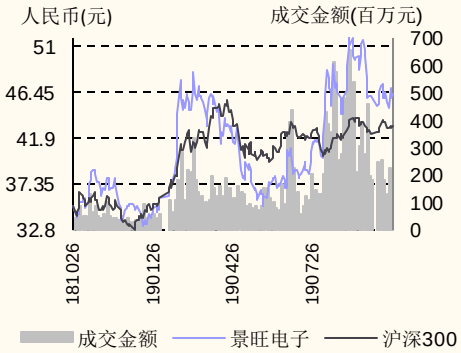
景旺电子 (603228.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：46.23 元
目标价格（人民币）：55.30 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.02
已上市流通 A 股(亿股)	1.40
总市值(亿元)	278.48
年内股价最高最低(元)	47.18/44.82
沪深 300 指数	3897
上证指数	2955



相关报告

1.《产能快速释放，三大业务保持稳健增长-《2019-03-31 景...》，2019.3.31
2.《PCB 龙头企业：完全竞争下的成长之道-景旺电子公司深度研究》，2019.3.28

樊志远 分析师 SAC 执业编号：S1130518070003
(8621)61038318
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

邓小路 联系人
dengxiaolu@gjzq.com.cn

鲁洋洋 联系人
luyangyang@gjzq.com.cn

盈利承压但管控仍优，静待结构改善释放动能

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,192	4,986	6,249	8,149	9,738
营业收入增长率	27.68%	18.93%	25.34%	30.40%	19.50%
归母净利润(百万元)	660	803	817	1,112	1,414
归母净利润增长率	22.75%	21.66%	1.76%	36.18%	27.11%
摊薄每股收益(元)	1.617	1.953	1.356	1.847	2.347
每股经营性现金流净额	1.76	1.96	1.38	1.68	2.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.14%	19.37%	17.25%	19.84%	20.77%
P/E	33.25	25.60	34.09	25.04	19.70
P/B	6.70	4.96	5.88	4.97	4.09

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司前三季度实现营收 45.3 亿元，同比增长 24.5%，归母净利 6.3 亿元，同比增长 0.35%，其中扣非后归母净利 5.7 亿元，同比下滑 4.7%。Q3 单季营收 16.8 亿元，同比和环比增长 23.1%和 9.6%，归母净利 2.0 亿元，同比和环比下滑 14.0%和 15.7%，整体来看公司第三季度业绩压力较大。

经营分析

- **盈利承压，管控能力仍然优质：**公司前三季度毛利率和净利率为 27.5%和 13.0%，分别同比下滑 5.0pct 和 4.3pct，并且 Q3 环比下滑 6.4pct 和 5.2pct，盈利承压严重，收入端主要受行业需求疲弱影响，成本端主要受江西二期爬坡、竞争加剧等影响，费用端主要受员工调薪、中介费以及股权激励费用影响，总的来说负面因素在第三季度集中爆发。
  在这种业绩承压时刻，公司仍然发挥强大的经营管控能力，一方面保持上下游关系及生产管控效率来维持营运资金稳定，另一方面通过经营筹划以及理财产品管理来减轻现金流压力，因此我们可以看到即使在人员涨薪带来不小现金压力的情况下，公司仍能够扩大经营现金净流入和收窄投资现金负结余，因此总体上公司经营并未受到过多影响，待优化整合后业绩有望恢复。
- **5G 带动行业回暖，基站+终端双布局迎成长：**公司广泛而分散布局多个应用领域，其业绩与行业整体需求的相关性较强，明年 5G 基建加速铺开，5G 终端也将陆续拉货，PCB 这类基础硬件材料将会迎来需求周期性回暖。公司作为同时布局硬板和软板的厂商，一方面硬板向壁垒较高的中高层通信板切入的进展顺利，另一方面软板成功进入大客户直供体系，双布局下公司有望充分享受 5G 增长红利。

盈利调整及投资建议

- 由于前期低估负面因素影响程度并考虑到短期内影响仍难消除，保守起见我们调低 19-21 年盈利预测至 8.2 亿元（调低 18%）、11.1 亿元（调低 13%）和 14.1 亿元（调低 11%），对应 PE 为 33X\25X\20X，考虑 5G 推动行业高增速，因此我们认为公司合理 PE 为 30 倍，按 20 年业绩计算合理市值为 333 亿元，对应股价为 55.3 元（调低 15%），继续维持“买入”评级。

风险提示

- 需求不及预期；江西二期爬坡不及预期；富山事业部整合进度不及预期。

敬请参阅最后一页特别声明

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	**3,283**	**4,192**	**4,986**	**6,249**	**8,149**	**9,738**
增长率		27.7%	18.9%	25.3%	30.4%	19.5%
主营业务成本	-2,224	-2,829	-3,401	-4,496	-5,724	-6,775
%销售收入	67.7%	67.5%	68.2%	72.0%	70.3%	69.6%
毛利	1,059	1,363	1,584	1,753	2,424	2,963
%销售收入	32.3%	32.5%	31.8%	28.1%	29.8%	30.4%
营业税金及附加	-27	-35	-40	-44	-65	-73
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%
销售费用	-112	-142	-175	-178	-253	-302
%销售收入	3.4%	3.4%	3.5%	2.9%	3.1%	3.1%
管理费用	-265	-374	-241	-300	-407	-467
%销售收入	8.1%	8.9%	4.8%	4.8%	5.0%	4.8%
研发费用	0	0	-231	-244	-350	-409
%销售收入	0.0%	0.0%	4.6%	3.9%	4.3%	4.2%
息税前利润（EBIT）	655	812	897	987	1,348	1,712
%销售收入	19.9%	19.4%	18.0%	15.8%	16.5%	17.6%
财务费用	-1	-17	8	-26	-37	-39
%销售收入	0.0%	0.4%	-0.2%	0.4%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-20	-44	-42	-13	-3	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	5	7	15	7	9
%税前利润	0.0%	0.6%	0.8%	1.6%	0.5%	0.5%
营业利润	633	802	924	963	1,315	1,680
营业利润率	19.3%	19.1%	18.5%	15.4%	16.1%	17.3%
营业外收支	20	-2	-1	-8	-6	-7
税前利润	653	800	923	955	1,309	1,673
利润率	19.9%	19.1%	18.5%	15.3%	16.1%	17.2%
所得税	-116	-141	-128	-139	-196	-259
所得税率	17.7%	17.6%	13.9%	14.5%	15.0%	15.5%
净利润	537	660	795	817	1,112	1,414
少数股东损益	0	0	-7	0	0	0
归属于母公司的净利润	**537**	**660**	**803**	**817**	**1,112**	**1,414**
净利率	16.4%	15.7%	16.1%	13.1%	13.7%	14.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	537	660	795	817	1,112	1,414
少数股东损益	0	0	-7	0	0	0
非现金支出	149	190	220	75	80	94
非经营收益	21	-10	31	48	36	35
营运资金变动	-166	-124	-243	-102	-210	-103
经营活动现金净流	**541**	**716**	**804**	**837**	**1,019**	**1,439**
资本开支	-337	-586	-524	-736	-822	-823
投资	0	0	-76	0	0	0
其他	23	5	-788	15	7	9
投资活动现金净流	**-314**	**-581**	**-1,388**	**-721**	**-815**	**-814**
股权募资	1,064	0	86	22	0	0
债权募资	-61	-322	965	-84	126	-134
其他	-138	-336	-272	-279	-280	-250
筹资活动现金净流	**865**	**-658**	**778**	**-341**	**-154**	**-384**
现金净流量	**1,092**	**-523**	**194**	**-224**	**49**	**242**

资产负债表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,364	924	1,185	961	1,010	1,252
应收款项	1,284	1,658	2,089	2,355	2,982	3,483
存货	342	458	684	756	932	1,011
其他流动资产	8	6	872	668	923	1,077
流动资产	2,997	3,046	4,830	4,740	5,847	6,823
%总资产	69.1%	63.8%	63.0%	57.8%	58.2%	58.1%
长期投资	6	6	6	6	6	6
固定资产	1,109	1,236	2,435	3,182	3,914	4,633
%总资产	25.6%	25.9%	31.7%	38.8%	39.0%	39.4%
无形资产	181	245	270	276	282	288
非流动资产	1,340	1,731	2,840	3,464	4,203	4,927
%总资产	30.9%	36.2%	37.0%	42.2%	41.8%	41.9%
资产总计	**4,337**	**4,777**	**7,670**	**8,204**	**10,050**	**11,750**
短期借款	174	1	0	9	134	0
应付款项	920	1,223	2,233	2,249	3,027	3,595
其他流动负债	150	199	191	220	292	358
流动负债	1,244	1,422	2,424	2,477	3,454	3,953
长期贷款	148	0	0	0	0	0
其他长期负债	83	79	839	727	727	727
负债	**1,475**	**1,501**	**3,263**	**3,204**	**4,180**	**4,679**
普通股股东权益	**2,862**	**3,276**	**4,143**	**4,736**	**5,605**	**6,807**
其中：股本	408	408	411	607	607	607
未分配利润	1,348	1,717	2,294	2,865	3,734	4,936
少数股东权益	0	0	264	264	264	264
负债股东权益合计	**4,337**	**4,777**	**7,670**	**8,204**	**10,050**	**11,750**

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	1.317	1.617	1.953	1.356	1.847	2.347
每股净资产	7.013	8.030	10.080	7.862	9.306	11.300
每股经营现金净流	1.326	1.756	1.956	1.380	1.679	2.371
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.406	0.400	0.350
回报率						
净资产收益率	18.78%	20.14%	19.37%	17.25%	19.84%	20.77%
总资产收益率	12.39%	13.81%	10.46%	9.96%	11.07%	12.03%
投入资本收益率	16.85%	20.41%	14.99%	14.72%	17.02%	18.55%
增长率						
主营业务收入增长率	22.63%	27.68%	18.93%	25.34%	30.40%	19.50%
EBIT 增长率	26.50%	23.98%	10.53%	10.06%	36.51%	27.01%
净利润增长率	27.22%	22.75%	21.66%	1.76%	36.18%	27.11%
总资产增长率	61.85%	10.16%	60.55%	6.96%	22.50%	16.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	107.0	103.1	107.8	109.0	105.0	102.0
存货周转天数	47.3	51.6	61.3	62.0	60.0	55.0
应付账款周转天数	108.2	102.0	119.7	111.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	123.0	100.4	168.6	172.3	160.5	157.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-36.37%	-28.20%	-21.74%	-14.51%	-11.06%	-14.50%
EBIT 利息保障倍数	458.4	47.9	-109.1	38.3	36.4	44.2
资产负债率	34.02%	31.42%	42.55%	39.06%	41.60%	39.83%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	3	7	15
增持	0	0	0	4	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**1.00**	**1.00**	**1.36**	**1.35**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-03-28	买入	61.19	74.43～74.43
2	2019-03-31	买入	65.10	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

单击此处输入文字。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH