

中高端射频电缆领域的优势企业

——金信诺（300252）新股研究报告

要点：

- 1、**公司是中高端射频电缆领域优势企业。**公司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，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、航空航天等领域。固定客户囊括了移动通信领域和军事领域最重要的企业，包括爱立信、美国 BELDEN、安费诺、泰科（TYCO）、美国安德鲁、POWERWAVE、阿尔卡特-朗讯、中国移动、大唐移动、华为、中兴通讯、创维等国内外著名公司以及多个军工单位。根据中国电子元件行业协会光电缆分会的统计，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。
- 2、**公司业务未来受益于通信网建设和航天军工的发展。**根据中国电子元件行业协会光电缆分会的统计，2009 年中国射频同轴电缆市场规模已高达 203.20 亿元，比 2008 年增长 24.9%，预计未来三年市场复合增长率可达到 17%，到 2013 年，中国射频同轴电缆的市场容量将达到 396.3 亿元。在射频同轴电缆整体市场容量持续增长的同时，未来市场的需求结构将发生较大变化：基于移动通信、通信终端、军用电子、航空航天等领域相关行业的快速发展，高端射频同轴电缆的需求增长速度将明显高于普通射频同轴电缆，有望达到 22%-25% 的年增长速度。
- 3、**向一站式电缆提供商发展，目标为安德鲁。**射频同轴电缆的下游客户主要为通信网络运营商、通信设备制造商等大型企业，其对射频同轴电缆的需求均具有规模化、多样化的特点，对供应商希望集中到 4-5 家“一站式”集中采购。公司目前主导产品涵盖较全面能够满足不同客户需求。作为一站式集中采购供应商，公司以华为、爱立信以及军工采购的未来业务销售规模空间巨大。公司未来目标为成为中国的安德鲁。

4、业绩预测和估值

根据行业增长和公司在行业中的地位，预测公司 2011 年-2013 年的营业收入增幅分别为 24%，24.6%和 25.5%。考虑到 2010 年中国移动采购轧纹电缆对毛利率的影响将逐步减小，公司主营业务毛利率将呈现稳步恢复的趋势。公司 2011 年-2013 年 EPS 分别为 0.68 元，0.91 元和 1.18 元。

选取行业可比较的电缆、通信缆厂商、天线射频器件及电脑连接器等公司的估值水平进行比较，我们认为公司合理估值应该在 2011 年 EPS 的 26.7-30 倍，对应价值区间为：18.16-20.4 元，发行价 16.2 元，建议申购。

报告日期：2011 年 8 月 1 日

分析师

靳雪翔

☎ (86-10) 88366060-8739

✉ jxx@cgws.com

执业证书编号：S1070511010001

联系人

王林

☎ (86-10) 88366060-8757

✉ wanglin@cgws.com

从业证书编号：S1070111010002

发行价：16.2 元 （建议申购）

发行数据：

发行数量（万股）	2700
发行后总股本（万股）	10800
发行价格（元）	16.2
发行方式	网下配售+网上发行
主承销商	中航证券
发行日期	8 月 1 日
主要股东	黄昌华 40.2%

公司盈利预测

	2011E	2012E	2012E
营业收入	631	786	986
(+/-%)	24.0%	24.6%	25.5%
净利润	74	98	128
(+/-%)	31.1%	33.4%	29.6%
摊薄每股收益	0.68	0.91	1.18

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



1、中高端射频电缆市场优势企业。

本公司系由 2002 年 4 月 2 日成立的深圳市金信诺电缆技术有限公司整体变更设立而来，公司的发起人为黄昌华、张田、郑军和王志明等 4 名自然人，发行前后股本结构变化见表 1。

表 1：公司发行前后股本结构变化

项目	股东名称	本次发行前		本次发行后	
		股数（万股）	比例	股数（万股）	比例
一、有限售条件流通股	黄昌华	4,341.60	53.60%	4,341.60	40.20%
	张 田	1,708.29	21.09%	1,708.29	15.82%
	郑 军	1,240.11	15.31%	1,240.11	11.48%
	王志明	810.00	10.00%	810.00	7.50%
二、本次发行流通股		—	—	2,700.00	25.00%
总股本		8,100.00	100.00%	10,800.00	100.00%

资料来源：公司招股说明书

公司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，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、航空航天等领域。

表 2：公司主要产品及应用领域

类别	特性	主要应用领域
半柔电缆	柔软性好、屏蔽性好、衰减低、驻波比小	移动通信、微波通信
低损电缆	传输频率高、柔软性好、衰减低、一致性及耐候性好	移动通信、微波通信
稳相电缆	传输频率高、驻波比小、一致性好、电气性能指标稳定、相位稳定、耐温度冲击、耐功率、抗干扰性强	高端民用通信、测试仪器仪表、大型军用雷达、电子对抗系统、现代作战飞机机载电子系统、机载电子设备
军标系列电缆	重量轻、柔软性好、耐潮湿、耐腐蚀、电气和机械性能优良、屏蔽性好、衰减低、驻波比小	移动通信、电子对抗、军用导航、军用雷达
半刚电缆	传输频率高、屏蔽性好、可靠性高、衰减低、驻波比小	移动通信、军用雷达、导航、电子对抗、武器系统
轧纹电缆	传输功率大、防潮性好	移动通信、室内覆盖、隧道通信

资料来源：公司招股说明书

公司目前是国内射频同轴电缆品种最全、半柔射频同轴系列产品规模最大、具有较强品牌影响力的中高端射频同轴电缆生产企业之一，固定客户囊括了移动通信领域和军事领域最重要的企业，包括爱立信、美国 BELDEN、安费诺、泰科（TYCO）、美国安德鲁、POWERWAVE、阿尔卡特-朗讯、中国移动、大唐移动、华为、中兴通讯、创维等国内外著名公司以及多个军工单位。根据中国电子元件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。

表 3：公司销售收入结构

项目	2010 年度		2009 年度		2008 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
半柔电缆	12,092.01	23.77%	11,689.76	34.85%	4,459.00	14.59%
低损电缆	13,078.62	25.71%	11,710.55	34.92%	16,472.68	53.91%
稳相电缆	231.82	0.46%	257.14	0.77%	157.00	0.51%
军标系列电缆	1,220.00	2.40%	2,326.33	6.94%	3,139.75	10.28%
半刚电缆	338.30	0.67%	649.81	1.94%	269.23	0.88%
轧纹电缆	20,507.43	40.32%	4,765.08	14.21%	3,409.88	11.16%
其他产品	3,398.00	6.67%	2,140.34	6.38%	2,648.23	8.67%
合计	50,866.18	100.00%	33,539.02	100.00%	30,555.77	100.00%

资料来源：公司招股说明书

表 4：射频电缆各类子产品市场份额

产品	主要企业	区域	市场占有率
半柔电缆	金信诺	中国广东	40%
	哈博（Habia）	瑞典	17%-20%
	日星（Nissei）	日本	17%-20%
	耐克森（Nexans）	法国	10%-13%
	颀讯（HUBER+SUHNER）	瑞士	7%-9%
低损电缆	TIMES	美国	37%-40%
	金信诺	中国广东	33%
	安德鲁（Andrew）	美国	17%-20%
	珠海汉胜科技股份有限公司	中国广东	2%-3%
	新泰爱克电缆有限公司	法国	1%-2%
轧纹电缆	江苏亨鑫科技有限公司	中国江苏	34%-37%
	珠海汉胜科技股份有限公司	中国广东	20%-23%
	江苏俊知技术有限公司	中国江苏	9%-10%
	安德鲁（Andrew）	美国	7%-9%
	天津安迅达科技有限公司	中国天津	7%-9%
	江西联创光电科技股份有限公司	中国江西	4%-6%
	金信诺	中国广东	1%
微细电缆	住友电工	日本	11%-12%
	日立电线	日本	8%-10%
	泰科（TYCO）	美国	7.2%-9.2%
	富士康科技集团	中国广东	6.5%-8.5%
	万旭电业股份有限公司	中国台湾	5%-7%
	藤仓	日本	3.5%-4.5%
稳相电缆	戈尔（GORE）	美国	占国际市场 20%
	MICRO-COAX	美国	占国际市场 5%-7%
	颀讯（HUBER+SUHNER）	瑞士	占国际市场 4%-5%

资料来源：中国电子元件行业协会光电线缆分会、公司招股说明书

2. 业务主要受益于通信网建设和航天军工发展

根据中国电子元件行业协会光电线缆分会的统计，2009 年中国射频同轴电缆市场规模已高达 203.20 亿元，比 2008 年增长 24.9%，预计未来三年市场复合增长率可达到 17%，到 2013 年，中国射频同轴电缆的市场容量将达到 396.3 亿元。在射频同轴电缆整体市场容量持续增长的同时，未来市场的需求结构将发生较大变化：基于移动通信、通信终端、军用电子、航空航天等领域相关行业的快速发展，高端射频同轴电缆的需求增长速度将明显高于普通射频同轴电缆，有望达到 22%-25% 的年增长速度。

图 1：中国射频电缆市场容量统计及预测（2007-2013）

2007 年-2013 年中国射频同轴电缆市场容量统计及预测



资料来源：公司招股说明书

图 2：中国移动通信对射频电缆需求统计及预测（2007-2013）

2007 年-2013 年中国移动通信行业对射频同轴电缆需求统计及预测



数据来源：中国电子元件行业协会光电线缆分会

资料来源：公司招股说明书

图 3：手机及笔记本电脑产品对射频电缆需求统计及预测（2007-2013）

2007 年-2013 年手机和笔记本电脑等产品对射频同轴电缆需求统计及预测



资料来源：公司招股说明书

3. 向一站式电缆提供商发展，目标为安德鲁

射频同轴电缆的下游客户主要为通信网络运营商、通信设备制造商等大型企业，其对射频同轴电缆的需求均具有规模化、多样化的特点，为节约采购成本和提高供应链管理效率，多数客户会选择产品较为全面的“超市”型供应商进行“一站式”集中采购。由于受资金、技术等限制，大多数供应商只能生产一种或少数几种射频同轴电缆产品，产品结构相对单一，无法满足大型客户“一站式”集中采购的需求。

金信诺目前的主导产品涵盖了半柔、低损、半刚、军标系列、轧纹、稳相等多个系列，是国内射频同轴电缆品种最全的企业之一，能够满足不同客户“一站式”采购的需求。射频同轴电缆的应用领域较为广泛，不同领域的客户对具体产品的性能、型号、售后服务等方面有各自独特的需求。公司在具体产品的营销上采用“全程设计服务”销售模式，在客户的产品设计研发阶段，公司与客户展开前端合作，根据客户的研发目标和产品性能要求，设计、研发并提供配套的电缆及组件样品，然后向客户提供产品培训，获得客户的供应商资格，在此基础上与客户签订购销合同。

因此公司未来有望成为华为、爱立信等大型通信设备制造商的综合电缆解决方案提供商，同时在航天军工市场替代进口成为国内综合电缆解决方案提供商。而作为华为、爱立信等大型通信设备制造商的综合电缆解决方案提供商和航天军工市场综合电缆解决方案提供商企业未来的成长规模（收入）在 50-100 亿元。公司拥有巨大的成长空间。

公司将自身未来的发展目标定位做中国的安德鲁。安德鲁在 2005 年-2009 年的业务收入的复合增长率为 26.2%，业务收入达到 2009 年的 30.24 亿美元，其中 42%的收入来自于 ACCG（Antenna, Cable and Cabinet Group）部门。



图 4：安德鲁（Commscope）公司历史业绩（2005-2009）

	Year Ended December 31,				
	2009	2008	2007(1)	2006	2005
Results of Operations:					
Net sales	\$3,024,859	\$4,016,561	\$1,930,763	\$1,623,946	\$1,337,165
Gross profit	865,404	1,079,622	589,087	444,085	344,475
Restructuring costs	20,645	37,600	1,002	12,578	38,558
Goodwill and other intangible asset impairments	—	397,093	—	—	—
Operating income (loss)	247,533	(89,531)	286,543	158,584	74,862
Net interest income (expense)	(120,752)	(130,049)	13,872	3,787	(3,251)
Gain on OFS BrightWave, LLC note receivable	—	—	—	18,625	—
Net income (loss)	77,799	(228,522)	204,841	130,133	49,978

资料来源：Commscope 公司 2009 年报

4. 募投项目情况

公司 IPO 发行 2700 万股募集资金投入五个项目，总投资金额 2.84 亿元，5 个项目预测年达产利润总额为 1.27 亿元。项目建设期分别为 9-18 个月。

募投项目有力提高公司产能、提高稳相电缆开发能力，和拓展微细同轴传输器件等新领域。

表 5：公司 IPO 募投项目

项目名称	投资总额 (万元)	达产年利润 (万元)	建设期 (月)
半柔射频同轴电缆扩产项目	10,296.81	4,778.43	16
低损 KSR 系列射频同轴电缆扩产项目	7,230.78	3,321.50	16
射频电缆研发中心建设项目	3,373.00		18
稳相信息传输器件扩建项目	4,833.49	3,389.36	9
微细同轴传输器件生产项目	2,681.84	1,164.82	9
合计	28,415.92	12,654.11	

资料来源：公司招股说明书

5. 盈利预测及估值。

根据行业增长和公司在行业中的地位，预测公司 2011 年-2013 年的营业收入增幅分别为 24%，24.6%和 25.5%。考虑到 2010 年中国移动采购轧纹电缆对毛利率的影响将逐步减小，公司主营业务毛利率将呈现稳步恢复的趋势。公司 2011 年-2013 年 EPS 分别为 0.68 元，0.91 元和 1.18 元。

选取行业可比较的电缆、通信缆厂商、天线射频器件及电脑连接器等公司的估值水平进行比较，我们认为公司 2011 年的合理估值应该在 26.7-30 倍，对应建议询价区间应该为：18.16-20.4 元



表 6：行业公司估值比较

证券代码	证券简称	PE TTM	EPS 2011	7月26日收	PE
600487.SH	亨通光电	32.3814	1.2191	26.02	21.34361
600522.SH	中天科技	21.1793	1.2699	22.55	17.7573
300134.SZ	大富科技	32.743	2.3279	60.35	25.92465
002194.SZ	武汉凡谷	29.0738	0.4902	10.92	22.27662
002446.SZ	盛路通信	45.7726	0.5573	16	28.70985
300136.SZ	信维通信	61.1875	0.7724	23.4	30.29518
002475.SZ	立讯精密	68.0246	1.1717	41.72	35.60638
002471.SZ	中超电缆	40.9385		13.32	
002212.SZ	南洋股份	29.7834		8.1	
算术平均		40.1205	1.1155	24.7089	25.98766
中位数		32.743	1.1717	22.55	26.68184

资料来源：wind, 长城证券研究所

盈利预测

利润表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	509	631	786	986	成长性				
营业成本	408	498	616	769	营业收入增长	51.7%	24.0%	24.6%	25.5%
销售费用	13	16	21	30	营业成本增长	62.8%	22.0%	23.7%	24.9%
管理费用	16	25	28	32	营业利润增长	8.6%	40.0%	35.0%	29.6%
财务费用	5	0	-1	-2	利润总额增长	8.8%	32.9%	35.0%	29.6%
投资净收益	0	0	0	0	净利润增长	11.9%	31.1%	33.4%	29.6%
营业利润	61	86	116	150	盈利能力				
营业外收支	3	0	0	0	毛利率	19.7%	21.0%	21.6%	22.0%
利润总额	65	86	116	150	销售净利率	11.1%	11.7%	12.5%	12.9%
所得税	8	12	17	23	ROE	28.1%	24.5%	24.6%	24.2%
少数股东损益	0	0	0	0	ROIC	35.7%	84.9%	505.9%	184.5%
净利润	56	74	98	128	营运效率				
资产负债表（百万元）					销售费用/营业收入	2.6%	2.5%	2.7%	3.0%
流动资产	504	842	979	1235	管理费用/营业收入	3.2%	4.0%	3.5%	3.2%
货币资金	88	423	458	582	财务费用/营业收入	1.0%	0.0%	-0.2%	-0.2%
应收帐款	304	315	393	493	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	5	6	7	9	所得税/利润总额	12.8%	14.0%	15.0%	15.0%
存货	85	75	92	115	应收帐款周转率	2.4%	2.0%	2.2%	2.2%
非流动资产	86	262	314	304	存货周转率	7.8%	6.2%	7.4%	7.4%
固定资产	68	246	300	291	流动资产周转率	1.4%	0.9%	0.9%	0.9%
资产总计	590	1104	1294	1540	总资产周转率	1.2%	0.7%	0.7%	0.7%
流动负债	390	425	516	635	偿债能力				
短期借款	40	40	40	40	资产负债率	66.1%	38.5%	39.9%	41.2%
应付款项	320	349	431	539	流动比率	1.29	1.98	1.90	1.95
非流动负债	0	0	0	0	速动比率	1.07	1.80	1.72	1.76
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	390	425	516	635	EPS	0.69	0.68	0.91	1.18
股东权益	200	301	399	527	每股净资产	2.47	2.79	3.70	4.88
股本	81	108	108	108	每股经营现金流	0.54	1.21	1.25	1.61
留存收益	119	193	291	419	每股经营现金/EPS	0.8	1.8	1.4	1.4
少数股东权益	0	0	0	0	估值				
负债和权益总计	590	726	916	1162	PE	0.0	0.0	0.0	0.0
现金流量表（百万元）					PEG	0.00	0.00	0.00	-
经营活动现金流	44	130	135	174	PB	0.0	0.0	0.0	0.0
其中营运资本减少	-12	33	-11	-14	EV/EBITDA	0.53	0.35	0.24	0.19
投资活动现金流	-44	-200	-100	-50	EV/SALES	7.86	6.34	5.09	4.06
其中资本支出	-44	-200	-100	-50	EV/IC	0.20	-2.10	0.67	0.48
融资活动现金流	6	405	0	0	ROIC/WACC	4.41	10.49	62.52	22.80
净现金总变化	5	335	35	124	REP	0.04	-0.20	0.01	0.02

资料来源：长城证券盈利预测模型

研究员介绍:

靳雪翔: 清华大学工学博士，2010年9月加入长城证券研究所，从事有色、TMT行业研究，三年证券从业经验。

王林: 厦门大学工商管理硕士，通信行业工作经验十五年，曾任省级电信运营商市场及销售部门经理四年，2010年9月加入长城证券研究所，从事通信行业研究。

金炜: 通信工程专业硕士，2010 年加入长城证券，任通信行业分析师，4 年通信行业工作经验。

研究员承诺:

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券有限责任公司

GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>