

增持 维持

万马股份 (002276)

2014年11月17日

## 迈向充电运营，跨出实质性步伐

2014年11月14日收盘价：9.25元  
6个月内目标价：10.50元

电力设备与新能源行业高级分析师：牛品  
SAC 执业证书编号：S0850511060001  
np6307@htsec.com  
021-23219390

电力设备与新能源行业分析师：房青  
SAC 执业证书编号：S0850512050003  
fangq@htsec.com  
021-23219692

### 公司发布公告：

拟出资1亿元，设立全资子公司-浙江爱充网络科技有限公司。公司将通过自建或合作的模式在国内新能源推广城市、地区内建设充电服务运营网络。

爱充网络的设立，标志着公司由单纯的电动车充电设备提供商，迈向充电服务运营商。

### 1. 爱充网络主营业务

爱充网络经营范围包括：电动汽车及电动自行车充电设施及其相关软件产品的销售及运营；互联网的技术开发；物联网的技术开发；充电设施网络的规划、设计；电动汽车销售、维修服务；销售汽车配件；电动汽车租赁服务等。

业务规划方面，公司将通过自建或合作的模式在新能源试点省市内建设充电设施服务网络，进而推广到全国范围内有条件、有优势的省市。在2014-2016年布点1万个，预计2016年开始盈利，内部收益率不低于25%。

服务模式方面，爱充网络将提供一体化充电设施，根据需要提供有桩或无桩；集中或分散；固定或可移动充电设施，同时推广充电服务网络管理平台，为用户提供便捷的一站式解决方案。

### 2. 迈向充电运营，跨出实质性步伐

公司作为电动车充电设备提供商，在2014年取得了优异的业绩。国网第1、2、4批充电设备集采中，均取得良好的中标结果。同时积极拓展地产、车企等下游客户。

我们认为，国网退出城市内充电网络建设后，充电设备市场竞争程度或将加剧，掌握充电网络、设备拓展至运营，是公司抢占市场的有效途径。

公司设立爱充网络，正是由单纯设备提供商，迈向服务运营商的实质性一步。产业链的衍生有助于公司在国内电动车充电产业获取更大市场份额。同时基于互联网思维的运营网络建设，将为公司在电动车维修服务、租赁等领域带来新增盈利点。

### 3. 盈利预测与估值

我们暂时不考虑爱充网络业务合作对公司业绩的影响，预计2014-2016年归属母公司净利润同比增长11.19%、16.04%、19.31%。每股收益分别为0.26元、0.30元、0.36元。

我们2015-2016年的业绩预测尚未包含充电设备合作，外延并购，电站运维服务异地扩张，充电网络运营、车辆租赁等新业务转型带来的收益，我们认为公司的实际经营情况将超过我们的预期，我们将根据项目进展情况适时提高未来的盈利预测。给予2015年30-35倍市盈率，对应合理价格区间9.00-10.50元。维持“增持”的投资评级。

**4. 主要投资风险：**爱充网络业务拓展低于预期，分布式盈利模式落实情况，毛利率下降的风险。

**表 1 万马股份损益表预测 (万元)**

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	385094.27	485562.96	575517.68	662829.99	763889.76
增长率 (%)	48.02	26.09	18.53	15.17	15.25
营业成本	324462.11	411856.24	486598.15	562633.87	648776.72
毛利率 (%)	15.74	15.18	15.45	15.12	15.07
营业税金及附加	1490.43	2054.87	2302.07	2651.32	3055.56
销售费用	22320.62	22167.49	27049.33	29827.35	34375.04
销售费用率 (%)	5.80	4.57	4.70	4.50	4.50
管理费用	13554.40	21985.70	28200.37	31153.01	34375.04
管理费用率 (%)	3.52	4.53	4.90	4.70	4.50
财务费用	5502.23	5095.22	4148.35	4880.80	5318.65
资产减值损失	2369.74	1939.96	2949.10	3396.51	3914.37
期间费用	41377.25	49248.41	59398.04	65861.16	74068.73
期间费用率 (%)	10.74	10.14	10.32	9.94	9.70
投资净收益	-36.99	150.32	400.00	500.00	600.00
营业利润	15357.75	20613.80	24670.32	28787.13	34674.38
EBIT	25314.17	29398.84	32559.53	37976.32	44958.31
增长率 (%)	71.11	16.14	10.75	16.64	18.39
营业外收入	4454.19	3689.81	3740.86	4308.39	4965.28
利润总额	19811.94	24303.62	28411.18	33095.53	39639.66
增长率 (%)	69.42	22.67	16.90	16.49	19.77
所得税	2158.91	2411.44	3835.51	4467.90	5351.35
净利润	17653.03	21892.18	24575.67	28627.63	34288.31
少数股东损益	-110.44	-109.52	112.50	240.00	420.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>17763.47</b>	<b>22001.70</b>	<b>24463.17</b>	<b>28387.63</b>	<b>33868.31</b>
增长率 (%)	71.38	23.86	11.19	16.04	19.31
<b>每股收益 (元)</b>	<b>0.19</b>	<b>0.23</b>	<b>0.26</b>	<b>0.30</b>	<b>0.36</b>

注: 每股收益按最新总股本 93963.55 万股计算

资料来源: 公司 2012-2013 年报, 海通证券研究所

**相关报告:**

万马股份 (002276) 2014年三季报点评: 高分子材料助推业绩增长, 充电业务拓展可期 (增持, 维持) 2014-10-29

万马股份 (002276) 公告点评: 牵手IES, 技术、市场拓展能力双升 (增持, 维持) 2014-09-16

万马股份 (002276) 跟踪报告: 三轮驱动齐开花, 业务发展亮点多 (增持, 维持) 2014-09-11

万马股份 (002276) 2014半年报点评: 业绩稳定增长, 充电桩、分布式共筑发展亮点 (增持, 维持) 2014-08-27

万马股份 (002276) 调研报告: 分布式盈利模式逐步明晰, 充电桩做稳国内, 放眼国际 (增持, 维持) 2014-07-11

万马电缆 (002276) 调研报告: 电缆、光伏、充电桩齐发展 (增持, 首次) 2014-05-12

## 信息披露

### 分析师声明

牛品：电力设备和新能源行业高级分析师

房青：电力设备和新能源行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：置信电气、国电南瑞、国电南自、四方股份、积成电子、荣信股份、华光股份、杭锅股份、东方电气、上海电气、龙源技术、中国西电、平高电气、特变电工、合康变频、信质电机、新天科技、万马股份、天壕节能、易世达、金卡股份、海陆重工、新时达、广电电气。

### 投资评级说明

#### 1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。