

## 旺季来临, 看好公司长期成长

### 投资要点

- **事件:** 公司2019年7月合并营业收入20.5亿, 同比下滑5.3%, 环比增长13.6%, 公司1-7月营收113.8亿, 同比下滑0.5%
- **7月营收微降5%, 短期波动不改长期成长逻辑。** 2019年智能手机在周期底部, 但公司仍以自身阿尔法提升份额和单机价值贡献, 受去年高基数影响, 收入仅同比微降。因苹果手机今年尚未推出5G机型, 换机需求有望在明年爆发。公司管理改善提振盈利水平, 全年收入利润有望同比正增长。
- **新机积极备货, 生产已进入旺季。** 目前公司积极为苹果新机备货, 三季度订单已经排满, 公司三季度营收预计仍会环比改善。我们预计苹果新机型因天线改版, 鹏鼎软板单机ASP有望增长5-10%左右, 华为高端手机出货量大增, 公司亦充分受益。
- **管理优势与技术优势兼备, 客户逐渐多元化。** 公司目前对苹果依赖度较高, 供应产品结构相对集中。公司始终追随世界一流客户, 伴随安卓高端机份额提升, 公司已经逐步给华为等高端机型供应软板和主板, 下游客户逐渐多元化。
- **5G换机周期叠加创新周期, 公司即将迎来量价齐升。** 苹果明年正式推出5G手机, 新一轮手机创新周期开启, 单机ASP加速提升, 其中包括更多的FPC和SLP应用, 公司新一轮的成长周期有望从2020年开启。5G时代可穿戴设备有望持续增长, 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。** 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, 公司价值仍然低估, 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。

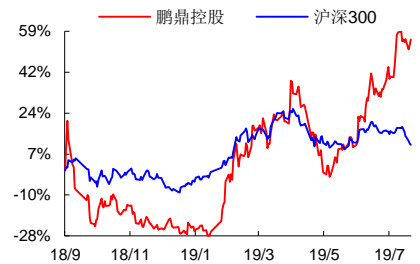
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	25854.78	25950.69	35582.54	49610.97
增长率	8.08%	0.37%	37.12%	39.43%
归属母公司净利润(百万元)	2771.22	2958.09	4287.56	6287.14
增长率	51.65%	6.74%	44.94%	46.64%
每股收益EPS(元)	1.20	1.28	1.85	2.72
净资产收益率ROE	15.49%	14.58%	17.88%	21.38%
PE	29	28	19	13
PB	4.55	4.02	3.40	2.77

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)	16.72-36.02
总市值(亿元)	814.55
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): FPC冠绝全球 (2019-07-24)
2. 鹏鼎控股(002938): 营收逐季改善 (2019-07-08)
3. 鹏鼎控股(002938): 无边界扩张的线路板龙头 (2019-06-12)

### 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 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
通讯用板	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

**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	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>6209.71</b>	<b>4090.97</b>	<b>5526.77</b>	<b>7454.57</b>
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-3234.25</b>	<b>-3519.91</b>	<b>-1149.99</b>	<b>-1150.13</b>
<b>营业利润</b>	<b>3404.32</b>	<b>3605.28</b>	<b>5220.38</b>	<b>7644.51</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>3357.46</b>	<b>3583.85</b>	<b>5194.57</b>	<b>7617.15</b>	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	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1172.74</b>	<b>-2689.79</b>	<b>-698.36</b>	<b>-1006.34</b>
归属母公司股东净利润	2771.22	2958.09	4287.56	6287.14	<b>现金流量净额</b>	<b>4247.08</b>	<b>-2118.73</b>	<b>3678.41</b>	<b>5298.09</b>
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	<b>成长能力</b>				
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	<b>获利能力</b>				
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%
<b>资产总计</b>	<b>27353.47</b>	<b>27915.23</b>	<b>34271.42</b>	<b>43562.57</b>	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	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>9465.83</b>	<b>7628.54</b>	<b>10288.79</b>	<b>14150.30</b>	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	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>17887.64</b>	<b>20286.69</b>	<b>23982.64</b>	<b>29412.27</b>	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%
					<b>每股指标</b>				
					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	29.39	27.54	19.00	12.96					
PB	4.55	4.02	3.40	2.77					
PS	3.15	3.14	2.29	1.64					
EV/EBITDA	14.99	13.30	9.53	6.50					
股息率	1.15%	0.68%	0.73%	1.05%					

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	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
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@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