

会议摘要  
工业行业



买入(维持)

江南集团 (1366. HK)

## 企业并购助江南快速成长

### 市场数据

| 报告日期     | 2015. 04. 15 |
|----------|--------------|
| 收盘价(港元)  | 2.05         |
| 总股本(亿股)  | 3,381        |
| 总市值(亿港元) | 69.31        |
| 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

### 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  
调研纪要\_20140927  
更新报告\_20140928  
业绩点评\_20150311

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

### 事件:

我们于 2015 年 4 月 14 日邀请江南集团 (1366. HK) CFO 陈总和投资者参加电话会议, 就公告的两家企业并购情况和公司近期经营状况与陈总做了沟通交流。

### 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。公司在 2013 年收购中煤电缆之后, 积累了丰富的并购操作经验, 此次即一次性公告并购当地两家电缆企业: 新阳光和凯达, 就此掀开了公司未来持续进行行业并购的新常态。

我们认为此次并购支付对价合理, “现金+股票”的模式有利于双方的利益, 最终有助于江南提升市占率和产生规模及整合效益。我们判断公司未来几年仍能通过内生增长和并购维持 20-30% 业绩复合增长, 当前的股价对应 2014 年 PE 约为 8 倍, 公司历史 PE 一般在 8-9 倍区间。考虑到预测 2015 年公司业绩增长在 25% 以上, 因此依然维持“买入”的投资评级。

### 公司最新公告

2015 年 4 月 14 日, 江南集团 (1366. HK) 公告收购新阳光和凯达 100% 权益。

#### 1、新阳光收购。

新阳光主要业务为制造及买卖电线和电缆及相关原材料。新阳光的特种产品包括弹性防火电缆、10kV 交联聚乙烯绝缘物料及电缆屏蔽用铜带。收购总代价人民币约 3.37 亿元(代价股份约 1.49 亿股, 价格 2.05 港元, 其余以现金支付), 新阳光 2013 和 2014 年税后净利润分别为 3,272 万元和 4,497 万元。

#### 2、凯达收购。

凯达主要业务为制造电线和电缆。凯达拥有高压及超高压电缆的产能。收购总代价人民币约 3.22 亿元(代价股份约 1.49 亿股, 价格 2.05 港元, 其余以现金支付), 凯达 2013 和 2014 年税后净利润分别为 3,380 万元和 4,294 万元。

**会议要点如下：**

**1、关于凯达收购的基本情况？**

收购凯达第一是考虑他的客户资源，凯达客户主要以国家电网用户为主，电力电缆这方面业务；第二，凯达有高压及超高压生产设备，对我们超高压和高端产品这块产能会有所提升。

电网投标规则是一个公司只能中一个标，在公司体系里当前只有江南和中煤两个企业参与投标，最多拿到两个标，但是这两家公司收购完成后，他们都在某些产品上是国家电网的合格供应商，投标时候就更有优势，公司可以有四家公司分别去投不同的包，市场占有率大大提高，提高中标几率。

**2、关于新阳光收购的基本情况？**

新阳光大部分产品也是做电缆，跟我们有很多产品相同，但是它有一种特别电缆叫柔软防火电缆，利于环保、安全，可用于公共场合。这块业务占其 2014 年营收只为 10%，有 6,000 多万元，预期 2015 年这块业务有明显提升，占营收会上升到 15%，我们很看好这块业务。另外，新阳光有自己生产部分电缆原材料，包括绝缘体、铜带屏蔽等都是自己自己生产，而江南之前都是外部采购，所以这在原材料供应方面对集团成本降低会有所贡献。

**3、两家公司收购的支付对价考虑因素？**

收购由最初的一家变成收购两家主要考虑是今年订单数量很理想，生产有点赶不上销售，所以我们要加大产能，企业收购也能帮助解决该问题。

这两个项目的收购条款都相似，基本上是一样的标准。我们给的收购对价是按 2014 年经审核后盈利的 7.5 倍来进行收购，昨天市盈率差不多为 9.4 倍，今天回落一些差不多为 8.3 倍，因此此项收购是对公司的每股盈利有增长的收购。

收购条款中支付对价方式包括部分现金和部分股票。发行股票主要有两方面的考虑，一是与收购企业的老板达成利益捆绑。因为收购公司的很多业务都是老板亲力亲为，具有很多资源，而且企业毛利率、净利润率也不低，这种情况下如果收购完成后，老板一走了之对我们是不利的，所以把他的利益和公司的利益捆绑在一起，最好的方式就是对价方面给予股票；二是从对方的角度考虑，他们也偏向于持有公司股票，公司的股票比国内其他上市公司 PE 偏低，升值空间比较大，对方乐意用股票做对价。

我们给予他们股票，从法律上是完成收购已经交付，但实际上在公告里有提到股票不会立即交付，而是把股票先抵押给公司，对方需先完成两个指标后才能交付。

一是两家企业都有的情况，如第三方担保、应收账款问题。协商后对方承诺解决这些问题，比如对第三方的担保以后不做了，其他应收也要全部收回，如果应收账款收不回来，对方就要给公司现金，如果没有现金，对方就用股票来抵。第二个指标就是对利润贡献的承诺，即到2015年盈利贡献为2014年盈利增加15%来计算，如果净利润到时候达不到也会有扣一个对价，如果净利润少1,000万，就要给公司7,500万，即乘以7.5倍，如果他的现金不够，就用股票作为抵。

#### 4、两家企业完成收购的日期？

在我们可控范围内会尽快，有的部分是我们不可控，如涉及发新股需要交易所批准，这个估计最快都得一周时间。整体收购完成保守一点就是7月底。

#### 5、两家公司的营业收入？

2014年收入方面，凯达差不多收入6.5亿，另一家新阳光6亿左右。公司找了独立审计师做的审计，公司也有做尽职调查。

#### 6、新阳光铜带是自用还是对外销售？

新阳光的铜带主要大部分都是自用，所以它生产成本肯定比外购要便宜，两家毛利率，新阳光比凯达要高一点。如果其加大生产力度的话，虽然不能完全覆盖之后所有江南的用料，但是至少能覆盖我们一部分原材料供应，整体在成本上可能有一个整合作用，有助于毛利率提高。

#### 7、凯达的超高压产品销售收入？

凯达不是超高压电缆合格供应商，它有产能但是没有产出，超高压产品还没有形成销售。如果并购后申请中标这块就能利用起来了。

#### 8、公司的最新订单情况？

订单情况很不错。从几个方面看，第一电网订单是投标，去年年底同比比2013年11月份时候投标所中标金额已经超过50%了，一季度至今有8亿多电网订单。其次，海外销售现在已经完成去年整年工作量的了。今年特别好由于新加坡的订单，因为新加坡市场电网更新换代，今年已经签订1,000多万新加坡币的一年半的合同，这个合同今年收入已经相当于这个客户去年全年收入了。还有越南2013年中的订单，因为中越关系紧张而延误，今年重签了700多万欧元的订单。

另外还有很多海外项目在谈，公司感到受惠于一带一路，尤其是东南亚地区。举个例子印尼有一个500亿美金人民币贷款，这500亿美金投资里面平均用到电缆差不多4-5%，20亿美金电缆需求，这对我们海外销售有利。我们的产品比同行

已经早一步走出去，商务部统计江南的产品直接出口是排名第一的。过往的客户很多是中国海外投资的客户，也将我们的产品带出去在一些地区做一些项目，比如中国水电有的项目是我们供应电缆。

#### 9、今年收入销售收入增长指引？

今年最初订的增长目标是考虑不知道铜价涨跌影响有多少的情况下都要确保 20% 的销售增长，公司感觉应该容易达到。这 20% 增长是不考虑此次并购带来的因素，管理层给各销售员的指标都是要完成 20% 增长，但跟此次并购无关。

## 【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。