

景旺电子 (603228.SH) / 电子

景气度上行, 软硬板共振加速高端布局

评级: 买入 (维持)

市场价格: 33.27

分析师: 胡杨

执业证书编号: S0740519090005

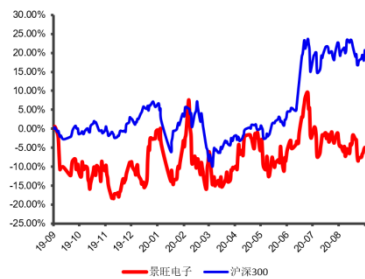
电话:

Email: huyang@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	851.42
流通股本(百万股)	838.62
市价(元)	33.27
市值(百万元)	28300
流通市值(百万元)	27900

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4985.56	6332.12	7262.94	8953.76	11041.77
增长率 yoy%	18.93%	27.01%	14.70%	23.28%	23.32%
净利润	802.66	802.65	1039.32	1229.42	1612.54
增长率 yoy%	21.66%	4.29%	24.16%	18.29%	31.16%
每股收益(元)	0.94	0.98	1.22	1.44	1.89
每股现金流量	1.96	1.45	0.67	3.17	-0.28
净资产收益率	19.37%	15.43%	14.57%	15.50%	17.95%
P/E	35.29	33.84	27.25	23.04	17.57
PEG	2.49	1.32	1.79	1.62	0.69
P/B	6.84	5.22	3.97	3.57	3.15

备注: 股价取自 2020 年 9 月 23 日收盘价

投资要点

- 软硬板兼备的内资龙头, 业绩持续向好。**公司行业龙头地位稳固, 2019 年公司产值排名第 9, 在内资厂商(内资持股超过 51%)中排名第 3, 仅次于山东精密和深南电路。产品全品类覆盖, 是国内少数覆盖刚性电路板、柔性电路板和金属基电路板的厂商。同时, 公司的产品结构不断优化, 精益求精铸造高附加值产品; 全面规范各级管理程序, 提升管理水平, 降低生产及管理成本, 实现效益最大化——毛利率、净利率等盈利指标业内领先。
- 下游动能转换+行业格局变迁推动企业成长。**随着 5G 商用推广, 以 5G、云计算为代表新型应用的海量数据存储和计算需求倒逼上游数据中心扩容, PCB 作为基础部件有望随着服务器市场景气度回升迎来高速增长, 新动能提振多层板市场, 行业上行空间打开。另一方面 PCB 产能向大陆转移叠加国内环保政策趋紧的影响, 内资龙头有望受益于产业向大陆转移和市场集中度提升, 进一步提高市场占有率。
- 软板量价齐升格局延续, 多维共振助力成长。**我们认为 FPC 量价齐升逻辑依然存在。从量上看, 手机轻薄化+功能复杂化趋势并行, 在有限空间内堆叠更多组件要求下 FPC 渐成最优选择; 从价上看, PI、MPI 到 LCP 材料升级, 助推 FPC 价值量提升; 同时受益于汽车电子业务逐步复苏, 汽车用 FPC 也有望重启加速。
- 产品阶跃升级, 布局高端市场。**通讯板方面, 公司硬板产品层数不断提升, 技术储备成熟, 产能扩张持续推进, 已切入壁垒较高的中高端市场, 有望随大客户成长, 获取更大市场份额; FPC 业务板块, 公司已经成为国内第一梯队, 收购珠海双赢之后成功打开 FPC 产能瓶颈, 同时有望通过与立讯精密合作切入海外重要客户供应链, 打开市场上行空间; HDI 公司也在积极布局产能, 加大高端产品产能投建。公司积极响应下游应用领域需求变动, 产品结构向高端化方向延伸, 提升品牌力和核心竞争力。
- 盈利预测和投资建议:**我们预计 20/21/22 年收入为 73/90/110 亿元, 归母净利润预计 20/21/22 年达到 10.4/12.3/16.1 亿元。目前市值对应 2021 年 PE=23x, 对比可比公司目前的估值水平(2020/2021/2022 年 35/28/20X), 我们认为公司估值低于板块平均估值, 维持“买入”评级。
- 风险提示事件:**环保政策影响产能布局、大客户导入不及预期、5G 建设不及预期等

内容目录

一、软硬板兼备的内资龙头，业绩持续向好	- 4 -
1. 业绩优秀的内资龙头	- 4 -
2. PCB 产品全品类覆盖，精益求精优化产品结构	- 4 -
3. 广泛下游应用催生新需求，优质客户资源保障稳健发展	- 5 -
4. 三费控制得当，业绩稳健增长	- 6 -
二、硬板业务：下游动能转换+行业格局变迁促进内资龙头成长	- 8 -
1. 新动能提振多层板市场，行业上行空间打开	- 8 -
2. 中低端市场份额分散待整合，龙头份额提升	- 9 -
3. 产业重心持续向大陆转移，内资厂份额提升	- 10 -
三、软板业务：量价齐升格局延续，多维共振带动盈利成长	- 11 -
1. 单机用量不断提升，FPC 景气格局延续	- 11 -
2. FPC 材料升级势在必行，ASP 有望加速启动	- 11 -
3. 下游新场景可见度清晰，积极布局跨越营收天花板	- 12 -
四、外强产品内提效率，内外兼修构筑竞争壁垒	- 13 -
1. 产品阶跃升级，布局高端市场	- 13 -
2. 智能工厂效率领跑行业，成本压缩+良率领先注入内生动能	- 14 -
五、投资建议及盈利预测	- 14 -
六、风险提示	- 15 -

图表目录

图表 1 公司产品及应用	- 4 -
图表 2 2017 年公司产品结构（百万元）	- 5 -
图表 3 公司产品下游应用领域	- 5 -
图表 4 公司主要客户分布	- 6 -
图表 5 公司前五大客户销量占比	- 6 -
图表 6 主营业务收入及构成（百万元）	- 7 -
图表 7 营业收入及利润增速情况（百万元）	- 7 -
图表 8 公司费用率变动情况（%）	- 8 -
图表 9 不同种类 PCB 产值（亿美元）	- 8 -
图表 10 PCB 下游行业发展情况（百万美元）	- 9 -
图表 11 全球服务器出货量（万台）	- 9 -
图表 12 全球 PCB 产值各区域占比情况	- 10 -
图表 13 全球 PCB 产值及增速（百万美元）	- 10 -
图表 14 2019 年全球 PCB 厂商 20 强（百万美元）	- 10 -
图表 15 部分 iPhone 机型中单机 FPC 用量	- 11 -
图表 16 主流材料 PI 与 LCP 的性能对比	- 12 -
图表 17 穿戴类设备中 FPC 的应用	- 12 -

图表 18 同行业公司研发费用率情况	- 13 -
图表 19 智能工厂优势	- 14 -
图表 20 可比公司估值 (2020 年 9 月 19 日更新)	- 15 -

一、软硬板兼备的内资龙头，业绩持续向好



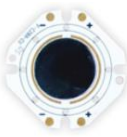
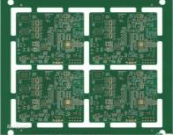
1. 业绩优秀的内资龙头

- 公司成立于1993年，专业从事印刷电路板及高端电子材料研发生产，是国内PCB龙头企业，中国电子电路行业协会的副理事长单位，同时也是行业标准的制定单位之一。近年来，公司实力稳步提升，规模不断扩大。根据中国电子电路企业排行榜，2019年公司产值排名第9，在内资厂商（内资持股超过51%）中排名第3，仅次于山东精密和深南电路。

2. PCB 产品全品类覆盖，精益求精优化产品结构

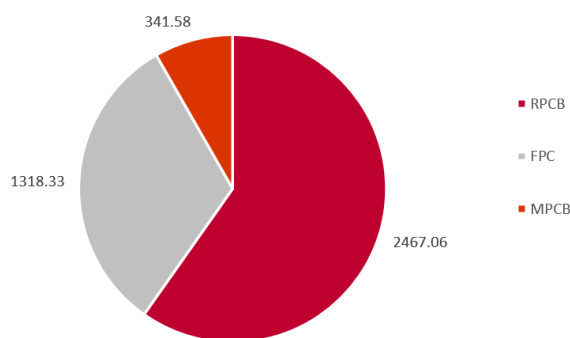
- 公司专注于印制电路板行业，是国内少数覆盖刚性电路板、柔性电路板和金属基电路板全品类的厂商，为客户提供多样化的产品选择和一站式服务。公司以刚性电路板为基础，横向发展柔性电路板和金属基电路板，在RPCB稳步发展的同时，集中资源在FPC和MPCB细分市场形成先发优势，并乘市场趋势得以快速发展，成为我国FPC和MPCB的重要厂商。

图表 1 公司产品及应用

RPCB		刚性电路板，以双面板和多层板为主，客户广泛分布在计算机及网络设备、通信设备、工业控制及医疗、消费电子和汽车电子行业。
FPC		柔性电路板，主要应用于手机和平板电脑上的显示屏、触摸屏，以及按键、麦克风、USB、SENSOR（光传感器）等其他模块。
MPCB		金属基电路板，产品覆盖铝基、铜基、铁基、不锈钢基多种类型，以铝基板为主打产品，主要应用领域包括LED照明、LED显示、汽车和电源模块
HDI		高密度互联技术，主要应用于手机、笔记本电脑、数码相机、汽车电子以及其他消费电子产品。

来源：招股说明书，中泰证券研究所整理

图表 2 2017 年公司产品结构 (百万元)



来源：公司官网，中泰证券研究所整理

3. 广泛下游应用催生新需求，优质客户资源保障稳健发展

- 公司产品广泛应用于通讯设备、计算机及网络设备、消费电子、汽车电子、工业控制等行业。近年来，公司逐步加大在通信和汽车领域的布局力度，源于汽车电子化、智能汽车和5G商用，汽车电子、新能源、通讯设备等下游应用领域快速增长的需求催生了柔性线路板、多层板、软硬结合板、HDI等产品技术的不断提高和应用领域的不断扩大，增长动力显著。

图表 3 公司产品下游应用领域



来源：公司官网，中泰证券研究所整理

- 公司下游客户结构高度分散，根据公司 20 年中报显示，客户广泛分布在通讯设备、计算机及网络设备、消费电子、汽车电子、工业控制及医疗等行业，抗单一行业波动风险的能力较强。从数量上看，目前供公司正常提供生产服务的客户共 951 家，包括华为、海拉、天马、富士康、海康威视、中兴、西门子、法雷奥、德普特、比亚迪等国内外知名企业。另外，公司正在逐步导入国际 5G 基础设施建设、伺服器、高端消费电子、无线耳机等领域客户，在做好客户储备的同时，高度分散的客户数量也减小了公司对单一客户的依赖。特别是在目前国际政治形式多变、多家国内龙头厂商受外部环境因素影响，业务存在较大波动的情况下，公司凭借高度分散的客户布局，有效减缓了单一客户订单波动风险，为维护业绩稳健增长提供了依托。

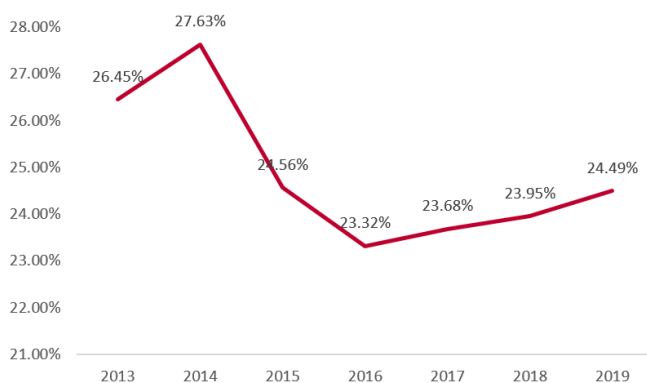
图表 4 公司主要客户分布



来源：公司年报，中泰证券研究所整理

- 公司前五大客户销售集中度近年来略有上升，但依然处于合理区间。上升原因则主要由于下游行业产能逐渐向龙头集中，从而带动上游行业对单一客户出货量略有增加。以 2019 年为例，公司前五大客户销售额为 152,152.99 万元，占年度销售总额 24.49%，保持了自 2016 年以来的逐年递增态势，但相较于 2018 年仅提升 0.54%，增速控制得当。相对分散的客户结构不仅仅使公司抗风险能力增强，同时也能有效保持对客户的议价能力，更容易的通过转移订单以应对客户降价的压力，保持较高的毛利率。

