

谋行业纵横之发展，乘产业转移之东风

投资要点

- **内资 PCB 行业龙头，产品线丰富，并不断纵横延伸：**公司是我国内资 PCB 龙头之一，以刚性线路板起家，06 年和 10 年分别设立软板和金属基板生产线，目前形成了 RPCB、FPC、MPCB 三线主导的产品格局，是国内为数不多同时覆盖这三条产品线的 PCB 企业，同时横向发展 HDI，纵向发展配套 SMT，致力于为客户提供一站式采购服务，募投项目江西景旺（一期）的投产将解决公司产能瓶颈并进一步优化产品结构。
- **全球 PCB 产能东移，内资 PCB 厂商或有机遇：**随着劳动力成本的提高及技术门槛的下降，PCB 作为终端电子产品的上游产业，随着电子终端制造业的转移而转移，先是欧美日到台湾、香港、韩国，再到大陆，将来再到东南亚。2006 年，我国超越日本成为全球最大的 PCB 生产国，产量和产值均位居世界第一。公司作为内资 PCB 龙头企业，凭借其技术、规模优势，在产能转移的过程中，或将更受国际下游厂商信赖，远期业绩增长尚存空间。随着我国 PCB 行业逐渐向中高端延伸，加上原材料价格上涨或将推动行业集中度提高，公司有望获得更大市场份额。
- **市场回暖，下游电子终端发展拉动 PCB 需求：**2016 年全球 PCB 行业产值达 542 亿美元，同比下降 2.02%，由于下游需求颓势，特别是 PC、平板和智能手机消费电子这块，加上上游铜箔涨价带来的产业链压力，PCB 连续两年呈下滑态势。2017 年消费电子行情有望回暖，汽车智能化、电动化将进一步提高汽车电子成本占比，4G、5G 的推广及通讯高频化对 PCB 提出了更高的技术要求，我们预期全球 PCB 行情将重回正增长。据 Prismark 的预测数据，17 年行业产值将达 552.8 亿美元，预计到 2021 年，全球 PCB 产值将突破 600 亿美元大关，复合年增长率为 2.2%。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2017-2019 年归母净利润三年复合增速 30.8%，对应 EPS 分别为 1.74 元、2.28 元、2.95 元。参考同行业公司的估值和公司近三年的增长预期，给予公司 18 年 30 倍估值，对应目标价 68.40 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格或大幅波动、下游行业需求或不及预期、汇率风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	3283.20	4216.35	5550.90	7186.12
增长率	22.63%	28.42%	31.65%	29.46%
归属母公司净利润（百万元）	537.46	710.25	929.68	1203.46
增长率	27.22%	32.15%	30.89%	29.45%
每股收益 EPS（元）	1.32	1.74	2.28	2.95
净资产收益率 ROE	18.78%	20.23%	21.42%	22.27%
PE	37	28	22	17
PB	7.02	5.72	4.63	3.72

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：王国勋
 执业证号：S1250517060002
 电话：021-68415296
 邮箱：wgx@swsc.com.cn
 联系人：陈杭
 电话：021-68415296
 邮箱：chenhang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.08
流通 A 股(亿股)	0.48
52 周内股价区间(元)	33.35-53.31
总市值(亿元)	200.74
总资产(亿元)	44.08
每股净资产(元)	7.39

相关研究

目 录

1 潜在 PCB 龙头全品类业务优势突出	1
1.1 毛利率行业领先，业务结构形成差异优势	1
1.2 营收稳步增长，FPC 占比不断提高	2
1.3 客户资源优质，高层管理专业	4
2 PCB 行业内资前茅，一站式服务供应商	5
2.1 内资 PCB 行业领先者	5
2.2 三线并进，把握行业趋势重点发展 FPC	6
2.3 横向发展 HDI，纵向拓展 SMT	10
3 全球电子市场回暖，产业转移显现机遇	13
3.1 全球行情走出低谷，市场开始回暖	13
3.2 PCB 产能东移带来发展机遇	14
3.3 下游产业发展带动 PCB 需求增长	17
4 盈利预测与估值	23
4.1 盈利预测	23
4.2 相对估值	23
5 风险提示	24

图 目 录

图 1：公司股权结构.....	1
图 2：公司产品线拓展情况.....	1
图 3：公司和同行毛利率对比.....	2
图 4：公司总营收及归母净利润.....	3
图 5：各业务历年营收情况.....	3
图 6：2016 年主营收入结构.....	4
图 7：历年主营收入结构变化.....	4
图 8：公司各终端销售收入.....	4
图 9：公司刚性电路板.....	7
图 10：FPC 的应用范围.....	7
图 11：2010-2021 年全球 PCB、FPC 市场规模及预测.....	8
图 12：公司柔性电路板.....	8
图 13：FPC 在手机中的应用.....	9
图 14：公司金属基电路板.....	9
图 15：HDI 板.....	10
图 16：HDI（二压一阶六层板）制作流程.....	11
图 17：SMT 与传统 THT 对比.....	11
图 18：再流焊与波峰焊.....	12
图 19：混合安装工艺.....	12
图 20：SMT 工艺流程.....	13
图 21：2013-2021 年全球 PCB 总产值及增速.....	13
图 22：2014-2021 年全球不同种类 PCB 产值及预测（亿美元）.....	14
图 23：全球 PCB 产能转移.....	15
图 24：2013-2016 年全球各国家/地区 PCB 产值占比.....	16
图 25：2013-2016 年全球各国家/地区 PCB 产值（亿美元）及增速.....	16
图 26：PCB 产业链.....	17
图 27：2015 年中国 PCB 行业垂直市场结构.....	18
图 28：2010-2016 年移动电话基站发展情况（万个）.....	18
图 29：手机上应用的 FPC 软板.....	19
图 30：2008-2020 年全球智能手机出货量及预测.....	19
图 31：车用 FPC 主要应用范围.....	20
图 32：2008-2020 年全球汽车电子市场规模及预测（亿美元）.....	20
图 33：2010-2021 中国汽车电子市场规模及预测（亿美元）.....	21
图 34：汽车电子成本占比加速提升.....	21
图 35：每辆车中半导体成本逐年上升（美元）.....	21
图 36：各车型汽车电子成本占比.....	22
图 37：中国通用照明市场规模及预测（亿元）.....	22
图 38：全球 LED 照明市场规模与预测（亿美元）.....	22

表 目 录

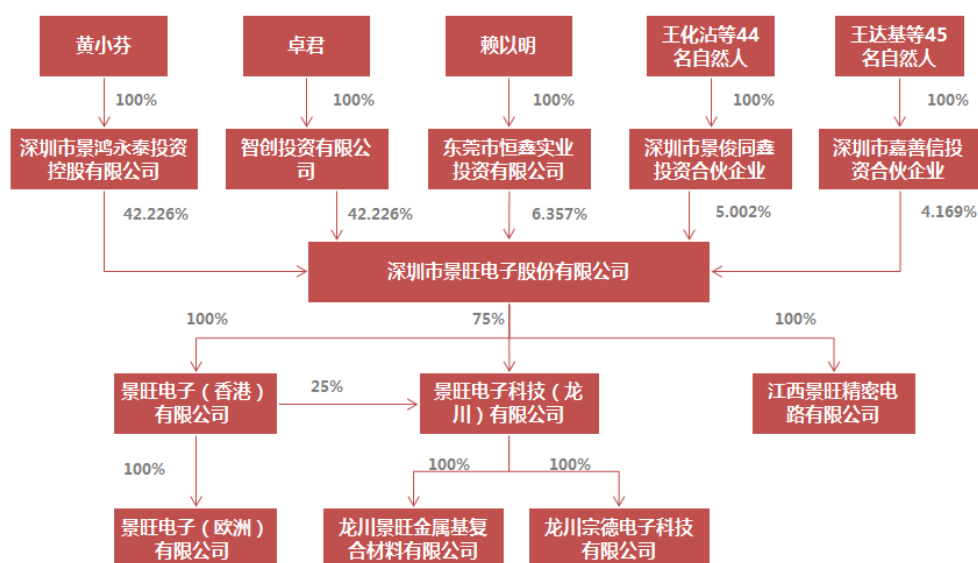
表 1：同业对手主营对比	2
表 2：公司各终端主要客户	4
表 3：公司近年行业排名	5
表 4：2016 年 PCB 百强	5
表 5：公司各细分产品领域竞争对手	6
表 6：FPC 的优点	7
表 7：各金属基电路板性能比较	10
表 8：SMT 与 THT 对比	12
表 9：全球各地区 PCB 产业特点	15
表 10：分业务收入及毛利率	23
表 11：可比公司估值情况	24
附表：财务预测与估值	25

1 潜在 PCB 龙头全品类业务优势突出

1.1 毛利率行业领先，业务结构形成差异优势

景旺电子设立于 1993 年，2012 年进行了股份制改革，公司专注于印制电路板行业，主要从事印制电路板的研发、生产和销售，主要产品包括双面及多层刚性电路板、柔性电路板（含贴装）和金属基电路板。

图 1：公司股权结构



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 2：公司产品线拓展情况



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

目前，公司所在印制电路板行业的主要竞争对手包括依顿电子、超声电子、兴森科技、沪电股份、崇达技术弘信电子，不同于其他同行，景旺业务覆盖刚板、软板和金属基板，是业内少有的同时规模生产三类印制电路板的公司。

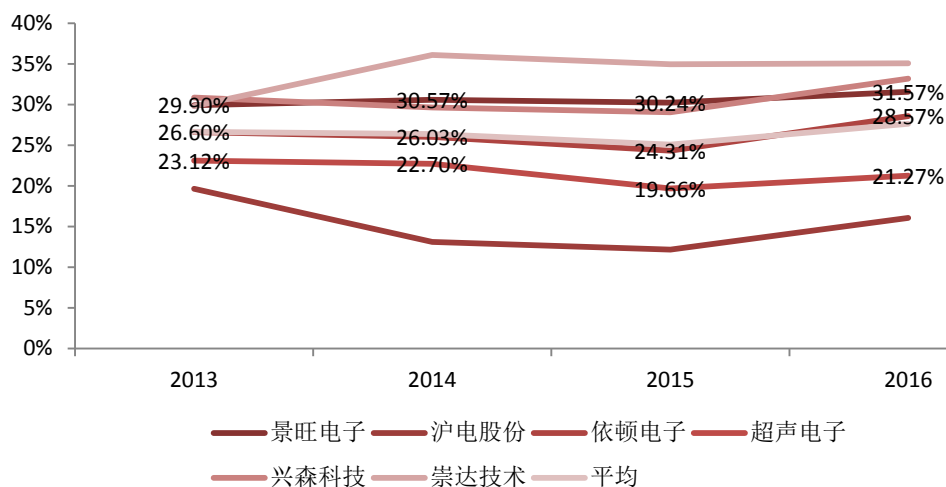
表 1：同业对手主营对比

公司	主营
景旺电子	大批量的双面及多层刚性电路板；柔性电路板，其中 SMT 贴装的柔性板占比 50%左右；金属基板。
依顿电子	大批量的双面及多层刚性电路板。
超声电子	HDI 板和多层刚性电路板为主。
兴森科技	刚性电路板的样板和小批量板。
崇达技术	刚性电路板的小批量板。
沪电股份	14-28 层的刚性电路板，以多层企业通讯市场板为主导产品。
弘信电子	柔性电路板，其中 SMT 贴装的柔性板占比约 90%。

