

# 国内中高端射频同轴电缆的龙头

## ——金信诺（300252）新股定价报告

2011年7月27日

建议申购

金信诺

新股定价

### 摘要:

- **公司是中高端射频同轴电缆领域的龙头。**公司主要从事中高端射频同轴电缆的研发、生产和销售，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。公司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。
- **射频同轴电缆发展前景广阔。**射频同轴电缆主要用于传输高频信号，随着我国信息产业、航空航天及国防工业的快速发展，射频同轴电缆行业将有广阔的发展前景。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。
- **公司服务模式先进，满足客户一站式需求。**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。公司目前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。
- **募集资金投向：**公司募投项目主要包括半柔射频同轴电缆扩产项目、低损KSR系列射频同轴电缆扩产项目、射频电缆研发中心建设项目、稳相信息传输器件扩建项目、微细同轴传输器件生产项目。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司2011年-2013年的营业收入分别为6.24亿元、7.68亿元和9.20亿元，净利润分别为0.75亿元、0.95亿元和1.15亿元，每股收益分别为0.69元、0.88元和1.06元。询价区间为17.25元-22.88元。预计上市首日目标价区间为22.4元-29.7元。

### 财务指标预测

指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	508.66	624.70	767.97	920.45
(+/-)%	51.66%	22.81%	22.93%	19.86%
净利润（百万元）	56.26	74.84	94.61	114.50
(+/-)%	11.94%	33.03%	26.42%	21.02%
ROE	28.09%	8.94%	10.22%	11.08%
EPS（元）	0.52	0.69	0.88	1.06

### 王玉泉

TMT 小组负责人

010-66554041

wangyq@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480510120008

### 郭琪

通信行业分析师

010-66554039

guoqi@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480510120010

### 询价区间

17.25-22.88

### 上市首日定价区间

22.40-29.70

### 发行上市资料

总股本（万股）	10800
发行量（万股）	2700
发行日期	2011-08-01
发行方式	网下询价+网上定价
保荐机构	中航证券

### 发行前财务数据

每股净资产（元）	2.47
净资产收益率（%）	28.09
资产负债率（%）	66.07

### 主要股东和持股比例

黄昌华	40.20%
张田	15.82%
郑军	11.48%

## 目 录

1. 公司的基本情况.....	3
1.1 公司是中高端射频同轴电缆领域的龙头 .....	3
1.2 公司的股权结构 .....	3
2. 射频同轴电缆发展前景广阔.....	3
2.1 移动通信行业的快速发展推动射频同轴电缆需求增长 .....	4
2.2 移动终端的普及将进一步扩大微细同轴电缆的需求 .....	5
2.3 航空航天及军用电子的发展使稳相同轴电缆的需求增加 .....	5
3. 公司竞争优势.....	6
3.1 公司产品齐全，细分行业保持龙头地位 .....	6
3.2 公司技术实力和自主创新能力领先 .....	7
3.3 公司服务模式先进，满足客户一站式需求 .....	8
4. 公司募投项目 .....	8
5. 盈利预测与估值.....	8
5.1 盈利预测 .....	8
5.2 公司估值 .....	10
6. 风险提示.....	11
6.1 价格下降风险 .....	11
6.2 客户集中风险 .....	11

## 表格目录

表 1: 发行前后公司股权结构变化.....	3
表 2: 2009 年国内射频同轴电缆主要生产企业市场占有率 .....	6
表 3: 公司参与制定的行业国际标准.....	7
表 4: 公司募投项目 .....	8
表 5: 公司营业收入及毛利率预测.....	9
表 6: FCFF 模型假设 .....	10
表 7: 敏感性分析.....	10
表 8: 可比公司估值.....	10

## 插图目录

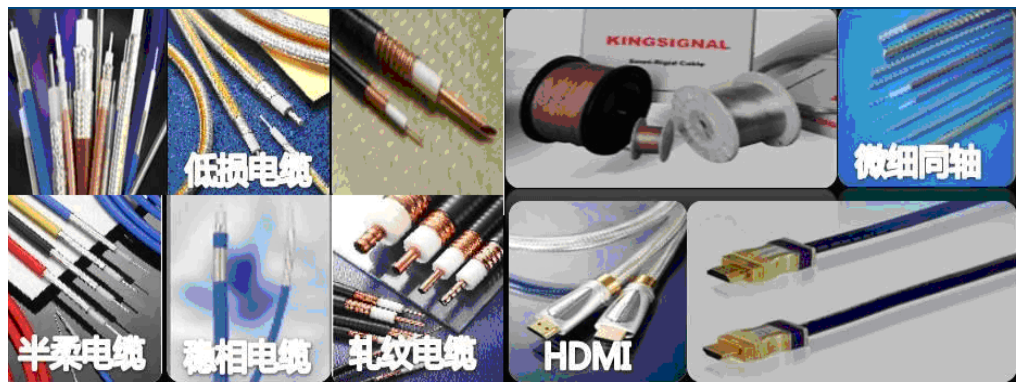
图 1: 公司主要产品.....	3
图 2: 我国射频同轴电缆市场容量预测 .....	4
图 3: 我国移动通信行业对射频同轴电缆需求预测 .....	4
图 4: 我国移动终端对射频同轴电缆需求预测 .....	5
图 5: 我国稳相射频同轴电缆市场需求预测 .....	6

## 1. 公司的基本情况

### 1.1 公司是中高端射频同轴电缆领域的龙头

深圳金信诺高新技术股份有限公司主要从事中高端射频同轴电缆的研发、生产和销售，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。公司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。

图 1：公司主要产品



资料来源：公司资料，东兴证券研究所

### 1.2 公司的股权结构

公司前身深圳市金信诺电缆技术有限公司于 2002 年在深圳成立。2010 年 3 月 24 日，整体变更为深圳金信诺高新技术股份有限公司公司发起人为黄昌华、张田、郑军和王志明等 4 位自然人，注册资本为人民币 8100 万元；其中黄昌华持股 53.60%，为公司的控股股东、实际控制人。本次公司拟发行 2700 万股，占发行后总股本的 25%。

表 1：发行前后公司股权结构变化

股东名称	发行前		发行后	
	持股数量（万股）	持股比例（%）	持股数量（万股）	持股比例（%）
黄昌华	4341.6	53.6	4341.6	40.2
张田	1708.29	21.09	1708.29	15.82
郑军	1240.1	15.31	1240.1	11.48
王志明	810	10	810	7.5
本次发行	—	—	2700	25
合计	8100	100	10800	100

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

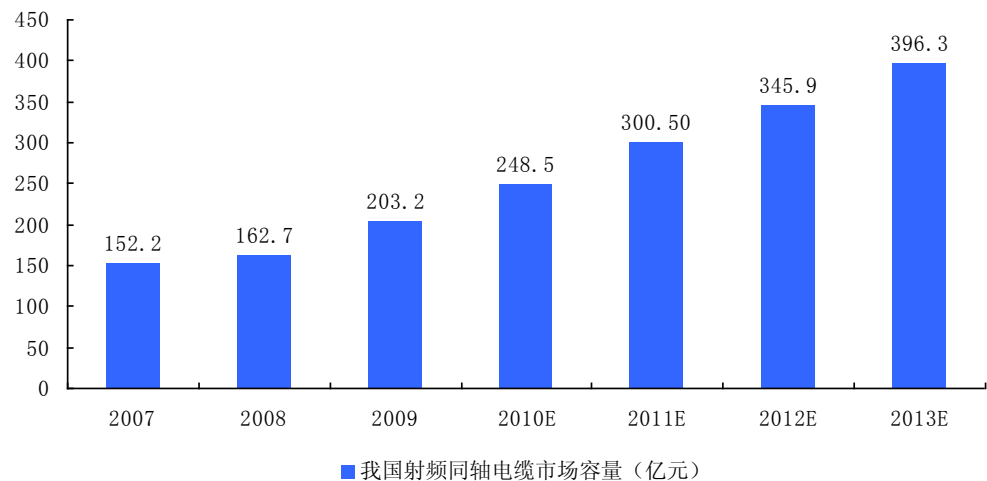
## 2. 射频同轴电缆发展前景广阔

射频同轴电缆主要用于传输高频信号，其最初主要应用于军用电子领域，随着经济的发展，射频同轴电缆也由早期的军事用途，逐渐扩展到移动通信、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。随着我国信息产业、航空航天及国防工业的快速发展，射频同轴电缆行业将有广阔的发展前景。

