

证券研究报告

工业行业



买入 (维持)

江南集团 (1366.HK)

目标价: 2.55 港元

现价: 2.09 港元

预期升幅: 22.0%

业绩靓丽, 创新产品+并购助力成长

市场数据

报告日期 2014.8.13

收盘价(港元)	2.09
总股本(亿股)	3,077
总市值(亿港元)	64.31
净资产(亿元)	2,286
总资产(亿元)	7,557
每股净资产(元)	0.80

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	6,477	8,649	10,639	13,001
同比增长	20.93%	33.52%	23.01%	22.20%
净利润(百万元)	504	682	845	1,049
同比增长	33.87%	35.49%	23.84%	24.17%
毛利率	15.44%	15.82%	15.97%	16.09%
净利率	7.77%	7.89%	7.94%	8.07%
净资产收益率	21.55%	22.78%	23.11%	22.11%
每股收益(元)	0.16	0.22	0.27	0.34
市盈率	10.18	7.52	6.07	4.89
股息率	2.25%	3.33%	4.12%	5.11%

数据来源: 公司资料, 兴证香港

相关报告

会议摘要_20140228
 业绩点评_20140404
 调研纪要_20140610
 首发深度报告—产业并购和持续创新助力快速成长-20140709

兴证香港研究部

分析师: 鲁衡军
 注册国际投资分析师 CIIA
 (SFC: AZF126)

(852) 3509-5999
 (755) 2382-6005
 luhj@xyzq.com.hk

投资要点

- **2014 年中期业绩靓丽。**江南集团 (1366.HK) 8 月 12 日公告 2014 年中期经营业绩。其中营业收入为人民币(下同)33.43 亿元, 同比增长 55.4%; 毛利增加 54.2%至 5.30 亿元; 毛利率 15.8% (2012 全年毛利率为 15.4%); 股东应占利润 2.48 亿元, 同比增长 65.9%; 每股基本盈利 8.06 分 (2013 年中期为每股 4.86 分), 折合港币约 10.15 港仙; 董事会建议每股派息 2.5 港仙。公司 2014 年中期业绩靓丽, 略超市场之前的一致预期。
- **内生性增长+外部并购助经营业绩大幅提升。**2014 年公司经营业绩增长主要是受公司内生自然增长、去年 7 月份收购中煤电缆贡献业绩以及整合带来的协调效应所致。虽然铜、铝等原材料价格与去年同期相比约有 8.6%的下跌, 但产品的销量上升弥补了铜、铝价格下跌的负面因素, 营业收入仍保持高速增长。加成定价的模式保证了综合毛利率基本稳定, 并因为高压、超高压、特高压电缆及橡胶电缆的销量增加而有所小幅提升。
- **各产品分部销售均录得持续增长, 裸电线业务增长迅猛。**电力电缆的营业额增加 40.2%至 21.65 亿元, 销售量由上升 45.0%至 33,033 公里; 电器装备用电线电缆营业额增长 22.8%至 6.53 亿元, 销售量上升 30.9%至 352,091 公里; 裸电线的营业额增长 180.4%至 2.11 亿元, 销售量上升 108.1%至 2014 年的 16,901 吨, 销售收入高于销售量增长幅度主要是裸电线中包括特高压电缆销售增加所致; 2014 上半年橡胶电缆的营业额为 3.14 亿元, 销售量达到 16,953 公里, 主要是自去年收购的中煤电缆所致。
- **高端产品提升竞争力, 特高压及超高压电缆产能扩张。**公司每年新研发推出数只新产品, 以持续保持市场的领先地位。公司的募投项目铝合金杆 7 万吨, 倍容量导线 3 万吨生产线已经投产, 裸电线今年上半年销量大幅提升。中煤电缆的橡胶电缆除广泛应用于煤矿外, 还可应用于海洋工程、船舶及风力发电领域, 平均橡胶电缆的毛利率高达 23%。公司现有超高压电缆生产线 1,000 公里, 为了应对将来超高压电缆的市场需求, 公司今年计划新建 3 条超高压生产线, 扩充超高压产能 900 公里, 预计年底正式投产。

- **战略定位全球发展，预计南非大单今年落地。**当前公司海外销售占比约 6%，公司积极布局海外市场，规划未来 5 年海外市场占比目标为 20%。公司与南非 Eskom 签署新的五年合作协议正在顺利进行，我们预计合同金额约在 20-30 亿元之间。
- **我们的观点：**江南集团作为中国领先的电线电缆制造厂商，具有规模、品牌、技术、管理和市场上的竞争优势，产业并购和持续创新能力保证公司业绩未来 3 年将快速增长。考虑到国内对特高压及超高压产品的高速需求增长带来的销售收入增长和毛利率的提升，以及南非订单带来的海外市场的更快速的增长，我们提升江南集团未来 12 个月内目标价至 2.55 港元，目标价约相当于 2014-2016 年 PE 为 9.17、7.41、5.96 倍，目标价较现价 2.09 港元约有 22.0% 的上升空间，故维持其“买入”的投资评级。
- **风险提示：**行业竞争过于激烈，产品毛利率快速下降。

图表 1 江南集团 2014 年中期业绩主要财务指标变动情况

	单位(人民币千元)		同比变动	点评
	2014上半年	2013上半年		
收入	3,343,405	2,150,883	55.4%	收入增长主要是自然增长及去年7月份收购中煤电缆的业绩贡献。
销售成本	(2,813,710)	(1,807,454)	55.7%	毛利率15.8%，依然稳定。较2013年全年毛利率15.4%有小幅改善，主要是高压、超高压产品及橡胶电缆销量增加。
毛利	529,695	343,429	54.2%	
其他收入及收益	28,459	15,593	82.5%	利息收入以及政府补贴增加。
销售及分销费用	(65,721)	(42,997)	52.9%	
管理费用	(65,286)	(43,967)	48.5%	研发费用增加。
其他开支	(9,752)	(7,180)	35.8%	
其他收益及亏损	(1,621)	92		
应占联营公司亏损	(1,760)			
经营溢利	414,014	264,970	56.2%	
财务费用	(112,343)	(83,297)	34.9%	收购中煤电缆后的营运所需银行贷款增加
税前利润	301,671	181,673	66.1%	
所得税开支	(53,802)	(32,270)	66.7%	
净利润	247,869	149,403	65.9%	
基本EPS(分)	8.06	4.86	65.8%	

资料来源：公司资料，兴证香港

附表

资产负债表

单位：百万元	2013A	2014E	2015E	2016E
现金及等价物	1,683	2,610	3,032	3,516
应收帐款	2,328	2,681	3,192	3,900
存货	1,842	1,674	2,056	2,564
其他流动资产	808	1,294	1,910	2,801
总流动资产	6,661	8,260	10,190	12,781
固定资产	633	1,099	1,351	1,651
土地使用权	208	208	208	208
其他非流动资产	56	64	61	63
总资产	7,557	9,630	11,811	14,704
银行借款	2,922	3,512	4,320	5,279
应付帐款	2,223	2,955	3,629	4,428
其他流动负债	58	79	97	119
总流动负债	5,203	6,546	8,045	9,826
递延税项负债	64	85	105	128
银行及其他借款	0	0	0	0
其他	4	5	5	5
负债总额	5,272	6,636	8,155	9,959
股本	25	25	25	25
储备	2,261	2,970	3,631	4,720
每股净资产 (元)	0.74	0.97	1.19	1.54
营运资金	1,457	1,714	2,145	2,955
少数股东权益	0	0	0	0
本公司权益拥有人应占权益	2,286	2,995	3,656	4,745

现金流量表

单位：百万元	2013A	2014E	2015E	2016E
EBITDA	653	904	1,128	1,406
融资成本(收入)	(195)	(244)	(305)	(366)
营运资金变化	(20)	212	(219)	(417)
所得税	(78)	(124)	(161)	(207)
营运现金流	700	1,231	1,041	1,134
资本开支	(22)	(122)	(55)	(61)
其他投资活动	(283)	(91)	(119)	(166)
投资活动现金流	(305)	(213)	(174)	(227)
已付股息	(88)	(171)	(211)	(262)
其他融资活动	253	80	(234)	(161)
融资活动现金流	166	(90)	(445)	(423)
现金变化	560	927	422	484
汇兑调整	(16)	0	0	0
期初持有现金	1,138	1,683	2,610	3,032
期末持有现金	1,683	2,610	3,032	3,516

利润表

单位：百万元	2013A	2014E	2015E	2016E
收入	6,477	8,649	10,639	13,001
毛利	1,000	1,368	1,699	2,092
其它收入损益	64	20	23	32
其它营业开支	(110)	(141)	(180)	(227)
行政开支	(133)	(159)	(191)	(229)
其他开支	(18)	(25)	(21)	(23)
经营利润	804	1,064	1,329	1,645
融资成本	(195)	(244)	(305)	(366)
税前利润	605	820	1,024	1,279
所得税	(102)	(138)	(179)	(230)
税后利润	504	682	845	1,049
少数股东权益	0	0	0	0
归属于所有者的净利润	504	682	845	1,049
EBITDA	653	904	1,128	1,406

主要财务比率

	2013A	2014E	2015E	2016E
盈利能力				
毛利率 (%)	15.4%	15.8%	16.0%	16.1%
净利率 (%)	7.8%	7.9%	7.9%	8.1%
营运表现				
SG&A/收入 (%)	1.7%	1.6%	1.7%	1.7%
实际税率 (%)	16.8%	16.8%	17.5%	18.0%
股息支付率 (%)	22.9%	25.0%	25.0%	25.0%
存货周转天数	88	88	76	77
应付账款天数	102	94	93	95
应收账款天数	100	93	93	90
财务状况				
负债/权益	230.6%	221.6%	223.1%	209.9%
收入/总资产	85.7%	89.8%	90.1%	88.4%
总资产/权益	3.31	3.22	3.23	3.10
盈利对利息倍数	2.58	2.79	2.77	2.87
总资产收益率	6.52%	7.08%	7.15%	7.13%
净资产收益率	21.55%	22.78%	23.11%	22.11%
估值比率 (倍)				
PE	10.18	7.52	6.07	4.89
PB	2.24	1.71	1.40	1.08

资料来源：公司资料、兴证香港

投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场
中性: 相对表现与市场持平
回避: 相对表现弱于市场

公司评级以报告发布日后的 12 个月内公司股票的涨跌幅度衡量, 投资建议的评级标准为:

买入: 涨幅大于 15%
增持: 涨幅在 5% ~ 15% 之间
中性: 涨幅在 -5% ~ 5% 之间
减持: 涨幅小于 -5%

机构客户部联系方式

香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室
总机: (852) 35095999
传真: (852) 35095900

【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

主要撰写本研究报告全部或部分内容的分析员乃获颁发第[4]类牌照之持牌人士。分析员在此声明：（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每位分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。