

买入 (首次)

江南集团 (1366.HK)

目标价: 2.35 港元

现价 : 1.74 港元

预期升幅: 35.1%

## 产业并购和持续创新助力快速成长

## 市场数据

报告日期 2014.7.9

收盘价(港元)	1.74
总股本(百万股)	3,077
总市值(亿港元)	53.54
净资产(百万元)	2,286
总资产(百万元)	7,557
每股净资产(元)	0.74

数据来源: Wind

## 相关报告

## 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	678	834	1,035
同比增长	33.87%	34.58%	23.03%	24.21%
毛利率	15.44%	15.76%	15.84%	15.97%
净利率	7.77%	7.84%	7.84%	7.96%
净资产收益率	21.55%	22.63%	22.86%	21.91%
每股收益(元)	0.16	0.22	0.27	0.34
市盈率	8.48	6.30	5.12	4.12
股息率	2.70%	3.97%	4.88%	6.06%

数据来源: 公司资料、兴证香港

## 投资要点

- **首次覆盖给予买入评级, 目标价 2.35 港元, 较现价有 35.1% 的上升空间。**  
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。我们给予江南集团未来 12 个月内 2.35 港元的目标价。目标价约相当于 2014-2016 年 PE 为 8.5、6.9、5.6 倍, 目标价较现价 1.74 港元约有 35.1% 的上升空间, 故首次给予其“买入”投资评级。
- **电线电缆行业需求具备持续增长空间。**电线电缆行业与国民经济的各个部门都密切相关, 被称为国民经济的“动脉”与“神经”。城镇化和工业化带来行业持续的需求增长; 治霾输电通道—特高压建设、农网升级改造以及智能电网建设等带来电网投资的大幅增加; 城市轨道交通、高速铁路建设、电动汽车新能源等战略新兴产业领域亦带来电线电缆的强劲需求。
- **产业并购助力公司快速成长。**虽然我国电线电缆行业总产值世界第一, 但行业集中度过低, 行业整合趋势不可避免。2013 年江南集团收购中煤电缆积累了产业并购的成功经验, 依托于资本市场融资平台和品牌及管理优势, 公司能高效率整合所并购的企业, 因此外延式的并购将助力公司快速成长。
- **持续产品创新提升盈利能力。**公司具有全面的产品种类和规模化的生产能力; 公司持续增加研发投入, 产品持续创新为公司带来新的利润增长点, 公司每年均推出多个新产品, 目前已经研发出的新产品有超高压电缆、光伏电缆、风能电缆、光电复合缆、铝合金电缆等等; 公司的铝合金材料项目显示公司正在向电缆产业链上游积极拓展。

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

## 目 录

1、公司基本概况.....	5 -
1.1 中国电线电缆生产领先厂商.....	5 -
1.2 江南集团的发展历程.....	6 -
1.3 公司的股权结构及控股股东.....	6 -
1.4 过往业务发展概况.....	7 -
2、电线电缆—可持续发展的朝阳行业.....	9 -
2.1 国民经济的“动脉”与“神经”.....	9 -
2.2 电线电缆行业快速发展.....	10 -
2.3 城镇化和工业化带来线缆行业持续的增长动力.....	11 -
2.4 “十二五”期间，电网建设投资大幅增加.....	13 -
2.5 治霾输电通道—特高压建设提速.....	14 -
2.6 新兴产业领域带来电缆强劲需求.....	15 -
3、产业并购助力公司快速成长.....	16 -
3.1 行业集中度低，整合趋势不可避免.....	16 -
3.2 行业整合，龙头企业受益.....	17 -
3.2 收购中煤电缆，积累成功并购经验.....	19 -
4、持续产品创新提升盈利能力.....	20 -
4.1 全面的产品种类和规模化的生产能力.....	20 -
4.2 持续产品创新不断带来新的利润增长点.....	21 -
4.3 铝合金材料项目向产业链上游拓展.....	22 -
5、国际销售开辟新市场.....	24 -
5.1 广泛的销售及分销网络.....	24 -
5.2 多元化的客户基础.....	25 -
5.3 进军海外市场.....	25 -
5.4 有效的风险管理措施.....	27 -
6、财务状况稳健.....	28 -
6.1 高效率的经营管理.....	28 -
6.2 财务指标稳健.....	29 -
7、盈利预测与估值.....	31 -
7.1 营业收入预测.....	31 -
7.2 经营费用及利润表预测.....	32 -
7.3 目标价.....	33 -
7.4 同类公司估值比较.....	33 -
8、风险因素.....	33 -

## 图表目录

图表 1、公司部分产品示例图.....	5 -
图表 2、江南集团的发展历程.....	6 -
图表 3、江南集团发展过程中的里程碑事件.....	6 -
图表 4、公司主要股权结构.....	6 -
图表 5、公司的主营收入和经营利润.....	7 -
图表 6、公司的综合毛利率、净利率.....	7 -
图表 7、各分部业务的收入结构.....	7 -
图表 8、产品销售收入比例.....	7 -
图表 9、各分部产品毛利率水平.....	8 -
图表 10、中国电线电缆行业产值分布.....	9 -
图表 11、中国电线电缆的用途分布.....	9 -
图表 12、江南集团电线电缆产品应用广泛.....	10 -
图表 13、2004-2012 年电线电缆行业产值增长.....	11 -
图表 14、多个领域带来电线电缆新增需求.....	11 -
图表 15、我国的城镇化率.....	12 -
图表 16、重工业快速发展.....	12 -
图表 17、中国用电量持续增长.....	13 -
图表 18、“十二五”期间电网投资规模大幅增加.....	13 -
图表 19、我国的雾霾天气日益严重.....	14 -
图表 20、我国的电力资源与用电负荷分布.....	14 -
图表 21、“十二条”治霾输电通道.....	15 -
图表 22、我国未来的电力流向.....	15 -
图表 23、我国电线电缆行业亏损情况.....	16 -
图表 24、我国电缆市场行业集中度很低.....	16 -
图表 25、近期国内电缆行业重要并购事件.....	18 -
图表 26、江南集团的行业并购策略.....	19 -
图表 27、公司的电缆产品产能以及扩张计划.....	20 -
图表 28、全面的行业资质和行业许可认证.....	21 -
图表 29、电力电缆的电压分类.....	21 -
图表 30、全国的销售网络.....	24 -
图表 31、国外的销售网络.....	24 -
图表 32、2013 年公司按地理位置销售额占比.....	24 -
图表 33、多元化的客户结构以及代表性的工程项目.....	25 -
图表 34、公司产品出口额占比.....	26 -
图表 35、公司的产品定价模式.....	27 -

图表 36、毛利率对比平均铜价.....	- 27 -
图表 37、三项费用及生产成本占比.....	- 28 -
图表 38、电缆直接生产成本构成.....	- 28 -
图表 39、应收账款、应付账款和存货周转天数.....	- 28 -
图表 40、负债比率及流动比率.....	- 29 -
图表 41、利息覆盖率.....	- 29 -
图表 42、公司的资本支出.....	- 29 -
图表 43、公司的财务费用及比率.....	- 29 -
图表 44、物业、厂房设备及土地使用权.....	- 30 -
图表 45、公司的研发成本投入.....	- 30 -
图表 46、净利润及净利润率.....	- 30 -
图表 47、资产回报率 ROA 和净资产回报率 ROE.....	- 30 -
图表 48、公司收入预测汇总表.....	- 31 -
图表 49、利润预测表.....	- 32 -
图表 50、同类公司估值比较.....	- 33 -

## 1、公司基本概况

### 1.1 中国电线电缆生产领先厂商

江南集团有限公司（简称“江南集团”，代码：1366.HK，2012年4月20日在港交所上市）是中国最大的电力电缆以及电气装备用电线电缆制造商之一。公司的产品广泛应用于电力及其它行业，包括冶金及采矿业、石油化工、铁路、造船、建筑等各行各业。

根据 IBIS World 的研究报告，按 2011 的年度销售额算，公司附属公司江南电缆为中国第三大电线电缆供货商，市场占有率约 1.5%。

图表 1、公司部分产品示例图



资料来源：公司资料、兴证香港

公司的产品主要分为电力电缆、电气装备用电线电缆、裸电线和橡胶电缆四类。

**电力电缆：**主要用于电力以及其它一般行业的输配电系统（应用范围广泛，包括架空、地下及水下等多种领域）。公司的电力电缆产品从低压至超高压电缆，而不同电缆具备不同特性：同心导体、阻燃、防火、低烟无卤、低烟低卤及防水。电力电缆的主要结构组件为导体、绝缘体及护套。

**电气装备用电线电缆：**电气装备用电线电缆主要用于广泛用途的供电及配电，包括建筑业、工业机器、仪器、仪表及家电等领域。电气装备用电线电缆的电压容量各不相同，要根据所使用的具体装备种类及操作环境而定。电线电缆的组件包括导体、绝缘体、挤包绝缘体及保护层。

**裸电线：**裸电线（包括铝绞线及钢芯铝绞线）主要用作输电用架空电线。有别于电力电缆及电气装备用电线电缆产品，裸电线指仅有导体并无绝缘层的产品。

**橡胶电缆：**由多股的细铜丝为导体，外包橡胶绝缘和橡胶护套的一种柔软可移动的电缆品种。2013年7月，江南集团收购中煤电缆，因而占据橡胶电缆的市场领先地位。根据电缆绝缘层和护层材料的不同，有橡胶、PVC、PE、XLPE、聚丙烯 PP、氟塑料等等不同材料的电缆品种。

## 1.2 江南集团的发展历程

图表 2、江南集团的发展历程

1997	无锡江南成立，从事制造及销售电线电缆产品
2004	公司被认定为国家火炬计划重点高新技术企业 “五彩”牌电缆荣获中国名牌产品称号
2007	与南非国营企业 Eskom 订立一份五年期供应合同，公司产品打入南非 “五彩”商标被司法认定为中国驰名商标
2008	公司检测中心获得国家实验室认可，是电线电缆行业首家获得该荣誉的企业 第一根超低温电缆登陆南极
2009	建立江苏省企业院士工作站
2010	建立国家级博士后科研工作站
2011	超高压立塔生产线投产成功，投产高压和超高压电缆
2012	江南集团在香港主板市场成功上市，代码“1366.HK” 新苏能复合材料有限公司成立 南非开始设立生产线
2013	收购中煤电缆 南非生产线正式投产

资料来源：公司资料、兴证香港

## 1.3 公司的股权结构及控股股东

**控股股东—芮福彬。**芮福彬先生为江南集团董事会主席，亦为公司的创办人。

芮福彬先生负责制定公司的发展策略，并负责公司的整体业务及营运管理，其在中国有逾 30 年电线电缆行业经验。现芮福彬先生与其儿子芮一平拥有动力世纪 100% 股权，而动力世纪占上市公司已发行股本约 55.14%。储辉先生（芮福彬先生之女婿）为公司的行政总裁。

江南集团的最新股权结构如图 4 所示：

图表 3、江南集团发展过程中的里程碑事件



资料来源：公司资料、兴证香港

图表 4、公司主要股权结构



资料来源：公司资料、兴证香港

2014 年 4 月 9 日公司发行非上市认股权证：认股权证每份 0.1 港元，认购价格 1.70 港元，认股权证有效期 2 年，最大可发行 1.5 亿股股份，约占现有股份 4.65%。