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。

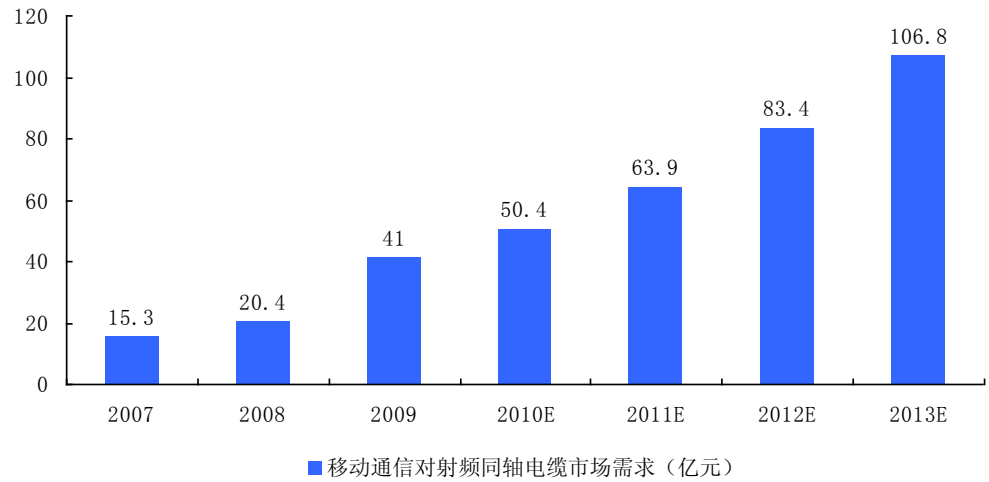
图 2：我国射频同轴电缆市场容量预测



## 2.1 移动通信行业的快速发展推动射频同轴电缆需求增长

在 3G 网络的投资结构中，投资占比最高的子项目为负责移动通信信号的收、发、传输以及网络覆盖的无线网（其投资额约占总投资额的 70%），而半柔电缆、低损电缆、轧纹电缆则是无线网建设的必备材料。中国电子元件行业协会光电线缆分会统计，2009 年，移动通信行业对射频同轴电缆的需求为 41 亿元，预计到 2013 年将达到 106.8 亿元。

图 3：我国移动通信行业对射频同轴电缆需求预测

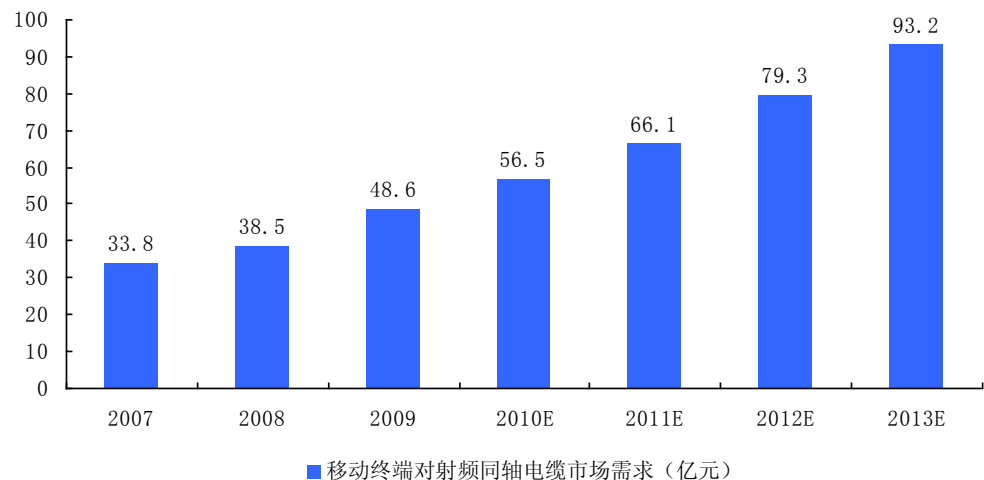


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

## 2.2 移动终端的普及将进一步扩大微细同轴电缆的需求

笔记本电脑和手机是微细同轴电缆的重要下游产品，随着终端客户对笔记本电脑和手机需求量的不断增加，微细射频同轴电缆的市场空间将进一步增长。中国电子元件行业协会光电线缆分会统计，2009年，笔记本电脑和手机产品对微细射频同轴电缆的需求为48.6亿元，预计到2013年，上述两种产品对微细射频同轴电缆的需求将达到93.2亿元。

图 4：我国移动终端对射频同轴电缆需求预测

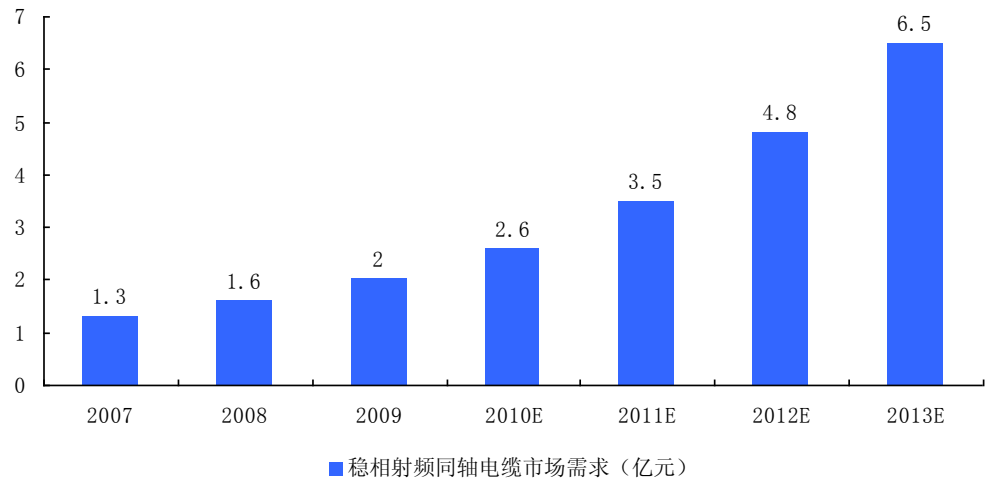


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

## 2.3 航空航天及军用电子的发展使稳相同轴电缆的需求增加

在航空航天及军用电子领域，稳相电缆主要用于卫星、雷达、预警飞机、战斗机、电子对抗设备等。多年来，我国稳相电缆基本依赖进口，随着政府扶持自主研发政策的实施以及我国射频同轴电缆企业技术水平的提高，包括金信诺在内的部分射频同轴电缆企业开始量产稳相电缆，并在军事、航天设备上成功运用，进口替代程度快速提高。中国电子元件行业协会光电线缆分会统计，2009年，国内稳相电缆市场容量约2亿元，预计到2013年，国内稳相电缆市场容量将达到6.5亿元。

图 5：我国稳相射频同轴电缆市场需求预测



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

### 3. 公司竞争优势

#### 3.1 公司产品齐全，细分行业保持龙头地位

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 2：2009 年国内射频同轴电缆主要生产企业市场占有率

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%
	瀚讯（HUBER+SUHNER）	瑞士	7%-9%
	TIMES	美国	37%-40%
低损电缆	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%
	江苏亨鑫科技有限公司	中国江苏	34%-37%
轧纹电缆	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%

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

### 3.2 公司技术实力和自主创新能力领先

公司拥有高效的技术研发中心，长期致力于科技创新，通过多年的持续研发和技术创新，形成了完整的自主知识产权体系。目前，公司已取得发明专利 4 项，另有 1 项发明专利申请已获受理，起草 5 项行业国际标准，并在生产工艺、材料配方等方面积累了多项专有技术。

为了保持技术领先地位，公司积极的进行射频同轴电缆新产品、新工艺、新技术的前瞻性研究，包括低损耗 CMP 阻燃等级射频同轴电缆制造技术、发泡聚乙烯绝缘交联技术、外导体超宽镀银扁铜线编织及无缝缠绕技术、耐辐射及耐高温 ETFE 交联技术等，并已取得阶段性成果，将使公司的技术优势在未来能得以有效保持。

**表 3：公司参与制定的行业国际标准**

序号	标准代号和名称	产品性质
1	IEC 61 196-8《同轴通信电缆第 8 部分：聚四氟乙烯绝缘半柔电缆分规范》	国际通用产品
2	IEC 61 196-8-4《同轴通信电缆第 8—4 部分：50-141 型聚四氟乙烯绝缘半柔电缆详细规范》	
3	IEC 61 196-8—5《同轴通信电缆第 8-5 部分：50-250 型聚四氟乙烯绝缘半柔电缆详细规范》	
4	IEC 61 196-8-8《同轴通信电缆第 8-8 部分：75-141 型聚四氟乙烯绝缘半柔电缆详细规范》	
5	IEC 61 196—8—9《同轴通信电缆第 8-9 部分：75—250 型聚四氟乙烯绝缘半柔电缆详细规范》	

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

### 3.3 公司服务模式先进，满足客户一站式需求

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。公司目前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。由此，公司有机的将产品销售与前端研发、前期设计、售后服务、技术培训结合起来，通过为客户进行个性化的研发、设计和服务，满足客户的个性化需求，增强客户对公司产品和服务的忠诚度，以此与客户建立长期合作关系。同时，与行业内的重点核心客户和技术领先的客户合作，可以使公司保持对行业发展的敏感性，准确把握行业技术和产品发展的最新趋势，保证研发成果的市场适用性和技术领先性。

## 4. 公司募投项目

公司募投项目主要包括半柔射频同轴电缆扩产项目、低损 KSR 系列射频同轴电缆扩产项目、射频电缆研发中心建设项目、稳相信息传输器件扩建项目、微细同轴传输器件生产项目。募集资金投资项目建成达产后，公司半柔电缆、低损电缆、稳相电缆和微细电缆每年的新增产能分别为 2 万千米、4 万千米、1 万套及 13 万套。产能的扩大将有助于公司充分发挥市场、技术及品牌优势，提高国内市场占有率和国际竞争力。

表 4：公司募投项目

项目名称	投资总额（万元）
半柔射频同轴电缆扩产项目	10296.81
低损 KSR 系列射频同轴电缆扩产项目	7230.78
射频电缆研发中心建设项目	3373
稳相信息传输器件扩建项目	4833.49
微细同轴传输器件生产项目	2681.84
合计	28415.92

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

公司在中国移动 2010 年馈线及馈线连接器产品集中采购投标中取得 35% 的份额，轧纹电缆占公司销售收入的比例由 2009 年的 14.21% 上升至 2010 年的 40.32%，我们预计公司轧纹电缆的销售比重将保持在较高水平。相对半柔及低损电缆，轧纹电缆毛利率较低，对公司的利润贡献度较有限，未来将保持 10% 左右的增长水平。

半柔电缆市场需求将继续保持稳定增长，目前半柔电缆 60% 左右的国内市场份额被国外厂家挤占，公司的产品价格较国外厂商生产的同类产品更具性价比优势，完全有可能进一步提升国内市场占有率并开拓国际市场，公司半柔电缆将保持 40% 左右的增长。

低损电缆加工工艺要求较高，目前国内具备该种电缆生产能力的厂家较少，公司低损电缆各项技术处于国内领先水平，我们预计公司的低损电缆将保持 20% 左右的稳定增长。

稳相信息传输器件对产品相位的稳定性要求非常高，生产工艺难度极大。多年来，我国稳相电缆基本依赖进口。公司是目前国内极少数可以取代进口稳相电缆的生产企业之一。目前，已经开始小批量生产稳相信息传输器件，且已在有关航空航天项目上运用，得到了国家科技部门的认可。我们预计未来三年公司将在军用电缆方面取得突破。

我们预计金信诺的营业收入将保持 20% 以上的增长，毛利率也将维持在 20% 左右的水平。公司 2011 年-2013 年的营业收入分别为 6.24 亿元、7.68 亿元和 9.20 亿元，净利润分别为 0.75 亿元、0.95 亿元和 1.15 亿元，每股收益分别为 0.69 元、0.88 元和 1.06 元。

**表 5：公司营业收入及毛利率预测**

营业收入（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
轧纹系列	205.07	225.58	248.13	272.95
RG8 及低损系列	130.79	143.87	172.64	207.17
半柔系列	120.92	169.29	220.07	264.09
RG 军标系列	12.20	24.40	36.60	51.24
半钢系列	3.38	3.72	4.09	4.50
测试与稳相系列	2.32	3.48	4.87	6.33
其他系列	33.98	54.37	81.55	114.17
合计	508.66	624.70	767.97	920.45
(+/-)%		22.81%	22.93%	19.86%
毛利率(%)	2010	2011E	2012E	2013E
轧纹系列	6.38%	5.95%	5.53%	5.10%
RG8 及低损系列	28.77%	28.12%	27.52%	26.92%
半柔系列	34.11%	33.64%	33.13%	32.58%
RG 军标系列	27.95%	28.31%	28.79%	29.30%
半钢系列	63.61%	63.94%	64.27%	64.59%
测试与稳相系列	79.31%	80.00%	79.86%	79.70%

其他系列	2.38%	2.99%	3.64%	4.33%
综合毛利率	19.69%	19.94%	20.08%	19.95%

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

## 5.2 公司估值

绝对估值方面，我们采用三阶段 FCFF 估值方法，假设第二阶段增长率为 10%，长期增长率为 1%，我们测算出公司的合理股价为 22.88 元。

表 6：FCFF 模型假设

假设	数值
第二阶段(2010-2017)年数	8
第二阶段增长率	10.00%
长期增长率	1.00%
应付债券利率	0.00%
无风险利率 Rf	4.00%
$\beta$	1.00
Rm	10.00%
Ke	10.00%
税率	15.00%
Kd	0.00%
Ve	2268
Vd	0
WACC	10.00%

资料来源：东兴证券研究所

表 7：敏感性分析

WACC	长期增长率				
	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
9.00%	24.32	24.89	25.53	26.25	27.08
9.50%	23.10	23.58	24.12	24.73	25.42
10.00%	22.01	22.42	22.88	23.40	23.97
10.50%	21.04	21.39	21.78	22.22	22.71
11.00%	20.16	20.46	20.80	21.17	21.59

资料来源：东兴证券研究所

结合 A 股可比上市公司 2011 年的估值水平，我们给予公司 2011 年 EPS 以 25-30 倍 PE 估值，对应的股价为 17.25 元-20.7 元。结合绝对估值的结果，我们给出该股询价区间为 17.25 元-22.88 元。参考最近新股上市首日的表象情况，预计上市首日目标价区间为 22.4 元-29.7 元。

表 8：可比公司估值

证券代码	证券简称	7月26日收盘价	2011EPS	2011PE
002194	武汉凡谷	10.86	0.47	23.11
002309	中利科技	25.10	1.35	18.61
300134	大富科技	60.63	2.29	26.48
002276	万马电缆	13.12	0.37	35.46
002300	太阳电缆	10.93	0.53	20.74
002471	中超电缆	13.30	0.46	28.91
平均				25.55

资料来源：东兴证券研究所

## 6. 风险提示

### 6.1 价格下降风险

随着高端产品技术的逐渐普及，半柔性和低损等高端产品价格将呈现缓慢下降趋势，如果公司不能有效控制成本并不断开发新产品，产品价格下降可能会对公司的盈利能力造成不利影响。

### 6.2 客户集中风险

2008年-2010年，公司对前五名主要客户的销售额占营业收入的比例分别为59.48%、37.96%和62.74%，公司的客户相对集中。如果公司与核心客户的业务合作发生变化，将对公司的经营造成影响。

## 分析师简介

---

### 王玉泉

清华大学学士、硕士、博士，2008年加盟东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

### 郭琪

电子信息工程专业毕业，2008年加盟东兴证券研究所，从事通信行业研究。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。