

买入

2015年04月16日

收购两家电线电缆公司，有利加强电线电缆产能

- 收购价格符合股东利益：**公司披露收购国内两家电线电缆公司，收购总代价为 6.59 亿元，其中大部分将通过发行共计 2.97 亿股新股来支付，发行价格为 2.05 港元，较公告日前最后交易日收市价 2.35 港元折让约 12.77%，较公告日前连续五个交易日平均收市价 1.83 港元溢价约 12.02%。剩下的 1.7 亿元将由公司内部现金支付。收购完成以后，两家被收购公司将成为公司的全资附属子公司。该收购价格是根据两家公司 14 年税后纯利的 7.5 倍市盈率计算得来。另外公司通过分三次支付和附加相应的支付条款来对冲被收购公司所具有潜在的应收账款（约 3674 万元）、对外担保（约 2.84 亿元）和 15 年业绩的潜在风险。我们认为此次收购作价属于合理范围的原因有：1) 收购价格对应约 7.5 倍市盈率算行业合理水平 2) 收购价格高出两家被收购公司 14 年净资产总额 9730 万元，溢价约 17%，参考其他可比较收购案例，该溢价合理。3) 新股发行价格折价较为合理 4) 最后附加的支付条款解除了此次收购金额的潜在风险。综上所述，我们认为从收购价格来看是符合广大股东的利益。
- 收购资产有力加强电线电缆产能：**此次收购的时间是在市场和管理层的预期之内，从收购资产来看：1) 新太阳主营业务为制造及买卖电线和电缆及相关原材料，提供中低压电缆和弹性防火特种电缆。13 年和 14 年分别录得 3272 万元和 4497 万元税后纯利，14 年净资产为 2.8 亿元。公司为国家电网的合格供应商。2) 凯达主营业务为电线电缆的制造，具有高压电缆的产能，但还不是国家电网的供应商。13 年和 14 年分别录得 3380 万元和 4294 万元税后纯利，14 年净资产为 2.8 亿元。我们认为该收购利好在于：1) 收购的资产业务与公司主要业务一致，具有 1+1 大于 2 的协同效益和规模效应。2) 目前公司产能已经处于较为饱和的状态，新收购有利于提高现有产能。3) 新阳光的业务包括电线电缆原材料，有利于改善公司现有原材料成本。4) 提供新产品供应，例如弹性防火特种电缆。
- 自建超高压生产线预计下半年建成：**公司从欧洲订的两台超高压生产线设备，其中一台我们预计今年下半年能够进入调试运营，并有望产出。另外一台有望年底到货，并在明年提供产能贡献。
- 提升目标价 2.9 港元，维持买入评级：**此次新股发行将摊薄扩大后总股本约 8.08%，但收购的盈利贡献的并表将部分抵消 EPS 的摊薄影响。目前公司订单充足，海外市场拓展顺利，新增产能有望快速转为收入贡献。因此我们提升公司未来 12 个月的目标价为 2.9 港元，较昨日收市价格有 38.8% 的上涨空间，为 2015 年每股预测收益 9.5 倍市盈率，重申买入评级。

侯捷

+ 852-25321597

Jay.hou@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	电线电缆
股价	2.09 港元
目标价	2.9 港元 (+38.8%)
股票代码	1366
已发行股本	33.8 亿股
港股市值	70.7 亿港元
52 周高/低	2.45 港元/1.12 港元
每股净资产	1.28 港元
主要股东	芮氏家族(51.5%)

盈利摘要

截止12月31日	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测
营业额 (人民币百万)	6,477	8,155	11,260	13,277	15,158
变动 (%)	21%	26%	38%	18%	14%
净利润 (人民币百万)	503.5	626.0	864.1	1,086.8	1,251.3
每股摊薄盈利 (人民币)	0.16	0.20	0.24	0.30	0.34
变动 (%)	25%	21%	22%	22%	15%
市盈率@2.09港元 (倍)	10.1	8.4	6.8	5.6	4.9
每股股息 (人民币)	0.04	0.05	0.06	0.07	0.09
股息现价比率 (%)	2.3	3.0	3.7	4.5	5.2

来源: 公司资料, 第一上海预测

股价表现



来源: 彭博

附录 1: 主要财务报表

损益表						财务分析					
人民币百万元, 财务年度截至12月											
	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测	
收入	6,477.3	8,154.6	11,260.2	13,277.4	15,158.3	盈利能力					
毛利	1,000.4	1,271.2	1,782.8	2,111.8	2,403.3	毛利率 (%)	15.4%	15.6%	15.8%	15.9%	
其他业务收入	3.9	13.5	15.6	25.0	25.0	EBITDA 利率 (%)	13.1%	13.0%	12.5%	12.8%	
销售费用	(110.0)	(135.0)	(219.6)	(239.0)	(272.8)	净利率 (%)	7.8%	7.7%	7.7%	8.2%	
管理费用	(132.6)	(148.0)	(236.5)	(268.2)	(309.2)	ROE (%)	24%	23%	24%	25%	
营运收入	761.8	1,001.7	1,342.3	1,629.6	1,846.2	营运表现					
财务收入 (费用)	(195.3)	(242.1)	(280.5)	(294.6)	(309.3)	SG&A/收入 (%)	3.7%	3.5%	4.1%	3.8%	
税前盈利	566.5	759.7	1,061.8	1,335.1	1,536.9	实际税率 (%)	18.0%	17.4%	18.5%	18.5%	
所得税	(101.8)	(132.1)	(196.1)	(246.7)	(284.0)	股息支付率 (%)	23.1%	25.1%	25.0%	25.0%	
税后利润	464.7	627.6	865.7	1,088.4	1,252.9	库存周转天数	95	106	96	98	
已终止业务年度利润	503.5	626.0	864.1	1,086.8	1,251.3	应付账款天数	121	123	106	106	
少数股东应占利润	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	应收账款天数	117	113	101	104	
净利润	503.5	626.0	864.1	1,086.8	1,251.3	财务状况					
折旧及摊销	(50.9)	(62.6)	(63.6)	(77.6)	(82.8)	资产负债率	0.7	0.6	0.6	0.6	
EBITDA	851.5	1,062.8	1,404.4	1,705.7	1,927.5	收入/总资产	0.9	0.9	1.1	1.1	
EPS (摊薄)	0.16	0.20	0.24	0.30	0.34	总资产/股本	3.3	2.7	2.7	2.5	
增长						盈利对利息倍数	3.9	4.1	4.8	5.5	
总收入 (%)	20.9%	25.9%	38.1%	17.9%	14.2%	现金流量表					
EBITDA (%)	26.2%	24.8%	32.1%	21.5%	13.0%						
每股收益 (%)	25.0%	20.8%	22.1%	22.4%	15.1%						
资产负债表						现金流量表					
	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测	
现金	1,682.6	1,666.2	1,388.3	1,857.9	2,636.3	EBITDA	851.5	1,062.8	1,404.4	1,705.7	
应收账款	2,328.4	2,708.7	3,553.3	3,980.3	4,317.0	营运资金变化	(19.6)	(462.8)	(836.6)	(470.1)	
存货	1,842.2	2,168.6	2,836.6	3,174.8	3,445.4	所得税	(77.6)	(108.2)	(182.1)	(231.2)	
其他流动资产	807.6	1,304.5	1,369.7	1,438.2	1,510.1	其他营运活动	(54.6)	(21.1)	32.4	(49.2)	
总流动资产	6,660.8	7,848.0	9,147.9	10,451.3	11,908.8	营运现金流	699.7	470.7	418.1	955.2	
固定资产	632.9	602.0	706.5	764.0	702.1	资本开支	(23.5)	(42.6)	(149.0)	(76.0)	
租赁土地	207.7	203.9	219.2	214.1	209.2	其他投资活动	(281.3)	(524.9)	(775.8)	(103.3)	
其他固定资产	55.9	63.6	625.6	625.6	625.6	投资活动现金流	(304.8)	(567.6)	(924.8)	(179.3)	
总资产	7,557.3	8,717.5	10,699.3	12,055.0	13,445.7	负债变化	451.8	(2.7)	663.5	204.3	
应付账款	2,223.2	2,410.2	3,086.0	3,381.1	3,592.1	股本变化	0.0	490.5	3.0	0.0	
短期银行贷款	2,922.1	2,922.2	3,506.7	3,682.0	3,866.1	股息	(87.8)	(140.9)	(157.0)	(216.0)	
其他短期负债	58.1	82.4	90.2	98.8	108.3	其他融资活动	(198.4)	(268.8)	(280.5)	(294.6)	
总短期负债	5,203.4	5,414.8	6,682.8	7,162.0	7,566.5	融资活动现金流	165.6	78.1	228.9	(306.3)	
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	现金变化	560.5	(18.7)	(277.9)	469.7	
其他负债	68.3	72.9	76.5	82.4	88.9	期初持有现金	1,137.7	1,682.6	1,666.2	1,388.3	
总负债	5,271.6	5,487.6	6,759.4	7,244.3	7,655.4	汇率变动影响	(15.7)	2.3	0.0	0.0	
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	期末持有现金	1,682.6	1,666.2	1,388.3	1,857.9	
股东权益	2,285.7	3,229.9	3,939.9	4,810.7	5,790.3						
每股账面值	0.74	1.02	1.10	1.31	1.57						
营运资金	1,457.4	2,433.2	2,465.1	3,289.3	4,342.3						

数据来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。