图表 5 公司前五大客户销量占比

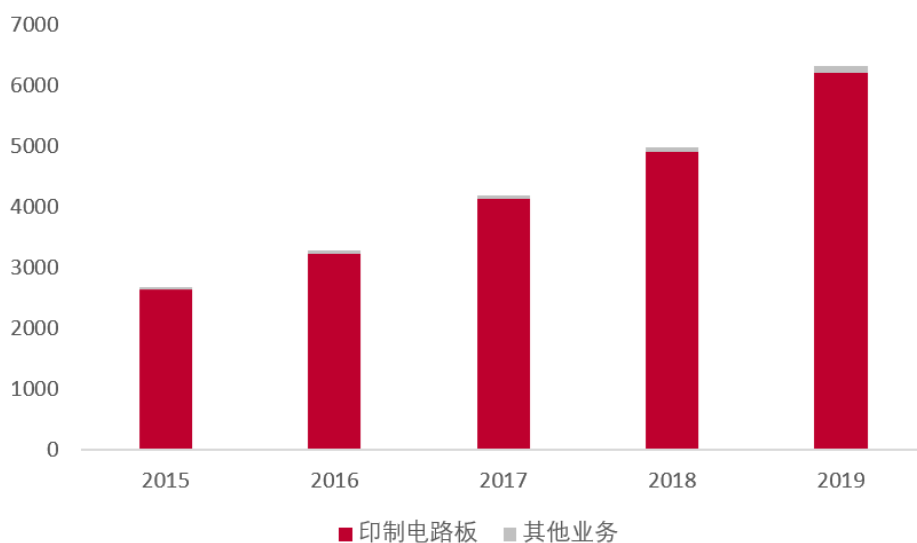


来源：公司年报，中泰证券研究所整理

4. 三费控制得当，业绩稳健增长

- 公司专注于印制电路板行业，印制电路板收入构成公司主要收入部分，报告期内，公司营业收入保持稳定增长趋势，由 2015 年 26.77 亿元，增长至 2019 年 63.32 亿元，年复合增长率为 18.79%，其中 2019 年营业收入同比增长 27.01%，业绩增长提速。
- 公司产品覆盖刚性电路板、柔性电路板、金属基电路板三大类，能满足客户多元化的产品需求，同时在产能方面持续优化升级高端产品制造能力，2019 年江西二期产能逐步释放，公司在自动化、智能化方面取得较大突破，带动公司业绩的迅速增长。

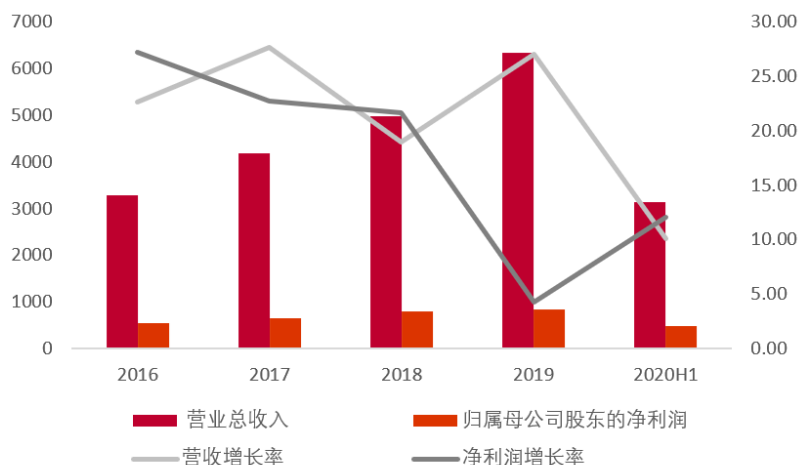
图表 6 主营业务收入及构成 (百万元)



来源: Wind, 中泰证券研究所整理

- 公司聚焦于高多层、高频、高散热和特殊材料领域, 深入开展高速 PCB、高频功放板、PTFE/LCP 等材料加工技术、无线充电产品制作技术、任意层 HDI 技术、高导热 PCB、光模块产品技术、嵌陶瓷基板技术等技术研发。公司 5G 高频功放板、5G 高频天线板、5G 高速高多层、汽车 ADAS 77G 毫米波雷达微波板、新能源汽车充电桩埋嵌铜块厚铜板等高附加值产品实现批量生产能力。公司深入开展技术改造和高端产品产能建设, 产能布局持续优化, 为持续稳定发展奠定坚实基础。

图表 7 营业收入及利润增速情况 (百万元)

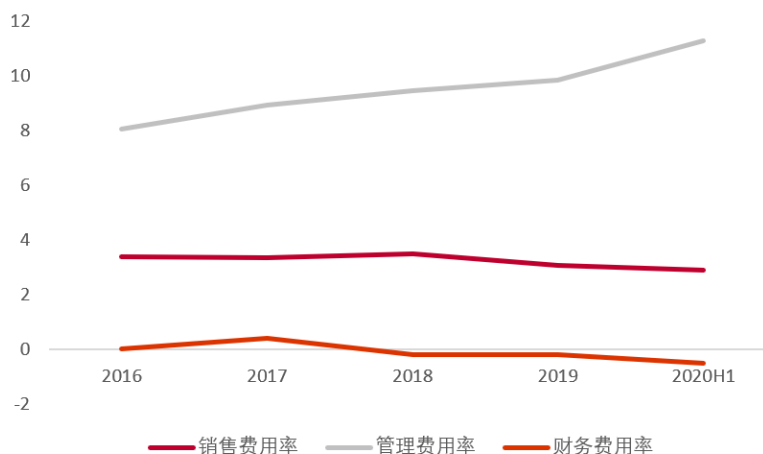


来源: Wind, 中泰证券研究所整理

- 管理费用随业务规模扩张同比增长, 销售费用和财务费用控制有效。随着公司业务规模的扩张, 主要由员工工资福利费用、中介服务费、股份支付费用等构成的管理费用同步增长。2019 年由于公司涨薪、股权激励费及中介服务费用增加以及 2018 年底收购景旺柔性产生的系列费用, 公司管理费用同比增加 35.19%, 管理费用率达到 11.27%。
- 公司财务费用率和销售费用率均维持行业较低水平, 且呈稳定下降趋势。销售费用率由 2016 年 3.41%, 降低至 2020 年上半年 2.90%, 减少约 0.51%。财务费用率近三年均维持负值, 2019 年财务费用同比减少 27.16%, 财

