

## 业绩平稳增长, 疫情冲击有危更有机

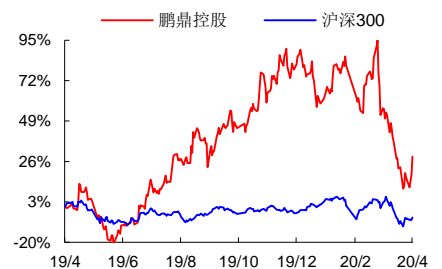
### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年收入266亿, 同比增长2.94%, 归母净利润29.3亿, 同比增长5.5%, 扣非净利润27.8亿元, 同比增长6.5%。
- **业绩符合预期, 逆风显韧性:** 疫情扰动2020年业绩增长节奏, 5G终端放量依然可期。公司披露2020年经营目标: 2020年计划实现营业收入266.2亿元至292.8亿元, 同比增长0%-10%; 2020年计划实现净利润29.3亿元至32.2亿元; 较2019年增长0%-10%。
- **非Phone业务增长强劲贡献增长:** 通讯用板收入199亿, 同比下滑2.54%, 毛利率23.01%, 同比增长0.61pct, 主要系iPhone出货下滑, 但公司通过MPI下天线料号实现ASP提升, 实现手机板块毛利持平。消费电子及计算机用板收入67亿, 同比增长23.59%, 毛利率26.13%, 主要为apple watch和airpods增长强劲, 消费电子板块收入占比持续提升, 苹果可穿戴设备增长势头依然较好, 单机ASP仍有提升空间。从客户结构看, A客户收入占比65.76%, 较18年70.28%显著下降, 主要系公司积极开拓国内安卓大客户, 公司已经开始给华为供货, 预计未来收入结构将持续优化, 客户集中度风险逐渐降低。展望2020年, 疫情影响备货节奏和终端需求, 公司目前仍在积极为SE2备货, 下半年5G版iPhone依然值得期待, LCP传输线、SLP主板升级都将带来ASP提升, 公司在新料号获取份额确定性较强, 待疫情冲击过后, 5G手机出货仍将恢复增长。ipad pro发布, 公司为miniled背板提供的超薄HDI有望提供增量价值, 同时还在积极扩产, 未来miniled渗透率提升, 有望抢占先机获得主要份额。
- **产能持续扩张, 份额仍有提升空间:** 2020年, 公司预计资本支出额为49.8亿, 较19年资本开支38.8亿显著增长, 创历史新高。公司在手货币资金67.9亿, 现金流良好。主要计划投资项目为: 总部大楼建设项目、深圳二厂建设项目、庆鼎精密电子(淮安)有限公司柔性多层印制电路板扩产项目、宏启胜精密电子(秦皇岛)有限公司高阶HDI印制电路板扩产项目、多层软板生产线、淮安综保园区硬板厂转型项目、淮安超薄线路板投资项目等。2020年全球经济受疫情冲击陷入危机, 海外供应商受冲击较大, 预计公司份额进一步提升, 同时在手现金储备充裕, 或将有机会通过投资并购实现规模和客户扩张, 比如汽车电子等领域。
- **财务分析: 管理逐渐优化, 研发高投入构筑竞争壁垒。** 公司季度营收逐渐向好, 三四季度为传统旺季, 四季度在手机颓势下依然取得同比增长, 主要系公司供应份额和单机ASP提升贡献。公司季度毛利率在旺季逐渐恢复, 与周转率基本保持同步趋势, 从季度资产周转率看公司目前已经接近历史最好水平, 预计随着疫情冲击好转, 备货恢复正常, 周转率有望再创新高。经营性现金流41.6亿, 同比下滑32.98%, 远高于归母净利润, 下滑主要系备货支出增加, 扰动短期现金流。销售费率1.42%, 提升0.24pct, 主要系19年秦皇岛和淮安工厂投产, 交通运输成本略有上升, 对整体盈利影响较小。管理费率4.01%, 提升0.49pct, 主要为管理人员奖金增加, 以及新厂投产, 折旧摊销费用增加。财务费率-0.68%, 18年为0.31%, 财务费用为负主要系公司18年下半年上市募集资金到位, 19

### 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)	2.68
52周内股价区间(元)	22.5-54.03
总市值(亿元)	822.64
总资产(亿元)	288.56
每股净资产(元)	8.58

### 相关研究

1. 鹏鼎控股(002938): 春节扰动不改景气趋势 (2020-02-08)
2. 鹏鼎控股(002938): 新机备货周期开启, 一季度成长可期 (2020-01-08)
3. 鹏鼎控股(002938): 新机备货开启, 淡季不淡 (2019-12-09)
4. 鹏鼎控股(002938): 月度营收创新高, 四季度渐入佳境 (2019-11-06)
5. 鹏鼎控股(002938): 业绩符合预期, 四季度增长可期 (2019-10-31)
6. 鹏鼎控股(002938): 苹果追加订单, 四季度担忧有望解除 (2019-10-08)

年汇率贬值产生汇兑收益。公司研发费用投入 13.5 亿，同比增长 10.5%，再创新高，主要公司加大新产品研发投入，包括 LCP 传输线、miniLED 用超薄 HDI 背板等新产品。公司始终高度重视技术研发，保持与客户的紧密合作，核心供应商地位十分稳固。

- **盈利预测与投资建议。**公司 2020 年一季度受疫情冲击复工推迟，3 月复工后单月营收有望逐渐恢复，考虑到全年手机销量受疫情冲击下滑，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.42 元、1.75 元、2.15 元，未来三年归母净利润将保持 19.3% 的复合增长率。考虑到公司绝对的市场龙头地位及产品的技术优势，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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	26614.63	27848.60	33648.75	37961.79
增长率	2.94%	4.64%	20.83%	12.82%
归属母公司净利润（百万元）	2924.61	3274.54	4055.97	4968.87
增长率	5.54%	11.97%	23.86%	22.51%
每股收益 EPS（元）	1.27	1.42	1.75	2.15
净资产收益率 ROE	14.75%	14.55%	15.65%	16.53%
PE	28	25	20	17
PB	4.15	3.65	3.18	2.74

数据来源：Wind，西南证券

### 关键假设：

假设 1：受疫情影响，2020 年一季度备货受影响，全年手机销量下滑，考虑到公司在供应链的份额较为稳固，预计手机为主的通讯用板同比下滑 4.5%，2021 年手机恢复增长，特别是 5G 版手机 ASP 提升明显，相较 2020 年有望实现 13.2% 增长，2022 年维持较为平稳态势。毛利率因新料号导入及自动化程度提升先升后降。

假设 2：苹果 airpods 和 apple watch 出货增长强劲，带动相应业务增长，预计苹果在可穿戴设备领域仍然维持较快增长速度，公司亦能同步享受行业红利，预计 2020-2022 年收入增速分别为 31.3%/36.4%/33.3%，因可穿戴设备出货量持续增长，产能利用率提升明显，毛利率有望小幅提升；

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 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		2019A	2020E	2021E	2022E
通讯用板	收入	19898	19000.0	21500.0	21800.0
	增速	-2.5%	-4.5%	13.2%	1.4%
	毛利率	23.0%	24.0%	24.2%	24.0%
消费电子及计算机用板	收入	6704.24	8800.0	12000.0	16000.0
	增速	23.6%	31.3%	36.4%	33.3%
	毛利率	26.1%	27.0%	27.2%	27.5%
其他业务	收入	12.36	35.0	36.8	38.6
	增速	0.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	36.9%	35.0%	35.0%	35.0%
合计	收入	26614.6	27848.6	33648.8	37961.8
	增速	2.9%	4.6%	20.8%	12.8%
	毛利率	23.8%	25.0%	25.3%	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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	26614.63	27848.60	33648.75	37961.79	净利润	2924.61	3274.54	4055.97	4968.87
营业成本	20271.93	20895.59	25129.69	28273.16	折旧与摊销	1720.24	1294.61	1665.85	2084.29
营业税金及附加	123.45	129.17	156.08	176.08	财务费用	-179.96	83.55	100.95	113.89
销售费用	377.23	358.42	441.82	501.76	资产减值损失	-312.94	50.00	50.00	50.00
管理费用	2419.69	2506.37	3028.39	3036.94	经营营运资本变动	-1244.31	303.76	-618.99	-591.21
财务费用	-179.96	83.55	100.95	113.89	其他	1254.11	-81.93	-194.04	8.25
资产减值损失	-312.94	50.00	50.00	50.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>4161.76</b>	<b>4924.54</b>	<b>5059.74</b>	<b>6634.10</b>
投资收益	34.11	30.00	30.00	30.00	资本支出	-2879.29	-5000.00	-3000.00	-3000.00
公允价值变动损益	-0.79	-0.43	-0.65	-0.60	其他	-205.59	-150.43	-150.65	-150.60
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>-3084.88</b>	<b>-5150.43</b>	<b>-3150.65</b>	<b>-3150.60</b>
<b>营业利润</b>	<b>3428.58</b>	<b>3855.06</b>	<b>4771.19</b>	<b>5839.35</b>	短期借款	200.63	-2253.54	0.00	0.00
其他非经营损益	1.16	-14.95	-14.68	-12.28	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>3429.74</b>	<b>3840.11</b>	<b>4756.50</b>	<b>5827.08</b>	股权融资	170.46	0.00	0.00	0.00
所得税	505.13	565.57	700.53	858.21	支付股利	0.00	-584.92	-654.91	-811.19
净利润	2924.61	3274.54	4055.97	4968.87	其他	-1397.39	-94.49	-100.95	-113.89
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>-1026.30</b>	<b>-2932.95</b>	<b>-755.86</b>	<b>-925.08</b>
归属母公司股东净利润	2924.61	3274.54	4055.97	4968.87	<b>现金流量净额</b>	<b>89.30</b>	<b>-3158.84</b>	<b>1153.24</b>	<b>2558.42</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	6790.79	3631.94	4785.18	7343.60	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	6661.27	6976.08	8270.18	9411.00	销售收入增长率	2.94%	4.64%	20.83%	12.82%
存货	1998.73	2080.23	2663.19	2927.06	营业利润增长率	0.71%	12.44%	23.76%	22.39%
其他流动资产	973.03	974.55	1177.53	1328.46	净利润增长率	5.54%	11.97%	23.86%	22.51%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-1.49%	5.32%	24.93%	22.94%
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	9854.20	13710.01	15194.59	16260.71	毛利率	23.83%	24.97%	25.32%	25.52%
无形资产和开发支出	1743.08	1579.43	1415.77	1252.12	三费率	9.83%	10.59%	10.61%	9.62%
其他非流动资产	835.08	1013.32	1191.56	1369.79	净利率	10.99%	11.76%	12.05%	13.09%
<b>资产总计</b>	<b>28856.19</b>	<b>29965.57</b>	<b>34697.99</b>	<b>39892.75</b>	ROE	14.75%	14.55%	15.65%	16.53%
短期借款	2253.54	0.00	0.00	0.00	ROA	10.14%	10.93%	11.69%	12.46%
应付和预收款项	5419.63	6185.94	7288.38	8155.51	ROIC	17.43%	17.77%	18.89%	20.94%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.67%	18.79%	19.43%	21.17%
其他负债	1353.77	1271.69	1500.61	1670.57	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>9026.93</b>	<b>7457.63</b>	<b>8788.99</b>	<b>9826.07</b>	总资产周转率	0.95	0.95	1.04	1.02
股本	2311.43	2311.43	2311.43	2311.43	固定资产周转率	3.13	2.95	2.95	2.83
资本公积	12214.38	12214.38	12214.38	12214.38	应收账款周转率	4.59	4.39	4.75	4.61
留存收益	5292.51	7982.13	11383.19	15540.87	存货周转率	8.98	9.57	10.30	9.98
归属母公司股东权益	19829.25	22507.94	25909.00	30066.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.30%	—	—	—
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>19829.25</b>	<b>22507.94</b>	<b>25909.00</b>	<b>30066.67</b>	资产负债率	31.28%	24.89%	25.33%	24.63%
负债和股东权益合计	28856.19	29965.57	34697.99	39892.75	带息债务/总负债	24.96%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.85	1.87	1.95	2.17
					速动比率	1.62	1.58	1.65	1.87
					股利支付率	0.00%	17.86%	16.15%	16.33%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.27	1.42	1.75	2.15
					每股净资产	8.58	9.74	11.21	13.01
					每股经营现金	1.80	2.13	2.19	2.87
					每股股利	0.00	0.25	0.28	0.35
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	4968.87	5233.22	6537.98	8037.53					
PE	28.13	25.12	20.28	16.56					
PB	4.15	3.65	3.18	2.74					
PS	3.09	2.95	2.44	2.17					
EV/EBITDA	15.48	14.83	11.67	9.15					
股息率	0.00%	0.71%	0.80%	0.99%					

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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@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
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@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