

深圳效率，魅力景旺

“你们自己去搞，杀出一条血路来”小平同志一句话，便拉开了这座城市波澜壮阔的发展序幕。深圳速度，创客之都，年轻活力，激情饱满。而坐落在这个城市的公司，斗志昂扬，效率至上。

我们今天来看看一家务实型的公司，本部坐落在深圳，拥有极高的管理效率，各项产能均提前规划，提前建设，不会等 IPO 募资后再开锅做饭，在上市后紧贴市场动向，快马加鞭快速发行 10 亿可转债，极低成本募集大笔资金，而募资投向的二期项目，已然动工多年，边建边产，今年上半年投放两条产线。我们今天来仔细捋一捋这家公司，层层剖析，深入看看他的魅力。

注：本文所有数据均来源于公开资料整理，不存在未公开信息，预估数据仅仅是本人估算所得，不保证精确。

公司主营产品介绍，摘自招股说明书。

产品	描述	
刚性板 RPCB	单面板	最基本的印制电路板，零件集中在其中一面，导线则集中在另一面上。因为导线只出现在其中一面，所以称为单面板，主要应用于较为早期的电路。
	双面板	在双面覆铜板的正反两面印刷导电图形的印制电路板，一般采用丝印法或感光法制成。
	多层板	有四层或四层以上导电图形的印制电路板，内层是由导电图形与绝缘粘结片叠合压制而成，外层为铜箔，经压制成为一个整体。为了将夹在绝缘基板中间的印刷导线引出，多层板上安装元件的孔(即导孔)需经金属化孔处理，使之与夹在绝缘基板中的印刷导线连接。多层板导电图形的制作以感光法为主。层数通常为偶数，并且包含最外侧的两层。
柔性板 FPC	是由柔性基材制成的印制电路板，基材由金属导体箔、胶粘剂和绝缘基膜三种材料组合而成，其优点是轻薄、可弯曲、可立体组装，适合具有小型化、轻量化和移动要求的各类电子产品。	
金属基板 MPCB	由电路层（铜箔）、绝缘介质层和金属底板三部分构成，其中金属基材作为底板，表面附上绝缘介质层，与基层上面的铜箔层共同构成导通线路，具有散热性好、机械加工性能佳的特点。目前应用最广泛的是铝基板。	
HDI 板	HDI 是 High Density Interconnect 的缩写，即高密度互连技术，是随着电子技术更趋精密化发展演变出来用于制作高精密度电路板的一种方法，可实现高密度布线，一般采用积层法制造。HDI 板通常指孔径在 0.15mm(6mil)以下(大部分为盲孔)、孔环之环径在 0.25mm(10mil)以下的微孔，接点密度在 130 点/平方英寸以上，布线密度在 117 英寸/平方英寸以上的多层印制电路板。	
封装基板	即 IC 封装基板，直接用于搭载芯片，可为芯片提供电连接、保护、支撑、散热、组装等功效，以实现多引脚化，缩小封装产品体积、改善电性能及散热性、超高密度或多芯片模块化的目的。封装基板应该属于交叉学科的技术，它涉及到电子、物理、化工等知识。	

我们首先从公司产品销售情况入手，看看各产品近几年的销售金额，销售数量以及产能情况，再分别讨论各产品毛利率数据，最后我们再将每一年的营收增长进行拆分，从销量增长、售价变动以及汇率波动角度讨论贡献来源和占比情况。使得我们能够更深入地从销量端和售价端去理解公司的主营产品。

公司主要生产印刷电路板类产品，2017年刚性板RPCB销售24.67亿，营收占比59.78%，属于公司占比最大的产品。柔性板FPC销售13.18亿，占比31.94%，贡献最小的金属基板MPCB，仅销售3.42亿，占8.28%的比例。从13年至今，刚性板销售占比从71.20%逐步下降到59.78%，柔性板从21.46%提升到31.94%。而金属基板产品占比7.34%小幅提升到8.28%。

主营产品	细分子项	2013ALL		2014ALL		2015ALL		2016ALL		2017ALL	
		金额	占比								
主营合计		173,147.61		220,133.43		263,624.96		323,105.41		412,696.80	
分产品											
刚性板	双面	38,729.75	22.37%	46,979.94	21.34%	58,561.81	22.21%				
	四层	64,468.58	37.23%	70,206.97	31.89%	77,145.57	29.26%				
	六层	14,618.36	8.44%	18,207.18	8.27%	21,900.13	8.31%				
	八层及以上	5,467.40	3.16%	8,928.63	4.06%	12,250.13	4.65%				
	刚性合计	123,284.09	71.20%	144,322.73	65.56%	169,857.64	64.43%	198,282.52	61.37%	246,705.87	59.78%
柔性板		37,156.73	21.46%	57,472.25	26.11%	69,646.78	26.42%	98,111.58	30.37%	131,833.27	31.94%
金属基板		12,706.79	7.34%	18,338.45	8.33%	24,120.54	9.15%	26,711.31	8.27%	34,157.66	8.28%

目前产能大头依旧集中于售价更低的双层和四层类产品，未来随着公司产能的逐步释放，售价更高的六层、八层及以上产品将逐步占据主导地位。

毛利率方面来看，13年到16年，整体刚性板RPCB产品毛利率稳定提升，主要受益于产品平均售价提升，同时主要原材料受上游铜价下跌影响，采购成本小幅降低。拆分来看，双层板(单层板占比极低，不足1%，统计时合并到双层板中)毛利率提升较快，与多层板差距越来越小，从售价端来看，2016年上半年双层板售价涨幅6.94%，而同期多层板却不同程度下跌，八层及以上大幅下跌-9.33%。

毛利率	2013ALL	2014ALL	2015ALL	2016H1	2016ALL	2017ALL
刚性板合计	30.23%	31.34%	32.63%	34.56%	35.93%	34.60%
---双面板	28.45%	28.88%	32.73%	37.23%		
---多层板	31.04%	32.53%	32.57%	33.18%		
柔性板	24.36%	25.39%	21.48%	17.53%	20.95%	23.46%
金属基板	42.95%	40.67%	38.68%	36.80%	38.33%	41.48%

从大类产品来看，金属基板毛利率更高，但销售占比较低，从产能扩张情况来看，主要集中在刚性板和柔性板上，而产能大头依旧是刚性板RPCB，江西景旺一期项目达产，设计产能120万RPCB，18万FPC，而二期项目上半年小幅投产，建成还需要到2020年，而完全达产则需更久，珠海一期的200万RPCB和200万FPC项目则刚刚进入建设期，短期来看，产能结构难以显著改变。

主营产品	细分子项	2013ALL		2014ALL		2015ALL		2016H1		2016ALL		2017ALL	
		售价	售价	同比	售价	同比	售价	同比	售价	同比	售价	同比	
分产品													
刚性板	双面	536.29	528.29	-1.49%	520.68	-1.44%	556.84	6.94%					
	四层	747.73	765.62	2.39%	749.91	-2.05%	747.06	-0.38%					
	六层	1,138.34	1,129.27	-0.80%	1,144.87	1.38%	1,134.17	-0.93%					
	八层及以上	2,068.94	2,088.76	0.96%	1,910.24	-8.55%	1,732.10	-9.33%					
	刚性合计	708.85	717.93	1.28%	705.14	-1.78%	733.85	4.07%	727.29	-0.89%	760.55	4.57%	
柔性板	空板	1,041.96	1,097.00	5.28%	1,067.73	-2.67%	1,038.88	-2.70%					
	含SMT板	2,150.11	1,874.08	-12.84%	2,211.98	18.03%	2,308.26	4.35%	1,634.10	1.32%	1,801.49	10.24%	
金属基板		947.98	878.85	-7.29%	929.93	5.81%	998.20	7.34%	1,023.42	2.53%	1,133.68	10.77%	

从销量端来看，产能快速提升阶段主要处于16年和17年的转变期间，随着江西景旺一期项目在17年完全达产，产能集中释放完成，而江西二期项目在18年上半年逐步投产，月产能仅10万平方米

(调研公告), 产能仍旧处于爬坡期, 集中释放期远未来临。短期内产能推动带来的销量扩张进入平缓期, 但预估 2018 年仍有 15%以上的销量增速。

产品	项目	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
刚性板	产能	169.71	223.65	266.47	290.00	360.00
	产量	160.36	189.48	237.64	284.48	330.51
	销量	173.92	201.03	240.89	272.63	324.38
	产能利用率	94.49%	84.72%	89.18%	98.10%	91.81%
	产销量	108.45%	106.09%	101.36%	95.83%	98.15%
	销量同比		15.59%	19.83%	13.18%	18.98%
柔性板	产能	26.49	44.31	54.19		
	产量	25.53	38.58	40.88	61.83	74.74
	销量	24.51	38.48	42.05	60.04	73.18
	产能利用率	96.39%	87.06%	75.44%		
	产销量	95.99%	99.74%	102.86%	97.10%	97.91%
	销量同比		57.00%	9.28%	42.78%	21.89%
金属基板	产能	15.52	21.11	27.30		
	产量	14.20	21.07	25.97	27.38	31.04
	销量	13.40	20.87	25.94	26.10	30.13
	产能利用率	91.53%	99.79%	95.15%		
	产销量	94.36%	99.05%	99.86%	95.33%	97.07%
	销量同比		55.75%	24.29%	0.62%	15.44%
合计	产能	211.72	289.08	347.95		
	产量	200.10	249.13	304.50	373.69	436.29
	销量	211.84	260.38	308.87	385.77	427.69
	产能利用率	94.51%	86.18%	87.51%		
	产销量	105.86%	104.51%	101.44%	103.23%	98.03%
	销量同比		22.91%	18.62%	24.90%	10.87%

不考虑外延并购情况下, 营收的波动主要来源于产品销量、售价波动、汇率变化等, 而毛利的变化还取决于主营成本的波动, 而利润总额的波动进一步受制于各类期间费用、减值损失、各类补助、公允价值变动收益等等。

我们将近几年公司营收增长进行拆分计算, 找出各贡献因子的占比情况(数据仅供参考)。从图表来看, 2014 年营收增长的贡献主要来源于产能扩张带来的销量提升。而售价和汇率影响相对较小, 结合售价变动来看, 当年金属基板 MPCB 产品下跌-7.29%, 拉低营业收入。从整体的售价&汇率变动影响来看, 近几年影响因子逐步提高, 14 年贡献占比仅 0.20%, 而 2017 年度营收增长中超过 24.55%来源于此。从售价端来看, 去年刚性基板平均涨幅 4.57%, 柔性板平均涨幅 10.24%, 金属基板平均涨幅 10.77%。

会计年度	产品	营收增长	销量变化 /万平米	销量变化贡献 的收入/万元	销量变动贡 献收入占比	售价&汇 率波动	售价变动贡献 的收入/万元	售价&汇率变动 贡献收入占比
2017年	刚性板	48,423.35	51.75	39,358.25	81.28%	4.57%	9,065.10	18.72%
	柔性板	33,721.69	13.14	23,671.62	70.20%	10.24%	10,050.07	29.80%
	金属基板	7,446.35	4.03	4,568.71	61.36%	10.77%	2,877.64	38.64%
	合计	89,591.39		67,598.58	75.45%		21,992.81	24.55%
2016年	刚性板	28,424.88	31.74	23,084.18	81.21%	-0.89%	5,340.70	18.79%
	柔性板	28,464.80	17.99	29,397.46	103.28%	1.32%	-932.66	-3.28%
	金属基板	2,590.77	0.16	181.39	7.00%	2.53%	2,409.38	93.00%
	合计	59,480.45		52,663.03	88.54%		6,817.42	11.46%
2015年	刚性板	25,534.91	39.86	28,106.88	110.07%	-1.78%	-2,571.97	-10.07%
	柔性板	12,174.53	3.57	5,912.92	48.57%	10.89%	6,261.61	51.43%
	金属基板	5,782.09	5.07	4,714.75	81.54%	5.81%	1,067.34	18.46%
	合计	43,491.53		38,734.55	89.06%		4,756.98	10.94%
2014年	刚性板	21,038.64	27.11	19,463.08	92.51%	1.28%	1,575.56	7.49%
	柔性板	20,315.52	13.97	20,865.03	102.70%	-1.48%	-549.51	-2.70%
	金属基板	5,631.66	7.47	6,565.01	116.57%	-7.29%	-933.35	-16.57%
	合计	46,985.82		46,893.13	99.80%		92.70	0.20%

公司外销占比超过 4 成，2015 年汇率大幅贬值 7.03%，最终带来 1,268.13 万元的汇兑收益，2016 年汇率贬值 4.70%，最终带来 1,765.32 万元汇兑收益。而 2017 年汇率升值 6.45%，直接带来 2,455.51 万的汇兑损失，而截至目前，本年度汇率贬值 3.24%，上半年实现 411.93 万元的汇兑收益，随着销售收入的增长和外币计价的货币类项目增加，全年将带来可观的汇兑收益。

中短期来看，随着产能扩张进入平缓期，售价和汇率带来的影响将越来越显著。

我再来看看主营成本方面，我们分析了直接材料占比情况，同时进一步将其拆分，了解具体构成，继续溯源分析了终端原材料铜价的走势，探讨了成本端波动带来的利润变化。同时，随着各大产线陆续建成投产和技术改革，带来大额的新增固定资产等，我们再进行进一步分析了折旧摊销对营收的影响。

让我们首先移步到成本端，公司产品的直接材料占主营成本比例长期保持在 60%左右，占主营收入 40%左右，直接材料占比最大，随着销量的增长而对应增长，属浮动成本。

印制电路板	2017年			2016年			2015年			2014年	
	金额	成本占比%	营收占比%	金额	成本占比%	营收占比%	金额	成本占比%	营收占比%	金额	营收占比%
直接材料	175,256.80	62.10%	42.47%	133,527.72	60.39%	41.33%	104,865.56	57.02%	39.78%		38.47%
人工成本	44,132.65	15.64%	10.69%	39,041.32	17.66%	12.08%	33,026.76	17.96%	12.53%		
制造费用	62,843.82	22.27%	15.23%	31,956.20	14.45%	9.89%	29,346.52	15.96%	11.13%		
委托加工费				16,565.86	7.49%	5.13%	16,672.57	9.07%			6.32%



随着产能陆续转固，以及新增的固定资产、无形资产和长期待摊费用不断加大，虽然折旧摊销金

额不断提高，但从增幅来看，依旧能够很好的匹配营收增长，属于相对恒定的成本。单位折旧摊销费用下带来的营收额不断提高，进一步表明产线投放带来的制造费用影响较小。

我们进一步将直接材料拆分来看，最大成本覆铜板占比保持在 26%左右，其余各类原材料占比在 5%附近。覆铜板是由铜箔、绝缘介质层压合而成，是 PCB 最主要的原材料。铜箔和铜球的主要原料是大宗原料铜，因此，通过“铜→覆铜板、铜箔、铜球→印制电路板”链条的传导效应，铜价的波动会传导至印制电路板的生产成本。

从近几年铜价走势来看，铜价在 16 年初进入底部盘整，至 2016 年底开始大幅上涨，主要涨幅发生在 2017 年，期间涨幅接近 60%，直接推高公司营业成本，将直接材料的营收占比推升到 42.47%，而在产品价格有所提升情况下，依旧相比去年增加 1.14 个百分点，传递到利润上，大致缩减税前利润总额 6%。18 年上半年依旧处于高价位置，虽然近期有所回落，但直接材料成本价格较历史位置依旧较高。而受益于公司产品不断提价，有力的抵消掉成本上涨，继续保持毛利率的稳定。

材料	2016H1		2015ALL		2014ALL		2013ALL	
	采购额	比例	采购额	比例	采购额	比例	采购额	比例
覆铜板	16,933.40	24.90%	30,113.99	25.69%	25,036.61	25.97%	22,494.81	29.98%
铜球	2,503.32	3.68%	5,225.44	4.46%	5,222.52	5.42%	4,359.80	5.81%
铜箔	2,001.46	2.94%	3,687.02	3.15%	3,459.07	3.59%	3,127.54	4.17%
半固化片	3,786.60	5.57%	6,285.24	5.36%	4,860.95	5.04%	4,058.03	5.41%
金盐	3,408.86	5.01%	5,389.80	4.60%	4,975.64	5.16%	3,779.86	5.04%
油墨	2,842.34	4.18%	4,649.19	3.97%	3,587.26	3.72%	2,657.58	3.54%
干膜	1,928.62	2.84%	3,527.19	3.01%	3,111.11	3.23%	2,453.44	3.27%
柔性覆铜板	2,269.93	3.34%	4,662.36	3.98%	5,120.91	5.31%	4,097.09	5.46%

现货结算价：LME铜



我们继续了解公司近几年前几大客户集中度变动，从市场调研机构处了解了公司市场排名情况。

公司前五大客户来看，2017 年前五大客户占比 23.31%，最大客户占比近 6.09%，集中度较低，客户分散，同时公司的产能投放贴合下游需求，目前仍旧满产满销。

景旺电子					
时间序列	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31
营业收入	419,201.78	328,319.58	267,730.97	223,739.32	176,052.81
前五位客户销售额	97,731.19	75,302.14	44,918.73	39,950.36	36,871.64
前五位客户销售占比	23.31%	22.94%	16.78%	17.86%	20.94%
---第一大客户(名称)	客户一	第一名	深圳市中兴康讯电子有限公司	武汉天马微电子有限公司	武汉天马微电子有限公司
---第二大客户(名称)	客户二	第二名	上海剑桥科技股份有限公司	深圳市中兴康讯电子有限公司	亚旭电子科技(江苏)有限公司
---第三大客户(名称)	客户三	第三名	武汉天马微电子有限公司	上海剑桥科技股份有限公司	ICAPE-Int ernat i ona l Consu
---第四大客户(名称)	客户四	第四名	信利光电股份有限公司	信利光电股份有限公司	福建捷联电子有限公司
---第五大客户(名称)	客户五	第五名	杭州海康威视科技有限公司	ICAPE-International Consultin	冠捷显示科技(厦门)有限公司
---第一大客户销售额	25,550.25	18,928.13	11,196.13	14,887.21	10,114.58
---第一大客户销售占比	6.09%	5.77%	4.18%	6.65%	5.75%
境外收入占比	40.67%	39.27%	39.27%	41.75%	44.87%

根据市场调研机构 Prismark 的数据, 2017 年中国大陆的 PCB 产量占据全球 PCB 产量的 50% 以上。2017 年公司产值排名第 10, 在内资厂商中排名第 2, 净利润排名第 1。公司 2015 年到 2017 年, 全球排名第 34 名、32 名和 28 名, 排名稳步提升。

我们再从财务数据来看, 首先看到单季度利润表数据。从公司营收增速、成本增速, 以及毛利率变动来分析, 可以看到公司很好的匹配了成本增长, 从前面的贡献拆分来看, 售价提升带来的贡献占比未来将持续显著的影响。同时我们进一步从累积利润表数据出发, 从自定义的指标分析了公司真实的主营利润增长。探讨了未来的增长动力来源。并且我们还分析了应收账款, 以及现金流各项指标情况。进一步从财务角度判定公司质量。

从公司盈利端来看, 单季度利润数据见表, 公司较好的控制了成本, 营收增速能够匹配成本增速, 在成本端上行情况下, 毛利率保持较好, 单季度毛利率在 30%~33% 之间小幅波动。净利润方面, 单季度增速波动较大, 从近几年主营产品增长来看, 增速高点出现在 2017 年, 江西一期产能达产, 虽然汇率不利, 但产品售价的提升依旧为营收增长贡献了 25% 的力量。2018 年随着产能投放的放缓, 一季度叠加汇率升值的不利影响, 加上 2017Q1 高基数, 2018Q1 增速放缓, 扣非净利增速仅个位数, 二季度开始随着终端原材料铜价的大幅下行, 单价继续保持, 叠加有利的贬值因素, 预计下半年公司将重新迎来高增速。

景旺电子	/万元									
单季度时间序列	2018Q2	2018Q1	2017Q4	2017Q3	2017Q2	2017Q1	2016Q4	2016Q3	2016Q2	2016Q1
营业总收入	128,936.93	98,542.07	110,823.47	111,380.00	106,534.89	90,463.43	88,329.03	90,201.95	81,776.80	68,011.80
--- 营收同比	21.03%	8.93%	25.47%	23.48%	30.28%	33.01%	22.23%	/	/	/
营业成本	87,821.76	65,433.61	73,944.19	75,082.09	72,877.51	61,006.18	58,936.99	60,158.65	56,473.88	46,825.25
--- 成本同比	20.51%	7.26%	25.46%	24.81%	29.05%	30.28%	15.68%	/	/	/
毛利润	40,242.36	32,240.16	35,918.79	35,385.24	32,646.90	28,798.30	28,269.85	29,418.89	24,717.15	20,772.82
--- 毛利同比	23.27%	11.95%	27.06%	20.28%	32.08%	38.63%	35.07%	/	/	/
--- 毛利率	31.21%	32.72%	32.41%	31.77%	30.64%	31.83%	32.01%	32.61%	30.23%	30.54%
--- 营收变动/成本变动	100.43%	101.56%	100.00%	98.94%	100.95%	102.09%	105.67%	/	/	/
销售费用	4,218.72	3,583.42	4,321.42	3,907.03	3,169.36	2,763.85	3,595.73	2,770.26	2,732.03	2,093.31
管理费用	10,274.94	10,050.29	11,593.08	9,874.00	8,317.27	7,638.81	9,083.51	6,262.53	5,739.86	5,436.18
财务费用	-2,231.31	1,345.08	448.25	742.39	283.84	220.91	-474.61	262.99	-489.45	843.88
期间三费	12,262.35	14,978.79	16,362.74	14,523.43	11,770.47	10,623.58	12,204.62	9,295.78	7,982.43	8,373.37
--- 期间三费率	9.51%	15.20%	14.76%	13.04%	11.05%	11.74%	13.82%	10.31%	9.76%	12.31%
资产减值损失	2,278.08	-824.40	3,285.99	537.92	715.79	-114.71	1,426.71	545.08	0.00	0.00
净利润	23,486.76	15,625.70	14,320.56	20,065.27	16,473.52	15,114.16	12,780.28	16,512.00	14,130.59	10,323.03
--- 净利润同比	42.57%	3.38%	12.05%	21.52%	16.58%	46.41%	29.04%	/	/	/
--- 净利润率(单季度)	18.22%	15.86%	12.92%	18.02%	15.46%	16.71%	14.47%	18.31%	17.28%	15.18%
--- ROE(单季度)	6.78%	4.55%	4.37%	6.40%	5.47%	5.02%	4.47%	9.84%	9.34%	/
扣非净利润	21,456.99	15,193.03	14,160.43	17,186.12	16,856.92	14,840.96	12,147.30	16,192.40	13,607.57	10,158.43
--- 扣非净利同比	27.29%	2.37%	16.57%	6.14%	23.88%	46.10%	24.35%	/	/	/
归母净利润	23,486.76	15,625.70	14,320.56	20,065.27	16,473.52	15,114.16	12,780.28	16,512.00	14,130.59	10,323.03
--- 归母净利同比	42.57%	3.38%	12.05%	21.52%	16.58%	46.41%	29.04%	/	/	/

主营产品	细分分子项	2013ALL		2014ALL		2015ALL		2016ALL		2017ALL		2018H1	
		金额	同比										
主营合计		173,147.61	25.67%	220,133.43	27.14%	263,624.96	19.76%	323,105.41	22.56%	412,696.80	27.73%	223,654.00	16.36%
分产品													
刚性板	双面	38,729.75		46,979.94	21.30%	58,561.81	24.65%						
	四层	64,468.58		70,206.97	8.90%	77,145.57	9.88%						
	六层	14,618.36		18,207.18	24.55%	21,900.13	20.28%						
	八层及以上	5,467.40		8,928.63	63.31%	12,250.13	37.20%						
	刚性合计	123,284.09		144,322.73	17.07%	169,857.64	17.69%	198,282.52	16.73%	246,705.87	24.42%		
柔性板		37,156.73		57,472.25	54.68%	69,646.78	21.18%	98,111.58	40.87%	131,833.27	34.37%		
金属基板		12,706.79		18,338.45	44.32%	24,120.54	31.53%	26,711.31	10.74%	34,157.66	27.88%		

从累积利润数据来看，如果我们补回资产减值损失和汇兑收益（由于上半年汇率先升值再贬值，一季度呈现较大汇兑损失，二季度好转，上半年合计汇兑收益-411.93万，受结算影响，如果汇率点位维持，全年汇兑收益较好），再结合各类政府补助和各类公允变动后(如有)，由于无法计算对应的缴税金额，因此我们定义科目“扣除非主营收益后的税前利润”只计算税前利润，上半年该科目同比增速只有12.69%，而且处于近几年来增速最低点，主要受成本上升影响。未来公司增长的动力源将重点来源于售价提升。

景旺电子	/万元						
时间序列	2018-06-30	2017-12-31	2017-06-30	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31
利润总额	47,016.89	80,034.47	38,373.26	65,337.82	50,659.28	37,948.67	30,916.81
税前扣非利润总额	43,787.71	76,127.05	38,450.08	63,288.45	49,252.23	37,132.93	30,672.03
扣除非主营收益后的税前利润	44,829.46	81,924.54	39,782.64	63,557.18	49,300.31	38,174.46	31,806.07
---税前非主营收益合计-估算	2,187.43	-1,890.07	-1,409.38	1,780.64	1,358.97	-225.79	-889.26
---扣除.....利润同比%	12.69%	28.90%	/	28.92%	29.14%	20.02%	53.30%
净利润	39,112.45	65,973.51	31,587.68	53,745.90	42,267.72	32,928.16	26,747.17
---净利润同比%	23.82%	22.75%	/	27.16%	28.36%	23.11%	52.42%
---净利润率	17.19%	15.74%	16.03%	16.37%	15.79%	14.72%	15.19%
归属于母公司所有者的净利润	39,112.45	65,973.51	31,587.68	53,745.90	42,245.34	32,556.10	26,439.54
---归母净利润同比%	23.82%	22.75%	/	27.22%	29.76%	23.13%	50.67%
扣非归母净利润	36,650.03	63,044.44	31,697.88	52,105.69	41,129.26	31,887.69	26,220.23
---扣非归母净利润同比%	15.62%	20.99%	/	26.69%	28.98%	21.61%	49.07%

从公司资产端来看，随着产能扩张和技改，固定资产相较数年前大幅增长，每期均有大幅新增固定资产额。从15.25亿应收账款(账面价值)角度来看，随营收增长，应收账款成比例增长，但全部集中于一年以内，无1年以上应收，之前仅出现过部分公司资金链断裂导致的坏账，但有较大比例的赔付。可以看到公司优秀的账期管理水平。从6.05亿存货端来看，原材料占2.27亿，库存商品和发出商品分别1.15亿和1.66亿，从前期公司披露信息来看，产成品均对应了相应订单，不存在大幅压货现象。

从现金流角度来看，公司经营活动现金流量持续为正，即使受应收账款，应收票据增长影响，公司依旧使得现金流入/营业收入持续向好，2018年上半年收入现金比率开始超过100%(受销项税增值税影响，销售商品、收到的现金应该是营业收入+销项增值税)。而投资活动流出主要是新增2.81亿固定资产所致，而今年5月份公司分红2.04亿，导致筹资活动现金流量净额为负。整体观察近几年公司现金流情况，公司现金流稳健安全，同时公司低成本募资没有带来财务费用激增，属于同类公司优秀梯队。

景旺电子	/万元						
现金流量表(ORIG,万元)	2018-06-30	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31
经营活动产生的现金流量:							
销售商品、提供劳务收到的现金	229,096.54	420,996.01	300,888.07	244,554.63	192,812.24	156,624.98	129,731.46
收到的税费返还	2,341.51	3,995.25	2,965.65	2,456.58	3,421.95	4,867.87	1,585.88
收到其他与经营活动有关的现金	4,076.25	5,951.15	3,068.07	1,473.72	842.15	824.30	700.71
经营活动现金流入小计	235,514.30	430,942.42	306,921.79	248,484.94	197,076.34	162,317.14	132,018.05
购买商品、接受劳务支付的现金	140,733.60	247,517.90	159,817.50	121,364.18	100,352.49	92,632.67	75,203.25
---购买商品...现金/营业成本	91.83%	87.49%	71.86%	65.77%	65.44%	76.00%	73.76%
支付给职工以及为职工支付的现金	40,649.73	67,372.01	56,253.50	46,555.48	37,119.23	26,386.81	19,035.19
支付的各项税费	10,856.13	19,689.05	18,870.49	11,050.55	11,007.99	9,333.54	5,158.21
支付其他与经营活动有关的现金	13,809.51	24,737.78	17,875.13	12,980.19	12,636.38	10,815.25	7,530.06
经营活动现金流出小计	206,048.97	359,316.74	252,816.62	191,950.41	161,116.09	139,168.27	106,926.70
---收入现金比率	100.71%	100.43%	91.64%	91.34%	86.18%	88.96%	92.61%
---净利润现金比率	75.33%	108.57%	100.67%	133.75%	109.21%	86.55%	142.99%
经营活动产生的现金流量净额	29,465.33	71,625.67	54,105.17	56,534.53	35,960.25	23,148.87	25,091.35
投资活动产生的现金流量净额	-35,480.57	-58,105.46	-31,386.95	-26,569.92	-27,961.77	-27,870.98	-24,674.26
筹资活动产生的现金流量净额	-24,440.12	-65,012.39	86,234.67	-18,003.80	-5,644.06	9,130.31	-893.35

我们梳理了公司的各项产能建设情况，公司不断新建产能，贴合下游需求逐步投产。我们汇总整理了各项产能建设情况，有已经投产一年多的，有刚开始逐步投产的，也有刚动土施工的。最后结合产能释放情况，叠加技改，预估了今年的销量增速。

跟踪产能建设进度，我们发现公司管理层效率极高，多个项目均提前建厂投产，后续项目均提前规划，并未等待 IPO 资金再开锅做饭。上市后公司进一步通过可转债募资，资金成本极低，2018 年上半年公司利息总支出不足 1 万，推动公司高效运行，利润不被财务利息侵蚀。

项目名称	总投资/募集资金投资额	实施主体	当前项目进度 2018年	预估收入VS当前收入
江西景旺精密电路有限公司高密度、多层、柔性及金属基电路板产业化项目(一期)	74,120.68/ 74120.68	江西景旺	该项目已经完工转固，2018年3月份实现达产，设计产能年产120万平方米RPCB、18万平方米HDI板。	本项目达产后，将实现不含税年销售收入103,698.70万元，年利润总额18,654.28万元。2017年度实现税前利润总额25,847万元。2018年半年度实现销售收入49,181.41万元，净利润8,362.61万元。
景旺电子科技(龙川)有限公司新型电子元器件表面贴装生产项目	6,803.95/ 6,803.95	龙川景旺	无介绍。	项目完全达产后，将实现不含税年销售收入24,733.40万元，年利润总额1,104.07万元。2017年度实现税前利润总额683.06万元。
年产高密度印刷电路板300万㎡、柔性线路板200万㎡产业化项目	一期项目投资13.6亿	珠海景旺	目前公司已经取得项目的环评批复，处于产能建设期，设计产能年产200万平米印刷电路板，200万平米柔性电路板。	无介绍。
江西景旺精密电路有限公司高密度、多层、柔性及金属基电路板产业化项目(二期)	100,000.00/ 97,800.00	江西景旺	江西景旺二期已于逐步投产，将于2020年第二季度全部建成，2022年达产，目前处于产能爬坡阶段。本项目达产后将形成年产240万平方米印制电路板产能。截至2018Q2本项目已陆续投产两条产线，形成月产10万平米的产能。	本项目达产后，将实现不含税年销售收入158,496.00万元，年利润总额(税前)34,328.98万元。

产能来看，江西景旺一期项目已经达产，2017年实现税前利润总额25,847万，2018年上半年销售收入49,181.41万，净利润8,362.61万。可转债募资的江西景旺二期项目，目前两条产线投产，但整体项目需要2020年建设完成，完全达产则需要更久，短期来看，仍旧处于产能爬坡期，短期暂未放量。龙川项目目前已经完全达产。珠海项目目前建设期，短期未投产。

总体来看，公司刚性板RPCB产品总产能增量高峰在2017年，2018年仅江西二期两条产线生产贡献增量，从调研报告来看，月产能仅10万平米，2018年边际增量放缓，但叠加公司内部产线改造，

预估 2018 年仍有 15%以上的销量增速。柔性板 FPC 和金属基板 MPCB 产能扩充项目仍需等待未来项目投产。

总结：

这家公司叫景旺电子，一家务实的公司。江西一期项目，龙川项目已经投产，而江西二期项目小幅投产，产能爬坡期，暂未大幅放量，而珠海景旺一期项目刚建厂，离投产尚远。18 年产能释放进入冷静期，产能增速边际放缓，销量带来的收入增长放缓，但全年售价上扬以及汇率贬值带来的收入贡献占比将会逐步放大。预估全年营收增速依旧可观。而随着各项目逐步投产，未来公司产能将再上一个新的台阶。

盈利预期：

前提假设：原材料成本保持恒定，或者提价幅度刚好抵消原材料上涨。汇兑收益全年预估 1500-2000 万。

产品提价有效抵消成本上升，汇率贬值继续利好。预估全年产品销售 55.71 亿，同比增长 35%，毛利 17.42 亿元，同比增长 37.23%，预估税前利润 9.91 亿，同比增速 23.83%。

主营产品	营收	预估营收	历史毛利率		预估毛利率		预估毛利	期间费用	其他	税前利润
	2017ALL	2018ALL	2016ALL	2017ALL	2018ALL	2018ALL	2018ALL	2018ALL	2018ALL	2018ALL
刚性板	246,705.87	333,052.92	35.93%	34.60%	35.00%	116,568.52	销售费用	减值损失		
柔性板	131,833.27	177,974.91	20.95%	23.46%	22.00%	39,154.48	18,410.16	5,000.00		
金属基板	34,157.66	46,112.84	38.33%	41.48%	40.00%	18,445.14	管理费用	各类收益		
							48,650.11	5,000.00		
							财务费用			
							-2,000.00			
							合计	同比		23.83%
营收合计	99,641.15	557,140.68	34.32%	39.40%	31.26%	174,168.14	65,060.27			99,107.87

值得长期跟踪。

你好搞笑哦

2018 年 9 月 18 日于苏州城