

鹏鼎: FPC 冠绝全球

投资要点

- 鹏鼎控股成立于1999年,系由富葵精密变更设立。公司进入PCB行业较竞争对手晚,但发展迅速,一路赶超台湾本土和日韩企业,在2017年以35.9亿美元营收超越日本旗胜成为全球最大的PCB厂商。总结鹏鼎逆袭的经验,除了移动互联网时代消费电子的红利,更主要的是公司自身战略选择准确,管理优良,在充分竞争的市场环境中稳步提升市场份额,创造出公司自身的阿尔法。
- 消费电子崛起,供应链红利巨大。2010年苹果推出的iPhone开启了智能手机时代,移动互联网爆发,消费电子市场崛起,随着电子加工制造产业链逐渐转移至中国,国内诞生了一大批电子供应链公司。PCB作为“电子产品之母”,中国大陆市场份额已经超过50%,鹏鼎正是扎根于中国,充分享受到电子制造业的红利。
- 追随一流客户成长,专注FPC业务。公司的经营理念是与世界一流客户共同成长,做PCB领域的一流企业,恰逢智能手机爆发,苹果引领行业创新,手机软板单机价值从10美金逐渐提升至40美金,并且还在持续提升。公司聚焦于软板,逐渐成为苹果的第一大软板供应商,并且份额还在持续提升。以手机为核心的消费电子有望在5G时代迎来重大革新,软板市场规模高达千亿元人民币,足以支撑公司长远发展。
- 建立从管理优势向技术优势过渡的竞争壁垒,不断提高市占率。公司脱胎于鸿海,有着出色的电子加工制造基因,擅长精细化流程管理和成本管控,具备PCB企业竞争的核心要素。公司同时持续加大研发投入,确保技术领先优势。公司是国内最早实现智能化工厂的公司之一,单条产线工人数量可以减少90%,以此实现加工效率和良率双升,并能有效应对潜在的劳动力成本上升冲击。
- 盈利预测与投资建议。我们认为5G时代来临,智能手机出货量和单机ASP有望加速回升,公司产品迎来量价齐升,未来三年公司收入增速复合增长率为24.3%,业绩复合增长率为31.4%,显著优于行业。鉴于公司19年业绩增速较慢,但20-21年业绩开始加速,我们给予公司2019年30倍PE,目标价38.4元,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。

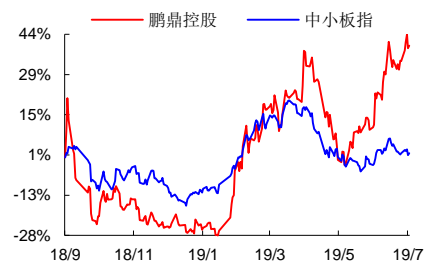
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	25854.78	25950.69	35582.54	49610.97
增长率	8.08%	0.37%	37.12%	39.43%
归属母公司净利润(百万元)	2771.22	2958.09	4287.56	6287.14
增长率	51.65%	6.74%	44.94%	46.64%
每股收益EPS(元)	1.20	1.28	1.85	2.72
净资产收益率ROE	15.49%	14.58%	17.88%	21.38%
PE	26	25	17	12
PB	4.09	3.61	3.05	2.49

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 陈杭
执业证号: S1250519060004
电话: 021-68415309
邮箱: chenhang@swsc.com.cn
联系人: 熊翊宇
电话: 18601608486
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)	16.72-32.6
总市值(亿元)	732.26
总资产(亿元)	241.81
每股净资产(元)	7.83

相关研究

1. 鹏鼎控股 (002938): 营收逐季改善 (2019-07-08)
2. 鹏鼎控股 (002938): 无边界扩张的线路板龙头 (2019-06-12)

目 录

1 FPC 应用领域广阔，鹏鼎抓住了智能手机爆发机遇	1
1.1 FPC 的萌芽期（1960-2000）	2
1.2 PC 时代进入缓慢成长期（2000-2007）	2
1.3 智能手机开启 FPC 爆发成长期（2008-2014）	3
1.4 创新不止，FPC 应用场景持续扩容（2015 至今）	5
2 卓越的管理团队专注主业	8
2.1 制造基因+企业文化+人才梯队	8
2.2 客户中心战略，卡位最佳赛道	11
2.3 抓住 PCB 行业的核心竞争要素，专注到极致	13
3 技术为矛构筑竞争壁垒	15
3.1 技术&管理交替主导产业发展趋势	15
3.2 智慧工厂赋予 PCB 行业新活力	17
4 产业格局重塑，大陆工厂在崛起	20
4.1 PCB 产业迁移到大陆	20
4.2 环境成本显性化，行业集中度持续提升	24
5 盈利预测与估值	26
5.1 盈利预测	26
5.2 相对估值	27
6 风险提示	27

图 目 录

图 1: 鹏鼎稳健增长做到世界第一	1
图 2: FPC 发展的四个阶段	2
图 3: 计算机用 PCB	2
图 4: 功能机用 PCB	2
图 5: 2005-2010 年全球 PCB 和 FPC 产值及增长率	3
图 6: 全球智能手机出货量及其增速	3
图 7: iPhone 中 FPC 应用	4
图 8: 2007-2015 年 iPhone 销量及同比增速	4
图 9: FPC 全球市场规模及同比增速	4
图 10: 历代 iPhone 和部分安卓机 FPC 数量	5
图 11: 历代 iPhone 使用的 FPC 价格	5
图 12: 2014-2021E 全球 FPC 市场规模变化及增速	5
图 13: 2011-2022E 通讯电子产值	6
图 14: 2011-2022E 消费电子产值	6
图 15: 柔性屏和传统屏幕出货量对比	6
图 16: 2019-2025 年预期可折叠 OLED 屏出货量	6
图 17: ios 和部分安卓智能机双摄渗透率数据	7
图 18: 2011-2018E 汽车行业电子产品产值及 2022 年预测值	8
图 19: 2016-2018 年全球新能源乘用车销量及增速	8
图 20: 公司股权结构	9
图 21: 鹏鼎的经营理念	9
图 22: 鹏鼎企业文化	10
图 23: 鹏鼎人才梯队	10
图 24: 高度专业化的经理人制度	11
图 25: 与世界一流客户合作	11
图 26: 持续服务领先客户	12
图 27: 终端应用图景	12
图 28: One Avary 战略	13
图 29: PCB 产业链	14
图 30: 2018 年 A 股 PCB 公司毛利率比较	14
图 31: FPC 工艺流程	15
图 32: 管理与技术交替主导产业发展	16
图 33: 鹏鼎研发费用及收入占比	16
图 34: 鹏鼎全球累计申请专利	17
图 35: 鹏鼎全球累计有效获证	17
图 36: PCB 未来十年产品技术布局	17
图 37: 2018 年 PCB 企业人均薪酬及其复合增速	18
图 38: 智慧鹏鼎 4.0	18
图 39: PCB 人工流水作业	19

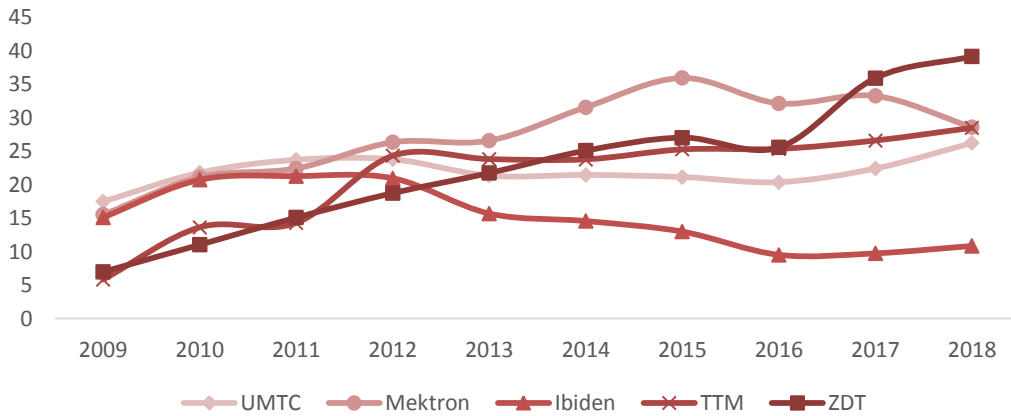
图 40: PCB 自动化生产布局.....	19
图 41: 1999-2018 年鹏鼎控股营收成长趋势.....	19
图 42: 2005-2018 年鹏鼎控股人均产值.....	19
图 43: 2001-2015 年全球 PCB 产业转移路线图.....	20
图 44: 2011-2017 年日本 PCB 产值规模变化趋势.....	21
图 45: 2013-2016 年台湾 PCB 总产值及全球份额占比 (亿美元).....	21
图 46: 2000 年全球各区域 PCB 产值占比.....	22
图 47: 2017 年全球各区域 PCB 产值占比.....	22
图 48: PCB 地区产值分布.....	23
图 49: 中国 PCB 产业分布.....	23
图 50: PCB 加工环节污染工序.....	24
图 51: 2012-2018 年重要环保政策.....	24
图 52: 鹏鼎七绿.....	25
图 53: 鹏鼎对于环保的苛刻追求.....	26

表 目 录

表 1: 2018 和 2022 年全球可穿戴设备出货量及复合增速预期.....	7
表 2: PCB 设计铜厚、线宽和电流表.....	20
表 3: PCB 行业地区产值预测.....	21
表 4: PCB 产业全球产值分布变化.....	22
表 5: 分业务收入及毛利率.....	27
表 6: 可比公司估值.....	27
附表: 财务预测与估值.....	28

鹏鼎控股/臻鼎成立于 1999 年,相比同行发展时间较晚,公司第一大股东虽然为富士康,但并无实际控制人,董事长沈庆芳“半路出家”,并无 PCB 产业经验,一个职业经理人管理的电子制造业公司如何能够逆袭传统 PCB 企业,做到世界第一?

图 1: 鹏鼎稳健增长做到世界第一



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

我们认为公司的成就可以归功于行业的机遇和公司自身优秀的管理。

- 科技创新驱动产品革新, 智能手机时代爆发, 行业红利巨大
- 公司管理团队卓越, 经营理念和战略执行贴合行业特点, 充分发挥规模管理优势
- 高度重视技术研发, 精细化管理和技术领先是公司的两大竞争法宝
- 世界贸易催生电子产业链分工, 中国工厂全面崛起

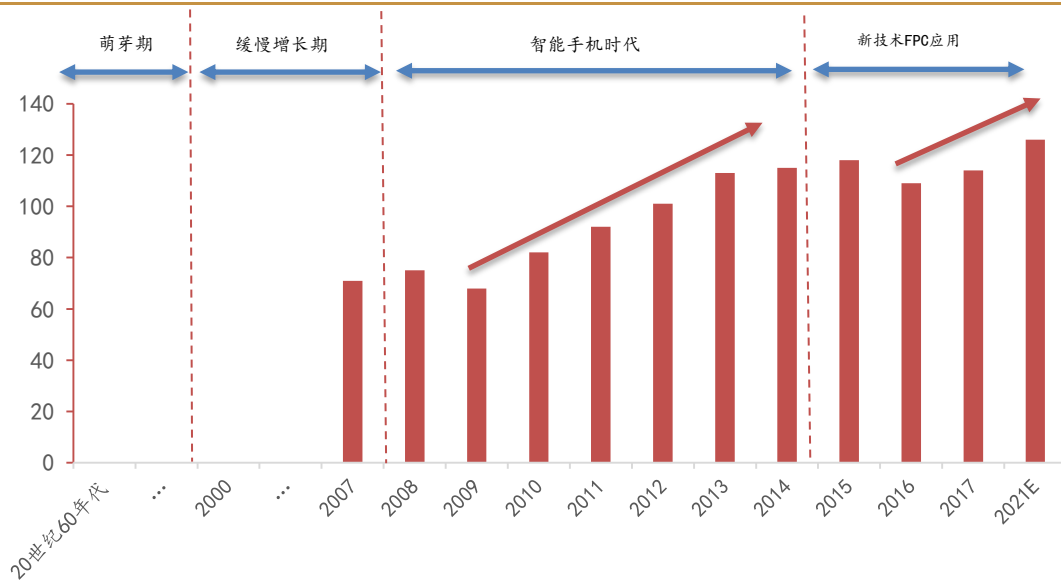
1 FPC 应用领域广阔, 鹏鼎抓住了智能手机爆发机遇

FPC, 又名柔性版, 是由柔性基材制成的印制电路板, 其优点是轻薄、易弯曲, 适合小型化、轻量化和移动需求的各类电子产品, 应用广泛, 目前主要应用于智能手机、平板电脑、可穿戴设备等。

FPC 的发展可以分为四个阶段, 第一阶段为 20 世纪 60 年代起 FPC 制造业问世至 21 世纪初(萌芽阶段); 第二阶段为 21 世纪初至 2007 年, PC 和功能手机部分组件需求 FPC, FPC 产值缓慢上升; 第三阶段为 2008 年至 2014 年, 由苹果公司 iPhone 引发的智能手机热潮, FPC 产值大幅上升; 第四阶段为 2015 年至今, 智能手机需求下降, 进入存量时代, 双摄三摄、折叠屏等新技术驱动换机需求, 同时可穿戴电子产品、医疗电子、汽车电子等非通讯电子行业增速加快, 成为新的增长点。

