

2019年08月28日

证券研究报告·公司研究报告

景旺电子(603228) 电子

买入(首次)

当前价: 45.51元

目标价: 64.50元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

冉冉升起的内资 PCB 龙头

投资要点

- 推荐逻辑:** 景旺电子以 49.9 亿产值跃居内资 PCB 企业第二, 2018 年加权 ROE22%位列行业第一。公司以硬板、软板、金属板为核心, 以江西和珠海工厂为依托, 打造行业最先进的自动化工厂, 积极开拓苹果华为等世界一流客户。大陆 PCB 产业加速崛起, 公司积极扩产提高市场份额, 未来 3 年归母净利润有望实现 28%的复合增速, 公司管理卓越, 成长确定性高, 目前仍处低估区间。
- 产品结构迭代升级, 积极备战一流客户:** 公司已经形成了以硬板、软板和金属板为支柱的产品结构。硬板主打高层高阶板, 供应通讯和汽车等高端产品; 软板已经做到国内第一梯队, 供应消费电子等领域; 金属基板主要应用于汽车和 LED, 竞争壁垒较高, 潜在空间巨大。景旺 2018 年从立讯收购了 51%珠海双赢股权, 规划 200 万平 FPC 和 300 万平 HDI 产能。其中“牛顿项目”主要为 A 客户准备, 按 A 客户标准建厂, 借助立讯优势切入软板供应链; “阿尔法项目”主要为华为准备, 供应高频高速板, 填补 5G 建设高峰到来产能空缺。
- 智慧工厂提升管理能力, 产值瓶颈不断突破:** 景旺财务指标是行业最佳, 公司将精细化管理做到极致。投资建厂时严格控制成本, 生产环节通过精细化管理和自动化改造实现成本最优化, 2018 年综合毛利率、净利率、加权 ROE 分别为 31.8%、16%、22%, 大幅领先行业平均水平。公司是行业内率先开展产线智能化改造的企业之一, 江西二期是 PCB 行业智慧工厂的标杆, 单厂净利率超过 15%, 产能瓶颈持续提升, 人均产值高达 150 万。随着公司传统产线自动化改造推进, 公司产值瓶颈有望持续提升。
- 产业转移加速, 内资厂商崛起:** 内资 PCB 优势凸显, 份额提升加速。伴随大陆电子产业链的配套完善, 人才储备充沛, 内资 PCB 厂商的企业家锐意进取, 凭借优良的产品质量和成本控制, 抢占外资厂商份额; 受贸易摩擦影响, 终端企业纷纷发力培育本土供应链, 内资 PCB 企业份额持续提升。
- 盈利预测与投资建议:** 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.6 元、2.15 元、2.79 元, 未来三年归母净利润将保持 28%的复合增长率。公司管理卓越, 成长确定性高, 按 2020 年 30 倍估值, 目标价 64.5 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格上涨的风险; 下游需求不佳的风险; 产能建设不及预期的风险; 行业竞争加剧的风险; 苹果及华为为客户开拓不及预期风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4985.56	6278.98	8594.80	11732.54
增长率	18.93%	25.94%	36.88%	36.51%
归属母公司净利润(百万元)	802.66	964.26	1295.05	1680.04
增长率	21.66%	20.13%	34.31%	29.73%
每股收益 EPS(元)	1.33	1.60	2.15	2.79
净资产收益率 ROE	18.04%	19.33%	21.27%	22.38%
PE	34	29	21	16
PB	6.66	5.88	4.76	3.82

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 陈杭

执业证号: S1250519060004

电话: 021-68415309

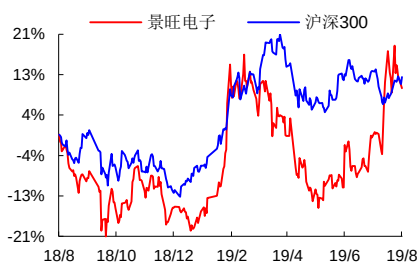
邮箱: chenhang@swsc.com.cn

联系人: 熊翊宇

电话: 18601608486

邮箱: xyyu@swsc.com

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.02
流通 A 股(亿股)	1.40
52 周内股价区间(元)	35.14-68.72
总市值(亿元)	274.14
总资产(亿元)	79.42
每股净资产(元)	8.28

相关研究

目 录

1 产品结构迭代升级，产值稳步提升	1
2 行业分析：下游需求前景广阔，竞争格局逐渐好转	2
2.1 产业东迁趋势明显，内资 PCB 行业迅速崛起	2
2.2 技术迭代&产线自动化，加快推进产业升级转型	3
2.3 下游应用广泛，需求偏向高阶产品	4
2.4 PCB 产业格局重塑，内资企业加速崛起	6
3 景旺电子：管理卓越铸就内资龙头	8
3.1 公司发展历史悠久，积淀深厚	8
3.2 收入结构改善，附加值逐渐提升	11
3.3 智慧工厂助力产值提升，增长潜力巨大	13
3.4 管理优势打造优异财务指标	14
4 盈利预测与估值	17
4.1 盈利预测	17
4.2 相对估值	18
5 风险提示	19

图 目 录

图 1: 公司 2012 年主营业务结构情况	1
图 2: 公司 2018 年主营业务结构情况	1
图 3: 公司 2012 年以来营业收入及增速	1
图 4: 公司 2012 年以来净利润及增速	1
图 5: 2008-2022 年全球 PCB 行业区域产值占比变化	2
图 6: 多层印制板结构图	3
图 7: 高阶四层 HDI 板示意图	3
图 8: 2016-2020 年劳动力下降人数	4
图 9: 2016-2020 年制造业工人年均工资	4
图 10: 中国 PCB 市场下游应用分布	4
图 11: 通信设备&移动终端对各类 PCB 产品需求	4
图 12: 金属基板应用于 LED 封装产品结构示意图	5
图 13: FPC 下游应用占比	5
图 14: 历代 iPhone 和部分安卓机 FPC 数量	5
图 15: 2011-2018E 汽车行业电子产品产值及 2022 年预测值	6
图 16: 2016-2018 年全球新能源乘用车销量及增速	6
图 17: PCB 成本构成情况	7
图 18: PCB 上下游产业链	7
图 19: 全球通讯板市场空间测算	8
图 20: 国内主要软板企业营收 (亿元)	8
图 21: 1993-2004 年发展历程	9
图 22: 2014-2018 年发展历程	9
图 23: 公司股权结构图	10
图 24: 公司不同业务收入占比变化	11
图 25: 公司分业务收入规模变化及增速 (百万元)	11
图 26: 公司毛利结构	12
图 27: 三大业务和综合毛利率变化	12
图 28: 同行业毛利率对比	12
图 29: 智慧工厂优势	13
图 30: 2013-2017 年公司 PCB 产能规模	14
图 31: 2011-2021E 年公司 PCB 营业收入 (万元)	14
图 32: 公司和深南电路大客户占比情况	14
图 33: 公司和依顿电子投入产出比和良率对比	14
图 34: 同行业可比公司净利率对比	15
图 35: 可比公司销售费用率变化	15
图 36: 可比公司管理费用率变化	15
图 37: 公司研发投入占比及增速 (万元)	16
图 38: 18 年同行业可比公司研发投入占比对照	16
图 39: 5 家企业 ROE 水平	16

图 40：5 家 PCB 行业公司资产周转率对比.....	17
图 41：5 家 PCB 行业公司权益乘数对比.....	17
图 42：5 家 PCB 行业公司应收周转率对比.....	17
图 43：5 家 PCB 行业公司应付周转率对比.....	17
图 44：景旺电子 PE-band	19
图 45：景旺电子 PB-band	19

表 目 录

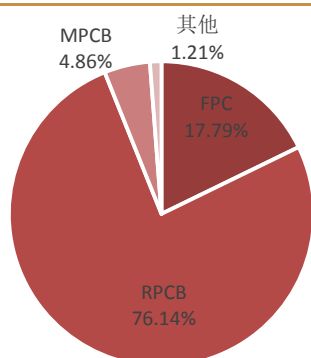
表 1：PCB 行业相关法律法规及政策.....	2
表 2：大陆 PCB 相关企业扩产情况.....	6
表 3：景旺主要工厂分工	13
表 4：分业务收入及毛利率	18
表 5：可比公司估值.....	18
附表：财务预测与估值.....	20

1 产品结构迭代升级，产值稳步提升

景旺电子成立于 1993 年，专注印刷电路板行业发展，产品以刚性电路板（RPCB）、柔性电路板（FPC）和金属基电路板（MPCB）为主。公司产品主要应用于通讯设备、计算机及网络设备、消费电子、汽车电子、工业控制等领域。过去 5 年公司营收复合增速高达 23%，根据中国电子电路行业协会发布的中国 PCB 产值百强企业，公司以 49.9 亿产值在中国电子电路行业名列第 10 位，在内资企业中名列第 2 位。

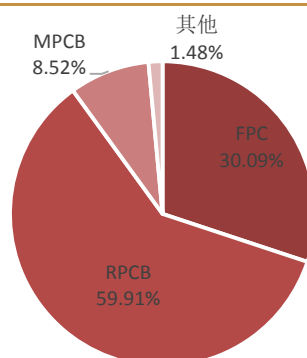
管理+技术助力产品升级：公司以硬板起家，借助管理优势和技术研发逐渐将产品从单层板发展到高层板，并于 2004 年成立 FPC 事业部进军高端产品系列，通过开拓新型产品线优化收入结构。软板收入占比从 2011 年的 18% 提升到 30%，已经成为公司重要的业务增长点。公司仍在积极投入自动化产线改造和研发，开发新型产品，江西和珠海扩建产能中以软板和高端硬板为主，产品结构有望进一步改善。

图 1：公司 2012 年主营业务结构情况



数据来源：公司年报，西南证券整理

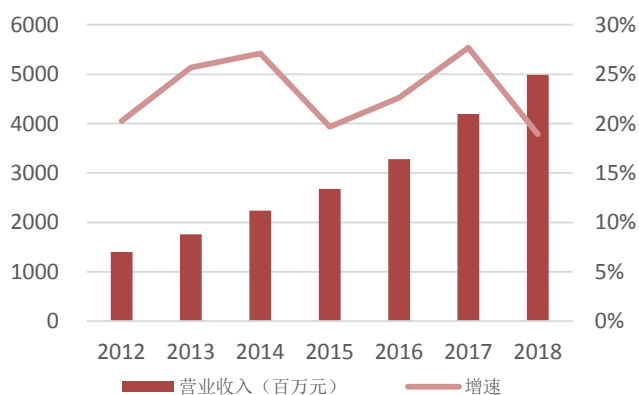
图 2：公司 2018 年主营业务结构情况



数据来源：公司年报，西南证券整理

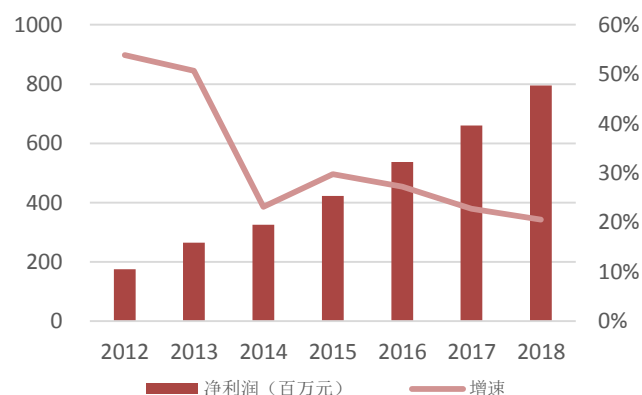
公司强调精益管理，优化产品质量，以江西二期工厂为核心基地，打造自动化智能工厂，净利率水平保持在 15% 以上，且营业收入和净利润都保持每年 15% 以上的稳健增长，稳居同行业前列水平。公司 2018 年实现营收 49.9 亿元，净利率达 15.9%。

