

新机备货开启, 淡季不淡

投资要点

- **事件:** 公司2019年11月合并营业收入31.6亿, 同比下滑5.5%, 环比下滑14.2%, 公司1-11月营收241.8亿, 同比增长1%。
- **11月营收同比下滑5.5%, 短期波动不改长期趋势。** iPhone11因定价偏低销量超预期。苹果增加订单效应于10月集中显现, 叠加汇率波动, 11月营收略有回落, 公司产线可靠性更强, 料号份额稳步提升, 当前公司在手订单饱满, 四季度产能利用率有望超过去年同期, 考虑去年高基数延续到11月, 12月收入开始下滑, 今年四季度营收有望恢复增长态势。
- **苹果终端结构改善, 消费电子加速成长。** AirPods成为苹果新爆款产品, 作为TWS龙头出货增长强劲, 近期发布的AirPods Pro市场反应较好, TWS耳机渗透率还有较大提升空间。此外Apple Watch增长态势良好, LCP天线和SLP主板助力提升ASP, 公司软板和主板供应中耳机手表占比持续提升, 毛利结构改善明显。
- **SE2发布渐进, 新机备货已经开启。** 苹果明年上半年有望推出SE2手机, 根据产业链经验及反馈, 供应商备货有望从12月开启, 预计公司从12月至2020年Q1进入新品备货期, 有望扭转过往同期淡季局面。受定价策略改变影响, 我们预计SE2有望销量超市场预期, iPhone生态圈完善, 创新力仍在, 2020年随着5G手机推出, 综合出货量有望恢复增长。
- **5G终端周期开启, 公司即将迎来量价齐升。** 苹果明年正式推出5G手机, 手机创新周期开启, 单机ASP加速提升, 其中包括更多的FPC和SLP应用, 公司有望从2020年开启新的成长周期。5G时代可穿戴设备有望加速增长, 推动软板及SLP需求增长。随着日系厂商在软板领域逐渐退出, 公司的软板份额有望进一步提升, 伴随公司自动化产线的改造, 公司盈利能力有望逐季加强。
- **盈利预测与投资建议。** 2020年5G手机与消费电子共振, 公司产品迎来量价齐升。我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为30.9亿、40.1亿、59.8亿, 对应估值分别为39x、30x、20x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 苹果手机销量下滑的风险; 原材料价格上涨的风险; 客户集中度高的风险; 新技术进展不及预期的风险。

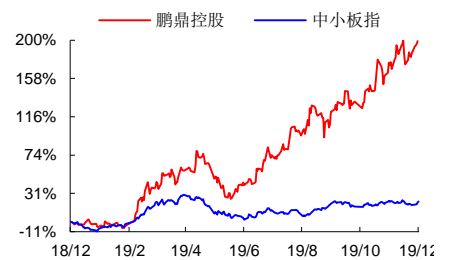
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	25854.78	27340.06	35101.59	45130.46
增长率	8.08%	5.74%	28.39%	28.57%
归属母公司净利润(百万元)	2771.22	3090.42	4011.56	5979.77
增长率	51.65%	11.52%	29.81%	49.06%
每股收益EPS(元)	1.20	1.34	1.74	2.59
净资产收益率ROE	15.49%	15.13%	16.85%	20.63%
PE	44	39	30	20
PB	6.79	5.95	5.10	4.19

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 仇文妍
执业证号: S1250519010003
电话: 021-68415409
邮箱: cwz@swsc.com.cn
联系人: 熊翊宇
邮箱: xyyu@swsc.com

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	23.11
流通A股(亿股)	2.31
52周内股价区间(元)	16.72-52.68
总市值(亿元)	1,214.19
总资产(亿元)	287.21
每股净资产(元)	8.03

