

公司研究

并购优质电阻资产布局高端被动元件赛道

——信维通信 (300136.SZ) 跟踪报告之三

买入 (维持)

当前价: 26.88 元

作者

分析师: 刘凯

执业证书编号: S0930517100002

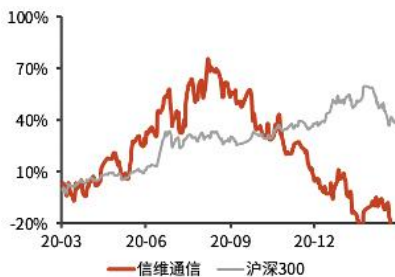
021-52523849

kailiu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	9.63
总市值(亿元):	260.79
一年最低/最高(元):	26.88/66.28
近3月换手率:	268.91%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.33	-36.31	-24.35
绝对	8.78	-40.00	-64.04

资料来源: Wind

相关研报

短期业绩承压不改长期向好趋势, 泛射频+无线充电布局进展顺利——信维通信 (300136.SZ) 2020年第三季度报告点评……2020-10-29

要点

事件:

近期, 信维通信以 5,000 万元的转让价格完成对聚永昶 100% 股权的收购。

点评:

高端被动元件是信维通信战略规划的重要方向之一。被动元件是电子产品的基石, 近几年受消费类电子产品、5G 通讯、新能源汽车、物联网等应用领域快速增长的带动, 市场需求旺盛。现阶段, 高端被动元件主要被日本、韩国、中国台湾地区的厂商垄断, 存在较大的国产化需求和自主可控的紧迫性。信维通信通过对聚永昶的收购, 快速搭建电阻产品的研发与制造能力, 未来将逐步布局电容和电感等领域, 全面进军高端被动元件产业。

聚永昶主营业务为电阻的研发与生产。聚永昶在电阻领域拥有行业领先的研发与生产能力, 产品广泛应用于消费类电子、计算机、通讯、工控、安防、电源、医疗设备、无人机、机器人、电动车等领域。其核心技术团队成员拥有丰富和成熟的陶瓷电阻、合金电阻、薄膜电感、一体成型电感的研发技术与专利; 聚永昶注重精益生产和成本管控, 在品质与效率上达到行业一流水平, 可实现较高的经营效益和产品毛利。随着合作的推进落地, 双方将充分利用各自的优势资源, 有望进一步扩大业务规模, 加速推进公司在高端被动元件领域的战略布局。2020 年收入为 2176 万元、净利润为 90.0 万元。

交易对价对应 2021 年 PE 约为 4x。李俊、李想、尹红徽、李岗强、李影作为交易对方承诺标的公司聚永昶 2021 年度、2022 年度、2023 年度经审计的扣除非经常性损益后的净利润分别不低于 1,200 万元、1,500 万元和 1,800 万元, 三年累计承诺净利润总额不低于 4,500 万元。

信维通信目标中国式的村田。信维通信的使命是通过对基础材料、基础技术的研究, 创造出值得信赖的创新产品与解决方案。公司通过收购聚永昶 100% 股权, 将加速推进公司在高端被动元件领域的战略布局, 为客户提供更丰富的产品和解决方案, 深化公司“材料->零件->模组”的一站式研发创新能力, 持续打造技术驱动型企业, 成为中国式的村田。

此次收购以发挥各自的优势资源为基础, 充分发挥公司在生产经营管理、大客户平台和市场开拓等方面的领先优势, 提升公司产品的垂直整合能力, 实现更大效益的协同。此次收购符合公司作为全球领先的零部件供应商的长远规划和发展战略。

1、无线充电业务：材料优势显著，接收端份额稳固，发射端空间广阔

无线充电市场空间未来市场空间广阔，信维具有全球化的研发布局，材料技术优势显著，且具备泛射频器件自主供应优势，垂直一体化能力较强。

接收端：在国内安卓系客户及韩系客户高端旗舰机型中，公司已成为无线充电接收端模块的主力供货商；随着 20H2 北美大客户新品发布后配套推出的 Magsafe 生态，未来无线充电接收模组将成为大客户终端产品标配，公司凭借长期合作及技术优势已逐渐在大客户手机、平板、TWS 耳机的无线接收端模组中占据主要份额，成为大客户无线充电生态接收端的主要受益者。

发射端：随着北美大客户取消 inbox 附赠充电插头，发射端模组将打开广阔市场，广阔的无线充电发射模组市场将为信维通信业绩带来巨大弹性。

2、天线业务：5G 手机加速渗透，LCP 客户份额快速提升

北美大客户：在传统笔记本电脑、平板电脑天线方面，信维通信在原有 LDS 天线基础上，新增供货射频连接线和同轴电缆，实现单机价值量的提升；在一体机台式电脑、智能手表、无线蓝牙耳机等新产品天线方向，信维通信也逐步开始供货。此外，低价版手机也将为信维贡献进一步的业绩增量。

安卓客户：目前安卓系的 5G 手机普遍采用 LDS 而非 LCP/MPI 方案，信维通信作为安卓客户 5G 手机天线核心供应商，有望受益于 5G 快速发展趋势。公司具备从 LCP Flim、FCCL 到 SMT 的一站式 LCP 器件解决方案，已配合北美大客户等国内外客户做十几个项目的开发，未来随着 5G 手机的加速渗透，LCP 产品的市场份额占比将持续提升，贡献稳定营收增长。

3、BTB 连接器：国内唯一 0.35pitch 供应商，国产替代进行时

BTB 连接器主要用于连接主板和模组，在智能机的 RF、I/O、LCM、CCM、声学等领域有广泛使用，平均每部智能机约使用 10-15 对以上，行业主要厂商包括 JAE、MOLEX、HRS 和松下，目前主要是日系企业主导，未来国内厂商有望快速崛起。公司作为国内高性能精密 BTB 连接器的佼佼者，已成为 0.35Pitch 国内唯一制造商，有望抓住机遇快速发展，进一步拓展国内外主流终端品牌厂商 BTB 连接器份额。

4、射频前端业务：并购布局积累深厚，国产替代空间广阔

公司 2016 年即已成立子公司信维微电子，通过自主研发、对优质企业参控股、与科研院所战略合作等多种方式，积极布局射频前端领域，并在开关和 PA 方面已经小有成效。在此基础上，公司通过收购国内 SAW 滤波器龙头德清华莹的部分股权，继续重点突破单机价值量最高、整合难度最大的滤波器细分市场，持续深耕射频前端领域。信维通信目前已开发 22 款滤波器产品，持续拓展自身 SAW、BAW 滤波器专利布局，未来有望通过整合各分立器件技术形成前端模组化布局，受益前端国产替代进程，发展空间广阔。

盈利预测、估值与评级。根据公司 2020 年业绩快报，公司 2020 年归母净利润为 9.7-10.7 亿元，我们将公司 2020 年归母净利润预测下修为 10.3（下调 27%）亿元；此外一方面考虑到公司在无线充电、射频前端、B2B 连接器、LCP 天线等业务持续的大额研发投入；另一方面考虑到部分客户的部分新产品上市推迟、人民币升值导致汇兑损失加大和股权激励摊销费用，我们将公司 2021 和 2022 年归母净利润预测下修为 13.4（下调 35%）和 17.1 亿元（下调 37%）。目前 260 亿元市值对应 2021 和 2022 年 PE 为 19x 和 15x。

我们看好信维通信全球领先一站式泛射频提供商的战略定位、“天线—射频传输线—射频连接器—射频前端”以及无线充电的业务布局。此外信维通信的使命是通过对基础材料、基础技术的研究，创造出值得信赖的创新产品与解决方案，公司将加速推进公司在高端被动元件领域的战略布局，深化公司“材料->零件->模组”的一站式研发创新能力，持续打造技术驱动型企业，成为中国式的村田。因此我们维持信维通信“买入”评级。

风险提示：手机出货不及预期；新业务及新产品拓展不达预期

图表 1：信维通信盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,707	5,134	6,828	9,491	13,098
营业收入增长率	37.04%	9.07%	33.00%	39.00%	38.00%
净利润（百万元）	988	1,020	1,032	1,342	1,714
净利润增长率	11.11%	3.25%	1.18%	30.01%	27.72%
EPS（元）	1.01	1.05	1.07	1.39	1.77
ROE（归属母公司）（摊薄）	26.83%	21.63%	18.11%	19.20%	19.84%
P/E	27	26	25	19	15
P/B	7.1	5.5	4.6	3.7	3.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2021-3-19

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,707	5,134	6,828	9,491	13,098
营业成本	2,988	3,217	4,643	6,644	9,169
折旧和摊销	100	182	243	317	412
税金及附加	39	30	34	47	105
销售费用	70	118	164	171	327
管理费用	142	206	273	380	524
财务费用	46	64	92	134	212
研发费用	279	430	546	759	1,048
投资收益	8	9	10	10	10
营业利润	1,133	1,174	1,189	1,542	1,968
利润总额	1,128	1,171	1,189	1,542	1,968
所得税	138	144	149	193	246
净利润	990	1,027	1,040	1,350	1,722
少数股东损益	2	7	8	8	8
归属母公司净利润	988	1,020	1,032	1,342	1,714
EPS(按最新股本计, 元)	1.01	1.05	1.07	1.39	1.77

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	609	677	983	398	442
净利润	988	1,020	1,032	1,342	1,714
折旧摊销	100	182	243	317	412
净营运资金增加	260	821	586	1,654	2,249
其他	-738	-1,346	-878	-2,914	-3,933
投资活动产生现金流	-1,734	-1,043	-1,471	-1,590	-1,890
净资本支出	-1,733	-1,064	-1,210	-1,550	-1,850
长期投资变化	117	125	0	0	0
其他资产变化	-118	-104	-261	-40	-40
融资活动现金流	868	-129	727	1,458	1,809
股本变化	-7	-13	0	0	0
债务净变化	673	88	858	1,631	2,070
无息负债变化	286	8	860	847	1,100
净现金流	-279	-496	239	266	361

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	36.5%	37.3%	32.0%	30.0%	30.0%
EBITDA 率	27.4%	29.4%	22.7%	21.0%	19.8%
EBIT 率	24.9%	24.8%	19.1%	17.7%	16.7%
税前净利润率	24.0%	22.8%	17.4%	16.3%	15.0%
归母净利润率	21.0%	19.9%	15.1%	14.1%	13.1%
ROA	13.7%	12.3%	9.4%	9.1%	8.7%
ROE (摊薄)	26.8%	21.6%	18.1%	19.2%	19.8%
经营性 ROIC	19.5%	16.1%	13.0%	12.6%	12.4%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	48.7%	43.1%	48.1%	52.5%	55.8%
流动比率	1.83	1.52	1.19	1.11	1.07
速动比率	1.58	1.29	1.00	0.93	0.90

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	7,217	8,369	11,079	14,854	19,678
货币资金	937	444	683	949	1,310
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	2,197	2,785	3,380	4,698	6,484
应收票据	29	28	68	95	131
其他应收款 (合计)	63	128	171	237	327
存货	535	609	929	1,329	1,834
其他流动资产	102	159	413	812	1,353
流动资产合计	3,870	4,162	5,667	8,154	11,485
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	117	125	125	125	125
固定资产	776	1,543	1,951	2,514	3,219
在建工程	841	734	1,180	1,673	2,200
无形资产	826	823	856	889	920
商誉	545	545	545	545	545
其他非流动资产	101	151	405	405	405
非流动资产合计	3,346	4,208	5,412	6,700	8,193
总负债	3,512	3,608	5,326	7,803	10,973
短期借款	716	888	2,502	4,283	6,553
应付账款	858	858	1,393	1,993	2,751
应付票据	0	138	232	332	458
预收账款	10	5	34	47	65
其他流动负债	-4	-4	13	40	76
流动负债合计	2,112	2,746	4,754	7,369	10,720
长期借款	1,357	817	517	367	167
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	42	45	53	66	84
非流动负债合计	1,400	862	572	435	253
股东权益	3,705	4,762	5,753	7,051	8,705
股本	976	963	963	963	963
公积金	449	438	541	675	696
未分配利润	2,392	3,358	4,239	5,394	7,020
归属母公司权益	3,682	4,716	5,699	6,989	8,635
少数股东权益	23	46	54	62	70

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	1.48%	2.30%	2.40%	1.80%	2.50%
管理费用率	3.02%	4.01%	4.00%	4.00%	4.00%
财务费用率	0.97%	1.26%	1.34%	1.41%	1.62%
研发费用率	5.92%	8.37%	8.00%	8.00%	8.00%
所得税率	12.27%	12.26%	12.50%	12.50%	12.50%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.05	0.05	0.07	0.09
每股经营现金流	0.62	0.70	1.01	0.41	0.46
每股净资产	3.77	4.87	5.88	7.22	8.91
每股销售收入	4.82	5.30	7.05	9.80	13.52

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	26.55	25.53	25.23	19.41	15.19
PB	7.12	5.52	4.57	3.73	3.02
EV/EBITDA	21.91	19.39	18.74	15.34	12.58
股息率	0.00%	0.19%	0.20%	0.26%	0.33%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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、服务标记标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------