

鹏鼎控股(002938)

—全球 FPC 行业龙头，积极拓展类载板产品

投资评级 买入 评级调整 首次评级 收盘价 19.06 元

投资要点:

公司是全球 FPC 行业龙头，手机中 FPC 用量仍有成长空间

2017 年全球 PCB 产值达到 588 亿美元，同比增速为 8.6%，其中 FPC 产值为 125 亿美元，占比达到 21.26%。FPC 下游需求主要来自消费电子，其中又以苹果采购 FPC 金额占了绝大部分。Prismark 预计，2017 年至 2022 年，全球 PCB 产值年均复合增速维持在 3.2%，FPC 产值年均复合增速为 3.5%，高于 PCB 行业增速。鹏鼎控股营收中有 80%来自于 FPC 产品，苹果是公司的第一大客户，直接贡献了约 60%的营收，目前公司也在积极拓展非苹果手机客户，安卓手机中 FPC 用量和单部手机 FPC 价值量都明显少于苹果，未来仍有提升空间。

公司积极布局类载板，拓展非苹果手机客户

苹果在 2017 年发布的 iPhone 8\ 8 Plus\ X 中使用类载板替代了高密度互连板 (HDI)，2018 年苹果在 iPhone 和 iWatch 中继续使用类载板。和高密度互连板相比，类载板可以进一步细化线路，可将线宽线距从 HDI 的 45/50um 缩短至 30/35um，同时可以降低板厚，在整部手机体积不变的情况下，使用类载板可以进一步释放手机内部空间。公司已经进入苹果类载板供应链，同时也利用 IPO 募集资金在秦皇岛扩充产能，类载板的应用未来有望扩展至安卓手机客户。

投资建议与盈利预测

需求端：我们认为未来安卓手机 FPC 用量会继续增加，并且安卓旗舰机型也会使用类载板；供给端：作为苹果的供应商已经证明了公司产品具备非常强的竞争力，同时公司利用 IPO 募资资金新建 FPC 和类载板产能，迎接未来下游需求增长。我们预计公司 2018 年至 2020 年营收分别是 295.88\331.06\413.82 亿元，同比增速是 24%\12%\25%，净利润是 27.36\32.48\38.41 亿元，EPS 是 1.18\1.41\1.66 元，对应当前股价 PE 是 16\14\11 倍，给予“买入”评级。

风险提示

全球手机出货量下滑、中美贸易关系恶化、上游原材料涨价。

财务数据和估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	23921	29588	33106	41382
收入同比 (%)	40%	24%	12%	25%
净利润(百万元)	1827	2736	3248	3841
净利润同比 (%)	82%	50%	19%	18%
毛利率 (%)	17.9%	20.9%	20.9%	20.3%
ROE (%)	14.9%	14.8%	15.1%	15.5%
每股收益 (元)	0.79	1.18	1.41	1.66
市盈率(P/E)	24.13	16.12	13.58	11.48
市净率(P/B)	3.59	2.38	2.05	1.78
EV/EBITDA	12	10	9	8

发布时间：2018 年 11 月 08 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	28.0 / 17.64
上证指数/深圳成指	2641.34/7752.04
50 日均成交额(百万元)	578.11
市净率(倍)	2.65
股息率	

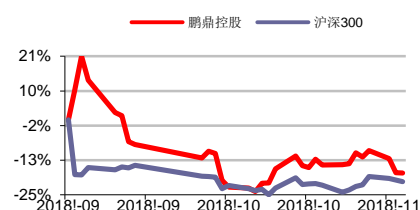
基础数据

流通股(百万股)	231.14
总股本(百万股)	2311.43
流通市值(百万元)	4405.59
总市值(百万元)	44055.87
每股净资产(元)	7.19
资产负债率	36.88%

股东信息

大股东名称	美港实业有限公司
持股比例	66.38%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员： 钱德胜
 执业证书编号：S0020115100001
 电话： 021-51097188-1821
 电邮： qiandesheng@gyzq.com.cn
 地址： 中国安徽省合肥市梅山路 18 号
 安徽国际金融中心 A 座国元证券
 (230000)

内容目录

1. 公司是全球 FPC 行业龙头	3
1.1 鹏鼎控股是 FPC 行业龙头	3
1.2 FPC 未来增速高于 PCB 行业增速	3
2. 公司在类载板领域积极布局	3
2.1 类载板应用是未来发展方向	4
2.2 公司在类载板领域的布局	4
3. 投资建议与盈利预测	4
4. 风险提示	4

图表目录

图 1: 公司营收情况 (单位: 亿元)	3
图 2: 公司净利润情况 (单位: 亿元)	3
图 3: 历年 PCB 和 FPC 产值 (单位: 亿美元)	3
表 1: SLP 与 HDI 比较	4

1. 公司是全球 FPC 行业龙头

1.1 鹏鼎控股是 FPC 行业龙头

鹏鼎控股由原富葵精密（组件）有限公司整体变更设立，主要从事各类印制电路板的设计、研发、制造和销售业务，公司目前有四个生产基地：深圳、秦皇岛、淮安和营口，2017 年公司 PCB 产能、产量及销量分别是 543.76 万 m²、462.88 万 m² 和 469.42 万 m²，产能利用率和产销率分别是 85.13% 和 101.42%。