相关研究

1. 鹏鼎控股(002938): 月度营收创新高, 四季度渐入佳境 (2019-11-06)
2. 鹏鼎控股(002938): 业绩符合预期, 四季度增长可期 (2019-10-31)
3. 鹏鼎控股(002938): 苹果追加订单, 四季度担忧有望解除 (2019-10-08)
4. 鹏鼎控股(002938): 旺季已至产能加速爬坡 (2019-09-06)
5. 鹏鼎控股(002938): 业绩超预期, 管理改善提升毛利率 (2019-08-14)
6. 鹏鼎控股(002938): 旺季来临, 看好公司长期成长 (2019-08-08)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	25854.78	27340.06	35101.59	45130.46	净利润	2771.22	3090.42	4011.56	5979.77
营业成本	19858.57	20523.06	26307.98	33288.28	折旧与摊销	1559.83	1992.76	2191.35	2392.68
营业税金及附加	156.66	165.66	212.69	273.46	财务费用	79.90	82.02	105.30	135.39
销售费用	305.70	323.19	410.48	530.64	资产减值损失	129.53	50.00	50.00	50.00
管理费用	2133.16	2460.61	3159.14	3610.44	经营营运资本变动	3060.52	-1116.38	-695.70	-1058.49
财务费用	79.90	82.02	105.30	135.39	其他	-1391.29	-81.57	-178.14	1.49
资产减值损失	129.53	50.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	6209.71	4017.25	5484.37	7500.84
投资收益	100.97	30.00	30.00	30.00	资本支出	-1734.47	-3370.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	-1.00	0.09	0.01	-0.13	其他	-1499.78	-149.91	-149.99	-150.13
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3234.25	-3519.91	-1149.99	-1150.13
营业利润	3404.32	3765.61	4885.99	7272.11	短期借款	-1406.85	-2052.91	0.00	0.00
其他非经营损益	-46.87	-21.43	-25.81	-27.36	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	3357.46	3744.18	4860.18	7244.76	股权融资	3749.51	0.00	0.00	0.00
所得税	586.24	653.76	848.62	1264.99	支付股利	-936.13	-554.24	-618.08	-802.31
净利润	2771.22	3090.42	4011.56	5979.77	其他	-233.79	-86.81	-105.30	-135.39
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1172.74	-2693.96	-723.39	-937.70
归属母公司股东净利润	2771.22	3090.42	4011.56	5979.77	现金流量净额	4247.08	-2196.63	3610.98	5413.01
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	7303.48	5106.85	8717.84	14130.84	成长能力				
应收和预付款项	5704.95	7204.29	9011.45	11416.65	销售收入增长率	8.08%	5.74%	28.39%	28.57%
存货	2229.66	2324.39	3131.01	3900.85	营业利润增长率	59.18%	10.61%	29.75%	48.84%
其他流动资产	1207.64	1276.97	1639.26	2107.40	净利润增长率	51.65%	11.52%	29.81%	49.06%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	42.06%	15.79%	22.98%	36.44%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	8530.46	10073.45	9047.86	7820.94	毛利率	23.19%	24.93%	25.05%	26.24%
无形资产和开发支出	1776.06	1597.59	1419.13	1240.66	三费率	9.74%	10.48%	10.47%	9.48%
其他非流动资产	601.23	778.94	956.65	1134.36	净利率	10.72%	11.30%	11.43%	13.25%
资产总计	27353.47	28362.50	33923.21	41751.70	ROE	15.49%	15.13%	16.85%	20.63%
短期借款	2052.91	0.00	0.00	0.00	ROA	10.13%	10.90%	11.83%	14.32%
应付和预收款项	6267.94	6761.69	8608.59	10873.09	ROIC	19.62%	19.89%	23.57%	34.03%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.51%	21.36%	20.46%	21.72%
其他负债	1144.98	1181.78	1502.11	1888.64	营运能力				
负债合计	9465.83	7943.47	10110.71	12761.73	总资产周转率	1.02	0.98	1.13	1.19
股本	2311.43	2311.43	2311.43	2311.43	固定资产周转率	3.51	3.63	4.77	6.42
资本公积	12043.92	12043.92	12043.92	12043.92	应收账款周转率	4.29	4.61	4.78	4.84
留存收益	3527.50	6063.68	9457.15	14634.61	存货周转率	8.13	8.54	9.43	9.38
归属母公司股东权益	17887.64	20419.03	23812.50	28989.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.37%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	17887.64	20419.03	23812.50	28989.96	资产负债率	34.61%	28.01%	29.80%	30.57%
负债和股东权益合计	27353.47	28362.50	33923.21	41751.70	带息债务/总负债	21.69%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.75	2.01	2.24	2.48
					速动比率	1.51	1.72	1.92	2.17
					股利支付率	33.78%	17.93%	15.41%	13.42%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
EBITDA	5044.06	5840.39	7182.64	9800.18	每股收益	1.20	1.34	1.74	2.59
PE	43.81	39.29	30.27	20.31	每股净资产	7.74	8.83	10.30	12.54
PB	6.79	5.95	5.10	4.19	每股经营现金	2.69	1.74	2.37	3.25
PS	4.70	4.44	3.46	2.69	每股股利	0.40	0.24	0.27	0.35
EV/EBITDA	22.92	19.79	15.56	10.83					
股息率	0.77%	0.46%	0.51%	0.66%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yll@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn