

增持 首次

金信诺（300252）

2011 年 9 月 21 日

## 大客户及新产品拓展实现较快增长

2011 年 9 月 20 日收盘价：19.18 元

6 个月目标价：24.3 元

计算机与通信行业分析师：陈美凤  
SAC 执业证书编号：S0850209080672  
chenmf@htsec.com

021-23219409

联系人：袁兵兵  
ybb6053@htsec.com

021-23219770

联系人：侯云哲  
hyz6671@htsec.com

021-23219815

1.公司是高端射频电缆制造细分行业龙头企业。公司主要从事高端射频同轴电缆的研发，生产和销售。主要产品包括半柔电缆、低损电缆、稳相电缆、军标系列电缆、半刚电缆、轧纹电缆。

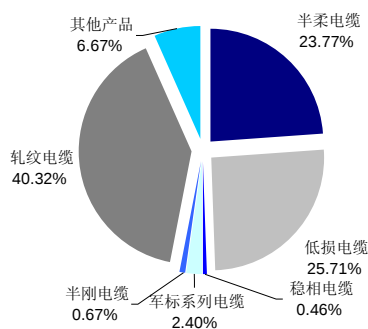
表 1 公司分项产品及应用领域

|         |                                                                 |
|---------|-----------------------------------------------------------------|
| 半柔电缆    | 移动通信基站天线内部连接。                                                   |
| 低损电缆    | 移动基站馈线与微波通信。相对于轧纹电缆，传输频率高、柔软性好、衰减低、一致性及耐候性好。加工工艺要求高，具备生产能力的厂家少。 |
| 轧纹电缆    | 基站馈线和移动通信室内覆盖。                                                  |
| 半刚电缆    | 微波信号发射和接收设备内部连接。                                                |
| 稳相电缆    | 高端民用通信、测试仪器仪表、军舰、预警飞机、战斗机、雷达等航空航天和军用电子领域。                       |
| 军标电缆    | 微波通信系统的内部连接。                                                    |
| 微细同轴    | 手机和笔记本电脑的内部连接。                                                  |
| CATV 电缆 | 有线电视节目传输                                                        |

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

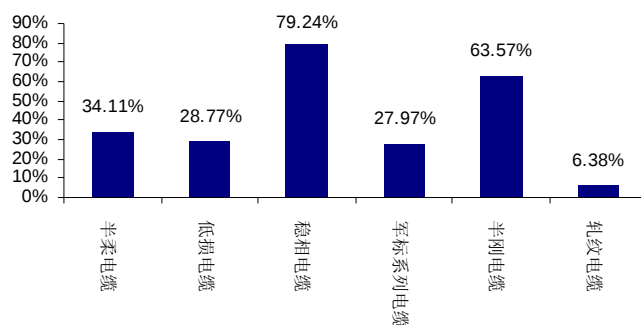
半柔电缆、低损电缆和轧纹电缆为公司传统优势产品，2010 年分别占总收入比重的 23.77%、25.71%、40.32%。稳相和微细同轴电缆为公司后续重点发展的产品，2010 年稳相电缆总收入占比较低为 0.46%，微细同轴于 2010 年开始少量销售。

图 1 2010 公司分项产品收入结构



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

图 2 2010 公司分项产品毛利率



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

2. 公司多角度折射射频同轴电缆细分行业龙头地位，公司已经成为中国移动、华为和爱立信的主流供应商，并且在产品结构及技术储备方面居领先地位。

表 2 金信诺—射频同轴电缆细分行业龙头

|      |                                                                                            |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------|
| 客户结构 | 公司是唯一拥有世界前 6 大移动通讯设备制造商供应资格的中国电缆厂商。公司前期已进入中国移动、华为、爱立信的供应商名单。为爱立信在中国认证的唯一全球电缆供应商，为华为的优选供应商。 |
| 产品结构 | 公司拥有代表国内射频同轴电缆行业最高制造水平的稳相电缆产品。最早制造出高速率电缆（10G）的企业。首先批量制造销售微细和超微细同轴射频电缆。                     |
| 标准层面 | 公司为第一家起草 IEC 国际标准的中国企业，共起草五项关于半柔射频同轴电缆的 IEC 标准。                                            |
| 专利储备 | 公司拥有发明专利 4 项，已获受理的发明专利申请 1 项。                                                              |
| 竞争壁垒 | 公司获得武器装备承制单位资格和三级军工保密资格单位。                                                                 |

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

### 3. 轧纹电缆、半柔电缆和低损电缆传统优势产品拉动公司 2011 业绩稳步增长

- **中国移动的需求拉动和公司转变招标策略提升公司轧纹电缆业绩。**继 2010 年上半年获得中国移动轧纹电缆招标第一份额（35%）后，2011 年受益于中国移动 GSM 网络建设和 TD 五期建设，公司轧纹电缆需求超预期增加（外资公司关闭轧纹电缆生产线加剧供需矛盾，轧纹电缆市场价格同比上升约 10%）。由于公司已经占据领先市场份额，2011 年招标中公司更注重保障产品利润，并计划供货全部实现公司自行生产。我们认为 2011 年公司轧纹电缆业务毛利率将得到改善。考虑行业特点，4 季度公司进入收入集中确认期，该部分业绩将在 4 季度有所体现。
- **半柔电缆和低损电缆业绩稳步增长。**在公司凭借“一站式解决方案”和“design in”设计模式突破全球前两大设备制造商华为和爱立信，取得国内行业龙头地位后（半柔电缆国内市占率 40%排名第一，低损电缆国内市占率 33%排名第二），公司半柔电缆和低损电缆业务进入收获期。我们谨慎预测公司半柔电缆和低损电缆业务 2011 年稳步小幅增长，主要考虑以下两点：
  - 公司产能目前不能满足爱立信和华为的巨大需求。随着公司 IPO 募投资金到位，公司出货量及相应收入将迅速提升。
  - 公司新增生产线实际贡献产能的时间延迟（采购、安装、调试）

### 4. 募投资金到位将从产能和新产品两方面打开公司新增长空间。

- **募投资金到位将提高公司轧纹电缆、半柔电缆和低损电缆等传统优势产品的产能。**公司传统优势产品的主要客户为中国移动，华为和爱立信。公司先期已经完成市场突破，并进入客户的供应商名单。在国内 2G 网络建设扩容、国际无线设备投资恢复增长（2011 年全球无线设备投资将有 5.0%左右的增长）的背景下，公司传统优势产品需求将有所增加，而公司目前产能不能满足客户需求。我们认为募投资金到位将提升公司产能，落实公司传统优势产品收入的增长。
- **募投资金到位助力公司新产品市场开拓。**
  - **微细同轴产品受益于移动终端需求的高速增长。**移动互联网的高速发展推动移动终端（笔记本和智能终端）的高速发展。2011 年上半年智能终端全球发货量同比增长 72.12%，1 季度国内智能手机销量同比增长 88%。考虑微细同轴主要用于笔记本、手机等精密电子设备内部信号的连接。我们认为智能终端持续高速增长将形成对公司微细同轴产品增长的长期支撑。

- 军队武器装备升级提升公司高端产品稳相电缆需求。公司稳相电缆主要用于军舰、预警机、战斗机和雷达等航空航天和军用电子设备内部信号连接，已经通过军品委托检验并证明可以替代国外同类产品。随着国防应用需求的快速增长，未来军队武器装备升级国产化率将有显著提高，公司后续稳相电缆实现增长可期。

**5. 盈利预测与投资建议：**考虑公司射频同轴电缆细分行业龙头地位，高端优质客户结构（华为、爱立信、中国移动、中国军队），增强客户黏性的“一站式服务”和“Design In”设计模式，以及 IPO 募投资金到位从产能和新产品两方面打开公司新增长空间，我们预测 11-13 年 EPS 0.68 元、0.97 元、1.15 元，给予公司 2012 年 25 倍市盈率、对应六个月目标价 24.3 元，“增持”评级。

**不确定因素：**全球通信网络建设速度低于预期，公司新产品市场开拓进度低于预期

表 3 金信诺利润表预测（百万）

|               | 2009   | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入          | 335.39 | 508.66 | 620.57 | 775.71 | 969.64 |
| 增长率           |        | 51.7%  | 22.0%  | 25.0%  | 25.0%  |
| 减：业务成本        | 250.96 | 408.49 | 493.00 | 610.00 | 755.00 |
| 毛利            | 84.43  | 100.17 | 127.57 | 165.71 | 214.64 |
| 毛利率           | 25.2%  | 19.7%  | 20.6%  | 21.4%  | 22.1%  |
| 营业税费营业税金及附加   | 0.49   | 0.44   | 1.00   | 2.00   | 3.00   |
| 营业费用          | 10.66  | 13.45  | 17.80  | 27.00  | 44.00  |
| 营业费用率         | 3.2%   | 2.6%   | 2.9%   | 3.5%   | 4.5%   |
| 管理费用          | 14.19  | 16.43  | 24.00  | 29.00  | 35.00  |
| 管理费用率         | 4.2%   | 3.2%   | 3.9%   | 3.7%   | 3.6%   |
| 财务费用          | 1.98   | 5.05   | 3.00   | -9.00  | -8.00  |
| 财务费用率         | 0.6%   | 1.0%   | 0.5%   | -1.2%  | -0.8%  |
| 资产减值损失        | 0.69   | 3.55   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 加：公允价值变动收益    | 0.00   | 0.000  | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 投资收益          | 0.00   | 0.010  | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 营业利润          | 56.41  | 61.26  | 81.77  | 116.71 | 140.64 |
| 加：营业外收入       | 3.46   | 3.93   | 3.00   | 3.00   | 3.00   |
| 减：营业外支出       | 0.59   | 0.68   | 1.00   | 1.00   | 1.00   |
| 利润总额          | 59.28  | 64.51  | 83.77  | 118.71 | 142.64 |
| 减：所得税         | 9.02   | 8.25   | 10.00  | 14.00  | 18.00  |
| 净利润           | 50.26  | 56.26  | 73.77  | 104.71 | 124.64 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 50.26  | 56.26  | 73.77  | 104.71 | 124.64 |
| 少数股东损益        | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 摊薄 EPS（元）     | 0.47   | 0.52   | 0.68   | 0.97   | 1.15   |

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

## 相关报告：

金信诺新股研究报告：在信号电缆行业实现规模、领域和盈利的三重突破 20110727

## 信息披露

### 分析师声明

陈美凤：计算机与通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国联通、中兴通讯、东软集团、航天信息、用友软件、远光软件、华胜天成、宝信软件、石基信息、长城电脑、长城开发

### 投资评级说明

| 类别     | 评级 | 说明                         |
|--------|----|----------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 个股相对大盘涨幅在 15%以上；           |
|        | 增持 | 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；      |
|        | 中性 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；       |
|        | 减持 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；      |
|        | 卖出 | 个股相对大盘涨幅低于-15%。            |
| 行业投资评级 | 增持 | 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；       |
|        | 中性 | 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间； |
|        | 减持 | 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。       |

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。