

万马电缆(002276)：超高压生产线投运，期待 IPO 项目产能释放 中性（维持）

电气设备

当前股价：29.60 元

报告日期：2010 年 03 月 04 日

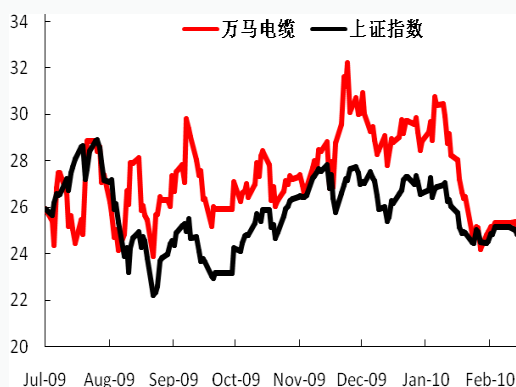
主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	1,616	1,483	1,711	2,235
(+/-)	42.74%	-8.22%	15.36%	30.60%
营业利润	66	76	117	153
(+/-)	18.27%	15.23%	53.32%	30.89%
归属于母公司的净利润	74	87	119	147
(+/-)	10.31%	16.70%	36.45%	24.01%
每股收益（元）	0.37	0.43	0.59	0.74
市盈率（倍）	79	68	50	40

公司基本情况（2009 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	20,000/5,000
流通市值（亿元）	14.85
每股净资产（元）	4.96
资产负债率（%）	33.41

股价表现（上市以来）



联系人：天相电气设备组

021-58824282-839 chenlong@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2009年公司实现营业收入14.83亿元，同比下降8.22%；营业利润7,634万元，同比增长15.23%；归属于母公司所有者的净利润10,055万元，同比增长17.63%；每股收益0.43元。其中第四季度实现营业收入4.64亿元，同比增长1.23%，归属于母公司的净利润1,383万元，同比增长41.27%，每股收益0.07元。利润分配方案为：以2009年12月31日公司总股本20,000万股为基数，每10股派发现金红利1.00元（含税），以资本公积向全体股东每10股转增10股，分配后公司总股本为40,000万股。
- 毛利率上升源于客户下单时间滞后。公司09年全年综合毛利率为16.33%，较去年同期13.14%上升了3.19个百分点，毛利率大幅提升主要是由于2008年10月起铜价出现快速下跌，部分客户的下单时间有所滞后，导致前期的部分锁铜入库后用于生产当期签署的低价订单，造成2008年毛利率有所降低，这部分滞后的订单在2009年投入生产，其所需的铜均为当年重新采购，导致2009年毛利率有所提升；预计2010年公司毛利率将略微下降。
- 净利润表现优于营业收入受益于非经常性损益大幅增加。公司2009年全年实现营业收入14.83亿元，同比下降8.22%，实现归属于母公司所有者净利润10,055万元，同比增长17.63%，净利润表现好于营业收入主要源于公司非经常性损益大幅增长：（1）报告期内公司实现投资收益247万元，较去年同期增长665万元，主要是由于报告期内期套期保值交易较08年同期实现了较多的盈利；（2）营业外收入2,546万元，较去年同期增长29.11%或574万元，主要是由于报告期内政府补贴较去年同期增加542万元，导致公司净利润表现好于营业收入。未来公司业绩的增长将依赖于IPO项目产能的逐步释放。
- 超高压生产线投入运行，期待IPO项目产能释放。公司于09年10月6日通过220KV超高压电力电缆预鉴定试验，表明公司220KV超高压电力电缆具备了进入电网运行资格。目前市场上具备220KV招标资格包括公司仅5家，市场供不应求。公司IPO项目第一条超高压电缆生产线已于2009年12月24日投入运营，对2009年业绩影响不大，将在2010年开始贡献收益，随着公司IPO项目的逐步投产，公司盈利能力将得到进一步增强，公司IPO项目产能的逐步释放给公司业绩带来的增长值得期待。



- **盈利预测及投资评级。**预计2010年-2011年每股收益分别为0.59元、0.74元，对应的动态市盈率分别为50倍、40倍，估值水平相对较高，维持“中性”投资评级。公司年报公布高送转预案，短期内公司股票可能存在交易性投资机会，提醒投资者适当关注。考虑到公司较强的技术研发能力以及产品应用广阔的市场空间，我们依然看好公司长期发展的前景。
- **风险提示。**1) 公司募集资金项目能否如期达产的风险；2) 国内外知名企业竞争的风险；3) 公司所用原材料主要为铜、铝、交联料等，成本占比为80%以上，面临原材料价格波动风险。

图表 1 万马电缆盈利预测

单位：万元	2007	2008	2009	2010E	2011E
一、营业收入	113,236	161,634	148,342	171,128	223,493
营业收入增长率 (%)	34.23%	42.74%	-8.22%	15.36%	30.60%
综合毛利率 (%)	13.58%	13.14%	16.33%	15.72%	15.98%
二、营业成本	97,854	140,396	124,119	144,226	187,782
营业税金及附加	364	648	641	756	988
资产减值损失	417	211	891	280	340
期间费用	9,003	13,328	15,659	14,460	19,422
其中：销售费用	6,200	8,541	11,534	12,424	16,203
管理费用	1,492	2,049	2,474	2,806	3,486
财务费用	1,311	2,738	1,650	-770	-268
期间费用率 (%)	7.95%	8.25%	10.56%	8.45%	8.69%
加：公允价值变动净收益	0	-9	355	0	0
投资净收益	3	-418	247	300	360
三、营业利润	5,602	6,625	7,634	11,705	15,321
营业利润增长率 (%)	44.43%	18.27%	15.23%	53.32%	30.89%
营业利润率 (%)	4.95%	4.10%	5.15%	6.84%	6.86%
加：营业外收入	1,909	1,972	2,546	2,350	2,120
减：营业外支出	8	50	126	100	136
四、利润总额	7,503	8,548	10,055	13,955	17,305
利润总额增长率 (%)	17.21%	13.92%	17.63%	38.80%	24.01%
减：所得税	750	1,098	1,361	2,093	2,596
实际所得税率 (%)	10.00%	12.85%	13.54%	15.00%	15.00%
五、净利润	6,753	7,449	8,693	11,862	14,710
净利润增长率 (%)	14.19%	10.31%	16.70%	36.45%	24.01%
其中：归属于母公司所有者净利润	6,753	7,449	8,693	11,862	14,710
归属于母公司所有者净利润增长率 (%)	14.19%	10.31%	16.70%	36.45%	24.01%
少数股东损益	0	0	0	0	0
摊薄每股收益	0.34	0.37	0.43	0.59	0.74

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100