

春节扰动不改景气趋势

投资要点

- **事件:** 公司 2020 年 1 月合并营业收入 15.1 亿, 同比下滑 9%, 环比下滑 38.9%。
- **1 月营收同比下滑 9.0%, 春节提前不改景气趋势。** 受农历春节提前至 1 月影响, 公司 1 月实际生产时间同比少了 8 天, 但收入同比仅下滑 9%。我们认为 SE2 备货对公司上半年订单拉动明显。受疫情影响复工推迟, 预计 2 月仍然有一定压力, 但苹果新机备货确定性较强, 疫情影响导致产业链整体订单向后推迟, SE2 是上半年消费电子订单主要增量来源, 公司业绩成长确定性仍然较强。
- **苹果引领创新趋势, 消费电子业务加速成长。** 苹果手机进入存量更换周期, 可穿戴设备进入爆发阶段。Airpods 增长依旧强劲, TWS 耳机渗透率还有较大提升空间, 耳机软板价值量稳定提升; Apple Watch 有望成为下一个可穿戴爆款, LCP 天线和 SLP 主板助力提升 watch PCB 单机价值, 公司收入中耳机手表占比持续提升, 毛利结构改善明显。
- **SE2 发布在即, 新机备货有望改善淡季局面。** 苹果 SE2 手机预计 3 月推出, 根据产业链经验 Q1 将是新机备货旺季, 过往 Q1 是备货淡季, 考虑新机备货和耳机的强劲增长态势, 2020 年 Q1 有望实现同比较快增长。受定价策略影响, 我们对 SE2 销量保持乐观预期。下半年 5G 手机发布, LCP 传输线的应用, 以及更大面积的 SLP 主板使用将推动单机 ASP 持续提升。5G 手机创新有望加速手机更新周期, 公司有望在手机端迎来量价齐升。
- **资本开支加码, 份额持续扩张。** 公司近期宣布 2020 年资本开支为历年最高。除 IPO 募投项目继续建设外, 还将投资人民币 8.33 亿元在深圳、秦皇岛两个园区投资建设多层软板生产线, 预计扩充多层电路板生产线 1.5 万平方米/月; 投资人民币 9.58 亿元在淮安园区建设超薄线路板生产线, 预计新增超薄线路板产能约 2.0 万平方米/月, 主要用于 mini-led 背板。
- **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 28.9 亿、39.4 亿、51.5 亿, 对应估值分别为 36x、26x、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; 汇率波动风险。

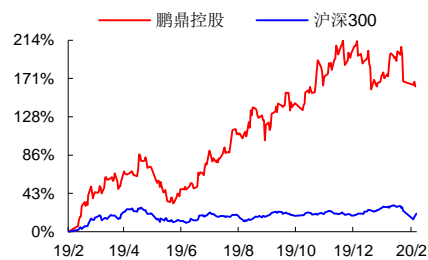
| 指标/年度 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元) | 25854.78 | 26661.05 | 34530.43 | 43563.58 |
| 增长率 | 8.08% | 3.12% | 29.52% | 26.16% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 2771.22 | 2893.52 | 3944.86 | 5151.52 |
| 增长率 | 51.65% | 4.41% | 36.33% | 30.59% |
| 每股收益 EPS (元) | 1.20 | 1.25 | 1.71 | 2.23 |
| 净资产收益率 ROE | 15.49% | 14.31% | 16.72% | 18.43% |
| PE | 37 | 36 | 26 | 20 |
| PB | 5.77 | 5.11 | 4.38 | 3.69 |

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: xyu@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) | 18.18-52.68 |
| 总市值(亿元) | 1,017.26 |
| 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): 新机备货周期开启, 一季度成长可期 (2020-01-08)
2. 鹏鼎控股(002938): 新机备货开启, 淡季不淡 (2019-12-09)
3. 鹏鼎控股(002938): 月度营收创新高, 四季度渐入佳境 (2019-11-06)
4. 鹏鼎控股(002938): 业绩符合预期, 四季度增长可期 (2019-10-31)
5. 鹏鼎控股(002938): 苹果追加订单, 四季度担忧有望解除 (2019-10-08)
6. 鹏鼎控股(002938): 旺季已至产能加速爬坡 (2019-09-06)

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 | 26661.05 | 34530.43 | 43563.58 | 净利润 | 2771.22 | 2893.52 | 3944.86 | 5151.52 |
| 营业成本 | 19858.57 | 19946.80 | 25880.89 | 32882.84 | 折旧与摊销 | 1559.83 | 1983.14 | 2256.80 | 2573.63 |
| 营业税金及附加 | 156.66 | 161.55 | 209.23 | 263.96 | 财务费用 | 79.90 | 79.98 | 103.59 | 130.69 |
| 销售费用 | 305.70 | 315.16 | 403.80 | 512.22 | 资产减值损失 | 129.53 | 261.10 | 50.00 | 50.00 |
| 管理费用 | 2133.16 | 2399.49 | 3107.74 | 3485.09 | 经营营运资本变动 | 3060.52 | -1056.48 | -694.60 | -780.97 |
| 财务费用 | 79.90 | 79.98 | 103.59 | 130.69 | 其他 | -1391.29 | -292.99 | -178.11 | 1.00 |
| 资产减值损失 | 129.53 | 261.10 | 50.00 | 50.00 | 经营活动现金流净额 | 6209.71 | 3868.27 | 5482.55 | 7125.87 |
| 投资收益 | 100.97 | 30.00 | 30.00 | 30.00 | 资本支出 | -1734.47 | -2800.00 | -3000.00 | -2000.00 |
| 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 | -2949.91 | -3149.99 | -2150.13 |
| 营业利润 | 3404.32 | 3527.05 | 4805.19 | 6268.65 | 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 | 3505.62 | 4779.38 | 6241.29 | 股权融资 | 3749.51 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 586.24 | 612.11 | 834.51 | 1089.77 | 支付股利 | -936.13 | -554.24 | -578.70 | -788.97 |
| 净利润 | 2771.22 | 2893.52 | 3944.86 | 5151.52 | 其他 | -233.79 | -84.77 | -103.59 | -130.69 |
| 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 | -2691.92 | -682.29 | -919.66 |
| 归属母公司股东净利润 | 2771.22 | 2893.52 | 3944.86 | 5151.52 | 现金流量净额 | 4247.08 | -1773.57 | 1650.26 | 4056.07 |
| | | | | | | | | | |
| 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 | 5529.91 | 7180.17 | 11236.24 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 5704.95 | 7025.01 | 8864.83 | 11024.18 | 销售收入增长率 | 8.08% | 3.12% | 29.52% | 26.16% |
| 存货 | 2229.66 | 2255.77 | 3080.15 | 3852.56 | 营业利润增长率 | 59.18% | 3.61% | 36.24% | 30.46% |
| 其他流动资产 | 1207.64 | 1245.27 | 1612.60 | 2034.26 | 净利润增长率 | 51.65% | 4.41% | 36.33% | 30.59% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | 42.06% | 10.83% | 28.18% | 25.22% |
| 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 | 9513.07 | 10422.03 | 10014.15 | 毛利率 | 23.19% | 25.18% | 25.05% | 24.52% |
| 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% | 10.85% | 11.42% | 11.83% |
| 资产总计 | 27353.47 | 27945.57 | 33535.56 | 40536.41 | ROE | 15.49% | 14.31% | 16.72% | 18.43% |
| 短期借款 | 2052.91 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 10.13% | 10.35% | 11.76% | 12.71% |
| 应付和预收款项 | 6267.94 | 6573.57 | 8468.81 | 10719.39 | ROIC | 19.62% | 19.06% | 22.81% | 27.17% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 19.51% | 20.97% | 20.75% | 20.60% |
| 其他负债 | 1144.98 | 1149.87 | 1478.46 | 1866.19 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 9465.83 | 7723.44 | 9947.27 | 12585.58 | 总资产周转率 | 1.02 | 0.96 | 1.12 | 1.18 |
| 股本 | 2311.43 | 2311.43 | 2311.43 | 2311.43 | 固定资产周转率 | 3.51 | 3.58 | 4.36 | 5.13 |
| 资本公积 | 12043.92 | 12043.92 | 12043.92 | 12043.92 | 应收账款周转率 | 4.29 | 4.55 | 4.79 | 4.80 |
| 留存收益 | 3527.50 | 5866.77 | 9232.93 | 13595.48 | 存货周转率 | 8.13 | 8.42 | 9.48 | 9.40 |
| 归属母公司股东权益 | 17887.64 | 20222.12 | 23588.29 | 27950.83 | 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 | 20222.12 | 23588.29 | 27950.83 | 资产负债率 | 34.61% | 27.64% | 29.66% | 31.05% |
| 负债和股东权益合计 | 27353.47 | 27945.57 | 33535.56 | 40536.41 | 带息债务/总负债 | 21.69% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 1.75 | 2.09 | 2.09 | 2.24 |
| | | | | | 速动比率 | 1.51 | 1.80 | 1.78 | 1.94 |
| | | | | | 股利支付率 | 33.78% | 19.15% | 14.67% | 15.32% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.20 | 1.25 | 1.71 | 2.23 |
| | | | | | 每股净资产 | 7.74 | 8.75 | 10.21 | 12.09 |
| | | | | | 每股经营现金 | 2.69 | 1.67 | 2.37 | 3.08 |
| | | | | | 每股股利 | 0.40 | 0.24 | 0.25 | 0.34 |
| 业绩和估值指标 | | | | | | | | | |
| EBITDA | 5044.06 | 5590.17 | 7165.58 | 8972.97 | | | | | |
| PE | 37.26 | 35.68 | 26.17 | 20.04 | | | | | |
| PB | 5.77 | 5.11 | 4.38 | 3.69 | | | | | |
| PS | 3.99 | 3.87 | 2.99 | 2.37 | | | | | |
| EV/EBITDA | 19.31 | 17.35 | 13.28 | 10.13 | | | | | |
| 股息率 | 0.91% | 0.54% | 0.56% | 0.76% | | | | | |

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 |
| | 持有：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-20%与-10%之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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 | 付禹 | 销售经理 | 021-68415523 | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn |
| | 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 | yyi@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 |