



拟扩产高多层和 HDI，迎接 5G 大时代

景旺电子 (603228)

事件概述

①公司拟发行可转债募集资金 17.8 亿元，投入景旺电子科技（珠海）有限公司一期工程——年产 120 万平方米多层印刷电路板项目。

②公司拟使用自有资金 26.89 亿元投入景旺电子科技（珠海）有限公司一期工程——年产 60 万平方米高密度互连印刷电路板项目。

分析判断：

拟扩产高多层板，分享 5G 基建以及后续红利

5G 工作频率高，基站布网密度约是 4G 的 1.5 倍，2019 年是 5G 基站建设元年，未来几年将是 5G 布网的高峰投入期，通信基站 PCB 需求将快速上扬。据 Prismark 预测，2018-2023 年无线通信基础设施 PCB 产值年均复合增长率将达到 6.0%，2023 年为 31.03 亿美元。5G 高速传输、处理和存储将需要高性能服务器，对高多层 PCB 需求将更为持续。据 Prismark 统计和预测，2018 年服务器（含数据存储）PCB 市场产值为 49.77 亿美元，较上年增长 21.3%，预计 2018 年-2023 年年均复合增长率为 5.8%。而在 5G 商用的中后期，车联网、汽车自动驾驶将进一步提振车用 PCB 需求，尤其是毫米波雷达等高端 PCB。据 Prismark 统计和预测，2018 年全球车用 PCB 产值规模 76.16 亿美元，预计 2023 年将达到 100.02 亿美元，年均复合增长率为 5.6%。公司可转债募投项目旨在建设一座专业化高多层 PCB 工厂，主要产品为 5G 通信设备、服务器、汽车用多层印制电路板，项目的建设期为 3.5 年。募投项目建成并达产后，预计实现不含税年销售收入 21.9 亿元，年税前利润总额 36,678.34 万元。

拟投入 HDI，适配 5G 手机高端需求

公司拟投资 268,895.50 万元新建高端 HDI（含 mSAP 技术）生产线，形成 60 万平方米的高密度互连印刷电路板生产能力。项目规划建设期 4.5 年，2019 年第四季度开始建设，计划 2024 年第一季度全部建成，于 2025 年达产。随着芯片制程工艺升级，手机主板也在同步走向小型化、集成化，iPhone X 的主板极限线宽线距已经降到 30um，未来可能进一步微缩至 20um，轻薄短小代表了手机主板的发展方向。手机主板的缩小，会带动摄像头、天线、无线充电、按键、充电接口等功能组件大范围使用 FPC，FPC 需求将呈现行业性高增长。公司具有 FPC 能力，且已经成为国内知名手机品牌的供应商，未来进一步投入 HDI，有望实现手机主板和软板的全面覆盖，进一步增强行业竞争力，看好公司长期发展趋势。

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：52.5
最新收盘价：44.48

股票代码：603228
52 周最高价/最低价：68.72/35.14
总市值(亿)：267.93
自由流通市值(亿)：62.87
自由流通股数(百万)：141.33



分析师：孙远峰
邮箱：sunyf@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080005

分析师：张大印
邮箱：zhangdy@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519090005

相关研究

1. 下游应用市场趋弱，静待行业回暖 2019.10.27
2. 产品布局全面，持续稳健增长 2019.9.26

投资建议

子公司珠海柔性仍处于整合期，我们预计该业务全年亏损约 1 亿元，未来伴随内部协同和设备人员整合到位，预计明年扭亏。拟投资项目的建设前期和产能爬坡初期将处于投入阶段，我们调整 2019~2021 年的归母净利润分别为 8.59 亿元、10.56 亿元、13.18 亿元(前次预测为 9.45 亿元、13.15 亿元、16.66 亿元)，对应 EPS 分别为 1.43 元、1.75 元、2.19 元。参考申万印制电路板指数过去 2 年 PE (TTM) 平均值约为 37 倍，公司 2017 年上市以来平均 PE (TTM) 为 32 倍，波动区间 25 倍~42 倍。给予目标价 52.5 元，相当于 2020 年 30 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济下行，系统性风险；原材料价格波动风险；汇率波动风险；行业竞争加剧风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4192.02	4985.56	6203.30	8210.21	10102.88
YoY (%)	27.68%	18.93%	24.43%	32.35%	23.05%
归母净利润(百万元)	659.74	802.66	859.45	1056.07	1318.06
YoY (%)	22.75%	21.66%	7.08%	22.88%	24.81%
毛利率 (%)	32.51%	31.78%	30.06%	27.47%	27.94%
每股收益 (元)	1.10	1.33	1.43	1.75	2.19
ROE	20.14%	19.37%	17.18%	17.43%	17.87%
市盈率	40.61	33.38	31.18	25.37	20.33

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	4985.56	6203.30	8210.21	10102.88	净利润	795.18	859.45	1056.07	1318.06
YoY (%)	18.93%	24.43%	32.35%	23.05%	折旧和摊销	178.00	240.00	266.67	456.30
营业成本	3401.25	4338.54	5955.22	7280.00	营运资金变动	-242.64	-270.65	10.93	-188.35
营业税金及附加	40.13	51.09	67.40	82.75	经营活动现金流	803.84	865.84	1266.64	1566.01
销售费用	174.52	213.67	283.42	349.31	资本开支	-523.67	-862.80	-589.98	-679.92
管理费用	241.40	320.21	401.67	454.63	投资	-75.98	0.00	0.00	0.00
财务费用	-8.22	-18.72	-18.56	-36.54	投资活动现金流	-1388.04	-844.80	-574.98	-659.92
资产减值损失	41.91	52.03	-52.03	0.00	股权募资	85.68	0.00	0.00	0.00
投资收益	7.09	18.00	15.00	20.00	债务募资	-0.55	0.00	0.00	0.00
营业利润	923.74	1010.12	1236.95	1546.10	筹资活动现金流	774.14	-726.75	0.00	0.00
营业外收支	-0.51	1.00	0.00	0.00	现金净流量	189.94	-705.72	691.66	906.09
利润总额	923.23	1011.12	1236.95	1546.10	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	128.05	151.67	180.88	228.03	成长能力 (%)				
净利润	795.18	859.45	1056.07	1318.06	营业收入增长率	18.93%	24.43%	32.35%	23.05%
归属于母公司净利润	802.66	859.45	1056.07	1318.06	净利润增长率	21.66%	7.08%	22.88%	24.81%
YoY (%)	21.66%	7.08%	22.88%	24.81%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.33	1.43	1.75	2.19	毛利率	31.78%	30.06%	27.47%	27.94%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率率	15.95%	13.85%	12.86%	13.05%
货币资金	1184.83	479.11	1170.77	2076.86	总资产收益率 ROA	10.46%	11.04%	10.74%	11.10%
预付款项	10.88	12.32	17.63	21.26	净资产收益率 ROE	19.37%	17.18%	17.43%	17.87%
存货	684.26	690.02	964.72	1172.17	偿债能力 (%)				
其他流动资产	2949.96	3140.91	3901.05	4592.46	流动比率	1.99	1.80	1.78	1.91
流动资产合计	4829.94	4322.36	6054.16	7862.74	速动比率	1.71	1.51	1.49	1.62
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.49	0.20	0.34	0.50
固定资产	2303.42	2863.42	3130.08	3296.01	资产负债率	42.55%	32.33%	35.73%	35.63%
无形资产	255.71	255.71	255.71	255.71	经营效率 (%)				
非流动资产合计	2840.17	3459.98	3783.29	4006.91	总资产周转率	0.80	0.80	0.93	0.93
资产合计	7670.11	7782.33	9837.45	11869.65	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.33	1.43	1.75	2.19
应付账款及票据	1912.37	1856.76	2606.94	3163.12	每股净资产	6.88	8.30	10.06	12.25
其他流动负债	511.78	546.91	795.78	953.73	每股经营现金流	1.33	1.44	2.10	2.60
流动负债合计	2424.15	2403.67	3402.72	4116.86	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	839.19	112.44	112.44	112.44	PE	33.38	31.18	25.37	20.33
非流动负债合计	839.19	112.44	112.44	112.44	PB	7.27	5.36	4.42	3.63
负债合计	3263.34	2516.11	3515.16	4229.29					
股本	411.00	602.37	602.37	602.37					
少数股东权益	263.74	263.74	263.74	263.74					
股东权益合计	4406.77	5266.22	6322.29	7640.35					
负债和股东权益合计	7670.11	7782.33	9837.45	11869.65					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

孙远峰：华西证券研究所副所长&电子行业首席分析师，哈尔滨工业大学工学学士，清华大学工学博士，近3年电子实业工作经验；2018年水晶球/金牛/IAMAC保险资产上榜分析师，2017年新财富入围/水晶球上榜分析师，2016年新财富上榜分析师，2013~2015年新财富上榜分析师团队核心成员。

张大印：华西证券研究所电子行业分析师，北京邮电大学工学学士、工学硕士，近3年电子实业工作经验，累计申请国家专利18项；曾就职于民生证券、安信证券，2019年加入华西证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。