数据来源：公司公告，西南证券整理

从 2013-2016 年行业内主要公司毛利率对比看，景旺的毛利率水平处于业内高位，一直保持在 30%左右。

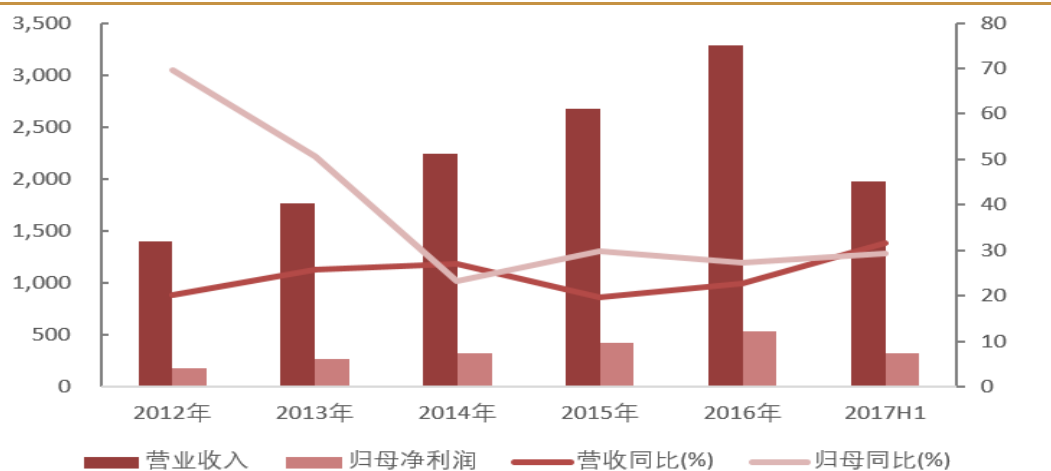
图 3：公司和同行毛利率对比



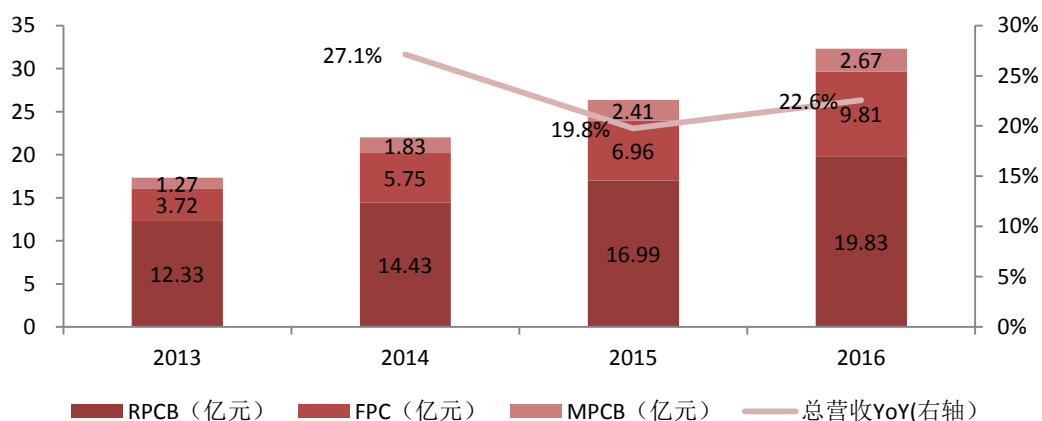
数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 营收稳步增长，FPC 占比不断提高

公司近年营收、净利润稳步增长，营收增长率均保持在 20%以上，归母净利经历 12 年、13 年的超高增长率后，仍维持在 20%之上。2016 年公司总营收 32.83 亿元，实现归母净利 5.37 亿元。2017 年上半年营业收入 19.70 亿，归母净利润 3.16 亿，同比增速分别为 31.52%和 29.17%。

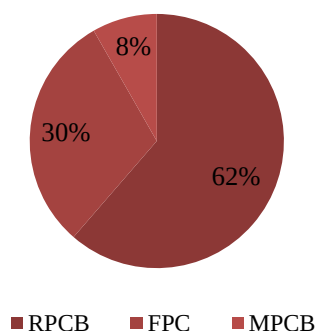
图 4：公司总营收及归母净利润


数据来源：Wind，西南证券整理

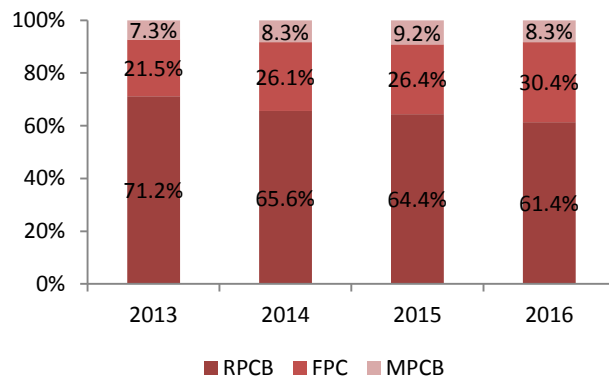
图 5：各业务历年营收情况


数据来源：Wind，西南证券整理

2016 年公司主营收入结构中，刚板占六成，营收 19.82 亿元；软板占三成，营收 9.81 亿元；金属基板占约一成，营收 2.67 亿元，可见目前公司收入主要依赖刚板这块。从近四年数据看，软板占比在不断提高，刚板占比在缓慢下降，这跟 PCB 行业未来发展趋势相吻合。

图 6：2016 年主营收入结构


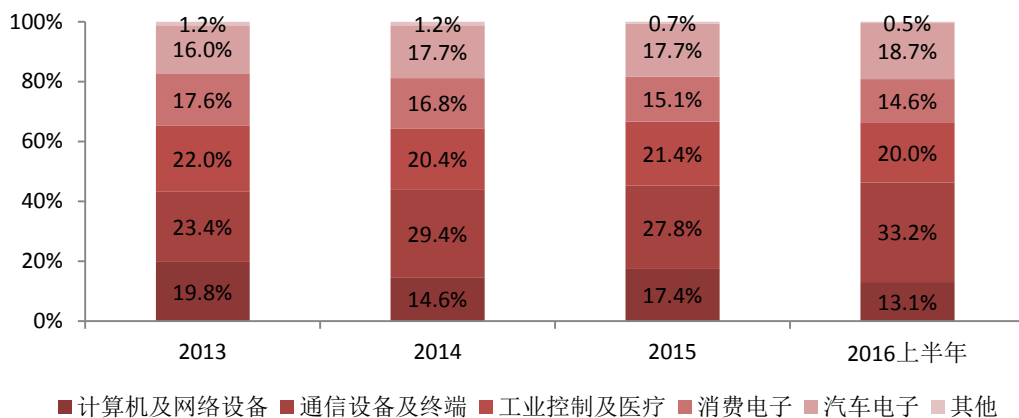
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：历年主营收入结构变化


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 客户资源优质，高层管理专业

公司客户所处行业发展空间巨大，客户本身实力较强、增长有力。公司的产品广泛应用于通讯设备、计算机及网络设备、消费电子、汽车电子、工业控制等行业，主要客户包括冠捷、天马、信利集团、亚旭、ICAPE、剑桥科技、中兴、华为、霍尼韦尔、海拉、POWER-ONE、艾默生、罗技等。手机、汽车电子均是增长确定性强的行业，手机轻薄化趋势下 PCB 进一步朝高密度方向发展，而汽车随着智能化的推进势必会应用更多的 PCB。

图 8：公司各终端销售收入


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

表 2：公司各终端主要客户

	各终端主要客户
计算机及网络设备	冠捷、亚旭、剑桥科技、逻辑、卓翼科技
通信设备及终端	天马、信利集团、中兴康讯、华为、金立、VIVO
工业控制及医疗	霍尼韦尔、POWER-ONE、艾尼克斯、艾默生、德丰
消费电子	冠捷、三洋、青岛海信、兆驰股份
汽车电子	海拉、贝洱海拉、旭东中国、埃及泰克、博世汽车多媒体

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

景旺公司管理层在 2008 年金融危机的时候，做了两件同行不敢做的事情，体现了其超前的眼光和超群的胆识。

1) 扩产。金融危机来临之时，工厂明显订单量减少，同时公司上游设备厂商也陷入经营困境，此时景旺积极扩产，以低价及更长还款期购得设备，低成本扩充产能，为将来订单的增加打下了良好的基础。

2) 不裁员。金融危机来临之时，公司董事长公开演讲，保证一个员工都不缩减，为员工增加了信心，因而很多老员工都愿意将公司作为终身归宿。

公司高层在 2012 年的时候发现，公司的扩张伴随着管理成本增加，管理效率的降低，因此引进了甲骨文的 ERP 系统，全厂脱产，进行工作流程优化。一年后改革效果渐出，加上自动化改造，公司工人人均产值排在行业前列。

2 PCB 行业内资前茅，一站式服务供应商

2.1 内资 PCB 行业领先者

根据中国印制电路行业协会的统计，2013 年公司在印制电路行业内资企业（内资持股超过 51%）排名中位列第 5 位，综合第 22 位，市场占有率 1.1%；2014 年公司内资企业排名中位列第 3 位，综合第 19 位，市场占有率 1.3%；2015 年公司在行业排行榜中名列内资企业第 2 位，综合第 14 位；2016 年中国 PCB 百强榜中，景旺位居内资第二，综合第 10 位。根据全球知名的调研机构 N.T.information 发布的全球 PCB 制造商排行统计数据，2013-2015 年公司排名全球第 48、40、34 名。

表 3：公司近年行业排名

	2013	2014	2015	2016
中国 PCB 百强榜内资排名	5	3	2	2
中国 PCB 百强榜综合排名	22	19	14	10
N.T.information 全球排名	48	40	34	

数据来源：CPCA，N.T.information，西南证券整理

表 4：2016 年 PCB 百强

第十六届（2016）中国印制电路行业排行榜					
内资 PCB 企业排名					
名次	企业名称	营业收入亿元 RMB		2016/2015 增长率	经营范围
		2016 年	2015 年		
1	深南电路股份有限公司	45.98	35.5	29.52%	高多层线路板
2	深圳市景旺电子有限公司	32.83	26.77	22.64%	PCB+FPC
3	深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司	29.4	21.19	38.74%	PCB
4	珠海方正印刷电路板发展有限公司	27.39	24.32	12.62%	高多层线路板
5	深圳市崇达电路技术股份有限公司	22.46	17.57	27.80%	PCB
6	五株科技股份有限公司	21.4	21.49	-0.40%	PCB+HDI

第十六届（2016）中国印制电路行业排行榜					
7	广东兴达鸿业电子有限公司	19.22	18.44	4.23%	PCB
8	汕头超声印制板公司	18.24	19.04	-4.20%	PCB
9	胜宏科技（惠州）股份有限公司	18.18	12.85	41.45%	PCB
10	广东世运电路科技股份有限公司	16.1	13.43	19.88%	PCB
综合 PCB 企业排名					
名次	企业名称	营业收入亿元 RMB		2016/2015	经营范围
		2016 年	2015 年	增长率	
1	臻鼎科技控股有限公司	169.85	168.19	0.99%	PCB
2	健鼎科技股份有限公司	86.65	82.1	5.54%	PCB
3	紫翔电子科技有限公司	84.16	102.31	-17.74%	PCB
4	欣兴电子股份有限公司	56.97	62	-8.11%	PCB
5	深南电路股份有限公司	45.98	35.5	29.52%	高多层线路板
6	志超科技股份有限公司	37.98	36.39	4.37%	PCB
7	沪士电子股份有限公司	37.9	33.77	12.24%	PCB
8	名幸电子有限公司	37.57	34.15	10.01%	PCB
9	奥特斯（中国）有限公司	33.74	33.19	1.66%	PCB
10	深圳市景旺电子股份有限公司	32.83	26.77	22.64%	PCB

数据来源：CPCA，西南证券整理

从行业排名情况可以看到，公司近年来行业地位稳步提升，目前在内资 PCB 制造商中仅次于深南电路。深南电路背靠中航国际，目前仍在准备深交所上市，主要以生产高层 PCB，FPC 和 MPCB 并非其主营。

表 5：公司各细分产品领域竞争对手

刚板对手	软板对手	金属基板对手
1. 依顿电子	1. 弘信电子	1. 敬鹏工业
2. 五株科技	2. 嘉联益	2. 佳总
3. 科惠公司	3. 三德冠	3. 志超
4. 敬鹏工业		

数据来源：西南证券

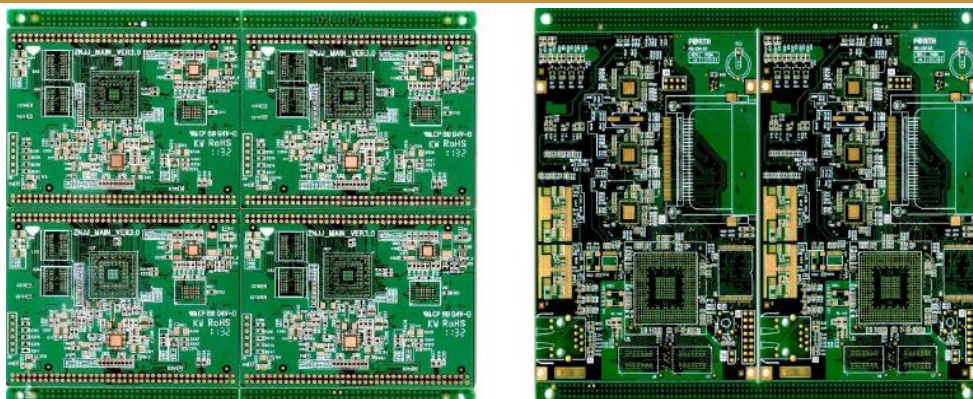
2.2 三线并进，把握行业趋势重点发展 FPC

公司以做刚性线路板起家，06 年和 10 年分别设立软板和金属基板生产线，目前形成了 RPCB、FPC、MPCB 三线主导的产品格局，是国内为数不多同时覆盖这三条产品线的 PCB 企业，不过 RPCB 仍占主要收入。

2.2.1 刚性电路板（RPCB）

刚板应用领域在电路板细分产品种类中最广泛，公司刚性电路板以双面板和多层板为主，2013 年-2016 年的收入分别为 12.3 亿、14.4 亿、16.9 亿、19.82 亿，毛利率分别为 30.2%、31.3%、32.6%、35.92%。

图 9：公司刚性电路板



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

2.2.2 柔性电路板（FPC）

柔性电路板，俗称柔性板、挠性板或软板，具有轻薄、可弯曲的特点，能满足电子产品向小型化、轻薄化、可穿戴化方向的发展趋势，特别是其可弯曲、卷绕和折叠的特点，可在三维空间任意移动和伸缩，方便电子产品立体装配。

表 6：FPC 的优点

优点	说明
可自由弯曲、卷绕、折叠	依照空间布局要求任意安排，并在三维空间任意移动和伸缩，从而达到元器件装配和导线连接的一体化，可挠性高
体积小、重量轻	适用电子产品向高密度、小型化、高可靠方向发展的需要
易于装连、综合成本较低	减少内连所需的硬件，“卷对卷”生产提供更高的装配可靠性和产量，实现装连的一致性

数据来源：公司公告，西南证券整理

基于以上的优点，FPC 正成为电子制造行业的宠儿，小到智能手环大到智能汽车，几乎现有的智能电子产品多多少少都会使用 FPC。随着电子产品向着小型化和高互联度方向发展，FPC 的应用范围将越来越广泛。

图 10：FPC 的应用范围

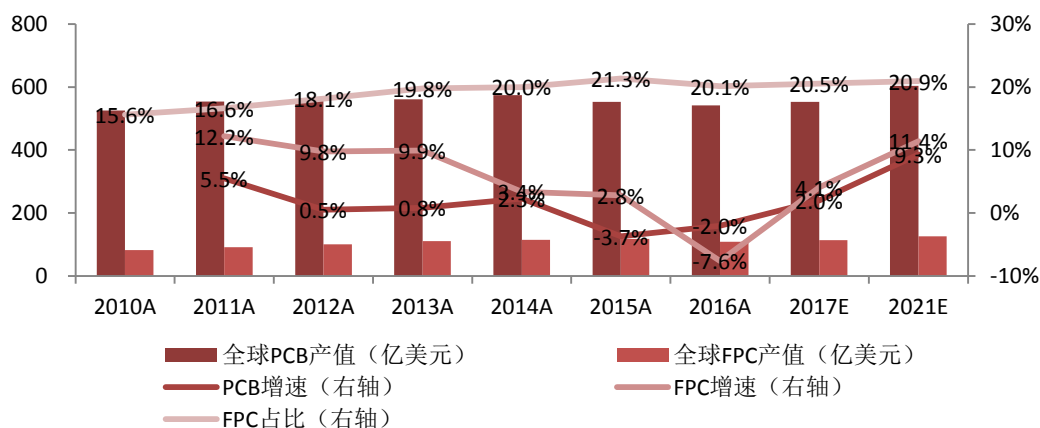


数据来源：公司公告，西南证券整理

近年来 FPC 已经成为 PCB 行业增长速度最快的部分。随着上游铜箔供给紧张，PCB 行业利润调整，FPC 产业的利润空间将大幅度提升。

受全球经济复苏放缓的影响，2012 年世界 PCB 总产值较 2011 年仅仅增长了 0.5%，但由于 FPC 的需求不断提升，该子行业同比增长仍有 9.8%，远远超过 PCB 行业增速，占总产值的份额上升到了 18.1%。2012-2016 年，FPC 的增速有所放缓，但仍高于 PCB 总体。预计到 2021 年，全球 FPC 产值在 PCB 中占比将达到 20.9%。

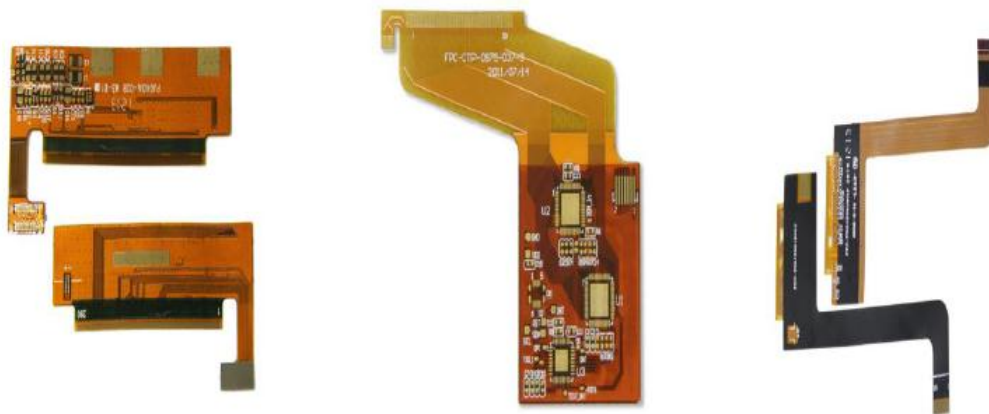
图 11：2010-2021 年全球 PCB、FPC 市场规模及预测



数据来源：Prismark，西南证券整理

公司的 FPC 产品主要应用于手机和平板电脑上的显示屏、触摸屏，以及按键、麦克风、USB、SENSOR（光传感器）等其他模块。2013-2016 年的收入分别为 3.7 亿、5.7 亿、6.7 亿、9.8 亿，毛利率分别为 24.4%、25.4%、21.5%、20.95%。受益 FPC 的迅猛发展，景旺 FPC 业务有望为公司未来增长提供持续动力。

图 12：公司柔性电路板



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

下图为某品牌手机中共 11 块 FPC 的应用，随着电子产品往轻、薄、多模组方向发展，柔性电路板的使用数量越来越多。

图 13: FPC 在手机中的应用



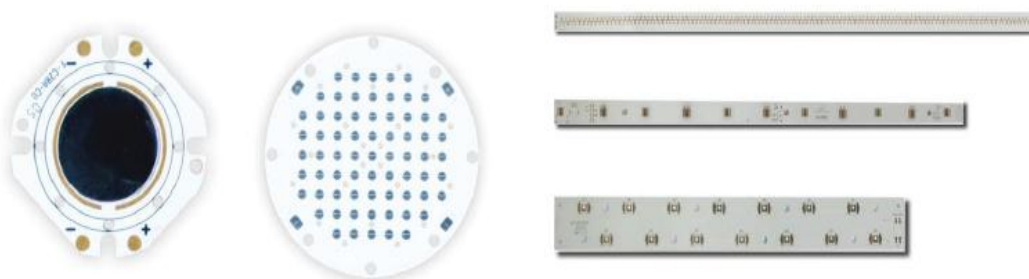
数据来源: Prismark, 西南证券整理

2.2.3 金属基电路板 (MPCB)

金属基电路板具有散热性好、机械加工性能佳的特点，常应用在发热量较大的电路上。以最常用的铝基板为例，电子元器件运行时产生的热量通过绝缘介质层迅速传导到金属基层，借由金属基材传递热量，从而实现组件的散热；同时铝板作为基材，机械加工性能优良。金属基电路板按照不同的金属基材，可分为铝基板、铜基板、铁基板和不锈钢基板。

公司是是国内在金属基线路板产品线唯一拥有专门规模化生产工厂并拥有自主研发和批量生产散热材料能力的企业，该线 2013 年-2016 年的收入分别为 1.2 亿、1.8 亿、2.4 亿、2.7 亿，毛利率分别为 42.9%、40.6%、38.6%、38.33%。

图 14: 公司金属基电路板



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

表 7：各金属基电路板性能比较

产品种类	特点	主要应用领域
铝基板	散热性好，重量相对较轻，成本较低	LED 液晶电视、LED 照明、汽车、工业电源设备、音频设备等
铜基板	散热性能好，尺寸稳定性好，但成本较高、质量大	高频电路、精密通信设备、大功率 LED 照明、汽车照明等
铁基板	到磁性好，但易氧化、质量大	小型精密电机、智能性驱动器等
不锈钢基板	耐酸碱性、耐候性好、强度高，但质量大	海洋用照明电路、其他恶劣环境等应用

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

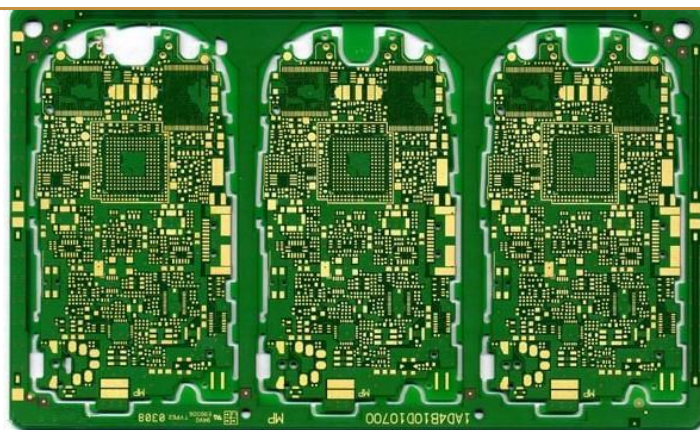
2.3 横向发展 HDI，纵向拓展 SMT

2.3.1 横向发展 HDI

除了原有 RPCB、FPC 和 MPCB 三条产品线外，公司积极横向拓展，2016 年上市募投项目之一的江西景旺（一期）不仅旨在解决 RPCB 产能瓶颈，同时也是为了发展 HDI 等高端支线，进一步优化公司产品结构。

HDI（High Density Interconnect）高密度互连技术是印制电路板技术的一种，是随着电子技术更趋精密化发展演变出来用于制作高精密度电路板的一种方法，可实现高密度布线，一般采用积层法制造。HDI 板通常指孔径在 0.15mm(6mil)以下(大部分为盲孔)、孔环之环径在 0.25mm(10mil)以下的微孔，接点密度在 130 点/平方英寸以上，布线密度在 117 英寸/平方英寸以上的多层印制电路板。HDI 目前广泛应用于手机、数码(摄)像机、MP3、MP4、笔记本电脑、汽车电子和其他数码产品等，其中以手机的应用最为广泛。

图 15：HDI 板



数据来源：公司网站，西南证券整理

图 16: HDI（二压一阶六层板）制作流程



数据来源：西南证券

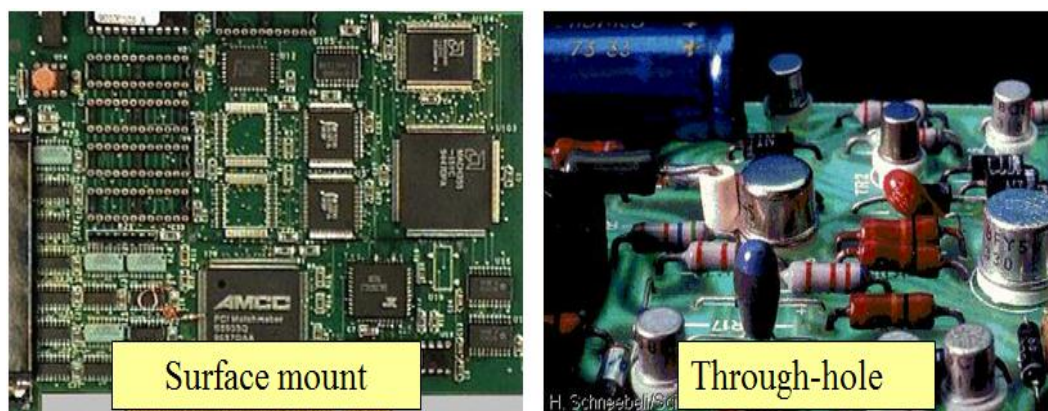
2.3.2 纵向发展 SMT 贴装

SMT 贴装业务是印制电路板的配套业务，出于效率及成本考虑，下游客户往往希望 PCB 制造商能提供表面贴装服务。随着 FPC 业务的发展，景旺积极向产业链下游进行纵向延伸，发展配套 SMT 贴装业务线，旨在为客户提供一站式采购服务。目前公司 SMT 产能供不应求，部分还需要由外协提供。

SMT (Surface Mount Technology) 表面贴装是新一代电子组装技术，它将传统的电子元件压缩成为体积只有几十分之一的器件。表面安装不是一个新的概念，它源于较早的工艺，如平装和混合安装。

电子线路的装配，最初采用点对点的布线方法，而且根本没有基片。第一个半导体器件的封装采用放射形的引脚，将其插入已用于电阻和电容器封装的单片电路板的通孔中。50 年代，平装的表面安装元件应用于高可靠的军方，60 年代，混合技术被广泛的应用，70 年代，受日本消费类电子产品的影响，无源元件被广泛使用，近十年有源元件被广泛使用。

图 17: SMT 与传统 THT 对比



数据来源：SMT Home，西南证券整理

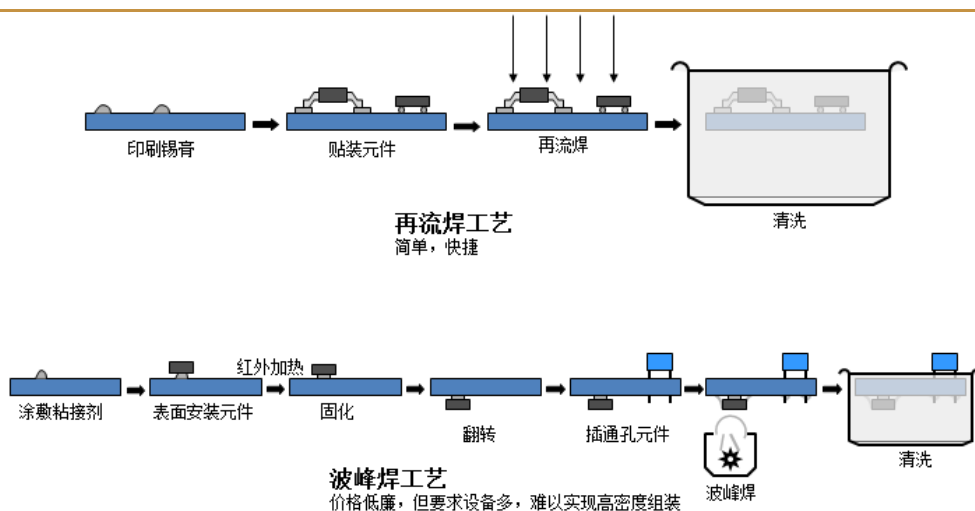
SMT 相比传统 THT，具有高可靠、高密度、低成本、自动化、小型化的优势。

表 8：SMT 与 THT 对比

类型	THT(Through Hole Technology)	SMT(Surface Mount Technology)
元器件	双列直插或 DIP，针阵列 PGA 有引线电阻、电容	SOIC、SOT、SSOIC、LCCC、PLCC、QFP、PQFP、片式电阻电容
基板	印制电路板，2.54mm 网格， Φ0.8mm~0.9mm 通孔	印制电路板，1.27mm 网格或更细，导电孔仅在层与层互连调用（Φ0.3mm~0.5mm）， 布线密度高 2 倍以上，厚膜电路，薄膜电路，0.5mm 网格或更细
焊接方法	波峰焊	再流焊
面积	大	小
组装方法	穿孔插入	表面安装——贴装
自动化程度	自动插件机	自动贴片机，生产效率高

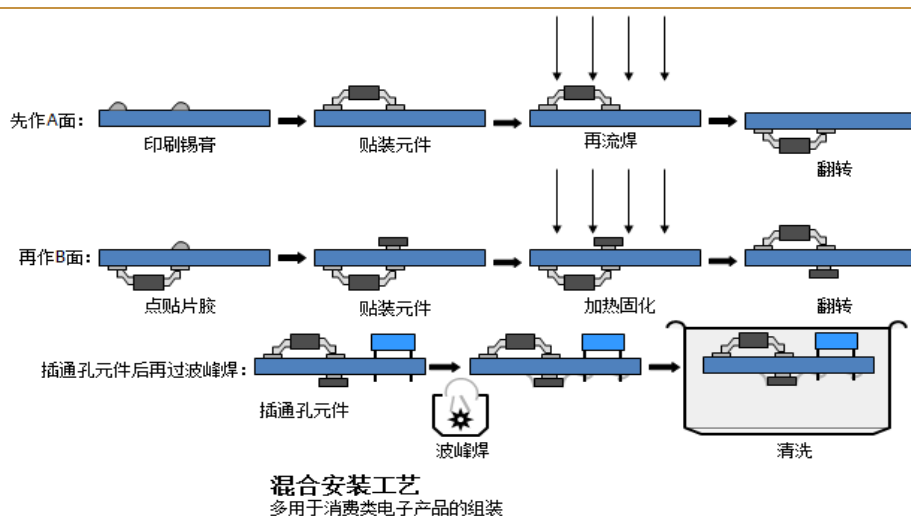
目前 SMT 中涉及到的焊接工艺主要就再流焊、波峰焊两种，再流焊多用于贴片，波峰焊多用于插件，当然现在 PCB 组装中也经常混合用到两种焊接工艺。

图 18：再流焊与波峰焊



数据来源：SMT Home，西南证券整理

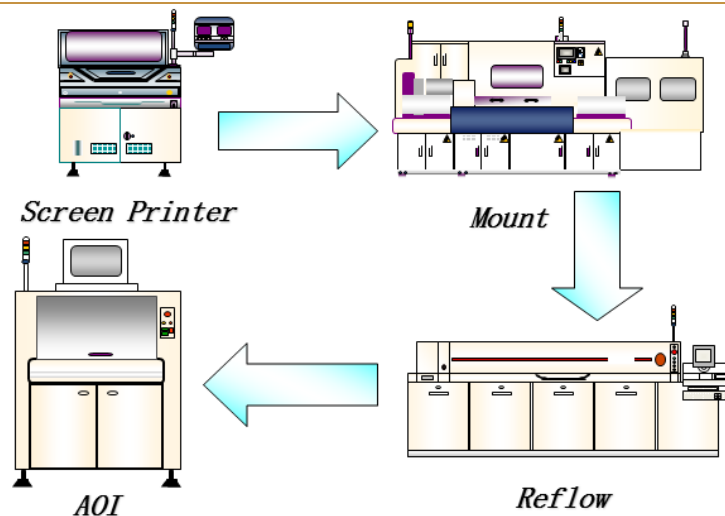
图 19：混合安装工艺



数据来源：SMT Home，西南证券整理

SMT 流程整体上可以分为施加锡膏、贴装元器件、回流焊接、检测四步。

图 20：SMT 工艺流程



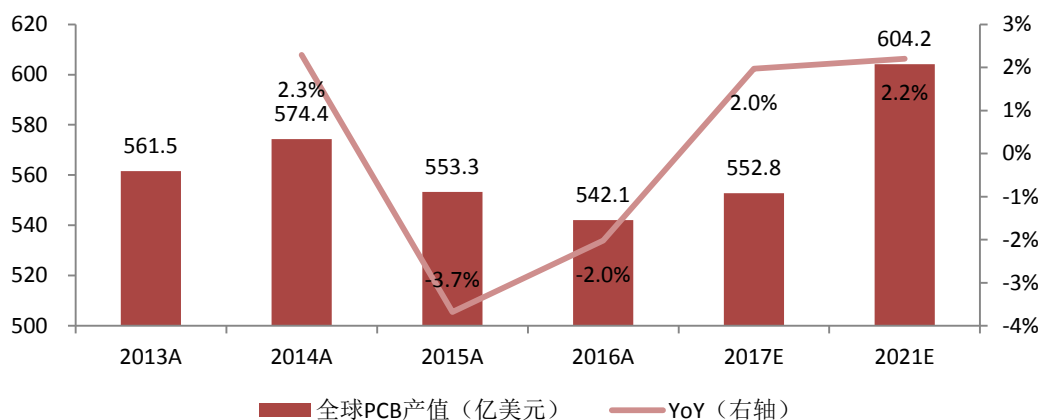
数据来源：SMT Home，西南证券整理

3 全球电子市场回暖，产业转移显现机遇

3.1 全球行情走出低谷，市场开始回暖

2016 年全球 PCB 行业产值达 542 亿美元，同比下降 2.02%，由于下游需求颓势，特别是 PC、平板和智能手机消费电子这块，加上上游铜箔涨价带来的产业链压力，PCB 连续两年呈下滑态势。但是 2017 年消费电子等行情有望回暖，加上汽车电子和通讯电子市场稳步增长，我们预期全球 PCB 行情将重回正增长。据 Prismark 的预测数据，17 年行业产值将达 552.76 亿美元，预计到 2021 年，全球 PCB 产值将突破 600 亿美元大关，复合年增长率为 2.2%。

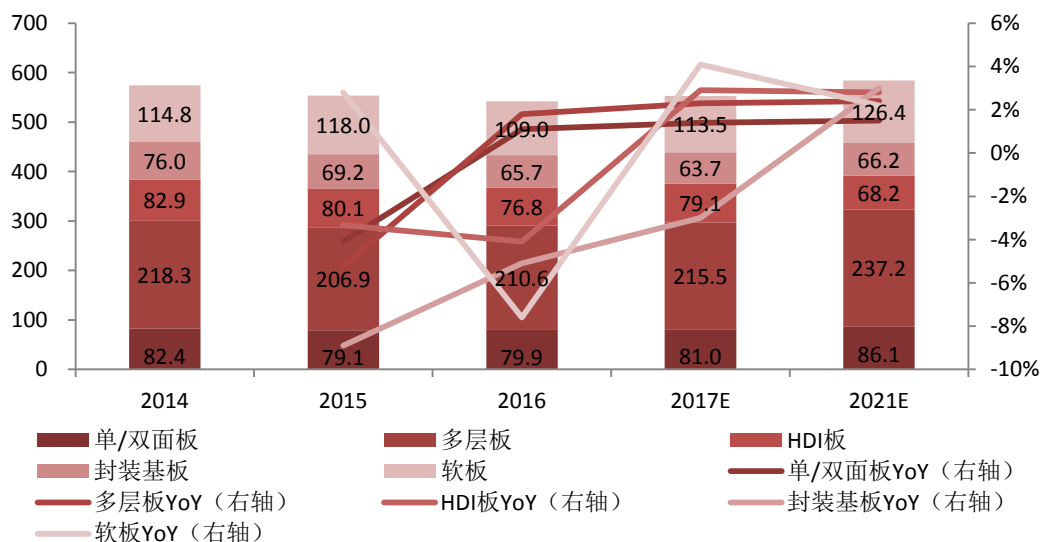
图 21：2013-2021 年全球 PCB 总产值及增速



注：2021E YoY 为 2017E-2021E CARG。数据来源：Prismark，西南证券整理

PCB 产值结构方面，多层板仍然是 PCB 的中流砥柱，16 年全球产值 210 亿美元，占比近 38.7%，经过 15 年产值小幅下跌后，16 年重回正增长；其次是 FPC，16 年全球产值 109 亿美元，占比约 20%，由于消费电子需求疲弱及上游铜箔等原材料涨价压力，FPC16 年产值有所下降；单/双面板 16 年全球产值 80 亿美元，总体保持稳定，同比小微增长；HDI16 年也是小幅回升，总体稳定。

图 22：2014-2021 年全球不同种类 PCB 产值及预测（亿美元）



注：2021E YoY 为 2017E-2021E CARG。数据来源：Prismark，西南证券整理

结合行业未来发展趋势和 Prismark 对全球 PCB 技术趋势的预测，我们认为：

1) 多层板继续向高速、高频和高热应用发展。新无线技术、高速数据传输、新应用程序的高可靠性要求驱动层压板材料性能的进一步扩展。预计全球多层板 2017 年-2021 年复合增速为 2.4%，产值达 237 亿美元。公司新募投项目有望解决原有的 PCB 板的产能瓶颈，以应市场需求。

2) HDI 板精密化。HDI 板的间距进一步变小以适应智能消费终端产品轻薄化、SIP 封装、mSAP 工艺和更先进材料的要求。公司目前正在积极横向发展 HDI 业务线，募投项目江西景旺（一期）的投产将进一步优化公司产品结构，向高端 PCB 支线延伸。

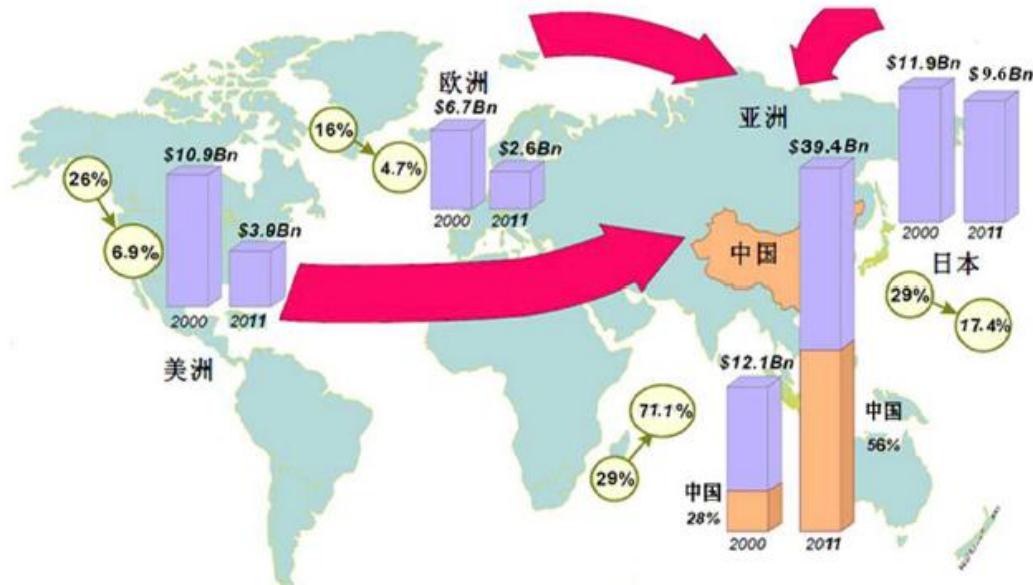
3) RFPCB 应用更加广泛。受显示器、可穿戴智能设备等应用发展，细间距 FPC 和低损耗的基板材料需求有望进一步增长。公司是国内专业化规模生产 FPC 的主要厂家之一，拥有十多年 FPC 专业化生产经验，已取得“刚挠结合线路板的表面处理方法”等 44 项发明专利和 119 项实用新型专利，并积累了一批稳定的客户，此外发展配套的 SMT 贴装业务延伸了产业链条，将满足客户一站式采购需求。

3.2 PCB 产能东移带来发展机遇

2000 年之前，全球 PCB 产业以欧美日为主导，其产值合计约占全球的 75%。21 世纪后，随着劳动力成本的提高及技术门槛的下降，PCB 作为终端电子产品的上游产业，也随着

电子终端制造业的转移而转移，先是从欧美日到台湾、香港、韩国，再到大陆，将来再到东南亚。2006 年，我国超越日本成为全球最大的 PCB 生产国，产量和产值均位居世界第一。

图 23：全球 PCB 产能转移



数据来源：Prismark，西南证券整理

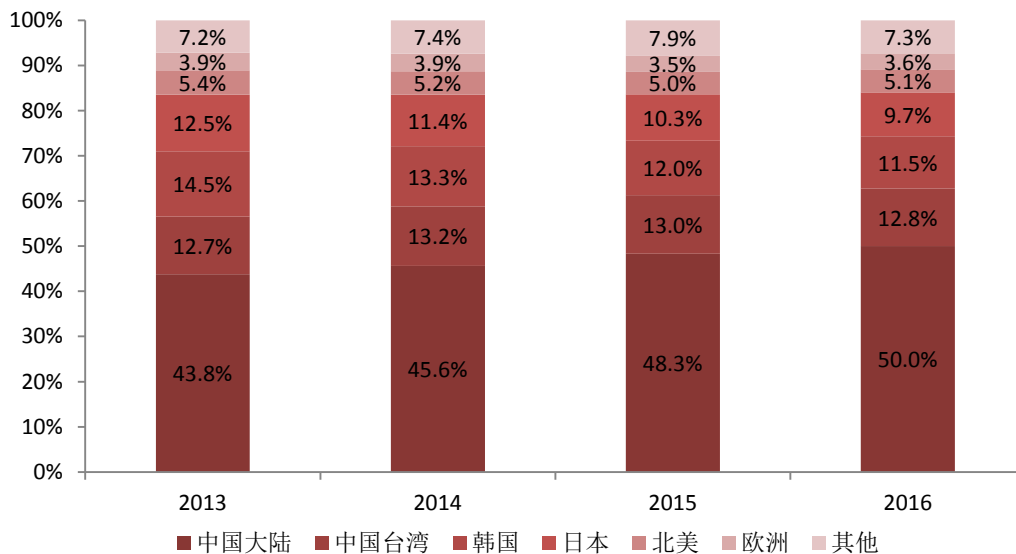
表 9：全球各地区 PCB 产业特点

地区	PCB 产业特点
中国大陆	成长迅速、先后超越台湾、北美和日本，成为全球 PCB 第一大生产基地。
台湾	区内电子产业环境成熟，PCB 产业链完整，生产商具备规模优势。
日本	技术领先，产品以内销为主，部分后段加工制作由台湾、菲律宾及东南亚各国代工。
美国	与亚太区产商相比，竞争优势不断削弱，近年纷纷缩减产能。2000 年以来已缩减逾 50% 的产能，仅保留军事、通讯、航天等高端产品。
韩国	生产商为大型企业，渴望进入中国市场，近年来倾向于寻求外不代工伙伴。
欧洲	人力成本高，近年来停产的厂商不断增多，环保规章严格，相应增加了企业的成本。

数据来源：经管之家，西南证券整理

目前全球几个地区 PCB 产业分工格局比较明显，欧洲保留了部分单双板产能，美国保留了部分高端航天军工用 PCB 产能，日本和台湾把持高端 PCB 技术，大陆是全球主要的 PCB 产地，在向中高端过渡，东南亚等区域提供部分中低端产能。从 16 年数据来看，中国大陆提供了全球 PCB50% 的产能，台湾约 13%，韩国约 11%，日本 10%，合计 84%。

图 24：2013-2016 年全球各国家/地区 PCB 产值占比

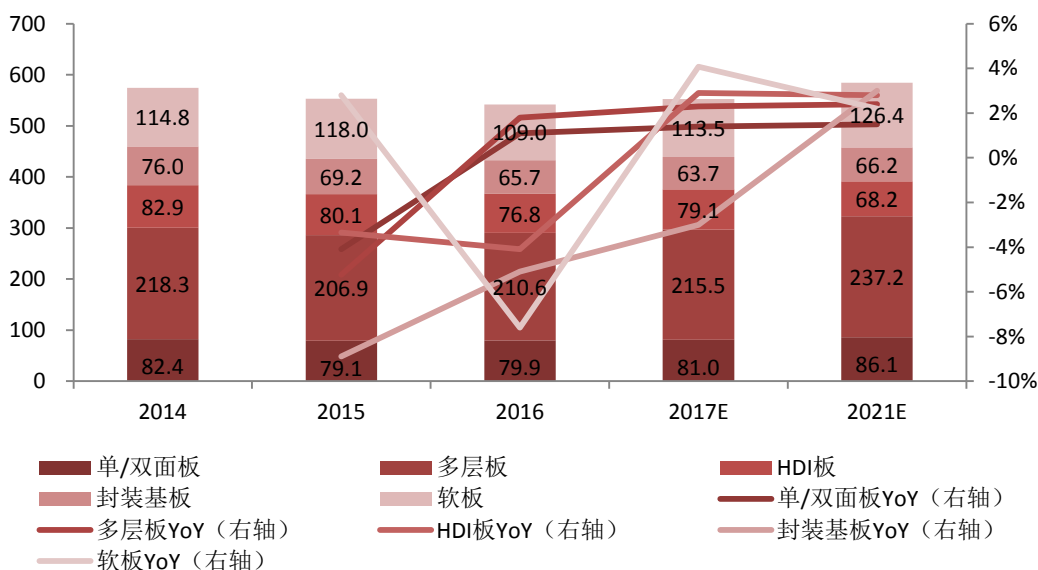


数据来源：Prismark，西南证券整理

全球 PCB 行业自 2000 年后经历了三次起伏，第一次是 2001-2002 互联网泡沫后跌倒谷底，第二次是 2009 年受金融危机影响大幅下滑，第三次便是最近的 15、16 年的下滑。2010 年后，随着世界电子下游终端产品制造业转移的逐渐完成，我国 PCB 行业成长性开始放缓，整体维持较为低速的增长，但增速仍高于全球水平。未来长时期内，我国仍然是全球 PCB 产业投资与转移的重要目的地。

从 13 年-16 年全球各地区 PCB 产值数据可以看到，15、16 年全球 PCB 产值连续下滑的背景下，相比其他地区的一片萧条行情，中国 PCB 市场得以强大的下游电子内需，可谓是一枝独秀，是全球唯一仍保持有效正增长的地区。

图 25：2013-2016 年全球各国家/地区 PCB 产值（亿美元）及增速



数据来源：Prismark，西南证券整理

结合 PCB 全球区域市场的发展趋势，我们认为：

1) 产能东移将继续进行。公司作为内资 PCB 龙头企业，凭借其技术、规模优势，在产能转移的过程中，或将更受国际下游厂商信赖，远期业绩增长尚存空间。

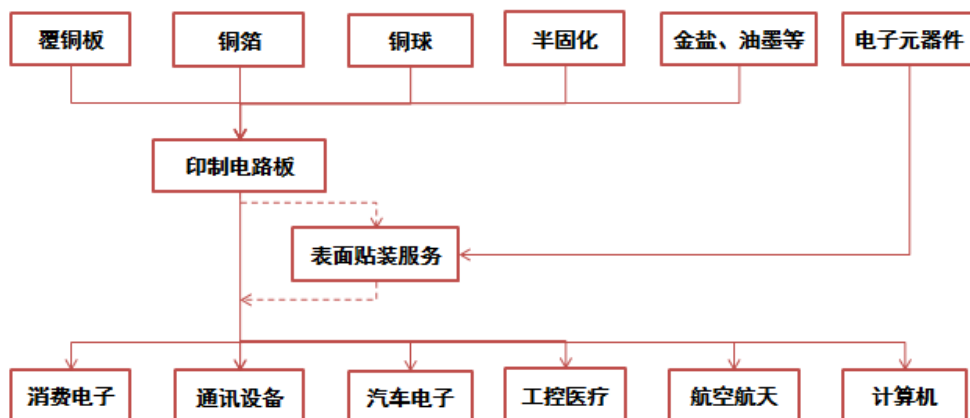
2) 中国 PCB 将进一步向中高端市场延伸。消费电子终端轻薄化、5G 技术发展、汽车智能化、LED 不断渗透等发展趋势对我国 PCB 行业提出了更高的技术要求，而内资 PCB 厂商也在积极转向美日台，谋求高端 PCB 的市场份额。景旺电子在原有 PCB 业务线的基础上，在 06 年 10 年分别成了 FPC 和 MPCB 事业部，目前募投项目江西景旺（一期）包括 HDI 产线的建设。HDI 目前国际商竞争也较为激烈，价格不很坚挺，但需求还是有的，从长期看，仍具有成长空间。FPC 虽然全球产值去年有所下滑，但下游发展依旧，依然是目前业内最看好的一块市场。

3) 中国 PCB 行业集中度将进一步加强。目前，全球 PCB 市场竞争依旧较为激烈，特别是传统的单双板及低层板市场，但是行业整合是趋势，特别是近期上游原材料价格的上涨将进一步推动行业集中度的提高，无法转移原料涨价的小厂商在行业产品价格难以迅速做出应变时，势必面临倒闭或是被收购的结局。去年铜箔涨价，景旺凭借其内部有效的成本管理机制，以及多年积累的稳定客户关系，较好地消化了成本压力。

3.3 下游产业发展带动 PCB 需求增长

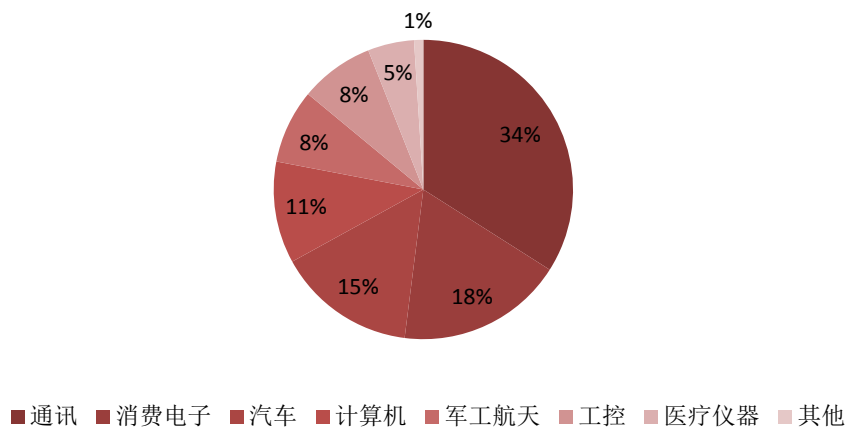
PCB 的下游应用领域广泛，包括消费电子、通讯设备、汽车电子、工业控制、医疗设备、军工航天等，因此整个 PCB 行业受单一下游行业周期性影响较小，更多地可能还是看整体宏观经济形势。当然，下游细分市场发展对 PCB 的拉动效应还是很明显的。

图 26：PCB 产业链



数据来源：西南证券

图 27：2015 年中国 PCB 行业垂直市场结构



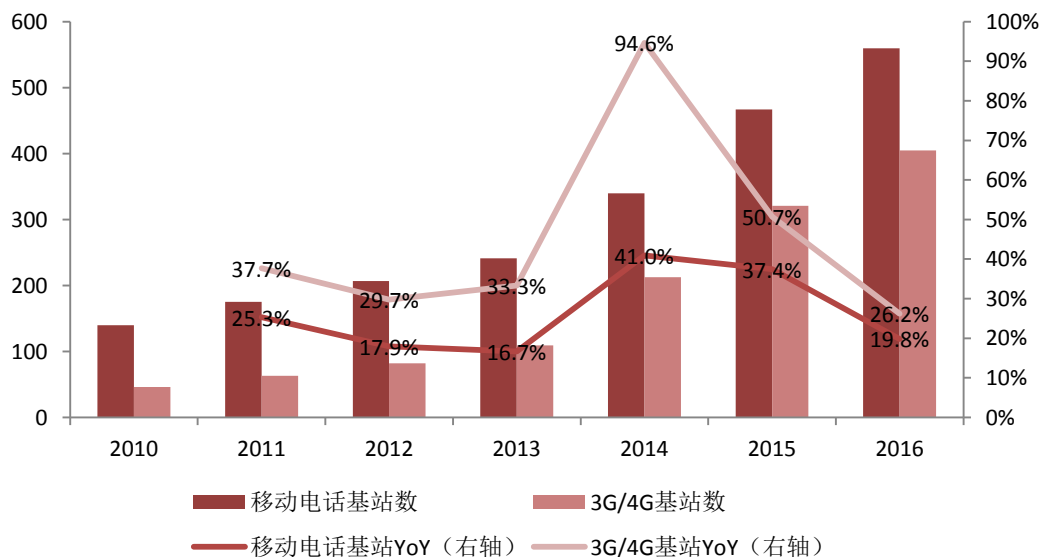
数据来源：Prismark，西南证券整理

从 2015 年的 PCB 垂直行业市场结构可以看到，主要的市场来自通讯、消费电子和汽车这三大块，合计达 67%。

3.3.1 4G、5G 推动基站建设，国内通讯 PCB 市场稳步增长

5G 商用速度正在加快，相对 4G，5G 由于采用更高的频率，对射频微波 PCB 材料的低损耗、高集成、高一致性、易加工提出了新的技术需求。

图 28：2010-2016 年移动电话基站发展情况（万个）



数据来源：中国产业经济数据库，西南证券整理

3.3.2 消费电子市场广阔带动 FPC

手机已成为现代社会人类日常生活所必不可少的一部分，而 FPC 对于手机来说也是不可或缺的一部分，目前一部智能手机大概需要用到 15 块 FPC。一台笔记本电脑大致需要用

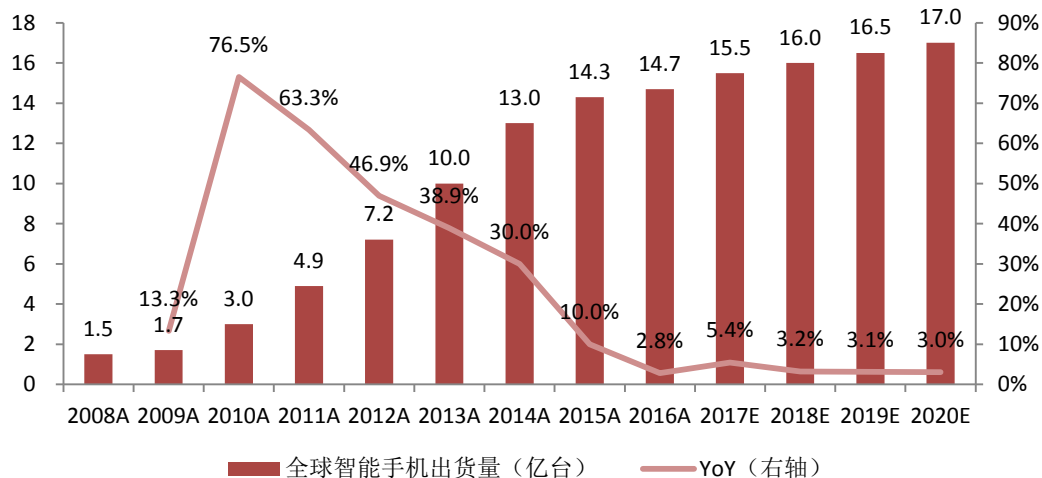
到 10 块 FPC，一台液晶显示器的 FPC 用量约为 2~4 块，一台等离子显示器需使用约 20 块 FPC，每台数码相机需使用约 2-4 块 FPC。

图 29：手机上应用的 FPC 软板



数据来源：WECC，西南证券整理

图 30：2008-2020 年全球智能手机出货量及预测

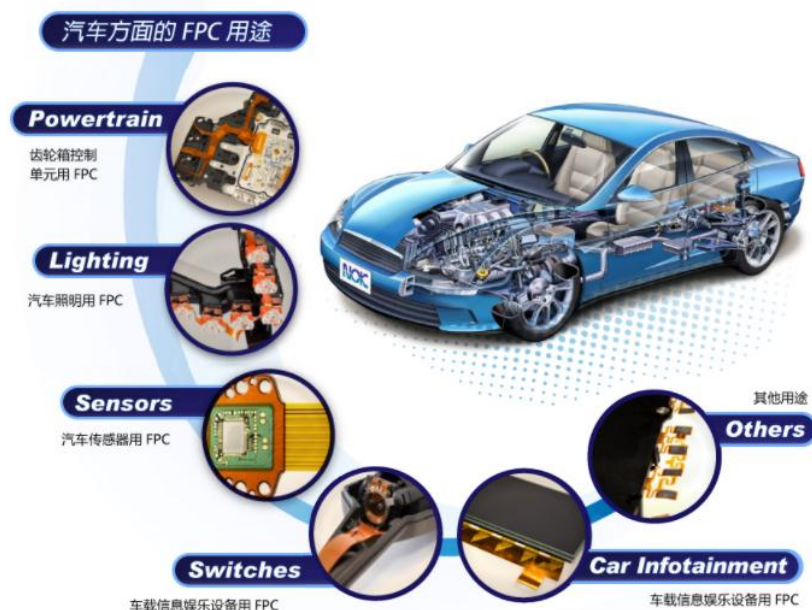


数据来源：IDC，西南证券整理

3.3.3 汽车智能化带动汽车电子 PCB

FPC 在汽车的安全系统和娱乐系统上均有应用，包括动力系统、照明系统、传感器、转轨器、车载信息娱乐系统等。随着汽车电动化和智能化趋势的确定，汽车电子成本将进一步提高，这有望带动汽车电子 PCB 发展。

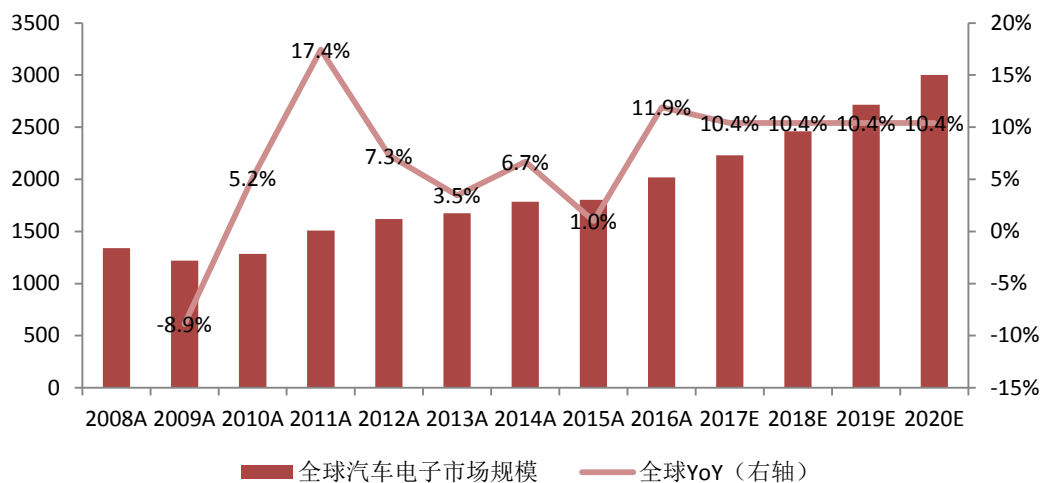
图 31：车用 FPC 主要应用范围



数据来源：MEKTEC，西南证券整理

据德勤数据，预计 2017-2020 年复合增长率将保持 10.4%，到 2020 年全球汽车电子市场规模有望突破 3000 亿美元。

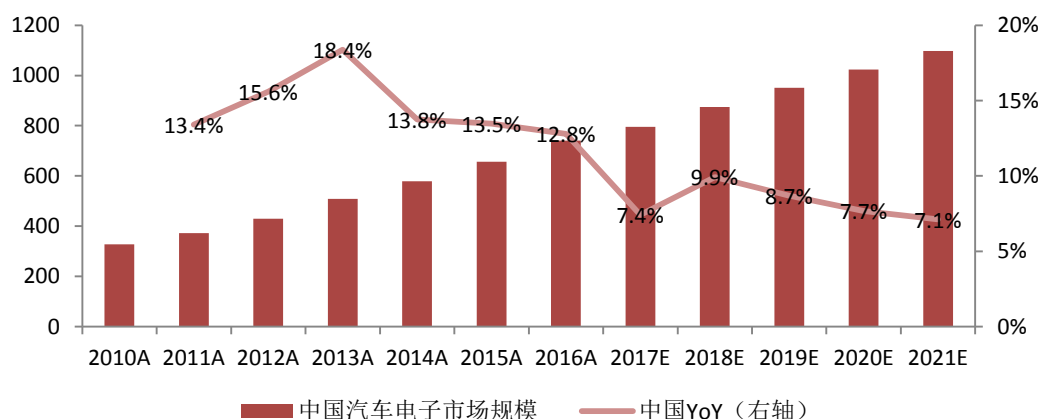
图 32：2008-2020 年全球汽车电子市场规模及预测（亿美元）



数据来源：中国产业信息网，Industry Experts，Strategy Analytics，TechNavio，德勤，水清木华研究中心，西南证券整理

根据前瞻产业研究院数据统计，2016 年中国汽车电子市场规模达 741 亿美元，预计今年将达到 796 亿美元，到 2020 年有望突破 1000 亿美元。

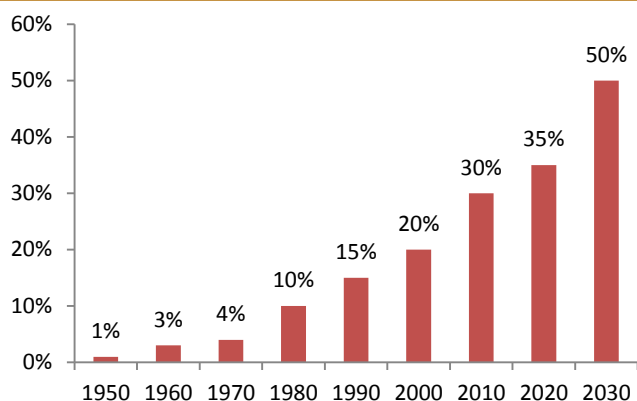
图 33：2010-2021 中国汽车电子市场规模及预测（亿美元）



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

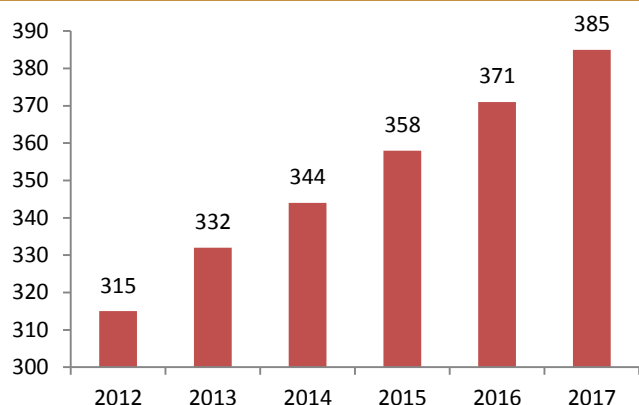
单车电子成本占比加速提升，据 IDC 数据，全球汽车电子成本占比 2000 年约为 20%，2010 年提高到 10%，预计 2020 年汽车电子成本占比将达 35%。每辆车中半导体成本逐年上升，据 IDC 统计，2016 年全球汽车平均单车半导体成本约为 371 美元，预计 2017 年将达到 385 美元。

图 34：汽车电子成本占比加速提升



数据来源：IDC，西南证券整理

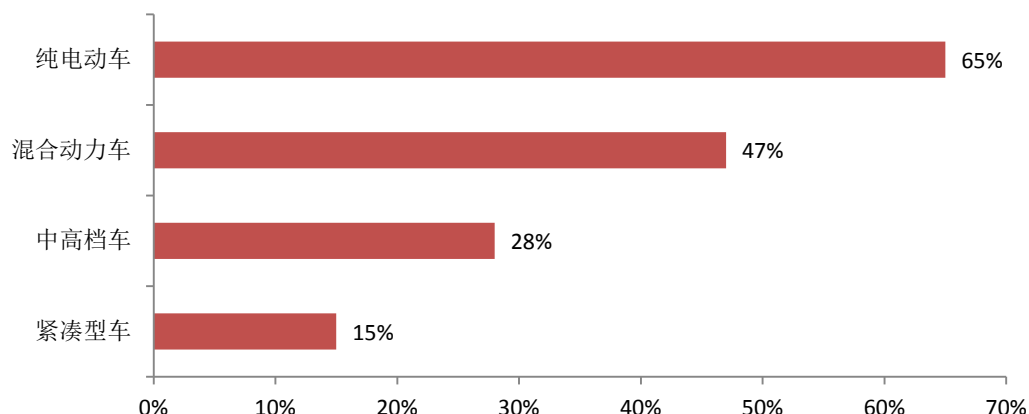
图 35：每辆车中半导体成本逐年上升（美元）



数据来源：IDC，西南证券整理

从不同种类看，汽车电子在纯电动轿车中占整体成本较高（65%），混合动力轿车次之为 47%。

图 36：各车型汽车电子成本占比

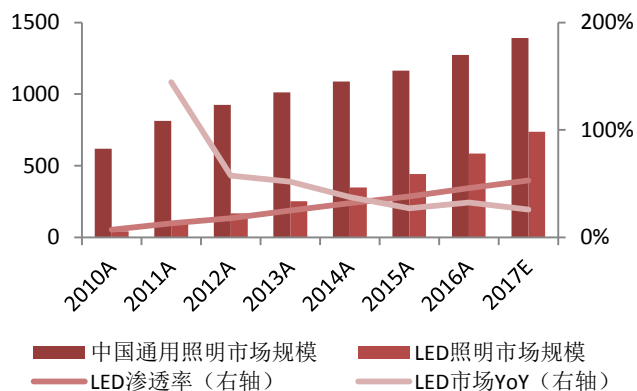


数据来源：中投顾问产业研究中心，西南证券整理

3.3.4 LED 照明继续渗透带动 MPCB 需求

公司是国内主要的专业 MPCB 厂商之一，具有较强的竞争力和知名度，主要客户包括海信、创维、亿冠晶、日上光电、海康威视等知名企业。公司 MPCB 覆盖铜基、铝基、铁基、不锈钢基，以铝基板为主。铝基板具有热传导率高、散热性好、机械强度高的特点，在照明产品中被广泛应用，如商业照明、室内照明等，在 LED 领域有广阔的应用前景。

图 37：中国通用照明市场规模及预测（亿元）



数据来源：LEDinside，西南证券整理

图 38：全球 LED 照明市场规模与预测（亿美元）



数据来源：LEDinside，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1: 金价走势稳定, 铜价有较高幅度上涨, 公司 RPCB 业务发展速度很难有所突破, 毛利率受原材料涨价影响有所下降, 2017-2019 年分别为 33%、32%、31%;

假设 2: 公司 FPC 业务占比继续提高, 受益行业发展业务稳定增长, 毛利率随 SMT 板占比增加而下降, 2017-2019 年分别为 21%、20%、19%;

假设 3: 公司 MPCB 业务增长稳定, 毛利率受 LED 行情影响, 微幅下降, 2017-2019 年分别为 37%、36%、35%;

假设 4: 公司三费率无明显变化。

基于以上假设, 我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表:

表 10: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
RPCB	收入	1,982.83	2326.85	2732.88	3211.13
	增速	16.73%	17.35%	17.45%	17.50%
	毛利率	35.92%	33.00%	32.00%	31.00%
FPC	收入	981.12	1471.67	2281.09	3307.59
	增速	40.87%	50.00%	55.00%	45.00%
	毛利率	20.95%	21.00%	20.00%	19.00%
MPCB	收入	267.11	355.26	461.84	577.30
	增速	10.74%	33.00%	30.00%	25.00%
	毛利率	38.33%	37.00%	36.00%	35.00%
其他业务	收入	52.14	62.57	75.08	90.10
	增速	26.99%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	75.00%	80.00%	80.00%	80.00%
合计	收入	3,283.20	4216.35	5550.90	7186.12
	增速	22.63%	28.42%	31.65%	29.46%
	毛利率	32.26%	28.66%	26.97%	25.41%

数据来源: 公司公告, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取了公司所在 PCB 行业主要竞争对手作为估值参考, 分别为超声电子、依顿电子、沪电股份、兴森科技, 预计公司 2018 年 EPS 为 2.28 元, 参考同行业公司的估值和公司近三年的增长预期, 公司毛利率和净利率行业领先, 产能新增在即, 新厂盈利能力继续提升, 产能释放大幅提升公司业绩。同时, 公司产品在行业处于中高端水平, 综合考虑应该给予一定估值溢价, 我们给予公司 18 年 30 倍估值, 对应目标价 $2.28 \times 30 = 68.40$ 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值情况

公司	股价（元）	EPS（元）			PE(倍)		
		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
超声电子	14.52	0.55	0.72	0.87	26.40	20.17	16.69
依顿电子	13.83	0.68	0.84	1.03	20.34	16.46	13.43
沪电股份	4.72	0.14	0.22	0.31	33.71	21.45	15.23
兴森科技	6.26	0.18	0.26	0.47	34.78	24.08	13.32
均值					28.81	20.54	14.67

数据来源：Wind，西南证券整理。股价以9月14日收盘价计算。

5 风险提示

- 原材料或涨价
- 宏观经济及下游需求或有波动
- 汇率风险
- 行业技术变革风险

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3283.20	4216.35	5550.90	7186.12	净利润	537.46	709.54	928.95	1202.75
营业成本	2223.95	2957.94	3993.83	5288.09	折旧与摊销	128.40	263.01	500.59	809.37
营业税金及附加	27.46	31.57	43.19	55.21	财务费用	1.43	-0.42	-0.56	7.19
销售费用	111.91	126.49	160.98	143.72	资产减值损失	20.34	10.00	10.00	10.00
管理费用	265.22	286.71	277.54	287.44	经营营运资本变动	-92.76	-161.10	-204.69	-221.90
财务费用	1.43	-0.42	-0.56	7.19	其他	-53.81	3.93	-22.52	-9.40
资产减值损失	20.34	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	541.05	824.95	1211.77	1798.01
投资收益	0.07	0.00	0.00	0.00	资本支出	-159.16	-4000.00	-4000.00	-4000.00
公允价值变动损益	0.00	10.00	10.00	10.00	其他	-154.71	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-313.87	-4000.00	-4000.00	-4000.00
营业利润	632.95	814.06	1075.92	1404.46	短期借款	-43.40	2418.38	2713.66	2429.58
其他非经营损益	20.42	18.20	18.94	18.69	长期借款	-108.87	0.00	0.00	0.00
利润总额	653.38	832.26	1094.86	1423.16	股权融资	1055.28	0.00	0.00	0.00
所得税	115.92	122.72	165.91	220.40	支付股利	-100.80	-64.12	-98.86	-138.64
净利润	537.46	709.54	928.95	1202.75	其他	60.14	-92.45	0.56	-7.19
少数股东损益	0.00	-0.72	-0.73	-0.70	筹资活动现金流净额	862.35	2261.81	2615.36	2283.76
归属母公司股东净利润	537.46	710.25	929.68	1203.46	现金流量净额	1091.80	-913.24	-172.87	81.76
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1363.66	450.42	277.54	359.31	成长能力				
应收和预付款项	1291.89	1630.83	2166.26	2796.38	销售收入增长率	22.63%	28.42%	31.65%	29.46%
存货	341.78	428.99	591.75	778.40	营业利润增长率	28.43%	28.61%	32.17%	30.54%
其他流动资产	0.00	7.58	6.65	10.05	净利润增长率	27.16%	32.02%	30.92%	29.47%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	23.64%	41.15%	46.38%	40.93%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1108.28	4864.92	8383.98	11594.26	毛利率	32.26%	29.85%	28.05%	26.41%
无形资产和开发支出	174.82	155.84	136.85	117.87	三费率	11.53%	9.79%	7.89%	6.10%
其他非流动资产	56.44	65.77	75.11	84.45	净利率	16.37%	16.83%	16.74%	16.74%
资产总计	4336.86	7604.34	11638.16	15740.70	ROE	18.78%	20.23%	21.42%	22.27%
短期借款	81.62	2500.00	5213.66	7643.24	ROA	12.39%	9.33%	7.98%	7.64%
应付和预收款项	1043.68	1337.35	1817.24	2411.81	ROIC	29.71%	17.81%	11.78%	10.49%
长期借款	148.38	148.38	148.38	148.38	EBITDA/销售收入	23.23%	25.54%	28.39%	30.91%
其他负债	201.68	111.70	121.86	136.15	营运能力				
负债合计	1475.36	4097.43	7301.15	10339.59	总资产周转率	0.94	0.71	0.58	0.52
股本	408.00	408.00	408.00	408.00	固定资产周转率	3.08	2.12	1.35	1.07
资本公积	1046.57	1046.57	1046.57	1046.57	应收账款周转率	3.33	3.44	3.46	3.44
留存收益	1406.93	2053.07	2883.88	3948.70	存货周转率	7.69	7.64	7.81	7.70
归属母公司股东权益	2861.50	3507.64	4338.45	5403.27	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.64%	—	—	—
少数股东权益	0.00	-0.72	-1.45	-2.15	资本结构				
股东权益合计	2861.50	3506.92	4337.01	5401.12	资产负债率	34.02%	53.88%	62.73%	65.69%
负债和股东权益合计	4336.86	7604.34	11638.16	15740.70	带息债务/总负债	15.59%	64.64%	73.44%	75.36%
					流动比率	2.41	0.65	0.43	0.39
					速动比率	2.13	0.54	0.35	0.31
					股利支付率	18.75%	9.03%	10.63%	11.52%
					每股指标				
					每股收益	1.32	1.74	2.28	2.95
					每股净资产	7.01	8.60	10.63	13.24
					每股经营现金	1.33	2.02	2.97	4.41
					每股股利	0.25	0.16	0.24	0.34
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	762.78	1076.65	1575.95	2221.02					
PE	37.35	28.26	21.59	16.68					
PB	7.02	5.72	4.63	3.72					
PS	6.11	4.76	3.62	2.79					
EV/EBITDA	24.89	20.63	15.92	12.35					
股息率	0.50%	0.32%	0.49%	0.69%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn