



2019-03-30

公司点评报告

买入/维持

景旺电子(603228)

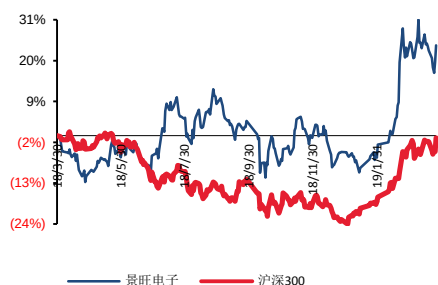
目标价: 85.1

昨收盘: 65.1

信息技术 技术硬件与设备

需求波动方显优秀本色，关注三大长期增长点

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	411/81
总市值/流通(百万元)	26,756/5,279
12 个月最高/最低(元)	68.72/46.19

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)三季报点评:业绩符合预期&三表数据稳健,看新项目、新结构、新增长》--2018/10/31

证券分析师: 刘翔

电话: 021-61376547

E-MAIL: liuxiang@tpyzq.com

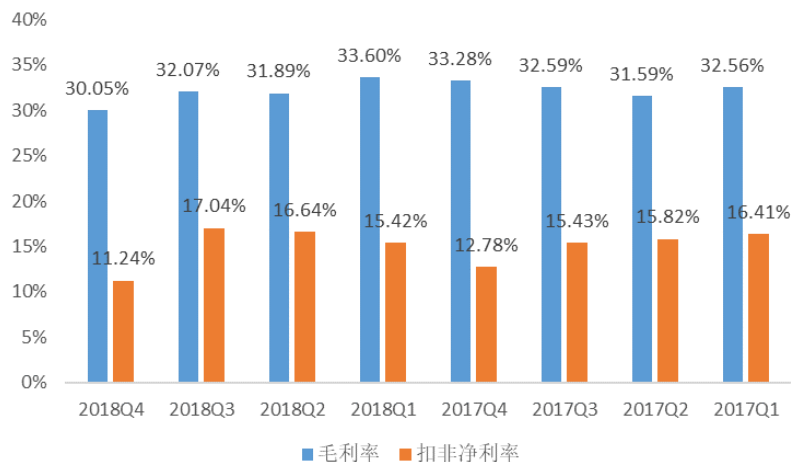
执业资格证书编码: S1190517060001

事件: 2018 年收入 49.8 亿元, 同比+18%, 归母净利 8.0 亿元, 同比+21%。Q4 单季度收入 13.4 亿元, 环比持平, 同比+20%, 净利润 1.73 亿元, 同比+20%, 环比-27%。拟资本公积金转增股本, 每 10 股转增 6 股, 派 7.5 元。

新产能投放和收购带来固定成本提升, 与订单导入的暂时性时间差导致 Q4 利润受到影响: 公司 Q4 受到产业链去库存、终端客户采取保守性下单策略影响(我们提出的 CP 值出现了近 5 年的极小值点), 整体收入增长不明显、利润环比下滑, 但公司通过拓宽海外客户市场、提高订单品类价值等方式维持了业绩的稳定。

在行业需求出现极端状况, 同时又叠加大规模产能投放、生产组织面临磨合损耗的不利时点, 公司依然保持了全年利润 20%的增速, 完成了集团的考核目标, 显示了标杆企业的内在实力。

2018 年全年公司毛利率 30.8%, 同比-0.73 个 pct, 净利率 16.1%, 同比+0.4 个 pct, 全年毛利率的下滑主要原因是公司江西二期新产能投放后固定成本提升, 又恰遇行业需求极端淡季导致订单导入受到影响, 同时收购珠海双赢也产生暂时性投入和整合成本而尚未贡献利润, 订单价格上, 公司全年总体均价同比下降约-2%, 可解释为产品结构波动, 在需求的短期萎缩情况下价格基本保持稳定。实际上横向对比来看, 公司 Q4 单季度的业绩表现是相对突出的, 且全年净利率实现正增长。



Q4 单季度毛利率 30%, 同比-3.2 个 pct, 环比-2.0 个 pct, 净利率 11.2%, 同比-1.5 个 pct, 环比-5.8 个 pct。Q4 单季度毛利率同比环比

下滑，主要是新产能投放固定成本增加而订单导入暂时受到需求影响、收购资产尚未盈利的原因，价格基本稳定，净利率同比下滑、环比下滑幅度较大，主要是毛利率下滑，以及收购事项带来的费用支出提升，以及 2018 年 Q2Q3 两个季度汇兑收益较多导致净利率有一定提高。

主营业务成本端，直接材料费用 20.4 亿元，同比+16%慢于营收增速；直接人工费用 5.1 亿元，同比+16%慢于营收增速；制造费用 8.35 亿元，同比+33%，快于营收增速。

制造费用主要是设备折旧和能源，这也验证了公司毛利率下降的原因是，订单的导入暂时跟不上产能的投放节奏导致固定成本提升，而这个现象是行业出现极端需求不振导致的，后续不可持续回暖是大概率事件。

此外，我们可以看出，尽管制造费用提升，但是人工成本增速并没有超营收增速提升，也就是说，自动化产线的投放对人工的边际依赖是在不断减弱的，除了设备不可避免，人工的依赖会逐步解除，材料的调用也会更加实时（库存更灵活）。

费用端，销售费用 1.7 亿，同比+23%增速略快于营收，系薪酬福利、运输费、代理费、保险费等费用增加；

管理费用 2.4 亿，同比+37%增速快于营收，管理人员薪酬福利、中介服务费及股份支付费用增加所致；

研发费用 2.3 亿，占营收 4.64%，同比+16%，研发持续投入；

财务费用-822 万元，上年同期 1695 万元，汇兑收益增加。

产销量良率方面，2018 年产量同比+22%，销量同比+21%，库存同比+47%（寄售、收购等原因），均价（软硬板合计）同比-2%。

总体上产销量均加速提升，均价保持稳定（江西二期前期磨合产线需要采用相对低廉的订单）。

良率上，公司硬板整体良率稳定在 97-98%，软板良率全年提升了 2-3 个 pct，来到 95-96%。良率的提升来自于产线数据流整合和信息化改造推动的制程改善，减少品质异常；

	生产量	同比%	销售量	同比%
2018	535.8	22.8	517.6	21.0
2017	436.3	16.8	427.7	19.2
	库存量	同比%	均价	同比%
2018	57.4	47.7	948	-2%
2017	38.8	23.2	965	7%

人均指标

2018 年人均营收 50 万元，同比微降，人均净利 8.1 万元，同比微升，主要系（江西二期）新产能以及待投放产能的人员提前配置，

但效益尚未完全体现，同时收购的珠海双赢尚未完全贡献效益导致。

万元	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31
人均创收	50.85	51.34	44.18
人均创利	8.19	8.08	7.23

各厂区盈利状况，龙川景旺营收 24.17 亿元，同比+21%，净利润 3.7 亿，同比+37%，可见在做了技改升级后，利润率提升非常明显（净利率同比+2 个 pct）。

江西景旺营收 12.13 亿元，同比+30%，净利润 1.97 亿元，同比基本持平，也就是说江西二期 2018 年基本实现盈亏平衡（包括为 4/5 号线前期准备的一次性费用，4/5 号线预计将会在 2019 年投放），略赚 3-4 百万元，2019 年二期将全年盈利，我们预计单二期营收全年可突破 10 亿元；

根据测算，深圳景旺营收约 13.63 亿元，同比+8%，净利润 2.3 亿元，同比+19%。

截止年报披露，珠海景旺柔性（双赢）亏损约 1526 万元。我们预计 2019 年上半年可扭亏，最快 Q1 可实现单月扭亏，全年有望实现 5 千万利润。

需关注的财务指标：

前五大客户占比 24%，其中第一大占比 5.8%、第二大占比 5.0%、第三大占比 4.8%，公司实际上不依赖某一个客户。

前五大供应商合计占比 25%，其中第一大供应商占比 14%，其余均低于 5%。

非经常性损益合计 5213 万元，其中政府补助 5599 万元；

总资产 76.7 亿元，较期初增加 60.55%，主要系报告期江西景旺二期投入增加、公开发行可转换债券的募集资金到账以及并购景旺柔性所致

固定资产 23.0 亿元，期末较期初+99%，系江西景旺二期项目投产转固及并购景旺柔性所致；

在建工程 1.3 亿元，同比+62%，龙川景旺环保工程、景旺大厦、珠海景旺厂区建设等项目投入增加所致；

短期借款 0 亿，上期 57 万，归还银行借款减少；

资产减值 7127 万元，其中计提存货跌价准备约 4936 万元；

库存量 6.18 亿元，同比+32%，系销售规模增加；

经营性现金流净额 8.0 亿，同比+10%，与利润规模相当，销售规模增加、持续加强客户信用管理和优化资金结算方式所致；

投资活动现金流净额-13.8 亿元，同比-138%，主要系报告期购买的理财产品增加所致；

筹资活动现金流量净额 7.7 亿元，同比+216%，转债募集资金到账所致。

货币资金 2.7 亿，较期初+28%，系收到可转债募集资金所致；

以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 5 个亿，上年同期没有，主要系报告期期末存在收益与汇率挂钩的理财产品所致；

应收票据和应收账款 16.1 亿，同比+26.03%增速快于营收，系销售规模增长和并购景旺柔性所致；

存货 6.8 亿，同比+49%，销售规模扩大，寄售、DDU 客户的业务量增加（客户未领取前均算入存货）及并购景旺柔性所致；

应付票据和账款 19.1 亿，同比+59%增速快于营收，生产规模扩大使得采购额增加和工程设备投资增加所致；

应付职工薪酬 1.6 亿，同比+33%，系江西二期及并购珠海双赢人员增加所致；

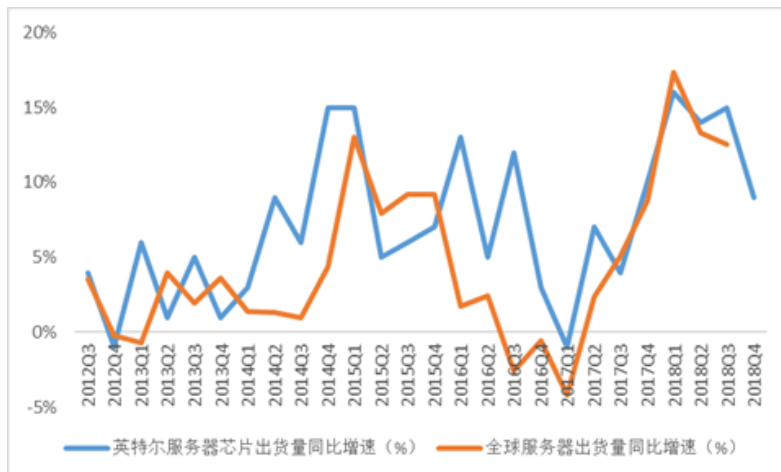
其他应付款 3.19 亿元，主要系并购应付款项等。

5G 业务开拓元年，新世代通信 PCB 市场正在迎来景旺：公司目前已经具备 5G 无线设备天线 PCB（在无线设备新建需求中弹性最大，约占整体的三分之一）批量供货能力，虽然暂时业绩贡献不是十分巨大，但是后续随着下游设备出货拉动，以及通过更多设备商的认证、5G 产品线的进一步丰富，5G 业务的贡献会越来越大。

通信大类 PCB 需求跨度长弹性大，高壁垒业务享受优良格局，即将进入行业爆发甜蜜期：2018 年下半年中国大陆基站出货量同比增速超过 50%，全球范围内 4G 渗透率整体还不足一半，4G 的继续布设、升级、扩容是此前通信大类 PCB 需求的主要来源。后续驱动因素会开始逐步切换到 5G，2019 年是中国及全球 5G 规模预商用的元年，设备已经开始下单，而且中国大陆物联网基站的建设规划也带来的新增需求。

年份	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
宏基站数量, 万站	20	40	100	140	160	140	100	40
对应 PCB 价值, 亿元	30.2	60.4	151	211.4	241.6	211.4	151	60.4
室分站数量, 万站	5	10	20	30	40	30	20	10
对应 PCB 价值, 亿元	2.6	5.2	10.4	15.6	20.8	15.6	10.4	5.2
合计 PCB 价值, 亿元	32.8	65.6	161.4	227	262.4	227	161.4	65.6
合计 CCL 价值, 亿元	14.8	27.6	62.9	81.7	86.6	68.1	48.4	19.7

受益于互联网流量的高增长、云计算的渗透，全球服务器出货量连续近 10 个季度高增长，全球互联网巨头资本开支 2018Q4 环比继续提升，我们认为 2019 年虽然服务器出货量增速会略有放缓，但是依然会维持正增长的态势，后续 5G 等细分领域的计算需求呈现长期上升趋势，服务器 PCB 的用量和价格提升是大概率事件。



根据 prisma 的预测，到 2022 年通信大类 PCB 市场全球 137 亿美元市场空间，龙头公司目前在该领域市占率约 5%，假设龙头公司（如深南）份额继续增长，而景旺逐步达到 4% 的市占率（外资退出、行业集中，景旺做到前五），则对应约 36 亿 RMB，对公司硬板业务实现 100 亿收入是强有力贡献。

此外，公司目前已经是内资前 3 的汽车板企业（沪电、依顿），目前全球排名第十、中国第一的汽车板企业该业务收入约 1.87 亿美元，全球前三对应约 5.5 亿美元营收，即约人民币 38 亿元，公司汽车板业务（江西二期为主，包括部分软板）还有至少 3-4 倍空间。

软板业务不断创新高，逐步站上新平台：公司 2019Q1 软板业务单月营收不断创出新高，增量产能来自原有产线的技改扩产以及收购的资产整合，增量订单来自新能源（B、N 客户等）、高端消费电子（Y 客户等）等领域客户的放量，以及手机客户由间接供应向直接供应的开拓，直供市场的需求空间、可选产品、订单持续性（深度合作客户）都更加好。

当前内资软板市场由于手机需求波动、技术升级、产线升级倒逼等因素，供应商正在加速分化，行业集中度不断提升，2018 年来看，有未直接上市的软板企业实现利润的同比 100%+ 增长，也有企业内部动荡快速竞争力和份额下降。景旺作为内资软板市场前二的企业，固定资产投资能力（和评估体系，机器设备投资回报）、技术能力（30um 线宽线距、自主贴装能力）、人才梯队等方面均有比较优势，后续将进一步提高在 HOVM 客户、车载、高端消费等领域的市场份额。

业务端，公司收购的珠海双赢（珠海景旺软性）即将在 2019 年贡献产能和盈利，珠海一期也将投向软板，使得景旺的供给能力站上新台阶，为后续给国际大客户配套打下基础，最终实现软板业务 100 亿营收的目标。

研发先行，ROE 重回正增长，稳定增长下是不断自我迭代的业务

布局：

研发投入 2.3 亿元，同比+16%，开展了 5G 相关的 PTFE、LCP 等材料加工技术、无线充电及新能源产品制作等技术研发项目。新增发明专利合计 34 件（是同类企业的 1-2 倍甚至更高）。

高精度指纹识别柔性板技术、24G/77G 汽车雷达微波板、5G 天线产品技术等已具备量产能力，COB 封装金属基板等 4 个产品认定为高新技术产品证书。

全年 ROE=21.64%，重回正增长，其中周转率 0.8 同比略有下降（投产和收购），权益乘数和净利率均同比提升。

	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31
ROE	21.64	21.50	25.41	36.46	38.98
销售净利率	15.95	15.74	16.37	15.79	14.72
权益乘数	1.68	1.48	1.66	2.14	2.40
资产周转率	0.80	0.92	0.94	1.08	1.11

实际上公司上市以来 ROE 处于下降状态，直至 2018 年开始企稳回升，我们认为这是一个信号，后续公司通过产线效率提升和产品结构升级去挖掘利润率的潜能，ROE 将会至少稳定在这个水平。

我们认为景旺电子是一家至少稳定增长（年复合 20%以上，5 年以上）、赛道较长（700 亿美金市场，600+亿人民币市值）的企业，公司的业务布局涵盖软、硬、金属基金品类，没有短板，客户分布均衡，没有依赖，不会出现跟随大客户销量兴衰自身业绩起伏的现象（从 Q4 及 19 年 Q1 的情况亦可看出公司抵抗周期波动的能力相对较强）。

而且公司产能推进层次感较强，江西一期自动化 1.0 产线，二期自动化 2.0 无灯工厂，珠海一期（包括双赢）软板，公司的扩产不是原有产线和产品的简单复制，而是逐步升级和品类的扩张，这也保证了公司的业务结构更加合理，业绩增长的稳定性、后续动力更充足。

公司由于历史搬厂原因导致实力还未被市场完全认可，后续与龙头之间的估值差距有望进一步修复。

投资建议：预计 19-21 年净利润分别为 10.0/13.0/17.3 亿，当前股价对应 PE 分别为 26.7/20.5/15.2X，给与 2019 年 35X 估值，目标价 85.1 元，给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；新产能拓展不及预期；5G 进展低于预期

■ 盈利预测和财务指标:

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,986	6,660	8,537	11,408
(+/-%)	18.9%	33.6%	28.2%	33.6%
净利润(百万元)	803	999.99	1299.87	1736.41
(+/-%)	21.7%	24.6%	30.0%	33.6%
摊薄每股收益(元)	1.95	2.45	3.19	4.26
市盈率(PE)	33.3	26.6	20.4	15.3

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)	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1185	1982	2955	3891	营业收入	4986	6660	8537	11408
应收款项	2089	1925	2467	3297	营业成本	3401	4536	5802	7768
存货净额	684	677	873	1180	营业税金及附加	40	57	73	97
其他流动资产	372	13	17	23	销售费用	175	240	307	411
流动资产合计	4830	5098	6813	8891	管理费用	241	610	779	1037
固定资产	2435	2703	2640	2897	财务费用	(8)	15	15	14
无形资产及其他	256	245	235	225	投资收益	7	0	0	0
投资性房地产	150	150	150	150	资产减值及公允价值变动	(42)	(30)	(30)	(30)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(178)	0	0	0
资产总计	7670	8196	9838	12163	营业利润	924	1173	1531	2051
短期借款及交易性金融负债	0	0	10	10	营业外净收支	(1)	20	20	20
应付款项	1912	1807	2328	3146	利润总额	923	1193	1551	2072
其他流动负债	512	373	480	647	所得税费用	128	203	264	352
流动负债合计	2424	2179	2818	3804	少数股东损益	(7)	(10)	(13)	(17)
长期借款及应付债券	727	727	727	727	归属于母公司净利润	803	1000	1300	1736
其他长期负债	112	111	109	108					
长期负债合计	839	838	836	835	现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	3263	3017	3654	4638	净利润	803	1000	1300	1736
少数股东权益	264	256	246	233	资产减值准备	(2)	6	(1)	3
股东权益	4143	4923	5937	7291	折旧摊销	174	265	294	320
负债和股东权益总计	7670	8196	9838	12163	公允价值变动损失	42	30	30	30
					财务费用	(8)	15	15	14
关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E	营运资本变动	125	289	(115)	(156)
每股收益	1.95	2.45	3.19	4.26	其它	(3)	(13)	(9)	(16)
每股红利	0.50	0.54	0.70	0.94	经营活动现金流	1138	1577	1500	1918
每股净资产	10.08	12.07	14.55	17.87	资本开支	(1319)	(560)	(250)	(600)
ROIC	25%	22%	30%	39%	其它投资现金流	(500)	0	0	0
ROE	19%	20%	22%	24%	投资活动现金流	(1819)	(560)	(250)	(600)
毛利率	32%	32%	32%	32%	权益性融资	86	0	0	0
EBIT Margin	23%	18%	18%	18%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	26%	22%	22%	21%	支付股利、利息	(204)	(220)	(286)	(382)
收入增长	19%	34%	28%	34%	其它融资现金流	1264	0	10	0
净利润增长率	22%	25%	30%	34%	融资活动现金流	941	(220)	(276)	(382)
资产负债率	46%	40%	40%	40%	现金净变动	260	797	974	936
息率	0.8%	0.8%	1.1%	1.4%	货币资金的期初余额	924	1185	1982	2955
P/E	33.3	26.6	20.4	15.3	货币资金的期末余额	1185	1982	2955	3891
P/B	6.5	5.4	4.5	3.6	企业自由现金流	(48)	1005	1237	1304
EV/EBITDA	23.1	19.9	16.2	12.9	权益自由现金流	1216	1017	1277	1353

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@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。