

未评级

江南集团 (1366. HK)

产业并购助力快速成长

市场数据

报告日期	2014. 6. 10
收盘价(港元)	1.78
总股本(亿股)	30.77
总市值(亿港元)	54.77
净资产(亿元)	22.86
总资产(亿元)	75.57
每股净资产(元)	0.74

数据来源: Wind

事件:

我们于 2014 年 6 月 9 日下午与江南集团 (1366. HK) 公司副总裁夏总和 CFO 陈总在香港 DLK 办公室就近期公司的经营状况做了沟通交流。

我们的观点:

江南集团 (1366. HK) 作为国内领先的电缆生产制造商, 具有生产规模大、产品种类多和创新产品强的竞争优势。公司反映今年生产经营较好, 尽管整个行业不景气, 出现部分中小企业倒闭现象, 但很多原来小厂的订单都转向了像江南这种大公司, 也有很多公司与江南接洽, 希望被收购。

我们预计今年上半年公司业绩同比增长达 40% 以上, 其中超过 20% 的同比增长归因于去年下半年 7 月份收购的中煤电缆贡献, 另外近 20% 增长来自原有产能的内生性增长。另外, 预计今年南非长期大单下半年落地, 至少有 20 亿元的规模。公司拟通过海外原材料贸易采购来降低部分财务费用, 行政费用和管理费用比例基本保持稳定。今年下半年预计还将收购一家具规模的电缆企业, 因此全年业绩保守来算, 也有望保持一个 30-40% 较高增速。若按 14 年 30-40% 业绩增速的话, 公司当前 1.70 港元的估值大约在 6.5 倍, 具有一定吸引力, 建议投资者密切关注。

会议要点如下:

公司基本情况

江南集团 (1366. HK) 4 月 1 日公告 2013 年经营业绩。其中营业收入为人民币 (下同) 64.77 亿元, 同比增长 20.9%; 毛利增加 18.8% 至 10 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, 2009-2013 年营业收入复合增长率为 21.6%, 净利润复合增长率为 32.6%。

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

1、公司的电缆产品产能扩张计划？

公司截至 2013 年底，电力电缆产能为 10 万公里，2013 年产能利用率为 70%，预计 2014 年产能将提升至 13 万公里，增长 30%。

电气装备电缆截至 2013 年底产能为 8.335 万公里，2013 年产能利用率 85%，预计 2014 年产能将提升至 11.25 万公里，增长 35%。

裸电线截至 2013 年底产能为 7.95 万公里，2013 年产能利用率 50%，预计 2014 年产能将提升至 9 万公里，增长 13%。

裸电线截至 2013 年底产能为 4.2 万公里，2013 年产能利用率 70%，预计 2014 年产能将提升至 5.4 万公里，增长 28.6%。

作为电缆行业生产，一般产能利用率 80%多，基本上就满产了，因为电缆产品种类多，换模具等等，产能利用率不会是 100%。

2、因未来有产能扩张，资本开支计划？

电线电缆生产的资金主要在原材料和产品的货物资金占用。生产设备本身需要资本开支并不大。2014 年公司有 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。

3、今年的生产经营情况？

今年是公司建厂以来生产最繁忙的，春节都没有怎么休息。但行业来讲，很多中小企业经营状况不佳，很多中小企业倒闭，也有许多企业找到公司希望公司进行收购。

因为中煤电缆去年 7 月份并入公司报表，因此今年上半年与去年同比，预期将有较大增长，中煤电缆去年全年收入在 15 亿规模，行业一般上下半年收入比可能 4:6，所以粗略算今年上半年仅中煤电缆同比增长就有 6 亿，加上其增长甚至可达 8 个亿，去年公司上半年收入为 22 亿，再加上不考虑并购的原有产能的内生性增长，预计上半年同比增长至少 40%以上。全年情况看，下半年预计还有并购企业，因此业绩保持一个高速增长态势。预计未来几年，若不考虑收购因素，自身的内生性复合增长 20%上下。

4、公司去年收购中煤电缆，将橡胶电缆独立分列？

橡胶电缆本身不是电缆五大分类的一个，因为其属于特种电缆，应用领域包括电力电缆，电气装备用电缆，从低压到高压都有，主要在矿山，造船等应用领域。

单独列为分部有利于区分合并收购的贡献，之后也将沿用此分类。

橡胶电缆毛利率较高主要是橡胶里面有很多配方，中煤买回最基础的橡胶自己炼胶，期间加了很多成分，秘方保密，这个就有一个附加值在里面。有的种类的电缆绝缘、强度等各种性能有的要求很高，比如风电里面的电缆一直在转动，要求柔软性非常高。所以橡胶电缆的毛利率较高。

5、2013 年公司电气装备电缆毛利率从 13.6%下降到 10.1%原因？

主要还是产品组合的变化，并购的中煤电缆也有部分低毛利率的电力电缆和电气装备电缆，有的产品低毛利率仅为 4 点多，一定程度上拖累了此分部的毛利率。一般厂家，包括中煤电缆的普通电缆一般售价比江南低 2-3 个点。中煤平均毛利在 14-15%，而公司毛利率在 17%，而去年收购中煤电缆故有拖累的因素。

6、企业的并购进展？

公司已有目标规模企业 1 家企业，预计今年下半年可能完成收购。

行业整合从去年下半年明显，现在很多中小企业资金压力比较大，有的资金链断裂了，官林镇 200 多家电缆企业，至少 10 多家企业倒闭了。

公司的收购策略是寻求具有规模效应，产值应在 10 亿以上的，产品种类与公司具有互补效应，或者市场有互补，或者较好团队的企业。

7、南非订单的进展情况？

南非方面的确办事效率低，订单预计今年下半年签署，5 年长期合同，总金额不会少于 20 亿元。

8、公司如何缓解流动资金压力？

电缆这个行业不是需要很多资金投入固定资产，而是需要流动资金很多。订单的收款期可能比较长，比如国家电网的应收款。所以行业一般至少要预留 4-5 个月的货物资金款，一个月有 5 亿元生产值，那么需要流动资金就是 25 亿元，主要依靠银行的短期贷款。去年银行体系的资金紧张，银行希望跟大企业合作，所以一些小企业资金就断裂了，即使小企业通过关系拿到订单，也没有银行贷款给他，所以最终他做不了，到最后还是拿给我们这些有实力的企业做，那么下一次投标时他就没有竞争力了。

公司计划利用香港平台，做一些贸易融资，是做真实的贸易。比如以前公司采购铜杆都是国内铜杆加工商，现在开始在海外采购电解铜，提供给加工商加工，加工商加工后给公司铜杆，然后在国内开信用证，在香港折现，拿到香港银行资金

付给海外的供货商。以前公司欠国内银行钱，现在是欠香港银行的钱，利率从 7% 下降到 2%。海外采购也有海外风险，只要在合理水平，做海外采购还是有个利润空间。整体看成本可下降 2 个点。公司现在已与香港一家银行签订额度 2,000 万美金，准备开始做这项业务，有其他 3 家银行也在洽谈。

9、融资需求？

公司有融资需求，主要是一个用于项目收购，另一个用来降低负债和国内的高利率财务开支。

10、公司发行认股权证的情况？

公司今年 4 月份业绩会后与很多投资者接触，有些投资者对公司很有兴趣，如果直接出售股票给投资者，会需要一个折扣价。另外这些投资者都是一些战略投资者，能帮助公司开拓海外市场。公司考虑最后通过发行认股权证方式来合作。

【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。