图 1：公司营收情况（单位：亿元）

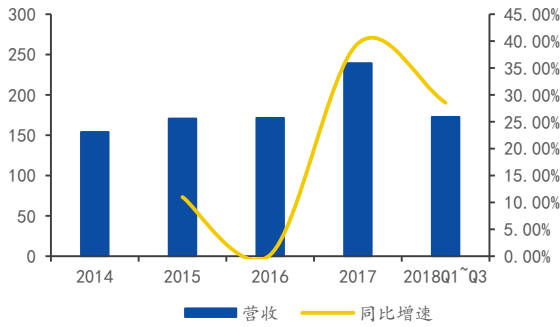
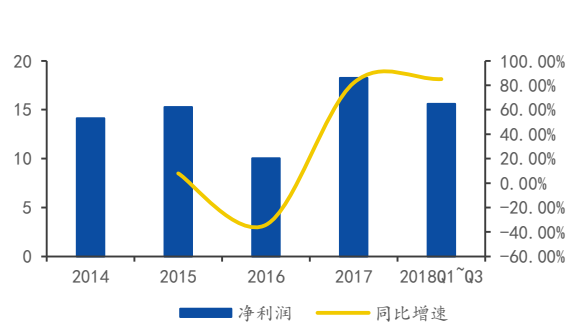


图 2：公司净利润情况（单位：亿元）



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

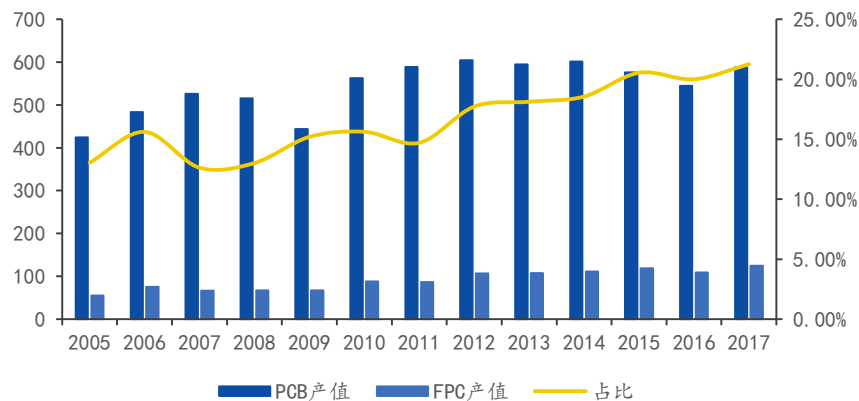
公司间接控股股东臻鼎控股是台湾上市公司，2017 年臻鼎控股营收首次超越日本旗胜，成为全球第一大 PCB 公司。

公司 FPC 产品约占公司收入 80%，剩余部分为 RPCB 及 HDI 产品。

1.2 FPC 未来增速高于 PCB 行业增速

2017 年全球 PCB 产值达到 588 亿美元，同比增速为 8.6%，其中 FPC 产值为 125 亿美元，占比达到 21.26%。FPC 下游需求主要来自消费电子，其中又以苹果采购 FPC 金额占了绝大部分。

图 3：历年 PCB 和 FPC 产值（单位：亿美元）



资料来源：Prismark, 国元证券研究中心

iPhone XS\XS Max 中均使用了 24 块 FPC，相对于 iPhone X 增加了 3 块 FPC，单部安卓系列手机中使用的 FPC 数量在 10-20 块之间，未来仍有较大的增长空间。

PCB 产品包含普通版、多层板、高密度互连版，封装基板和柔性版，Prismark 预计，2017 年至 2022 年，全球 PCB 产值年均复合增速维持在 3.2%，FPC 产值年均复合增速为 3.5%，高于 PCB 行业增速。

2. 公司在类载板领域积极布局

2.1 类载板应用是未来发展方向

苹果在 iPhone X 中开始使用类载板 (SLP) 替代高密度互连板 (HDI), 2018 年发布的 iPhone XS 中使用了 2 块类载板, iPhone XS Max 中使用了 3 块类载板, iWatch 4 中也使用了 1 块类载板。

与 HDI 相比, 类载板可以进一步细化线路, 可将线宽线距从 HDI 的 45/50um 缩短至 30/35um, 同时可以降低板厚, 在整部手机体积不变的情况下, 使用类载板可以进一步释放手机内部空间。

表 1 : SLP 与 HDI 比较

应用终端	智能手机主板-HDI 板	智能手机主板-SLP 板
工序	120-144 工序	177 工序
板厚	0.7mm	0.5mm
镭射孔径	100/220um	70/140um
孔数/每部手机主板	超过 1 万	最高超过 10 万
线宽/线距	45/50um	30/35um

资料来源: 鹏鼎控股、国元证券研究中心

目前众多手机品牌中只有苹果使用了类载板, 价值量相对于之前使用的高密度互连板有很大的提升, 未来安卓系列手机有望使用类载板替代 HDI。

2.2 公司在类载板领域的布局

鹏鼎控股已经进入 iPhone 的类载板供应链, 公司类载板产能集中在秦皇岛, IPO 之前公司类载板产能已经有 20 多万 m², 另外, 公司 IPO 募投项目中新建高阶 HDI 印制电路板扩产项目, 新增 HDI 产能 33.4 万 m², 这个项目就是类载板项目, 该项目预计 2020 年陆续建成投产。客户方面, 目前公司类载板产品客户是苹果, 安卓机客户方面, 公司现阶段已经通过华为供应商认证。

3. 投资建议与盈利预测

需求端: 我们认为未来安卓手机 FPC 用量会继续增加, 并且安卓旗舰机型也会使用类载板; 供给端: 作为苹果的供应商已经证明了公司产品具备非常强的竞争力, 同时公司利用 IPO 募投资金新建 FPC 和类载板产能, 迎接未来下游需求增长。我们预计公司 2018 年至 2020 年营收分别是 295.88\331.06\413.82 亿元, 同比增速是 24%\12%\25%, 净利润是 27.36\32.48\38.41 亿元, EPS 是 1.18\1.41\1.66 元, 对应当前股价 PE 是 16\14\11 倍, 给予“买入”评级。

4. 风险提示

全球手机出货量下滑、中美贸易关系恶化、上游原材料涨价。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	14565	20317	25192	31718
现金	2214	5792	9215	12339
应收账款	6640	7817	8895	11056
其他应收款	633	1089	1104	1427
预付账款	142	215	223	289
存货	2432	2896	3242	4085
其他流动资产	2504	2508	2512	2520
非流动资产	8661	7396	6141	4883
长期投资	0	0	0	0
固定资产	6899	5644	4389	3134
无形资产	241	228	214	201
其他非流动资产	1521	1524	1538	1548
资产总计	23227	27713	31333	36601
流动负债	10942	9159	9759	11874
短期借款	3460	0	0	0
应付账款	5714	6789	7607	9583
其他流动负债	1768	2370	2152	2291
非流动负债	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	2	2	2	2
负债合计	10944	9162	9761	11876
少数股东权益	0	3	7	12
股本	2080	2311	2311	2311
资本公积	8526	11823	11823	11823
留存收益	1692	4413	7430	10578
归属母公司股东权益	12283	18548	21565	24713
负债和股东权益	23227	27713	31333	36601

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1673	3114	3580	3329
净利润	1827	2739	3252	3846
折旧摊销	1278	1274	1274	1274
财务费用	135	-37	-311	-446
投资损失	-114	-15	0	-10
营运资金变动	-1632	-876	-647	-1371
其他经营现金流	180	28	12	36
投资活动现金流	-4706	11	-6	4
资本支出	3308	0	0	0
长期投资	-256	0	0	0
其他投资现金流	-1654	11	-6	4
筹资活动现金流	2704	453	-151	-209
短期借款	1523	-3460	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	393	231	0	0
资本公积增加	5829	3298	0	0
其他筹资现金流	-5041	384	-151	-209
现金净增加额	-445	3578	3424	3124

利润表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	23921	29588	33106	41382
营业成本	19642	23390	26190	33000
营业税金及附加	127	237	268	331
营业费用	264	361	385	493
管理费用	1733	2367	2682	3435
财务费用	135	-37	-311	-446
资产减值损失	53	8	8	0
公允价值变动收益	2	0	0	0
投资净收益	114	15	0	10
营业利润	2139	3277	3884	4579
营业外收入	39	39	39	39
营业外支出	13	13	13	13
利润总额	2165	3303	3910	4605
所得税	337	563	658	759
净利润	1827	2739	3252	3846
少数股东损益	0	3	4	5
归属母公司净利润	1827	2736	3248	3841
EBITDA	3551	4514	4847	5407
EPS (元)	0.88	1.18	1.41	1.66

主要财务比率

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	39.6%	23.7%	11.9%	25.0%
营业利润	83.5%	53.2%	18.5%	17.9%
归属于母公司净利润	82.0%	49.7%	18.7%	18.3%
获利能力				
毛利率(%)	17.9%	20.9%	20.9%	20.3%
净利率(%)	7.6%	9.2%	9.8%	9.3%
ROE(%)	14.9%	14.8%	15.1%	15.5%
ROIC(%)	15.6%	22.6%	26.4%	30.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	47.1%	33.1%	31.2%	32.4%
净负债比率(%)	31.61%	3.79%	1.20%	1.30%
流动比率	1.33	2.22	2.58	2.67
速动比率	1.10	1.89	2.24	2.31
营运能力				
总资产周转率	1.15	1.16	1.12	1.22
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	3.99	3.74	3.64	3.84
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.79	1.18	1.41	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	1.35	1.55	1.44
每股净资产(最新摊薄)	5.31	8.02	9.33	10.69
估值比率				
P/E	24.13	16.12	13.58	11.48
P/B	3.59	2.38	2.05	1.78
EV/EBITDA	12	10	9	8

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数与上证指数持平在正负10%以内
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn