

# 万马股份 (002276) \ 电力设备与新能源

## 业绩符合预期，产能持续释放推升业绩

### 事件：

4月17日，公司公布2022年年报。公司2022年全年实现营业收入146.75亿元，同比+14.94%，实现归母净利润4.11亿元，同比+51.44%，扣非后3.35亿元，同比+40.19%。其中2022Q4实现营业收入36.81亿元，同比+6.31%，实现归母净利润0.75亿元，同比-9.48%，扣非后0.23亿元，同比-69.92%，主因扣除了政府补助及公司套保业务获取的非经常性收益。业绩基本符合预期。

#### ➤ 主营业务稳定增长，高分子具备长期增长潜力

2022年全年公司电力产品业务实现营收85.03亿元，同比+10.28%，主因低端产能出清，行业集中度提升。高分子材料业务表现亮眼，实现营收46.54亿元，同比+23.55%，毛利率为15.42%，同比+2.61pct，主因公司产能释放并积极拓展境外市场，境外销售收入同比+51.98%。2022年底，湖州20万吨产能工厂全面投产，杭州2万吨产能超高压二期全线进入试生产。公司产品布局逐渐完备，未来有望保持高增长态势。

#### ➤ 股权激励计划发布，彰显长期发展信心

4月17日，公司发布2023年限制性股票激励计划草案，拟授予限制性股票1035万股，股票首次授予价格为5.1元/股。业绩考核方面，要求2023-2025年净资产收益率均不低于4.47%；2023-2025年应收账款周转率均不低于3.67次；2023-2025年扣非归母净利润年增长率不低于70%/90%/110%，且三年均不低于对标企业75分位值或同行业平均水平。预计增加公司2023-2027年管理费用966.50/1656.86/1242.64/670.63/197.25万元。股权激励绑定核心骨干，体现公司对于未来长期发展有着较强的信心。

#### ➤ 持续研发投入，推进高压缆料和机器人线缆国产化

2022年公司研发费用6.12亿元，同比+29.32%，持续推进高压缆料研发，目前高压超净XLPE绝缘料已经研发完成，高压直流缆料和海工平台用低烟无卤缆料已进入中试阶段，未来有望打破高压海缆料全进口格局，实现国产替代。工业智能装备线缆聚焦与头部客户加深合作，扩大产能，夯实该领域在国内市场的竞争优势。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-2025年收入分别为163.15/180.90/207.08亿元（2023-2024年原值为173.22/206.64亿元），对应增速分别为11.18%/10.88%/14.47%，归母净利润分别为6.06/8.35/11.43亿元（2023-2024年原值为7.05/9.48亿元），对应增速分别为47.45%/37.82%/36.94%，EPS分别为0.58/0.81/1.10元/股，3年CAGR为40.63%。鉴于公司为线缆一体化龙头企业，我们给予公司2024年19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

投资评级：

行业：

投资建议：

当前价格：

目标价格：

电气设备

买入（维持评级）

10.47元

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）	10,612
每股净资产（元）	4.44
资产负债率（%）	60.68
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：hezhang@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，经营质量进一步夯实》2022.10.27
- 2、《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》
- 3、《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》

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	12767	14675	16315	18090	20708
增长率 (%)	36.96%	14.94%	11.18%	10.88%	14.47%
EBITDA (百万元)	544	693	973	1255	1592
净利润 (百万元)	271	411	606	835	1143
增长率 (%)	21.59%	51.44%	47.45%	37.82%	36.94%
EPS (元/股)	0.26	0.40	0.58	0.81	1.10
市盈率 (P/E)	40.0	26.4	17.9	13.0	9.5
市净率 (P/B)	2.4	2.2	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	18.7	12.9	10.8	7.6	5.5

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2023 年 4 月 17 日收盘价

本报告仅供  
 ybjieshou@eastmoney.com  
 邮箱所有人使用，未经许可，不得外传。

**财务预测摘要**

<b>资产负债表</b>						<b>利润表</b>					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2553	3631	4602	5841	7014	营业收入	12767	14675	16315	18090	20708
应收账款+票据	4864	4977	5006	5105	5333	营业成本	11117	12689	13948	15353	17458
预付账款	264	169	179	149	113	税金及附加	32	40	43	48	55
存货	996	858	841	841	861	营业费用	543	631	659	688	728
其他	291	361	400	442	505	管理费用	795	941	1025	1113	1243
<b>流动资产合计</b>	<b>8967</b>	<b>9997</b>	<b>11029</b>	<b>12378</b>	<b>13826</b>	财务费用	75	49	85	79	72
长期股权投资	13	92	92	92	92	资产减值损失	-19	-87	-33	-36	-41
固定资产	1508	1621	1668	1756	1657	公允价值变动收益	-7	6	0	0	0
在建工程	283	343	246	75	75	投资净收益	1	29	0	0	0
无形资产	261	249	238	227	216	其他	110	184	140	140	140
其他非流动资产	389	329	323	314	314	<b>营业利润</b>	<b>291</b>	<b>456</b>	<b>662</b>	<b>913</b>	<b>1250</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2454</b>	<b>2633</b>	<b>2568</b>	<b>2464</b>	<b>2353</b>	营业外净收益	-3	-9	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>11421</b>	<b>12630</b>	<b>13596</b>	<b>14842</b>	<b>16179</b>	<b>利润总额</b>	<b>288</b>	<b>447</b>	<b>662</b>	<b>913</b>	<b>1250</b>
短期借款	261	26	0	0	0	所得税	15	34	51	70	96
应付账款+票据	4644	4929	5350	5763	5931	<b>净利润</b>	<b>274</b>	<b>413</b>	<b>611</b>	<b>843</b>	<b>1154</b>
其他	806	1104	1150	1266	1437	少数股东损益	3	2	6	8	11
<b>流动负债合计</b>	<b>5711</b>	<b>6058</b>	<b>6500</b>	<b>7028</b>	<b>7369</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>271</b>	<b>411</b>	<b>606</b>	<b>835</b>	<b>1143</b>
长期带息负债	983	1539	1511	1469	1424						
长期应付款	0	0	0	0	0	<b>财务比率</b>					
其他	172	150	150	150	150		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>非流动负债合计</b>	<b>1155</b>	<b>1689</b>	<b>1662</b>	<b>1620</b>	<b>1574</b>	<b>成长能力</b>					
<b>负债合计</b>	<b>6866</b>	<b>7748</b>	<b>8162</b>	<b>8648</b>	<b>8943</b>	营业收入	36.96%	14.94%	11.18%	10.88%	14.47%
少数股东权益	16	19	24	32	43	EBIT	11.32%	36.55%	50.61%	32.61%	33.30%
股本	1035	1035	1035	1035	1035	EBITDA	10.81%	27.32%	40.46%	28.95%	26.88%
资本公积	1558	1558	1558	1558	1558	归母净利润	21.59%	51.44%	47.45%	37.82%	36.94%
留存收益	1945	2270	2816	3568	4599	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>4555</b>	<b>4882</b>	<b>5434</b>	<b>6195</b>	<b>7236</b>	毛利率	12.93%	13.53%	14.51%	15.13%	15.69%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11421</b>	<b>12630</b>	<b>13596</b>	<b>14842</b>	<b>16179</b>	净利率	2.14%	2.82%	3.75%	4.66%	5.57%
						ROE	5.98%	8.44%	11.19%	13.54%	15.89%
						ROIC	7.26%	8.65%	13.07%	18.00%	25.07%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债	60.12%	61.34%	60.03%	58.26%	55.27%
						流动比率	1.6	1.7	1.7	1.8	1.9
						速动比率	1.3	1.5	1.5	1.6	1.7
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	3.4	3.5	3.8	4.1	4.3
						存货周转率	11.2	14.8	16.6	18.3	20.3
						总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.3	0.4	0.6	0.8	1.1
						每股经营现金流	0.8	0.6	1.3	1.6	1.5
						每股净资产	4.4	4.7	5.2	6.0	6.9
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	40.0	26.4	17.9	13.0	9.5
						市净率	2.4	2.2	2.0	1.8	1.5
						EV/EBITDA	18.7	12.9	10.8	7.6	5.5
						EV/EBIT	28.0	18.0	14.1	9.6	6.6

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2023 年 4 月 17 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