

金信诺 (300252)

高端牵引，后劲可期

——金信诺新股询价定价分析报告

康凯
0755-23976023
kangkai@gtjas.com
编号 S0880511010009

本报告导读：

公司是国内领先的高端射频电缆供应商，新产品和新业务模式的发展将是公司的看点。

投资要点：

- 金信诺主要从事中高端射频同轴电缆的研发、生产和销售，主导产品多为特种电缆。公司产品广泛应用于移动通信、微波通信、广播电视、隧道通信、通信终端、军用电子、航空航天等多个领域。
- 2008-2010 年公司实现营业收入分别约计 3.06 亿元、3.35 亿元、5.09 亿元，其中 2010 年轧纹电缆出现爆发式增长拉动了整个营业收入的快速增长。公司整体毛利率接近 20%，高于行业平均水平，2010 年由于轧纹电缆的发展导致公司毛利率由 2009 年的 25% 下滑到 19.7%。最近 3 年净利润分别为 3526、5026、5626 万元。
- 通信领域构成公司产品的主要应用领域，未来市场将保持稳定增长。从发展趋势来看，射频电缆在通信行业的应用将呈现集中度上升的趋势，毛利率存在下行压力。公司在微细射频电缆和稳相电缆方面将形成“进口替代”效应，较高的技术门槛将使得公司在这些领域享受高速增长和高毛利率，并推动公司毛利润快速增长。
- 公司在 Design-in-Service 方面已经开始有益的拓展，即在客户的产品设计研发阶段就与客户展开合作。该模式下，客户对公司将形成依赖，并延伸公司产品供应，毛利率也将得到改善。
- 项目主要围绕主营业务展开，瞄准的是产能扩展、相应的技术支撑，同时 design-in-service 的模式也将得到进一步实践。
- 公司微细电缆、稳相电缆的产品发展，以及业务模式的实践是公司未来增长的关键因素。预计公司 2011-2013 年按发行后最新股本计算的每股收益分别为 0.65、0.87 和 1.12 元。
- 考虑公司产品结构与核心技术方面优势，给予公司 2011 年 22x-28x PE 估值区间，对应公司发行价 14.30-18.20 元。鉴于近一个月新股上市首日表现，预计公司上市首日定价区间在 17.16-21.84 元。

建议询价区间

14.30-18.20

上市首日定价区间

17.16-21.84

2011.07.28

发行上市资料

发行前总股本（万股）	8,100
本次拟发行量（万股）	2,700
发行日期	2011.07.29
发行方式	网下询价, 上网定价

保荐机构

预计上市日期

发行前财务数据

每股净资产（元）	2.47
净资产收益率（%）	28.1%
资产负债率（%）	66.1%

主要股东和持股比例

财务摘要（百万元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	335	509	620	740	900
(+/-)%	-	51.94%	21.81%	19.35%	21.62%
经营利润（EBIT）	81	101	119	149	199
(+/-)%	-	20.24%	17.82%	25.21%	33.56%
净利润	50	58	70	94	121
(+/-)%	-	16.00%	20.69%	34.29%	28.72%
每股净收益（元）	0.62	0.72	0.65	0.87	1.12
每股股利（元）	-	16.00%	-9.48%	34.29%	28.72%

注：每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 公司概况

金信诺主要从事中高端射频同轴电缆的研发、生产和销售，主导产品包括半柔电缆、低损电缆、稳相电缆、军标系列电缆、半刚电缆、轧纹电缆等，主要用于传输高频信号，大体都是特种电缆。公司产品广泛应用于移动通信、微波通信、广播电视、隧道通信、通信终端、军用电子、航空航天等多个领域。

表 1: 公司主营产品应用领域

应用领域	主要产品
通信设备	1、半柔电缆
	2、半钢电缆
	3、轧纹电缆
	4、低损电缆
	5、军标系列电缆
IT 产品	微细同轴电缆
航空航天、军用电子	稳相电缆
广电	CATV 电缆

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

公司在射频电缆行业具备较高的市场地位，根据中国电子工业行业协会光电线缆分会的统计，2009 年，公司半柔射频同轴电缆的国内市场占有率为 40%，市场占有率排名第一；低损射频同轴电缆的国内市场占有率为 33%，市场占有率排名第二，仅次于美国 TIMES；此外，公司还是目前国内极少数可以取代进口高端稳相电缆的生产企业之一。

2008-2010 年公司实现营业收入分别约计 3.06 亿元、3.35 亿元、5.09 亿元，其中 2010 年轧纹电缆出现爆发式增长，达到 2.05 亿元，拉动了整个营业收入的快速增长。公司整体毛利率接近 20%，高于行业平均水平，2010 年由于轧纹电缆的发展导致公司毛利率由 2009 年的 25% 下滑到 19.7%。最近 3 年净利润分别为 3526、5026、5626 万元。

表 2: 2008-2010 年主要产品销售收入与增长

产品	2008 年		2009 年		2010 年	
	收入	同比增长	收入	同比增长	收入	同比增长
半柔电缆	4549	-28.7%	11690	162.2%	12092	3.4%
低损电缆	16473	124.9%	11711	-28.9%	13079	11.7%
稳相电缆	157	708.4%	257	63.8%	232	-9.9%
军标系列电缆	3140	-24.9%	2326	-25.9%	1220	-47.6%
半钢电缆	269	-20.5%	650	141.4%	338	-47.9%
轧纹电缆	3410	1920.7%	4765	39.7%	20507	330.4%
其他产品	2648	212.0%	2140	-19.2%	3398	58.8%
合计	30556	59.71%	33539	9.76%	50866	51.55%

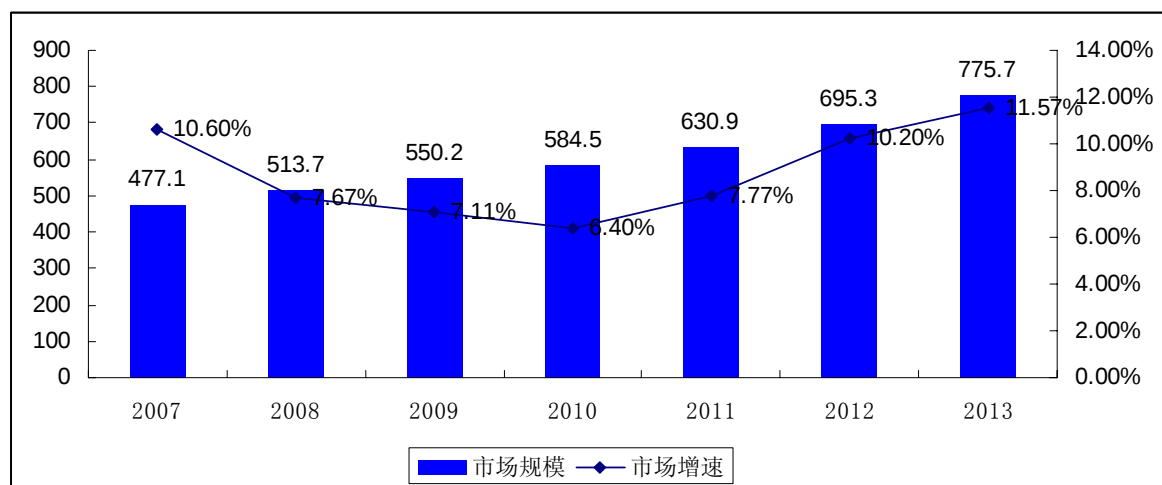
数据来源：招股说明书，国泰君安证券销售交易总部

2. 公司主营业务市场前景与竞争格局分析

2.1. 通信行业需求稳定增长

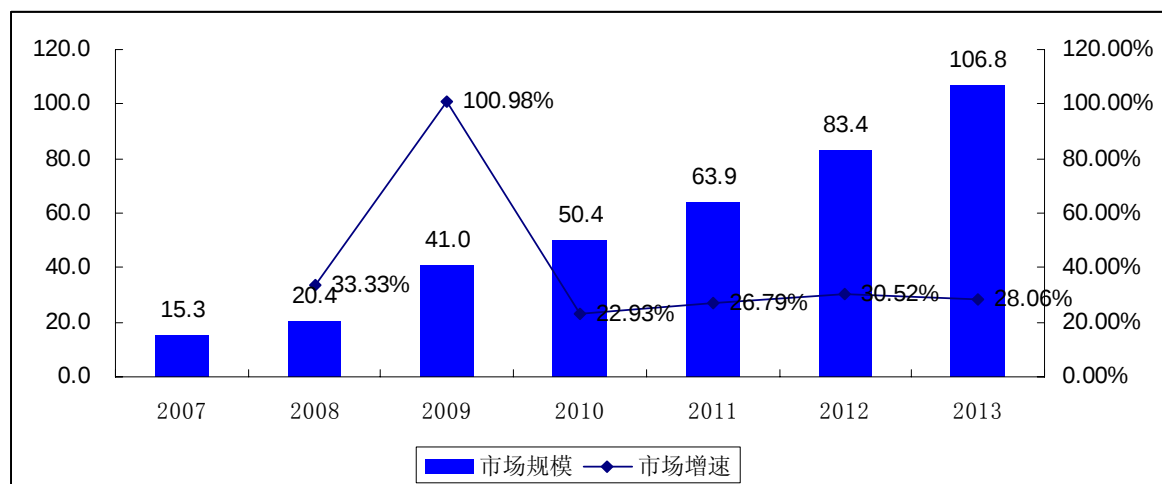
通信设备是公司现有的电缆产品最为重要的应用领域。在全球移动用户数量持续保持增长，且移动数据需求持续上升的背景下，全球移动通信设备市场将保持较快增速。通常，按照射频电缆占移动无线接入设备投资额 7% 的数据核算，对全球及中国通行行业用射频电缆的市场规模有如下的预测。

