

收购凤市通信点评

看线缆、连接器、组件的完整布局后发展进入快车道

报告关键点:

- 公司已经是爱立信、华为、Powerwave三巨头的供应商，进口替代是长期的观察逻辑；
- 收购凤市通信后，由点到面扩充了产品线，射频配套产品布局完备，期待2012年营收、毛利率双提升。

报告摘要:

- 公司目前是华为、爱立信、powerwave等一流电信设备商的射频线缆供应商，进口替代是长期观察主线
 - 该市场全球处于不断集中的过程中，国内公司有望享受进口替代机会；
 - 公司的优势主要体现在研发能力、全球供应能力以及龙头厂家供应商资格。
- 收购凤市通信后，由点到面扩充了产品线，射频配套产品布局完备
 - 凤市通信的主要客户是京信通信、摩比发展、国人通信、中兴通讯，在射频连接器领域为国内前三名；
 - 京信诺由单一的电缆供应商到射频电缆、连接器、组件（电缆+连接器）结合的整体配套供应商，业务体系更加丰满。
 - 凤市通信原股东承诺2012年到2014年的净利润分别为800万、1100万、1300万（预测2011年仅为460万），足见对于并购整合后的信心。
- 投资建议
 - 我们对明年无线通信市场的整体判断是：全球温和增长，国内持平或略有下滑，由于公司营业收入70%销售海外，因此，我们对公司2012年的前景比较乐观，主要观察逻辑是，2012年公司份额的提升，即在华为、爱立信等老客户的收入占比提高，以及扎纹电缆、连接器（凤市通信）的毛利率的快速回复。同时，财务收益与并表利润也推高了明年的盈利水平。
 - 我们预计，公司2011-2013年的营业收入增长率为7.76%、46.29%、19.05%，净利润增长率为10.9%、75.4%、27.3%，对应EPS分别为0.58元、0.98元、1.25元。首次给予增持-A的投资评级，对应目标价为18元（12年19倍）。
- 风险提示
 - 创业板的系统性风险：近期创业板在整体行业弱势的背景下表现弱于大盘；
 - 整合风险：由于凤市通信和京信诺以往产品线不同，客户不同，因此在整合过程中存在产品线融合与客户拓展进度不达预期的风险；
 - 原材料波动风险：主要是铜价格的波动风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	335.4	508.7	548.1	801.8	954.6
Growth(%)	9.8%	51.7%	7.8%	46.3%	19.1%
净利润	50.3	56.3	62.3	106.2	134.7
Growth(%)	42.5%	11.9%	10.7%	70.5%	26.8%
毛利率(%)	25.2%	19.7%	17.9%	20.9%	21.4%
净利润率(%)	15.0%	11.1%	11.4%	13.3%	14.1%
每股收益(元)	0.47	0.52	0.58	0.98	1.25
每股净资产(元)	1.33	1.85	5.90	6.89	8.14
市盈率	30.5	27.3	24.6	14.4	11.4
市净率	10.7	7.7	2.4	2.1	1.7
净资产收益率(%)	34.9%	28.1%	9.8%	14.6%	15.6%
ROIC(%)	21.3%	25.7%	15.3%	16.7%	19.4%
EV/EBITDA	-	-	19.5	11.1	8.5
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级:

增持-A

上次评级:

目标价格:

18.00 元

期限: 6个月 上次预测:

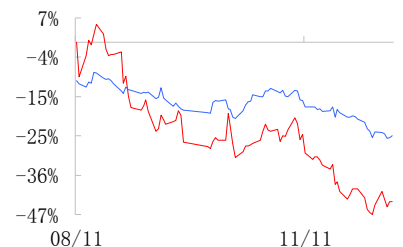
现价(2011年12月26日): 14.21元

报告日期:

2011-12-27

总市值(百万元)	1,534.68
流通市值(百万元)	383.67
总股本(百万股)	108.00
流通股本(百万股)	27.00
12个月最低/最高	13.20/28.65 元
十大流通股东(%)	8.79%
股东户数	11,529

12个月股价表现



金信诺 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(6.66)	(18.19)	(17.93)
绝对收益	(14.86)	(27.83)	(43.34)

 侯利
 021-68763972
 执业证书编号

 高级行业分析师
 houli@essence.com.cn
 S1450511020031

报告联系人

王学恒

 010-66581621
 wangxh2@essence.com.cn

前期研究成果

1. 公司所处行业概述

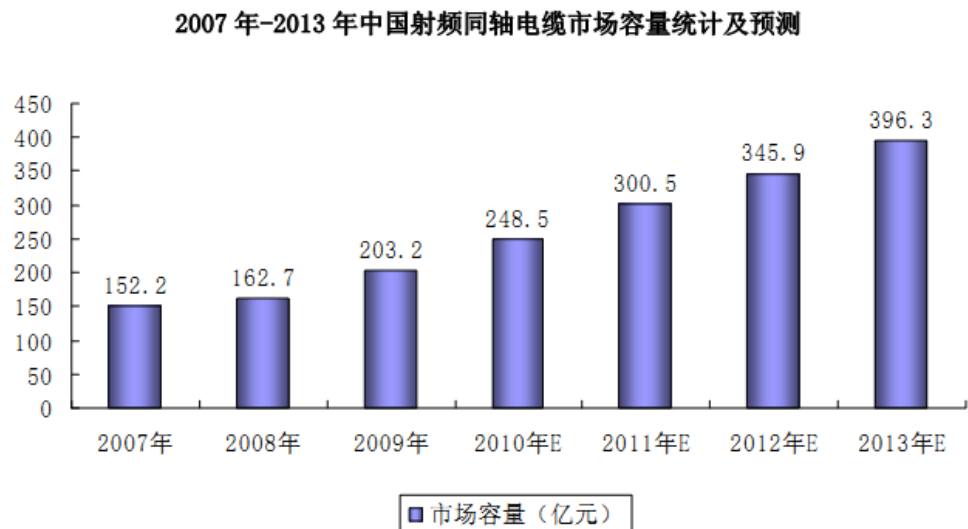
1.1. 行业简述：进口替代是长期观察主线

射频电缆主要应用于通信领域，电信运营商与设备厂商都是需求较大的客户。

国际射频同轴电缆市场集中度较高，美国百通（BELDEN）、美国戈尔（Gore）、瑞典哈博（Habia）、美国时代微波（Times）、美国安费诺、美国安德鲁、美国泰科（TYCO）、法国耐克森（Nexans）等少数企业占据了较大的市场份额。

从行业数据来看，国内市场规模大约 300 亿元，复合增速大约 10-15%。

图 1：2007-2013 中国射频同轴电缆市场容量



数据来源：中国电子元件行业协会光电线缆分会

资料来源：电子元件行业协会，招股说明书

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 20% 以上的年增长速度。

1.2. 竞争力分析

从技术上来看，电缆主要观察如下几种材料的技术对比：

- 1、聚乙烯（PE）电缆：以聚乙烯作为绝缘层材料的射频同轴电缆为聚乙烯（PE）电缆，该种电缆的温度使用范围较窄，使用寿命较短，相位稳定性较差。
- 2、氟塑料电缆：以氟塑料作为绝缘层的射频同轴电缆称为氟塑料电缆，该种电缆的温度使用范围较宽，使用寿命较长，相位稳定性较好。
- 3、二氧化硅电缆：以二氧化硅作为绝缘层的射频同轴电缆称为二氧化硅电缆，该种电缆的温度使用范围更宽，使用寿命更长，相位稳定性更好。

此外，由于大客户营销是行业的通用模式，以爱立信、华为为代表的大客户每年需求量约为 50 亿元，（假定华为营收 2000 亿，原材料成本 50%-60%，其中 4% 左右的部分是电缆）。因此大客户供应商列表是较高的门槛。

公司的竞争力可以从以下几个去剖析：

- a) 研发能力：公司在新产品、新工艺、新技术拥有 50 个左右研发项目，每年规划投入营业收入的 3.5% 左右，实际投入较该数字高，而且公司采用技术标准和研发相结合的方式，部分产品例如半柔产品的行业总规范是公司参与起草的；

b) 供应资格: 公司是全球最大的电信设备商华为、爱立信线缆、组件供应商, 而且这些配套厂家的数量一直在缩减;

c) 全球供应能力: 为了拓展巴西市场, 公司宣布在巴西成立公司, 认证产品已经做完;

d) Design in 能力: Design in 由爱立信提出, 目标是每年单价降低 15%。由于技术改进是系统性的改进, 要求电缆、连接器、组件都参与进去。公司在客户提出概念的时候就参与其中, 这符合一个技术型公司长期积累, 不断垒高自己技术门槛的特征。

2. 凤市通信收购的意义

常州市凤市通信设备有限公司始创于 1972 年, 业务范围面向通信、电子、机械等领域, 专业制造射频同轴连接器, 电缆组件, 及通信器材配件等并提供专业精密车加工服务。

公司主要客户是京信通信、摩比发展、国人通信、中兴通讯, 在射频连接器领域大约为国内前三名。

由于华为、爱立信两巨头要求高, 而且在处在缩减供应商状态, 如果按照公司习惯性做法, 中短期来看不太容易成为华为、爱立信供应商。但由于京信诺已经是华为和爱立信多年的供应商, 本次并购后, 凤市通信天然获得华为、爱立信的资格。

由此, 京信诺由单一的电缆供应商到射频电缆、连接器、组件(电缆+连接器)结合的整体配套供应商, 业务体系更加丰满。

凤市通信目前的利润率较低, 主要是由于产品结构与客户结构的问题。公司原股东承诺 2012 年到 2014 年的净利润分别为 800 万、1100 万、1300 万(预测 11 年仅为 460 万), 足见对于并购整合后的信心。

3. 投资建议

3.1. 投资建议

我们对明年, 无线通信市场的整体判断是: 全球温和增长, 国内持平或略有下滑, 由于公司营业收入 70% 销售海外, 因此, 我们对公司 2012 年的前景比较乐观, 主要观察逻辑是, 2012 年公司份额的提升, 即在华为、爱立信、RFS 等老客户的收入占比提高, 以及扎纹电缆、连接器(凤市通信)的毛利率的快速回复。

同时, 财务收益与并表利润也推高了明年的盈利水平。

我们预计, 公司 2011-2013 年的营业收入增长率为 7.76%、46.29%、19.05%, 净利润增长率为 10.9%、75.4%、27.3%, 对应 EPS 分别为 0.58 元、0.98 元、1.25 元。

首次给予增持-A 的投资评级, 对应目标价为 18 元(12 年 19 倍)。

3.2. 风险提示

1、创业板的系统性风险: 近期创业板在整体行业弱势的背景下表现弱于大盘;

2、整合风险: 由于凤市通信和京信诺以往产品线不同, 客户不同, 因此在整合过程中存在产品线融合与客户拓展进度不达预期的风险。

3、原材料波动风险: 线缆的原材料主要为铜导体材料, 铜导体材料占产品生产成本的平均比例为 70% 左右, 且铜的价格受国际国内政治经济等因素影响较大。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-12-26		
									2009	2010	2011E
利润表						财务指标			2012E	2013E	
2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	335.4	508.7	548.1	801.8	954.6	营业收入增长率	9.8%	51.7%	7.8%	46.3%	19.1%
减: 营业成本	251.0	408.5	450.0	634.0	750.4	营业利润增长率	41.6%	8.6%	10.9%	75.4%	27.3%
营业税费	0.5	0.4	0.5	0.7	0.8	净利润增长率	42.5%	11.9%	10.7%	70.5%	26.8%
销售费用	10.7	13.5	16.4	25.7	28.6	EBITDA 增长率	34.1%	14.1%	4.4%	70.0%	27.7%
管理费用	14.2	16.4	19.2	32.1	38.2	EBIT 增长率	33.7%	13.6%	-7.0%	73.4%	26.3%
财务费用	2.0	5.0	-6.3	-12.3	-16.7	NOPLAT 增长率	33.6%	17.4%	-7.3%	72.3%	26.1%
资产减值损失	0.7	3.5	0.4	2.6	1.5	投资资本增长率	-2.4%	55.5%	57.4%	8.7%	16.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	46.3%	39.1%	218.4%	17.0%	18.5%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	56.4	61.3	68.0	119.2	151.8	利润率					
加: 营业外净收支	2.9	3.2	3.5	5.4	6.5	毛利率	25.2%	19.7%	17.9%	20.9%	21.4%
利润总额	59.3	64.5	71.4	124.6	158.2	营业利润率	16.8%	12.0%	12.4%	14.9%	15.9%
减: 所得税	9.0	8.2	9.1	15.9	20.2	净利润率	15.0%	11.1%	11.4%	13.3%	14.1%
净利润	50.3	56.3	62.3	106.2	134.7	EBITDA/营业收入	19.0%	14.3%	13.8%	16.1%	17.3%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	17.4%	13.0%	11.2%	13.3%	14.1%
货币资金	82.8	87.9	272.4	431.9	523.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	38	34	49	46	45
应收账款	117.5	318.5	343.2	502.1	597.8	流动营业资本周转天数	212	168	246	256	280
应收票据	9.5	4.7	5.1	7.5	8.9	流动资产周转天数	227	261	404	408	452
预付账款	4.5	7.8	11.5	16.7	22.9	应收账款周转天数	123	150	210	184	201
存货	20.1	84.9	93.6	131.8	156.0	存货周转天数	35	37	59	51	55
其他流动资产	0.2	-	-	-0.3	-0.4	总资产周转天数	275	310	472	466	507
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	260	216	314	274	260
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	34.9%	28.1%	9.8%	14.6%	15.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	17.6%	9.5%	7.3%	8.8%	9.5%
固定资产	38.6	56.4	92.9	113.8	125.5	ROIC	21.3%	25.7%	15.3%	16.7%	19.4%
在建工程	1.3	11.9	7.4	5.5	5.1	费用率					
无形资产	10.4	17.1	16.0	14.9	13.9	销售费用率	3.2%	2.6%	3.0%	3.2%	3.0%
其他非流动资产	0.3	0.8	5.8	6.2	6.5	管理费用率	4.2%	3.2%	3.5%	4.0%	4.0%
资产总额	285.0	590.1	847.9	1,230.1	1,459.6	财务费用率	0.6%	1.0%	-1.2%	-1.5%	-1.8%
短期债务	13.5	40.0	-	-	-	三费/营业收入	8.0%	6.9%	5.3%	5.7%	5.2%
应付账款	42.9	239.5	154.1	220.6	265.2	偿债能力					
应付票据	45.7	89.5	49.3	69.5	82.2	资产负债率	49.5%	66.1%	24.8%	28.6%	28.9%
其他流动负债	8.8	5.4	6.8	9.0	11.6	负债权益比	97.9%	194.7%	33.0%	40.1%	40.6%
长期借款	30.0	-	-	-	-	流动比率	2.11	1.29	3.45	3.64	3.65
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.93	1.07	3.00	3.20	3.21
负债总额	141.0	389.9	210.2	299.0	358.9	利息保障倍数	29.52	13.14	9.78	8.67	8.08
少数股东权益	-	-	-	2.4	5.7	分红指标					
股本	9.9	81.0	108.0	108.0	108.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	134.1	119.3	529.7	636.0	770.7	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	144.0	200.3	637.7	746.4	884.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	50.3	56.3	62.3	106.2	134.7	EPS(元)	0.47	0.52	0.58	0.98	1.25
加: 折旧和摊销	5.3	6.3	14.2	22.1	29.7	BVPS(元)	1.33	1.85	5.90	6.89	8.14
资产减值准备	0.7	3.5	0.4	2.6	1.5	PE(X)	30.5	27.3	24.6	14.4	11.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.7	7.7	2.4	2.1	1.7
财务费用	2.4	1.9	4.7	-6.3	-12.3	P/FCF	25.9	-23.9	-7.4	-11.9	-351.9
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	4.6	3.0	2.8	1.9	1.6
少数股东损益	-	-	-	2.4	3.3	EV/EBITDA	-	-	19.5	11.1	8.5
营运资金的变动	27.8	-26.8	-161.9	-118.6	-69.2	CAGR(%)	29.3%	34.9%	44.1%	31.0%	35.1%
经营活动产生现金流量	86.6	43.9	-91.3	2.3	83.3	PEG	1.0	0.8	0.6	0.5	0.3
投资活动产生现金流量	-23.2	-44.2	-50.0	-40.0	-40.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	3.5	5.7	325.9	12.3	16.7	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作 4 年，2007 年 5 月加盟安信证券。

分析师声明

侯利声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥

021-68765913

张勤

021-68763879

凌洁

021-68765237

潘冬亮

010-59113590

胡珍

0755-82558073

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

梁涛

021-68766067

周蓉

010-59113563

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034