务费用率-0.17%，主要系报告期可转债完成转股、赎回并摘牌使得未确认融资费用减少所致。整体来说，公司期间费用维持较低水平，成本控制有效。

图表 8 公司费用率变动情况 (%)



来源：Wind，中泰证券研究所整理

二、硬板业务：下游动能转换+行业格局变迁促进内资龙头成长

1. 新动能提振多层板市场，行业上行空间打开

- PCB 产品结构复杂，随着下游终端产品的升级换代，PCB 的高密度化需求不断提升，终端需求带动 PCB 产品结构向高端化方向延伸。其中多层板维持主流地位，占 PCB 总产值比重约为 40%，多层板、HDI 板、挠性板和封装基板等高端 PCB 占比由 2010 年 84.86% 提升至 2018 年 94.96%。根据 PrismaMark 预测，2019-2024 年多层板、HDI 板和封装基板增速明显，年复合增长率分别为 4.02%、5.85% 和 6.5%，远超行业总体水平。随着下游产品升级创新，高端产品需求将迎来进一步上涨空间。

图表 9 不同种类 PCB 产值 (亿美元)

	2018	2019	2024E	2019-2024年复合增长率
单/双面板	86.6	80.92	92.7	2.76%
多层板	245.65	238.77	290.74	4.02%
HDI板	92.22	90.08	119.71	5.85%
挠性板	123.95	121.95	143.85	3.36%
封装基板	75.54	81.36	111.46	6.50%
合计	623.96	613.11	758.46	4.35%

来源：PrismaMark，中泰证券研究所整理

- PCB 作为关键电子产品元器件，被广泛应用于计算机、服务器、通信基础设施、汽车、医疗、军事和航天等各个领域。根据 PrismaMark 预测数据，预计未来 5 年有线/无线基础设施、服务器/数据存储和汽车电子等

高成长性领域有望进一步发力，年复合增速均超过行业整体水平。

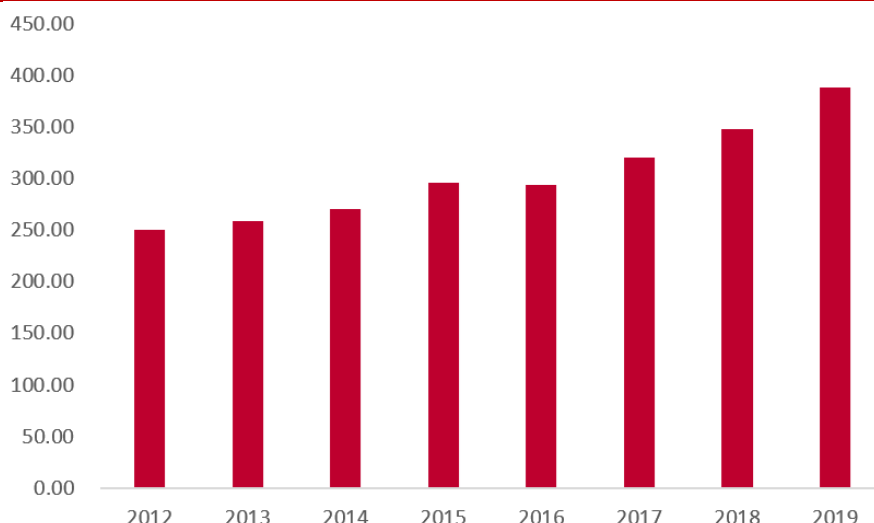
图表 10 PCB 下游行业发展情况 (百万美元)

应用领域	2019 年产值	同比增长	2024E 产值	2019-2024E 年复合增长率(%)
计算机：PC	9157	0.20%	10203	2.2
服务器、数据存储	4971	3.10%	6765	6.4
其他计算机	3688	-6.30%	4055	1.9
手机	13247	-3.10%	17066	5.2
有线基础设施	4670	6.20%	6187	5.8
无线基础设施	2612	7.10%	3835	8
其他消费电子	9239	-3.60%	11286	4.1
汽车	7001	-8.10%	8736	4.5
工业	2700	-7.10%	3152	3.1
医疗	2300	3.20%	1495	2.8
军事、航空航天	2725	4.20%	3067	2.4
合计	61311	-1.70%	75846	4.3

来源：Prismark，中泰证券研究所整理

- 基站/服务器打造行业新动能。5G 基站向高频段发展，全球基站数量在未来几年将显著提升。与 4G 时代相比，5G 基站结构由 4G 的 BBU+RRU 升级至 DU+CU+AAU。为满足基站更高的数据处理能力要求，BBU 拆分为 DU+CU，面积有较大的提升；AAU 中 Massive MIMO 技术的使得天线用量大幅增加，5G 基站高频高速的需求有望带来 PCB 量价齐升。同时随着 5G 商用推广，以 5G、云计算为代表新型应用的海量数据存储和计算需求倒逼上游数据中心扩容，PCB 作为基础部件有望随着服务器市场景气度回升迎来高速增长。

图表 11 全球服务器出货量 (万台)



来源：Wind，中泰证券研究所整理

2. 中低端市场份额分散待整合，龙头份额提升

- 我国政府发布了《电子信息产品污染控制管理办法》、《中华人民共和国清洁生产促进法》、《清洁生产标准——印制电路板制造业》等一系

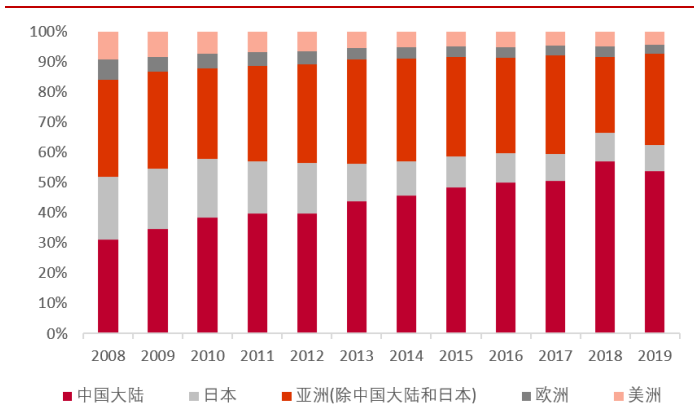
列法律法规。2017 年底，第十二届人大常委会通过征收“环境保护税”决议，自 2018 年 1 月起开征环境保护税，征税对象包括大气污染物、水污染物、固体废弃物和噪声等 4 类。2019 年，工信部发布《印制电路板行业规范条件》，将绿色环保原则纳入企业量化标准体系。政府通过高额税收倒逼企业产业升级，加强污染治理和环境维护。

- 随着环保政策趋紧，PCB 厂商运营成本增加，中小企业由于缺乏有效的污染处理技术，产能效率显著低于龙头企业，中小企业退出加剧。对于留存企业来说竞争格局重塑，市场向龙头企业集中，强者恒强。

3. 产业重心持续向大陆转移，内资厂份额提升

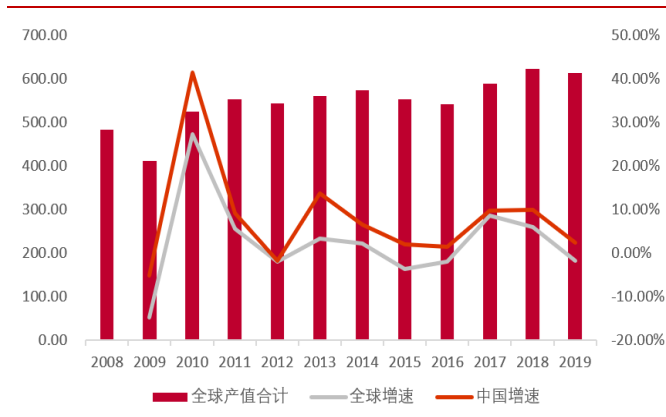
- PCB 产业重心向中国大陆转移趋势明显。PCB 产能由欧洲、北美等地区向亚洲不断转移，至 2019 年亚洲产值占比高达 94.15%。我国 PCB 行业以成本低廉、政策驱动和产业链配套完整等优势，在过去十年间快速发展。从增长趋势来看，中国大陆增速中国大陆产值同比增速持续领先于全球，2019 年全球 PCB 产业承压的情况下，中国大陆仍保持正增长趋势。从区域占比来看，中国 PCB 产值占比逐步增长，由 2008 年的 31.11% 增长至 2019 年 54.66%，中国 PCB 产业承接全球过半数产能。

图表 12 全球 PCB 产值各区域占比情况



来源：wind，中泰证券研究所整理

图表 13 全球 PCB 产值及增速 (百万美元)



来源：wind，中泰证券研究所整理

- 根据 N. T. Information 统计，全球 2800 家 PCB 厂商中，产值超 1 亿美元的共有 116 家，中国大陆 46 家，占比 39.66%。根据 Prismark 统计数据，2019 年全球 PCB 前五大供应商中，中国大陆厂商 13 家，占比 26%。其中 20 强内中国大陆厂商分别为山东精密 (5)、深南电路 (8) 和景旺电子 (20)，2019 年营业额同比增速分别为 19.6%、32.9%、19%，远高于中国大陆以外的其他地区厂商。内资厂商有望受益于产业向大陆的转移，市场份额进一步提升。

图表 14 2019 年全球 PCB 厂商 20 强 (百万美元)

排名	企业名称	总部	营业额	同比增速	排名	企业名称	总部	营业额	同比增速
1	臻鼎科技	中国台湾	3889	-0.5%	11	永丰集团	韩国	1302	7.0%
2	欣兴电子	中国台湾	2781	6.1%	12	建涛集团	中国香港	1235	-0.8%
3	迅达科技	美国	2689	-5.5%	13	沪士电子	中国台湾	1195	18.1%
4	旗胜电子	日本	2555	-10.5%	14	揖斐电	日本	1156	6.8%
5	山东精密	中国大陆	2140	19.6%	15	奥特斯	奥地利	1110	-7.7%
6	华通电脑	中国台湾	1820	8.2%	16	名幸电子	日本	1075	0.1%

7	健鼎科技	中国台湾	1763	2.1%	17	南亚电路	中国台湾	1007	5.4%
8	深南电路	中国大陆	1521	32.9%	18	藤仓电子	日本	938	-18.8%
9	瀚宇博德	中国台湾	1396	-5.6%	19	大德集团	韩国	922	-0.5%
10	三星电机	韩国	1336	-0.7%	20	景旺电子	中国大陆	895	19.0%

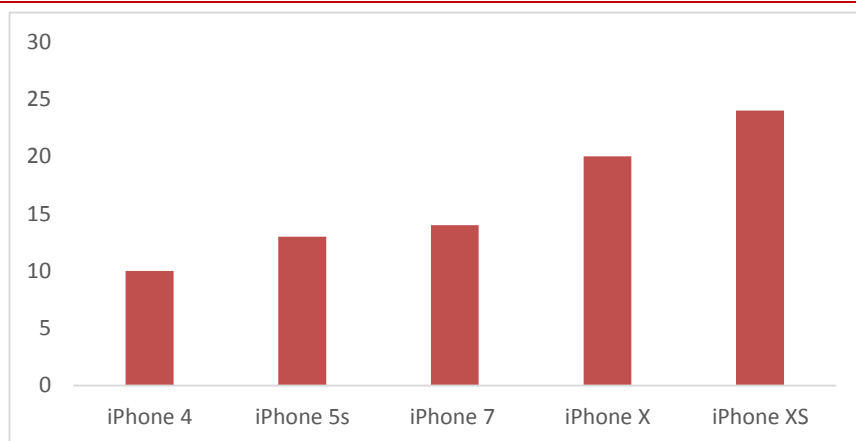
来源: PrismaMark, 中泰证券研究所整理

三、软板业务：量价齐升格局延续，多维共振带动盈利成长

1. 单机用量不断提升，FPC 景气格局延续

- 苹果是 FPC 普及的最主要推手，我们细数苹果历代产品中 FPC 用量来梳理发展趋势。iPhone 5S 起，苹果已经开始大量引入 FPC 用于承载和连接功能，据 iFixit 统计，iPhone 4 内用了 10 条 FPC；5S 中共计使用 FPC 板 13 块，范围覆盖触控、天线、摄像头、显示连接等多领域；2014 年 iPhone 6 新增指纹识别模块应用增加了 FPC 用量；2016 年 iPhone 7 增加双摄应用使 FPC 用量增加到 14-17 块；而 2017 年 iPhone X 系列因大面积运用新科技 FPC 用量则突破 20 片，单机价值量从上一代的 30 美金大幅提升到 40 美金；2018 年 iPhone XS 系列增加 LCP 天线用量，FPC 单机用量达到 24 块。此外目前 iPad 中 FPC 用量约为 21 块，iWatch 约 13 条，Air Pods 为 5 条，AirPods Pro 为 7 条。

图表 15 部分 iPhone 机型中单机 FPC 用量



来源: iFixit, 中泰证券研究所整理

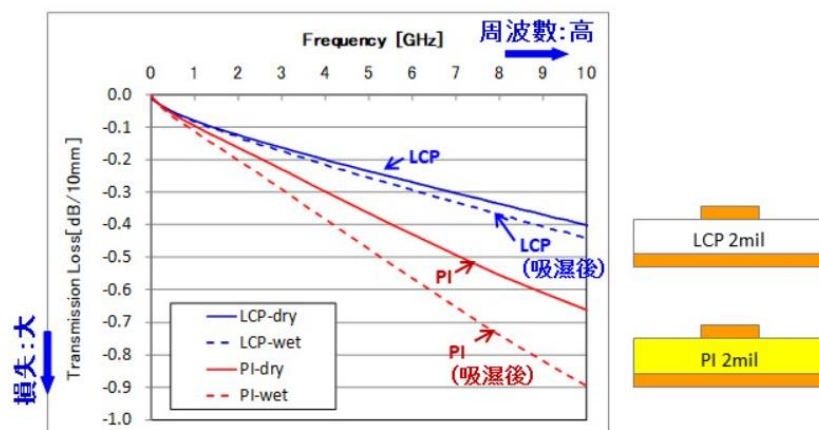
- 随着苹果大量使用 FPC，安卓系各厂商也陆续在产品中采用 FPC 方案，如三星单机用量在 12-13 片；HOV 单机用量约 10-12 片。主流智能手机厂商的中高端产品中 FPC 板的单机用量均达到了 10-15 片，有效推动了 FPC 板的需求。

2. FPC 材料升级势在必行，ASP 有望加速启动

- 手机天线的技术革新使软板成为主流工艺，占比超 7 成，而 5G 通信全面升级进一步提高了 FPC 层数和面积的需求，并对天线材质提出了更高要求。目前 FPC 主流原材料主要为 PI、MPI 和 LCP 材料，相比于传统 PI 材料而言，LCP 材料具备低吸湿性、耐化学腐蚀性、良好的耐候性、耐热性、阻燃性以及低介电常数和低介电损耗因数等特点。热膨胀特性非常小保证了其在高频封装方面的应用，正切损耗仅为 0.004 也使其成为

5g 毫米波应用的最理想材料。

图表 16 主流材料 PI 与 LCP 的性能对比



来源：旗胜科技，中泰证券研究所整理

- 此外，5G 基站多天线阵列系统（Massive MIMO）阶数的提升，使得通信信道大幅增加，对应的移动终端天线数量也将成倍增长。4G 终端普遍采用 2 根天线，在 5G 初期已升至 4 天线；而基站端 Massive MIMO 普及以后，手机端 8 天线接收将成为常态。LCP 软板相比传统的 PI 软板可以耐受更多的弯折次数和更小的弯折半径，援引电子发烧友数据，替代天线传输线可以减少 65% 的厚度，有利于进一步节省手机内部空间。从 iFixit 拆解数据来看，XS/XS max/XR 中 LCP 天线数量分别为 3/3/2，ASP 分别对应 13/13/10 美金，推升 XS MAX 中 FPC 价值量提升至约 60 美金的新高。

3. 下游新场景可见度清晰，积极布局跨越营收天花板

- 可穿戴设备领跑，消费电子应用场景节节高升。近年 AR、VR、平板电脑、可穿戴设备频频成为消费电子行业热点，其中可穿戴设备发展迅猛。据埃森哲统计，消费者对可穿戴设备的使用率从 2014 年的 9% 增至 2018 年的 33%，翻了近两番。目前智能手表、智能眼镜中大量使用 FPC 柔性电路板，如 PSVR 中采用了约 9 片 FPC，市场需求的爆发将大幅拉动穿戴类 FPC 增长。
- 据 IDC 统计，2018 年全年可穿戴设备出货量为 1.722 亿台，同比增长 27.5%；2019 年全球可穿戴设备出货量达到 3.365 亿部，仅第四季度就达到 1.189 亿部，增长 82.3%。三季度出货中仅智能耳机相关产品就占据了可穿戴市场近一半的份额，其次是手环和智能手表，智能耳戴式终端市场的崛起，较大地推动了可穿戴设备需求的增长。根据 IDC 预测数据，预计智能手表将接力 TWS 成下一个市场爆点，至 2021 年可穿戴设备近一半的市场将被智能手表所占据，2023 年全球可穿戴设备市场规模有望达到 3.023 亿台。尤其是 2020 年一季度以来 AirPods、iPad、Mac 等消费电子产品景气度持续向好。

图表 17 穿戴类设备中 FPC 的应用



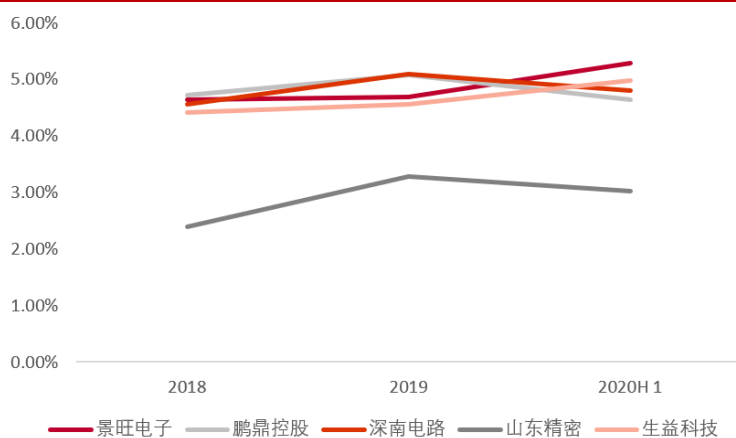
来源：旗胜科技，中泰证券研究所整理

四、外强产品内提效率，内外兼修构筑竞争壁垒

1. 产品阶跃升级，布局高端市场

- 公司研发投入持续增加。研发费用率与同行业公司相比，处于领先水平。相较于深南电路和鹏鼎控股基本持平，与山东精密和生益科技相比较优。2020年上半年，在宏观经济波动的背景下维持高研发投入，研发费用率达到 5.29%。公司通过稳定的研发投入，巩固技术优势，维持公司长期发展动力。
- 公司作为国家高新技术企业，拥有健全的研发体系，至 2019 年底，公司已取得“刚挠结合线路板的结合表面处理方法”等 130 项发明专利和 201 项实用新型专利，并获得政府颁发多个奖项。目前已完成刚挠结合 PCB、高密度刚挠结合 PCB、金属基散热型刚挠结合 PCB 等产品的批量生产技术，并向汽车电子、工控电源、医疗器械、无线射频等高可靠性要求的产品领域提供相应产品。

图表 18 同行业公司研发费用率情况



来源：Wind，中泰证券研究所整理

- 通讯板是目前 PCB 景气最高的下游应用领域，公司已经实现 5G 高频功放板、5G 高频天线板、5G 高速高多层等产品批量生产能力，与华为、中兴等通讯

行业龙头客户供货，在建珠海高栏港基地主要生产 5G 基站、服务器、高端汽车等领域用 PCB，公司预计 2021 年逐步实现产能释放。公司硬板产品层数不断提升，技术储备成熟，且产能扩张持续推进，有望乘机获取更大市场份额，跟随大客户成长。

- 18 年底收购立讯精密子公司珠海双赢，未来有望切入重要客户软板。公司软板已经做到国内第一梯队，逐步切入核心安卓手机客户直供体系。2018 年公司从立讯收购了 51% 珠海双赢股权，未来有望与立讯在 LCP 材料、工艺、制程等进行多方面合作。
- 定位高端 HDI，积极扩产提高市场份额。公司 HDI (含 SLP) 工厂预计在 2021 年度第二季度投产。公司加大高端产品产能投建，产品结构向高端化方向延伸，满足客户多样化、多层次采购需求。

2. 智能工厂效率领跑行业，成本压缩+良率领先注入内生动能

- 以江西二厂为核心，打造自动化智能工厂。2018 年 7 月，公司发行可转债募资 9.78 亿用于建设江西景旺二期项目，主要生产 HDI、多层板、FPC、MPCB 等高阶产品，规划年产能总计为 240 万平方米。江西二期智能化工厂通过对制造管理系统大力创新及应用，有效收集、处理、记忆产线的生产数据，持续优化下一次生产流程，构建智能工厂的“智慧大脑”，是目前行业内智慧程度、创新程度最高的智能化工厂之一。生产周期短、效率高、良率高、可追溯性强，将极大提升公司的 PCB 生产效率。江西景旺二期项目自 2018 年上半年投产以来仍处于产能爬坡阶段，随着订单结构的逐步优化，生产效率和毛利率有望进一步提升。
- 客户导向、品质优先，推进信息化、数字化管理。公司引进“甲骨文(Oracle)” ERP 系统，并开展 EHR、SRM、EDI、一卡通等专项项目，逐步搭建企业内外信息管理的“完整链条”，使公司整体基础管理水平取得长足进步。同时，公司各事业部结合各自工厂差异化特点与所服务的具体客户，在产品转型、技术改造、精益生产等方面重点开展工作，产能和效率显著提升，内部管理水平大幅度提升，有效降低报废和生产成本。

图表 19 智能工厂优势

用工少，效率高	规划月产能 30 万平方米，人员规划 1500 人左右，人均产值有望达到 150 万元；同时，二期智能工厂以汽车电子领域 PCB 产品为主，毛利率有望进一步提高。
能耗低	工厂采用的能量回收系统等设计有效降低生产能耗；实时调整镀铜厚度，减少生产过程中的成本浪费。
良率好	实行在线测量铜厚/板厚，保证良率和运作效率
生产周期短	在江西景旺二期智能工厂，客户的订单可以在 24 小时内完成。而同样的订单量，传统老工厂需要花费约两周的时间。
全制程 LOT 管控与追溯	通过扫描产品代码或者二维码，立刻调取产品生产过程中的所有生产参数。

来源：公司官网，中泰证券研究所整理

五、投资建议及盈利预测

- 合理假设：（1）5G 基站、IDC、IoT 等领域陆续起量，带动上游 PCB 需

求走强，特别是 5G 基建以及 IDC 建设发力，带来需求的结构变化，多高层板需求走势好于单/双层板；（2）环保要求逐渐严格叠加疫情期间大量 PCB 小厂关停，导致中低端 PCB 领域格局变化，产能陆续向大厂集中，利好大厂；（3）汽车电子在经历 2019-2020 上半年的寒冬以后已经逐步企稳，预期伴随未来新能源汽车、智能驾驶等技术普及推广，汽车用板将迎来反弹，而公司在汽车板方面积极布局，20 年上半年度汽车板销量实现逆势上升，预期未来将伴随汽车电子回暖而加速放量。

- **投资建议：** 我们预计 20/21/22 年收入为 73/90/110 亿元，归母净利润预计 20/21/22 年达到 10.4/12.3/16.1 亿元。目前市值对应 2021 年 PE=23x，低于板块平均估值，维持“买入”评级。
- **估值依据：** 对比可比公司目前的估值水平，由于公司目前竞争格局优良，客户供应稳定，因此我们认为目前公司估值水平位于合理范围，考虑到中低阶 PCB 市场龙头集中趋势不断明晰，同时能受益于产品升级，以及产能布局加速，因此我们认为公司合理估值水平仍能够稳定提升，维持“买入”评级。

图表 20 可比公司估值 (2020 年 9 月 23 日更新)

公司	2020E	2021E	2022E
深南电路	34.85	26.76	12.69
生益科技	28.73	23.27	19.53
鹏鼎控股	41.11	33.38	28.34
平均	34.90	27.80	20.19

来源：Wind，中泰证券研究所整理

六、风险提示

- **风险提示：** 环保政策影响产能布局、大客户导入不及预期、5G 建设不及预期。
- **环保政策影响产能布局：** PCB 属于电子产品制造中污染较重的环节，其生产过程中会产生废水、废气及固体废弃物。随着国家对环境保护的日益重视，政府未来可能制定更加严格的环境保护措施及提高环保标准，从而影响公司的新增产能布局，并增加公司的环境保护支出，对公司的盈利能力造成消极影响。
- **5G 建设不及预期：** 通讯板市场的主要增量需求来自于 5G 基建，若 5G 建设进程缓慢，有可能影响公司通讯板的下游需求。

图表 21 公司财务数据

损益表 (人民币百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,985.6	6,332.1	7,262.9	8,953.8	11,041.8
增长率	18.93%	27.01%	14.70%	23.28%	23.32%
营业成本	-3,401.3	-4,593.8	-5,069.5	-6,314.2	-7,707.2
% 销售收入	68.2%	72.5%	69.8%	70.5%	69.8%
毛利	1,584	1,738	2,193	2,640	3,335
% 销售收入	31.8%	27.5%	30.2%	29.5%	30.2%
营业税金及附加	-40.1	-37.8	-61.7	-76.1	-93.9
% 销售收入	0.8%	0.6%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-174.5	-195.5	-210.6	-268.6	-342.3
% 销售收入	3.5%	3.1%	2.9%	3.0%	3.1%
管理费用	-241.4	-326.4	-675.5	-850.6	-1,049.0
% 销售收入	4.8%	5.2%	9.3%	9.5%	9.5%
息税前利润 (EBIT)	1,128	1,179	1,246	1,444	1,849
% 销售收入	22.6%	18.6%	17.2%	16.1%	16.8%
财务费用	8.2	10.5	-5.0	-	-
% 销售收入	-0.2%	-0.2%	0.1%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-41.9	27.9	-60.0	-60.0	-60.0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	7.1	22.0	-	9.7	10.6
% 税前利润	0.8%	2.4%	0.0%	0.7%	0.6%
营业利润	923.7	927.0	1,181	1,394	1,800
营业利润率	18.5%	14.6%	16.3%	15.6%	16.3%
营业外收支	-0.5	-15.0	-6.0	-9.4	-5.0
税前利润	923	912	1,175	1,385	1,795
利润率	18.5%	14.4%	16.2%	15.5%	16.3%
所得税	-128.1	-134.9	-164.4	-200.8	-256.7
所得税率	13.9%	14.8%	14.0%	14.5%	14.3%
净利润	795	777	1,010	1,184	1,538
少数股东损益	-7.5	-60.0	-29.2	-45.6	-74.2
归属于母公司的净利润	803	837	1,039	1,229	1,613
净利率	16.1%	13.2%	14.3%	13.7%	14.6%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	803	837	1,039	1,229	1,613
少数股东损益	-7.5	-60.0	-29.2	-45.6	-74.2
非现金支出	219.9	338.9	281.4	298.0	312.7
非经营收益	12	0	0	0	0
营运资金变动	466.7	964.3	725.3	-1,223.3	2,082.6
经营活动现金净流	803.8	873.6	571.2	2,695.4	-242.1
资本开支	-1,362.1	-679.0	-195.3	-107.1	-114.0
投资	7.1	22.0	-	9.7	10.6
其他	-500.0	256.0	-44.0	-83.3	55.6
投资活动现金净流	-1,388.0	-645.9	-195.6	-193.6	-53.9
股权募资	-55	585	670	-430	-564
债权募资	8	10	-5	0	0
其他	-1	91	-91	0	0
筹资活动现金净流	774.1	-232.5	815.5	-349.5	-699.0
现金净流量	190	-5	1,191	2,152	-995

资产负债表 (人民币百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,184.8	1,164.2	2,355.4	4,507.7	3,512.7
应收款项	1,662.1	2,181.9	1,853.1	3,121.3	3,135.7
存货	684.3	846.5	561.7	1,192.2	948.7
其他流动资产	1,298.77	1,263.64	1,486.53	1,133.06	1,974.79
流动资产	4,830	5,456	6,257	9,954	9,572
% 总资产	63.0%	61.9%	65.8%	76.5%	76.9%
长期投资	-	-	-	-	-
固定资产	2,303.4	2,661.7	2,598.2	2,470.4	2,309.9
% 总资产	30.0%	30.2%	27.3%	19.0%	18.6%
无形资产	255.7	253.5	239.3	225.1	210.9
非流动资产	2,840.2	3,363.8	3,256.6	3,057.9	2,877.7
% 总资产	37.0%	38.1%	34.2%	23.5%	23.1%
资产总计	7,670	8,820	9,513	13,012	12,450
短期借款	-	91.3	-	-	-
应付款项	1,372.7	1,724.4	1,092.0	2,591.3	2,033.0
其他流动负债	192.6	208.9	200.1	200.5	203.2
流动负债	2,424.1	3,030.1	1,845.2	4,496.7	3,088.9
长期贷款	-	-	-	-	-
其他长期负债	112.4	161.3	117.5	130.4	136.4
负债	2,537	3,191	1,963	4,627	3,225
普通股股东权益	5,134	5,629	7,551	8,385	9,224
少数股东权益	263.7	203.7	174.6	129.0	54.8
负债股东权益合计	7,670	8,820	9,513	13,012	12,450

比率分析					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益 (元)	0.94	0.98	1.22	1.44	1.89
每股净资产 (元)	12.49	9.34	8.87	9.85	10.83
每股经营现金净流 (元)	1.96	1.45	0.67	3.17	-0.28
每股股利 (元)	0.79	0.30	0.40	0.51	0.66
回报率					
净资产收益率	19.4%	15.4%	14.6%	15.5%	18.0%
总资产收益率	10.4%	8.8%	10.6%	9.1%	12.4%
投入资本收益率	37.7%	23.7%	25.0%	25.4%	46.5%
增长率					
营业总收入增长率	18.9%	27.0%	14.7%	23.3%	23.3%
EBIT增长率	41.6%	12.4%	-3.5%	17.6%	29.1%
净利润增长率	21.7%	4.3%	24.2%	18.3%	31.2%
总资产增长率	60.5%	15.0%	7.9%	36.8%	-4.3%
资产管理能力					
应收账款周转天数	108	109	100	100	102
存货周转天数	41	44	35	35	35
应付账款周转天数	81	88	70	74	75
固定资产周转天数	125	141	130	102	78
偿债能力					
净负债/股东权益	13.1%	24.0%	26.5%	-4.9%	1.3%
EBIT利息保障倍数	-132.95	-117.47	237.12	#DIV/0!	#DIV/0!
资产负债率	42.5%	36.2%	23.2%	38.0%	27.4%

来源: Wind, 中泰证券研究所整理

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。