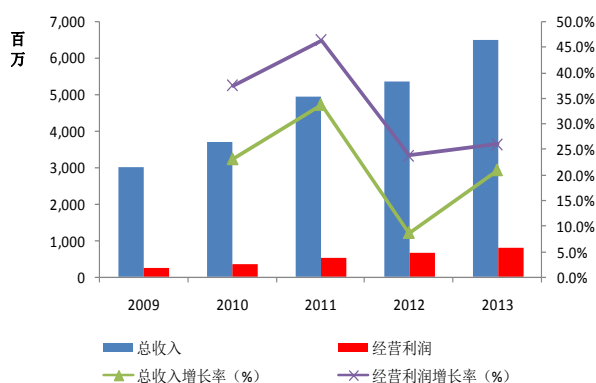


### 1.4 过往业务发展概况

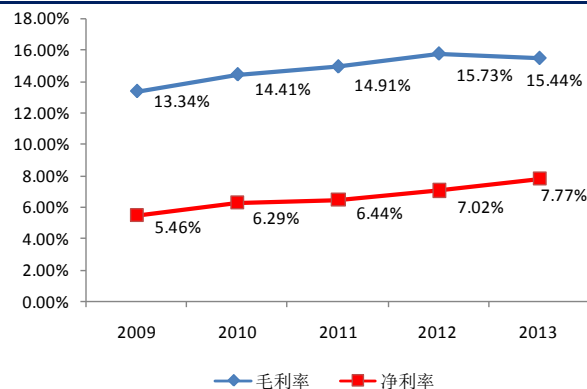
江南集团的营业收入、毛利润和净利润均保持快速增长，2009-2013 年，公司营业收入复合增速为 21.3%，净利润复合增速 33.1%。

最新 2013 年经营业绩：营业收入为人民币(下同)64.77 亿元，同比增长 20.9%；毛利增加 18.8%至 10.0 亿元；毛利率维持约 15.4%（2012 年：15.7%）；股东应占利润 5.04 亿元，同比增长 33.9%；每股基本盈利 16.36 分元，折合港币约 20.61 港仙（2012 年为每股 13.09 分）；董事会建议每股派息 3.3 港仙。公司 2013 年经营业绩创公司自创办历史以来新高。

图表 5、公司的主营收入和经营利润



图表 6、公司的综合毛利率、净利率



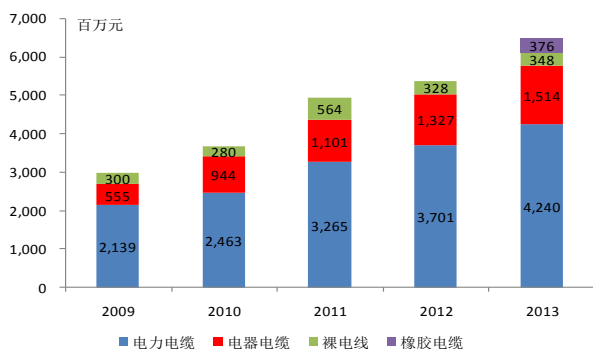
资料来源：公司资料、兴证香港

资料来源：公司资料、兴证香港

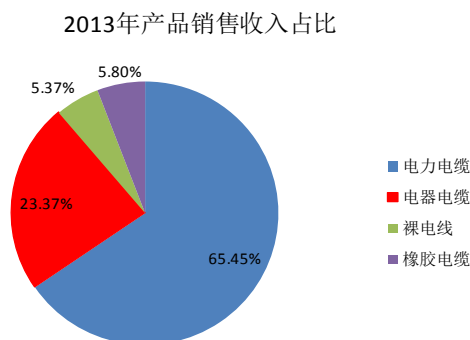
江南集团的产品毛利率水平稳步提升。2009-2013 年，毛利率从 13.3%提升至 15.8%，这显示公司收入结构中高毛利率产品占比稳步提升。同时，公司的净利润率也从 5.5%提升至 7.8%，凸显江南集团作为国内优秀的民营企业所拥有的良好的经营管理水平。

公司的几个主要产品种类的收入构成和毛利率走势如下图所示：

图表 7、各分部业务的收入结构



图表 8、产品销售收入比例

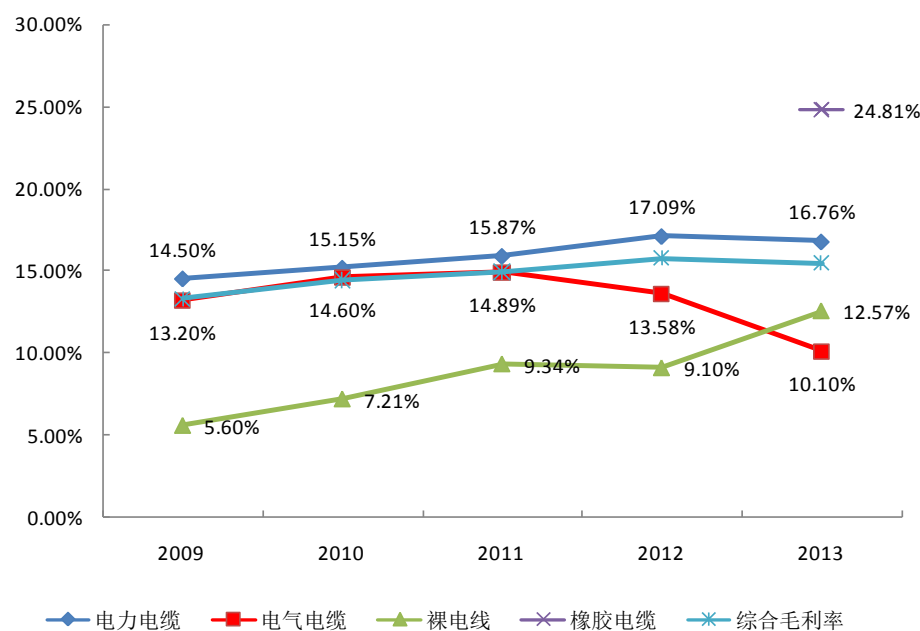


资料来源：公司资料、兴证香港

资料来源：公司资料、兴证香港

从各项电缆产品收入结构上看，电力电缆收入占比保持在 65%左右，电气装备电线电缆营收占比 24%，裸电线营收占比在 5%左右。2013 年因为收购中煤电缆，增加橡胶电缆分部，其收入为 3.78 亿元。

图表 9、各分部产品毛利率水平



资料来源：公司资料、兴证香港

毛利率上看，电力电缆基本稳定，小幅提升因超高压等新产品的不断投产所致。电气装备电缆毛利率 2013 年出现明显下滑，主要是收购的中煤电缆的电气装备电缆毛利率较低所致。裸电线部分明显提升因为公司的铝合金导线投产所致。橡胶电缆产品毛利率高达 24.81%，受其影响 2013 年综合毛利率保持稳定在 15.44%。



## 2、电线电缆—可持续发展的朝阳行业

### 2.1 国民经济的“动脉”与“神经”

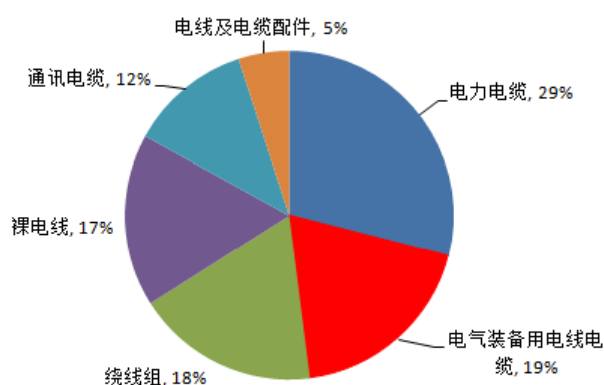
电线电缆指用以传输电（磁）能，信息和实现电磁能转换的线材产品。广义电线电缆亦简称为电缆，狭义的电缆是指绝缘电缆。“电线”和“电缆”并没有严格的界限。通常将芯数少、产品直径小、结构简单的产品称为电线，没有绝缘的称为裸电线，其他的称为电缆。

根据产品特征和用途，一般行业内将电线电缆分为如下分类：（1）电力电缆；（2）电气装备用电线电缆；（3）绕组线；（4）裸电线；（5）通讯电缆。

- ◆ 电力电缆：产品主要用在发、配、输、变、供电线路中的强电电能传输，通过的电流大（几十安至几千安）、电压高（220V至500kV）。
- ◆ 电气装备用电线电缆：品种规格繁多，应用范围广泛，使用电压在1kV及以下较多，面对特殊场合不断衍生新的产品，如耐火线缆、阻燃线缆、低烟无卤/低烟低卤线缆等等。
- ◆ 绕组线：绕组线是一种具有绝缘层的导电金属电线，用以绕制电工产品的线圈或绕组，主要用于电机电器及电工仪表中。起作用时通过电流产生磁场，或切割磁力线产生感应电流，实现电能和磁能的转换，故又成为电磁线。
- ◆ 裸电线：纯的导体金属，无绝缘及护套层，主要用在城郊、农村、用户主线、开关柜等。
- ◆ 通讯电缆：随着通讯行业的飞速发展，从过去的简单的电话电报线缆发展到几千对的话缆、同轴缆、光缆、数据电缆，甚至组合通讯缆等。

注：电缆与光缆的区别：电缆以金属材质（大多为铜，铝）为导体，传输电信号，多用于能源传输及低端数据信息传输（如电话）；光纤以玻璃质纤维为传导体，通过光信号进行数据传输。

图表 10、中国电线电缆行业产值分布



图表 11、中国电线电缆的用途分布



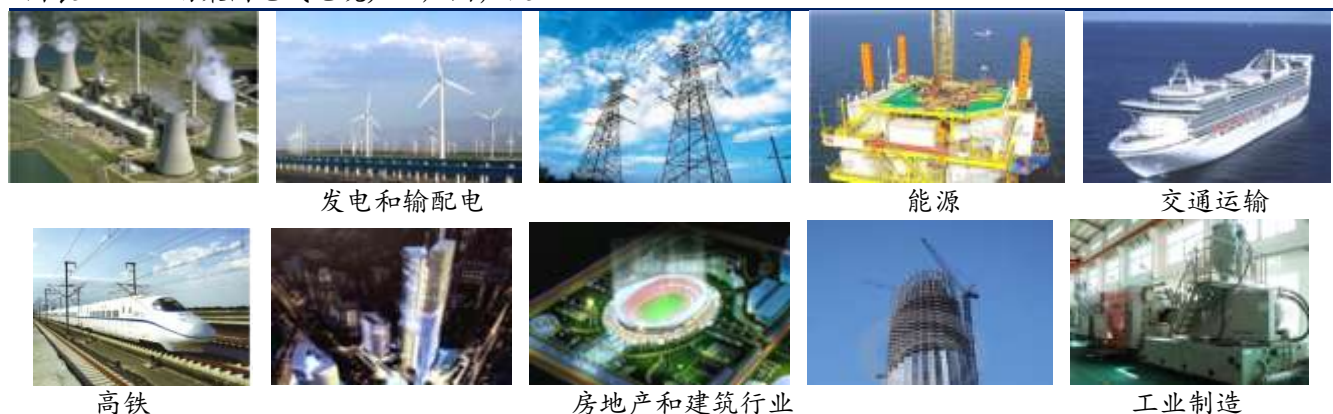
资源来源：IBISWorld、兴证香港

资源来源：IBISWorld、兴证香港

电线电缆行业虽然只是一个配套行业，却占据着中国电工行业1/4的产值。它产品种类众多，应用范围十分广泛，涉及到电力、建筑、通信、制造等行业，与国民经济的各个部门都密切相关。

电线电缆还被称为国民经济的“动脉”与“神经”，是输送电能、传递信息和制造各种电机、仪器、仪表，实现电磁能量转换所不可缺少的基础性器材，是未来电气化、信息化社会中必要的基础产品。

图表 12、江南集团电线电缆产品应用广泛



资料来源：公司资料、兴证香港

江南集团的产品原来主要是电力电缆、电气装备用电线电缆和裸电线三大类，在2013年收购中煤电缆后扩充了电力电缆和电气设备电缆产能，同时新增加特种类型电缆(主要是橡胶电缆)的生产和销售。实际上电线电缆的不同的产品规格的品种非常多，约有4万多种不同产品，而江南集团以现有的生产能力可以生产1万多种电缆产品。

## 2.2 电线电缆行业快速发展

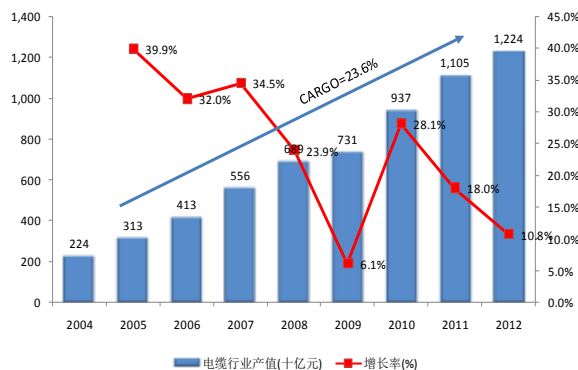
中国经济持续快速的的增长，为线缆产品提供了巨大的市场空间。改革开放短短的几十年，电线电缆行业已是中国仅次于汽车行业的第二大行业，产品品种满足率和国内市场占有率均超过90%。在世界范围内，中国电线电缆总产值已超过美国，成为世界上第一大电线电缆生产国。

从2004年到2012年末，我国电线电缆行业销售产值从2,240亿元跃居到12,240亿元规模，年均复合增长率达到23.6%。尽管2008年爆发全球金融危机对我国经济发展造成一定影响，但在政府投资刺激及内需拉动下，我国电线电缆行业较快走出低迷并恢复了平稳增长。

中国电线电缆产业已经连续多年以占全球电缆铜导体用量1/4以上比例稳居世界

第一。2013年12月召开的第二届中国（芜湖）电线电缆博览会，工信部称2013年我国电线电缆行业产量同比增幅为7%。

图表 13、2004-2012 年电线电缆行业产值增长



图表 14、多个领域带来电线电缆新增需求



资料来源：兴证香港

电线电缆作为人类社会生产和发展的必需品是一个朝阳产业，具备持续发展空间。首先，电力是人类社会生存和发展的必需品，电缆是供输电的必需品；同时，电缆的用途十分广泛，可以这么说有人类的地方要用电，没有人住的地方也在开发。经济的发展需要用电，遇到天灾，如地震、水灾、雪灾等等，电缆还必须先行使用。

其次，随着人类对用电量增加和用电安全的要求越来越高，一方面选用截面越来越大，电压越来越高；另一方面一些重要设施采取原单回路供电改为双回路，甚至多回路供电，这也增加了对电缆的需求。电线电缆作为人类从事现代经济活动不可或缺的产品，同时其还需要定期更换。我国的电力需求比其他发达国家落后，2011年中国人均用电397千瓦时，而欧盟是688千瓦时，美国是1,363千瓦时。

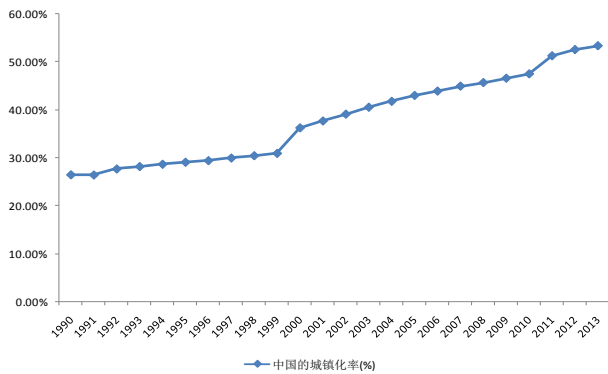
正因为电缆应用领域广泛，随着中国电力工业、数据通信业、城市轨道交通业、汽车业以及造船等行业规模的不断扩大，对电线电缆的需求也将迅速增长，电线电缆行业作为朝阳产业在我国还有巨大的发展潜力。

### 2.3 城镇化和工业化带来线缆行业持续的增长动力

城镇化是经济社会发展的必然过程，当前中国正处于城镇化快速发展阶段。2000年至2010年，城镇人口由4.6亿增加到6.7亿，城镇化水平由36.22%提高到49.95%。2014年1月20日国家统计局发布报告显示，2013年我国城镇化率已达53.73%。

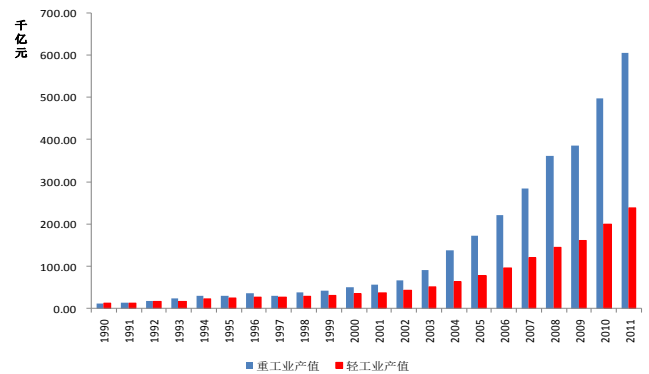
我们认为，城镇化趋势是支持电缆行业长期发展的重要因素。2009年底召开的中央经济工作会议将城镇化作为扩内需调结构的着力点，赋予了城镇化崭新的含义和使命。

图表 15、我国的城镇化率



资源来源：Wind、兴证香港

图表 16、重工业快速发展



资源来源：Wind、兴证香港

以往数据显示，我国城镇化率每提高 1 个百分点，意味着 1,300 万人口进入城市，相应的城镇固定资产就要增加 2.8 万亿元。城市化进程使建筑行业在 21 世纪初成为我国支柱产业之一，为建筑用电线电缆及其他电气装备用线缆带来机遇。预计至 2020 年，中国城镇化率将继续提升，未来城镇化的发展将为电线电缆产品释放出大量的需求。

与此同时，我国已经进入工业化过程中的中后期阶段—重化工业时期。2004-2011 年期间，我国工业增加值的平均年增长率为 16.8%，远大于同期 GDP 的增长，而且工业总产值中重工业的增长率始终大于轻工业增长率。

我们认为，重化工业为一个国家实现现代化提供强大的物质基础，参照国外发达国家走过的历程，我国工业化至少还需要 15 年乃至更长时间。在这个过程中，产业结构和布局的调整、产业升级，相关能源以及资源开采等产业配套和支撑，将有力带动电线电缆产品需求，推动电线电缆产品创新和提高质量性能的有利因素。尤其是电网、电信、建筑、汽车、铁路、船舶六大工业增长点将带动相关电线电缆的发展。

例如铁路建设方面，根据国家“十二五”规划，于 2015 年，全国铁路总长度将达 123,000 公里，而在 2013-2015 年间，共会兴建 25,000 公里的铁路，在“十二五”规划期间，对铁路之投资将高达 33,000 亿人民币。

再如城市轨道交通建设方面，根据国家“十二五”规划，于 2020 年，全国至少 38 个城市拥有大型运输系统，在 2013 至 2020 年间，将建成总长度为 6,000 至 8,000 公里之城轨，投资预计需要资金 40,000 亿。

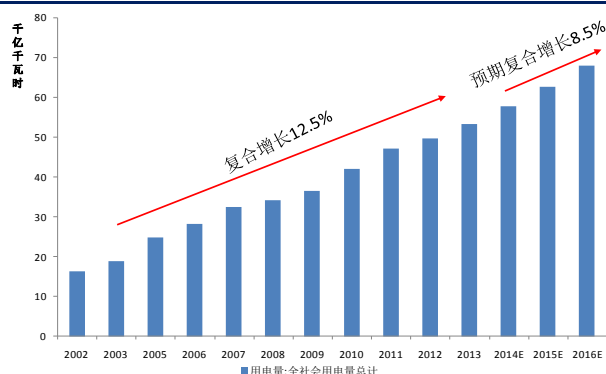
因此，从长期趋势看，现在以及未来中国的城镇化和工业化进程的进一步完善和深入发展，仍将为中国经济发展提供充足的动力，这为电线电缆提供了巨大的市场需求潜力。



## 2.4 “十二五”期间，电网建设投资大幅增加

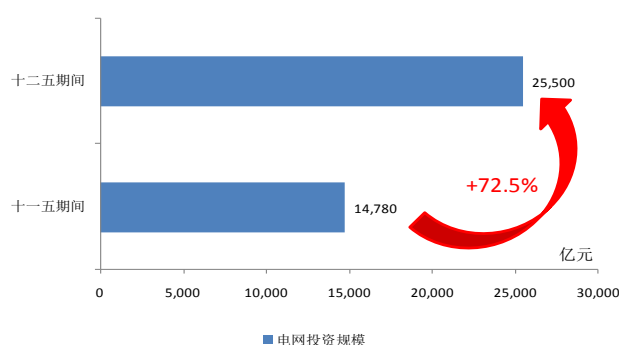
伴随着经济的增长，我国用电量不断上升。根据中国国家统计局和中国电力企业联合会的数据，2002-2013 年我国用电量年复合增长率为 12.5%，预计“十二五”期间，我国用电年复合增长率为 8.5%。根据中国电力工业发展的现状及中国经济发展的各阶段、中国人口增长趋势和城镇化各阶段相应的电力需求，预计到 2030 年左右，中国电力需求及用电负荷将达到高峰，因此中国电力至少面临 20 年的刚性需求。

图表 17、中国用电量持续增长



资源来源：统计局，中电联，兴证香港

图表 18、“十二五”期间电网投资规模大幅增加



资源来源：中电联，兴证香港

来自中国电力企业联合会的信息，今后五年我国电网投资金额约 2.55 万亿元，相比 2006-2010 的“十一五”期间累计投资额 1.48 万亿元，“十二五”期间电网投资增幅达到 72.5%。

“十二五”期间我国电网发展的总体目标是：建设以特高压电网为骨干网架，各级电网协调发展，具有信息化、自动化、互动化特征，安全可靠、经济高效、清洁环保、透明开放、友好互动的统一坚强智能电网，实现从传统电网向现代电网的升级和跨越。到 2015 年，建成坚强的西北、东北送端电网和“三华”特高压受端电网，电网优化配置资源能力大幅提高。重点城市形成坚强的 500（330）千伏、220 千伏主网架和 220 千伏、110（66）千伏分区供电的网络格局。农村电网建成以 220 千伏变电站为枢纽的 110 千伏（66 千伏）主网架，县域电网、重点用户全面实现双电源供电。基本形成智能电网运行控制和互动服务体系，关键技术和装备实现重大突破。电网建设的规模和发展方式的重大改变，都将给行业带来巨大的市场需求和创新空间。

作为电网建设中最重要配套产业，电线电缆行业凭借“十二五”电网规划、输变电设备升级换代、大容量输电线路建设及改造等商机，迎来新一轮快速发展。

## 2.5 治霾输电通道—特高压建设提速

近几年，我国华北、华东、华中地区出现日益严重的雾霾天气，本质上是能源资源禀赋“先天不足”与能源发展方式“错配”所致。我国能源资源与产业布局逆向分布，决定了我国要实施能源大范围优化配置。我们认为治理雾霾，解决方法是改变能源发展方式、调整能源结构；重点是降低煤炭消费比重，大力发展清洁能源，加快发展特高压电网，将我国西部丰富的资源充分利用，通过输电通道送至东部地区，最终实现我国能源从以化石能源为主、清洁能源为辅，向以清洁能源为主、化石能源为辅的战略转型。

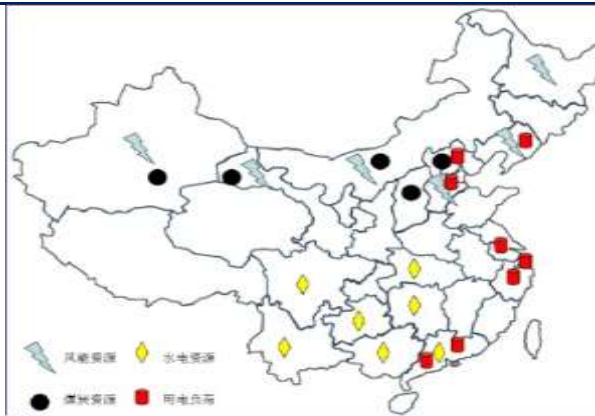
国家能源局 5 月下发《关于加快推进大气污染防治行动计划 12 条重点输电通道建设的通知》，明确表示，为解决京津冀、长三角、珠三角等地区用能问题，将推动重点地区 12 条能源输电通道建设。其中包括 9 条特高压项目(含国家电网公司 4 条特高压交流工程和 4 条特高压直流工程，以及南方电网公司 1 条特高压直流工程)。

图表 19、我国的雾霾天气日益严重



资源来源：互联网、兴证香港

图表 20、我国的电力资源与用电负荷分布



资源来源：兴证香港

我国的电力资源分布相对集中在西北(煤电、风电)和西南地区(水电)，而用电负荷相对集中于东南沿海地区。我国用电负荷大的地区与西北、西南清洁能源集中地区距离较长的特点，使得我国应重点发展长距离、大容量、低损耗的高压输电网络。

按照国家电网公布的 2014 年重点工作目标，今年要核准并开工“六交四直”10 条特高压，并对电网投资 3,815 亿元，同比增长 13%。国家电网庞大的投资规模超出市场预期，特高压的市场机会值得期待，作为中国领先的电线电缆行业企业，江南电缆成为国内电网投资大发展时期的受益者。

电网建设中，主网架涉及到的主要是架空导线(包括铝合金导体)，城市配电网所



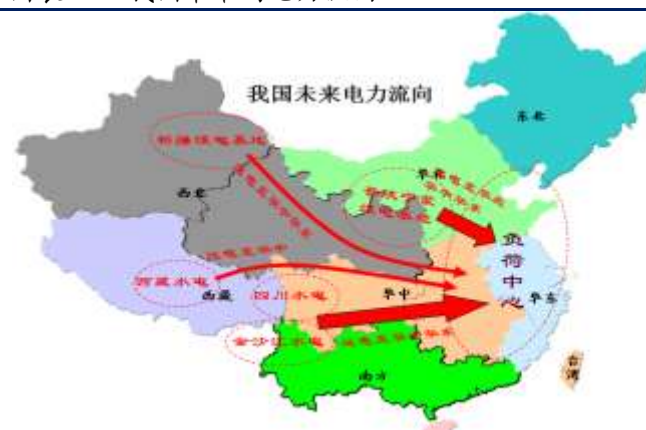
涉及的主要包括高压/超高压电缆以及中低压电力电缆。

图表 21、“十二条”治霾输电通道

	起始点	技术路线
1	辽宁绥中电厂改接华北电网	±500 千伏
2	内蒙锡林格勒—山东	特高压交流工程
3	内蒙上海庙—山东	特高压直流工程
4	陕西榆横—山东潍坊	特高压交流工程
5	蒙西—天津南	特高压交流工程
6	内蒙古锡盟—江苏泰州	特高压直流工程
7	淮南-南京-上海，华东电网北半环	特高压交流工程
8	宁夏宁东—浙江	特高压直流工程
9	山西晋东—浙江	特高压直流
10	山西孟县电厂接入河北工程	±500 千伏
11	陕西神木—河北输电通道扩建过程	±500 千伏
12	南方电网西电东送，丽江直送深圳	特高压直流工程

资料来源：政府网站、兴证香港

图表 22、我国未来的电力流向



资料来源：兴证香港

预计到 2020 年，特高压及跨区、跨国电网输送容量达到 3.73 亿千瓦，届时占全国总负荷的 31%，其中特高压电网输送容量 2.65 亿千瓦。

## 2.6 新兴产业领域带来电缆强劲需求

除了国家电网在特高压领域的大规模投资，以及前述智能电网、城市轨道交通及高速铁路建设领域带来电线电缆的刚性需求，还有农网升级改造以及电动车等新兴产业领域均带来大量的电线电缆需求。

**农网升级改造：**在 2010 年 9 月至 2013 年 11 月期间，国家电网及南方电网合共投入 2,760 亿人民币改造及升级农村电网。仅 2013 年，国家电网已投资了 478 亿元。预计未来三年，国家电网及南方电网将继续加大农网升级改造投资。农网升级改造投资重点包括用能支持更高电压之设施取代现有输配电网络，扩充电网至电网未曾覆盖之区域，以将孤网合并至较大电网。

**电动汽车跨越式发展。**2014 年 3 月之前，只有国家电网被许可兴建充电站，最近民间资本亦被许可兴建充电站，相信会引起新一轮电动车充电站投资潮。根据中国工信部新能源汽车产业发展规划，至 2020 年，预计将共有 20,000 个电动车充电站，而 2013 年中国只有 400 个充电站。北京宣布于今年内完成兴建完 1,000 个公用快充桩布局建设及选定 100 个兴建充电站的地点，上海及天津亦计划在 2015 年各设立 6,000 及 6,700 个充电桩，相信于未来几年，电动汽车的快速发展引致的充电设备建设所带来的电线电缆需求强劲。

我们认为，电线电缆行业作为国民经济的动脉，其应用领域广泛，随着经济发展和我国能源结构的调整，其需求将长期保持稳定增长。

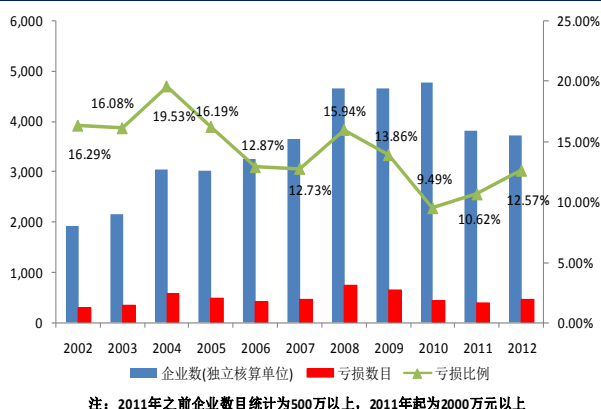
### 3、产业并购助力公司快速成长

#### 3.1 行业集中度低，整合趋势不可避免

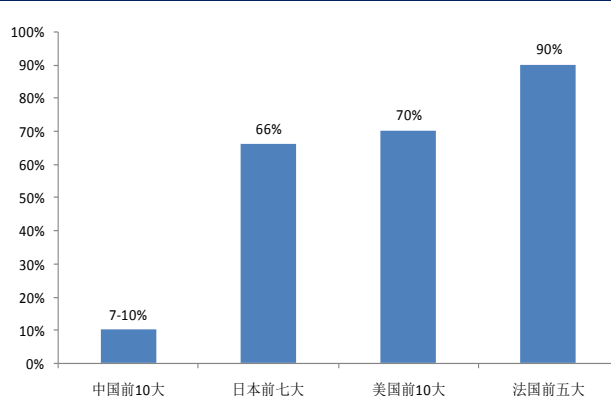
虽然过去数年间我国电线电缆行业得到快速发展，总产值为世界第一的电缆生产国，但是面临行业集中度低，中小企业林立，整体竞争实力不强，产品结构落后，行业毛利水平下降等问题。因此并非所有线缆生产商都受惠于行业需求的强劲增长，据统计，电线电缆行业规模以上企业的经营亏损面始终在 10-20% 之间。

据英国英特杰公司统计，中国线缆制造商总数已近万家（包含众多小企业，个体加工户等），规模以上企业 4,000 家左右。整个行业集中度极低，中国排名前十名的线缆企业仅占国内市场份额的 7%--10%，409 家中型企业所占市场份额约为 38-40%。

图表 23、我国电线电缆行业亏损情况



图表 24、我国电缆市场行业集中度很低



资源来源：兴证香港

资源来源：兴证香港

反观发达国家的线缆市场格局，美国前 10 名线缆制造商（如通用、百通、康宁、南线等）占据了市场份额的 70% 左右；日本 7 大线缆企业（如古河、住友、滕仓、日立、昭和等）占市场份额的 66% 以上；法国五大线缆企业（耐克森、新特等）更是占据了法国市场份额 90% 以上。

我国电线电缆产业这种高度分散化的格局，不仅很难取得规模经济效益，而且也加剧了生产能力过剩和市场的过度竞争状况。整个线缆行业市场处于散点市场状态，电缆企业内部缺乏技术创新，大多数企业局限在规模、价格等方面进行低层次的竞争。

根据欧美日等发达国家线缆行业的发展经验，随着本国工业化发展程度的提高，基础建设的完善，城市化水平的提高，线缆行业必将走向成熟，行业中出现明显两极分化，行业集中度提高。发达国家电缆行业经过多年的发展，逐渐形成市场

成熟度高，产业集中，产品质量好，科技含量高的特点。这些成绩的取得离不开电缆企业之间的不断整合与并购，这推动了电缆企业各方面的重组、调整，促进资源的最优化配置，使电缆企业能够集中所有的优势迎接市场的挑战。全球电缆巨头耐克森从上世纪 80 年代起就开始了一系列收购，在此后 20 年中没有中断过收购步伐，2009 年公司销售收入已达到 48 亿欧元，成为世界第一大电缆制造商，而其他的国际电缆巨头如意大利普睿司曼、韩国 LS 电缆无不是通过并购成为全球领先的电缆巨擘。

中国电器工业协会电线电缆分会编制的《中国电线电缆行业“十二五”发展指导意见》（简称规划）中提出，争取到“十二五”期末在行业内形成 3-5 家销售额达 200 亿规模并且具有一定国际竞争力的大型企业集团。形成 10-15 家销售规模达 100 亿规模并且在专业产品领域具有较强国际竞争能力的专业化特色企业。规划在综合分析宏观形势、下游需求产业发展的基础上，预测“十二五”期间行业销售年均增长 6-8%。

电缆行业内收入排名第一的远东电缆在 2013 年电缆销售收入为 115.74 亿元，江南集团行业销售额在 2013 年收入为 65 亿元。如果按照行业的需求和企业的自我积累成长，我们认为达到规划中所提到的目标还是有相当的难度，唯有通过企业间的行业合并才能迅速将企业规模做大，增强竞争优势。

### 3.2 行业整合，龙头企业受益

从发达国家线缆行业的发展经验看，未来数年间我国的电缆行业整合的大趋势不可避免。

我们认为，我国的电线电缆行业出现整合有内在和外在两方面的因素。内在因素上，电线电缆行业具有料重工轻的特点，对企业的流动资金的规模和资金周转效率的要求较高；铜、铝等主要原材料价格的上涨，使得中小企业流动资金规模难以满足新形势需要，更增加了企业资金管理的难度和套保的需求，管理水平落后的企业会被加速淘汰。当前我国银根收紧大环境下，中小企业融资倍感困难，而较大规模的企业，因融资渠道广泛且融资条件更好，因而可以脱颖而出。

外在因素上，随着我国电网建设及建筑工程高端化，市场对产品品质的偏好越来越强于对价格的偏好，以低价格竞争的小企业将面将越来越大外在生存压力。具有技术、品牌、质量的企业将得以生存。比如虽然我国生产电力电缆企业数量众多，但在电网系统的招标中能够取得大订单的企业并不多。“质量为王，品牌取

胜”已成为我国电力电缆市场、特别是高压电力电缆市场的竞争法则。我们认为只有少数优质大型企业的增长速度将高于行业的平均增长速度，从而最终成长为行业龙头。

大型企业如国家电网、中石油、中石化等，逐渐实行中央采购，对大型线缆企业有利。江南集团以其品牌、质量和规模等优势地位，历来是各大型项目的重要中标单位。

2014年6月17日公司公告中标国家电网及重大项目金额超过18亿元。其中中标国家电网达8.43亿元，同时公司累计中标大连万达商业地产采购合同3.56亿元，其它央企及企业达6.49亿元，重大合作方包括中国建筑、中国石油、西部钻探公司、中国水利电力对外公司、南京环境再生能源有限公司垃圾发电项目、英国国家电网、新加坡电力局、陕西未来能源化工等等。同时公司声明以上仅为披露的部分重大合同项目，而非全部。

实际上，随着我国经济体制改革的不断深入和市场经济的持续发展，我国的电线电缆行业上世纪90年代中后期经历过因体制转变引发的行业整合。那个时期，民营企业越来越强大，出现了一批实力强劲的民营电缆企业。同时，中国巨大的电缆市场深深地吸引着外商的眼球，纷纷来华投资电缆企业。在外资和民营企业的联合夹攻下，原来号称“国家队”的国有电缆企业纷纷败阵。第一波电缆行业整合的结果是绝大部分国有企业退出历史舞台，民营企业 and 外资企业已经成为中国电线电缆行业的主导。目前，以资产计算，国有经济份额已不足两成（15%）、三资企业占两成多（25%）、私营股份制经济占六成（60%）。

进入21世纪以来，行业内又开始了第二波整合。这次的竞争整合，主要发生在民营企业群体内部，公开提出了“与狼共舞”、“大鱼吃小鱼”、“快鱼吃慢鱼”的竞争理念。第二波整合，由于是民营企业之间的争斗，要相对残酷得多。我们认为接下来的行业并购将继续深入，作为充分竞争的一个行业，最终将有数家龙头企业脱颖而出。

图表 25、近期国内电线电缆行业重要并购事件

2014-06-03	远东电缆	以约 2.85 亿元收购北京水木源华电气股份有限公司 51% 股份的议案，向配电领域的进一步延伸，完善电力设备的整体产业链布局。
2014-04-29	鼎汉技术	公告公司拟发行股份收购安徽省巢湖海兴电缆集团有限公司 100% 股权。
2013-7-18	江南集团	收购中煤电缆，5 亿元现金代价 100% 股权收购。
2012 年	中超电缆	于 2012 年完成对明珠电缆、远方电缆、锡洲电磁线的收购。

资料来源：上市公司公告、兴证香港

### 3.2 收购中煤电缆，积累成功并购经验

面对线缆行业并购的机遇期，江南集团提出了通过整合扩大在国内外市场份额的发展策略。即通过以商业联盟或战略投资和收购的形式寻找能带来新产品、新技术和新客户的机会。

图表 26、江南集团的行业并购策略



资料来源：公司资料、兴证香港

2013 年 4 月 21 日，江南集团与卖方签订收购中煤电缆协议，收购代价介于 4.22 亿—5 亿元(折合约 5.28 亿—6.25 亿港元)之间。中煤电缆主要在中国生产、销售特种类型的电线及电缆，公司认为此项收购将丰富江南集团的电线电缆产品类型，有助于扩大公司市场占有率并增加收入来源。

中煤电缆的行政总裁储辉先生为江南集团董事会主席兼行政总裁芮福彬先生的女婿，因此此项收购事项构成关联交易。我们认为，此次收购为公司积累了收购的成功经验，为公司未来的行业并购活动奠定了基础。

我们认为，江南集团将受惠于电缆行业整合过程，主要是由于：

◆ 强大的融资能力。

在电缆行业中，江南集团是唯一一家在香港上市的企业，因此

—公司可以取得来自世界各地的资金支持，令公司的并购活动顺利实施。

—取得比在岸更低廉的离岸融资条件。江南集团目前已与超过 20 家银行建立合作关系，并成功取得他们的信任与支持。

◆ 拥有并购整合的经验。

2013 年成功收购中煤电缆为公司后续收购活动积累了成功的并购经验。

◆ 拥有知名品牌优势。

◆ 能有效整合被收购企业。公司可运用长时间建立起来的销售及市场推广能力，集团的品牌优势及管理经验协助被收购对象提升盈利能力。



## 4、持续产品创新提升盈利能力

### 4.1 全面的产品种类和规模化的生产能力

江南集团具有全面的产品种类和规模化的生产能力。电线电缆行业有 4 万多种规格，而江南可以提供超过 10,000 种的电线电缆产品；同时公司为中国电线电缆产能最高的制造商之一，2013 年年底的产能约为 100,000 公里电力电缆，833,500 公里电气装备用电线电缆，79,500 公里 (50,000 吨) 裸电线和 42,000 公里橡胶电缆，公司的生产面积达 73 万平方米。

公司的电缆产品具备客户所需求的各种特性，包括低烟无卤、低烟低卤、防水、光电、阻燃、防火及防鼠防蚁、耐油、耐热、全天候及防辐射。公司注重研发，已开发并推出多种适合特殊环境或符合客户特定要求的产品（如生态辐照型轨道用阻燃电力电缆、耐热 150° C 低烟无卤阻燃车用电缆以及 53 种专利产品（如易撕房屋设施连接电缆及耐候型配电电缆）。同时，公司还有能力生产极地耐低温电缆，用于我国南极极地的考察工作。

江南集团在生产最高达  $\pm 800\text{KV}$  和 1,000KV 及截面面积最大达 1,500 平方毫米裸电线的能力在中国市场绝对领先。公司已为中国首个超高压输电系统云南 - 广东  $\pm 800\text{kV}$  直流输变电工程提供裸电线。公司还成功开发 1,000KV 特高压导线及 220-500kV 超高压电缆，以把握日益殷切的高压及超高压电缆需求。

图表 27、公司的电缆产品产能以及扩张计划

单位 (公里)	电力电缆	裸电线	电气设备用电线	橡胶电缆
用途	电力工业及一般工业	电力工业	制造业 (工业设备、家用电器、建筑)	特种行业，比如矿山，造船等
2011/12/31	60,000	77,169	540,000	/
2012/12/31	68,000	79,500	580,000	/
内部扩充	20,000	/	73,000	/
收购中煤电缆	12,000	/	180,500	42,000
2013/12/31	100,000	79,500	833,500	42,000
2013年产能利用率	70%	50%	85%	70%
计划2014年扩充	130,000	90,000	1,125,000	54,000
产能增长率	30.00%	13.21%	34.97%	28.57%

资料来源：公司资料、兴证香港

规模化的生产能力带来生产周期缩短，而较短的交货周期为客户争取了市场先机，加之过硬的质量赢得了客户的信任。公司的电力电缆的一般生产周期在 17 小时至 280.5 小时之间；电气装备用电线电缆的一般生产周期在 11 小时至 51.5 小时之间；裸电线的一般生产周期约为 9 小时，大大优于业内的平均水准。



同时，公司还拥有全面的行业资质及各行业的准入许可：

图表 28、全面的行业资质和行业许可认证

资格/认证	颁发机构	许可行业	许可行业
生产许可认证	江苏省质量技术监督局	电力	广电
"3C"认证	中国质量认证中心	石油	建筑
SABS销售许可	南非标准局	石化	民航
欧盟RoHS认证	中国质量认证中心	煤矿	船用
欧盟CE认证	CCQS UK Ltd.	交通	冶金







资源来源：公司资料、兴证香港

#### 4.2 持续产品创新不断带来新的利润增长点

高压电缆：指采用干式交联工艺生产的电压等级在 110KV 级及以上(包括 66KV 中心点非有效接地系统)电力电缆。目前，高压交联聚乙烯绝缘电力电缆是我国城市输电网线路、发电站引出线路、重要大型工程及工矿企业供电所使用的主要产品。

由于我国已经进入重化工业和城市化的发展阶段，大量生产性投资以及基础设施建设带动了电力电缆产品的市场需求，而其中高压电缆的增长率也高于整个电力电缆的增长速度。

图表 29、电力电缆的电压分类

低压	1kV 及以下的电压（如：0.6/1，450/750，300/500 等）
中压	6～35kV 的电压（如：26/35，18/30，8.7/15，6/10）
高压	110～220kV 的电压（如：64/110，127/220）
超高压	330kV 以上的电压（如 290/500）
特高压	指 ± 800 千伏及以上的直流电和 1000 千伏及以上交流电的电压等级

资源来源：兴证香港

城市化的发展，造成城市用电负荷的日益增加。我国城市电网地下电缆化率平均只有 15%左右，即使发达地区的城市中心也仅有 30-40%。而发达国家如英国全国达到 60%左右，荷兰全国中低压地下化率几乎达到 100%。未来几年，高压电缆的需求将随着大规模的城市电网建设和改造而进一步扩大。另外，重化工业(如石化和冶金等)也是高压电缆需求的主要来源之一。

高压/超高压电缆的售价和毛利率都比普通电缆高很多。普通电缆 6-7 万元/公里，毛利率约为 16-17%；而 110KV 或 220KV 高压电缆售价可达 80-100 万元/公里，毛利率高达 25-30%；而 500KV 超高压电缆售价可达 300 万元/公里。

鉴于超高压电缆的增长潜力，江南集团已于宜兴生产基地兴建了年产能约为 1,000 公里的 220-500kV 高压及超高压电缆生产设施，并于 2011 年 10 月投入商业生产。公司将通过额外兴建三条生产线（预期年产能每条生产线 300 公里超

高压电缆), 预计 2014 年下半年可投产, 继续扩大公司的高压及超高压电力电缆产能。

除了高压/超高压电缆, 江南集团还在研发各种不同工业用途、具有特殊性能的特种电缆。特种电线电缆如核电电缆、海底电缆、石油平台电缆、环保电线电缆需求不断增长, 然而国内能生产此类产品的企业较少, 生产能力有限, 多数依赖进口。

江南集团拥有强大的研发实力保障。公司拥有 195 名工程师及技术人员, 国家级实验室, 院士及博士后工作站; 公司是业界认可的电缆技术领导者: 在业内有话语权, 参与修订及制定了 32 项国家级标准, 被认定为国家高新技术企业, 申请专利 117 项, 获得 58 项江苏省高新技术产品, 获得 9 项国家重点新产品。公司正在新开发高端产品包括: 超高压电缆、光伏太阳能电缆、风能电缆、光电复合缆、铝合金电缆等等。

#### 4.3 铝合金材料项目向产业链上游拓展

随着电源容量、用电需求的迅速增长以及资源能源的日益紧张和环境保护的限制不断加大, 需要新建线路或改造已有线路, 进一步提高电网的输电能力, 尤其在经济发达地区, 这个问题就更加突出。而低损耗、环保型、节约型、大容量的新型材料输电技术随着科学技术、材料技术、制造水平以及工艺水平的不断提高, 将发挥越来越重要的作用。

随着科技发展, 业内已经研发出的各种新型导线产品有: 全铝合金导线、耐热铝合金导线、倍容量导线、新型复合材料合成芯导线等品种。

##### 1、全铝合金导线

目前在西欧、北欧、北美、日本、南亚等国家, 铝合金导线作为架空输电线路已广泛应用, 但我国目前应用量还不到 10%。全铝合金导线与目前普通采用的钢芯铝绞线 (ACSR) 相比, 具有弧垂特性高、耐腐蚀、表面耐损伤、伸长率大、线损小以及抗蠕变性能好等优点。

##### 2、耐热铝合金导线

上世纪 60 年代日本研制了耐热铝合金导线, 其连续运行温度及短时允许温度比常规 ACSR 要提高 60℃, 分别为 150℃和 180℃, 从而大大提高了输电能力。耐热铝合金是由 EC 级铝、少量锆和其他元素组成, 具有较高的重结晶温度, 所以耐热铝合金连续工作温度可达 150℃, 载流量可提高 1.4~1.6 倍。同时加锆对改善

导线的耐软化性和耐蠕变性有显著的效果。为减少电腐蚀，钢芯采用铝包钢。

### 3、倍容量导线

倍容量导线也叫超耐热铝合金导线。该导线除具有耐热铝合金导线的优点外，最大的特点为导线允许温度可达 230℃，载流量提高约 2 倍；导线钢芯采用铝包 INVAR 线，显著地限制了导线弧垂。倍容量导线的线径、质量、张力、弧垂等特性与常用的 ACSR 基本相同，所以线路改造时，原有杆塔、基础可完全利用。

### 4、新型复合材料合成芯导线

随着材料技术的不断进步，20 世纪末人们尝试用有机复合材料代替金属材料制作导线的芯材，开发出了新型复合材料合成芯导线。这种导线充分发挥了有机复合材料的特点，与目前各种架空导线相比，具有重量轻、强度高、热稳定性好、驰度低、载流量大、耐腐蚀的特点，从节能、节地、节材、环保、提高输电能力等方面看，具有很好的应用前景，特别适用于老线路的改造。

“以铝代铜”是国际性总趋势，是电缆行业的材料革命，在美国，加拿大等发达国家，约四成电缆使用铝合金来制造，而在中国，铝合金电缆只占不足一成。而且各种铝合金导线可以在原有线路上不改变铁塔高度，不改变线路走廊的条件下，采用倍容量铝合金导线替换旧线，就可以使线路容量增加 50%以上，而其重量是铜电缆的一半，且铝合金电缆直接采购成本比铜电缆低 40%，安装施工费可节约 20%，故可获得较好的技术经济效果。

2009-2011 年，我国铝合金电缆需求增长速度达 84.8%。由于技术制约，目前生产的企业为数不多。考虑到市场对全铝合金导线及架空集束导线等采用铝合金作为原材料的电线及电缆的需求日益增加，以及国内可选用的铝合金材料供货商的数目有限，江南集团投资兴建了铝合金材料的生产设施(新苏能)及倍容量导线的生产设施。

公司的铝合金项目于 2013 年 1 月份开始投产。铝合金材料项目是采购铝锭，熔融后添加适当的合金元素，拉制成铝合金杆线，年产量 10 万吨。其中 3 万吨用于江南自己生产铝合金倍容量导线；剩下的 7 万吨铝合金杆线外销或用于其它铝合金电缆产品。铝合金材料的产品售价大约在 2.0 万/吨价格水平，如果按 60-70%产能利用率，产值可达在 12 亿元以上。

公司的铝合金材料项目显示公司正向产业链上游和特种材料新产品方向拓展。另外，目前我国超高压电缆绝缘料和屏蔽料完全需要进口，国际上的主供应商主要是陶氏化学和北欧化工两家，公司亦有意向研发并生产高端的电缆辅助材料。

## 5、国际销售开辟新市场

### 5.1 广泛的销售及分销网络

江南集团在中国拥有庞大的销售及经销网络。过往 10 多年间，公司已建立全国性销售网络，覆盖到中国（除港澳台及西藏地区）所有省份，并在近 300 个城市派驻销售人员。此外，公司的产品外销至 50 多个国家和地区，并在南非设有分公司，2012 年在南非建设生产线，2013 年投产。

公司采用直销模式，即直接自客户以及通过积极参与大型项目的竞标程序取得销售订单。公司产品具有品牌优势，公司的产品质量稳定性亦受到了客户的认可，因此公司与许多客户建立了长期的业务合作关系。

图表 30、全国的销售网络



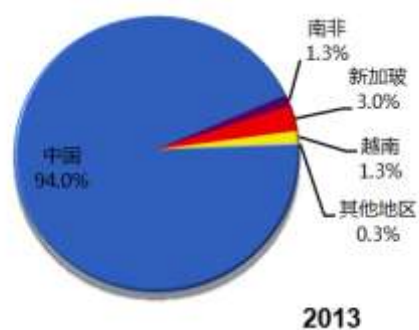
资料来源：公司资料、兴证香港

图表 31、国外的销售网络



资料来源：公司资料、兴证香港

图表 32、2013 年公司按地理位置销售额占比



资料来源：公司资料、兴证香港



## 5.2 多元化的客户基础

公司具有多元化的客户基础，公司向电力行业以及广泛的其它一般行业销售公司产品，其中包括金属及采矿、石油和天然气、石化、铁路、造船、建筑、通讯、运输及其它。公司亦向中国多个对供输电系统具有严格质量保证要求的举世瞩目的基建项目提供电缆产品。

多元化的客户基础降低了个别行业波动对公司业务的影响；强大的客户基础为业务实现长期可持续发展提供了保障，也为拓展新客户提供了坚实的基础。

图表 33、多元化的客户结构以及代表性的工程项目



资料来源：公司资料、兴证香港

## 5.3 进军海外市场

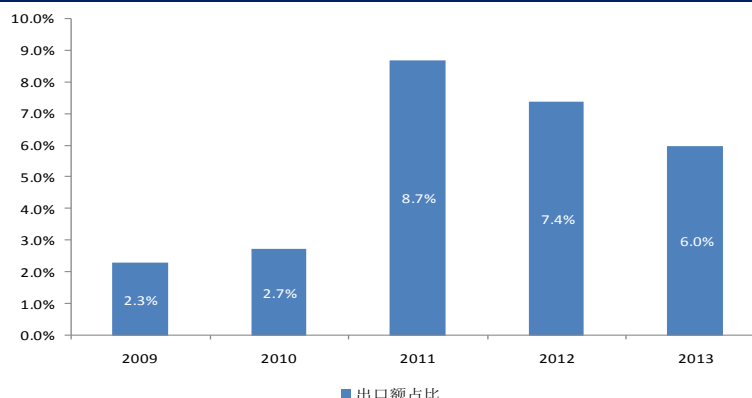
江南集团是电缆行业国际贸易的领先者。2004 年公司将外销作为公司的发展战略。至今公司的客户遍布五大洲，产品远销全球 50 多个国家和地区。2010 年-2013 年公司产品出口额分别占总销售的 2.7%，8.7%，7.4%和 6.0%。在国内，江南集团的电力电缆自营出口额为全国第一。公司现在的海外销售额还低于 10%，公司冀希望将来海外销售达到公司销售的 30%。

目前全球电线电缆的市场格局为，亚洲市场占 37%，欧洲市场接近 30%，美洲市场占 24%，其它市场占 9%。其中，中国电线电缆产量占全球份额的 30.5%，大陆产量占 27.6%，其年增长速度在全球各国国际级地区名列第一。

新市场不断开拓。2013 年公司获得越南国家输电总公司钢芯铝导线 (ASCR) 订单，金额为 1,414 万美元 (越南 GDP 增长: 6%); 公司获得埃塞俄比亚电力局全铝合金裸

电线(AAAC)订单,金额为365万美元(埃塞俄比亚GDP增长:8.5%)。

图表 34、公司产品出口额占比



资料来源: 公司资料、兴证香港

公司选择增长潜力大的新兴市场有目标地投资设厂,更好地占领当地市场,同时通过国际贸易代理机构拓展全球市场。

如南非属于中等收入的发展中国家,人均电缆导体用量水平远低于欧洲中等发达国家。但南非是世界五大矿产国之一,非洲经济最发达的国家,其电力工业较发达,发电量占全非洲的60%。近年来,南非的电力需求逐步增加,全国现有的发电厂的发电量远低于实际需求,经常出现严重的电力短缺情况。因此,南非计划投巨资增加全国的发电量,以不断满足日益增长的电能需求。根据南非国家电力公司 Eskom 公布的信息:至2013年用于发电产能扩张预算为3,850亿兰特,而到2036年将超过10,000亿兰特。

江南集团将外销作为公司长远发展战略,获得了包括南非 SABS 认证、德国莱茵 TUV 认证、欧盟 CE 认证、欧盟 RoHS 认证和 CB 认证等众多国外准入许可。公司于2005年在南非设立了全资子公司,经过4年的努力,通过了南非国家电力公司的重重考验,使之成为唯一全面获得南非 SABS 认证的中国公司。在巩固非洲市场的同时,公司还加大了对以新加坡为代表的亚洲地区电缆的出口。

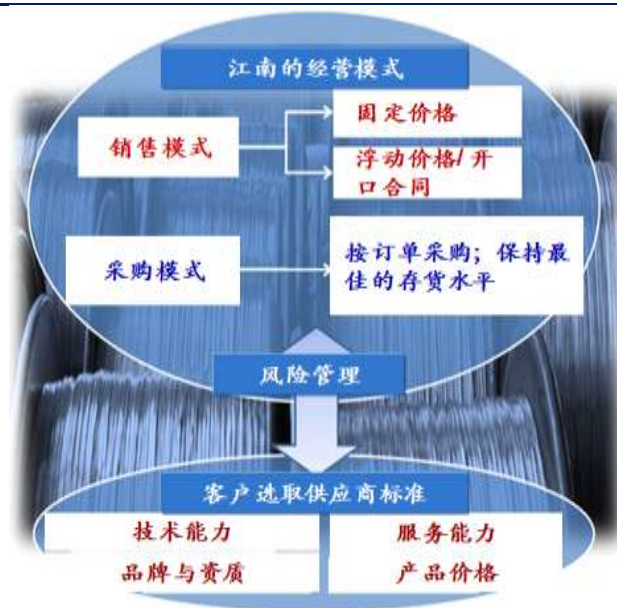
“走出去”战略即将收获成果。考虑到南非的电缆需求,公司在南非兴建的设计年产能约为10,000公里电力电缆的生产工厂已于2013年3季度投产。具体未来销售情况要根据当地情况,如果当地需求量很大,销售很好,可以利用国内设备生产电缆半成品,到南非做最后的工序,因此产值上是可以伸缩的,规划初期阶段产值预计约2-3亿产值规模,如果完全投产,或者从国内运送半成品去南非做最后一道工序的话预计年产值可提升6-7亿元左右。预计今年下半年公司将与南非国家电力公司(ESKOM)签订不少于20亿元的大单合同。



#### 5.4 有效的风险管理措施

公司采用以销定产模式，有效规避存货风险。公司的销售合同有两类模式，一类是开口合同（浮动价格），一类是闭口合同（固定价格）。对于规模小、时间短的合同订单，公司可以通过给铜原材料厂一些保证金，锁定原材料价格。对于合同时间较长的，公司签订的浮动价格合同，即当原材料价格波动超过一定范围，产品合同销售价格可以变动。

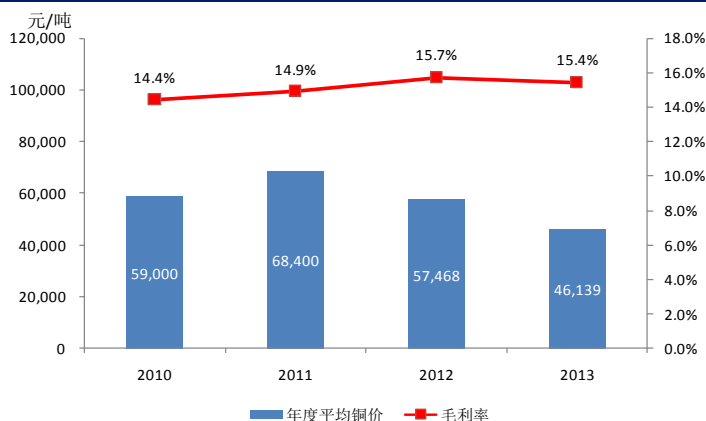
图表 35、公司的产品定价模式



资料来源：公司资料、兴证香港

采用加成定价模式有利于毛利率的稳定，从公司历史数据看，公司产品毛利率水平基本不受主要原材料铜价的波动所影响。

图表 36、毛利率对比平均铜价



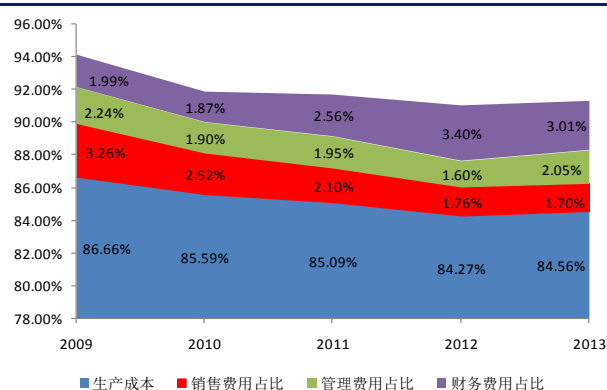
资料来源：公司资料、兴证香港

## 6、财务状况稳健

### 6.1 高效率的经营管理

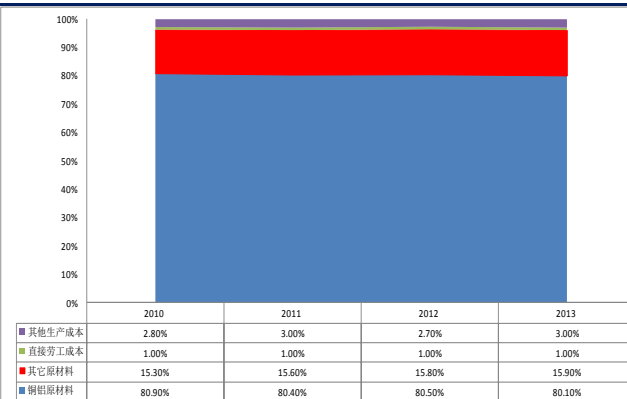
江南集团具有高效的管理效率。2009-2013 年的经营数据显示，公司的销售费用占比从 3.26% 持续下降到 1.70%，行政费用占比从 2.24% 下降到 2012 年的 1.6%，2013 年有所上升主要是收购活动所致。虽然公司称 2012 年销售支出下降主要由于中国国家电网公司投标程序从以往地区投标转移至中央集中采购，但我们为江南集团作为优秀的民营企业，其高效率的企业管理优势明显。

图表 37、三项费用及生产成本占比



资料来源：公司资料、兴证香港

图表 38、电缆直接生产成本构成



资料来源：公司资料、兴证香港

电线电缆生产制造属于典型的重料轻工的加工型行业，物料流量大，生产成本中原材料占到销售成本 95-96%，其中铜铝占比可达 80%，而人工成本占比仅为 1%。存货周转天数一定程度上显示企业的经营效益趋势。2013 年公司存货周转天数明显加快，揭示公司的生产经营良好，资金流动加快。

图表 39、应收账款、应付账款和存货周转天数



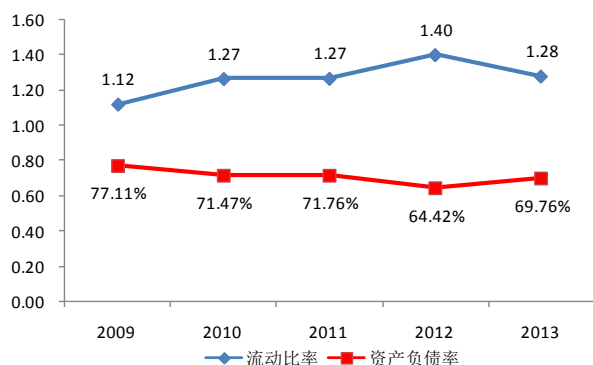
资料来源：公司资料、兴证香港

江南集团的应收账款和应付账款周转天数具有同步效应。因为公司的部分客户是具有强势话语权的电网公司，应收账款本身就比较长，所以应付账款与应收账款周期大致同步变动显示出公司对上游供货商具有一定的议价能力。

## 6.2 财务指标稳健

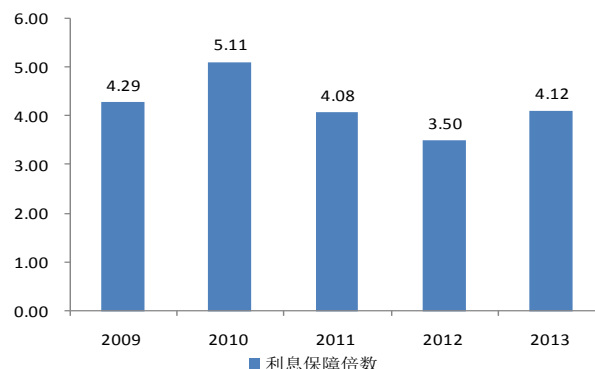
江南集团的财务状况一向稳健。2012 年 4 月份，公司通过 IPO 发行公开募集资金 3.7 亿元，及时补充了新建项目和流动资金需求，有效的改善了财务上的资产负债结构，截止 2013 年年底，公司的流动比率为 1.28，资产负债率为 69.79%，利息覆盖率为 4.12 倍。

图表 40、负债比率及流动比率



资源来源：公司资料、兴证香港

图表 41、利息覆盖率

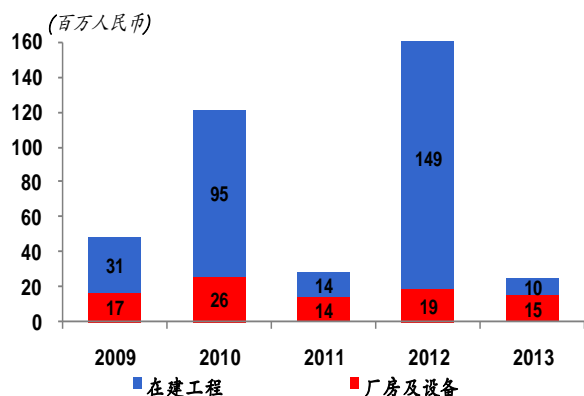


资源来源：公司资料、兴证香港

2012 年公司资本支出较大，因为超高压电缆项目、铝合金电容器项目和非工厂的资本投入，财务费用占比提升到 3.4%，2013 年资本开支下降，财务费用因收购中煤电缆而略有上升。

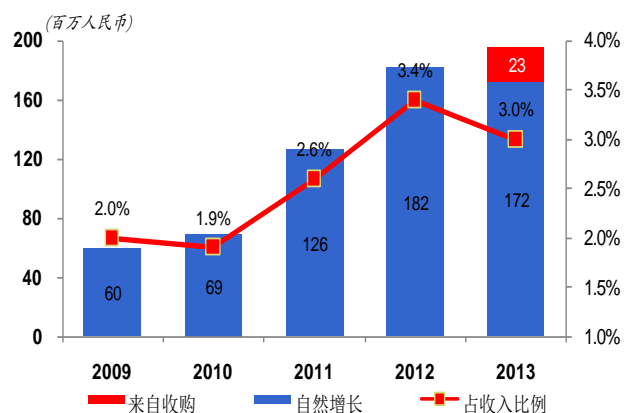
公司计划利用香港平台安排一些海外原材料贸易，比如采购原材料铜，提供给铜杆加工商，加工商加工后给公司供货铜杆，在国内开信用证，在香港通过银行折现支付，以此可部分降低财务支出费用。

图表 42、公司的资本支出



资源来源：公司资料、兴证香港

图表 43、公司的财务费用及比率

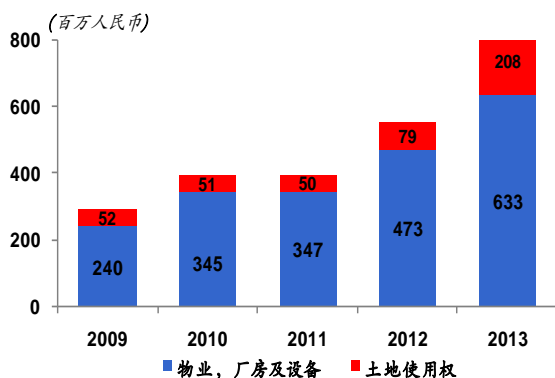


资源来源：公司资料、兴证香港

2012 年公司资本支出约 1.7 亿元已基本转为公司的物业、厂房设备等固定资产，同时 2013 年收购中煤电缆亦增加 2.08 亿元的固定资产。

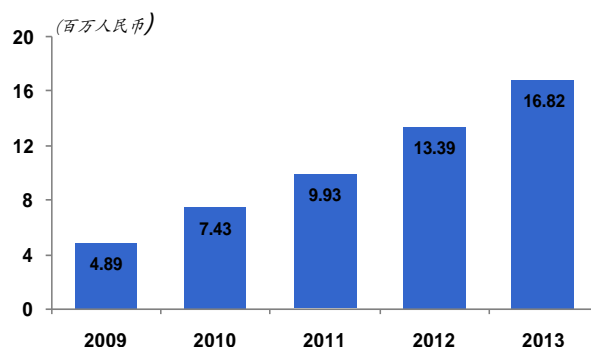
江南集团保持了持续增长的研发投入，以期不断推出新产品，保持业内领先的竞争优势。公司每年至少研发推出数个新产品，新产品有较高的毛利率，有助于改善公司产品结构，维持较高的总体毛利率水平。

图表 44、物业、厂房设备及土地使用权



资源来源：公司资料、兴证香港

图表 45、公司的研发成本投入

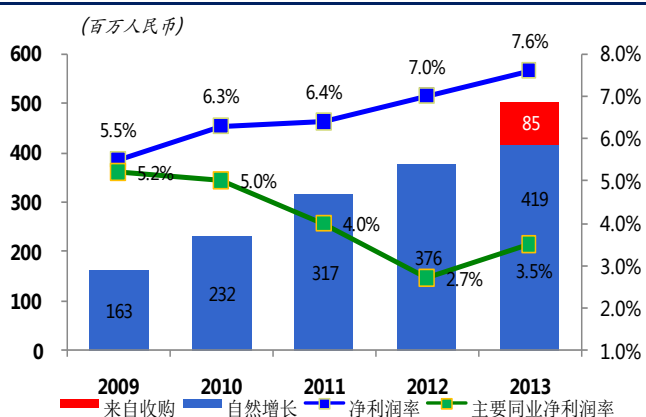


资源来源：公司资料、兴证香港

江南集团在高效率的管理下，体现出优于行业的经营业绩。与 A 股 8 家上市电线电缆公司财务资料做一个统计比较，江南集团的净利润率高达 7.6%，而同业净利润率仅为 3.5%。

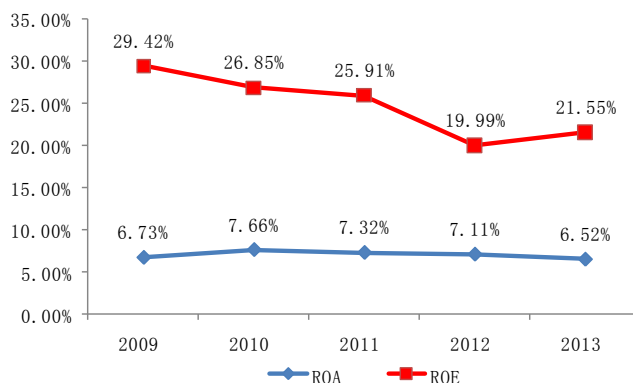
2009-2013 年，公司的资产收益率 ROA 基本保持稳定，2012 年净资产收益率 ROE 出现下降主要是受 IPO 发行新的股本所致，2013 年公司的 ROE 已经回升到 21.55%。

图表 46、净利润及净利润率



资源来源：公司资料、兴证香港

图表 47、资产回报率 ROA 和净资产回报率 ROE



资源来源：公司资料、兴证香港

## 7、盈利预测与估值

### 7.1 营业收入预测

我们对江南集团的各项业务销售收入预测主要基于以下假设：

- 1、首先，我们预测电线电缆行业未来几年的产值年均增长在 10%左右，而江南集团作为行业的知名企业，其品牌效应、生产规模、广泛的客户基础应当有高于行业平均以上的增长速度，自身内生性增长的增速在 20-25%左右。
- 2、2013 年 7 月江南收购中煤电缆，合并报表期间为 7-12 月份，因此今年上半年公司营收同比预计将大幅增加，而预计 2014 年全年营收同比增长为 33.52%。
- 3、按照公司的各个产品产能扩张计划，预计公司于 2015-2016 年在不考虑并购前提下保持 23%和 22%的营收增速。其中裸电线部分随着铝合金材料和倍容量导线的投产，分部业务增速和毛利率显著提升。
- 4、公司计划每年都有企业收购活动，但鉴于收购详细事项的不可预测性，我们的模型并未考虑未来行业并购所可能带来的一次性业绩增厚情形。

图表 48、公司收入预测汇总表

单位：千元	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>汇总</b>						
营业总收入	4,929,876	5,356,363	6,477,302	8,648,784	10,638,842	13,000,914
增长率	33.73%	8.65%	20.93%	33.52%	23.01%	22.20%
毛利	734,890	842,385	1,000,353	1,362,950	1,685,101	2,075,761
毛利率	14.91%	15.73%	15.44%	15.76%	15.84%	15.97%
<b>分部业务：电力电缆</b>						
营业收入	3,264,747	3,701,286	4,239,666	5,511,566	6,779,226	8,270,656
增长率	32.56%	13.37%	14.55%	30.00%	23.00%	22.00%
销售成本	2,746,478	3,068,903	3,529,243	4,580,111	5,626,758	6,848,103
毛利	518,269	632,383	710,423	931,455	1,152,468	1,422,553
毛利率	15.87%	17.09%	16.76%	16.90%	17.00%	17.20%
<b>分部业务：电气装备用电线电缆</b>						
营业收入	1,101,426	1,326,750	1,513,652	1,967,748	2,420,330	2,977,005
增长率	16.69%	20.46%	14.09%	30.00%	23.00%	23.00%
销售成本	937,463	1,146,642	1,360,743	1,770,973	2,178,297	2,679,305
毛利	163,963	180,108	152,909	196,775	242,033	297,701
毛利率	14.89%	13.58%	10.10%	10.00%	10.00%	10.00%
<b>分部业务：裸电线</b>						
营业收入	563,703	328,327	348,122	417,746	522,183	652,729
增长率	101.65%	-41.76%	6.03%	20.00%	25.00%	25.00%
销售成本	511,045	298,433	304,363	363,439	451,688	561,347
毛利	52,658	29,894	43,759	54,307	70,495	91,382
毛利率	9.34%	9.10%	12.57%	13.00%	13.50%	14.00%
<b>分部业务：橡胶电缆</b>						
营业收入			375,862	751,724	917,103	1,100,524
增长率				100.00%	22.00%	20.00%
销售成本			282,600	571,310	696,998	836,398
毛利			93,262	180,414	220,105	264,126
毛利率			24.81%	24.00%	24.00%	24.00%

资料来源：公司资料、兴证香港预测

综合以上的假设，我们预测江南集团于 2014-2016 的销售收入分别为 86.5 亿、106.4 亿和 130 亿元，同比分别增长 33.5%、23.0%和 22.2%，年均复合增长率约合 26.1%。

## 7.2 经营费用及利润表预测

我们对江南集团利润表的预测主要基于以下假设：

(1) 预测公司其它营业开支与营业收入金额大致稳定，2012 年因为 IPO 发行募集资金存放所以利息收入较高，随后有所降低。江南集团的作为民营企业，拥有较高的企业管理效率，过往数据显示其管理费用和销售费用控制良好，我们预测此两项占比维持之前最低比例不变。

(2) 所得税税率。公司在 2012 年 9 月份已经换领了高新技术企业证书，2013 之后开始按高新技术企业 15% 优惠税率标准缴纳企业所得税。

(3) 资本开支：公司在 2012 年 4 月份上市，募集资金 3.7 亿，2012 年使用了 1.7 亿，2013 年支出 2,500 万。2014 年公司预计有 3 条超高压生产线投资，另有工厂和机器设备投资，总计约 1.2 亿元，2015-2016 年预计资本开支均为 5,000 万元。因公司有计划进行行业的收购，而且收购企业还有一定规模，故公司持有 5 亿以上的现金作为并购资金。

图表 49、利润预测表

(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	5,356	6,477	8,649	10,639	13,001
增长率	8.7%	20.9%	33.5%	23.0%	22.2%
毛利	842	1,000	1,363	1,685	2,076
毛利率	15.7%	15.4%	15.8%	15.8%	16.0%
其它收入及开支	(0)	10	6	15	19
销售费用	(94)	(110)	(141)	(180)	(227)
占销售收入比	1.76%	1.70%	1.63%	1.69%	1.75%
行政开支	(86)	(133)	(159)	(191)	(229)
占销售收入比	1.6%	2.0%	1.8%	1.8%	1.8%
经营利润	638	804	1,059	1,316	1,629
增长率	23.9%	26.0%	31.7%	24.3%	23.8%
营业利润率	11.9%	12.4%	12.2%	12.4%	12.5%
财务费用	(182)	(195)	(244)	(305)	(366)
占联营公司损益	0	-3	0	0	0
税前利润	456	605	814	1,011	1,263
增长率	17.3%	32.8%	34.6%	24.1%	25.0%
所得税	(80)	(102)	(137)	(177)	(227)
实际税率	17.5%	16.8%	16.8%	17.5%	18.0%
股东应占溢利	376	504	678	834	1,035
增长率	18.5%	33.9%	34.6%	23.0%	24.2%
基本每股收益	0.13	0.16	0.22	0.27	0.34

资料来源：公司资料、兴证香港预测

综合以上分析，我们预测江南集团未来 3 年盈利有望保持快速增长，预测 2014-2016 年股东应占净利润为 6.78 亿、8.34 亿和 10.35 亿元，对应 EPS(每股基本收益)分别为 0.22、0.27 和 0.34 元。



### 7.3 目标价

我们采用 P/E 相对估值法对江南进行估值，因为港股上市的同类电缆生产企业较少，若将其与 A 股电缆制造上市公司进行比较，江南集团具有明显的估值优势。在暂不考虑并购可能带来的一次性业绩提升的前提下，参照港股制造行业的平均估值等多方面因素，我们给予江南集团未来 12 个月内 2.35 港元的目标价。目标价约相当于 2014-2016 年 PE 为 8.5、6.9、5.6 倍，PEG 为 0.31、0.25 和 0.20，对应股东净利润 27.17% 的年均复合增长率。目标价较现价 1.74 港元约有 35.1% 的上升空间，故我们首次给予其“买入”投资评级。

### 7.4 同类公司估值比较

图表 50、同类公司估值比较

A股上市同行业公司										
股票代码	公司名称	RMB		ROE (2013)	2014E	2015E	2016E	PE		
		股价	市值(亿)					2014E	2015E	2016E
002300.SZ	太阳电缆	5.96	26.95	11.98%						
002276.SZ	万马股份	6.69	62.80	8.73%	0.29	0.36	0.41	23.07	18.58	16.32
002471.SZ	中超电缆	8.32	42.20	10.39%	0.35	0.39		23.77	21.33	
600869.SH	远东电缆	8.07	79.90	10.00%	0.43	0.58	0.75	18.77	13.91	10.76
002498.SZ	汉缆股份	7.10	76.19	10.52%	0.31	0.36	0.41	22.90	19.72	17.32
603333.SH	明星电缆	4.35	22.62	0.42%						
600973.SH	宝胜股份	8.20	33.73	5.01%	0.37	0.51		22.16	16.08	
002212.SZ	南洋股份	4.78	24.39	2.92%						
002692.SZ	远程电缆	7.80	25.46	10.77%						
平均				7.15%				21.90	17.76	14.04

HKD										
股票代码	公司名称	股价	市值(百万)	(2013)	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
1366.HK	江南集团	1.74	5,354	21.55%	0.28	0.34	0.42	6.30	5.12	4.12

资料来源：Wind、兴证香港预测

## 8、风险因素

市场风险

产能过剩，行业竞争激烈导致毛利率下降。

系统风险

宏观经济放缓，电力行业投资不及预期。

铜、铝等主要原材料价格大幅下调。

## 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	3,025	3,499
应收帐款	2,328	2,681	3,192	3,900
存货	1,842	1,676	2,059	2,567
其他流动资产	808	1,294	1,910	2,801
<b>总流动资产</b>	<b>6,661</b>	<b>8,261</b>	<b>10,186</b>	<b>12,768</b>
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
<b>总资产</b>	<b>7,557</b>	<b>9,631</b>	<b>11,807</b>	<b>14,690</b>
银行借款	2,922	3,512	4,320	5,279
应付帐款	2,223	2,957	3,634	4,435
其他流动负债	58	78	96	118
<b>总流动负债</b>	<b>5,203</b>	<b>6,548</b>	<b>8,050</b>	<b>9,831</b>
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
<b>负债总额</b>	<b>5,272</b>	<b>6,637</b>	<b>8,159</b>	<b>9,964</b>
股本	25	25	25	25
<b>储备</b>	<b>2,261</b>	<b>2,969</b>	<b>3,622</b>	<b>4,701</b>
每股净资产(元)	0.74	0.97	1.19	1.54
营运资金	1,457	1,713	2,136	2,936
少数股东权益	0	0	0	0
<b>本公司权益拥有者应占权益</b>	<b>2,286</b>	<b>2,994</b>	<b>3,647</b>	<b>4,726</b>

## 现金流量表

单位：百万元	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>EBITDA</b>	<b>653</b>	<b>899</b>	<b>1,114</b>	<b>1,390</b>
融资成本(收入)	(195)	(244)	(305)	(366)
营运资金变化	(20)	215	(217)	(416)
所得税	(78)	(123)	(159)	(205)
<b>营运现金流</b>	<b>700</b>	<b>1,229</b>	<b>1,031</b>	<b>1,120</b>
资本开支	(22)	(122)	(55)	(61)
其他投资活动	(283)	(91)	(119)	(166)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(305)</b>	<b>(213)</b>	<b>(174)</b>	<b>(227)</b>
已付股息	(88)	(169)	(208)	(259)
其他融资活动	253	80	(234)	(161)
<b>融资活动现金流</b>	<b>166</b>	<b>(89)</b>	<b>(442)</b>	<b>(420)</b>
<b>现金变化</b>	<b>560</b>	<b>927</b>	<b>415</b>	<b>474</b>
汇兑调整	(16)	0	0	0
<b>期初持有现金</b>	<b>1,138</b>	<b>1,683</b>	<b>2,610</b>	<b>3,025</b>
<b>期末持有现金</b>	<b>1,683</b>	<b>2,610</b>	<b>3,025</b>	<b>3,499</b>

## 利润表

单位：百万元	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>收入</b>	<b>6,477</b>	<b>8,649</b>	<b>10,639</b>	<b>13,001</b>
毛利	1,000	1,363	1,685	2,076
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)
<b>经营利润</b>	<b>804</b>	<b>1,059</b>	<b>1,316</b>	<b>1,629</b>
融资成本	(195)	(244)	(305)	(366)
<b>税前利润</b>	<b>605</b>	<b>814</b>	<b>1,011</b>	<b>1,263</b>
所得税	(102)	(137)	(177)	(227)
<b>税后利润</b>	<b>504</b>	<b>678</b>	<b>834</b>	<b>1,035</b>
少数股东权益	0	0	0	0
<b>归属于所有者的净利润</b>	<b>504</b>	<b>678</b>	<b>834</b>	<b>1,035</b>
<b>EBITDA</b>	<b>653</b>	<b>899</b>	<b>1,114</b>	<b>1,390</b>

## 主要财务比率

	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>				
毛利率(%)	15.4%	15.8%	15.8%	16.0%
净利率(%)	7.8%	7.8%	7.8%	8.0%
<b>营运表现</b>				
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
<b>财务状况</b>				
负债/权益	230.6%	221.7%	223.7%	210.8%
收入/总资产	85.7%	89.8%	90.1%	88.5%
总资产/权益	3.31	3.22	3.24	3.11
盈利对利息倍数	2.58	2.78	2.73	2.83
总资产收益率	6.52%	7.04%	7.06%	7.05%
净资产收益率	21.55%	22.63%	22.86%	21.91%
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	8.48	6.30	5.12	4.12
PB	1.87	1.43	1.17	0.90

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。