

无边界扩张的线路板龙头

投资要点

- **实力雄厚的行业龙头, PCB产量全球第一。**公司主要从事各类印制电路板的设计、研发、制造与销售业务,产品广泛应用于通讯产品、计算机、消费性电子及各类3C电子产品,多年来致力于与世界一流客户合作,通过运用先进的研发技术,配合高效率、低成本的运营手段,构建出一个体系完善、布局合理的PCB产供销体系,成为业内极具影响力的重要厂商之一。
- **公司营收再创新高,研发投入持续增长。**公司2018年度实现营业收入258.6亿元,较上年增长8.1%,归母净利润27.7亿元,较上年增长51.7%,营收及获利均创历史新高,整体毛利率为23.2%,其中通讯用板类产品毛利率为22.4%,消费电子及计算机用板产品毛利率为26.1%,其他用板类产品毛利率为36.7%,研发费用投入为12.2亿元,同比增长19.6%,占营业收入的4.7%。
- **全方位的印制电路板行业领导者。**公司所属印制电路板制造业,制造的PCB、FPC、HDI、SLP等产品广泛应用于通讯电子、消费电子、计算机、汽车电子、工业控制、医疗器械、国防及航空航天等领域,是现代电子信息产品中不可或缺的电子元器件。公司的产品包括通讯用板、消费电子及计算机用板以及其他用板等,服务的客户包括苹果公司、GOOGLE、SONY、华为、小米、OPPO、VIVO、Nokia等国内外领先品牌。
- **保持行业地位,业绩稳步向前。**为了保持全球领先地位,公司注重研发,在技术研究中投入较高,重视人才引进。公司积极布局汽车电子领域,产品已具体应用在日行灯系统、汽车导航系统、车载影音娱乐系统及汽车充电设备系统等汽车电子产品上。未来折叠屏手机等智能设备对FPC的需求大幅增加,将带动公司业务稳步增长。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司2019-2021年EPS分别为1.49元、1.59元、1.74元。考虑到PCB市场空间巨大,公司竞争格局好,赛道优良,同时公司持续高研发投入提高自身竞争力开发高性能产品,未来业绩有望取得较大突破。结合行业平均估值水平,考虑公司具有龙头效应,我们给予公司2019年22倍估值,对应目标价32.78元。首次覆盖,给予“买入”评级。
- **风险提示:**保持持续创新能力的风险、核心技术泄密风险、Fabless经营模式风险、核心技术被替代的风险。

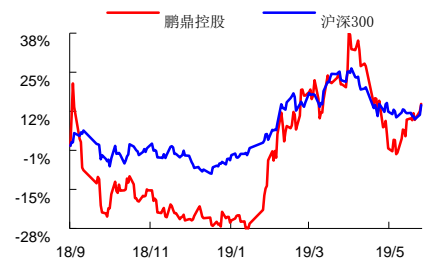
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	25854.78	28274.71	30985.11	35933.65
增长率	8.08%	9.36%	9.59%	15.97%
归属母公司净利润(百万元)	2771.22	3448.00	3681.41	4028.48
增长率	51.65%	24.42%	6.77%	9.43%
每股收益EPS(元)	1.20	1.49	1.59	1.74
净资产收益率ROE	15.49%	17.57%	17.55%	17.94%
PE	22	17	16	15
PB	3.34	3.05	2.85	2.66

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn
联系人: 陈杭
电话: 021-68415309
邮箱: chenhang@swsc.com.cn

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)	16.72-31.91
总市值(亿元)	598.20
总资产(亿元)	241.81
每股净资产(元)	7.83

相关研究

目 录

1 鹏鼎控股：FPC 领域的全球龙头	1
2 财务分析：公司注重研发，成长稳定，未来可期.....	3
2.1 主营业务稳定增长，产品竞争优势明显	3
2.2 ROE 呈上升趋势，毛利率维持较高水平.....	4
2.3 高研发助力公司稳固行业领先地位	5
3 线路板：电子制造之母.....	5
3.1 苹果 FPC 业务迅猛发展	7
3.2 高端 SLP 产品市占率逐步提升.....	9
3.3 大力发展 PCB 业务，积极布局 HDI.....	10
4 盈利预测与估值.....	12
4.1 盈利预测	12
4.2 相对估值.....	13
5 风险提示	13

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	2
图 3: 2014-2018 年营收及增长率.....	3
图 4: 2014-2018 年归母净利润及增长率.....	3
图 5: 2014-2018 年公司营收构成.....	4
图 6: 2018 年营收构成占比.....	4
图 7: 2014-2018 年公司 ROE 与净利润.....	4
图 8: 2014-2018 年总毛利率与主要产品毛利率.....	4
图 9: 2014-2018 年公司各项费用占营收比例.....	5
图 10: 2014-2018 年公司研发费用及增长率.....	5
图 11: 通讯用板.....	6
图 12: 消费电子及电脑用板.....	6
图 13: FPC 制造工艺流程.....	7
图 14: 公司主要客户销售额占比.....	8
图 15: 国内 FPC 产量及价格走势.....	8
图 16: 类载板 (SLP).....	9
图 17: 半加成法工艺流程图.....	9
图 18: 2007 年至 2022 年全球 PCB 电路板行业产值预测.....	11
图 19: 全球前 10 大厂商销售额排名.....	11
图 20: 国内外主要 HDI 市场占比图.....	12
图 21: 国内外主要 HDI 企业研发及研发营收占比图.....	12

表 目 录

表 1: 鹏鼎控股主要产品.....	2
表 2: iPhone FPC 用量对比.....	8
表 3: iPhone XS 使用 FPC 一览.....	8
表 4: 苹果旗舰智能手机的 PCB 分析.....	10
表 5: 预计 2018-2022 年 HDI 市场 CAGR.....	11
表 6: 分业务收入及毛利率.....	13
表 7: 可比公司估值情况.....	13
附表: 财务预测与估值.....	14

