

买入 (维持)

江南集团 (1366.HK)

目标价: 2.55 港元

现价: 1.53 港元

预期升幅: 66.7%

电网建设促需求持续, 电力电缆高速增长

市场数据

报告日期 2015.03.12

收盘价(港元)	1.53
总股本(亿股)	3,381
总市值(亿港元)	51.72
净资产(亿元)	3,230
总资产(亿元)	8,718
每股净资产(元)	0.96

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	8,155	10,271	12,790	15,762
同比增长	25.89%	25.95%	24.53%	23.24%
净利润(百万元)	626	842	1,104	1,415
同比增长	24.33%	34.55%	31.04%	28.18%
毛利率	15.59%	15.93%	16.26%	16.49%
净利率	7.68%	8.20%	8.63%	8.98%
净资产收益率	19.38%	21.14%	23.26%	22.50%
每股收益(元)	0.20	0.25	0.33	0.42
市盈率	6.19	4.91	3.75	2.92
股息率	4.05%	4.07%	5.34%	6.84%

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—20140709
 中期业绩点评_20140813
 会议摘要_20140912
 更新报告_20140928

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

- **2014年全年业绩基本符合预期。**江南集团(1366.HK)3月10日公告2014年全年经营业绩,其中营业收入为人民币(下同)81.55亿元,同比增长25.9%;毛利增加27.1%至12.71亿元;综合毛利率15.6%(2013年毛利率为15.4%);股东应占利润6.26亿元,同比增长24.3%,若扣除2013年因低价收购带来的一次性并购收益,净利润实际同比增长达35.7%;每股基本盈利19.77分(2013年每股16.36分);董事会建议每股派发末期股息3.7港仙。公司2014全年经营业绩与我们之前的预期基本一致。
- **电力电缆销售高速增长,综合毛利率维持稳定。**2014年公司业绩增长主要是公司内生自然增长、收购中煤电缆以及生产整合带来的协调效应所致。公司的各产品种类的销售量和销售额均实现不同幅度增长:其中电力电缆销售量上升50.8%,销售额增长27.7%,其中特高压产品销售增加超过一倍,销售收入超过6亿元;电器装备用电缆销售量上升15.8%,销售额增长5.2%;裸电线销售量增长32%,销售额增长33.4%;橡胶电缆2014年全年销售量比2013年5个月的销售量增长为108.8%,销售额增长81.5%。销售额增长低于销售量增幅的主要因素是铜、铝价格下跌所致,2014年伦铜价格平均比2013年下跌6.37%。公司产品加成定价的模式保证了综合毛利率比较稳定。
- **多个领域的电缆需求带来公司持续增长动力。**首先国家电网建设,尤其是治霾特高压通道建设带来电力电缆持续需求增长。2015年国家电网计划投资4,202亿元,同比增长24%。其次,“一带一路”建设带来的相关基础设施建设包括机场、港口等设施带来大量电缆需求。第三,中国铁路及城市轨道交通建设高速发展亦带来电缆大量需求。
- **产业并购蓄势待发,特高压电缆产能扩张。**为了应对将来特高压电缆的市场需求,公司计划通过并购和自建扩充产能。一项包括超高压产能的企业收购有望将于今年4月份完成。另外计划扩建2条特高压生产线,由于生产设备交货周期较长,预计到今年5月份第一条生产线可投产。另外,公司一直在多个领域积极展开并购活动,如未来计划并购目标包括如跨区域生产并购、电网建设EPC企业并购,海底电缆企业的并购等等。

- **国内多区域发展，海外市场积极拓展。**电缆产品销售运输费用较高。公司的生产基地位于江苏宜兴，公司过往在江苏省的销售基本上占公司销售额一半，故江南的运输费用占销售额仅一个百分点，低于行业平均 2.5% 的比例。由于风电、光伏等新能源基本都分布在我国西北部地区，公司已注意到我国新疆、内蒙等地区产品销售占比的上升，因此未来也有可能在这些地区展开生产产能的并购。此外，公司还积极布局海外市场，公司在南非的生产基地已经投产，2014 年与南非电力公司 ESKOM 签署 5 年框架合作协议后，公司南非的销售额将快速提升。
- **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，产业并购和内生增长保证公司业绩未来 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，以及海外市场的拓展情况，我们维持对江南集团未来 12 个月内 2.55 港元目标价不变，目标价约相当于 2015-2017 年 PE 为 8.2、6.3、4.9 倍，目标价较现价 1.53 港元约有 66.7% 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 年全年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年	2013年		
收入	8,154,555	6,477,302	25.9%	收入增长主要是自然增长及14年7月份收购中煤电缆的业绩贡献。另外，铜铝价格下跌，2014年伦敦全年铜价平均比2013年下跌6.37%。
销售成本	(6,883,326)	(5,476,949)	25.7%	综合毛利率15.6%，依然稳定。
毛利	1,271,229	1,000,353	27.1%	
其他收入及收益	58,442	27,039	116.1%	
销售及分销费用	(134,999)	(109,967)	22.8%	
管理费用	(147,993)	(132,553)	11.6%	
其他开支	(23,491)	(17,507)	34.2%	合并中煤后，研发费用增加。
其他收益及亏损	(21,450)	(5,613)	282.1%	呆坏账拨备增加
低价购买收益		42,326		
应占联营公司亏损	(1,544)	(3,492)		
经营溢利	1,000,194	800,586	24.9%	
财务费用	(242,055)	(195,279)	24.0%	融资成本维持在占营业额3.0%左右
税前利润	758,139	605,307	25.2%	
所得税开支	(132,123)	(101,784)	29.8%	
净利润	626,016	503,523	24.3%	
基本EPS(分)	19.77	16.36	20.8%	2014年年内增发股票并进行过股份回购所影响

资料来源：公司资料，兴证香港

图表 2、同类公司估值比较

A股上市同行业公司

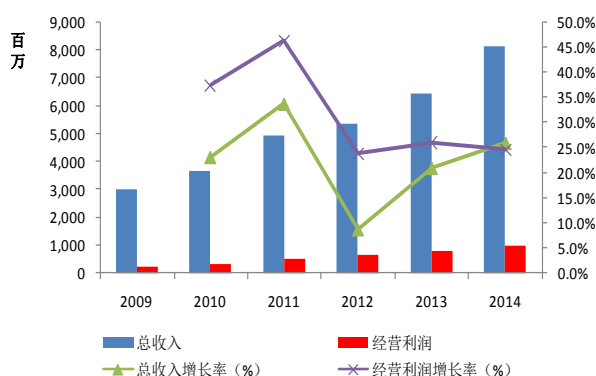
股票代码	公司名称	RMB		ROE	2015E	2016E	2017E	PE		
		股价	市值(亿)	(2013)				2015E	2016E	2017E
002692.SZ	远程电缆	14.80	48.31	11.12%						
002533.SZ	金杯电工	8.78	48.60	6.33%	0.29	0.35		30.37	25.31	
600869.SH	智慧能源	15.20	150.49	10.17%	0.47	0.51		32.05	29.62	
603333.SH	明星电缆	6.95	36.14	0.42%						
600973.SH	宝胜股份	12.57	51.71	5.09%	0.34	0.48		36.94	26.39	
002498.SZ	汉缆股份	10.08	108.17	10.93%						
002276.SZ	万马股份	10.74	100.92	9.09%	0.33	0.39		38.26	32.16	
002212.SZ	南洋股份	8.30	42.35	2.93%						
002300.SZ	太阳电缆	8.48	38.35	12.14%						
002471.SZ	中超电缆	16.10	81.66	10.77%						
002309.SZ	中利科技	21.42	121.73	6.66%	1.03	1.34		8.25	6.31	
平均				7.58%				28.88	23.62	

股票代码	公司名称	HKD		ROE	2015E	2016E	2017E	PE		
		股价	市值(亿)	(2014)				2015E	2016E	2017E
1366.HK	江南集团	1.53	47.08	19.38%	0.31	0.41	0.52	4.91	3.75	2.92

资料来源: Wind、兴证香港预测

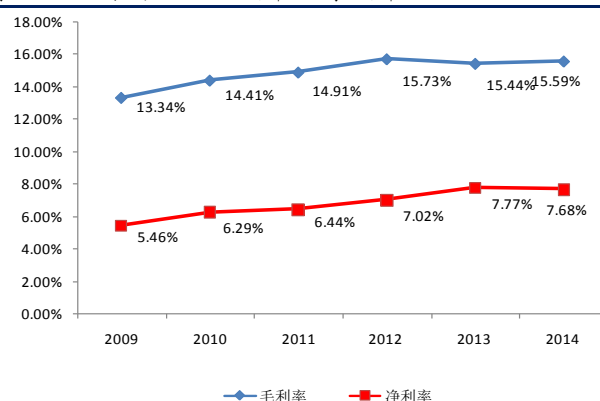
部分财务数据:

图表 3、公司的主营收入和经营利润



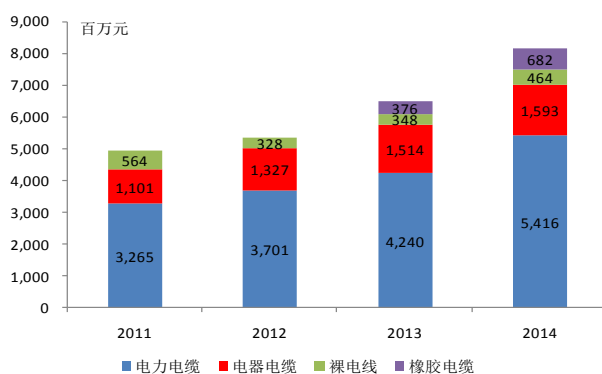
资源来源: 公司资料、兴证香港

图表 4、公司的综合毛利率、净利率



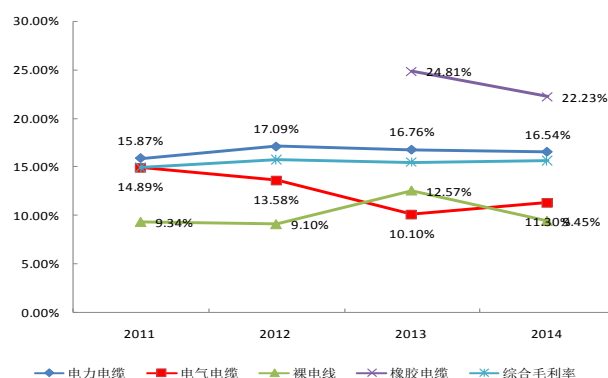
资源来源: 公司资料、兴证香港

图表 5、各分部业务的收入结构



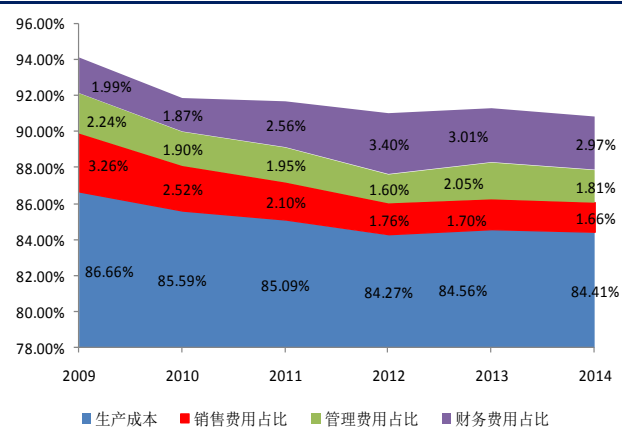
资源来源: 公司资料、兴证香港

图表 6、各产品的毛利率变动



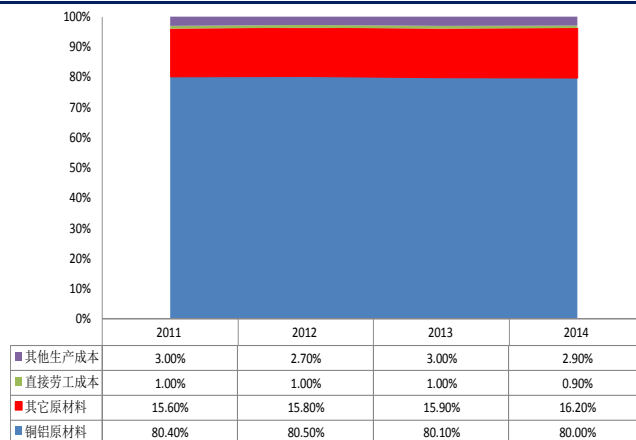
资源来源: 公司资料、兴证香港

图表 7、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 8、电缆直接生产成本构成



资料来源：公司资料、兴证香港

附表

资产负债表

单位：百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
现金及等价物	1,666	2,825	2,818	3,240
应收帐款	2,709	3,081	3,837	4,729
存货	2,169	1,986	2,517	3,093
其他流动资产	1,305	1,972	2,946	4,357
总流动资产	7,848	9,864	12,119	15,419
固定资产	602	758	944	1,164
土地使用权	204	204	204	204
其他非流动资产	64	57	61	67
总资产	8,718	10,884	13,328	16,854
银行借款	2,922	3,681	4,583	5,648
应付帐款	2,410	3,023	3,750	4,608
其他流动负债	83	109	142	181
总流动负债	5,415	6,813	8,475	10,438
递延税项负债	62	78	98	120
银行及其他借款	0	0	0	0
其他	11	7	9	8
负债总额	5,488	6,899	8,582	10,566
股本	27	27	27	27
储备	3,203	3,957	4,719	6,260
每股净资产(元)	1.02	1.18	1.40	1.86
营运资金	2,433	3,051	3,643	4,981
少数股东权益	0	0	0	0
本公司权益拥有人应占权益	3,230	3,985	4,746	6,287

现金流量表

单位：百万元	2014E	2015E	2016E	2017E
EBITDA	804	1,079	1,419	1,815
融资成本(收入)	(242)	(303)	(363)	(436)
营运资金变化	133	423	(560)	(609)
所得税	(132)	(161)	(218)	(280)
营运现金流	1,013	1,613	967	1,314
资本开支	(28)	(13)	(14)	(15)
其他投资活动	(648)	(142)	(543)	(343)
投资活动现金流	(676)	(155)	(557)	(358)
已付股息	(157)	(168)	(221)	(283)
其他融资活动	(82)	(244)	(195)	(251)
融资活动现金流	(239)	(413)	(416)	(534)
现金变化	98	1,045	(7)	421
汇兑调整	0	0	0	0
期初持有现金	1,683	1,780	2,825	2,818
期末持有现金	1,780	2,825	2,818	3,240

利润表

单位：百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
收入	8,155	10,271	12,790	15,762
毛利	1,271	1,636	2,079	2,599
其它收入损益	37	47	59	68
其它营业开支	(135)	(169)	(211)	(259)
行政开支	(148)	(170)	(196)	(225)
其他开支	(23)	(20)	(22)	(21)
经营利润	1,002	1,324	1,709	2,161
融资成本	(242)	(303)	(363)	(436)
税前利润	758	1,021	1,346	1,725
所得税	(132)	(179)	(242)	(311)
税后利润	626	842	1,104	1,415
少数股东权益	0	0	0	0
归属于所有者的净利润	626	842	1,104	1,415
EBITDA	804	1,079	1,419	1,815

主要财务比率

	2014A	2015E	2016E	2017E
盈利能力				
毛利率(%)	15.6%	15.9%	16.3%	16.5%
净利率(%)	7.7%	8.2%	8.6%	9.0%

营运表现

SG&A/收入(%)	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%
实际税率(%)	17.4%	17.5%	18.0%	18.0%

股息支付率(%)	25.1%	20.0%	20.0%	20.0%
存货周转天数	106	88	77	78
应付账款天数	100	95	94	95
应收账款天数	109	96	89	89

财务状况

负债/权益	169.9%	173.1%	180.8%	168.1%
收入/总资产	93.5%	94.4%	96.0%	93.5%
总资产/权益	2.70	2.73	2.81	2.68
盈利对利息倍数	2.59	2.78	3.04	3.25
总资产收益率	7.18%	7.74%	8.28%	8.40%
净资产收益率	19.38%	21.14%	23.26%	22.50%

估值比率(倍)

PE	6.19	4.91	3.75	2.92
PB	1.28	1.04	0.87	0.66

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。