

景旺电子 (603228.SH)

前三季度收入稳步增长，中长期成长动力仍持续

核心观点:

● 2019 年前三季度收入增长稳健，归母净利润低增长

2019 年前三季度，公司实现营收 45.35 亿元，同比增长 24.52%；归母净利润 6.31 亿元，同比增长 0.35%；扣非归母净利润 5.71 亿元，同比下滑 4.68%；前三季度毛利率 27.46%，同比下滑 4.96 个百分点。对应 2019Q3 单季度营收 16.83 亿元，同比增长 23.12%；归母净利润 2.02 亿元，同比下滑 13.95%；扣非归母净利润 1.97 亿元，同比下滑 15.46%，2019Q3 毛利率 25.67%，环比下滑 1.66 个百分点，同比下滑 6.4 个百分点。

● 短期受部分下游行业景气度影响，中长期成长动力仍持续

公司前三季度以及 2019Q3 业绩表现平淡，主要由于一方面受到下游部分行业（如汽车、消费电子）需求不及预期的影响，收入增长有所放缓；另一方面，收购的珠海双赢（即景旺柔性）业绩亏损持续时间超出预期。另外，2019Q3 上游 CCL 供应紧张导致的部分原材料涨价也对公司毛利率造成了一定的影响。但从中长期来看，公司在下游领域如汽车、通讯等细分市场持续导入新客户，市场份额持续提升；同时，景旺柔性经营也逐步改善，未来盈利可期。公司仍是国内乃至全球 PCB 行业精益生产的标杆企业，未来随着下游好转，业绩将逐步释放。

● 盈利预测与评级

我们预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 1.44/1.92/2.56 元/股，当前股价对应 2019 年 PE 估值为 32.2X。同行业可比公司对应 2019 年平均 PE 估值约为 38.0X。我们认为公司凭借在通讯、消费电子、汽车电子等业务的布局，应享有与同行业可比公司类似的估值水平。我们给予公司 2019 年 38X 的 PE 估值，对应合理价值为 54.64 元/股，给予公司“买入”评级。

● 风险提示

需求大幅下滑；并购整合不及预期；原材料价格上涨的风险。

盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,192	4,986	6,289	8,158	10,487
增长率(%)	27.7	18.9	26.1	29.7	28.6
EBITDA(百万元)	957	1,075	1,204	1,688	2,285
净利润(百万元)	660	803	866	1,156	1,544
增长率(%)	22.8	21.7	7.9	33.5	33.6
EPS(元/股)	1.62	1.95	1.44	1.92	2.56
市盈率(P/E)	33.25	25.60	32.15	24.09	18.03
市净率(P/B)	6.70	4.96	4.79	4.27	3.70
EV/EBITDA	21.95	18.68	22.05	15.84	11.72

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	46.23 元
合理价值	54.64 元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-28

相对市场表现



分析师:

许兴军



SAC 执证号: S0260514050002

SFC CE No. BOI544



021-60750532



xuxingjun@gf.com.cn

分析师:

余高



SAC 执证号: S0260517090001



021-60750632



yugao@gf.com.cn

请注意，余高并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

景旺电子(603228.SH):景气 2019-08-21

低点已过，下半年业绩持续边

际向上

景旺电子(603228.SH):产能 2019-05-06

持续扩充，业绩稳步成长

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,046	4,830	5,339	6,052	7,250	经营活动现金流	729	804	738	1,252	1,713
货币资金	924	1,185	1,308	1,102	1,154	净利润	660	795	809	1,145	1,592
应收及预付	1,647	2,079	2,339	3,034	3,900	折旧摊销	146	178	316	387	485
存货	458	684	806	1,024	1,295	营运资金变动	-112	-243	-395	-326	-412
其他流动资产	17	882	886	892	901	其它	35	73	8	47	48
非流动资产	1,731	2,840	3,225	3,858	4,603	投资活动现金流	-581	-1,388	-701	-1,018	-1,217
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-586	-524	-721	-1,043	-1,247
固定资产	1,155	2,303	2,748	3,273	4,051	投资变动	0	-76	0	0	0
在建工程	81	131	71	171	131	其他	5	-788	20	25	30
无形资产	232	256	255	264	272	筹资活动现金流	-662	774	86	-440	-444
其他长期资产	262	150	150	150	150	银行借款	-322	-1	0	0	94
资产总计	4,777	7,670	8,564	9,910	11,853	股权融资	0	0	0	0	0
流动负债	1,422	2,424	2,425	3,077	3,978	其他	-340	689	-1,047	-440	-538
短期借款	1	0	0	0	94	现金净增加额	-515	190	123	-206	52
应付及预收	1,204	1,914	2,113	2,684	3,394	期初现金余额	1,343	820	1,185	1,308	1,102
其他流动负债	217	510	312	392	490	期末现金余额	820	1,014	1,308	1,102	1,154
非流动负债	79	839	112	112	112						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	727	0	0	0						
其他非流动负债	79	112	112	112	112						
负债合计	1,501	3,263	2,538	3,189	4,090						
股本	408	411	602	602	602						
资本公积	1,047	1,138	2,079	2,079	2,079						
留存收益	1,822	2,421	2,964	3,670	4,664						
归属母公司股东权益	3,276	4,143	5,819	6,525	7,519						
少数股东权益	0	264	207	196	243						
负债和股东权益	4,777	7,670	8,564	9,910	11,853						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,192	4,986	6,289	8,158	10,487
营业成本	2,829	3,401	4,527	5,751	7,271
营业税金及附加	35	40	38	49	63
销售费用	142	175	208	265	336
管理费用	175	241	333	408	524
研发费用	199	231	296	383	493
财务费用	17	-8	5	-1	-3
资产减值损失	44	42	10	59	73
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	7	20	25	30
营业利润	802	924	963	1,360	1,880
营业外收支	-2	-1	-11	-13	-7
利润总额	800	923	952	1,347	1,873
所得税	141	128	143	202	281
净利润	660	795	809	1,145	1,592
少数股东损益	0	-7	-57	-11	48
归属母公司净利润	660	803	866	1,156	1,544
EBITDA	957	1,075	1,204	1,688	2,285
EPS (元)	1.62	1.95	1.44	1.92	2.56

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	27.7%	18.9%	26.1%	29.7%	28.6%
营业利润增长	27.5%	15.2%	4.3%	41.2%	38.3%
归母净利润增长	22.8%	21.7%	7.9%	33.5%	33.6%
获利能力					
毛利率	32.5%	31.8%	28.0%	29.5%	30.7%
净利率	15.7%	15.9%	12.9%	14.0%	15.2%
ROE	20.1%	19.4%	14.9%	17.7%	20.5%
ROIC	28.5%	22.4%	17.9%	21.6%	24.7%
偿债能力(%)					
资产负债率	31.4%	42.5%	29.6%	32.2%	34.5%
净负债比率	0.0%	9.5%	0.0%	0.0%	0.8%
流动比率	2.14	1.99	2.20	1.97	1.82
速动比率	1.82	1.71	1.86	1.63	1.49
营运能力					
总资产周转率	0.92	0.80	0.77	0.88	0.96
应收账款周转率	2.88	2.69	2.70	2.70	2.70
存货周转率	7.08	5.96	5.62	5.62	5.62
每股指标(元)					
每股收益	1.62	1.95	1.44	1.92	2.56
每股经营现金流	1.79	1.96	1.23	2.08	2.84
每股净资产	8.03	10.08	9.66	10.83	12.48
估值比率					
P/E	33.25	25.60	32.15	24.09	18.03
P/B	6.70	4.96	4.79	4.27	3.70
EV/EBITDA	21.95	18.68	22.05	15.84	11.72

广发证券电子元器件和半导体研究小组

- 许兴军：首席分析师，浙江大学系统科学与工程学士，浙江大学系统分析与集成硕士，2012年加入广发证券发展研究中心。
- 王亮：资深分析师，复旦大学经济学硕士，2014年加入广发证券发展研究中心
- 王璐：资深分析师，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 余高：资深分析师，复旦大学物理学学士，复旦大学国际贸易学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 彭雾：资深分析师，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 王昭光：研究助理，浙江大学材料科学与工程学士，上海交通大学材料科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 蔡锐帆：研究助理，北京大学汇丰商学院硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。