图 1 全球移动通信设备市场规模预测



数据来源：国泰君安证券研究

图 2 中国移动通信用射频电缆市场规模预测



数据来源：国泰君安证券研究

从市场竞争来看，在技术含量较高的半柔电缆和低损电缆领域，公司是少数具备设计和生产能力的国内厂商，与国外厂商相比具备价格竞争力，目前已经占据了相当的市场份额；而轧纹电缆则竞争较为激烈。公司一方面在中国移动和中国联通等运营商大客户站稳了脚跟，另一方面已经成为了爱立信与华为等设备厂商的合格供应商。

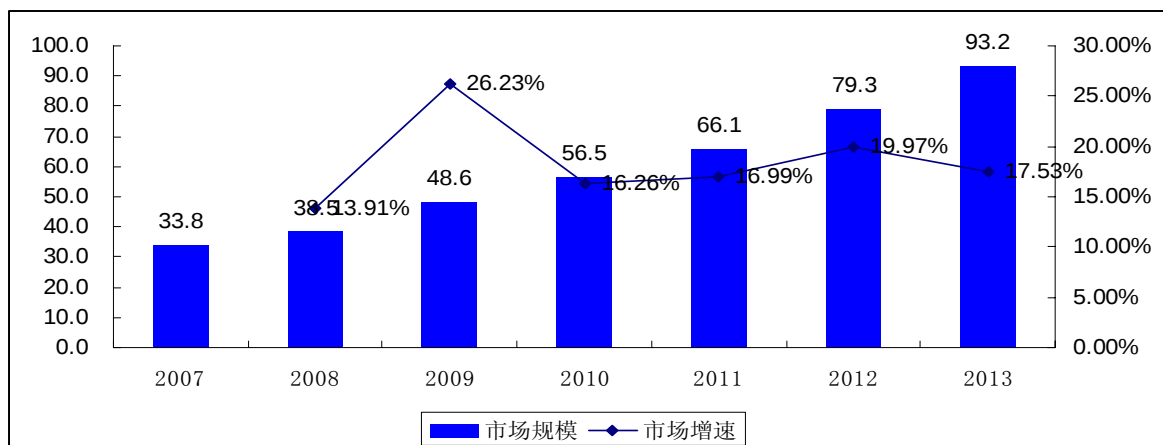
从未来的趋势看，运营商成本压力将凸显，并将传递到设备厂商层面。公司具备成本优势，在运营商市场份额将逐步提升，但对毛利率形成压力。另一方面，爱立信等设备厂商也开始着手减少供应商数量，并寻求射频电缆的整体解决方案，以缩减成本。整体而言，射频电缆在通信行业的应用将呈现集中度上升的趋势，毛利率存在下行压力。

2.2. 终端与军工行业成为增长亮点

公司在射频电缆行业的持续耕耘，以及在研发上的长期投入，使得公司在微细电缆和稳相电缆方面取得突破，这些高毛利产品使得公司未来增长值得期待。

笔记本电脑、手机、平板电脑的市场需求在持续上升，根据相关统计，前两者对微细射频电缆的需求将保持快速增长态势。

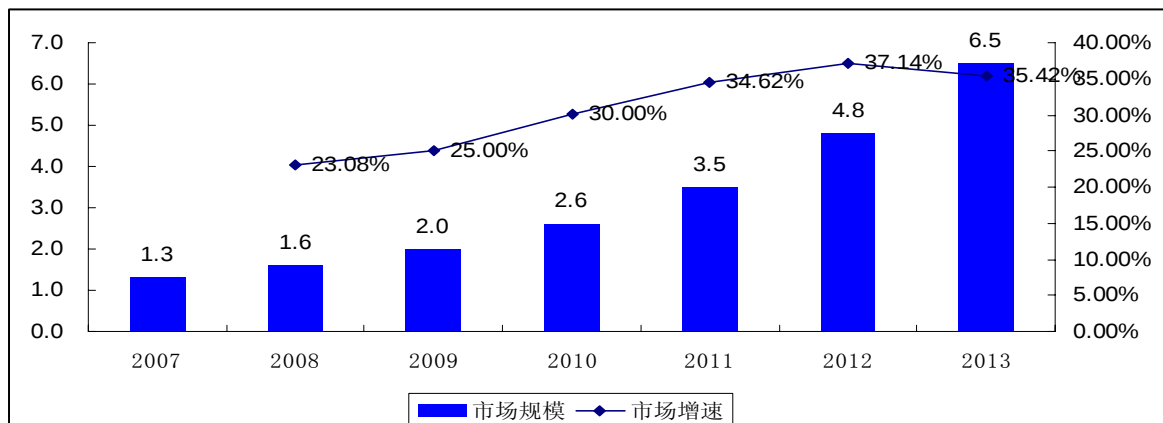
图 3 笔记本电脑和手机用微细射频电缆市场规模预测



数据来源：国泰君安证券研究

稳相电缆是射频电缆行业中“皇冠上的明珠”。公司在长期的积累之后，今年开始实现了稳相电缆的量产，并在军事、航天设备上成功运用。目前公司以民营企业的身份已经获得了军工的相关牌照。

图 4 军事用稳相射频电缆市场规模预测



数据来源：国泰君安证券研究

公司在微细射频电缆和稳相电缆方面将形成“进口替代”效应，较高的技术门槛将使得公司在这些领域享受高速增长和高毛利率，并推动公司毛利润快速增长。

2.3. Design-in-Service 拓展想象空间

公司在 Design-in-Service 方面已经开始有益的拓展，即在客户的产品设计研发阶段就与客户展开合作，根据客户的研发目标来设计并提供配套电缆及组件产品，并在研发成功后协助客户撰写相关的技术标准。这一模式下，公司收益体现在以下几个方面：

- 1、全程设计服务模式下，协助客户降低采购成本，提升客户价值，并使得客户对公司产生依赖性；
- 2、全程设计服务模式下，公司产品在广度上得到发掘，向客户供应从单一产品延伸到系列产品；
- 3、全程设计服务模式下，未必损失公司产品的毛利率。已有的合作案例即是如此。

3. 募投项目分析

公司拟发行 2700 万股，用于建设以下项目：

表 3：募投项目简介（万元）

序号	项目	募集资金
1	半柔射频同轴电缆扩产项目	10296.81
2	低损 KSR 系列射频同轴电缆扩产项目	7230.78
3	射频电缆研发中心建设项目	3373.00
4	稳相信息传输器件扩建项目	4833.49
5	微细同轴传输器件生产项目	2681.84
合计		28415.92

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

项目主要围绕主营业务展开，瞄准的是产能扩展、相应的技术支撑，同时 design-in-service 的模式也将得到进一步实践。

4. 盈利预测和估值

4.1. 盈利预测

公司微细电缆、稳相电缆的产品发展，以及业务模式的实践是公司未来增长的关键因素。预计公司 2011-2013 年按发行后最新股本计算的每股收益分别为 0.65、0.87 和 1.12 元。如业务模式在大客户上出现突破，公司盈利将大增。

表 4：公司简明利润表

百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	335	509	620	740	900
减：主营成本	251	408	500	590	700
减：营业税金及附加	0	0	1	1	1
主营业务利润	84	101	119	149	199
减：营业费用	11	13	18	22	25
减：管理费用	14	16	23	30	45
减：财务费用	2	5	2	-7	-6
减：资产减值损失	0	4	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
加：投资收益	0	0	2	2	2
营业利润	57	63	78	106	137
加：营业外收入	3	4	3	3	3
减：营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	59	66	80	108	139
减：所得税	9	8	10	14	18
净利润	50	58	70	94	121
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	50	58	70	94	121
每股收益	0.62	0.72	0.65	0.87	1.12

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

4.2. 估值

综合考虑中天科技、亨通光电等通信线缆公司，立讯精密、长盈精密、信维通信等公司估值，考虑公司产品结构与核心技术方面优势，给予公司 2011 年 22x-28x PE 估值区间，对应公司发行价 14.30-18.20 元。鉴于近一个月新股上市首日表现，预计公司上市首日定价区间在 17.16-21.84 元。

作者简介:**康凯:**

执业资格证书编号: S0880511010009

电话: 0755-23976023

邮箱: kangkai@gtjas.com

余周军（贡献作者）:

执业资格证书编号: S0880110110158

电话: 010-59312728

邮箱: yuzhoujun008983@gtjas.com

余周军，北京邮电大学通信工程专业博士。2006-2010 年供职于中国电子信息产业发展研究院，专注于通信产业研究。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		