25.5%
						偿债能力					
						资产负债率	45.7%	60.1%	60.6%	59.0%	59.4%
						流动比	1.90	1.57	1.56	1.67	1.66
						速动比	1.67	1.40	1.37	1.47	1.47
						每股指标与估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
						每股指标					
						EPS	0.22	0.26	0.40	0.66	0.82
						BVPS	4.37	4.38	4.98	5.64	6.46
						估值					
						P/E	47.6	39.1	25.4	15.6	12.4
						P/B	2.3	2.3	2.1	1.8	1.6
						P/S	1.1	0.8	0.7	0.6	0.5

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配: 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配: 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配: 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性: 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出: 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。