1 鹏鼎控股：FPC 领域的全球龙头

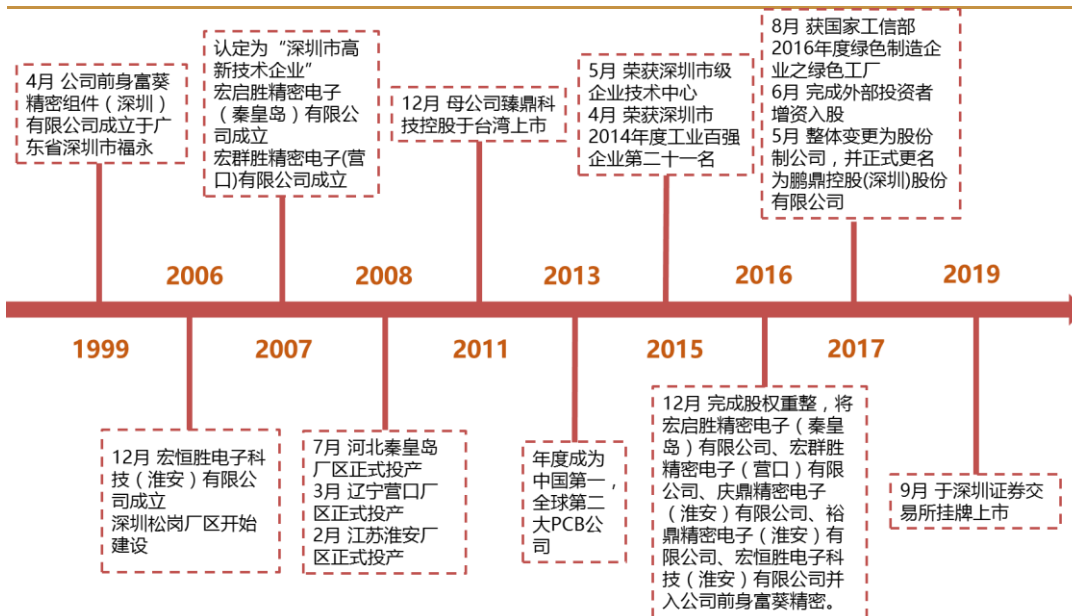
鹏鼎控股系由富葵精密组件（深圳）有限公司整体变更设立。公司成立于 1999 年 4 月 29 日，并于 2018 年 9 月 18 日在深圳证券交易所上市。

公司主要从事各类印制电路板的设计、研发、制造与销售业务。产品广泛应用于通讯产品、计算机、消费性电子及各类 3C 电子等产品。公司以“发展科技、造福人类，精进环保、让地球更美好”为使命，多年来致力于与世界一流客户合作，通过运用先进的研发技术，配合高效率、低成本的运营手段，构建出一个体系完善、布局合理的 PCB 产供销体系，打造了“效率化、合理化、自动化、无人化”的现代化工厂，成为业内极具影响力的重要厂商之一，在行业享有非常高的知名度。公司高度重视研究开发工作，在深圳市设有研发中心，已获得国内外授权专利数 600 余件。

目前，鹏鼎控股的制造基地分布于深圳、秦皇岛、淮安及营口，服务半径覆盖中国大陆、中国香港、中国台湾、日本、韩国、美国及越南等地，可以为全球客户提供高速、高质、低成本及高附加值的 PCB 设计、开发、制造及销售服务，已成为业内极具影响力的重要厂商之一。

根据 Prismark 2018 年 2 月最新报告统计的以营收计算的全球 PCB 企业排名，公司已成为全球第一大 PCB 生产企业。

图 1：公司发展历程

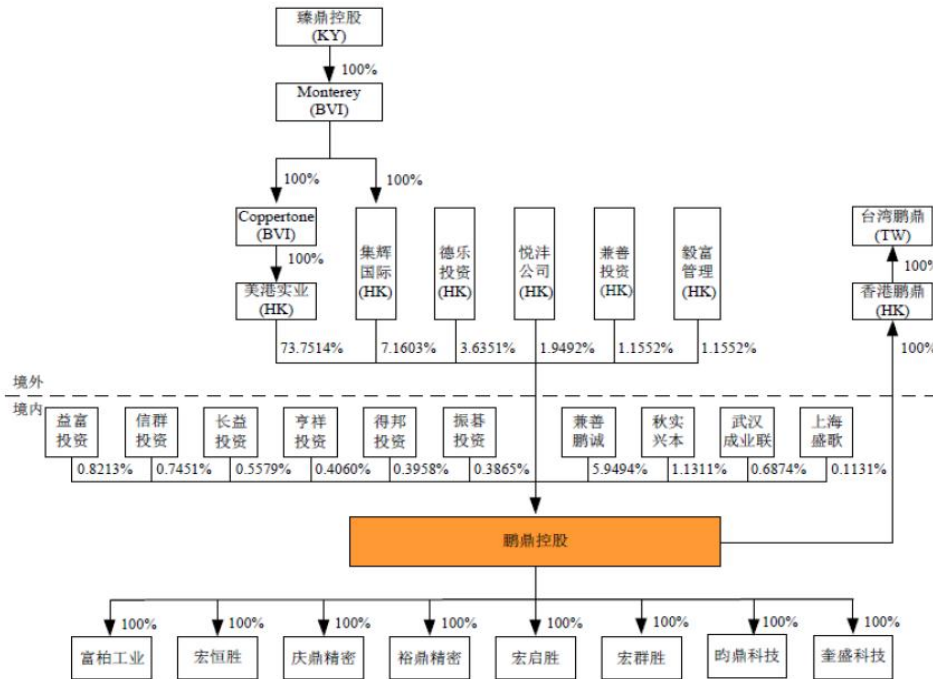


数据来源：公司官网，西南证券整理

1999 年 4 月，公司前身富葵精密组件（深圳）有限公司成立于广东省深圳市福永。2006 年至 2014 年，公司先后成立宏恒胜电子科技、宏启胜精密电子、宏群胜精密电子、庆鼎精密电子、裕鼎精密电子；同时，河北秦皇岛厂区、辽宁营口厂区、江苏淮安厂区、深圳松岗厂区相继奠基、正式投产。2007 年 12 月，公司被认定为“深圳市高新技术企业”。2011 年 12 月，母公司臻鼎科技控股于台湾上市。2013 年，公司被认定为国家级高新技术企业；同时，成为中国第一，全球第二大 PCB 公司。2016 年 12 月，完成股权重整，将宏启胜精密电子、宏群胜精密电子、庆鼎精密电子、裕鼎精密电子、宏恒胜电子科技并入公司前身富

葵精密。2017 年，完成外部投资者增资入股，整体变更为股份制公司，并正式更名为鹏鼎控股。2018 年，PRISMARK 报告显示公司成为全球第一大 PCB 生产企业；同年 9 月，于深圳证券交易所挂牌上市。

图 2：公司股权结构



数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司股权集中，股权结构稳定。大股东美港实业，持股比例达到 73.8%，第二股东为集辉国际，持股比例为 7.2%，合计持股比例达到 81%。而背后的实际控制人为台湾上市公司臻鼎控股，专注印刷线路板之设计、开发、制造、销售，2006 年被富士康收购，是鸿海集团的全资子公司。

公司的 PCB 产品可分为通信用板、消费电子及计算机用板以及其他用板等并广泛应用于手机、网络设备、平板电脑、可穿戴设备、笔记本电脑、服务器/储存器及汽车电子等下游产品。专注于为行业领先客户提供全方位 PCB 产品及服务，根据下游不同终端产品对于 PCB 的定制化要求，可以提供涵盖 PCB 产品设计、研发、制造与售后各个环节的整体解决方案。

表 1：鹏鼎控股主要产品

应用领域	产品	产品客户
通信用板	主板、配板、扬声器模组板、天线模组板、相机模组板	苹果公司、Nokia、SONY、OPPO、vivo 和小米等
消费电子及计算机用板	可穿戴设备、AR/VR 设备、计算机用板、游戏设备用板	苹果公司、戴尔、惠普和华硕等
其他领域用板	汽车电子产品：日行灯系统、汽车导航系统、车载影音娱乐系统及汽车充电设备系统 工业控制产品：工业电脑用板等	Panasonic、群创光电和 Tesla、工业主板设计企业

