

强烈推荐-A (维持)

景旺电子 603228.SH

目标估值: 52.00 元
当前股价: 46.23 元
2019年10月25日

三季报符合预期, 产品和客户升级更谋长远

基础数据

上证综指	2955
总股本(万股)	60237
已上市流通股(万股)	14049
总市值(亿元)	278
流通市值(亿元)	65
每股净资产(MRQ)	8.6
ROE(TTM)	15.5
资产负债率	34.1%
主要股东	深圳市景鸿永泰投资
主要股东持股比例	35.33%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	8	25
相对表现	-9	12	4



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《景旺电子(603228)一季报符合预期, 19H2 业绩增长有望加速》2019-08-20
- 2、《景旺电子(603228)一与立讯精密战略合作, 收购珠海双赢 51% 股权加速 FPC 业务成长》2018-09-20
- 3、《景旺电子(603228)一新产线爬坡顺利, 持续受益智能制造升级和行业整合》2018-08-31

郗凡

0755-83074419
yanfan@cmschina.com.cn
S1090511060002

研究助理

张益敏
zhangyimin1@cmschina.com.cn

三季报维持稳健, 中长期兼具产品升级和精细化管理属性。预估 2019-2021 年归母净利润 8.4/10.5/13.5 亿, 对应 EPS 为 1.41/1.75/2.24 元, 对应当前股价 PE 为 32.9/26.5/20.6 倍, 维持“强烈推荐-A”, 目标价 52.0 元。

□ 前三季度业绩符合市场预期。

19 年前三季度实现收入 45.3 亿, 同比+24%, 归母净利 6.3 亿, 同比+0.35%, 扣非归母净利 5.7 亿, 同比-4%, 对应 EPS 为 1.07 元; 其中, Q3 单季收入 16.8 亿, 同比+23%环比+10%, 归母净利 2.0 亿, 同比-15%环比-16%。前三季度经营现金流 7.5 亿, 同比增长 33%。Q3 行业整体温和回暖, 软板富山事业部整合及部分成本项因素对利润产生影响, 但公司整体处在产品升级和管理聚焦的良性循环中;

□ 营收趋势良好, 富山整合等因素暂时拖累利润。

拆分预计前三季度硬板收入 30-31 亿, 软板收入 15-16, 软硬板同步扩产和客户导入带来收入持续增长。利润方面, 前三季度毛利率 27.4%, 同比下降约 5 个 pct, 净利率 12.9%, 同比下降约 4.3 个 pct。Q3 单季度毛利率 25.6%, 同比下降约 4.4 个 pct, 环比下降约 1.7 个 pct。Q3 单季度净利率 10.8%, 同环比均有较大下降。利润率下降是由于富山事业部(双赢)前三季度亏损约 8500 万, Q3 单季度并表后约亏损 2250 万, 且 Q3 软板整体市场(国产机为主)竞争激烈产生一定价格压力, 以及江西二期扩产爬坡(目前月产 12-13 万平)、覆铜板小幅涨价、6 月份开始员工薪酬调涨(管理费用增幅大)、股权激励费用(单季度约 1200 万)等均对利润产生影响;

□ 业务升级布局成长, 管理聚焦再造景旺。

目前公司处于业务升级阶段, 通信板方面, 预计 19 年来自华为、中兴的收入将同比大幅增长, 且已经成功切入壁垒较高的中高层板市场, 虽然暂时利润贡献有限, 但后续随良效率提升、珠海高层板工厂投产将逐步放量。软板方面, 公司 Q3 成功进入华为直供体系, 后续将更多参与到核心客户新产品打样和系统板料号的生产中。管理方面, 公司今年开始实行的调薪政策虽然短期对成本有影响, 但后续的减员增效与自动化产线配合将进一步凸显景旺在内部管理上的优势;

□ 投资建议: 看好中长期价值, 维持强烈推荐-A 投资评级。

如加回富山事业部亏损额, 并考虑其整合对公司整体带来的经营性影响, 公司前三季度可实现约 10% 的利润增长, 在行业整体需求抑制的 2019 年已非常优秀。公司是一家兼具产品升级空间和精细化管理属性的企业, 且全品类的业务结构天花板较高, 中期看通信类订单优化公司营收结构, 长期看突破潜在核心客户有利于增强业绩弹性。预估 2019-2021 年营收 63/77/96 亿, 归母净利润 8.4/10.5/13.5 亿, 对应 EPS 为 1.41/1.75/2.24 元, 对应当前股价 PE 为 32.9/26.5/20.6 倍, 维持“强烈推荐-A”, 目标价 52.0 元。

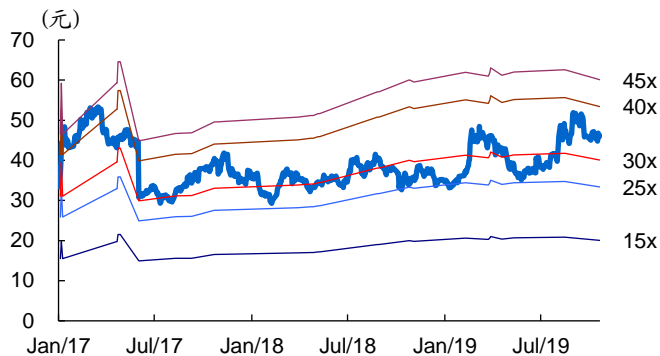
□ 风险提示: 行业需求低于预期、客户开拓低于预期、竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	4192	4986	6339	7787	9752
同比增长	28%	19%	27%	23%	25%
营业利润(百万元)	755	926	976	1214	1563
同比增长	19%	23%	5%	24%	29%
净利润(百万元)	613	805	847	1051	1351
同比增长	14%	31%	5%	24%	28%
每股收益(元)	1.50	1.96	1.41	1.75	2.24
PE	30.8	23.6	32.9	26.5	20.6
PB	5.8	4.6	5.7	4.9	4.2

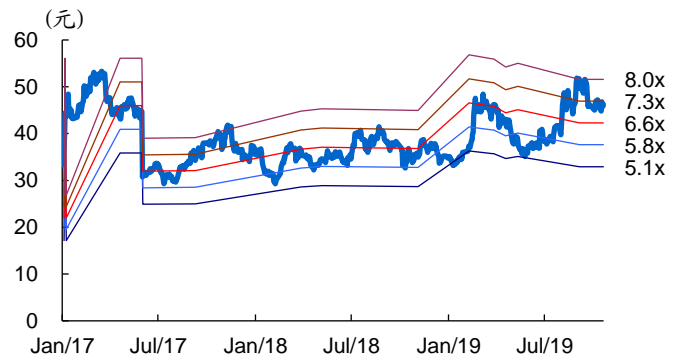
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 景旺电子历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 景旺电子历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《PCB 行业月度深度跟踪报告—通信高景气延续，把握三季报超预期主线》
2019/10/09
- 2、《PCB 行业月度深度跟踪报告—景气度温和回暖，行情受 5G 扩散效应驱动》
2019/09/07
- 3、《景旺电子（603228）—中报符合预期，19H2 业绩增长有望加速》 2019/08/19
- 4、《PCB 行业月度跟踪报告—行情围绕通信主线，高频高速 CCL 进口替代加速》
2019/08/08
- 5、《PCB 行业月度跟踪报告—景气度回暖节奏仍待观察，5G 赋能 PCB 行业》
2019/07/07
- 6、《PCB 行业深度跟踪报告—CPCA 2019 草根调研及专题会议纪要》 2019/04/03
- 6、《景旺电子（603228）—与立讯精密战略合作，收购珠海双赢 51%股权加速 FPC 业务成长》 2018/09/20
- 7、《景旺电子（603228）—新产线爬坡顺利，持续受益智能制造升级和行业整合》
2018/08/31
- 8、《景旺电子（603228）—精细管理和智能制造领先的 PCB 行业整合者》 2018/08/27

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3046	4830	5060	5971	7144
现金	924	1185	542	552	496
交易性投资	0	500	500	500	500
应收票据	339	426	542	666	834
应收款项	1302	1642	2062	2533	3172
其它应收款	17	21	26	32	40
存货	458	684	913	1105	1372
其他	6	372	474	582	729
非流动资产	1731	2840	3341	3796	4209
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1153	2303	2833	3313	3748
无形资产	232	256	230	207	186
其他	345	281	278	276	274
资产总计	4777	7670	8401	9767	11353
流动负债	1422	2424	3560	3781	4396
短期借款	1	0	465	142	0
应付账款	858	1373	1854	2244	2786
预收账款	6	2	2	3	4
其他	557	1050	1239	1393	1607
长期负债	79	839	(288)	112	112
长期借款	0	0	0	0	0
其他	79	839	(288)	112	112
负债合计	1501	3263	3273	3894	4509
股本	408	411	602	602	602
资本公积金	1047	1312	1312	1312	1312
留存收益	1822	2421	2959	3714	4697
少数股东权益	0	264	256	246	234
归属于母公司所有者权益	3276	4143	4873	5628	6610
负债及权益合计	4777	7670	8401	9767	11353

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	716	804	806	905	1138
净利润	613	805	847	1051	1351
折旧摊销	146	178	245	292	334
财务费用	12	19	(25)	(20)	(10)
投资收益	(5)	(7)	(55)	(55)	(55)
营运资金变动	(30)	(198)	(210)	(365)	(484)
其它	(20)	6	4	2	1
投资活动现金流	(581)	(1388)	(695)	(695)	(695)
资本支出	(589)	(533)	(750)	(750)	(750)
其他投资	8	(855)	55	55	55
筹资活动现金流	(650)	774	(754)	(200)	(500)
借款变动	(437)	(38)	465	(323)	(142)
普通股增加	0	3	191	0	0
资本公积增加	0	265	0	0	0
股利分配	(204)	(204)	(308)	(296)	(368)
其他	(9)	749	(1102)	420	10
现金净增加额	(515)	190	(643)	11	(57)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4192	4986	6339	7787	9752
营业成本	2829	3401	4593	5559	6902
营业税金及附加	35	40	51	63	78
营业费用	142	175	197	241	302
管理费用	374	241	558	740	926
研发费用	169	231	290	370	471
财务费用	17	(8)	(25)	(20)	(10)
资产减值损失	44	42	45	45	45
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	5	63	55	55	55
营业利润	755	926	976	1214	1563
营业外收入	1	6	6	6	6
营业外支出	3	6	6	6	6
利润总额	754	926	976	1213	1562
所得税	141	128	137	172	224
净利润	613	798	839	1042	1338
少数股东损益	0	(7)	(8)	(10)	(13)
归属于母公司净	613	805	847	1051	1351

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	28%	19%	27%	23%	25%
营业利润	19%	23%	5%	24%	29%
净利润	14%	31%	5%	24%	28%
获利能力					
毛利率	32.5%	31.8%	27.5%	28.6%	29.2%
净利率	14.6%	16.2%	13.4%	13.5%	13.9%
ROE	18.7%	19.4%	17.4%	18.7%	20.4%
ROIC	19.1%	17.7%	14.5%	16.9%	19.3%
偿债能力					
资产负债率	31.4%	42.5%	39.0%	39.9%	39.7%
净负债比率	0.0%	0.0%	5.5%	1.4%	0.0%
流动比率	2.1	2.0	1.4	1.6	1.6
速动比率	1.8	1.7	1.2	1.3	1.3
营运能力					
资产周转率	0.9	0.6	0.8	0.8	0.9
存货周转率	7.1	6.0	5.8	5.5	5.6
应收帐款周转率	3.5	3.4	3.4	3.4	3.4
应付帐款周转率	3.6	3.0	2.8	2.7	2.7
每股资料 (元)					
EPS	1.50	1.96	1.41	1.75	2.24
每股经营现金	1.76	1.96	1.34	1.50	1.89
每股净资产	8.03	10.08	8.09	9.35	10.98
每股股利	0.50	0.75	0.49	0.61	0.79
估值比率					
PE	30.8	23.6	32.9	26.5	20.6
PB	5.8	4.6	5.7	4.9	4.2
EV/EBITDA	27	20	16	12	8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

鄢凡：北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，11年证券从业经验，08-11年中信证券，11年加盟招商证券，任电子行业首席分析师。11/12/14/15/16/17年《新财富》电子行业最佳分析师第2/5/2/2/4/3名，11/12/14/15/16/17/18年《水晶球》电子第2/4/1/2/3/3/2名，10/14/15/16/17/18年《金牛奖》TMT/电子第1/2/3/3/3/3名/2018年最具价值金牛分析师。

方竞：西安电子科技大学本硕连读，近5年半导体行业从业经验，有德州仪器等外企海外工作经历，熟悉半导体及消费电子产业链。2017年在太平洋证券，2018年加入招商证券，任电子行业分析师。

王淑姬：北京大学金融学硕士，北京大学电子学学士，2017年4月加入招商电子团队，任电子行业分析师。

张益敏：上海交通大学工学硕士，覆盖PCB，设备，汽车电子，电子周期品等领域。2018年在太平洋证券，2019年加入招商电子团队。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。