



2018-09-19

公司点评报告

买入/维持

景旺电子(603228)

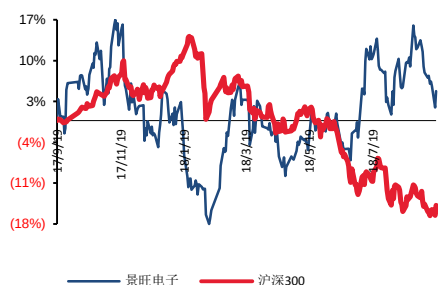
目标价: 76.3

昨收盘: 53.15

信息技术 技术硬件与设备

牵手立讯的一个原因、五大益处

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	408/81
总市值/流通(百万元)	21,685/4,310
12 个月最高/最低(元)	59.98/41.97

相关研究报告:

景旺电子(603228)《太平洋证券-电子行业-景旺电子(603228)中报点评:单季新高+股权激励,景旺速度再现江湖》--2018/08/30

证券分析师: 刘翔

电话: 021-61376547

E-MAIL: liuxiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517060001

事件: 拟以现金 2.89 亿元收购立讯精密全资子公司珠海双赢柔软电路有限公司 51%股权。交易完成后立讯精密将继续占有 49%股权。

本次收购性价比高,有 4 倍空间,且与公司珠海项目协同性强:
Q2 本次收购立讯全资子公司珠海双赢 51%股权,交易对价 28958 万元, PB=1, 从估值来看是一次高性价比收购。标的公司 2015-2018H1 营收为 2.2/2.1/2.6/1.1 亿元,净利润处于亏损状态。业绩上表现并不突出,但其核心价值在于技术与资源的积累。

项目	2015	2016	2017	2018H1
总资产	83601	82252	77378	69583
总负债	12780	15926	15075	12801
所有者权益	70820	66326	62303	56781
营业收入	22070	20525	26027	10597
净利润	-937	-4596	-4003	-5521
51%股权收购价: 28958				PB: 1

珠海双赢可生产全品类 FPC: 单双面、多层、软硬结合板。覆盖手机、电脑、相机等消费电子产品以及汽车、医疗设备等领域。立讯前期已投入 6.5 亿元,根据行业惯例这一投资足以打造一家营收逾 10 亿的 FPC 企业,考虑现有收入,即使不追加投入,后续至少还有 4 倍空间。

目前珠海双赢拥有广阔的国际市场和充足的客源,且珠海正是景旺下一步扩产项目所在地,后续双方将实现原材料、客户、物流、技术人才等方面的协同,在成本和新产品开发上实现再突破。

FPC 是 PCB 行业的中高端市场,集中度相对较高,做大客户是必由之路:

FPC 市场占全球 PCB 市场的约 20%-25%,总体市场空间约 130-160 亿美元。均价来看,Apple 手机用 FPC 均价约为 4000-7000 元/平米(包括元器件 SMT),国产普通手机及其他消费类终端用 FPC 均价约为 1500-3000 元/平米(包括元器件贴装)。

而占全球 PCB 市场约 40%的多层硬板全球市场空间约为 250 亿美元,其 2-8 层板价格在 1300 元/平米及以下,可以看出,FPC 是相对比较高端的市场,其行业属性是客户多为销量较大的消费类产品厂商、客户集中度高、FPC 厂商的市场集中度高,相应的,技术和资产

(尤其是 Apple 的 FPC) 壁垒高。

排名	国家	厂商	2015 (百万美元)	2016E (百万美元)	2016/2015	2015毛利率	2016毛利率	市占率
1	日本	NOK (NipponMektron) 旗胜	3751	3357	-10.50%	20.38%	19.51%	26.23%
2	台湾	ZDT 臻鼎	2700	2557	-5.30%	19.16%	15.22%	19.98%
3	日本	住友电工	1502	1136	-24.37%			8.88%
4	日本	FUJIKURA 藤仓	736	786	6.79%			6.14%
5	台湾	FLEXIUM 台郡	559	560	0.18%	19.27%	16.18%	4.38%
6	韩国	INTERFLEX 永丰	443	557	25.73%			4.35%
7	中国	M-FLEX (东山精密)	637	679	6.59%	7%	13.26%	5.30%
8	台湾	Compeq 华通电脑	494	514	4.05%			4.02%
9	韩国	SIFLEX 世一	412	475	15.29%			3.71%
10	台湾	Career Technology 嘉联益	415	330	-20.48%	5.37%	6.11%	2.58%
11	日本	NittoDenko 日东电工	497	383	-22.94%			2.99%
12	韩国	BHFlex	314	332	5.73%			2.59%
13	韩国	LG	328	260	-20.73%			2.03%
14	美国	Multek	252	240	-4.76%			1.88%
15	台湾	Unimicron	285	230	-19.30%			1.80%
16	韩国	SEMCO 三星电机	204	196	-3.92%			1.53%
17	韩国	Daeduck	206	188	-8.74%			1.47%
18	台湾	Ichia	233	182	-21.89%			1.42%
19	韩国	YoongPoong	183	167	-8.74%			1.30%
20	中国	景旺电子	104	141	35.58%	21.48%	20.95%	1.10%
21	中国	弘信电子	109	121	11.01%	15.51%	15.42%	0.95%

