

2019年10月30日

5G 手机毫米波推进加速，LCP 产业即将繁荣

鹏鼎控股 (002938)

事件:

公司发布 2019 年三季报，2019 年前三季度实现营收 173.37 亿元，同比增长 0.40%，归母净利润 17.02 亿元，同比增长 8.97%。

分析判断:

▶ 下半年产能利用率提升，毛利率环比回升

2019Q3 单季度公司实现营收 79.99 亿元，同比增长 2.71%，环比增长 56.79%，以苹果为代表的手机厂商通常于下半年发布新品，带动公司产能利用率提升，收入环比高增长。Q3 单季度毛利率 24.38%，同比下降 1.8 个百分点，环比提升 3.46 个百分点。我们判断 Q3 毛利率同比微降主要因为苹果新品出货量结构性变化，即低价版本 iPhone 11 销售占比较高，以及引入华为等国内客户，导致公司低毛利率产品占比有所提升，Q3 毛利率环比提升主要原因是下半年为手机新品销售旺季，公司产能利用率大幅提升。

▶ 手机主板从 HDI 走向 SLP，FPC 需求逻辑连跳

类载板 (SLP) 是高密度板 (HDI) 的升级，因制程接近 IC 载板名。特点是将极限线宽线距从 40/45um 拉低到 30/35um，增加板上走线密度从而减小使用面积，腾出空间给更大的电池和更多的摄像头。苹果 4G 手机、三星 5G 手机已经开始批量使用 SLP 技术，国产品牌有望跟进。SLP 主板相比于 HDI 价格翻倍，同时面积更小，会带动摄像头、天线、无线充电、按键、充电接口等功能组件大范围使用 LCP 和 FPC，软板需求将呈现行业性高增长。公司具备 SLP 和 FPC 的强劲实力，是苹果 SLP 和 FPC 的主力供应商，目前正在向国内手机品牌普及中，预计在 5G 换机潮中将充分受益于行业升级带来的技术红利。

▶ 预计 2020 年 iPhone 将支持 5G 毫米波，LCP 产业需求再上新台阶

目前，美国主流电信运营商 Verizon、AT&T、Sprint、T-Mobile 的 5G 频段主要集中在 2.5GHz、28GHz、39GHz，与此同时，据 CNBC 报道，FCC (美国联邦通信委员会) 计划从今年 12 月启动美国史上最大规模频谱拍卖，运营商可以对 37GHz、39GHz 和 47GHz 几个毫米波频率资源进行竞标。从美国释放的 5G 频谱资源看，主推毫米波网络建设。美国市场是苹果最大的收入来源，我们判断 2020 年 5G iPhone 有望支持毫米波功能，预计一部 5G 毫米波手机可集成多达 4 个 AiP 模组，毫米波受人手影响大，故需要将 4 个 AiP 模组分散配置于手机周边使得不

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价格:	56
最新收盘价:	47.6

股票代码:	002938
52 周最高价/最低价:	48.92/16.72
总市值(亿)	1,100.24
自由流通市值(亿)	110.02
自由流通股数(百万)	231.14



分析师: 孙远峰

邮箱: sunyf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080005

分析师: 张大印

邮箱: zhangdy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090005

相关研究

1. 全球 PCB 龙头，5G 小型化前瞻受益

2019.9.27

同手持姿势均能保持 5G 毫米波信号连接，由此需要通过低损耗软板将信号从 AiP 模组传递至主板，从目前技术路线可实现角度，优选 LCP 软板。公司在 LCP 软板领域积累深厚，有望受益。

投资建议

我们维持此前对公司的盈利预测，预计公司 2019-2021 年实现归母净利润分别为 28.99 亿元、36.92 亿元、47.34 亿元，同比增速分别为 4.63%、27.35%、28.20%；对应 EPS 分别为 1.25 元、1.60 元、2.05 元。鉴于我们的最新研判，毫米波手机进展有望超出市场预期，LCP 产业链将迎来繁荣，我们将公司目标价从 48 元上调至 56 元，相当于 2020 年 35 倍 PE，维持给予“买入”评级。

风险提示

宏观经济下滑，系统性风险；客户集中，核心大客户出货量不及预期；下游应用领域如 5G 智能手机出货量低于预期，LCP 新技术普及速度低于预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	23920.84	25854.78	28010.05	34370.01	45015.10
YoY (%)	39.57%	8.08%	8.34%	22.71%	30.97%
归母净利润(百万元)	1827.32	2771.22	2899.46	3692.44	4733.87
YoY (%)	82.01%	51.65%	4.63%	27.35%	28.20%
毛利率 (%)	17.89%	23.19%	22.32%	23.11%	22.98%
每股收益 (元)	0.79	1.20	1.25	1.60	2.05
ROE	14.88%	15.49%	13.95%	15.09%	16.21%
市盈率	58.96	38.88	37.16	29.18	22.76

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	25854.78	28010.05	34370.01	45015.10	净利润	2771.22	2899.46	3692.44	4733.87
YoY (%)	8.08%	8.34%	22.71%	30.97%	折旧和摊销	1559.83	1600.00	1440.00	1440.00
营业成本	19858.57	21757.00	26427.00	34670.00	营运资金变动	1837.98	-453.28	-509.04	-261.67
营业税金及附加	156.66	196.07	274.96	450.15	经营活动现金流	6209.71	4029.45	4530.17	5792.20
销售费用	305.70	336.12	422.75	585.20	资本开支	-3984.76	-2302.00	-1880.00	-1480.00
管理费用	910.28	1260.45	1546.65	2160.72	投资	584.77	0.00	0.00	0.00
财务费用	79.90	-90.90	-172.53	-268.23	投资活动现金流	-3234.25	-2202.00	-1780.00	-1380.00
资产减值损失	129.53	0.00	0.00	0.00	股权募资	3623.09	0.00	0.00	0.00
投资收益	100.97	100.00	100.00	100.00	债务募资	-1406.85	-1044.87	-1008.04	0.00
营业利润	3404.32	3510.85	4441.42	5701.61	筹资活动现金流	1172.74	-1130.93	-1034.80	0.00
营业外收支	-46.87	-22.00	0.00	0.00	现金净流量	4148.19	696.52	1715.37	4412.20
利润总额	3357.46	3488.85	4441.42	5701.61	主要财务指标				
所得税	586.24	589.39	748.98	967.74	成长能力 (%)				
净利润	2771.22	2899.46	3692.44	4733.87	营业收入增长率	8.08%	8.34%	22.71%	30.97%
归属于母公司净利润	2771.22	2899.46	3692.44	4733.87	净利润增长率	51.65%	4.63%	27.35%	28.20%
YoY (%)	51.65%	4.63%	27.35%	28.20%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.20	1.25	1.60	2.05	毛利率	23.19%	22.32%	23.11%	22.98%
资产负债表 (百万元)					净利率	10.72%	10.35%	10.74%	10.52%
货币资金	7303.48	8000.00	9715.37	14127.57	总资产收益率 ROA	10.13%	9.58%	10.64%	11.09%
预付款项	89.26	87.03	105.71	138.68	净资产收益率 ROE	15.49%	13.95%	15.09%	16.21%
存货	2229.66	2384.33	3040.92	3989.42	偿债能力 (%)				
其他流动资产	6823.33	8175.76	9761.40	12292.05	流动比率	1.75	1.98	2.22	2.28
流动资产合计	16445.73	18647.12	22623.39	30547.72	速动比率	1.50	1.72	1.91	1.97
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.78	0.85	0.96	1.05
固定资产	7830.35	8230.35	8390.35	8150.35	资产负债率	34.61%	31.31%	29.45%	31.56%
无形资产	1755.66	1755.66	1755.66	1755.66	经营效率 (%)				
非流动资产合计	10907.74	11607.74	12067.74	12127.74	总资产周转率	1.02	0.97	1.06	1.16
资产合计	27353.47	30254.86	34691.13	42675.47	每股指标 (元)				
短期借款	2052.91	1008.04	0.00	0.00	每股收益	1.20	1.25	1.60	2.05
应付账款及票据	4875.75	5841.61	7095.47	9308.66	每股净资产	7.74	8.99	10.59	12.64
其他流动负债	2491.83	2577.57	3075.57	4112.85	每股经营现金流	2.69	1.74	1.96	2.51
流动负债合计	9420.49	9427.21	10171.04	13421.50	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	45.34	45.34	45.34	45.34	PE	38.88	37.16	29.18	22.76
非流动负债合计	45.34	45.34	45.34	45.34	PB	2.26	5.18	4.40	3.69
负债合计	9465.83	9472.55	10216.37	13466.84					
股本	2311.43	2311.43	2311.43	2311.43					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	17887.64	20782.31	24474.76	29208.63					
负债和股东权益合计	27353.47	30254.86	34691.13	42675.47					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

孙远峰：华西证券研究所副所长&电子行业首席分析师，哈尔滨工业大学工学学士，清华大学工学博士，近3年电子实业工作经验；2018年水晶球/金牛/IAMAC保险资产上榜分析师，2017年新财富入围/水晶球上榜分析师，2016年新财富上榜分析师，2013~2015年新财富上榜分析师团队核心成员。

张大印：华西证券研究所电子行业分析师，北京邮电大学工学学士、工学硕士，近3年电子实业工作经验，累计申请国家专利18项；曾就职于民生证券、安信证券，2019年加入华西证券。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。