

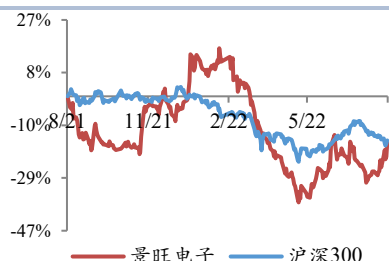
盈利拐点已现+高端产能逐渐释放，下半年望迎来产能盈利双升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-05

收盘价（元）	24.84
近12个月最高/最低（元）	34.76/18.59
总股本（百万股）	848
流通股本（百万股）	842
流通股比例（%）	99.33
总市值（亿元）	211
流通市值（亿元）	209

公司价格与沪深300走势比较



分析师：胡杨

执业证书号：S0010521090001

邮箱：huy@hazq.com

联系人：赵恒祯

执业证书号：S0010121080026

邮箱：zhaohz@hazq.com

相关报告

1. 景旺电子 (603228.SH)：多重因素扰动致成本端压力增加，长期看好 CCL 降价传导及新工厂稳定生产带来的成本改善 2022-05-06
2. 景旺电子 (603228.SH)：产品矩阵丰富，汽车+VR 助力未来成长 2022-03-24

主要观点：

● 事件

8月5日盘后公司披露2022年半年度报告：

- ① 公司2021年实现营业收入51.27亿元，同比增加18.22%；实现归母净利润4.65亿元，同比增加0.64%；扣非后归母净利润为4.25亿元，同比增加2.97%。
- ② 公司2022年二季度实现营业收入27.59亿元，同比增加21.79%；实现归母净利润2.90亿元，同比增加39.28%；扣非后归母净利润为2.73亿元，同比增加48.33%。

● 多重利好致Q2盈利拐点显现

公司Q2在营收环比提升16.5%的基础上，毛利率提升2.46 pcts至21.96%，净利率提升3.2 pcts至10.74%。公司Q2盈利改善趋势明显主要系以下原因：

- ① 2022年上半年，由CCL至上游大宗，成本端价格整体趋势向下，减轻公司部分成本压力。因库存周期影响，成本端压力存在一定周期错配，自三月起逐步释放。
- ② PCB制造降本空间较大：其生产经过多次打孔、曝光、电镀等过程，生产流程长；同时，PCB料号繁多，大小订单批量相差较大，对产能调配及柔性化生产要求较高。报告期内公司提升精益降本工作所花费的精力，内部成立精益革新室，以按需求拉动的原则，结合工艺流程和设备属性、人机比等因素，构建各个工厂的生产模型。识别生产过程中的瓶颈进行精益改善，从各个易造成浪费的行为中去不断优化和改善。
- ③ Q2美元对人民币强势升值5.37%，公司21年海外营收占比47.11%，结算货币升值致外向型贸易汇兑收益较多。公司上半年汇兑收益约5700万元，去年同期为汇兑损失约2200万元。

● 高端产能逐渐释放，重点客户导入顺利

珠海景旺HLC、HDI（含SLP）项目是公司技术升级的主要载体，其下游主要应用于5G通信设备、服务器、汽车电子、智能终端产品等，将为公司高端产品的制程能力带来较大提升；龙川软板二期项目是公司布局多层软板、软硬结合板产能的智能化制造基地，主要应用于车载显示、TWS、触摸屏、OLED等产品。随着公司新工厂的建设和投产，高多层、HDI（含SLP）、多层软板等高端产能的逐步达产，将进一步补足公司高端产品制造能力。

● 汽车板需求持续旺盛，高含车量坐享电车革命红利

我们认为，汽车PCB是新能源浪潮下增速最猛的细分赛道。上半年新能源乘用车国内零售224.8万辆，同比增长122.5%。6月新能源乘用车零售销量达到53.2万辆，同比增长130.8%，环比增长47.6%。5月大规模疫情结束以来，国内复工复产推动供给端产能释放，各地补贴助力需求

修复，6 月以来新车密集发布，蔚来 ES7、理想 L9、比亚迪海豹等车型上市/发布，与此同时，缓解续航焦虑的宁德时代麒麟电池发布，市场反馈强烈；欧美等市场亦因为燃油供需趋紧加码电车补贴力度。

电动化+智能化推升电车 PCB ASP 至传统燃油车 3 倍左右，Prismark 持续上调汽车 PCB 21-26 年需求复合增速至 7.5%。车轨板验证周期长，本轮电动化浪潮汽车板大厂具有明显卡位优势。目前公司凭借良好的产品质量口碑和多元化产品技术支持能力，已积累一批优质包括博世、德尔福、法雷奥在内的国际 Tier 1 厂商，以及国内新能源车、电池大厂。根据我们的测算，目前公司汽车 PCB 营收超 30%，且占比持续提升，下游需求动能长期充沛。

● 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 11.5、15.6、19.8 亿元，对应市盈率为 18、14、11 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

行业竞争加剧、原材料大幅波动、疫情影响持续等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9532	11363	13661	15972
收入同比 (%)	35.0%	19.2%	20.2%	16.9%
归属母公司净利润	935	1153	1555	1981
净利润同比 (%)	1.5%	23.2%	34.9%	27.4%
毛利率 (%)	23.4%	23.1%	24.2%	25.2%
ROE (%)	12.9%	13.7%	15.6%	16.6%
每股收益 (元)	1.11	1.35	1.83	2.33
P/E	31.11	18.35	13.61	10.68
P/B	4.04	2.51	2.12	1.77
EV/EBITDA	18.96	11.21	8.49	6.62

资料来源：Wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位：百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
流动资产	7104	8190	9848	11977					
现金	1122	1158	1503	2307					
应收账款	3093	3757	4500	5255					
其他应收款	45	67	79	90					
预付账款	11	14	16	19					
存货	1444	1637	1951	2266					
其他流动资产	1390	1558	1799	2040					
非流动资产	7237	8249	9267	10174					
长期投资	0	0	0	0					
固定资产	5512	6528	7576	8559					
无形资产	251	251	252	254					
其他非流动资产	1474	1469	1440	1361					
资产总计	14342	16439	19116	22151					
流动负债	5012	5973	7107	8180					
短期借款	32	0	0	0					
应付账款	2936	3474	4140	4775					
其他流动负债	2044	2489	2968	3405					
非流动负债	1849	1849	1849	1849					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	1848	1848	1848	1848					
负债合计	6861	7821	8956	10028					
少数股东权益	203	187	174	156					
股本	852	852	852	852					
资本公积	1912	1912	1912	1912					
留存收益	4514	5667	7222	9203					
归属母公司股东权	7278	8431	9985	11967					
负债和股东权益	14342	16439	19116	22151					

现金流量表					单位：百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
经营活动现金流	1140	1864	2297	2786					
净利润	935	1153	1555	1981					
折旧摊销	434	719	874	1022					
财务费用	93	93	92	92					
投资损失	-25	-35	-42	-48					
营运资金变动	-401	-57	-179	-252					
其他经营现金流	1439	1202	1730	2224					
投资活动现金流	-1632	-1703	-1860	-1890					
资本支出	-2375	-1738	-1902	-1938					
长期投资	-48	0	0	0					
其他投资现金流	791	35	42	48					
筹资活动现金流	-272	-125	-92	-92					
短期借款	-12	-32	0	0					
长期借款	-10	0	0	0					
普通股增加	-2	0	0	0					
资本公积增加	-16	0	0	0					
其他筹资现金流	-232	-93	-92	-92					
现金净增加额	-781	37	345	804					

资料来源：公司公告，华安证券研究所

利润表					单位：百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
营业收入	9532	11363	13661	15972					
营业成本	7303	8735	10350	11950					
营业税金及附加	44	58	69	80					
销售费用	169	230	262	308					
管理费用	423	582	692	796					
财务费用	115	81	79	73					
资产减值损失	-57	2	1	2					
公允价值变动收益	1	0	0	0					
投资净收益	25	35	42	48					
营业利润	1046	1296	1749	2224					
营业外收入	1	0	0	0					
营业外支出	5	5	5	5					
利润总额	1043	1291	1744	2219					
所得税	112	154	202	256					
净利润	931	1137	1542	1962					
少数股东损益	-5	-16	-12	-19					
归属母公司净利润	935	1153	1555	1981					
EBITDA	1576	1923	2498	3085					
EPS（元）	1.11	1.35	1.83	2.33					

主要财务比率					单位：百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
成长能力									
营业收入	35.0%	19.2%	20.2%	16.9%					
营业利润	-1.0%	23.8%	35.0%	27.1%					
归属于母公司净利	1.5%	23.2%	34.9%	27.4%					
获利能力									
毛利率（%）	23.4%	23.1%	24.2%	25.2%					
净利率（%）	9.8%	10.1%	11.4%	12.4%					
ROE（%）	12.9%	13.7%	15.6%	16.6%					
ROIC（%）	11.2%	10.4%	12.2%	13.3%					
偿债能力									
资产负债率（%）	47.8%	47.6%	46.9%	45.3%					
净负债比率（%）	91.7%	90.8%	88.1%	82.7%					
流动比率	1.42	1.37	1.39	1.46					
速动比率	1.13	1.09	1.11	1.18					
营运能力									
总资产周转率	0.66	0.69	0.71	0.72					
应收账款周转率	3.08	3.02	3.04	3.04					
应付账款周转率	2.49	2.51	2.50	2.50					
每股指标（元）									
每股收益	1.11	1.35	1.83	2.33					
每股经营现金流	1.34	2.19	2.70	3.27					
每股净资产	8.55	9.90	11.72	14.05					
估值比率									
P/E	31.11	18.35	13.61	10.68					
P/B	4.04	2.51	2.12	1.77					
EV/EBITDA	18.96	11.21	8.49	6.62					

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。