实际上，全球的 FPC 市场中，大约有 100-120 亿美元的收入来自 Apple 各产品的应用所需的采购，Apple 的软板份额，目前被内资的东山；日资的旗胜、住友等；台资的臻鼎、台郡等；美资的迅达等少数企业瓜分。

后视镜上看，Apple 实际上引领的软板技术的潮流，是 Apple 每一代新产品的技术要求，推动了 FPC 技术的升级，在 PCB 领域，把 Apple 产品的称为软板技术的最大试验田和量产产地一点都不为过。

技术指标	分类	微小孔孔径	精细线路线宽	叠层数量	阻抗值
国际领先水平	国际领先企业可大规模量产的水平	40 μ m - 50 μ m	30 μ m - 40 μ m	8-12 层	100 $\pm$ 5 Ω
国内量产水平	公司可大规模量产的水平	70 μ m - 80 μ m	40 μ m - 50 μ m	6-8 层	100 $\pm$ 10 Ω
国内技术储备	公司在实验室已完成	50 μ m - 60 μ m	30 μ m - 40 μ m	12 层	100 $\pm$ 5 Ω

做软板业务，必须做进 Apple 的圈子才能长大，现有整体 PCB 市场排名前三的企业（臻鼎、旗胜、迅达），都是 Apple 软板最核心的供应商，其核心壁垒在于三点：资产重度（设备比做一般产品贵 3-5 倍）、技术难度、产能交期。

	为Apple供应			业务明细
	SLP	FPC	RFPCB	
臻鼎	√	√		iPhone X类载板份额约25%，SLP+IC载板+多层板占总收入约30%，FPC约占70%
旗胜		√	√	汽车业务约占43%，工业类等其他业务约占5%，FPC业务占52%，目前正大力发展汽车FPC业务
迅达	√	√		2017年网通业务占18%，计算机及服务器（包括平板）占13%，工控医疗业务占14%，手机业务占18%，汽车占19%，其他占2%。科研类业务16%。HDI、SLP、FPC、RFPCB、IC载板均可生产，位于Apple供应链，17年来自Apple收入约5.3亿美元
三星电机			√	主要业务包括PCB(产值约占20%)、积层陶瓷电容、芯片电阻、影像传感器模块、精密马达、电源供应器、二极管、调谐器、WiFi和LED背光模块等。IC载板龙头，RFPCB、FPC和HDI也可量产，投入1亿美元布局SLP，iPhone X OLED屏幕RFPCB供应商。芯片封装载板占产值的65%、HDI占25%、软硬结合板占10%。
住友电工		√	√	汽车业务占比约60%，通讯业务占比约17%，娱乐能源类占比10%，工业类占比8%，FPC业务占比约5%
藤仓		√	√	能源和通信占比52%，汽车占比20%，连接器约6%，房地产占比2%，FPC业务占比约20%
维信		√		18年为Apple供货5-6个料号，每个料号份额约30%，ASP约20美金
台郡		√	√	纯FPC供应商，定位高端料号，WiFi、压力、摄像头料号，没有显示料号
interflex		√	√	FPC业务占比53%，iPhone X OLED屏幕RFPCB供应商（份额近45%），触控面板FPC供应商，摄像头模组软板裸板（LG Innotek组装成软板组件）
BH Flex			√	iPhone X OLED屏幕RFPCB供应商
嘉联益		√		纯FPC供应商，LCP天线软板可量产

软板业务 2018H1 大幅提升，宏大格局逐渐清晰：景旺科技 2018H1（龙川子公司、软硬板业务）营收 11.4 亿元，同比+19%，净利润 1.9 亿元，同比+44%。龙川工厂通过技改升级，产能同比提升 15%以上，技改后软板良率提升，促使毛利率提升（1 个点良率对应 2-3 个点的毛利率），最终导致营收和净利润同比大幅提升。

从景旺的软板布局来看，公司珠海项目一期主要投向 FPC，设计产能是现有产能的一倍，达产后年产能将达到约 160 万平，这一绝对值水平已经超过台郡、嘉联益等 Apple 供应商。

产线配套和业务经营方面，公司软板业务目前已经引入卷对卷生产，该生产方式主要可实现多层软板的精准对位和快速生产，成功开拓了汽车电子、自动驾驶、新能源、OLED 显示、无线充电等应用领域的客户，包括法雷奥、安波福、德尔福技术、Lumileds、三星 SDC、宁德时代、安费诺、德普特等细分领域龙头。

研发方面，2018H1 研发投入 1.08 元，同比增长 30.93%，取得了新增发明专利与实用新型共计 34 项，实现高密度多层柔性板、高精度指纹识别柔性板等研发技术的批量化生产应用。

总体上，公司在产能交期、技术储备上逐步接近国际顶尖水平，而设备投入能力上，景旺作为中国大陆最赚钱、全球第 7 赚钱、固定资产投资回报全球最高的企业，投资能力是毋庸置疑的。

其实合作可能性和方式很多，不会受制于单一大客户：我们认为，

站在景旺的角度，本次合作有五大益处：

第一，双方互通客户资源。景旺目前在汽车电子、数通设备、消费、工控等领域积累了像海拉、德尔福、法雷奥、海康、三星等优质客户，而标的公司及其母公司在海外大客户、PC、消费、汽车、医疗等领域也已深耕多年，目前软板市场整体处在“中低端手机下滑、长期在电子产品渗透率提升”的发展过渡期，双方客户资源的整合是最直接的益处，有利于提高抵抗市场变化风险的能力，保证营收的稳健增长。

第二，景旺实现控股，消除了战略不统一等管理风险。

第三，由于标的公司所在地珠海即景旺新项目投放地，后续在原材料、人才、土地等核心资源上的协同效应将有效降低成本、提高扩产空间。

第四，技术上也将受益。标的公司前期投入 6.5 亿元购买设备和进行研发，实际上技术储备已经达到行业领先水平，同时其母公司拥有全球领先的连接器生产能力，未来产业链上下游的整合（如手机软板天线模组）也十分具有想象空间。

第五，标的公司业绩改善是大概率事件。标的公司缺乏的是优秀的管理和生产经验，景旺是 PCB 精细化管理的代言人，入主后将进一步发挥能力，使得标的公司具备和投资额相符的营收水平（即使不投资也还有 4 倍空间）。

总结来看，景旺牵手立讯的核心原因是加速整合软板业务资源、加速向更高端市场迈进，五大益处如上所述。

投资建议：预计 18-20 年净利润分别为 8.8/11.9/15.7 亿，EPS 2.18/2.93/3.84 元，当前股价对应 PE 分别为 24.6/18.3/14.0X，给与 2018 年 35X 估值，目标价至 76.3 元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求低于预期；新产能拓展低于预期。

■ 盈利预测和财务指标:

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,192	5,197	6,862	8,492
(+/-%)	27.7%	24.0%	32.0%	23.8%
净利润(百万元)	660	887.88	1195.82	1565.53
(+/-%)	22.8%	34.6%	34.7%	30.9%
摊薄每股收益(元)	1.62	2.18	2.93	3.84
市盈率(PE)	33.2	24.6	18.3	14.0

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	924	1432	1923	2705	营业收入	4192	5197	6862	8492
应收款项	1658	2022	2670	3304	营业成本	2829	3417	4478	5445
存货净额	458	529	696	848	营业税金及附加	35	42	55	68
其他流动资产	6	10	14	17	销售费用	142	187	247	306
流动资产合计	3046	3993	5302	6874	管理费用	374	467	627	774
固定资产	1236	1414	1575	1715	财务费用	17	15	15	14
无形资产及其他	232	223	214	205	投资收益	5	0	0	0
投资性房地产	262	262	262	262	资产减值及公允价值变动	(44)	(20)	(20)	(20)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	47	0	0	0
资产总计	4777	5892	7352	9056	营业利润	802	1049	1420	1866
短期借款及交易性金融负债	1	174	174	174	营业外净收支	(2)	20	20	20
应付款项	1199	1385	1823	2223	利润总额	800	1070	1441	1886
其他流动负债	223	286	377	461	所得税费用	141	182	245	321
流动负债合计	1422	1845	2375	2858	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	660	888	1196	1566
其他长期负债	79	77	76	74					
长期负债合计	79	77	76	74	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
负债合计	1501	1923	2451	2933	净利润	660	888	1196	1566
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	24	8	5	5
股东权益	3276	3969	4902	6123	折旧摊销	143	141	163	184
负债和股东权益总计	4777	5892	7352	9056	公允价值变动损失	44	20	20	20
					财务费用	17	15	15	14
关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E	营运资本变动	(324)	(180)	(286)	(303)
每股收益	1.62	2.18	2.93	3.84	其它	(24)	(8)	(5)	(5)
每股红利	0.61	0.48	0.64	0.84	经营活动现金流	523	869	1094	1467
每股净资产	8.03	9.73	12.01	15.01	资本开支	(240)	(340)	(340)	(340)
ROIC	21%	25%	28%	33%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	20%	22%	24%	26%	投资活动现金流	(240)	(340)	(340)	(340)
毛利率	33%	34%	35%	36%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT	19%	21%	21%	22%	负债净变化	(148)	0	0	0
Margin	23%	24%	24%	25%	支付股利、利息	(249)	(195)	(263)	(344)
EBITDA									

Margin									
收入增长	28%	24%	32%	24%	其它融资现金流	73	173	0	0
净利润增长	23%	35%	35%	31%	融资活动现金流	(722)	(22)	(263)	(344)
率					现金净变动	(439)	507	491	783
资产负债率	31%	33%	33%	32%	货币资金的期初余额	1364	924	1432	1923
息率	1.1%	0.9%	1.2%	1.6%	货币资金的期末余额	924	1432	1923	2705
P/E	33.2	24.6	18.3	14.0	企业自由现金流	248	521	746	1118
P/B	6.7	5.5	4.5	3.6	权益自由现金流	172	716	774	1160
EV/EBITDA	24.5	19.4	15.0	11.9					

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com

广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。