数据来源：招股说明书，西南证券整理

其中，通信用板主要包括应用于手机、路由器和交换机等通讯产品上的各类印制电路板。公司生产的通信用板包括主板、配板、扬声器模组板、天线模组板、相机模组板、LCM 模组板和指纹辨识模组板等多类产品。消费电子用板主要应用于平板电脑、可穿戴设备、游戏机和智能家居设备等与现代消费者生活、娱乐息息相关的下游产品。生产产品包括光学量测板、振动器模组板和扁平电缆板等产品。在汽车电子领域，公司的产品已具体应用在日行灯系统、汽车导航系统、车载影音娱乐系统及汽车充电设备系统等汽车电子产品上。

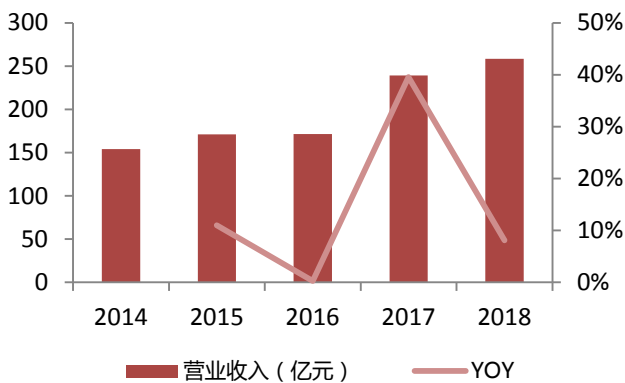
同时，鹏鼎控股打造了 EliBoard 优客板平台，主要提供 PCB 打样一站式服务，平台创立以来，秉承线上线下、便捷服务、使用者体验的经营理念，持续提升生产能力、时效准确性与产品质量，以低总成本生产出高质量 PCB，为创客、工程师、客户及时反应市场、及时量产、及时获利，提升伙伴的竞争优势。

2 财务分析：公司注重研发，成长稳定，未来可期

2.1 主营业务稳定增长，产品竞争优势明显

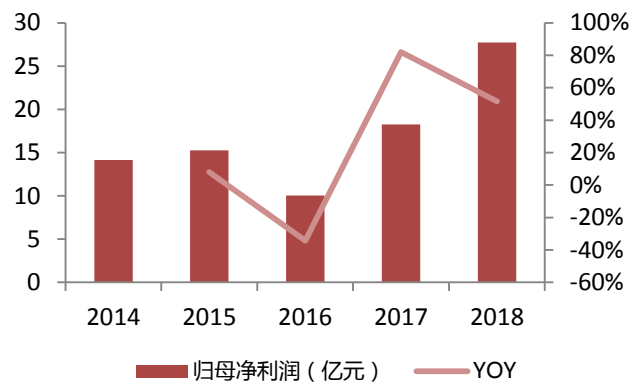
公司 2018 年度实现营业收入 258.6 亿元，较上年增长 8.1%，归母净利润 27.7 亿元，较上年增长 51.7%，营收及获利均创历史新高。但相对于 2017 年 39.6% 的营收增速以及 82.1% 的归母净利润增速，2018 年的增速明显下降。公司营业收入和净利润增速下降的主要原因来自下游主要客户终端产品销售不及预期和市场激烈竞争导致公司产品价格涨幅较小。

图 3：2014-2018 年营收及增长率



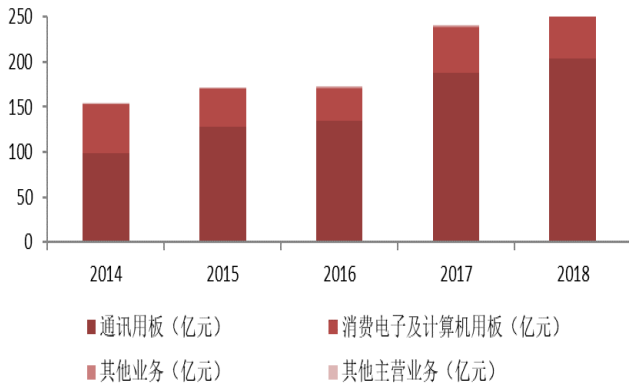
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：2014-2018 年归母净利润及增长率

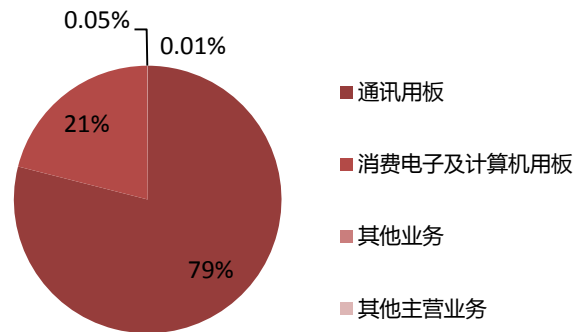


数据来源：Wind，西南证券整理

公司的 PCB 产品主要分为通信用板、消费电子及计算机用板以及其他用板等。2018 年通信用板类产品实现营业收入 204.2 亿元，同比增长 8.4%，消费电子用板类产品实现营业收入 54.2 亿元，同比增长 7.2%，其他用板类产品实现营收 0.1 亿元，同比下降 47.8%。公司 99% 以上的营业收入来自通信用板和消费电子及计算机用板两种产品，其中通信用板产品长期占据公司总营收的 70% 以上，且连年上升，在 2018 年营收占比高达 79%。

图 5：2014-2018 年公司营收构成


数据来源：Wind，西南证券整理

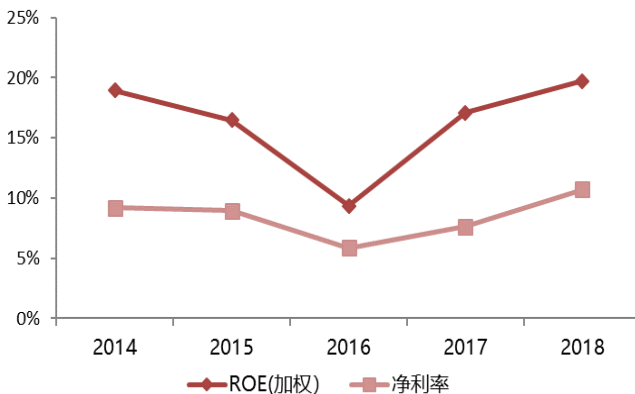
图 6：2018 年营收构成占比


数据来源：Wind，西南证券整理

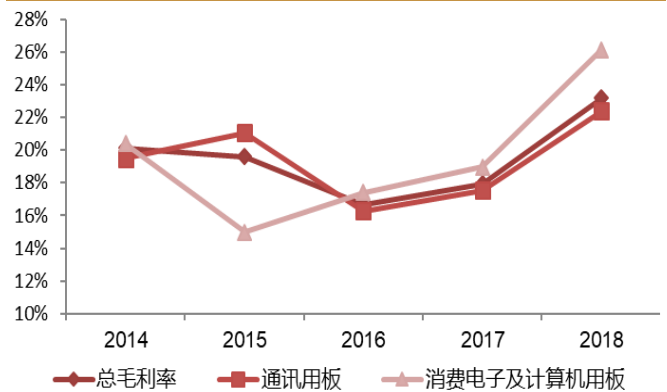
2.2 ROE 呈上升趋势，毛利率维持较高水平

2014-2018 年公司销售净利率和 ROE 均有较大波动，且变动趋势相同，都在 2016 年有个较大幅度的下降，主要受客户高需求和激烈的市场环境的影响。除去 2016 年这一异常情况，公司销售净利率均保持在 8% 左右，ROE 均保持在 18% 左右。近两年，销售净利率和 ROE 均呈现上升态势。

2018 年公司整体毛利率为 23.2%，其中通讯用板类产品毛利率为 22.4%，消费电子及计算机用板产品毛利率为 26.1%，其他用板类产品毛利率为 36.7%。2016 年公司毛利率出现下滑情况，主要原来自客户对产品质量和性能的高要求使原物料成本涨幅较大，同期下游主要客户的终端产品销售未达预期。但此后公司通过提高产能利用率、进一步优化产品结构，再加上下游主要客户需求的增加，公司整体毛利率开始上升。

图 7：2014-2018 年公司 ROE 与净利率


数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：2014-2018 年总毛利率与主要产品毛利率


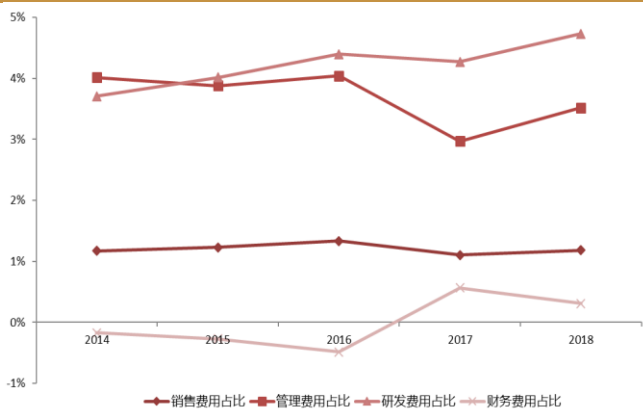
数据来源：Wind，西南证券整理

2.3 高研发助力公司稳固行业领先地位

公司致力于前瞻技术的研究与开发, 不断增加研发投入, 持续推动研发创新, 以保证公司在行业内的技术领先地位。研发费用在营业收入的占比最高, 基本维持在 4% 左右。2018 年公司研发费用投入为 12.2 亿元, 同比增长 19.6%, 占营业收入的 4.7%。公司经过多年的研发积累, 已经在各类印刷电路板领域积累了深厚的技术, 并构建了“one avary”产品体系。截止 2018 年 12 月, 公司累计获得专利 609 项, 其中, 中国大陆 261 项, 中国台湾 255 项, 美国 93 项。

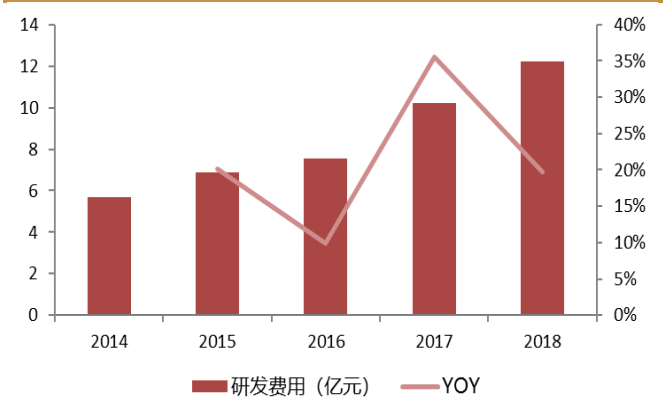
公司销售费用占营业收入比重不高, 占比基本维持在 1% 左右, 主要是因为公司依靠领先技术及生产制造能力直接与客户建立合作关系, 不需要较高销售佣金及客户开发费用, 且客户集中度较高, 维度费用较低。管理费用占营收的比重相对较高, 在 2017 年之前管理费用占营收的比例在 4% 左右, 2017 年有个较大幅度的下降, 从 2016 年的 4.04% 下降到 2017 年的 2.9%, 之后又回到原先水平。管理费用占比较高一是公司注重研发, 在技术研究中投入较高, 二是公司为了保持全球领先地位, 重视人才引进。财务费用占营业收入比重相对较低, 在 2017 年之前为负值, 主要是因为利息收入大于利息支出, 体现了公司流动资金的充裕。

图 9: 2014-2018 年公司各项费用占营收比例



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 10: 2014-2018 年公司研发费用及增长率



数据来源: Wind, 西南证券整理

3 线路板: 电子制造之母

公司所属行业为印制电路板制造业。印制电路板是承载电子元器件并连接电路的桥梁, 广泛应用于通讯电子、消费电子、计算机、汽车电子、工业控制、医疗器械、国防及航空航天等领域, 是现代电子信息产品中不可或缺电子元器件。公司的 PCB 产品可分为通讯用板、消费电子及计算机用板以及其他用板等。

通讯用板包括柔性电路印制板(FPC: FlexPCB)、刚性印制电路板(R-PCB)、高密度连接板(HDI)、类载板 SLP 等多类产品, 可以为客户提供涵盖 PCB 产品设计、研发、制造与售后各个环节的整体解决方案。目前服务的客户包括苹果公司、GOOGLE、SONY、华为、OPPO、VIVO 等国内外领先品牌客户。公司生产的通讯用板包括主板、配板、扬声器模组板、天线模组板、相机模组板、LCM 模组板和指纹辨识模组板等多类产品, 服务的客户包括苹果公司、Nokia、SONY、OPPO、vivo 和小米等国内外领先品牌客户。

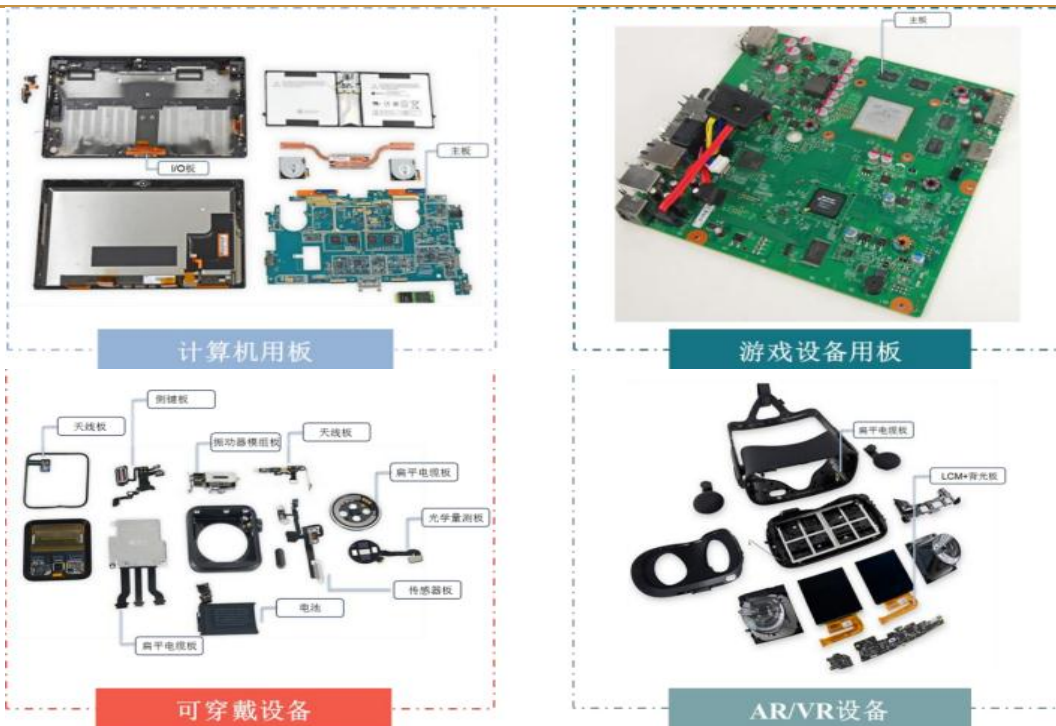
图 11：通讯用板



数据来源：公司官网，西南证券整理

消费电子用板主要应用于平板电脑、可穿戴设备、游戏机和智能家居设备等与现代消费者生活、娱乐息息相关的下游产品。发行人在设立的早期即已涉入消费电子用板领域，所生产产品包括光学量测板、振动器模组板和扁平电缆板等产品，满足具体产品对 PCB 高性能要求。发行人紧跟下游市场需求，根据不同消费电子产品在外形、功能、导电性能和屏幕分辨率等方面的特性，有针对性地进行消费电子用板产品的研发与生产，下游客户包括苹果公司、Google、微软和华为等国内外领先品牌客户。计算机用板为 PCB 行业的传统领域，其具体应用在台式机、笔记本电脑、伺服器等下游计算机类产品。发行人计算机用板领域的终端客户包括苹果公司、戴尔、惠普和华硕等多家全球知名计算机厂商。

图 12：消费电子及电脑用板



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司在汽车电子和工业控制等其他领域也有产品布局。在汽车电子领域，公司的产品已具体应用在日行灯系统、汽车导航系统、车载影音娱乐系统及汽车充电设备系统等汽车电子产品上，服务的客户包括 Panasonic、群创光电和 Tesla 等；在工业控制领域的产品主要有工业电脑用板等，服务的客户主要为工业主板设计类企业。未来，汽车电子等市场也将是发行人重点规划布局的产品方向。其他用板主要以公司为下游客户提供产品打样及测试服务的相关产品为主。

3.1 苹果 FPC 业务迅猛发展

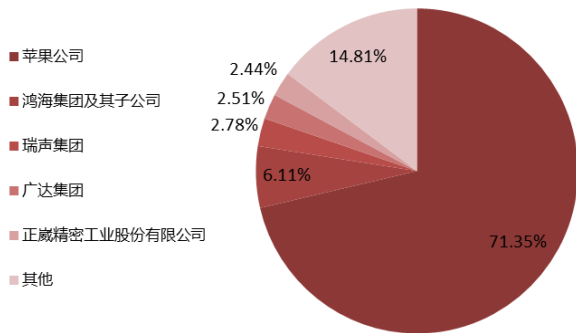
柔性印制电路板 (FPC) 是电子产品向高密度化、高速化发展的重要基础元件。FPC 具有高度可靠性、绝佳的可挠性，具有柔性，可静态弯曲、动态弯曲、卷曲、折叠的特点，可内埋电子组件，可用于三维空间 I/O 阵列的互连，大量使用 FPC 使电路设计和机械结构设计更加自由灵活，解决了系统内线路布局更加复杂多样、产品“轻、薄、短、小”与功能集成高密度化矛盾的问题，在电子产品中具有重要作用。

图 13: FPC 制造工艺流程

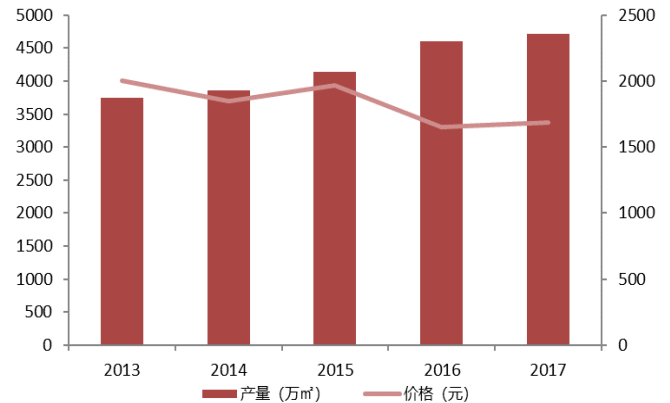


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司作为全球最大的 PCB 生产企业之一，长期专注并深化高阶 PCB 产品的生产及研发，其 FPC 等产品的生产技术处于业界领先水平，主要客户均为国际知名大型品牌客户、EMS 大厂及模组厂商。2018 年公司投资柔性多层印制电路板扩产项目，计划新建 FPC 生产线，年产能达 133.8 万平方米，面向 FPC 先进制程布局，批量生产的最小线宽/线距为 50/50 μ m，并对生产工艺进行了优化，符合电子产品向高密度化、高速化发展的技术趋势，促进“效率化、合理化、自动化、无人化”制造工程规划，公司研发及生产技术水平有望得到进一步提升。

图 14: 公司主要客户销售额占比


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 15: 国内 FPC 产量及价格走势


数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

2018 年全球 FPC 产值达 127 亿美元, 据 PrismaMark 预计, 2019 年全球 FPC 产值将达到 131.82 亿美元, 同比增长 4%。随着各国强势展开 5G 竞赛、柔性折叠屏手机开始进入市场、新能源和自动驾驶技术全面布局汽车行业、人工智能应用逐渐渗透到生产生活的方方面面, 预计未来市场对 FPC 的需求逐步得到释放, 由潜力转为增长动力。

表 2: iPhone FPC 用量对比

手机及型号	FPC 使用量	对比手机及型号	FPC 使用量
iPhone 7	14-16	HUAWEI P20 PRO	10
iPhone 7s	15-17	SAMSUNG GALAXY S8	13
iPhone 8	16-18	Vivo NEX	14
iPhone X	20-22	Google Pixel 3	11
iPhone Xs	24		

数据来源: iFixit, 西南证券整理

FPC 在各种智能设备中的应用极其广泛, 以智能手机终端为例, 包括手机屏幕、主板、按键、侧键、摄像头、听筒、排线等零部件的连接都会使用到 FPC。随着智能手机传感器与片上集成功能的增强, 单部智能手机使用 FPC 数量将进一步增加。在现已发行的手机中, 苹果手机是试用 FPC 最多的一家, iPhone Xs 手机中 FPC 多达 24 块, 而其他国产智能手机 FPC 使用量普遍在 10-15 块左右。考虑到国内智能手机市占率逐步提升、二次换代展开, 预期未来智能手机终端用 FPC 销量有很大的提升空间, 促进公司业务增长。

表 3: iPhone XS 使用 FPC 一览

模块	样图	说明
听筒 扬声器		扬声器模组是手机、IPAD 电子产品中的重要组成部件, 扬声器模组内包括扬声器单体, 扬声器单体通过 FPC 板与外电路连接
正面摄像头 背部双摄		FPC 柔性、可弯曲、可内埋电路特点连接摄像头芯片和手机, 起到电信号传输作用

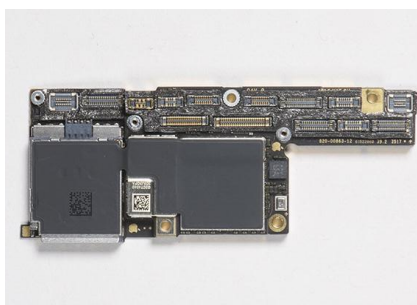
模块	样图	说明
光感 脸部识别 摄影灯		FPC 可用于连接元件，用作电信号传输
音量键 侧键 屏幕模块		FPC 具有良好的散热性和可焊性，易于装连、成本较低，作为柔性材料的承载力较强，广泛应用于用于手机按键
电池 电接口		FPC 的高度集成、轻薄、柔软特性使其得以替代锂电池中的传统线束
无线充电		FPC 超薄、柔软、可卷曲的特性完美符合制作无线充电线圈的需要

数据来源：公开资料，西南证券整理

3.2 高端 SLP 产品市占率逐步提升

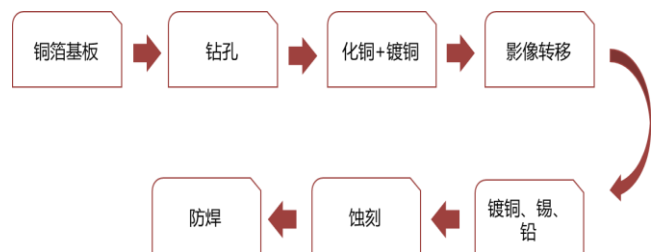
积极布局 SLP 领域，占据先发制人优势。类载板 (SLP) 是高阶 HDI，主要使用的是介于减成法和全加成法之间的半加成 PCB 图形制作技术。SLP 的制作工艺更加成熟，图形精细化程度及可靠性均可满足高端产品的需求。与传统 HDI 相比，SLP 的线宽/线距从 HDI 的 40/40um 缩短到 30/30um，堆叠层数更多、可以承载更多的功能模组。

图 16：类载板 (SLP)



数据来源：Tech，西南证券整理

图 17：半加成法工艺流程图









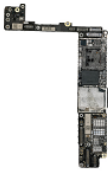



数据来源：电子发烧友，西南证券整理

SLP 是目前市场上能够同时满足手机空间和信号传输要求的优化产品，多家知名智能手机厂商计划在其终端产品陆续引入 SLP，SLP 的逐步量产及推广将打破行业生态。苹果的 iPhone X 是首部使用 SLP 堆叠主板的智能手机产品，SLP 减少了主板在手机内部的占用面积，但不影响主板承载的芯片功能。较小的主板体积可以为电池腾出更多空间来，增强电池

容量。鹏鼎作为苹果手机主板的核心供应商，积极布局 SLP 领域，并早在 2017 年下半年实现量产，趁势切入苹果 SLP 供应链。iPhone 的 SLP 的供货商主要有鹏鼎、AT&S、TTM、欣兴、华通与 Ibdien，其中鹏鼎、AT&S 的订单比重最高，均为 25%-30%，为最大受益者。三星的 S10 系类手机也采用 SLP 主板。华为也计划在推出的全新旗舰机 Mate30 中，全面导入最新的 SLP 技术，成为继苹果、三星后的第三个大量采用类载板做手机主板的品牌。

表 4：苹果旗舰智能手机的 PCB 分析

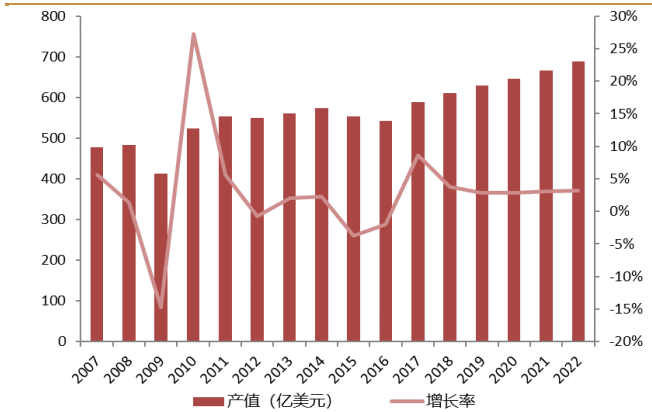
苹果机型号	iPhone 5S	iPhone 6	iPhone 6S	iPhone 7	iPhone 8	iPhone X
图片						
PCB						
手机表面 (mm ²)	7254.68	9252.7	9279.93	9279.93	9314.32	10181.24
手机厚度 (mm)	7.6	6.9	7.1	7.1	7.3	7.7
PCB 表面 (mm ²)	1517.97	1834.73	1834.73	1834.73	1800	1849.2
PCB 占比 (%)	21%	20%	20%	20%	19%	18%
制作工艺	减成法	减成法	减成法	减成法	减成法+半加成	减成法+半加成

数据来源: yole, 西南证券整理

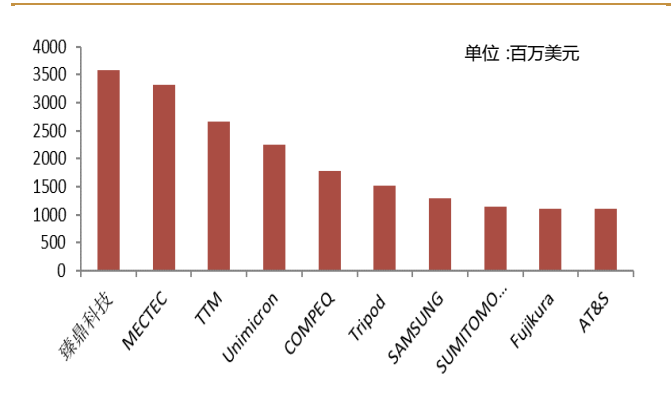
随着 5G 时代的到来，手机采用耗电量更高的 5G 技术，将会加速 SLP 的渗透率，预计未来会有更多 Android 品牌手机厂商采用此类主板。预计 2019 年市场空间将达到 150 亿元，2023 年达到 260 亿元，类载体 (SLP) 将成为大型 PCB 厂商的必争之地。作为苹果供应链的两大厂商，鹏鼎通过精准判断、提前布局，积极切入 SLP 领域，并早已在 2017 年下半年实现量产，并在 2018 年募集 24 亿元资金投入 SLP 产品的研发与生产。AT&S 计划投资 1390 万欧元在重庆建设工厂生产 SLP，和上海工厂一起构成公司 SLP 生产能力布局。

3.3 大力发展 PCB 业务，积极布局 HDI

据 Prismark 统计，2018 年全球 PCB 产业总产值预估达 611 亿美元。Prismark 预测，未来 4 年全球 PCB 市场将保持温和增长，物联网、汽车电子、工业 4.0、云端服务器、存储设备等将成为驱动 PCB 需求增长的新方向。其中，中国作为全球 PCB 行业的最大生产国，2018 年占全球 PCB 行业总产值的比例 52.4%。根据 Prismark2018 以营收计算的全球 PCB 企业排名，公司 2017 年已为全球第一大 PCB 生产企业。根据 Prismark2019 年 2 月对全球 PCB 企业营收的预估，公司 2018 年继续保持全球第一。

图 18: 2007 年至 2022 年全球 PCB 电路板行业产值预测


数据来源: Prisma, 西南证券整理

图 19: 全球前 10 大厂商销售额排名


数据来源: Prisma, 西南证券整理

公司主要竞争对手包括日本旗胜、TTM、华通电脑、健鼎科技、AT&S、台郡科技以及中国大陆的东山精密、沪电股份和弘信电子等厂商。公司所在行业头部 30 家公司在 2017 年行业集中度是 30%，到 2018 年对应行业集中度已经达到了 60%。

公司目前在大陆拥有 1500 多家公司，全球有 2000 多家公司。2018 年，公司主营业务继续保持稳定增长，公司利用在技术、管理等方面的优势，不断开拓高端通讯产品客户，2018 年公司已与华为展开了全面战略合作。

高密度连接板 (HDI) 是生产印刷电路板的一种 (技术)，使用微盲埋孔技术的一种线路分布密度比较高的电路板。HDI 板的钻孔利用激光钻孔技术。(所以有时又被称为镭射板。) HDI 板的钻孔孔径一般为 3-5mil(0.076-0.127mm)，线路宽度一般为 3-4mil(0.076-0.10mm)，导体的间距一般为 45-50 μ m。

目前 HDI 主要应用于移动终端 (手机、平板等)、计算机 (PC、笔记本电脑等)、汽车电子等领域，其中以智能手机为代表的移动终端至 HDI 最大的应用领域。目前 HDI 占全球 PCB 市场容量的 13%，约为 100 亿美元的市场规模。随着手机等设备单元器件使用量上升，HDI 的发展工艺越来越精进，HDI 的市场空间仍然较大，预计 2019-2022 年 HDI 的市场空间 CAGR 达到 2.1% 左右。

表 5: 预计 2018-2022 年 HDI 市场 CAGR

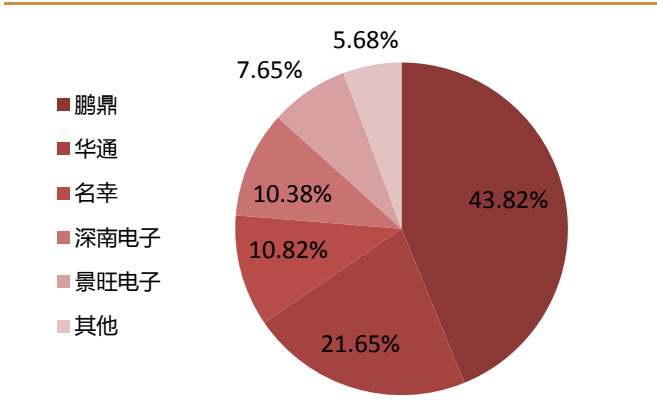
类型	2018F	2022F	2018-2022CAGR
手机	5753	6017	1.13%
平板和 NB	997	1048	1.26%
内存	153	235	11.3%
便携消费电子	538	755	8.84%
数据通信和远距通信	675	744	2.46%
汽车	556	638	3.5%
其他	422	545	6.6%
总数	9194	9982	2.1%

数据来源: Prisma, 西南证券整理

公司目前在 HDI 领域的主要竞争对手有华通电脑、日本名幸、深电电路、景旺电子等，目前鹏鼎在市场占据主导地位。由于公司长期专注并加大对 HDI 技术的研究开发，成熟的生产能力及加成法工艺制作的积累加上目前公司制作革新 Anylayer HDI 良品率大幅提升，使公

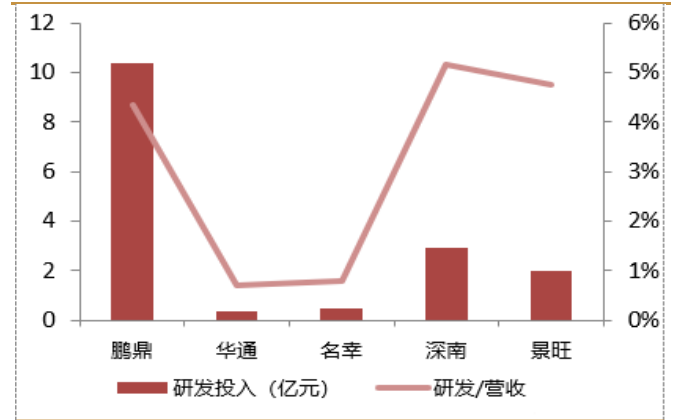
司自 2017 年稳居行业第一。鹏鼎作为全球龙头占有销量优势的同时，现有的研发投入及研发投入占比在国内外竞争对手中均列前位。

图 20: 国内外主要 HDI 市场占比图



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 21: 国内外主要 HDI 企业研发及研发营收占比图



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

类载板(SLP)可将线宽/线距从 HDI 的 40/40 微米缩短到 30/30 微米。从制程上来看, 类载板更接近用于半导体封装的 IC 载板, 苹果、三星、华为相继大量采用 SLP 作为手机主板。

以上产品均采用 SMT 工艺。SMT 是一种表面组装技术, 取代了传统的手动焊接, 产品批量化, 生产自动化, 是目前电子组装行业里最流行的一种技术和工艺。它将一种无引脚或短引线或球的矩阵排列封装的表面组装元器件 (SMC/SMD), 安装在印制电路板 (PCB) 的表面或其它基板的表面上, 通过回流焊或浸焊等方法加以焊接组装。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 通讯用板: 通讯用板在公司销量中占比近年来稳步提升, 假设通讯用板价格保持稳定, 预计未来三年该业务板块销量有望获得持续高增长, 增长率分别为 10%、10%、18%, 假设该业务毛利率稳定, 预计 2019-2021 年保持在 23%。

假设 2: 消费电子及计算机用板: 预计未来三年消费电子及计算机用板在公司销量中的占比稍有下降, 增长率分别为 7%、8%、8%, 假设消费电子及计算机用板的价格稳中有升, 毛利率保持平稳, 预计 2019-2021 年三年毛利率为 28%。

假设 3: 其它用板: 随着公司业务往汽车等下游领域扩展, 我们预计该项业务产品的出货量在未来几年会有所上升, 价格稳定, 2019-2021 年该业务毛利率保持为 40%。

基于此, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

表 6: 分业务收入及毛利率

业务分拆 (单位: 百万元)		2018A	2019E	2020E	2021E
通讯用板	收入	20415.58	22457.14	24702.85	29149.37
	增速	8.41%	10.00%	10.00%	18.00%
	毛利率	22.40%	23.00%	23.00%	23.00%
消费电子及计算机用板	收入	5424.40	5804.11	6268.44	6769.91
	增速	7.17%	7.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	26.12%	28.00%	28.00%	28.00%
其它业务	收入	14.80	13.47	13.82	14.37
	增速	-46.20%	-9.00%	2.60%	4.00%
	毛利率	47.30%	40.00%	40.00%	40.00%
合计	收入	25,854.78	28,274.71	30,985.11	35,933.65
	增速	29.71%	9.36%	9.59%	15.97%
	毛利率	23.19%	24.03%	24.02%	23.95%

数据来源: Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取了公司所在行业的相关公司作为估值参考, 分别为东山精密、弘信电子、景旺电子、胜宏科技, 行业 2019 年 PE 平均值为 18.46 倍, 预计公司 2019 年 EPS 为 1.49 元。考虑到 PCB 行业的空间巨大, 公司竞争格局好, 赛道优良, 同时公司持续高研发投入提高自身竞争力开发高性能产品, 未来业绩有望取得较大突破。考虑到公司处于 PCB 行业的领先地位, 看好市场龙头效应, 应给予公司高于行业平均水平的估值。因此, 我们给予公司 2019 年 22 倍估值, 对应目标价 32.78 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 7: 可比公司估值情况

公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
东山精密	14.38	0.92	1.25	1.56	15.60	11.54	9.20
弘信电子	22.09	1.03	1.55	2.12	21.38	14.26	10.43
景旺电子	37.97	1.74	2.21	2.75	21.88	17.21	13.80
胜宏科技	10.90	0.73	0.95	1.24	14.97	11.43	8.80
平均值					18.46	13.61	10.56

数据来源: Wind, 西南证券整理 (截止到 2019 年 6 月 11 日)

5 风险提示

下游行业市场需求变化较快的风险; 客户集中度较高的风险; 产品研发不及预期的风险。

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	28274.71	30985.11	35933.65	净利润	2771.22	3448.00	3681.41	4028.48
营业成本	19858.57	21479.04	23542.76	27327.97	折旧与摊销	1559.83	763.85	775.66	781.57
营业税金及附加	156.66	164.27	182.59	210.76	财务费用	79.90	226.20	340.84	467.14
销售费用	305.70	311.02	340.84	395.27	资产减值损失	129.53	100.00	80.00	80.00
管理费用	910.28	1950.96	2168.96	2695.02	经营营运资本变动	3060.52	927.06	414.73	292.15
财务费用	79.90	226.20	340.84	467.14	其他	-1391.29	-216.31	-177.88	-174.86
资产减值损失	129.53	100.00	80.00	80.00	经营活动现金流净额	6209.71	5248.80	5114.77	5474.47
投资收益	100.97	100.00	100.00	100.00	资本支出	-1734.47	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-1.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1499.78	89.67	90.11	89.96
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	89.67	90.11	89.96
营业利润	3404.32	4143.23	4429.12	4857.49	短期借款	-1406.85	-2051.91	1.00	1.00
其他非经营损益	-46.87	5.66	-0.97	-5.48	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	3357.46	4148.90	4428.15	4852.01	股权融资	3749.51	0.00	0.00	0.00
所得税	586.24	700.90	746.74	823.53	支付股利	-936.13	-1706.35	-2323.49	-2553.68
净利润	2771.22	3448.00	3681.41	1370.38	其他	-233.79	-230.10	-339.84	-465.74
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	-3988.36	-2662.33	-3018.42
归属母公司股东净利润	2771.22	3448.00	3681.41	4028.48	现金流量净额	4247.08	1350.12	2542.55	2546.02
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	8653.59	11196.14	13742.16	成长能力				
应收和预付款项	5704.95	7470.68	7867.34	9125.13	销售收入增长率	8.08%	9.36%	9.59%	15.97%
存货	2229.66	2492.91	2750.22	3193.84	营业利润增长率	59.18%	21.71%	6.90%	9.67%
其他流动资产	1207.64	2010.47	2119.21	2360.06	净利润增长率	51.65%	24.42%	6.77%	9.43%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	42.06%	1.77%	8.03%	10.11%
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	7825.25	7108.23	6385.31	毛利率	23.19%	24.03%	24.02%	23.95%
无形资产和开发支出	1776.06	1719.70	1663.35	1606.99	三费率	5.01%	8.80%	9.20%	9.90%
其他非流动资产	601.23	608.94	616.65	624.36	净利率	10.72%	12.19%	11.88%	11.21%
资产总计	27353.47	30781.54	33321.15	37037.84	ROE	15.49%	17.57%	17.55%	17.94%
短期借款	2052.91	1.00	2.00	3.00	ROA	10.13%	11.20%	11.05%	10.88%
应付和预收款项	6267.94	9865.75	11010.14	13006.64	ROIC	21.44%	28.88%	35.18%	42.80%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.51%	18.16%	17.90%	16.99%
其他负债	1144.98	1290.29	1326.59	1570.98	营运能力				
负债合计	9465.83	11157.04	12338.73	14580.62	总资产周转率	1.02	0.97	0.97	1.02
股本	2311.43	2311.43	2311.43	2311.43	固定资产周转率	3.51	3.69	4.30	5.43
资本公积	12043.92	12043.92	12043.92	12043.92	应收账款周转率	4.29	4.73	4.59	4.76
留存收益	3527.50	5269.15	6627.07	8101.87	存货周转率	8.13	8.63	8.59	8.83
归属母公司股东权益	17887.64	19624.50	20982.42	22457.22	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	19624.50	20982.42	22457.22	资产负债率	34.61%	36.25%	37.03%	39.37%
负债和股东权益合计	27353.47	30781.54	33321.15	37037.84	带息债务/总负债	21.69%	0.02%	0.03%	0.04%
					流动比率	1.75	1.86	1.95	1.96
					速动比率	1.51	1.63	1.72	1.74
					股利支付率	33.78%	49.49%	63.11%	63.39%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
EBITDA	5044.06	5133.28	5545.62	6106.20	每股收益	1.20	1.49	1.59	1.74
PE	21.59	17.35	16.25	14.85	每股净资产	7.74	8.49	9.08	9.72
PB	3.34	3.05	2.85	2.66	每股经营现金	2.69	2.27	2.21	2.37
PS	2.31	2.12	1.93	1.66	每股股利	0.40	0.74	1.01	1.10
EV/EBITDA	10.70	9.85	8.66	7.45					
股息率	1.56%	2.85%	3.88%	4.27%					

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
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@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	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn