

买入 (维持)

江南集团 (1366.HK)

目标价: 2.55 港元

现价: 1.71 港元

预期升幅: 49.1%

## 受益于特高压投资拉动高速增长

## 市场数据

报告日期 2014.9.28

收盘价(港元)	1.71
总股本(亿股)	3,395
总市值(亿港元)	58.05
净资产(亿元)	2,286
总资产(亿元)	7,557
每股净资产(元)	0.67

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	856	1,076
同比增长	33.87%	35.49%	25.48%	25.72%
毛利率	15.44%	15.82%	16.09%	16.35%
净利率	7.77%	7.89%	8.05%	8.28%
净资产收益率	21.55%	19.24%	21.94%	22.82%
每股收益(元)	0.16	0.20	0.25	0.32
市盈率	8.59	6.79	5.41	4.30
股息率	2.75%	2.21%	2.77%	3.49%

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  
 中期业绩点评\_20140813  
 会议摘要\_20140912

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)

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

## 投资要点

- **电网投资和特高压建设引爆 2015 年电缆行业高速增长。**按照“十二五”国家电网投资计划, 2015 年要完成 9,970 亿投资, 同比 2014 年 4,580 亿增长很多。近期国家电网、电力公司招标也特别多, 因为一般要在 12 月底之前完成全年的投资计划。10 月 15 日国家电网要进行特高压电缆的招标, 按规划 2017 年完成 9 条特高压线路, 因此 2015 年就要释放订单。从行业的增长看, 公司预计今年的成长性不会低于 30%, 明年增长不低于 40%。
- **高端产品提升综合毛利率, 特高压及超高压电缆产能扩张。**公司现有超高压电缆生产线 1,000 公里, 为了应对将来特高压电缆的市场需求, 公司今年计划新建 3 条特高压生产线, 扩充超高压产能 900 公里, 因为生产设备订购需要 10 个月的周期, 因此预计到明年 6 月建成。另外, 公司当前有一家企业在谈收购企业, 其也有一条超高压生产线, 具体收购细节方案还在协商中。特高压电缆的产品售价较高, 达 250-300 万/公里, 一条 300 公里的特高压生产线年产值可达 7-8 亿元, 毛利率超过 30%, 按照当前国家的建设规划需求和国内的产能, 预计未来 5 年内特高压电缆产品的毛利率不会下降。
- **继续推进行业并购收购, 提升企业市场占有率。**公司行业收购政策坚持三个差异化, 一个原则。三个差异化: 产品差异化、市场差异化和区域差异化。区域差异化, 因为电缆有运输成本和运输半径的问题。收购的一个原则是指不让每股收益率降低的原则, 对所有股东负责。除了考虑国内的收购对象外, 公司还拟在欧洲进行合适标的企业的并购。
- **加大科技研发创新产品和收购新产品。**公司对未来新产品的研发和收购方向: 1、海洋电缆; 2、新能源电缆, 包括核电电缆, 电动汽车、充电站、充电桩用电缆等等。公司在研发方面坚持投入, 今年申报 6 个超高压产品专利, 其中有一个获得江苏省科技成果奖, 获得江苏省 900 万奖励, 还有一个 500 万出口基地奖励, 目前公司申请有 204 项专利, 参与制订国家标准 40 多项。现在法国能生产海底电缆的企业都是要 2 年后才能交货, 产品供不应求。随着我国海洋开发战略, 海底电缆需求渐增。但海底电缆的生产受环境制

约，必须要沿江沿海设厂，生产后直接装到船上，用电缆安装船进行铺设安装，因此工厂要位于能通航 1,000 吨以上水深条件下才能生产海底电缆，海底电缆的毛利率各方面远远也超过目前的常规电缆。因为考虑到研发进度和市场拓展，公司倾向于直接收购欧洲拥有海底电缆生产能力的企业。

- **战略定位全球发展，南非大单落地。**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%。公司与南非电力公司 Eskom 签署新的五年合作框架协议落地，订单合同金额约 24 亿南非兰特(折合约 13.5 亿人民币)，此合同只是一个框架合同，实际上销售将远远超过这个数额。今年南非约有 1 亿元订单，需要从国内运过去一部分产品进行销售。新加坡电力市场预计 5 年内要全部更换电缆；英国的销售量比较少，故公司也倾向于收购一个欧洲企业来打开市场；其他国家如越南、埃塞俄比亚、缅甸、肯尼亚等市场都有销售订单。
- **配售股份扩大股东基础，充实营运资金，提升企业授信评级。**配售资金用途：一是收购用途，二是充实资本运营金。因为预测到明年行业将高速增长，必须提前要有营运资金上的储备。另外，通过此次配售也让很多国内银行了解了公司可以有更便宜的其他融资渠道，这次配售后很多银行都希望给予公司授信额度。如果明年订单大量增加，营运资金需求提升，公司通过银行融资周转就会比较顺利，这样就可以接更多的业务订单。
- **拟搭建电缆电商平台，提升公司行业影响力。**宜兴市 2013 年电缆销售达 1,200 亿元，公司董事长芮福彬先生亦是宜兴的电缆协会会长。宜兴现有一些小工厂，生产中低端的电缆产品，其检测设备都没有，产品品质能不能保证，市场竞争较激烈。而江南有国家认证的实验室和检测平台，如果通过电商平台销售电缆产品就可以利用公司的质量检测平台，再加上保险公司担保，为小电缆厂的产品提供质量保证，让用户有使用的安全感。拟建的电商平台瞄准的主要是国内的中低端市场，这个市场需求量很大，全国生产商也多，国内有 3,000 多家企业都做中低端电缆产品。公司可能的盈利来源：1、物流利润。有了更大的电商平台，电缆运输可以整合，节省物流成本费用。2、资金周转。一般电缆销售业务有 4-6 个月的应收账款期，利用电商平台做业务都是先付款，有一个资金周转好处。3、公司可以抽取一定的平台管理费用。我们认为此举可以推动行业有序发展贡献，进一步提升了江南行业内的品牌和行业地位影响力。
- **盈利预测与估值：**2015 年电缆行业受特高压投资拉动将呈爆发式增长态势，南非等海外市场亦带来新的订单增长。我们从谨慎的角度预测公司的未来业绩，以现有的公司产能和未来自建产能的基础上，暂不考虑可能的并购所贡献业绩的前提下，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%；股东应占净利润为 6.82 亿、8.56 亿和 10.76 亿元，对应 EPS(每股基本收益)分别为 0.20、0.25 和 0.32 元(已按最新的配售增发股份进行了调整)，折合港币约分别为 0.25、0.32 和 0.40 港元(1 人民币元=1.26 港元汇率)。
- **投资建议：**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。长远看，我国的电缆行业存在整合的空间，公司有望成长为我国电缆行业的龙头领军企业，具备长期投资价值。我们维持江南集团未来 12 个月内目标价 2.55 港元不变，目标价约相当于 2014-2016 年 PE 为 10.1、8.1、6.4 倍，目标价较现价 1.71 港元约有 49.1%的上升空间，故重申其“买入”的投资评级。
- **风险提示：**电网投资不及预期，中低端产品竞争过于激烈，毛利率快速下降。

## 附表

## 资产负债表

单位：百万元	2013A	2014E	2015E	2016E
现金及等价物	1,683	3,162	3,276	3,485
应收帐款	2,328	2,681	3,192	3,900
存货	1,842	1,674	2,053	2,556
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>8,812</b>	<b>10,431</b>	<b>12,743</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>10,182</b>	<b>12,052</b>	<b>14,665</b>
银行借款	2,922	3,512	4,320	5,279
应付帐款	2,223	2,955	3,623	4,415
其他流动负债	58	79	98	122
<b>总流动负债</b>	<b>5,203</b>	<b>6,546</b>	<b>8,041</b>	<b>9,816</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>6,636</b>	<b>8,151</b>	<b>9,948</b>
股本	25	25	25	25
储备	2,261	3,522	3,876	4,692
每股净资产(元)	0.72	1.04	1.15	1.39
营运资金	1,457	2,266	2,390	2,927
少数股东权益	0	0	0	0
<b>本公司权益拥有人应占权益</b>	<b>2,286</b>	<b>3,547</b>	<b>3,901</b>	<b>4,717</b>

## 现金流量表

单位：百万元	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>EBITDA</b>	<b>653</b>	<b>904</b>	<b>1,142</b>	<b>1,439</b>
融资成本(收入)	(195)	(244)	(305)	(366)
营运资金变化	(20)	212	(221)	(420)
所得税	(78)	(124)	(163)	(213)
<b>营运现金流</b>	<b>700</b>	<b>1,231</b>	<b>1,050</b>	<b>1,158</b>
资本开支	(22)	(122)	(55)	(61)
其他投资活动	(283)	(91)	(519)	(566)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(305)</b>	<b>(213)</b>	<b>(574)</b>	<b>(627)</b>
已付股息	(88)	(102)	(128)	(161)
其他融资活动	253	564	(234)	(161)
<b>融资活动现金流</b>	<b>166</b>	<b>462</b>	<b>(362)</b>	<b>(322)</b>
<b>现金变化</b>	<b>560</b>	<b>1,480</b>	<b>114</b>	<b>209</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>3,162</b>	<b>3,276</b>
<b>期末持有现金</b>	<b>1,683</b>	<b>3,162</b>	<b>3,276</b>	<b>3,485</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	1,368	1,712	2,125
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>1,064</b>	<b>1,343</b>	<b>1,679</b>
融资成本	(195)	(244)	(305)	(366)
<b>税前利润</b>	<b>605</b>	<b>820</b>	<b>1,038</b>	<b>1,312</b>
所得税	(102)	(138)	(182)	(236)
<b>税后利润</b>	<b>504</b>	<b>682</b>	<b>856</b>	<b>1,076</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>682</b>	<b>856</b>	<b>1,076</b>
<b>EBITDA</b>	<b>653</b>	<b>904</b>	<b>1,142</b>	<b>1,439</b>

## 主要财务比率

	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>				
毛利率(%)	15.4%	15.8%	16.1%	16.3%
净利率(%)	7.8%	7.9%	8.0%	8.3%

## 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(%)	23.5%	15.0%	15.0%	15.0%
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%	187.1%	208.9%	210.9%
收入/总资产	85.7%	84.9%	88.3%	88.7%
总资产/权益	3.31	2.87	3.09	3.11
盈利对利息倍数	2.58	2.79	2.81	2.94
总资产收益率	6.52%	6.70%	7.10%	7.34%
净资产收益率	21.55%	19.24%	21.94%	22.82%

## 估值比率(倍)

PE	8.55	6.75	5.38	4.28
PB	1.88	1.30	1.18	0.98

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。