从大类 PCB 的发展和子类 FPC 的占比变化来看, 虽然 2005 年 PC 和功能手机对 FPC 需求慢速增长的时期, FPC 的占比仅 13%, 但经过十多年的下游需求更迭和上下游技术升级, FPC 在 PCB 行业产值的占比已经超过 20%。由于近年来 FPC 的工艺技术趋于轻薄、小型化, 所以不仅是智能手机的新技术: 双摄、三摄、全面屏、折叠屏等需求更小巧、集成化的 FPC, 未来 5G 通讯技术、汽车电子、医疗电子等产业均有更高的要求 and 需求, 放量可期。

图 2: FPC 发展的四个阶段



数据来源: Prisma, 西南证券整理

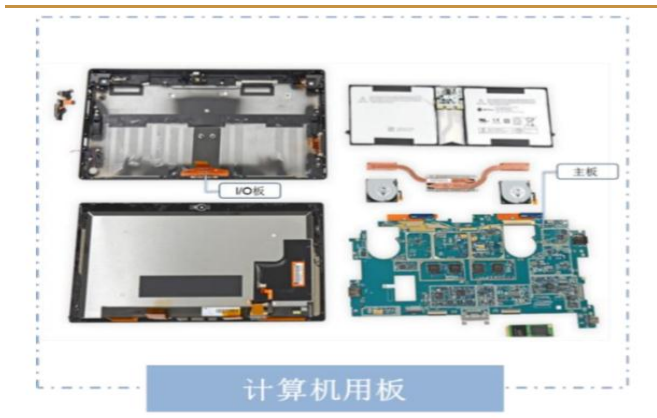
1.1 FPC 的萌芽期 (1960-2000)

FPC 制造工业最早出现于 20 世纪 60 年代, 当时软板被用于美国等电子技术发达的国家的航天和军事等高精尖电子产品 (航天火箭) 领域。美、苏冷战结束之后 FPC 开始被用于民用产品。直至 21 世纪初, 消费类电子产品市场迅速发展, PC 电脑和功能手机消费市场发展, 需求增加, FPC 制造业才开始进入缓慢发展阶段。

1.2 PC 时代进入缓慢成长期 (2000-2007)

2000 年开始 PC 和功能手机开始流行, PC 的主板和 I/O 板均需要应用 PCB, 部分组件需求 FPC 软板, PC 的流行推动了 PCB 和 FPC 产业的发展, FPC 全球产值上升, 步入缓慢成长期。

图 3: 计算机用 PCB



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

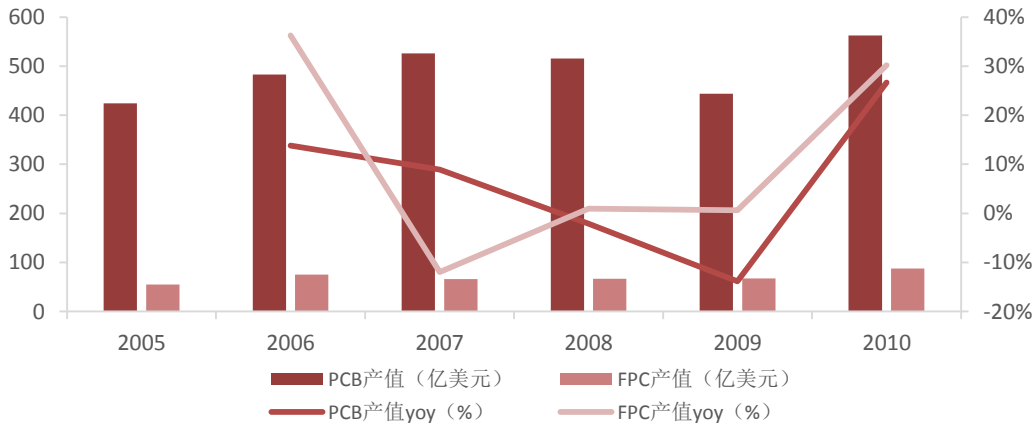
图 4: 功能机用 PCB



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

2008 年次贷危机发生后,PCB 和 FPC 制造业本身受到影响,叠加下游产业不景气,FPC 全球产值大幅下滑,07 年同比下跌 12%,直至 2010 年 iPhone4 的推出掀起智能手机热潮才恢复增长,同比大幅上升 30%。

图 5: 2005-2010 年全球 PCB 和 FPC 产值及增长率

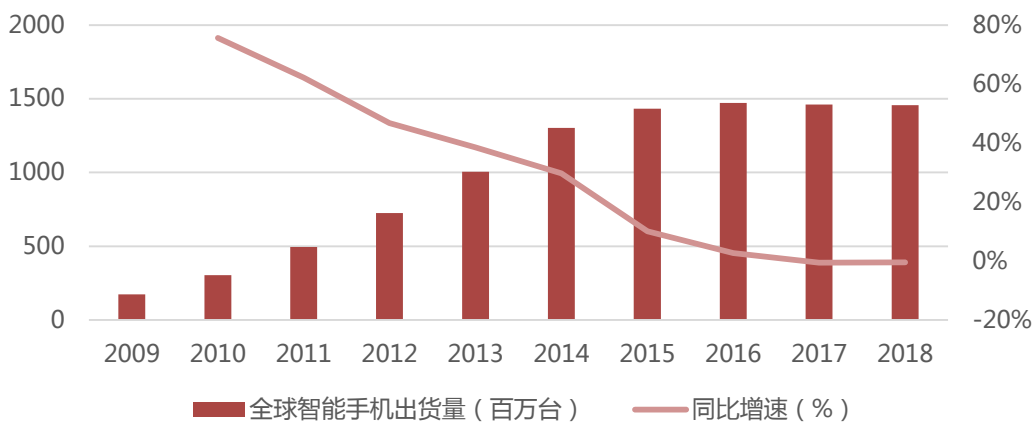


数据来源: Prisma, 西南证券整理

1.3 智能手机开启 FPC 爆发成长期 (2008-2014)

2007 年 1 月第一代苹果手机发布,2008 年苹果推出 3GiPhone,标志着苹果手机的兴起,同年 iPhone 销量同比增速高达 755%。2010 年,苹果公司推出 iPhone 4,首次将手机主板从普通 HDI 升级到任意层 HDI,开启了手机的轻薄化之旅,也引燃了智能手机市场,同年 iPhone 销量增速高达 92.9%,全球智能手机出货量同比增速高达 75.6%。其后,苹果手机技术不断创新(如 14 年 iPhone6 指纹识别技术引领了指纹识别 FPC 应用的高速增长),技术逐渐渗透,10-14 年间 iPhone 销量符合增速 43.43%,全球智能手机出货量的高增速也随之一直延续至 14 年,4 年复合增速 43.8%。14 年之后,全球手机出货量同比增速大幅下降至 10%,换机需求降低,智能手机正式步入存量时代。

图 6: 全球智能手机出货量及其增速



数据来源: IDC, 西南证券整理

2008-2014年，由iPhone引领的智能手机热潮拉动了对FPC软板的需求，智能手机需要在有限的空间内集成大容量，对电路板的轻薄、小型化、可弯曲化等均有较高要求，因此手机中存在大量使用FPC的部件，包括显示模组、天线、振动器、主板等，同样地，14年之后的指纹识别，摄像头双摄三摄的升级、OLED等新技术也都离不开FPC。智能手机时代，苹果为代表的智能机对FPC的需求数量逐步增加，三星、华为等安卓品牌机均与苹果一样对FPC有需求。从苹果历代的手机FPC数量来看，10年的iPhone4的FPC数量是10片，到了近年的iPhoneXS，数量增至24条。

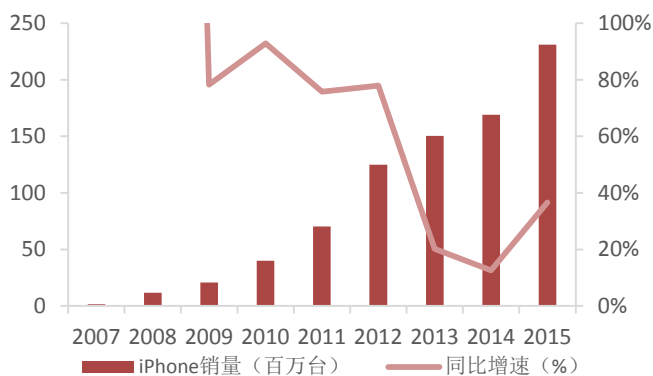
图7: iPhone中FPC应用



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

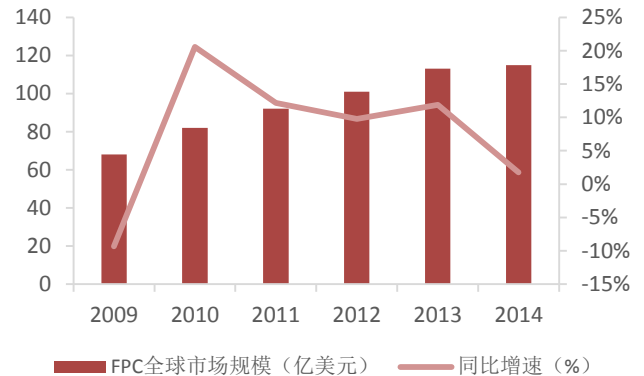
此外，由于智能手机的技术升级、更迭，新技术的出现，对单片FPC的大小要求、空间限制更高，要求容量更大，FPC技术不断升级后单片的价格迅速上升，使得量价齐升。行业数据来看，10年iPhone4推出，FPC全球市值同比激增20.59%，11-13年同比增幅均在10%上下，直至14年智能手机进入存量时代，换机需求减弱，FPC市值增速才降至1.8%。

图8: 2007-2015年iPhone销量及同比增速



数据来源: IDC, 西南证券整理

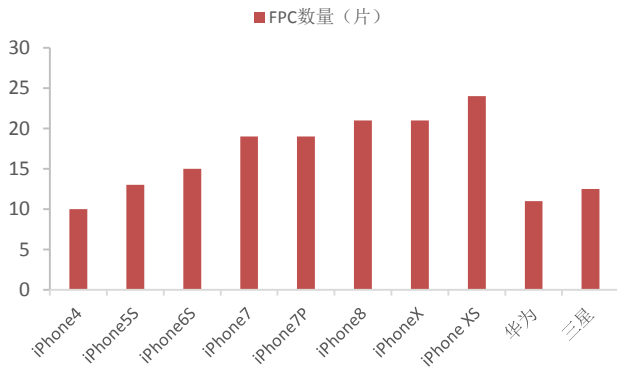
图9: FPC全球市场规模及同比增速



数据来源: Prismark, 西南证券整理

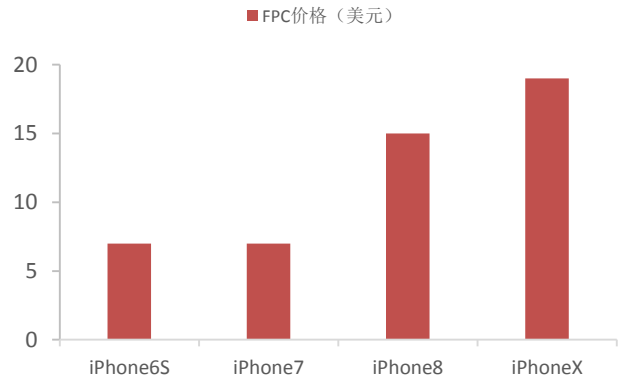
目前市面上的安卓智能机平均需要 10-15 片的 FPC，如三星手机需要 12-13 片，华为等智能机需要 10-12 片，随着安卓高端机的崛起和日益精密化的手机设计，FPC 用量还将持续提升。

图 10: 历代 iPhone 和部分安卓机 FPC 数量



数据来源: iFixit, 西南证券整理

图 11: 历代 iPhone 使用的 FPC 价格

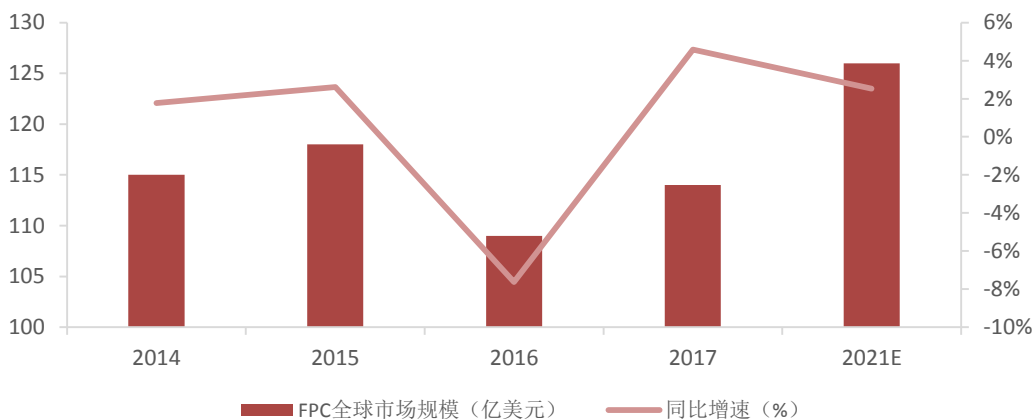


数据来源: iFixit, 西南证券整理

1.4 创新不止，FPC 应用场景持续扩容（2015 至今）

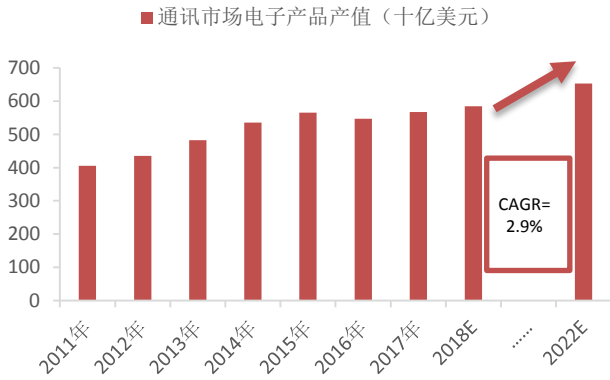
14 年之后智能手机进入存量时代，全球智能手机市场出货量增速降低，16 年由于苹果等 FPC 主要下游客户销量和价格不及预期，FPC 市场甚至开始萎缩。但存量时代以来（14 年至今），在全球消费升级大趋势下，智能手机技术创新升级，3D 摄像头、全面屏、双摄、柔性屏等新技术加速渗透，如 2014 年，iPhone6 指纹识别，2016 年 iPhone7 使用了双摄像头，2017 年 iPhoneX 对手机技术大幅升级。此外，柔性屏、无线充电、类载板的使用均需要更高集成度和技术升级的新 FPC 工艺。存量时代手机创新点不断涌现，持续刺激换机需求，即使是在智能机出货量降低的近些年，存量市场依然存在巨大潜力，根据 Prismark 预测，2021 年全球 FPC 市场规模将达到 126 亿美元，相比 17 年复合增速 2.5%，通讯行业（手机）预期 18-22 年复合增速 2.9%，传统通讯电子业对 FPC 的需求增长稳定。

图 12: 2014-2021E 全球 FPC 市场规模变化及增速

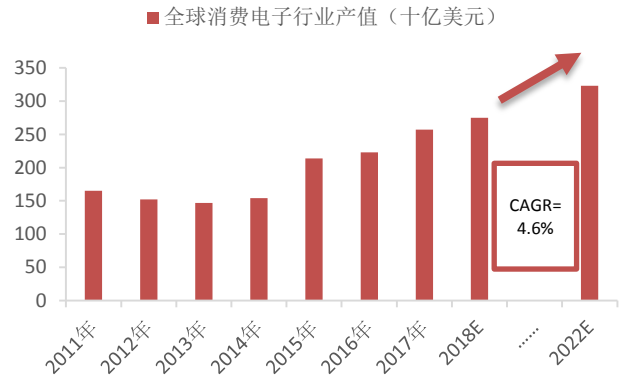


数据来源: Prismark, 西南证券整理

除了通讯电子，未来消费电子、汽车电子、工控医疗的景气度上升也会增加对 FPC 的需求，特别是消费电子行业预期 18-22 年复合增速 4.6%，明显高于通讯电子（手机）行业（2.9%），有望成为新的增长点。

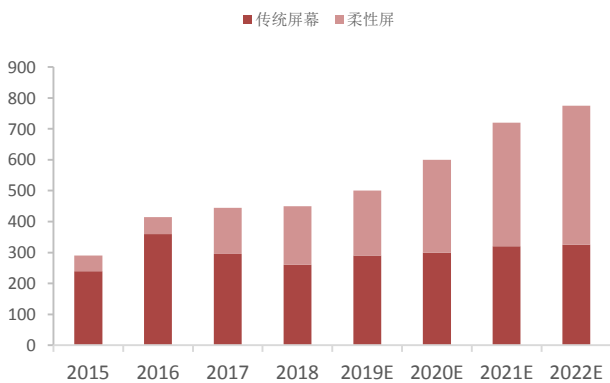
图 13：2011-2022E 通讯电子产值


数据来源：Prismark, 西南证券整理

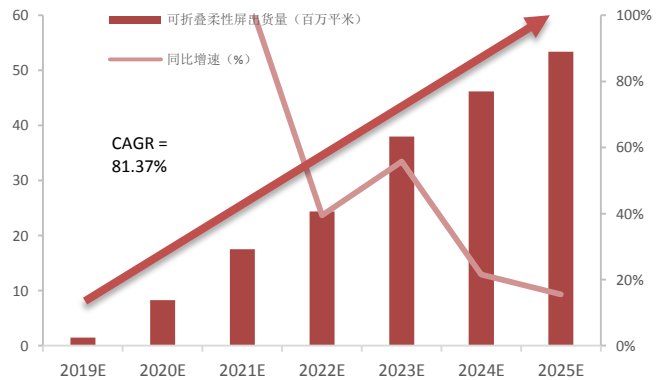
图 14：2011-2022E 消费电子产值


数据来源：Prismark, 西南证券整理

柔性屏：2015-2018 年以来，柔性屏在手机屏幕出货量中占比不断提高，根据第三方咨询机构 IHS Markit 预计，19-22 年柔性屏占比将超过 50%。预计到 2025 年，可折叠 OLED 屏的出货量将达到 5340 万平米，年复合增速高达 81%，真正实现量产柔性屏。FPC 作为柔性屏的主要材料之一，未来 OLED 柔性屏高增速带动下 FPC 的销量也会提升，成为核心驱动点。

图 15：柔性屏和传统屏幕出货量对比


数据来源：IHS Markit, 西南证券整理

图 16：2019-2025 年预期可折叠 OLED 屏出货量


数据来源：IHS Markit, 西南证券整理

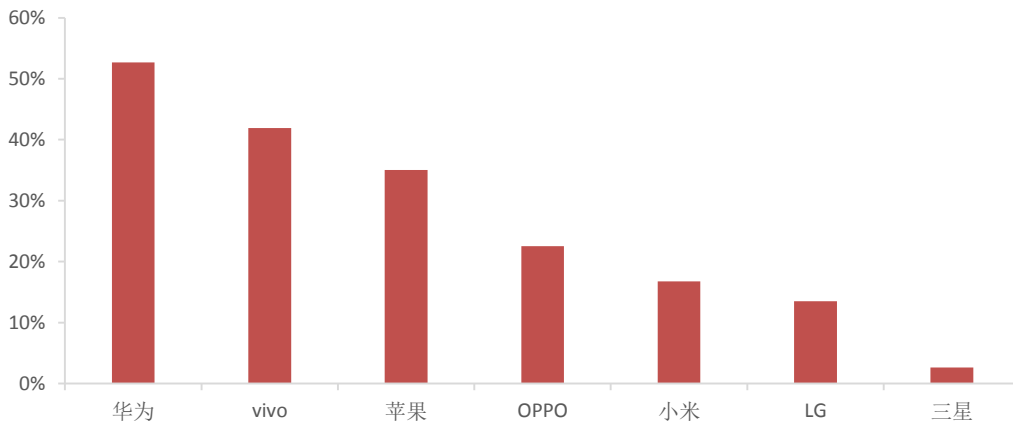
可穿戴设备：2018 年全球可穿戴设备的总出货量达到 1.249 亿，随着可穿戴技术的逐步成熟，应用前景拓宽，预计 2020 年全球可穿戴设备出货量将达到 2 亿台。可穿戴设备作为消费电子行业未来的核心驱动点，预计 18-22 年复合增速 12.5%，远超通讯电子、消费电子、PCB 和 FPC 行业预期增速，FPC 作为其主要材料之一，会受到下游需求刺激而放量，未来前景广阔。

表 1：2018 和 2022 年全球可穿戴设备出货量及复合增速预期

产品	OS	2018 年出货量 (百万)	2022 年预计出货量 (百万)	2018-2022 CAGR
智能手表	Watch OS	20.2	34.5	14.3%
	Wear OS	5.4	19.6	38.0%
	安卓	8.0	17.4	21.3%
	其他	9.8	17.6	15.7%
智能手表合计		43.5	89.1	19.6%
手环		45.1	45.9	0.4%
传统手表		29.6	39.3	7.4%
耳机		2.2	12.6	54.4%
可穿戴服装		3.4	11.7	36.4%
其他		1.2	1.2	0.7%
总计		124.9	199.8	12.5%

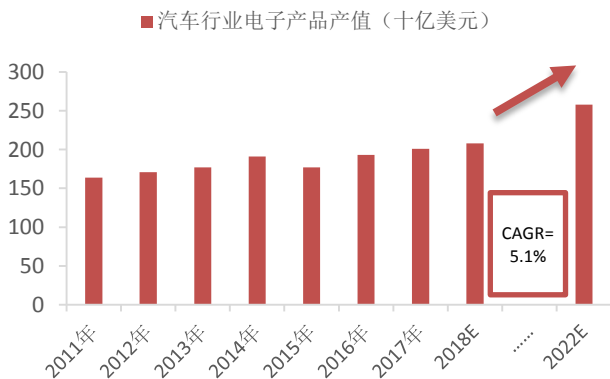
数据来源：IDC 全球可穿戴设备季度追踪数据，西南证券整理

双摄/三摄渗透率：双摄、三摄手机近年逐渐普及，华为手机以 52.68% 的双摄出货量居于首位，苹果和 vivo 两家紧随其后，双摄的渗透率分别为 35% 和 42%，预计 2019 年全球智能手机的平均渗透率能达到 45% 左右。双摄渗透率的不断提高激发换机需求，刺激存量市场焕发活力，同时双摄技术升级也对上游 FPC 市场提出了需求，未来刺激 FPC 放量。

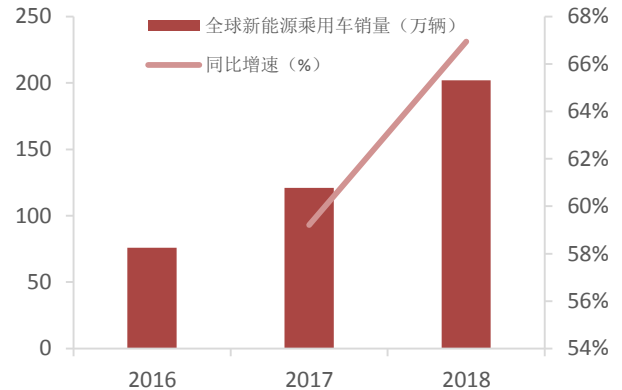
图 17：ios 和部分安卓智能机双摄渗透率数据


数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

汽车/新能源汽车：目前 PCB 下游方兴未艾的热门行业之一是汽车电子，未来汽车发展的趋势是逐步电子化、自动化和联网化，汽车电子占整车成本比例的不断提升将拉动对 PCB 产品的需求提高。目前，一辆中高级型汽车的 PCB 使用量已经超过 30 片，而一辆普通汽车使用的 FPC 相关产品数量更是超过 100 个以上，包括 GPS 定位、摄像头等均需要使用 FPC 软板。据 PrismaMark 的统计，预期未来 4 年内汽车行业电子产品产值年复合增长率将达到 5.1%，高于通讯 (2.9%) 和消费电子 (4.6%) 行业增速。自动驾驶的趋势下，单辆汽车内部高比例的智能化、电子化部件将推动上游 FPC 软板制造业的发展，成为新的增长点。此外，2018 年新能源汽车的全球销量达到 202 万辆，同比增长高达 66.94%，受益于新能源汽车销量和用板量的提升，FPC 作为上游产业也会放量。

图 18: 2011-2018E 汽车行业电子产品产值及 2022 年预测值


数据来源: Prismask, 西南证券整理

图 19: 2016-2018 年全球新能源乘用车销量及增速


数据来源: 工信部, 西南证券整理

2 卓越的管理团队专注主业

2.1 制造基因+企业文化+人才梯队

鹏鼎控股前身为深圳富葵精密, 富士康通过子公司臻鼎控股间接控股, 但公司由于董事会成员分散, 富士康不是实际控制人。富士康是全球领先的通信网络设备、云服务设备、精密工具及工业机器人专业设计制造服务商, 依托在工业互联网智能制造领域的多年深耕, 凭借丰富的通信网络、云服务设备和自动化制造的行业经验和数据积累, 确立了行业龙头地位。

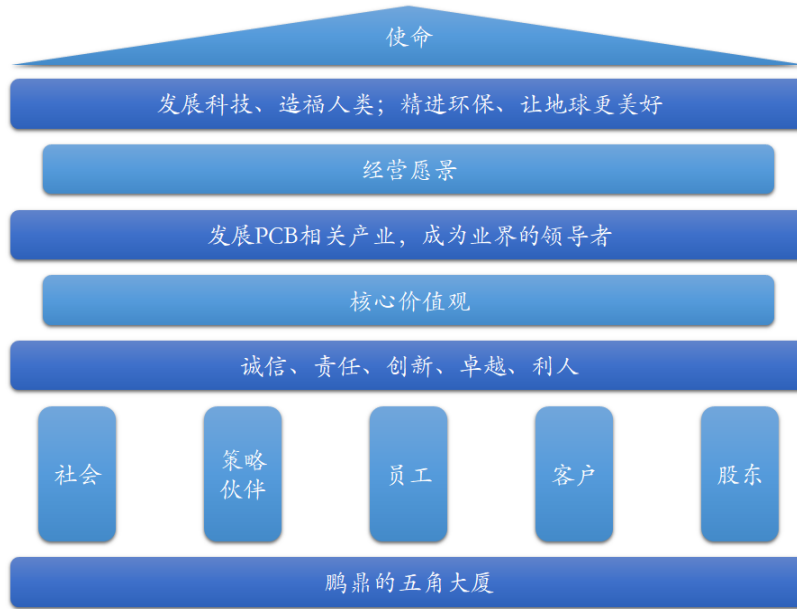
臻鼎的成立与富士康在代工领域的成功密不可分, 电子制造业的分工趋势日益强化, 供应链愈加分散, 作为电子元器件之母, PCB 应用领域极广, 市场空间巨大, 但行业集中度很低, 于是臻鼎应运而生。得益于富士康在电子制造业的深厚产业资源, 臻鼎成立之后很快便与诺基亚、索尼、惠普等大厂建立深度合作关系。

PCB 的加工制造与代工组装有诸多相似之处, 单位产值在产业链中位于较低水平, 除少数高端产品毛利率较高, 存在技术壁垒外, 规模最大的硬板毛利率普遍较低, 因此高度依赖精细化管理和成本控制, 臻鼎在经营中将管理优势发挥到极致, 始终保持与全球一流客户合作。

公司建立了一套完整的职业经理人制度, 保障公司独立运作, 实现长远发展。从最新披露数据显示, 公司与股东鸿海精密的关联交易不超过 10%。

社会、策略伙伴、员工、客户、股东共同构成了鹏鼎的基石，公司抱着造福人类的远大使命，兢兢业业，专注于 PCB 主业，将简单的产品做到极致，做到与客户共同成长为世界一流企业。

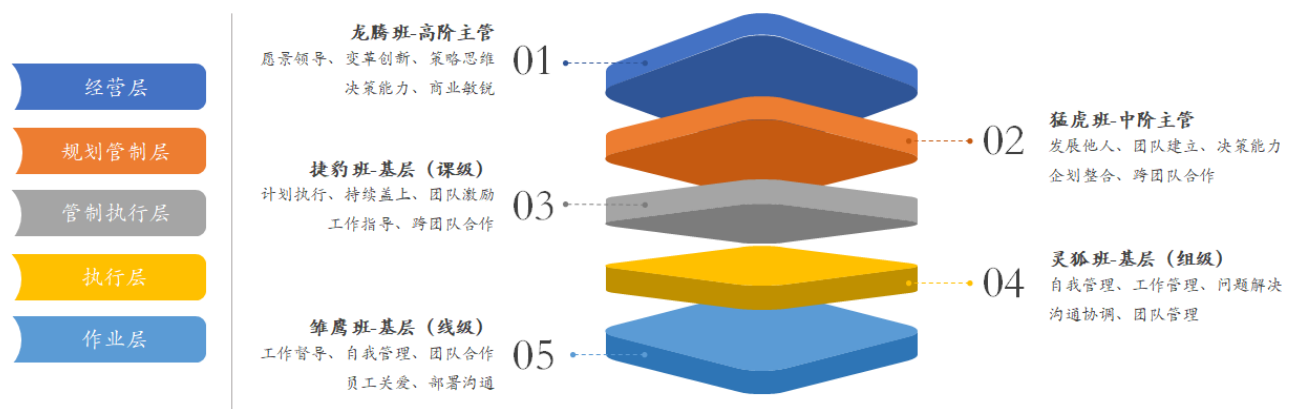
图 22：鹏鼎企业文化



数据来源：公司官网，西南证券整理

鹏鼎一直以来高度重视自有人才梯队建设，制定了一套完整的职业经理人制度，上至管理层，下至车间作业层，公司始终重视技能培养，为公司长远发展输送人才。

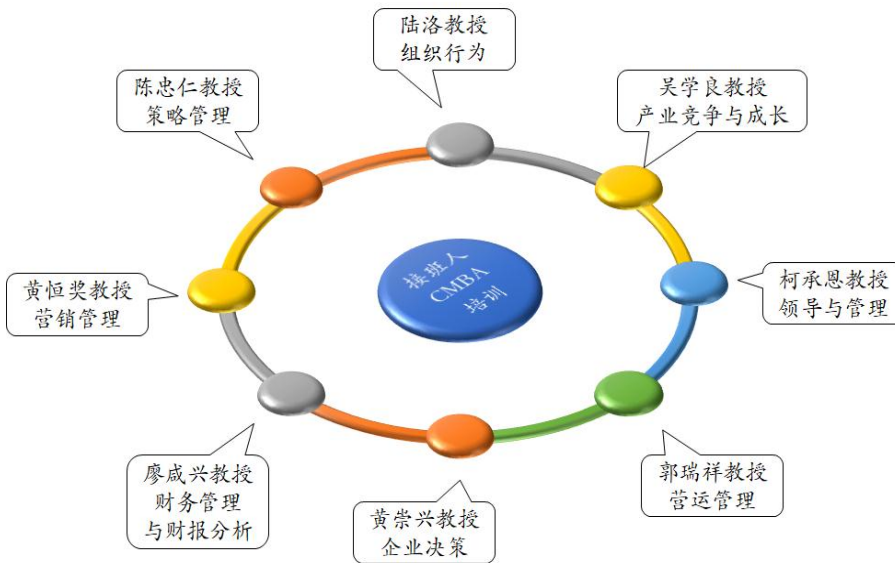
图 23：鹏鼎人才梯队



数据来源：公司官网，西南证券整理

针对高管团队，公司以现代科学管理学知识为指导，全部接受职业化培训。

图 24: 高度专业化的经理人制度



数据来源: 沈庆芳公开演讲, 西南证券整理

2.2 客户中心战略, 卡位最佳赛道

一切以客户为核心, 公司始终坚持与世界一流客户合作, 做最出色的产品。PC 时代公司的大客户是诺基亚爱立信等, 现在是苹果, 无论将来谁成为下游硬件巨头, 公司都能凭借出色的产品赢得客户信赖。

复盘公司发展最迅速的 2010-2013 年, 正是智能手机快速爆发的时期。公司提早布局, 战略卡位精准, 及时切入软板市场, 抓住下游客户放量需求, 而没有执着于过去最大的硬板市场。公司战略是追随绑定最优质的大客户, 即便冒着客户太集中风险, 也没有盲目选择多元化, 集中精力选择重点突破, 将产品做到极致。

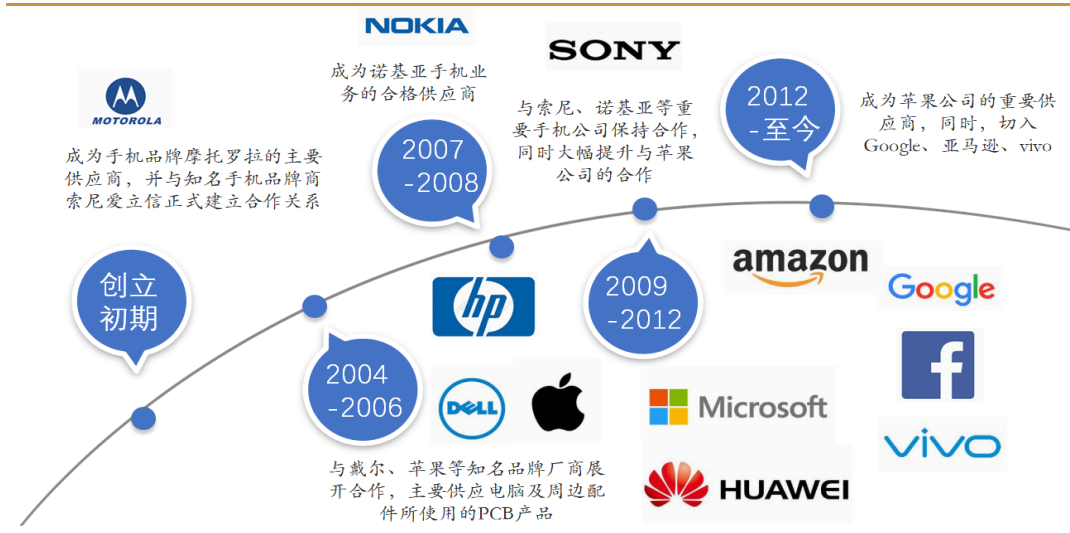
图 25: 与世界一流客户合作



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

公司的灵魂是创新，科技创新的迭代推动下游应用不断创新，也对 PCB 提出与时俱进的创新需求，多层次，精细化是未来 PCB 发展的重要趋势，公司始终坚持技术为王，研发投入比例领先同行，成为世界最领先的 PCB 供应商之一。

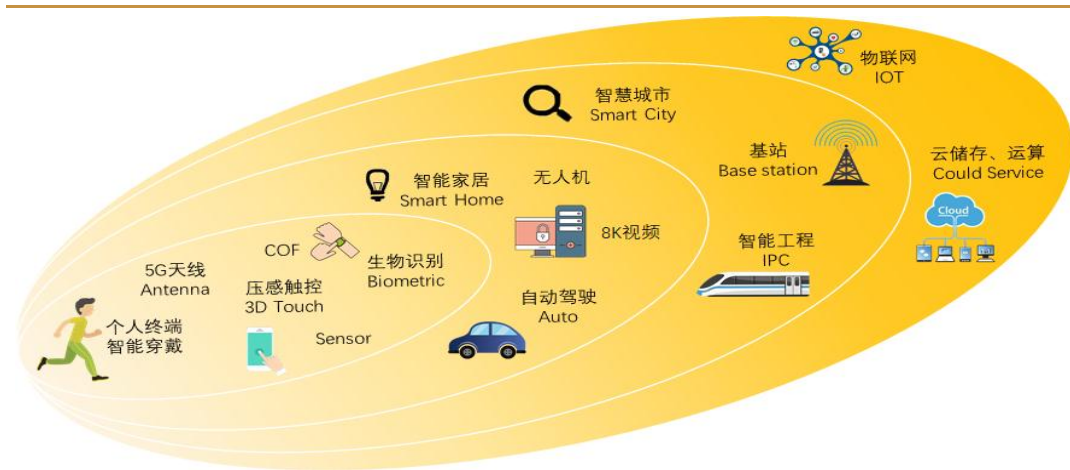
图 26：持续服务领先客户



数据来源：公司官网，西南证券整理

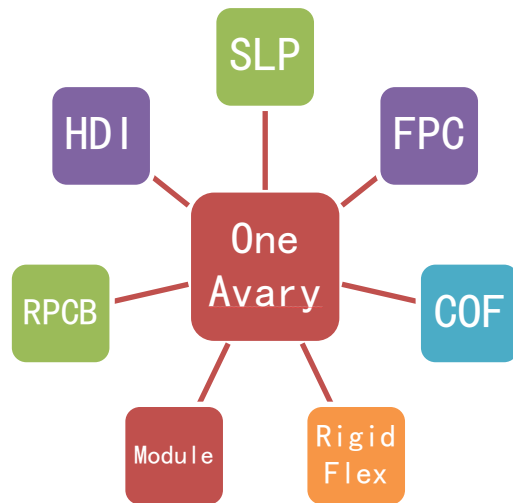
公司一直以来高度重视技术创新，积极与下游客户一起合作，布局未来产业发展，5G 时代来临，下游应用将再次迎来创新周期，以人工智能和物联网为代表的将呈指数级增长。

图 27：终端应用图景



数据来源：西南证券

目前，公司已经实现了柔性板、高密度板、刚性板、类载板、软硬结合板、晶圆薄膜、模组等各类印制电路板产品的研发和生产，构建了“one avary”产品体系(avary 即鹏鼎控股的英文名称)。

图 28: One Avary 战略


数据来源：公司官网，西南证券整理

2.3 抓住 PCB 行业的核心竞争要素，专注到极致

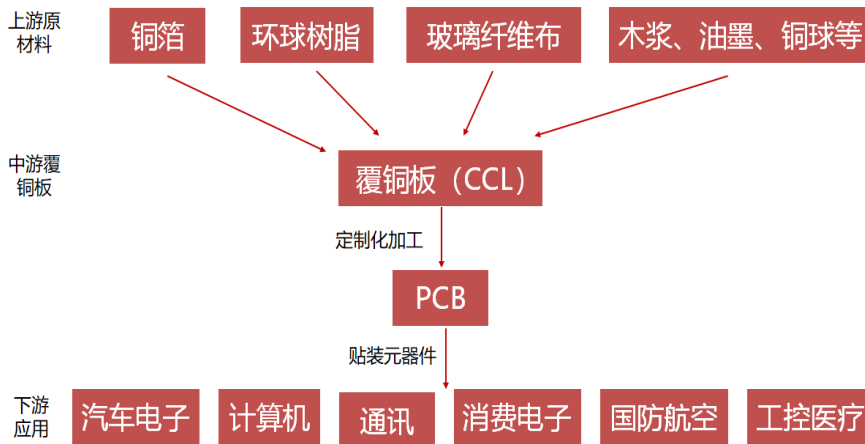
结合 PCB 产业上下游和商业模式看，我们认为 PCB 行业的核心竞争要素是赛道卡位和精细化管理水平。厂商产品定位和下游应用领域决定了需求增长态势，而厂商的精细化管理水平决定了在直接竞争中谁能以更低成本实现产品交付，赚取超额利润。

上文我们分析了公司管理层在发展战略制定和策略执行方面具备较强前瞻性和执行力，选择了市场天花板最高的软板领域，尽管短期智能手机消费电子景气周期下行，公司依然能实现超越行业平均的收入增速。一旦未来行业景气反转，公司自身阿尔法叠加行业贝塔必将出现双击。

精细化管理对 PCB 厂商至关重要，这主要由其产业链地位和生产模式决定。PCB 在产业链中处于中游，行业有三大特点：

- 自身行业集中度极为分散，行业共有数千家企业，CR10 仅 34%
- 上游集中度高，CR10 占比达到 74%，成本受大宗商品（铜）影响较大，议价能力强
- 下游客户分散，大客户议价能力极强

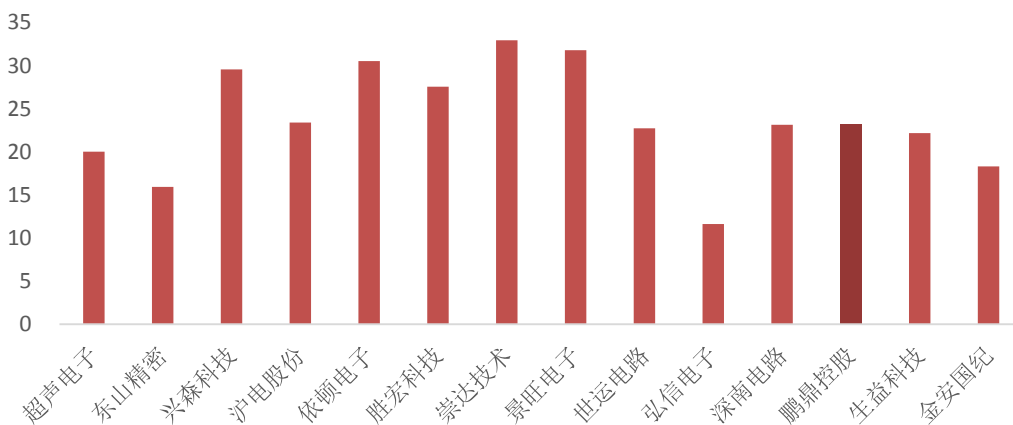
图 29: PCB 产业链



数据来源: 招股书, 西南证券整理

从产业链地位看, PCB 无疑处于较低水平, 产品附加值较低, 主要公司的毛利率水平在 20-30% 左右, 实际净利率 8-15% 左右, 差异主要体现在产品类别和公司成本管控能力。比如通讯基站 PCB、高阶 HDI、IC 载板、高层板等技术含量较高, 下游产品附加值高, PCB 单价通常较高, 毛利率略高于行业平均水平。因此有效控制费用率是企业盈利的关键。

图 30: 2018 年 A 股 PCB 公司毛利率比较



数据来源: wind, 西南证券整理

从生产模式上看, PCB 企业生产半标准化产品。生产流程通常为从上游采购原材料 (主要为覆铜板、基材), 下游接受客户委托, 定制化加工生产, 打样通过后即可批量供货。投资建设生产线, 寻找下游客户, 通过打样小批量供货获得认证, 然后批量供货。从设备投资看, PCB 企业资产较重, 固定资产占比约 30%-40%, 因此产能利用率也是影响企业盈利的核心因素, 下游应用景气度、客户战略、企业自身管理水平都会影响产能利用率。

从工艺流程上看, FPC 加工流程较长, 一个标准的生产流程多达 32 道工序, 对企业生产管理要求极高, 因其产品呈现小型化精密化特征, 对良率要求较高, 任何一个工序出现纰漏就会影响整个产线的良率和利用率, 进而影响营收和客户认证。

图 31: FPC 工艺流程



数据来源: 招股书, 西南证券整理

从盈利模式看, 由于上下游都比较强势, 中游加工行业集中度很低, 可以理解行业接近完全竞争, 企业定价模式为成本加成合理利润, 因此可以看到行业平均利润率并不高, 但个别优势企业能通过高于行业自身的毛利率和资产周转率获取超额利润。

鹏鼎的成长也是中国电子制造产业崛起的一个缩影, 电子产业尽管分工细化, 但产业链聚集效应依然显著, 作为供应链中的重要组件, PCB 企业需要快速响应客户需求, 对大客户更需要保证产能冗余和良率保证, 从工厂分布看, 鹏鼎四个主力生产基地均位于经济发达区中心或边缘, 有效平衡生产成本和交通成本。鹏鼎的成功在于深刻理解行业的竞争要素, 通过加强技术研发和管理效率提升构建自己的竞争壁垒, 稳步扩张下游客户, 通过扩产-产能爬坡-再扩产螺旋式上升, 逐渐成为世界龙头。

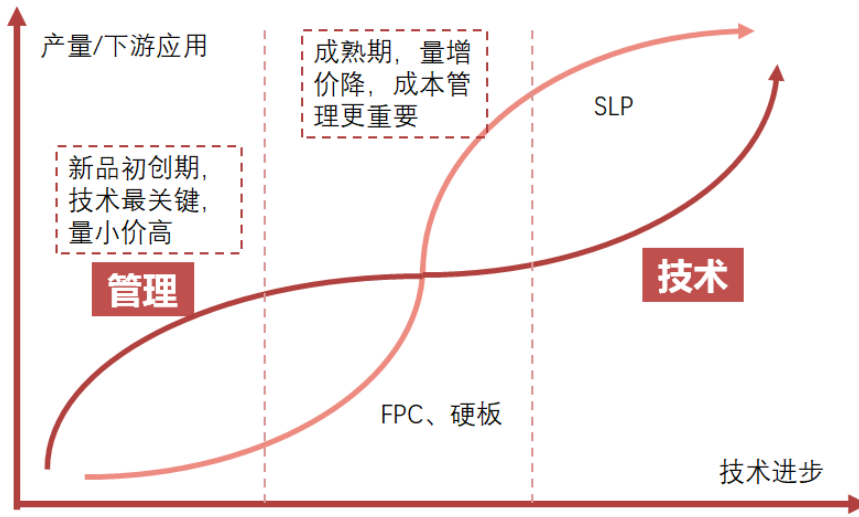
3 技术为矛构筑竞争壁垒

3.1 技术&管理交替主导产业发展趋势

PCB 是电子元器件中的重要组件, 有连接和承载元器件的重要功能, 其纵观行业发展变化, 呈现出技术与管理优势交替主导产业发展的特征。在新产品初创期, 工艺尚不成熟, 良率低, 单价高, 下游应用少, 掌握领先技术可以帮助企业占据先发优势, 以产品品质和出货量领先对手, 此时企业虽然盈利能力高, 但行业空间小, 红利尚未充分释放; 进入成熟期,

下游应用放量，规模化生产是企业的核心竞争力，价格是主要竞争要素，因此对企业的精细化管理能力要求极高。优秀的企业能够通过成本管控，提升良率，进入大客户供应链，以量取胜做大营收规模。

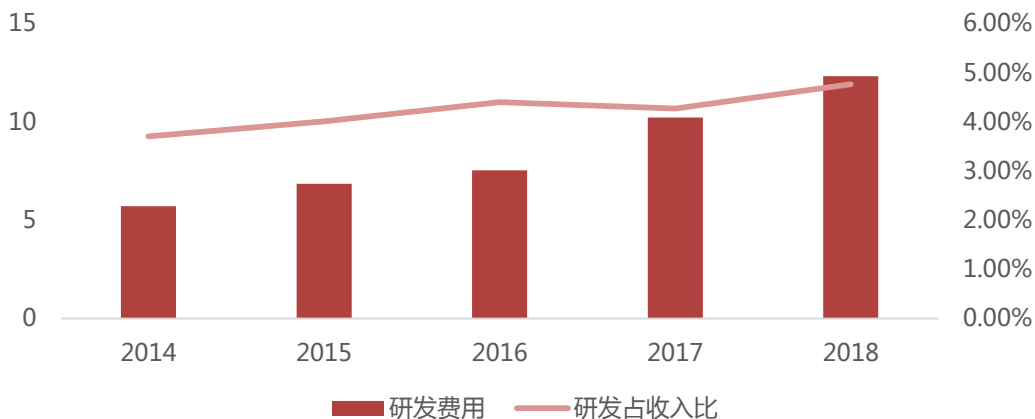
图 32：管理与技术交替主导产业发展



数据来源：西南证券

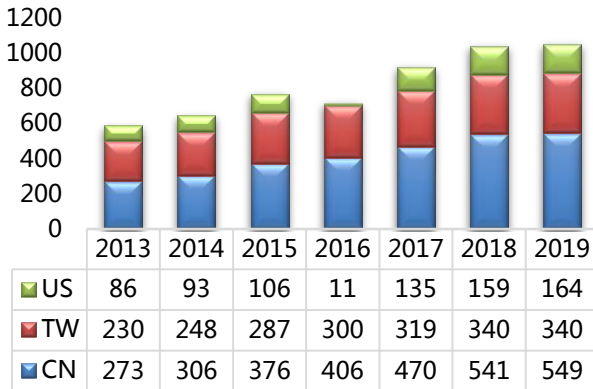
鹏鼎正是在成熟期凭借管理优势做到初具规模，再以盈利不断加大研发投入，掌握技术优势，实现弯道超车。以目前渗透率较低的 SLP 为例，iPhone X 于 2017 年率先采用，实际公司已经就此技术储备多年，率先实现量产，并做到良率领先同行，成为苹果第一大供应商，公司对于技术的重视可以从财报验证，绝对研发投入和收入占比均处于行业前列，保证了公司在下一代产品诞生时仍然保持领先优势。

图 33：鹏鼎研发费用及收入占比

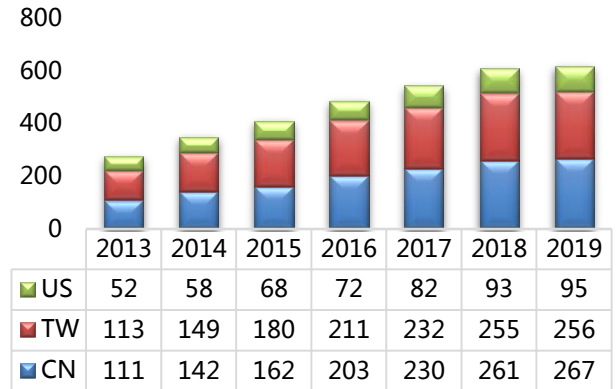


数据来源：公司公告，西南证券整理

鹏鼎的研发投入转换效率也较高，其全球专利持续增加。

图 34: 鹏鼎全球累计申请专利


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 35: 鹏鼎全球累计有效获证


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

下游创新从未停止, PCB 的创新亦需与时俱进, 随着终端产品更加小型化和精密化, 对 PCB 的制程和功能要求越来越高。鹏鼎持续的高研发投入是为了未来十年的技术做布局, 尽管短期牺牲了利润, 但会在下一个十年凭借技术获得丰厚回报。

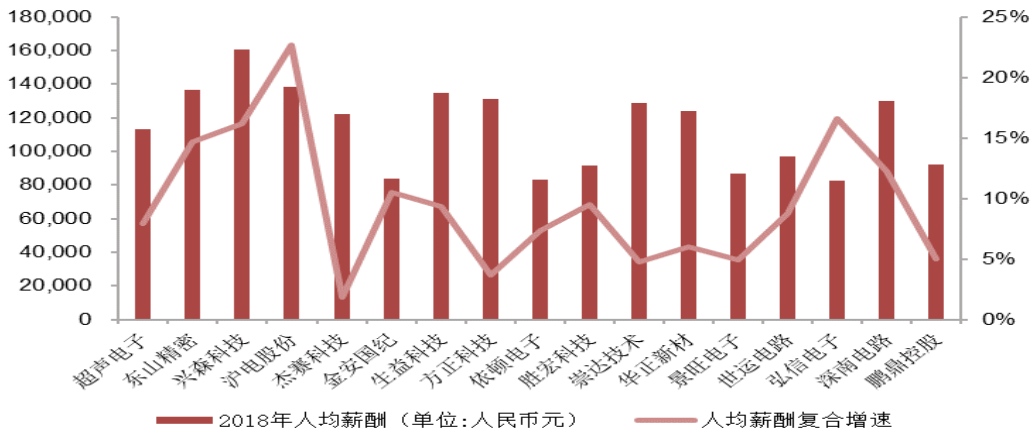
图 36: PCB 未来十年产品技术布局


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

3.2 智慧工厂赋予 PCB 行业新活力

PCB 产品作为基础电子元件, 其产业多围绕下游产业集中地区配套建设, 主要分布在珠三角、长三角和渤海等电子行业集中度高的区域。此外, PCB 作为一个劳动密集型行业, 早年间自动化设备存在一定的技术壁垒, 成本相对较高。绝大多数企业在追求短期利益情况下选择相对低廉的人工成本。随企业用人工费用占比逐年提升, 人口红利的逐渐下降。从人均薪酬复合增速来看, 前三大增速最快公司沪电股份、弘信电子、兴森科技, 分别提高 22.7%、16.6%、16.2%。人工成本的逐年攀升使得利润空间相比之前大幅收窄, 这将倒逼 PCB 企业进行工业自动化改造, 并逐步以机器人操作自动化设备的生产模式取代人工操作自动化的生产模式。

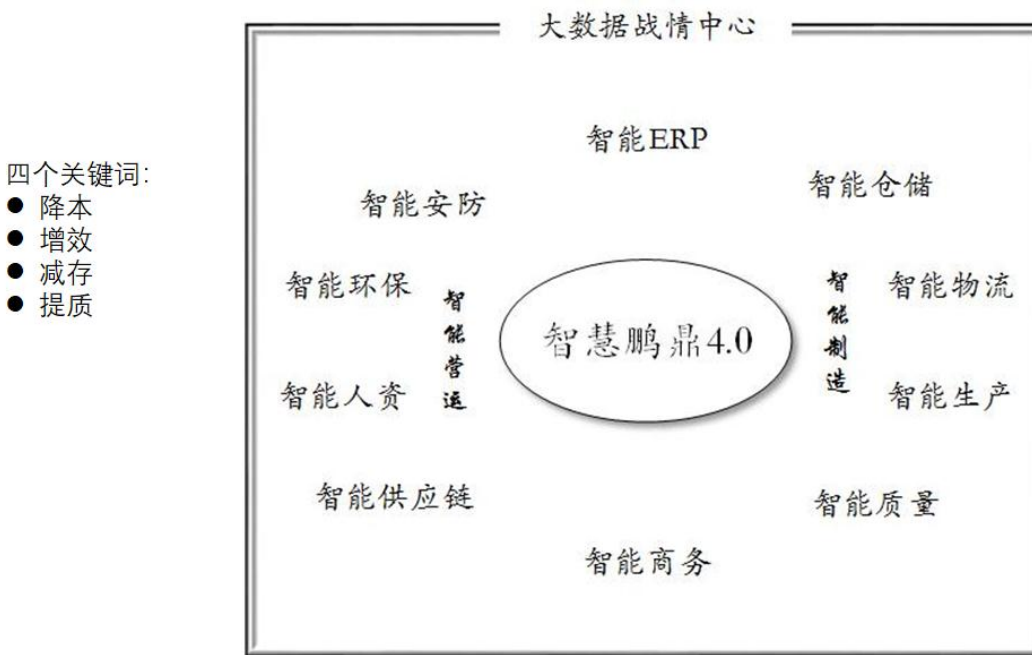
图 37: 2018 年 PCB 企业人均薪酬及其复合增速



数据来源: IDC, 西南证券整理

伴随自动化替代潮流以及工业 4.0 改革洪流, 行业未来面临人口红利逐渐消失困境, 智能化成为制造业转型升级的必然选择。理想状态下, 自动化生产线大约能节省传统企业 50% 的人力成本, 良率可提升至 98%。自动化设备的应用将更多人从劳动中解放出来, 让机器承担更多重复性的工作, 提升作业精度和产品质量、降低料耗率、帮助企业控制不断攀升的人力成本, 提高企业在行业内整体竞争实力等。

图 38: 智慧鹏鼎 4.0



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

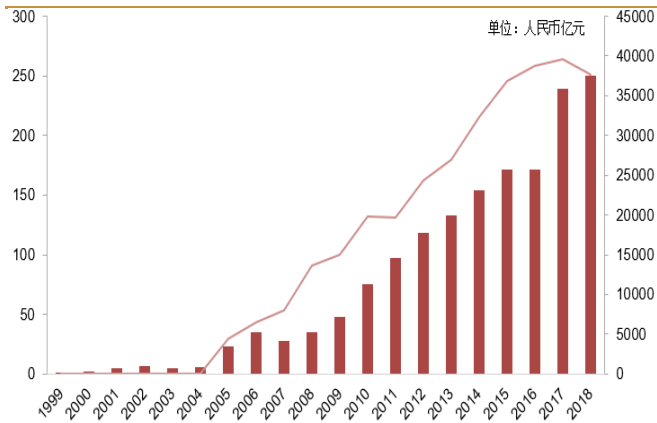
图 39: PCB 人工流水作业


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

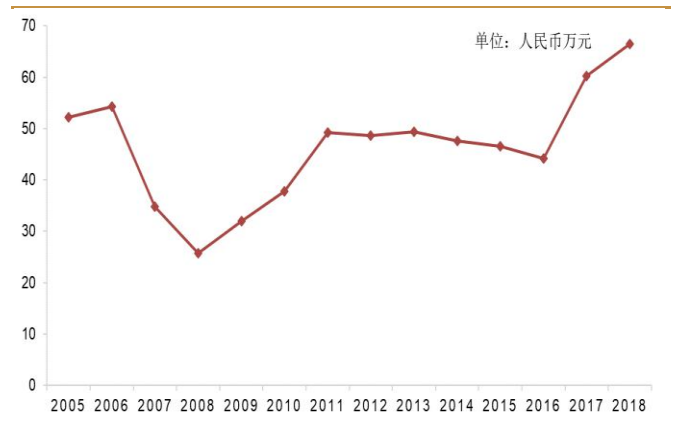
图 40: PCB 自动化生产布局


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

2018 年公司推进组装生产线升级, 生产能力及自动化水平进一步提升。据悉, 结构调整前淮安生产线需 80 人, 提升自动化生产后每条生产线只剩 8 人, 每条生产线用工人数量大幅降低, 堪称目前先进的 PCB 组装生产线。2018 年, 鹏鼎员工总数由 2017 年 39652 人降至 37622 人, 降幅达 5.1%。人均产值由 17 年 60.3 万元提升至 66.5 万元, 同比增长 10%。当期, 公司实现营业收入 258.6 亿元, 较上年增长 8.08%, 其中进阶版 SLP 主板用量和手机端 PCB 的 ASP 均呈显著增长。在营收增长的情况下, 人工成本同比下降, 说明公司投产的边际效用提升, 产出的增加伴随着员工的缩编。

图 41: 1999-2018 年鹏鼎控股营收成长趋势


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 42: 2005-2018 年鹏鼎控股人均产值


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

2019 年第一季度报告显示, 公司实现营业收入 42.4 亿元, 同比下降 13.5%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.9 亿元, 同比增长 3.3%。尽管受行业景气度影响, 收入略有下滑, 但自动化水平的提升有效提高了公司生产效率, 降低了生产成本, 提高公司的盈利能力。自动化除了降低人力成本外, 还能有效减少加工环节对工人健康的影响, 更重要的是 PCB 呈现出多层、超薄、小型化、高精度等特点, 目前鹏鼎可生产的印制电路板产品最小线宽可达 0.025mm, 已具备代表更高制程要求的下一代 PCB 产品高阶 HDI 的量产能力。高精度的 PCB 生产必须依赖高精度设备生产, 自动化比例要求提升, 未来行业的竞争也一定围绕自动化智能化产线进行。

表 2: PCB 设计铜厚、线宽和电流表

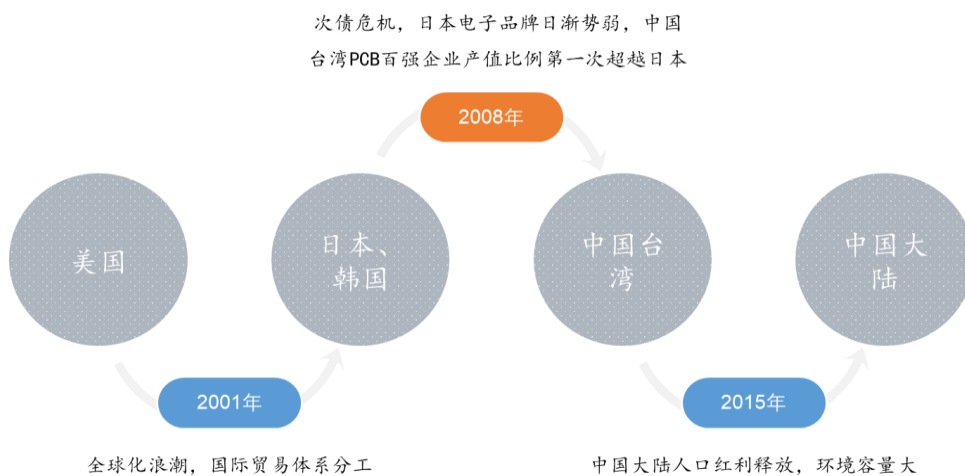
铜厚/35um (1oz)		铜厚/50um (1.5oz)		铜厚/70um (2oz)	
电流(A)	线宽 (mm)	电流 (A)	线宽 (mm)	电流 (A)	线宽 (mm)
4.5	2.5	5.1	2.5	6	2.5
4	2	4.3	2.5	5.1	2
3.2	1.5	3.5	1.5	4.2	1.5
2.7	1.2	3	1.2	3.6	1.2
2.3	1	2.6	1	2.3	1
2	0.8	2.4	0.8	2.8	0.8
1.6	0.6	1.9	0.6	2.3	0.6
1.35	0.5	1.7	0.5	2	0.5
1.1	0.4	1.35	0.4	1.7	0.4
0.8	0.3	1.1	0.3	1.3	0.3
0.55	0.2	0.7	0.2	0.9	0.2
0.2	0.15	0.5	0.15	0.7	0.15

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

4 产业格局重塑, 大陆工厂在崛起

4.1 PCB 产业迁移到大陆

纵观 PCB 的发展历史, 全球 PCB 产业经历了由“欧美主导”转为“亚洲主导”的发展变化。PCB 最早在美国发展起来, 1948 年美国正式认可这个发明用于商业用途, 并曾成为世界最大的 PCB 研发和生产基地之一, 美国在 20 世纪 90 年代达到顶峰, 其 PCB 产值占全球总产值的比例达 30%-40%。

图 43: 2001-2015 年全球 PCB 产业转移路线图


数据来源: prisma, 西南证券整理

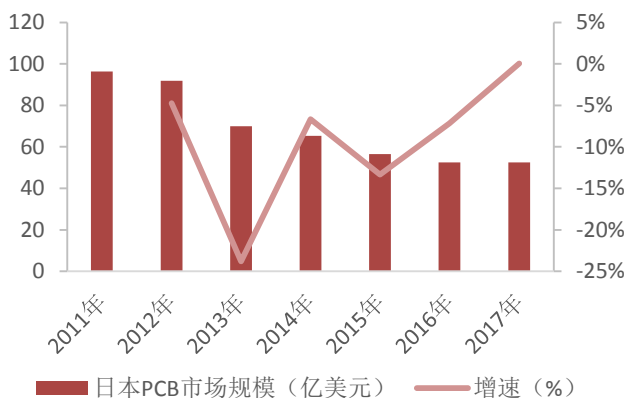
20世纪90年代至21世纪初,随着日本电子产品制造业的崛起,全球PCB产业迅速向日本聚集,到2000年日本PCB产值占全球比重达28%,而美国下降至26%;日本本土当时以旗胜、住友电气等大规模生产厂商为主,主导全球中高端FPC市场。韩国PCB企业主要依赖本土市场,韩国三星、LG等企业极大带动了本土消费电子产业链的崛起。产品从低端到高端种类齐全,在刚挠结合板、封装板上具备竞争优势。但由于2008年全球金融危机的冲击,日本的电子产业傲视群雄的风光不再,海外市场需求急剧萎缩,同时日元的升值更是雪上加霜;此外,国际竞争对手的迅速崛起也同样挤压了日本电子产业的成长空间。至2017年,日本PCB行业产值由2010年的101.7亿美元下滑至52.6亿美元,产值全球占比不断降低。2017年中国大陆PCB产值为297.3亿美元,占全球总产值的50.5%。据Prismark预测,2021年中国PCB产值将达320.4亿美元,CAGR=3.7%。

表 3: PCB 行业地区产值预测

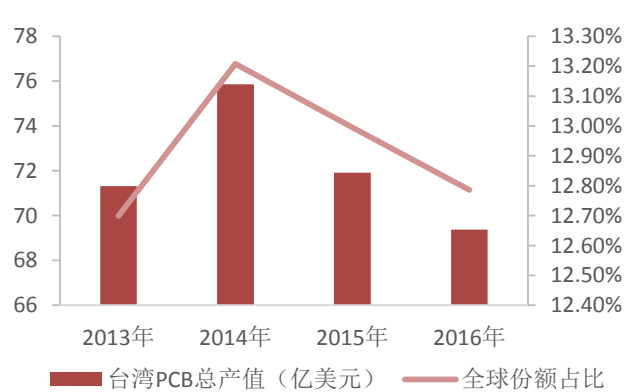
国家和地区	2018F	2019F	2020F	2021F
中国大陆	290.76	300.94	311.47	320.42
日本	48.67	47.21	46.27	46.28
美洲	28.08	28.08	27.80	27.79
欧洲	18.49	18.07	17.71	17.35
亚洲 (除中国大陆、日本)	179.93	185.32	189.03	192.31

数据来源: prismark, 西南证券整理

2001-2010, 年全球 PCB 产业再次迁移, 从日本转移到台湾, 台湾 PCB 市场开始迅速崛起, 出现了一批如健鼎、欣兴和臻鼎等全球巨头。台湾 PCB 繁荣的主要原因有 2005 年—2015 年是智能手机发展的黄金 10 年, 岛内有较为健全的产业链配套 (铜箔、玻纤布等)。同时, 外国竞争对手受到金融危机冲击, 盈利能力削弱, 投资意愿下降等因素迫使产业链萎缩。

图 44: 2011-2017 年日本 PCB 产值规模变化趋势


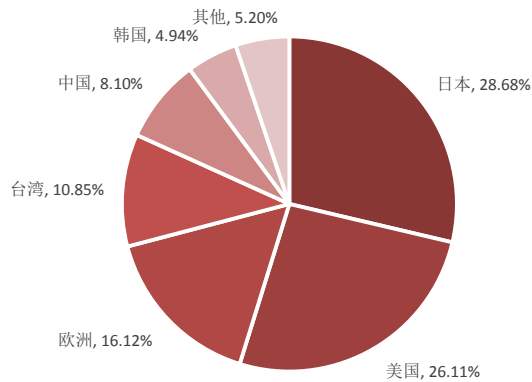
数据来源: prismark, 西南证券整理

图 45: 2013-2016 年台湾 PCB 总产值及全球份额占比(亿美元)


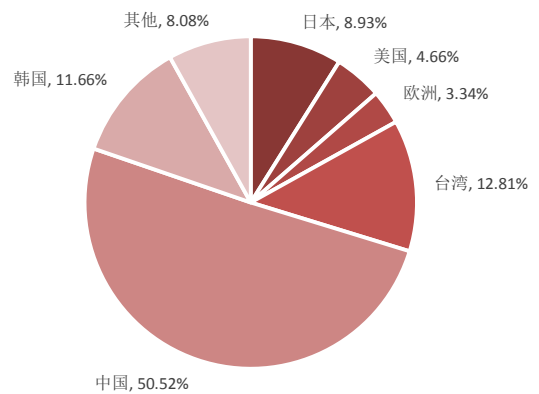
数据来源: prismark, 西南证券整理

PCB 行业的发展, 高度依赖下游产业。在 2007 年之前, 大陆电子行业基本上没有太多存在感。2007 年, 苹果用 iPhone 重新定义了手机, “智能手机” 这个单品开始急速地重塑全球产业链格局。2013 年全球手机出货量较去年同期成长 3%, 但智能型手机的销售则较去年同期大幅成长 42%。就第 2 季智能型手机销售中, 包括中国大陆品牌中兴、华为、联想、酷派等品牌已进入 4-7 名, 在市场与国际大厂品牌一较高下, 甚至连宏达电的 HTC 都被挤

到销售前 10 名以外，这也显示中国品牌的智能型手机消费扩散的实力。2010 年以后 PCB 产业也开始从台湾向中国大陆转移。

图 46：2000 年全球各区域 PCB 产值占比


数据来源：prismask，西南证券整理

图 47：2017 年全球各区域 PCB 产值占比


数据来源：prismask，西南证券整理

2014 年智能型手机市场超过 10 亿部，其中中国大陆超过 4 亿部，占全球约 40%，全球智能型手机市场最大成长动能将来自于中国大陆，而其中除了国际品牌包括 Apple、Samsung 外，中兴、华为、联想等将扮演未来中国大陆本土智能型手机品牌攻坚部队。由于中兴、华为、联想等中国大陆本土品牌厂商过去都与陆资 PCB 厂有深厚且长久的合作关系，也因此在此波智能型手机市场兴起时带动了 PCB 崛起。到了 2018 年，苹果在全球有 766 家供应商，中国大陆地区的供应商高达 346 家，位居全球第一。除了智能手机产业链之外，大陆电子公司还陆续在面板、LED、PCB 等领域获得了突破，形成多头并进的局面。中国作为全球 PCB 行业的最大生产国，占全球 PCB 行业总产值的比例已由 2008 年的 31.2% 上升至 2017 年的 50.5%。

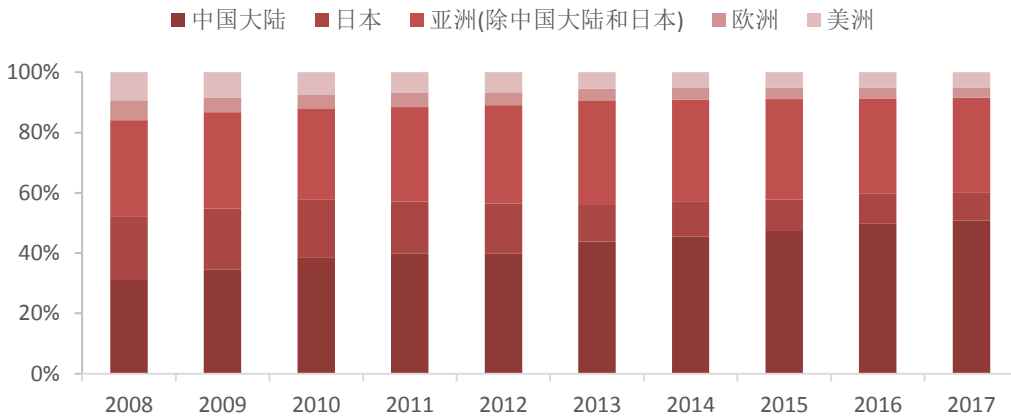
表 4：PCB 产业全球产值分布变化

国家和地区	2008 年		2017 年	
	产值 (亿美元)	比例	产值 (亿美元)	比例
美洲	44.84	9.30%	27.42	4.66%
欧洲	32.08	6.65%	19.63	3.34%
日本	101.86	21.12%	52.56	8.93%
中国大陆	150.37	31.18%	297.32	50.53%
亚洲 (除中国大陆、日本)	153.15	31.75%	191.51	32.55%
总计	482.3	100%	588.43	100%

数据来源：prismask，西南证券整理

2016 年，全球 PCB 行业呈现三大特点：需求疲弱、新技术的冲击以及原材料涨价。Prismark 数据显示，2016 年 PCB 市场规模为 542 亿美元，同比下滑 2%，除了中国以外其他地区均有所下滑。我国大陆地区 PCB 产值为 271 亿美元，成为全球唯一实现增长的地区。同期全球 PCB 制造企业百强排行榜中，中国大陆地区上榜企业数量为 45 家，占比约 40%，台湾与日本分别为 25 家、19 家，产能国内转移的趋势不可逆转。

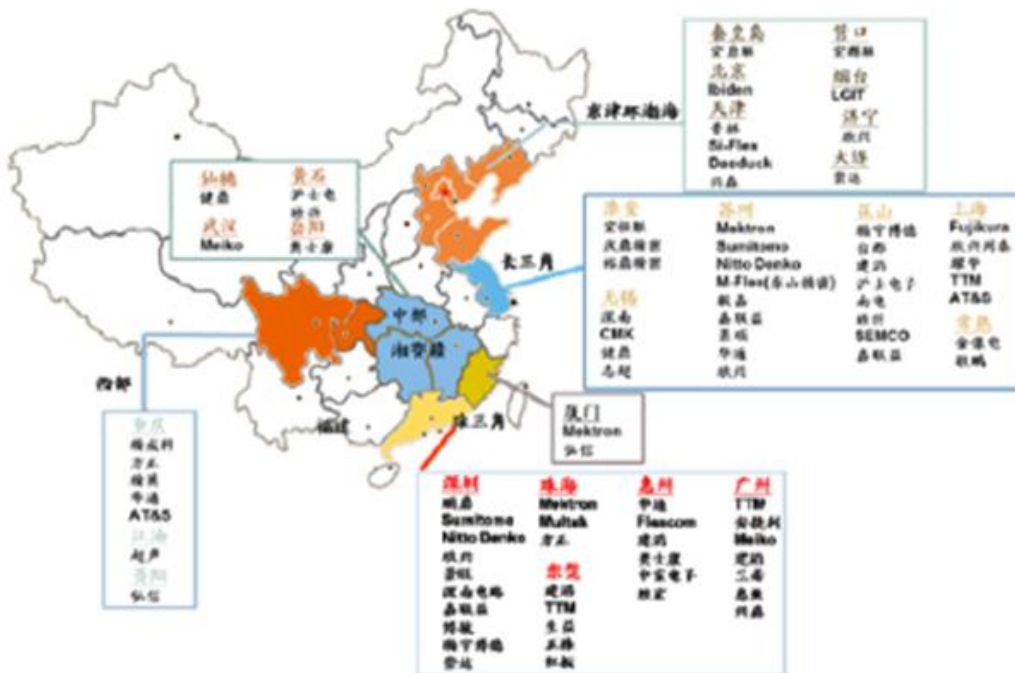
图 48: PCB 地区产值分布



数据来源: prisma, 西南证券整理

PCB 产品作为基础电子元件, 其产业多围绕下游产业集中地区配套建设。目前中国大陆约有一千五百家 PCB 企业, 主要分布在珠三角、长三角和环渤海等电子行业集中度高、对基础元件需求量大并具备良好运输条件和水、电条件的区域。目前中国 PCB 产业聚落情况如下:

图 49: 中国 PCB 产业分布



数据来源: CPCA, 西南证券整理

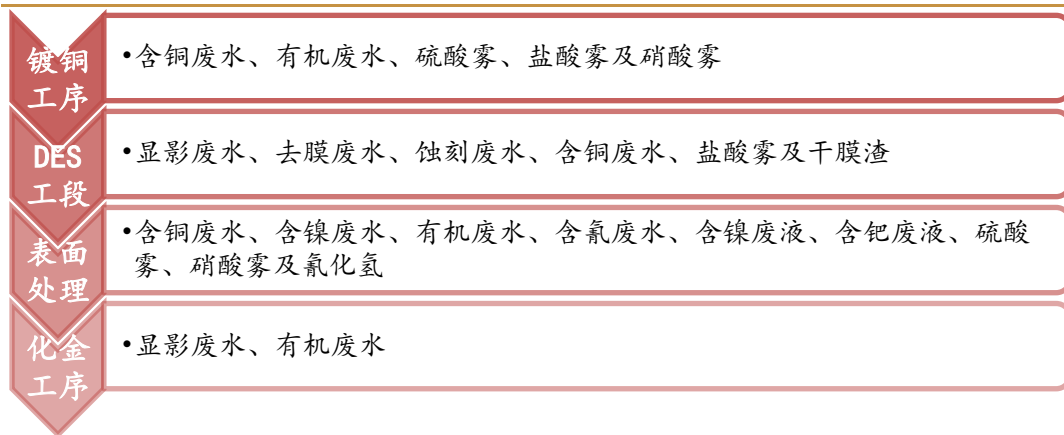
根据工研院产科所数据显示,2018年虽然中国台湾仍以31.3%的全球市场占有率夺冠, 但中国大陆的占比也达到了23%, 且市占率和成长率节节上升中, 逐步进逼台湾龙头地位。两者合计占全球 PCB 产值的比重为54.3%, 稳坐 NO1 宝座。短期来看, 苹果手机对于 PCB 产值和技术的影响将延续到 2018 年, SLP 类载板已成为高端手机主板的趋势, FPC 挠性板

的在 2018 年新手机上的搭载率将持续提升，但是受市场追捧的刚挠结合板由于产能的迅速扩充，2018 年上半年以消耗原有库存为主。存储、服务器用显卡板及 IC 封装基板的需求持续提升。中长期来看，在经济稳步上行的阶段，带动 PCB 产业第三次大规模发展的将是汽车电子的进一步渗透、以及 5G、AI 等技术推动的通信、消费电子、计算机等各个领域的共振时代。

4.2 环境成本显性化，行业集中度持续提升

PCB 产业的迁移始终追求成本洼地，而成本中很重要的一个要素便是环境成本。PCB 行业生产工序多、工艺复杂，消耗原材料种类繁多，涉及到重金属污染源，同时需要耗用大量的资源和能源。发达国家环保监管严，企业实现达标排放压力巨大，综合成本大幅提升。以中国为代表的发展中国家在经济初期漠视污染防治，以牺牲环境为代价换取经济发展，地方政府在招商引资中默许纵容高污染企业落户，以换取税收和就业。

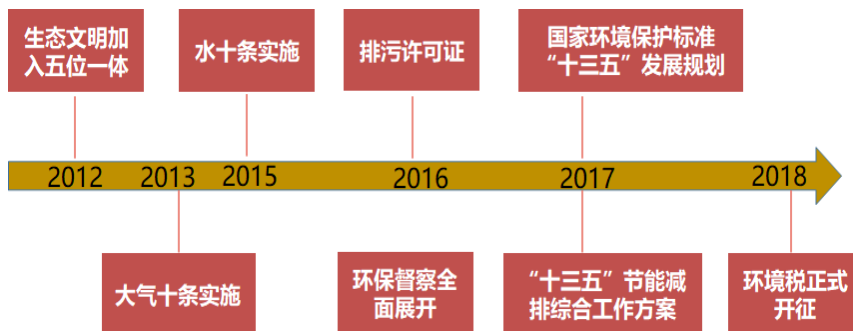
图 50: PCB 加工环节污染工序



数据来源：招股说明书，西南证券整理

生态文明在十八大首次纳入“五位一体”布局，2015 年生态文明建设写入五年规划，而始于 2016 年的环保督察则是将环保置于前所未有的高度，污染问题真正意义上被政府重视。持续多轮的全方位督察将各地的污染问题暴露在社会面前，高污染高能耗的 PCB 企业受到巨大影响，根据协会不完全统计，长三角、珠三角关闭中小 PCB 企业数百家，覆铜板巨头，上游的覆铜板供应收缩，产品价格已经显著提升。

图 51: 2012-2018 年重要环保政策



数据来源：生态环境部，西南证券整理

2018年1月1日起环境税正式开征，地方自行制定细则，以PCB聚集的广东为例，费改税后，单位排污量应缴金额提升，并且强制征收，地方政府无法以经济发展为由漠视企业污染，而企业的环保成本大幅提升。而排污许可证制度的实施对产业亦影响深远，一方面过去重度排污的企业将被迫缩减产能或者关停，另一方面污染行业产能扩张极为困难，必须依赖先进工艺降低能耗污染指标。2018年8月覆铜板龙头建滔子公司达信电路板（深圳）关闭，表明PCB行业受环保去产能影响深远。

环保政策从过去的形同虚设到近些年的严厉执行，使得企业过去隐性的环境成本显性化，中小企业靠逃避环保成本获取的价格优势不复存在，而大企业环保相对规范，工艺更先进，在环保供给侧冲击下更具备价格和产能优势，份额开始逐渐提升。根据prismask统计，世界前十厂商份额从2016年的31.4%提升至35.6%，由于中国大陆厂商占比过半，我们认为主要原因在于行业在大陆的工厂份额在提升。

受沿海地区环保监管趋严影响，中国PCB产业出现了省际转移，沿海企业逐渐内迁，大量企业开始在江西、湖南、湖北、安徽等中部地区兴建产能，并逐渐承接原有产能的转移。一方面中部地区经济相对较弱，依赖工业制造企业创收，环境容忍度较高；另一方面沿海人力成本上升较快，中西部地区人口红利尚未完全释放，满足了PCB企业的生产需求。

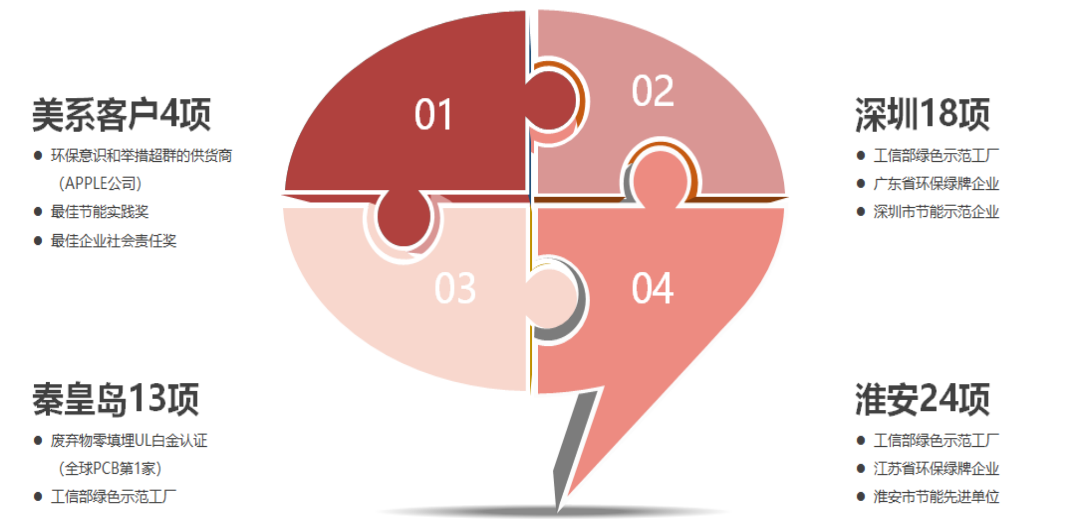
鹏鼎作为行业领先企业，一直非常重视环保投入，公司的经营理念之一便是绿色可持续发展，将污染防治及资源再生作为环境永续发展的基石，公司2015-2017年环保投入累计7.8亿。公司建立了新环保标准示范生产基地，将废水依水质特性详细分为20-25类，废弃物分为65类以上，污染物排放均达到或者优于政府管制标准，废弃物资源化比例达90%以上。

图 52：鹏鼎七绿



数据来源：公司官网，西南证券整理

除了政府对环保要求的提升，国际大客户在选择供应商时对其环保投入评估权重也在提升，公司凭借多年绿色环保生产理念逐渐获得国际一流客户认可，其在大陆四个主要厂区都获得了绿色环保认证。

图 53: 鹏鼎对于环保的苛刻追求


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 19-21 年苹果手机出货量分别为 1.8 亿、2.1 亿和 2.3 亿部, 软板 FPC 单机 ASP 提升至 49、57.6、60 美金, HDI/SLP 单机 ASP 提升至 10、12、15 美金, 由于日系厂商在退出, 公司在苹果供应链份额逐渐提升至 22%、24%、30%, 在 5G 创新周期开启下, 苹果出货量和单机价值增长驱动公司业务出现较大幅度提升。

假设 2: 公司与华为深度合作, 给华为高端机型供应软板和 SLP, 基于华为高端机型 19-21 年出货量分别为 2000 万、3000 万、5000 万部预期, 软板单机 ASP 分别为 30、40、50 美金, SLP 单机 ASP 分别为 5、8、12 美金, 公司软板份额提升至 2%、5%、10%, SLP 份额提升至 20%、40%、40%。

假设 3: 由于公司自动化产线改造和产能利用率提升, 我们认为通讯用板毛利率小幅提升, 19-21 年分别提升至 23.4%、24.4%、25.4%。

假设 4: 消费电子及计算机用板, 其中可穿戴设备增速较快, 但 PC 出货量萎靡, 整体占公司营收比重不高, 给予略高于行业整体收入增速预测, 19-21 年增速分别为 6%、8%、8%, 毛利率预计维持不变。

基于以上假设, 我们预测今年苹果因手机创新较少且不支持 5G 出货量会同比下滑, 公司 19 年收入同比略有增长, 至 2020 年手机出货量恢复, 公司业绩大幅回升。因此下修 2019 年业绩, 上修 2020-2021 年业绩, 19-21 年分业务收入成本如下表:

表 5: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
通信用板	收入	20,415.58	20,185.2	29,247.1	42,766.9
	增速	8.4%	-1.1%	44.9%	46.2%
	毛利率	22.4%	23.4%	24.4%	25.4%
消费电子及计算机用板	收入	5,424.40	5,749.9	6,209.9	6,706.6
	增速	7.2%	6.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	26.1%	26.1%	26.1%	26.1%
其他	收入	12.32	12.9	13.6	14.3
	增速	-46.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	36.7%	35.0%	35.0%	35.0%
合计	收入	25,854.78	25,950.7	35,582.5	49,611.0
	增速	8.1%	0.4%	37.1%	39.4%
	毛利率	23.2%	24.0%	24.7%	25.5%

数据来源: Wind, 西南证券

5.2 相对估值

我们选取 PCB 行业中的四家主流公司, 2018 年四家公司平均 PE 为 23 倍, 2019 年平均 PE 为 19 倍。我们认为 5G 时代来临, 智能手机有望迎来拐点, 加上公司自身经营不断改善, 未来三年公司收入增速复合增长率为 24.3%, 业绩复合增长率为 31.4%, 根据 prismask 预测, 5G 时代 PCB 行业增速提升至约 4%, 公司增速显著优于行业。鉴于公司 19 年业绩增速较慢但 20-21 年业绩开始爆发, 按 PEG 估值法, 我们给予公司 2019 年 30 倍 PE, 目标价 38.4 元, 维持“买入”评级。

表 6: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
002384.SZ	东山精密	13.71	0.50	0.92	1.25	1.56	27.42	14.90	10.97	8.79
300657.SZ	弘信电子	25.68	1.13	1.03	1.55	2.12	22.73	24.93	16.57	12.11
603228.SH	景旺电子	38.26	1.97	1.74	2.21	2.75	19.42	21.99	17.31	13.91
300476.SZ	胜宏科技	11.18	0.49	0.73	0.95	1.24	22.82	15.32	11.77	9.02
平均值							23.10	19.28	14.15	10.96

数据来源: Wind, 西南证券整理

6 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; 竞争加剧风险。

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	25950.69	35582.54	49610.97	净利润	2771.22	2958.09	4287.56	6287.14
营业成本	19858.57	19721.16	26781.52	36949.64	折旧与摊销	1559.83	1992.76	2191.35	2392.68
营业税金及附加	156.66	157.24	215.60	300.61	财务费用	79.90	77.85	106.75	148.83
销售费用	305.70	306.77	416.10	583.33	资产减值损失	129.53	50.00	50.00	50.00
管理费用	2133.16	2062.47	2822.19	3963.92	经营营运资本变动	3060.52	-905.50	-931.63	-1427.54
财务费用	79.90	77.85	106.75	148.83	其他	-1391.29	-82.22	-177.25	3.46
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	4090.97	5526.77	7454.57
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	3605.28	5220.38	7644.51	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	3583.85	5194.57	7617.15	股权融资	3749.51	0.00	0.00	0.00
所得税	586.24	625.77	907.01	1330.01	支付股利	-936.13	-554.24	-591.62	-857.51
净利润	2771.22	2958.09	4287.56	6287.14	其他	-233.79	-82.64	-106.75	-148.83
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	-2689.79	-698.36	-1006.34
归属母公司股东净利润	2771.22	2958.09	4287.56	6287.14	现金流量净额	4247.08	-2118.73	3678.41	5298.09
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	5184.75	8863.16	14161.25	成长能力				
应收和预付款项	5704.95	6839.49	9135.51	12551.94	销售收入增长率	8.08%	0.37%	37.12%	39.43%
存货	2229.66	2228.90	3187.40	4336.88	营业利润增长率	59.18%	5.90%	44.80%	46.44%
其他流动资产	1207.64	1212.12	1661.72	2316.54	净利润增长率	51.65%	6.74%	44.94%	46.64%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	42.06%	12.53%	32.46%	35.48%
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%	24.01%	24.73%	25.52%
无形资产和开发支出	1776.06	1597.59	1419.13	1240.66	三费率	9.74%	9.43%	9.40%	9.47%
其他非流动资产	601.23	778.94	956.65	1134.36	净利率	10.72%	11.40%	12.05%	12.67%
资产总计	27353.47	27915.23	34271.42	43562.57	ROE	15.49%	14.58%	17.88%	21.38%
短期借款	2052.91	0.00	0.00	0.00	ROA	10.13%	10.60%	12.51%	14.43%
应付和预收款项	6267.94	6491.16	8760.45	12058.91	ROIC	19.62%	19.25%	25.35%	34.92%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.51%	21.87%	21.13%	20.53%
其他负债	1144.98	1137.38	1528.34	2091.39	营运能力				
负债合计	9465.83	7628.54	10288.79	14150.30	总资产周转率	1.02	0.94	1.14	1.27
股本	2311.43	2311.43	2311.43	2311.43	固定资产周转率	3.51	3.45	4.83	7.06
资本公积	12043.92	12043.92	12043.92	12043.92	应收账款周转率	4.29	4.50	4.91	5.01
留存收益	3527.50	5931.34	9627.29	15056.92	存货周转率	8.13	8.37	9.67	9.74
归属母公司股东权益	17887.64	20286.69	23982.64	29412.27	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	20286.69	23982.64	29412.27	资产负债率	34.61%	27.33%	30.02%	32.48%
负债和股东权益合计	27353.47	27915.23	34271.42	43562.57	带息债务/总负债	21.69%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.75	2.04	2.23	2.37
					速动比率	1.51	1.75	1.92	2.06
					股利支付率	33.78%	18.74%	13.80%	13.64%
					每股指标				
					每股收益	1.20	1.28	1.85	2.72
					每股净资产	7.74	8.78	10.38	12.72
					每股经营现金	2.69	1.77	2.39	3.23
					每股股利	0.40	0.24	0.26	0.37
业绩和估值指标									
EBITDA	5044.06	5675.89	7518.47	10186.02					
PE	26.42	24.75	17.08	11.65					
PB	4.09	3.61	3.05	2.49					
PS	2.83	2.82	2.06	1.48					
EV/EBITDA	13.36	11.85	8.44	5.69					
股息率	1.28%	0.76%	0.81%	1.17%					

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
	吴菲阳	销售经理	13013130110	13013130110	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	15213310661	15213310661	jyue@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
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn