

买入（维持）

江南集团（1366.HK）

受益于特高压投资拉动高速增长

市场数据

报告日期	2014.9.27
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

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

事件:

我们于 2014 年 9 月 26 日参加江南集团 (1366.HK) 反向路演活动, 参观了江南集团的产品陈列室和特高压生产车间及其他生产车间, 参观了中煤电缆的橡胶电缆生产车间, 与江南集团 CEO 储总、副总夏总和 CFO 陈总及各位投资者进行了座谈交流, 就公司近期的经营状况和未来发展做了深入沟通。

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。很多原来小厂因为资金比较紧张无法承接订单, 很多订单都转向了像江南这种大公司, 公司反映今年生产经营较好, 也有很多公司与江南接洽, 希望被收购。
- 2015 年进入电缆行业爆发增长期, 特高压电缆产品成为拉动增长动力。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 年增长很多。近期国家电网、电力公司招标也特别多, 因为他们要在 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。从公司的合约和行业的增长看, 公司今年的成长性不会低于 30%, 明年增长不低于 40%。
- 超、特高压产能积极扩充。公司原有超高压产能 1,000 公里, 现在拟新建 3 条 300 公里的超高压生产线, 因为生产设备要 10 个月才能交付, 预计到明年 6 月底才能建成。另外, 公司当前有一家在建收购企业, 其也有一条超高压生产线, 具体收购细节方案还在协商中。
- 公司未来的长远发展规划包括 EPC 工程项目总承包、国际收购等。公司今年 7 月份同陕西电力设计院在博兹瓦纳合作一个 EPC 总承包项目。公司未来计划在欧洲进行收购, 因为欧洲对产品的技术要求高一些, 通过欧洲企业收购把这个市场打开, 公司还希望能收购具有海底电缆生产能力的欧洲企业。
- 配售增发募集资金 6.2 亿港元, 一个目的是项目收购, 其次有助于解决生产经营的流动性资金需求, 也为明年行业爆发式增长做好营运资金准备。

公司最新公告：

- **先旧后新配售股份公告：**9月12日公告，公司拟以先旧后新的方式配售股份317,950,000股，约占配售前总股本的10.33%，配售后的9.36%，配售价1.95港元(昨日收盘价2.17港元)。配售最多募集资金净额约6.07亿港元，用于建设生产线设施、投资电缆相关业务以及用作公司营运资金。
- **与南非Eskom签署5年长期框架合同：**9月17日公告，南非分公司与南非Eskom签署5年长期框架合同，合同金额约24亿南非兰特(折合约13.5亿人民币)。
- **公告目标收购备忘录：**9月19日公告，公司与潜在卖方就收购目标公司订立谅解备忘录。目标公司主要在中国从事生产电线及电缆，其主要客户为两间中国电网公司。此外，目标公司在中国宜兴市拥有超高压电缆生产设施。
- **公告7-8月份中标代表性项目金额8亿元：**9月22日发布自愿性公告，公司在7-8月份中标多个国家电网项目，总金额5.64亿元；7-8月份中标铁路及城市轨道交通建设项目，总计约2.5亿元。此约8亿中标金额为公司代表性项目，不代表全部数额，项目收益陆续在2014年下半年入账。

电力电缆的电压等级分类

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

资料来源：兴证香港

文中多处提到超高压、特高压等术语，特此注明。

行业新闻：

- 4月2日，国家电网相关负责人在2014电力规划发展论坛上提到，基于对西部煤电和水电基地输电规划研究，国家能源局总共将规划“五纵五横”27条特高压输电线路。
- 国家能源局今年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)。

会议要点如下：

1、此次股份配售的目的和资金用途？

公司于 2014 年 9 月 11 日以先旧后新的方式进行了股份配售。交易融资规模约折合为 6.2 港币，募集净资 6.07 亿港元，配售价 1.95 港元。

配售资金用途：一是收购用途。二是充实资本运营金。

公司预测 2015 年，整个电缆行业有一个爆发式增长期。国家电网“十二五”规划要完成投资是 2.55 万亿，今年只完成了 4,580 亿投资规模。历史上“十一五”，“十二五”前三年都完成投资计划，所以要完成“十二五”投资规划，2015 年必须完成 9,970 亿元投资额。正因为预测到明年行业有个高增长，必须有营运资金的储备。

另外，通过这个配售过程也让很多国内银行了解了公司可以有更多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，公司通过银行融资就会比较顺利，这样就可以接更多的订单。

2、公司收购的原则和最新进展情况？

公司收购政策坚持三个差异化，一个原则。三个差异化：一是产品差异化，其次是市场差异化，第三是区域差异化。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降低的原则，对所有股东负责。

当前项目收购进展，有一家在谈收购企业，其 70%销售是国家电网，其有一条超高压生产线，能满足当前公司对超高压产能的需求。因为 2013 年中国还进口了 60 亿元超、特高压电缆产品，具体收购细节方案还在协商中。

3、公司当前的订单情况和业绩增长的预测？

公司考虑下一步及时公告公司新获得订单的情况。目前公司生产运营情况良好，南非合同签订，近期国家电网、电力公司招标也特别多，因为他们要在 12 月底之前完成全年的投资计划。今年 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。从公司的合约和行业的增长看，公司今年的成长性不会低于 30%，明年增长不低于 40%。

4、未来公司发展的远景规划和方向？

公司未来比如 5 年或远期发展规划，举几个事情。一是今年 7 月份，公司同陕西电力设计院在博兹瓦纳合作一个 EPC 总承包项目，公司在设备上面加了 15%毛利，在整个项目有 30%的毛利，这个项目现在还没有开标。公司未来的目标可能朝着

EPC 工程项目总承包方向走，联合国内这些国企如设计院等进行合作，公司拿市场，他们做技术支撑，因为我们之前没有这方面的经验，选择与他们进行合作会比较稳健。

另外一个发展方向是境外的企业收购，虽然国内收购也会考虑。公司计划在欧洲收购一个企业，虽然英国电网也是我们的客户，但整个欧洲市场始终没有打开。欧洲的技术要求高一些，通过收购欧洲企业把这个市场打开，故公司也在物色投行帮忙寻找并购的目标企业。公司认为目标企业的产品上最好是能生产海洋电缆。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，海底电缆是有需求的。但海底电缆的生产受环境限制，必须要沿江沿海设厂，生产后直接装到船上，用电缆安装船进行安装，因此工厂要位于能通航 1,000 吨以上水深条件下才能做海底电缆，其毛利率各方面远远也超过目前的常规电缆。

5、南非合同落定后，新近的订单如何？其他海外市场情况？

南非今年大概订单有一个亿。南非公告的是 5 年框架合同协议，只是一个框架量，实际上销售远远超过这个数量。今年南非那边肯定要从国内运过去一部分产品。另外，国内按高新企业 15% 纳税，比南非的税率低，也有财务上的安排考虑。

新加坡电力市场 5 年内要全部更换电缆。英国的量比较少，故欧洲市场倾向于收购一个欧洲企业。其他国家越南、埃塞俄比亚、缅甸、肯尼亚等市场都有订单。中东市场有空间，但主要是工作效率太慢。

6、公司特、超高压产品的产值和新建生产线的情况？

一个立塔里面可以装 4 条生产线，已有的 1,000 公里产能，新建的是 3 条 300 公里产能。产值的统计口径是按最高电压等级、最大级别的规格产品来计算的产值。因为具体电缆产品种类很多，产品截面有大有小，现有的 1,000 公里超高压产能产品，平均售价 70-80 万元/公里，最多 100 万元/公里，所以计算产值时按最高的单位 100 万/公里，80% 开工率，产值就是 7-8 个亿。计划新建 3 条各 300 公里特高压电缆产能，是按 200-300 万元/公里算，单条线最高年产值 9 亿，若 80% 利用率就是 7 亿元产值。现在生产特高压电缆设备的厂家交货期不低于 10 个月。

7、公司超、特高压电缆毛利率能否维持？

超、特高压电缆的毛利率约 30%，预计未来 5 年其毛利率不会有大的变化。特高压线路除非停止不建设了。大家可以关注今年年底公告的进口的特高压电缆的数据，如果超过去年进口的 60 亿，说明产能还是不够用，就不用担心超高压产品

的毛利率问题了。

8、2017 年之后的超、特高压电缆需求来自哪里？

国家规划 2017 年之前必须建成通电的特高压是 9 条，2020 年前建成 27 条。一条特高压线路投资最少 250 亿，有的达到 380 亿，至少 30%要用到电缆上。

9、公司产品的毛利率、净利润率与同行比较？

江南电缆到目前净利润率比同行高，毛利率大家都差不多，因为在技改工艺方面公司的自动化程度高，公司一线劳动生产成本才 1%，这个在同行业内是找不到的。其次，公司主要瞄准的市场是华东三省一市附近，除非中标了国家电网的西部地区，公司也才去。因此运输成本才 1 个百分点多，也优于行业同行。

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，目前公司有 204 项专利，制订国家标准 40 多项。

10、公司外包生产的业务量有多大？

2014 年上半年，公司有 2.3 亿 OEM，因为 OEM 委托加工其实是一种买卖销售关系，对总体毛利率有所影响。今年下半年也还有 OEM 生产量，但因为超高压产品销售增加，总体毛利率不会降低。

11、公司在超、特高压产品的产能扩张，若其他产品的产能不足如何解决？

公司在低端产品的产能方面不怎么增加了。中高端产品方面，中煤厂区那边还空了一块 200 多亩的地，计划造一个 4 万平方米的厂房，把同样的产品生产线进行集中，整合提高效率，这样可能有 0.5%的利润贡献率，但厂房投资要有 6,000 万左右，公司现在还在测算，多赚的利润能否超过投资的费用，如果达到了就进行厂房投资，如果达不到还是通过 OEM 增加产能。

12、公司未来新电缆产品的方向？

公司新产品的方向：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。

13、公司产品定价模式？

公司销售中有两个价格模式。一个固定价格合同，客户与我们签订合同后，立马锁定原材料。另一个可变价格是框架合同，当铜、铝价波动，销售价格也变动。主要是采用产品加成定价模式。一般情况下铜价上涨，对于销售情况更好，因为客户是买涨不买跌。

另外，公司是以销定产，所有产品都是接了订单再生产。因为每个客户需求不一样，不会提前生产积压产品。公司库存增加体现在当一个客户订了一堆各种型号产品，但还差一个型号没生产好，没法发货，所以就压在那里了。

14、橡胶电缆的占比情况？

橡胶电缆销售去年占中煤的 60%，现在占 40%。除了煤矿领域外，橡胶电缆的用途还包括风电、充电站、海洋钻井平台、船舶等领域。粗略看煤矿领域使用仍然占比最大，占 6-7 成。煤矿电缆使用寿命是 3 个月，因为电缆在煤矿里面不断摩擦，寿命较短，为了安全角度，一般 3 个月就要更换。

15、应收账款的提升空间？

今年上半年应收账款较低是因为销售较好，公司具有选择客户订单的能力，当然国网这个客户没法选择。对于其他的客户，公司就看你的付款情况。目前看，应收账款虽还能改善，但空间是不大了，因为国网客户占 60%，即使想缩短也缩不了。

16、公司计划电商网上销售平台的情况？

宜兴市 2013 年电缆销售达 1,200 亿元，公司董事长芮总是宜兴的电缆协会会长。宜兴电缆行业有一些小工厂，检测设备都没有，产品品质能否保证不知道，有些客户不看质量，只要便宜就行，所以有一部分市场，其目前市场竞争激烈。

江南电缆产品在当地具有定价权，这些小厂都是采用江南的定价再下调 2-3 个点，公司有国家认证的实验室和检测平台，但不让我们对外营业，如果通过电商平台销售产品就可以利用公司的质量检测平台，还可以加上保险公司担保，给小厂产品提供质量保证，让用户有使用的安全感。

如果这个平台建起来，公司的盈利模式有：1、物流利润。有了大的电商平台，现在运输可以整合，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，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管理费用，但比例不会太高。这个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 多家企业都能做中低端电缆产品。

17、国网的招标方式？

超、特高压电缆的招标基本都是国家电网，各省市招标也有，有时候国家电网也委托省市来招标。国家电网的招标模式是，1、商务分，去掉最高价，去掉最低价，取最接近中间价的商务分最高。2、技术分，江南都是技术分领先的。

总体上国家招投标方式越来越严格，集中采购越来越集中，小企业竞争力差，江南的机会越来越多。

【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。