图 3：公司 2012 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2012 年以来净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

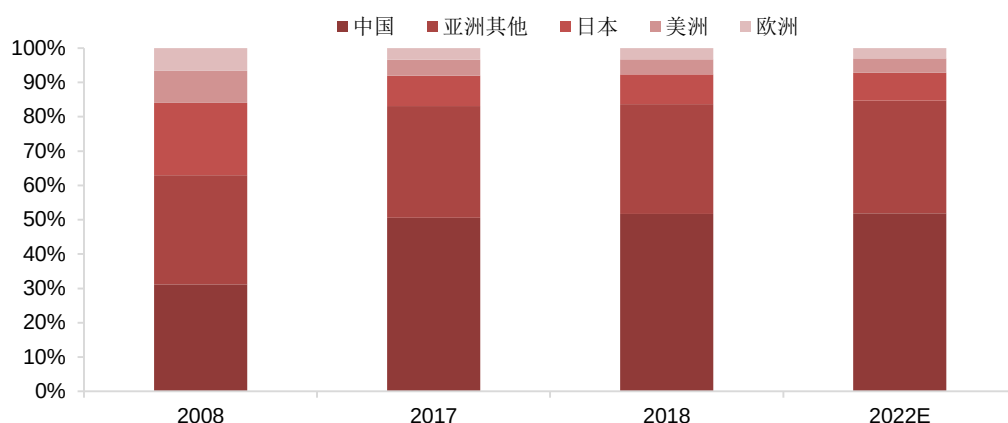
2 行业分析：下游需求前景广阔，竞争格局逐渐好转

2.1 产业东迁趋势明显，内资 PCB 行业迅速崛起

印制电路板于上世纪 30 年代发明，随着下游电子产品在不断创新，PCB 产品也发展出多个种类，一般可分为刚性电路板、柔性电路板、金属基电路板、HDI 板和封装基板。PCB 产业作为电子制造业的重要一环，伴随全球化产业分工逐渐转移。

2000 年以来，由于环境成本提升、产业化配套等原因，全球 PCB 产业已逐步由西方发达国家向亚洲地区转移。目前亚洲地区 PCB 产值已接近全球的 90%，尤以中国和东南亚地区增长最快，从而形成了新的产业格局。中国作为电子产品制造大国，以其巨大的内需市场、低廉的生产成本以及土地、水电、资源和政策等方面的优点吸引了大量外资和本土 PCB 企业投资。2008 至 2018 年，美洲、欧洲和日本 PCB 产值在全球占比不断下降；与此同时，中国大陆 PCB 产值全球占有率则直线攀升，由 2008 年的 31.2% 进一步增加至 51.7%。

图 5：2008-2022 年全球 PCB 行业区域产值占比变化



数据来源：prismask，西南证券整理

随着中国人口红利的消失以及 PCB 产业的日趋成熟，人工、水电和环境的费用不断提高。东南亚国家通过自身的成本优势吸引大量外资，尤其是本身具有大量 PCB 需求的印度。单双面板等低成本、少投资的低端 PCB 产品逐渐向这些国家进行二次转移。对中国而言，去低端过剩产能、向高技术含量产品进发是行业未来趋势所在。近年来国内出台了一系列鼓励 PCB 产业发展的积极政策，引导行业步入健康发展轨道。从国家政策影响来看，超精细、高密度、高性能是当下行业重点发展方向。

表 1：PCB 行业相关法律法规及政策

发文时间	文件名称	涉及内容
2006 年 8 月	《信息产业科技发展“十一五”规划和 2020 年中长期规划纲要》	重点围绕计算机、网络和通信、数字化家电、汽车电子、环保节能设备及改造传统产业等的需求，发展相关“新型元器件技术”，将“多层、柔性、柔刚结合和绿色环保印制电路板技术”列为重点发展技术之一，是我国电子信息产业未来重点支持发展的领域。
2011 年 6 月	《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南（2011 年）》	将“高密度多层印刷电路板和柔性电路板”列入新型元器件的重点发展领域中。
2013 年 2 月	《产业结构指导目录（2011 年）》	将“新型电子元器件（片式元器件、频率元器件、混合集成电路、电力电子器件、光电

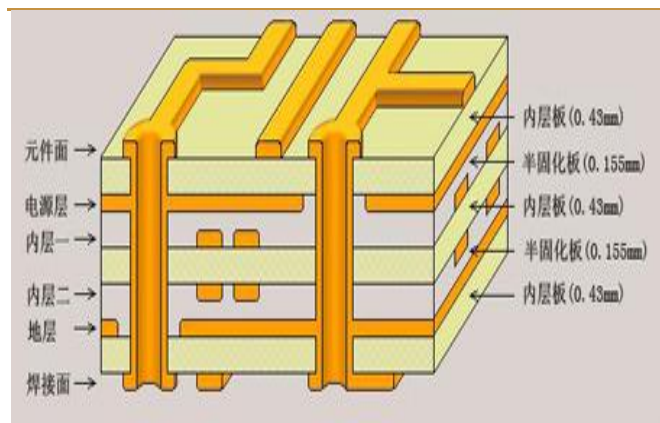
发文时间	文件名称	涉及内容
	(2013 年修正)》	子器件、敏感元器件及传感器、新型机电元件、高密度印刷电路板和柔性电路板等) 制造”列为信息产业行业鼓励类项目。
2015 年 5 月	《中国制造 2025》	强化工业基础能力, 解决核心基础零部件(元器件)产品性能和稳定性的关键共性技术。
2015 年 7 月	《鼓励进口技术和产品目录 (2015 年版)》	将“高密度印刷电路板和柔性线路板”等新型电子元器件制造列入鼓励发展的重点行业。
2016 年 2 月	《国家重点支持的高新技术领域目录》	将“刚挠结合版”和“HDI 高密度积层板”技术等列为国家重点支持的高新技术领域。
2017 年 2 月	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》(2016 版)	将“高密度互连印制电路板”、“柔性多层印制电路板”、“特种印制电路板”等新型元器件列入战略性新兴产业重点产品和服务指导目录。

数据来源: CPCA, 西南证券整理

2.2 技术迭代&产线自动化, 加快推进产业升级转型

随电子产品向更加智能化、小型化趋势, 驱动着 PCB 产品向高密度、高集成、封装化、细微化和多层化方向发展。高层板配线长度短, 电路阻抗低, 可高频高速工作, 性能稳定, 可承担更复杂的功能, 主要用于家用电器、PC、台式机等电子产品。智能手机功能日益复杂而体积又向轻薄化发展, 留给主板的空间越来越少, HDI 布线密度相对普通多层板具有明显优势, 成为当前智能手机主流的主板选择。从 PCB 具体分类看, 预计到 2021 年, 高多层板、挠性板、HDI 板和封装基板等高技术含量 PCB 占比将达到 60.6%, 成为市场主流。

图 6: 多层印制板结构图



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

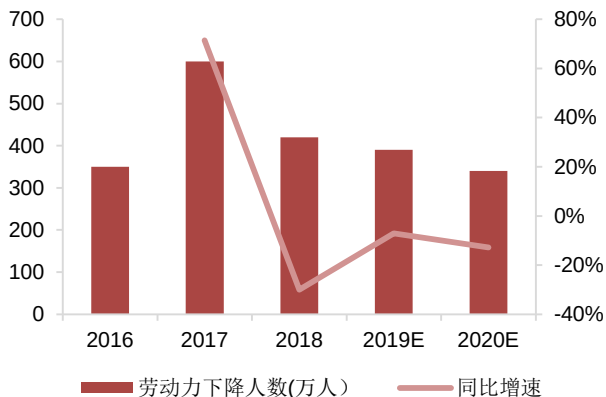
图 7: 高阶四层 HDI 板示意图



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

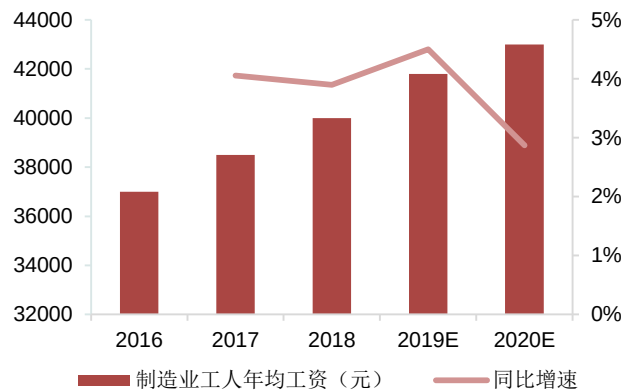
全球化的市场竞争压力趋大, 电子产品生命周期的越来越短。为顺应发展需求, 降低人力成本, 缩短生产周期, 提高产品良率, PCB 行业纷纷打造智能化工厂来满足客户的需求及提高自身竞争能力。传统的 PCB 工厂需要大量的人工操作和流水线作业, 一个中等规模的 PCB 企业就有数千名员工。而智能化生产线新厂以工业机器人代替人工流水线作业, 企业仅需对自动化机器维护人员着重进行培养。随着机器人性能提升和价格下降, 以“自动化设备+工业机器人操作”取代传统的“自动化设备+人工操作”的生产模式将成为 PCB 行业转型发展的趋势。

图 8: 2016-2020 年劳动力下降人数



数据来源: 统计局, 西南证券预测

图 9: 2016-2020 年制造业工人年均工资

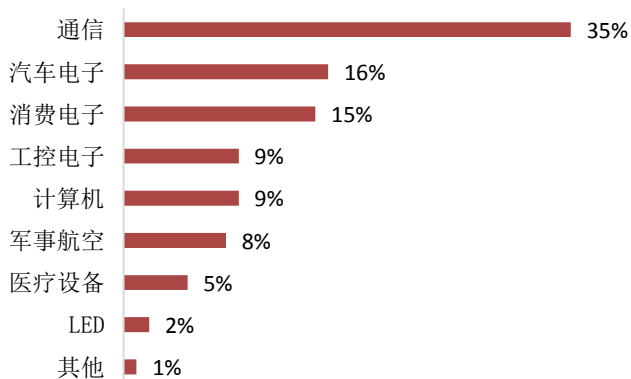


数据来源: 统计局, 西南证券预测

2.3 下游应用广泛, 需求偏向高阶产品

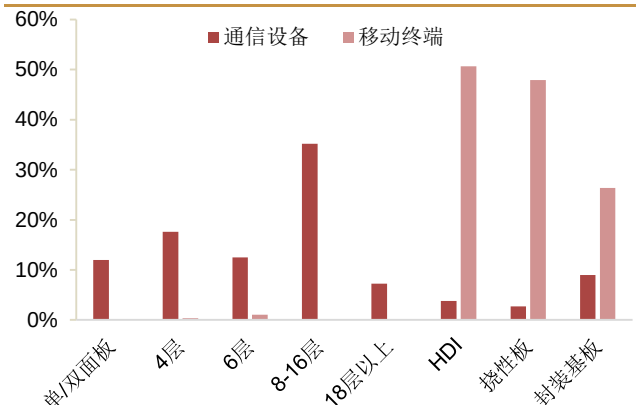
中国 PCB 行业增速与国内电子信息产业趋于高度一致, 作为“电子产品之母”, 线路板行业增速与下游各领域景气度密切相关。2017 年我国市场, 通信、汽车电子及消费电子是 PCB 需求最高的三大领域, 分别占总需求的 35%、16%、15%。通信领域中不同应用对 PCB 的要求不同, 一般而言, FPC 及 HDI 更多用于移动通信终端, 而大面积、高层数的刚性 PCB 多用于通信设备。通信网络建设本身对于 PCB 板的应用需求主要在无线网、传输网、数据通信以及固网宽带这四大块领域。随着 5G 的高带宽业务应用加速渗透, 比如移动高清视频、车联网、AR/VR 等业务应用铺开, 对于数据中心的数据处理交换能力也将产生较大的影响, 预计在 2020 年以后将带动国内数据中心从目前的 10G、40G 向 100G、400G 超大型数据中心升级, 届时数据通信领域的高速多层板的需求将持续增长。

图 10: 中国 PCB 市场下游应用分布



数据来源: prisma, 西南证券整理

图 11: 通信设备&移动终端对各类 PCB 产品需求

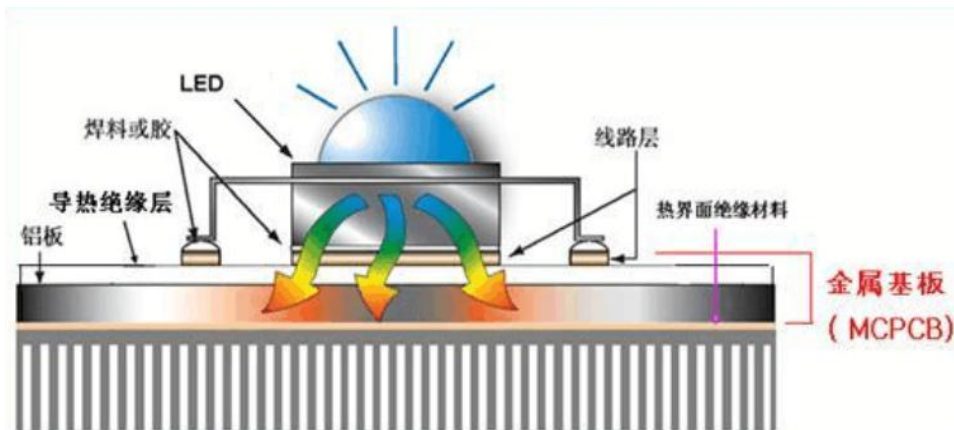


数据来源: 前瞻经济学人, 西南证券整理

金属 PCB 基板分为铝基板、铜基板、铁基板、硅钢基板等, 其中以铝基板的市场用量最大。金属基板以其优异的散热性能、机械加工性能、电磁屏蔽性能、尺寸稳定性、磁力性能及多功能性能用于混合集成电路、汽车、摩托车、大功率电器设备、电源设备等领域, 尤其是在 LED 封装产品中作为底基板得到广泛的应用。金属基板在 LED 封装应用历史较短, 但其散热性、加工性等好于一般的陶瓷基板, 目前已经成为一般 LED 封装用的主流基板。

相机闪光灯、手机面板背光、按键，车用灯、显示器、笔记型计算机、桌上型显示器、电视背光源，以及室内照明、路灯等都是由 LED 扮演的要角。可以认为，LED 产业的形成和发展造就了金属基板行业的壮大发展。

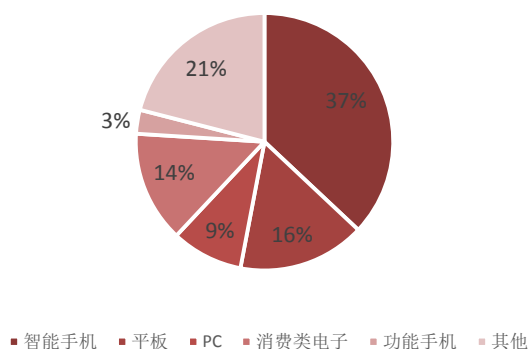
图 12：金属基板应用于 LED 封装产品结构示意图



数据来源：PCB 产业信息网，西南证券整理

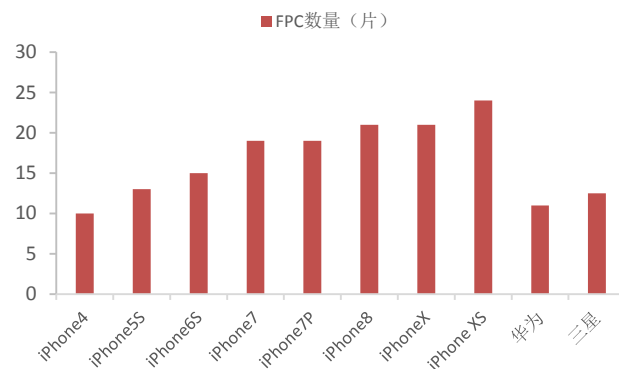
FPC 软板的应用主要集中于智能手机（占 37%），FPC 具有配线密度高、重量轻、厚度薄、弯折性好等特点，非常适合用于空间容量有限的小型移动终端（手机）的天线、主板等部件中，目前智能手机的 FPC 需求占比最高。以 iPhone 为代表的智能手机 FPC 用量持续提升，带动近年来 FPC 行业产值的高速增长。展望未来，5G 通讯频段高，传输速度快，对传输损耗的要求高，传统的 PI、MPI 基材必须升级为传输损耗更低的 LCP 材料。苹果公司在 iPhoneX 上就已经开始使用 LCP 天线。LCP 技术集成度更高，价格更高，未来手机天线全面升级 FPC 技术，行业市场空间有望进一步提升。

图 13：FPC 下游应用占比



数据来源：PCB 产业信息网，西南证券整理

图 14：历代 iPhone 和部分安卓机 FPC 数量

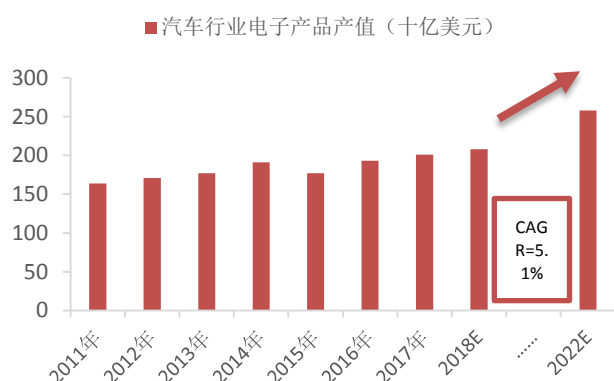


数据来源：iFixit，西南证券整理

汽车电子：汽车自动化、电子化的趋势加快，新能源高端汽车渗透率不断加深，目前单车的 FPC 用量已经达到了 100 片以上，未来随着汽车电动化趋势，单车的电子用量会不断提高，ADAS 传感器、GPS、液晶屏、摄像头等设备配置更齐全时，FPC 的需求将进一步被推动。新能源汽车方面，该类汽车单车的电子化程度、FPC 用量远高于普通汽车，尽管目前这种高端汽车行业占比并不高，但 2018 年新能源车销量同比增速高达 66.9%，预期未来

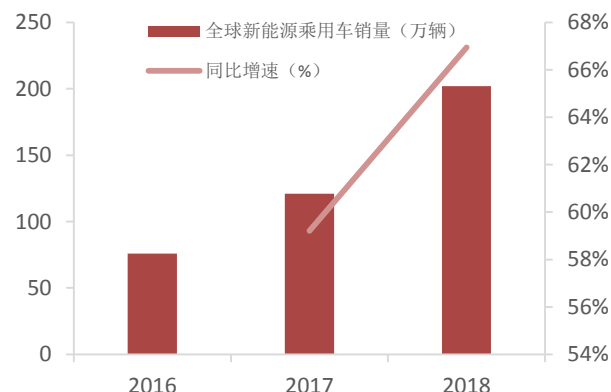
随着节能环保减排政策等全球趋势下，会逐步替代柴油车、汽油车，届时该车销量和单车大比例的 FPC 用量，均会催动上游 FPC 制造业的兴旺。

图 15：2011-2018E 汽车行业电子产品产值及 2022 年预测值



数据来源：Prismark，西南证券整理

图 16：2016-2018 年全球新能源乘用车销量及增速



数据来源：工信部，西南证券整理

2.4 PCB 产业格局重塑，内资企业加速崛起

中国 PCB 产业过于分散限制了行业发展，近年环保政策加速了 PCB 行业洗牌。目前全球约有 2800 多家 PCB 企业，而中国大陆就有约 1500 家，据统计 2017 年 CR10 市占率仅为 14.9%。随着国内各地环保政策通过限排和环保税等手段出台，限排政策压缩小厂生存空间，加速产业内落后产能的淘汰，平均每年 5% 的小厂出清。从长远来看，政策的趋严会淘汰一大批产品低端、技术落后的生产企业，有助于提高行业的集中度，让具备先进生产技术的龙头企业进一步做大做强，从而提升中国 PCB 产业在全球的地位。

表 2：大陆 PCB 相关企业扩产情况

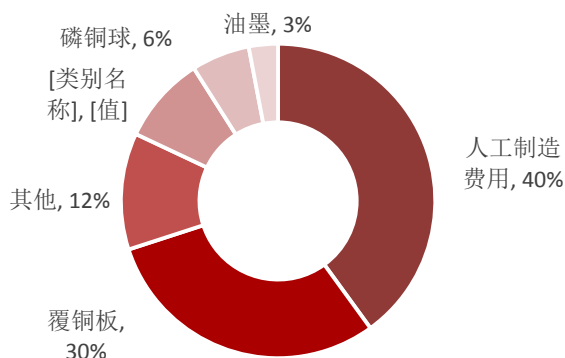
企业	募投项目	产品种类	项目产能
景旺电子	江西景旺精密电路有限公司高密度、多层、柔性及金属基电路板产业化项目（一期）	FPC、多层板、MPCB	年产 120 万平方米 RPCB、18 万平方米 HDI 板
	江西景旺二期	RPCB	240 万平米 PCB
	珠海景旺	FPC、RPCB	年产高密度印刷电路板 300 万平米、FPC 200 万平米产业化项目
深南电路	高端高密 IC 载板产品制造项目	IC 载板	包括存储、移动终端及高速通信封装基板。达产后封装基板 60 万平方米/年
	数通用高速密度多层印制电路板（一期）投资项目	多层板	主要产品可划分为通信用高速密度多层印制电路板和服务器制电路板两大类，达产年产能 34 万平方米/年
胜宏科技	高端高精密线路板生产线	HDI、RPCB、多层板	每年 PCB 产能将增加 60 万平米，18 万平米高端 HDI，42 万平米高端多层板
崇达技术	珠海崇达	RPCB	设计电路板年产能 640 万平方米/年
奥士康	高精密板项目	高精密板	120 万平米/年
	汽车板项目	汽车板	80 万平米/年
生益科技	江西生益覆铜板项目	覆铜板	3000 万张/年

企业	募投项目	产品种类	项目产能
	江西吉安生益电子	高频高速板	一期+二期 180 万平米
东山精密	盐城东山精密一期	FPC、LED 封装	/

数据来源：公司公告，西南证券整理

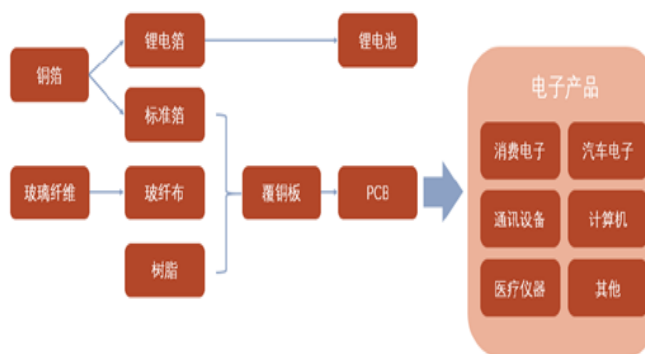
PCB 对上游产业依赖程度较高，覆铜板作为 PCB 单项材料成本最高项，约占材料成本的 30%。2015 年下半年开始，新能源汽车的发展使铜箔大厂纷纷转产锂电铜箔，从而导致用于覆铜板生产的标准铜箔供不应求，持续涨价。规模较大的 PCB 公司会与铜箔基板厂签订长期合同，减少原材料价格波动的影响。而一些议价能力不足、资源获取能力薄弱的 PCB 企业将面临倒闭情形。在生产经营规模方面，虽然 PCB 大厂面对华为、苹果等大客户而言议价能力薄弱，但规模优势足以弥补了价格缺陷，从而能够维持较高的毛利率。PCB 小厂通常处于产业链低端，原材料成本上涨、议价能力低、产品同质化程度高，市场竞争激烈等困境使得上升的成本无法全部转嫁出去，迫使大部分小企业利润逐年骤降，进一步推进龙头企业加速成长。

图 17: PCB 成本构成情况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

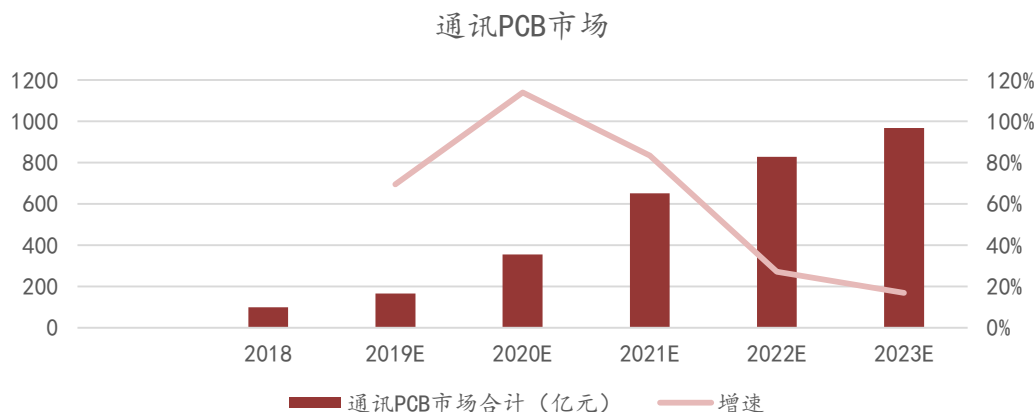
图 18: PCB 上下游产业链



数据来源：招股说明书，西南证券整理

受 4G 基站扩容和 5G 建设启动影响，通讯板需求位于景气高位，行业需求过去呈现典型的周期性特征，主要厂商在当前环境下扩产意愿不足，实际扩产力度有限。基于三大运营商的资本开支计划和目前流量增长趋势，我们预计在 5G 基站覆盖尚未完成的情景下，4G 基站扩容需求仍在，但从 19 年开始逐年递减，相应 5G 基站从 19 年开始建设，20-21 年加速增长，预计 2023 年左右行业需求峰值出现，增量峰值在 21-22 年出现，传统的三大家通讯板供应商深南、沪电、生益仍有产能缺口，从主设备商看，需要寻求第四、第五供应商填补份额，分散供应商风险。景旺作为国内规模仅次于深南的优质 PCB 企业，最有机会进入华为中兴供应链，填补 5G 高峰建设溢出份额。

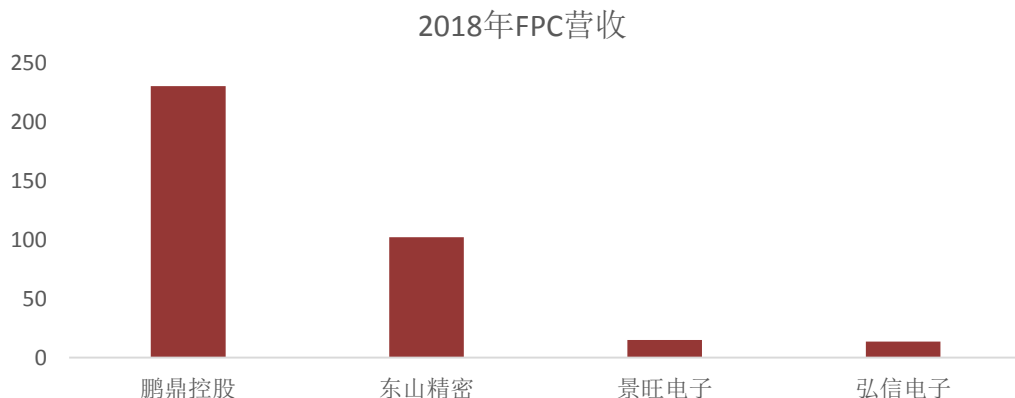
图 19：全球通讯板市场空间测算



数据来源：prismask，西南证券

软板市场仍以日系为主，2017 年鹏鼎超越旗胜成为全球最大的软板厂商，东山精密通过收购 Mflex 规模快速扩张，但内资最大的软板企业景旺营收仅 15 亿，综合市场占有率仍然较低，国产企业在软板市场增长潜力巨大。

图 20：国内主要软板企业营收（亿元）



数据来源：公司年报，西南证券整理

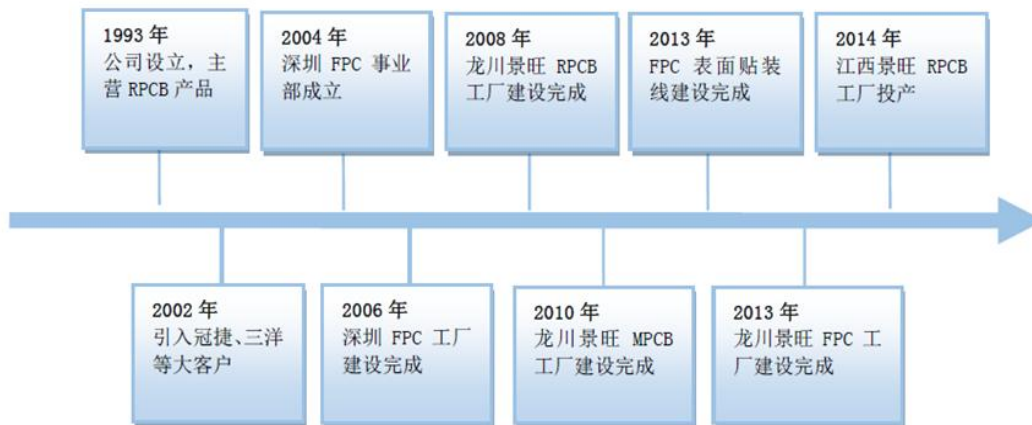
3 景旺电子：管理卓越铸就内资龙头

3.1 公司发展历史悠久，积淀深厚

公司于 1993 年设立，最初由生产单双面刚性板起步，2002 年进入较快业务发展期，引入了冠捷、三洋等知名客户；2008 年龙川工厂投产，进一步增加了 RPCB 产能；2014 年江西景旺 RPCB 投产，提升了服务客户的空间。相比之下，公司 FPC 事业部起步较晚，于 2004 年成立于深圳大本营，2006 年深圳工厂开始生产 FPC，拓展了伟志光电、富相电子等客户，10 年之后中国 FPC 市场增长迅速（智能手机热潮开始），公司开发了天马、信利等客户，为了满足一站式需求，13 年龙川工厂 FPC 投产，经过多年深耕技术，目前已向魅族、vivo、

华为等国内外知名手机厂商供货。MPCB 方面，以 RPCB 业务的发展和客户资源为引，龙川工厂于 2010 年开始生产用于 LED 的 MPCB，并逐步扩宽产品领域至汽车电子、电源模块等。

图 21：1993-2004 年发展历程



数据来源：招股说明书，西南证券整理

2014 年公司 BPR/ERP 项目启动，采用先进的 ERP 系统严格控制采购、生产等过程中的成本，并专门成立成本控制部门，体现了精益管理的思想，该年，继深圳、龙川工厂之后，公司投资规模最大、设备最先进、产能最大的江西工厂投产，也是以 RPCB 业务为开端。2015 年公司 Oracle ERP 系统成功上线。2017 年公司于上交所成功上市并募集资金用于江西二期建设，工厂智能化程度超前，主攻高阶 FPC 和 HDI 研发和生产，准确地把握了未来 5g、汽车电子、可穿戴设备等新技术引领下高阶软板、HDI 广阔市场的信号。

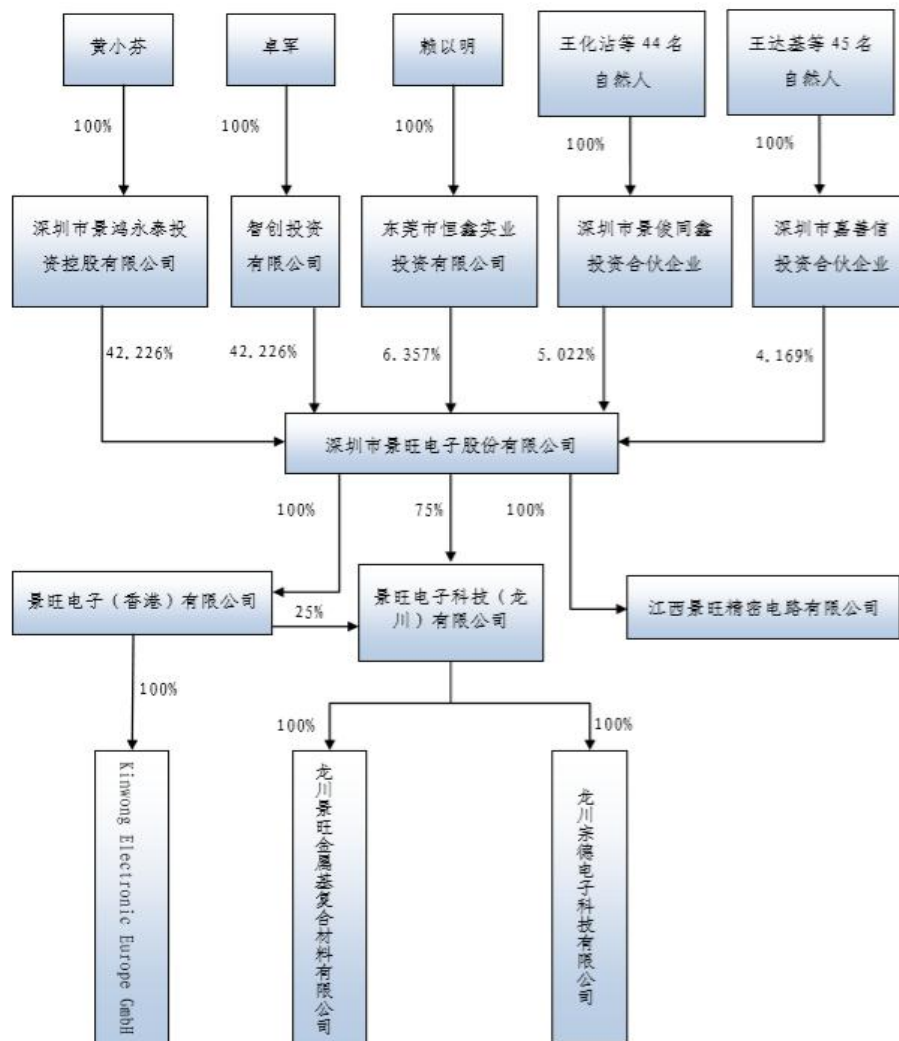
图 22：2014-2018 年发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司股权结构相对稳定，由景鸿永泰和智创投资分别持有约 42% 的股份，这两家公司分别由黄小芬和卓军 100% 控股，景旺电子实际控制人即黄小芬和卓军，合计持股超过 84%。公司子公司主要是景旺电子（香港）、景旺龙川和江西景旺，其中龙川和江西两处即公司龙川工厂和江西景旺工厂所在地，两处都承担着公司三驾马车（RPCB、FPC 和 MPCB）生产的重要任务，其中江西景旺二期智慧工厂是行业自动化产线的标杆。

图 23：公司股权结构图



数据来源：招股说明书，西南证券整理

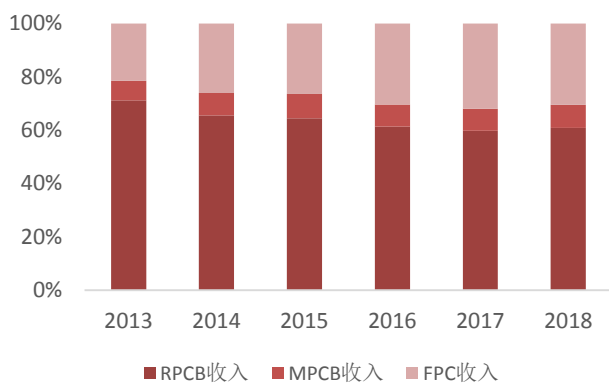
三条产品线稳步增长（RPCB、FPC 和 MPCB），产品品质优良，客户遍布海内外，深圳、龙川、江西产能稳步扩张，公司 2011-2018 年营业收入持续稳定增长，年复合增速达到 23.1%。2015 年公司营收增速略有下降主要系 FPC 业务增速大幅下降（54%降到 21%），从 2013 年前十的内资 PCB 企业平均营收增速可以看到，十家企业 2010-2013 年复合增长 13%、14 年和 15 年分别增长 18.6%和 6%，扩张轨迹相似，景旺的增速明显高于行业平均值。2018 年公司实现营收 49.9 亿，增速降至 18.9%，主要系 FPC 业务增速降低（14%），预期随着下游需求企稳回升，江西二期产能利用率逐渐爬升，未来业绩有望加速提升。

公司净利润稳定增长，11-18 年复合增速 32%，受贸易摩擦及宏观经济下行影响，公司 18 年依然保持了 20%的增长，实现净利润 8 亿。净利润增长主要系主营业务规模扩大，期间公司控制产品成本和三费、精益管理，叠加 18 年江西景旺获得高新技术企业资格，税率降为 15%。

3.2 收入结构改善，附加值逐渐提升

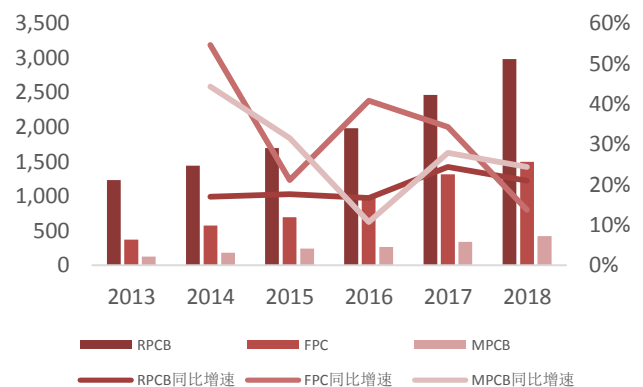
收入结构：公司收入和净利润持续稳定成长，主要受业务结构、毛利率影响。从收入构成来看，公司由 RPCB 业务发家，2013 年该业务占比高达 71%，随后占比不断下降，到 18 年占收入的约 61%。与之相对的，FPC 业务占比从 13 年的 21.5% 上升至 18 年的 30.5%，MPCB 业务则趋势不明显，一直维持在 8%-9% 的水平。FPC 对业务规模的影响力逐步扩大，15 和 18 年两次收入增速下降都因 FPC 业务增速的大幅下降，而主要业务 RPCB 增速保持比较稳定态势。

图 24：公司不同业务收入占比变化



数据来源：Wind，西南证券整理

图 25：公司分业务收入规模变化及增速（百万元）



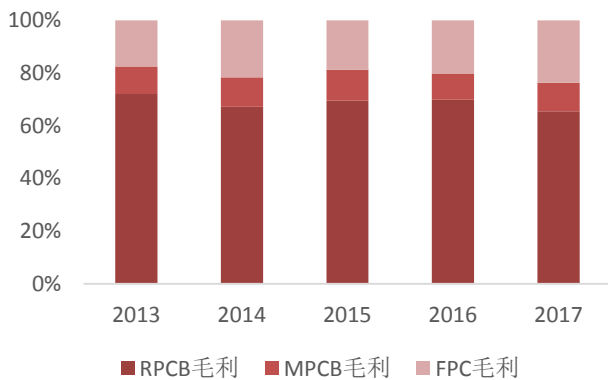
数据来源：Wind，西南证券整理

毛利和毛利率：从毛利结构来看，硬板毛利占比逐渐下降，软板毛利占比持续提升，与公司收入结构变化趋势一致，三类主营业务的毛利占比变化趋势和收入基本一致。公司硬板毛利率优势明显，毛利率最高达到 34.6%，而 FPC 业务仍然处于成长期，毛利率处于 20%-25% 的区间，近年来随着工艺改进和管理改善，毛利率逐渐企稳。MPCB 业务毛利率最高，稳定在 40%，综合下来，公司毛利率从 13 年 30.8% 缓慢上升到 17 年 32.5%。

公司业务毛利率变化的原因：（1）RPCB 毛利率高于 FPC 且逐年上升，主要是因为原材料和产能利用率，下游比较稳定，15 年之前因为上游原材料价格下跌，毛利率略有上升；（2）FPC 毛利率阶段性下滑，主要来自工艺改进，成本上升超过售价，终端手机竞争加剧会传导到产业链上游，对供应商压价；（3）MPCB 毛利率略微下降则是因为 MPCB 规模效应使得单位成本下降，但售价受下游影响在降价，整体毛利率有所下滑。

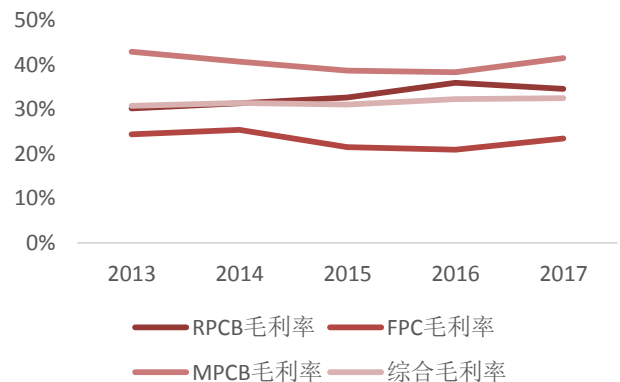
以 11 家 PCB 公司做对比，包括鹏鼎控股、胜宏科技、东山精密、依顿电子等知名国内 PCB 企业。11 家可比公司 11-18 年平均毛利率稳定在 20%-25% 的区间内，而公司除了 11 年低于平均值以外，13 年起毛利率就一直高于 30%，显著高于平均值。可比公司维持约 30% 毛利率的只有依顿电子、兴森科技和崇达技术，其中各年均大于 30% 的只有兴森科技，主要因其产品结构以小批量板为主，量小价高，不具备规模效应，毛利率本身偏高，公司综合毛利率远超行业平均，凸显管理优势。

图 26: 公司毛利结构



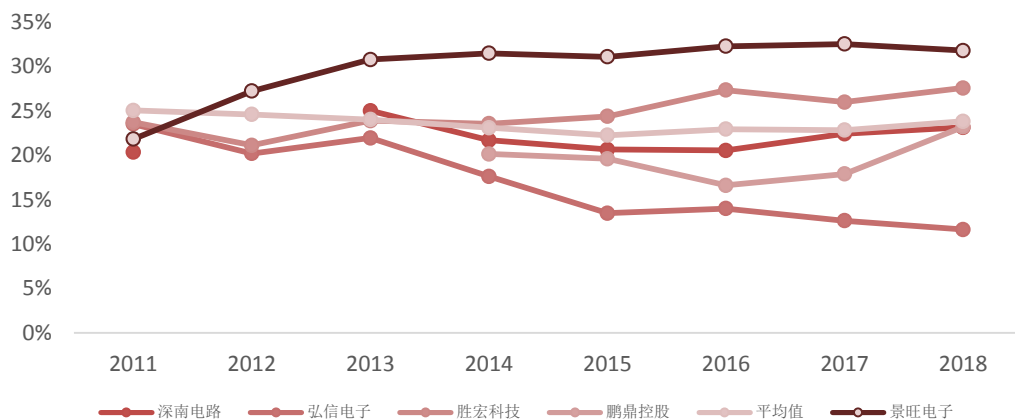
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 27: 三大业务和综合毛利率变化



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 28: 同行业毛利率对比



数据来源: Wind, 西南证券整理

公司毛利率高于行业均值的原因:

(1) 下游需求分散, 避免客户集中度高风险。公司客户广泛分布于通讯、消费电子、汽车电子、医疗、工业控制等行业, 分散化降低风险, 集中度低提高了议价能力和售价。以内资规模第一的深南电路为例, 其第一大客户华为历年占比均高于 20%, 客户集中度较高, 议价能力较弱。

(2) 客户结构优质, 注重品质优于价格。公司下游多为工业控制、医疗和汽车电子等附加值较高的客户, 占比 50%左右, 该类客户对电路板质量要求高, 但价格敏感度低, 售价通常较高。

(3) 成本控制方面公司实行精益生产、管理, 产能利用率不断提高, 随着江西二期工厂智能化程序进一步提升, 由机器替代人工之后, 人均产值进一步提升, 单位成本摊薄, 规模效益更佳, 且良率提高也能降低单位成本。公司与同行业依顿电子(毛利率也 30%左右)对比, 景旺设备和人力的投入产出比 13-16H1 年均高于依顿, 且产品良率更高。公司 14 年启动 ERP 项目, 及江西一期自动化程度提高, 人均产值和产能利用率均大幅提升, 有效降低了成本。

3.3 智慧工厂助力产值提升，增长潜力巨大

景旺是行业内率先开展产线智能化改造的企业之一，先后建立了七个生产 RPCB、FPC 和 MPCB 的专业化工厂，产地由深圳工厂、龙川工厂延伸到江西、珠海工厂。其中主要产能增长点集中于募投 10 亿的江西二期智能工厂，于 18 年 3 月投产，预计 20 年第二季度达产，总规划形成年产 240 万平方米 PCB 年产能。珠海景旺工厂总投资金额为 49.6 亿元，一期于 20 年下半年达产，二三期待定，即将形成高密度电路板 300 多万平方米，柔性线路板 200 万平方米的年产能。

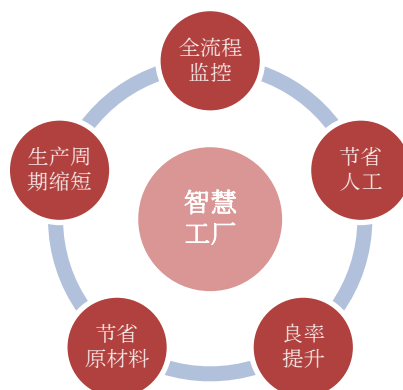
表 3：景旺主要工厂分工

地区		主要业务
深圳工厂	PCB 事业部	主做小批量板和高频高速板，包括小批量板汽车电子、软硬结合板等，对管理要求较高，单价大约 1000，年产能 60-70 万平方米，产值约 6-7 亿元
	FPC 事业部	主做光板及少量 SMT，单价约 1500，年产能 20 万平方米，年产值约 3 亿元
龙川工厂	PCB 事业部	主做通讯（基站电源、接入网）、汽车电子、消费品、HDI 板，单价 800-900 左右，年产能 100 万平方米，约 9 亿产值
	MPCB 事业部	汽车和照明用板，是全球领先铝基板工厂，单价 1000 左右，年产能 40 万平米，约 4 亿产值
	FPC 事业部	供应消费电子的手机（OPPO、VIVO、三星），单价 800-1000，年产能 80 万平，含部分 SMT，产值约 8-10 亿
江西工厂	一期	年产 120 万平硬板产能和 18 万平 HDI
	二期	主做多线路板，规划 240-300 万平产能，单价从 500 提到 1000
珠海工厂		HDI 板 300 万平，软板 200 万平，分三期投完

数据来源：景旺电子官网，西南证券整理

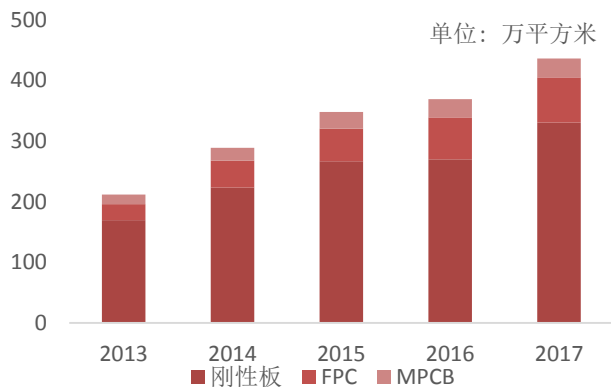
公司在江西的产线是行业智慧工厂的标杆，单厂净利率超过 15%，产能瓶颈持续提升，人均产值高达 150 万。智能工厂在数字化工厂的基础上利用物联网技术和监控技术对产品实现全制程 LOT 管控与追溯，极大提升 PCB 生产效率。智能化工厂的成功在景旺电子内部有效复制，同时向新产线和老产线全方位渗透，提升整个公司的管理理念和管理能力。随着公司传统产线自动化改造推进，我们预计公司产值还将继续提升。

图 29：智慧工厂优势



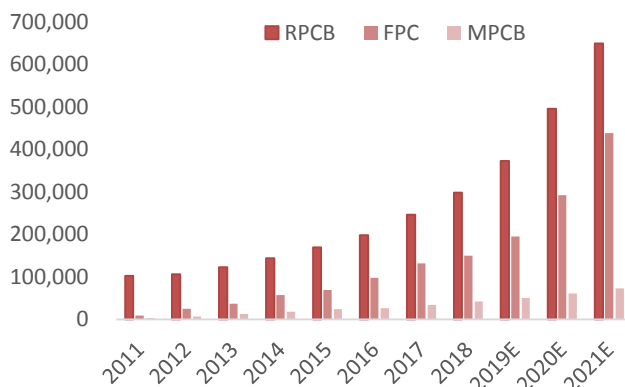
数据来源：公司年报，西南证券整理

图 30: 2013-2017 年公司 PCB 产能规模



数据来源：景旺电子官网，西南证券整理

图 31: 2011-2021E 年公司 PCB 营业收入 (万元)



数据来源：公司公告，西南证券预测

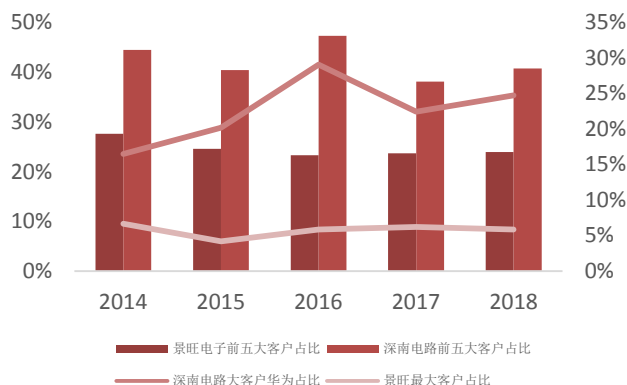
珠海景旺潜力巨大：景旺 2018 年从立讯收购了 51% 珠海双赢股权，规划产能 200 万平 FPC 和 300 万平 HDI。公司项目之一“牛顿项目”主要为 A 客户准备，按 A 客户标准建厂，借助立讯优势切入软板供应链，项目之二“阿尔法项目”主要为华为准备，供应高频高速板，填补 5G 建设高峰到来产能空缺。

2019 年 H1 珠海景旺营收 1.5 亿，亏损 4300 万，尚未扭亏，主要原因是珠海景旺 2018 年底完成并购，目前尚在整合中，受下游需求增长乏力拖累，出货量增长较好，但价格仍有压力，预计随着下游需求逐渐企稳回升，产能利用率逐渐爬坡，公司至年底有望实现扭亏。

3.4 管理优势打造优异财务指标

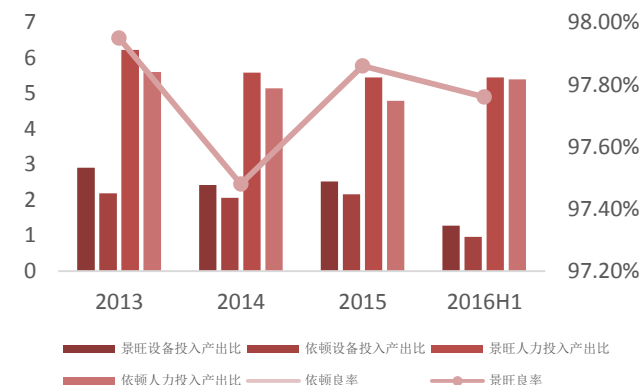
从行业特征看，PCB 行业高度依赖流程管理，产品线需将良率和资产周转率做到极致，产能和品质领先同行，获取竞争优势，景旺正是凭借对精细化管理的追求，实现财务指标大幅领先同行。从经营战略上看，景旺没有选择向鹏鼎、深南一样专注单一产品，绑定主要大客户的方式，而是选择通过分散化客户稳健成长，在规模逐渐成长后开始拓展优质大客户，最大程度分散下游需求的周期性风险。

图 32: 公司和深南电路大客户占比情况



数据来源：公司年报，西南证券整理

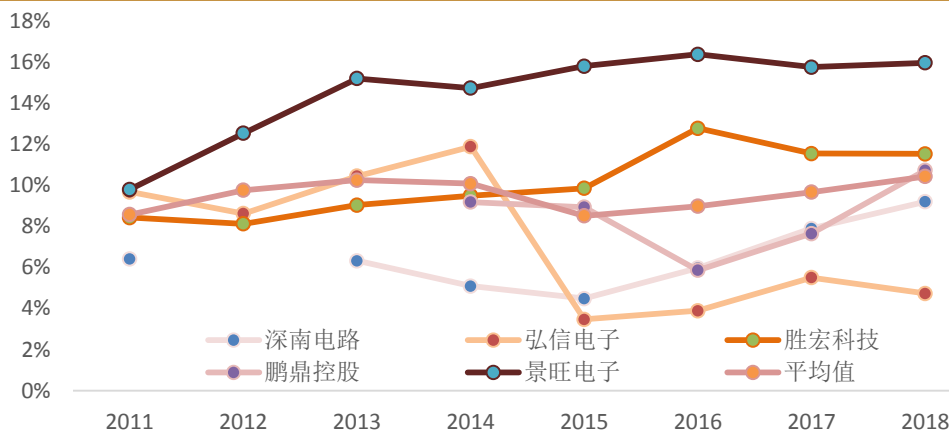
图 33: 公司和依顿电子投入产出比和良率对比



数据来源：招股说明书，西南证券整理

净利率：PCB 产业成本相对透明，同样产品毛利率差异不大，费用率体现为管理水平差异，其对净利率影响较大。选取 5 家可比公司，平均净利率约 9%-10%，景旺近年净利率保持在 15%-16%，高于行业平均水平。

图 34：同行业可比公司净利率对比

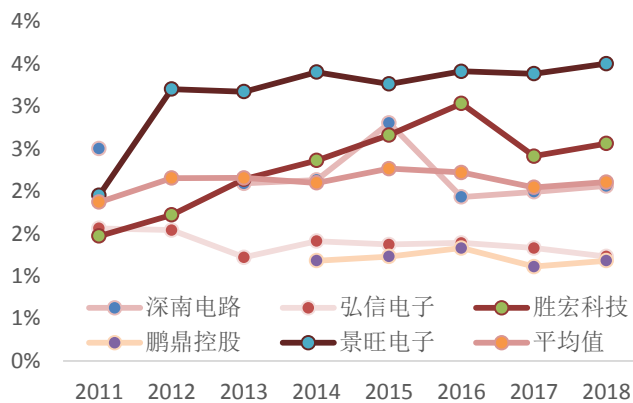


数据来源：Wind，西南证券整理

三费和研发占比：(1) 销售费用率：景旺电子 16-18 年均高于行业平均，其他 PCB 行业大厂商和龙头如弘信电子 (1.2%)、鹏鼎控股 (1.2%) 均控制在了 1-2% 的区间内，可以测算运输费、销售人员薪酬、佣金等增速均在 20% 以上，和收入增速相当，规模扩张期间销售费用占比保持平稳；(2) 管理费用率：18 年研发费用单列，调整后高于鹏鼎、东山精密、弘信电子。通过研发费用的趋势发现，17 年公司大幅提高了研发费用的占比 (从 3.9%-4.7%)，且 18 年各公司研发费用占比 4.6% 高于行业平均。公司 17-18 年管理费用的上升一方面由于工资增速过快 (18 年同比 29%)，另一方面则是因为研发投入持续加码，未来在技术领域的领先优势有望获得加强。

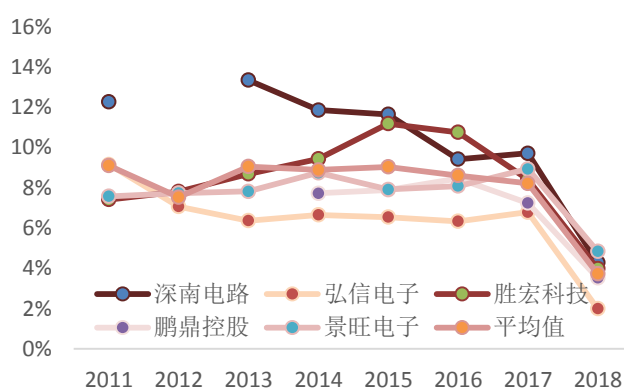
景旺 18 年在全球百强产值 PCB 行业排行榜中排名上升至 27 名，不考虑东山精密并购影响实际位居内资企业第 2 名。公司的毛利率在行业中名列前茅，远超行业平均。公司高度重视技术研发投入，18 年研发投入在 12 家企业中排行第四。

图 35：可比公司销售费用率变化



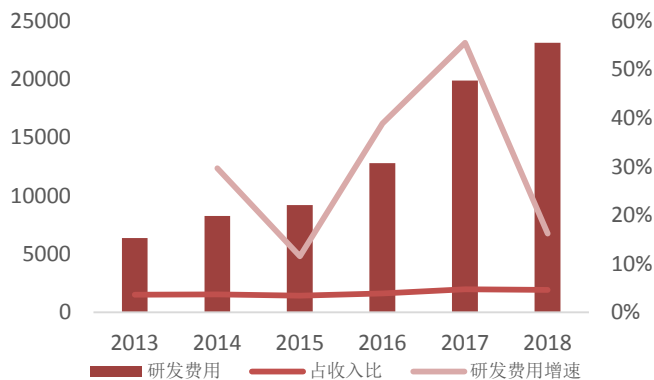
数据来源：Wind，西南证券整理

图 36：可比公司管理费用率变化



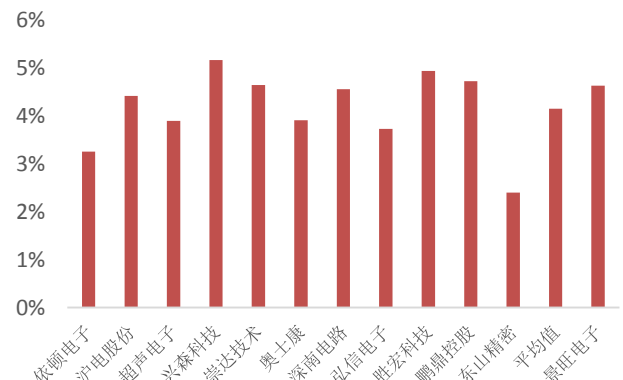
数据来源：Wind，西南证券整理

图 37: 公司研发投入占比及增速 (万元)



数据来源: 年报, 西南证券整理

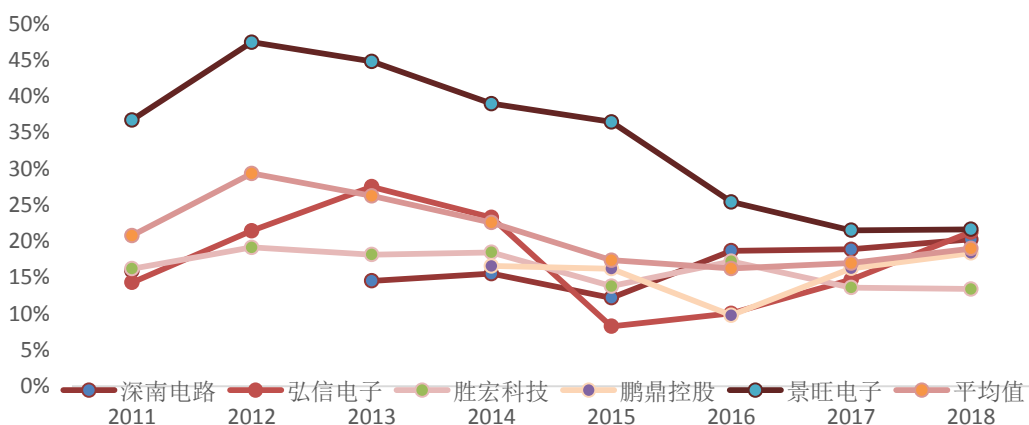
图 38: 18 年同行业可比公司研发投入占比对照



数据来源: Wind, 西南证券整理

ROE: 对比景旺和 5 家同行业公司的 ROE, 公司 ROE 在 2011 年远超行业平均 (36.7%vs14.8%), 随后 ROE 不断降低至 2018 年 21.6%, 行业均值则维持 14% 左右。行业 ROE 在 2013-2015 年下降主要因主要公司都在进行产能扩建, 爬坡过程中 ROE 呈下降趋势, 用杜邦分析法分析公司 ROE 高于行业的原因。

图 39: 5 家企业 ROE 水平



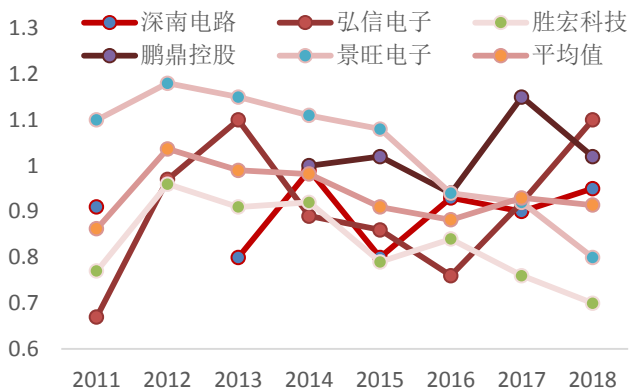
数据来源: Wind, 西南证券整理

资产周转率: 公司 2011 年周转率 1.1, 高于平均值 0.8, 随后资产效率不断下降, 2018 年周转率 0.8, 略低于平均值 0.83, 从资产负债表看, 公司资产增速非常快, 2011-2018 年复合增速将近 50%, 远超收入增速, 导致资产效率不断降低, 这主要是公司积极扩产导致。

杠杆率: 公司 2011 年权益乘数 (3.8) 远高于行业平均 (1.9), 但其后负债率不断下降, 到 2017 年 (1.5) 低于行业均值 (2), 一方面公司债务结构优化, 财务利息费用降低, 但另一方面低于均值的杠杆使得 ROE 逐渐降低。

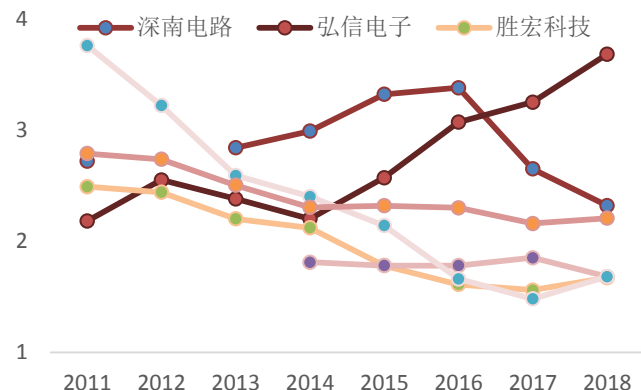
总体来看, ROE 前列的几家公司在三个维度各有优势, 景旺在净利率方面优势突出, 尽管负债率降低, 周转率略有下降, 但整体 ROE 仍然显著高于行业平均水平。

图 40: 5 家 PCB 行业公司资产周转率对比



数据来源: Wind, 西南证券整理

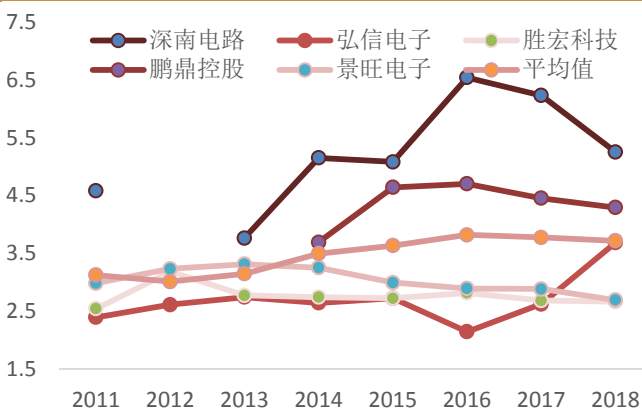
图 41: 5 家 PCB 行业公司权益乘数对比



数据来源: Wind, 西南证券整理

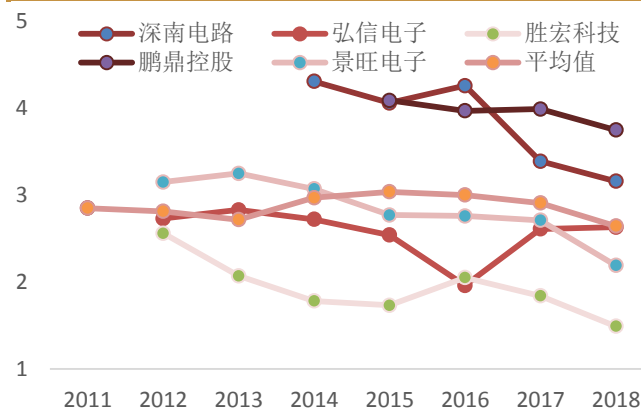
营运能力分析 (应收应付): (1) 应收账款: 2018 年行业应收周转率均值稳定在 3.7 左右, 而公司应收周转率则稳定在 2.9 上下, 略低于行业均值, 主要受通讯类客户影响; (2) 应付账款: 18 年公司应付周转率 2.2, 明显低于行业均值 3, 反应出公司和上游供应商议价结果的付款条件对公司相对有利, 付款期限和资金占用时间相对较长。

图 42: 5 家 PCB 行业公司应收周转率对比



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 43: 5 家 PCB 行业公司应付周转率对比



数据来源: Wind, 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: 公司硬板中约一半来自通讯板, 考虑到通讯板景气度较高, 我们参考通讯 PCB 行业的景气周期, 结合公司深圳和龙川工厂的产能利用率情况, 对公司通讯板 19-21 年收入增速分别给予 30%、40%、40% 的预期, 除通讯板业务外的需求增速为 20%、25%、20%, 明年提速主要考虑江西二期明年产能爬坡以及行业需求四季度开始景气回升, 21 年增速主要由产能约束略有回落。毛利率因 19 年需求不振, 综合毛利率略有下降, 2020 年受通讯板提振和行业整体回暖, 毛利率略有上升, 恢复至 34%。

假设 2: 公司软板业务增量主要来自珠海工厂, 2019 年中报显示软板出货量开始显著加速, 结合产能投放进度和下游需求, 我们预期软板业务 19 年收入增速 30%, 20-21 年随着下游 A 客户和安卓机开拓, 以及产能进一步投放, 增速有望提高至 50%, 毛利率受大客户影响和竞争加剧会有所下降, 19-21 年毛利率预期分别为 22.6%、22%、21%。

假设 3: 公司金属基板需求相对稳定, 我们认为这块业务体量目前比较小, 有望维持过去平稳增速, 给予 20% 的稳态增速, 毛利率维持在 41%。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

表 4: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
RPCB	收入	2,986.1	3,733.3	4,959.1	6,496.9
	增速	21.0%	25.0%	32.8%	31.0%
	毛利率	33.6%	33.0%	34.0%	34.0%
FPC	收入	1,500.3	1,950.4	2,925.7	4,388.5
	增速	13.8%	30.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	22.6%	22.6%	22.0%	21.0%
MPCB	收入	424.8	509.7	611.7	734.0
	增速	24.4%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	41.0%	41.0%	41.0%	41.0%
其他	收入	74.4	85.6	98.4	113.2
	增速	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	90.9%	90.9%	90.9%	90.9%
合计	收入	4,985.6	6,279.0	8,594.8	11,732.5
	增速	18.9%	25.9%	36.9%	36.5%
	毛利率	31.8%	31.2%	31.1%	30.1%

数据来源: 公司公告, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取 PCB 行业中的四家主流公司, 2019 年四家公司平均 PE 为 34 倍, 2020 年平均 PE 为 27 倍。行业拐点叠加公司经营稳中向好, 未来三年公司收入复合增长率为 33%, 业绩复合增长率为 28%, 显著优于行业。加上公司的经营管理属于行业最优, 我们认为公司在未来的成长确定性上享有估值溢价, 按 2020 年业绩给予 30 倍估值, 目标价 64.5 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 5: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
002916.SZ	深南电路	133.20	2.49	2.83	3.80	4.96	53	47	35	27
002463.SZ	沪电股份	19.92	0.34	0.46	0.59	0.75	58	43	34	27
002938.SZ	鹏鼎控股	39.47	1.30	1.36	1.64	1.99	30	29	24	20

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
300476.SZ	胜宏科技	13.51	0.49	0.73	0.97	1.24	28	19	14	11
平均值							42	34	27	21

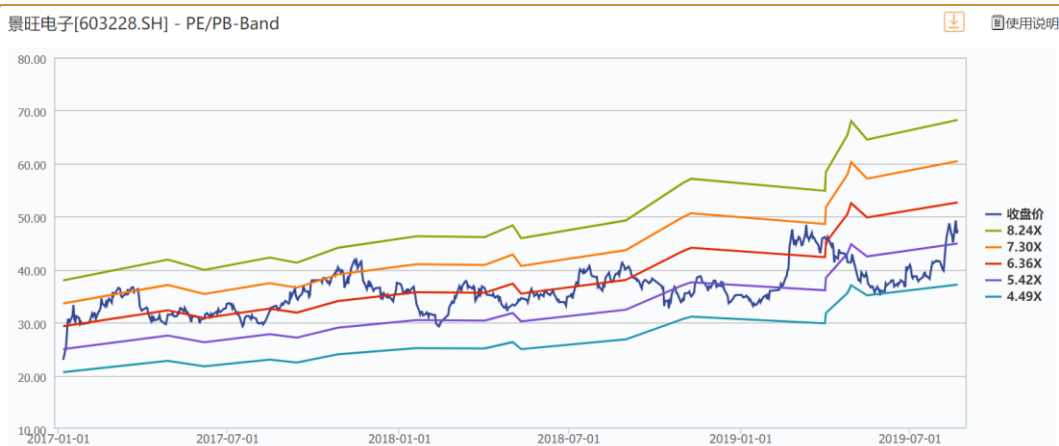
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 44: 景旺电子 PE-band



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 45: 景旺电子 PB-band



数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

原材料价格上涨的风险；下游需求不佳的风险；产能建设不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；苹果及华为客户开拓不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4985.56	6278.98	8594.80	11732.54	净利润	795.18	955.27	1282.98	1664.38
营业成本	3401.25	4319.28	5924.87	8198.24	折旧与摊销	178.00	404.20	450.90	503.33
营业税金及附加	40.13	51.71	70.55	80.95	财务费用	-8.22	9.02	16.73	18.69
销售费用	174.52	214.82	295.24	403.40	资产减值损失	41.91	5.00	5.00	5.00
管理费用	472.54	590.22	807.91	1102.86	经营营运资本变动	-31.98	-418.59	-354.30	-478.32
财务费用	-8.22	9.02	16.73	18.69	其他	-171.04	-42.18	-51.17	-25.72
资产减值损失	41.91	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	803.84	912.71	1350.14	1687.36
投资收益	7.09	30.00	30.00	30.00	资本支出	-1266.45	-480.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-121.59	30.00	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1388.04	-450.00	-470.00	-470.00
营业利润	923.74	1118.94	1504.49	1953.39	短期借款	-0.57	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.51	4.90	4.90	4.71	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	923.23	1123.84	1509.38	1958.10	股权融资	94.41	0.00	0.00	0.00
所得税	128.05	168.58	226.41	293.71	支付股利	-204.00	-160.53	-192.85	-259.01
净利润	795.18	955.27	1282.98	1664.38	其他	884.31	-268.22	-16.73	-18.69
少数股东损益	-7.48	-8.99	-12.07	-15.66	筹资活动现金流净额	774.14	-428.75	-209.58	-277.69
归属母公司股东净利润	802.66	964.26	1295.05	1680.04	现金流量净额	193.81	33.95	670.55	939.66
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1184.83	1218.78	1889.33	2829.00	成长能力				
应收和预付款项	2099.42	2598.33	3561.07	4872.41	销售收入增长率	18.93%	25.94%	36.88%	36.51%
存货	684.26	882.98	1234.13	1699.15	营业利润增长率	15.20%	21.13%	34.46%	29.84%
其他流动资产	861.43	955.20	1123.08	1350.55	净利润增长率	20.53%	20.13%	34.31%	29.73%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	13.36%	40.11%	28.72%	25.52%
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	2434.27	2559.35	2637.74	2663.69	毛利率	31.78%	31.21%	31.06%	30.12%
无形资产和开发支出	255.71	207.88	180.06	152.23	三费率	12.81%	12.96%	13.03%	13.00%
其他非流动资产	150.20	148.74	147.29	145.83	净利率	15.95%	15.21%	14.93%	14.19%
资产总计	7670.11	8571.26	10772.69	13712.86	ROE	18.04%	19.33%	21.27%	22.38%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.37%	11.15%	11.91%	12.14%
应付和预收款项	2104.83	2384.27	3344.84	4666.21	ROIC	24.91%	23.23%	27.11%	30.55%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.93%	24.40%	22.95%	21.10%
其他负债	1158.50	1244.69	1395.42	1608.85	营运能力				
负债合计	3263.34	3628.96	4740.26	6275.06	总资产周转率	0.80	0.77	0.89	0.96
股本	411.00	602.37	602.37	602.37	固定资产周转率	2.88	2.72	3.70	5.01
资本公积	1137.97	946.60	946.60	946.60	应收账款周转率	3.39	3.43	3.58	3.57
留存收益	2420.53	3224.25	4326.45	5747.48	存货周转率	5.75	5.36	5.54	5.56
归属母公司股东权益	4143.03	4687.55	5789.74	7210.78	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.79%	—	—	—
少数股东权益	263.74	254.76	242.69	227.03	资本结构				
股东权益合计	4406.77	4942.30	6032.43	7437.80	资产负债率	42.55%	42.34%	44.00%	45.76%
负债和股东权益合计	7670.11	8571.26	10772.69	13712.86	带息债务/总负债	22.27%	20.03%	15.33%	11.58%
					流动比率	1.99	2.03	2.00	1.98
					速动比率	1.71	1.71	1.69	1.67
					股利支付率	25.42%	16.65%	14.89%	15.42%
					每股指标				
					每股收益	1.33	1.60	2.15	2.79
					每股净资产	6.88	7.78	9.61	11.97
					每股经营现金	1.33	1.52	2.24	2.80
					每股股利	0.34	0.27	0.32	0.43
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1093.51	1532.16	1972.12	2475.40					
PE	34.36	28.60	21.29	16.41					
PB	6.66	5.88	4.76	3.82					
PS	5.53	4.39	3.21	2.35					
EV/EBITDA	16.21	17.26	13.07	10.03					
股息率	0.74%	0.58%	0.70%	0.94%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn