

1月高景气持续，看好净利增长弹性

华泰研究

2021年2月08日 | 中国内地

公告点评

科技/电子

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

45.25

研究员

SAC No. S0570518080001
SFC No. BPX762

胡剑

hujian@htsc.com
+86-21-28972072

研究员

SAC No. S0570519060003
SFC No. BKS183

刘叶

liuye@htsc.com
+86-21-38476703

联系人

SAC No. S0570120090023

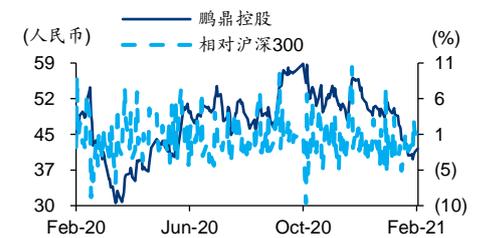
李梓澎

lizipeng@htsc.com

基本数据

目标价(人民币)	45.25
收盘价(人民币 截至2月8日)	41.58
市值(人民币百万)	96,109
6个月平均日成交额(人民币百万)	574.44
52周价格范围(人民币)	30.53-58.84
BVPS(人民币)	8.70

股价走势图



资料来源: Wind

20年净利受汇兑损失影响不及预期，1M21营收同比增长43%呈现高景气
根据鹏鼎业绩快报，20年公司实现营收29.9亿元(YoY: 12.2%)，归母净利润28.3亿元(YoY: -3.2%)，低于华泰预测(33.2亿元)，主因美元贬值产生2.3亿元汇兑损失。根据最新月度营收公告，得益于春节因素影响下的低基数效应及苹果(AAPL US)需求高峰递延，1M21鹏鼎营收同比增长43%至21.7亿元，在4Q20旺季后延续高景气。基于贸易摩擦背景下全球手机市场竞争格局变迁苹果出货量的提升空间、春季iPad Pro等新品备货启动以及海外疫情蔓延的供应链转单效应，我们看好鹏鼎21年的利润弹性，预计20/21/22年EPS为1.22/1.81/2.01元，目标价45.25元，维持买入。

汇兑损失拖累净利增速，4Q20鹏鼎净利仍受益于苹果新机热销创单季新高
单季来看，尽管苹果新机备货延迟，但受益于iPhone 12系列新品热销以及中美贸易摩擦、全球手机市场竞争格局变迁背景下苹果抢占中高端手机市场份额拉升出货量(根据IDC，4Q20全球智能手机市场苹果出货量逆势同比增长7.9%至2.06亿部，市占率同比提升2.0pct至15.9%)，4Q20鹏鼎实现营收123.8亿元(YoY: 33.5%)，归母净利润14.5亿元(YoY: 18.7%)，低于营收同比增幅主因汇兑损失增加，均创单季历史新高。基于鹏鼎在FPC、射频软板SLP/MPI等领域的技术实力，我们继续看好果粉换机潮来临之际鹏鼎单机价值量提升、疫情蔓延期间海外转单带来的营收增长弹性。

苹果生态提升跨品类销售联动性叠加MiniLed板备货，1Q21有望淡季不淡
在iPhone出货量逆势增长的同时，根据IDC，3Q20苹果Pad、iMac、iWatch及AirPods系列出货量分别同比增长18.4%、48.2%、75.0%、33.0%。随着苹果IOS生态不断优化，我们认为苹果有望通过强化客户黏性提升其跨品类产品的销售联动性，鹏鼎作为各类产品的FPC核心供应商有望同步受益。结合鹏鼎1M21营收同比增速(43%)，考虑到果粉换机潮及跨品类销售联动性，以及春季iPad Pro新品发布对Mini Led背光板的需求增加，我们认为1Q21鹏鼎有望在多元下游需求同步发力的驱动下迎来淡季不淡。

汽车电子等领域前瞻储备强化成长持续性，目标价45.25元，维持买入
结合美元贬值的影响，我们将鹏鼎20/21/22年归母净利润从33.2/43.2/48.1亿元下调至28.3/41.8/46.5亿元。参考Wind一致预期下可比公司21年PE均值20倍(其中深南电路21年PE为25x)，PE均值较低主因近期市场风险偏好降低、电子行业估值中枢下移。我们看好苹果3C品类扩张带来的FPC需求以及鹏鼎在汽车电子、VR/AR领域前瞻布局奠定的成长持续性，给予21年25倍预期PE，目标价45.25元(前值: 57.6元)，维持买入。

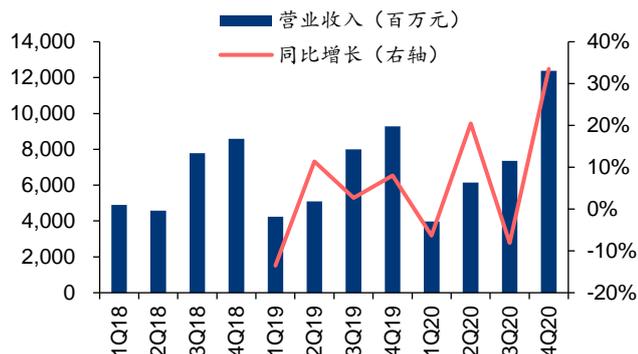
风险提示: 疫情蔓延下3C需求不及预期; 新增产能投产进度不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(人民币百万)	25,855	26,615	29,851	36,867	40,082
+/-%	8.08	2.94	12.16	23.50	8.72
归属母公司净利润(人民币百万)	2,771	2,925	2,830	4,184	4,647
+/-%	51.65	5.54	(3.23)	47.82	11.08
EPS(人民币, 最新摊薄)	1.20	1.27	1.22	1.81	2.01
ROE(%)	15.49	14.75	13.16	16.66	16.01
PE(倍)	34.68	32.86	33.96	22.97	20.68
PB(倍)	5.37	4.85	4.47	3.83	3.31
EV EBITDA(倍)	18.84	18.02	18.39	12.76	10.58

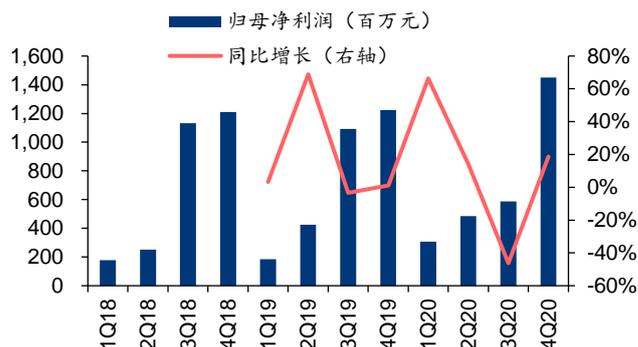
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 鹏鼎季度营收及同比增速



资料来源: 公司月度营收公告, 华泰研究

图表2: 鹏鼎季度归母净利润及同比增速



资料来源: 公司月度营收公告, 公司季报, 华泰研究

图表3: 鹏鼎盈利预测调整详情

	2020E			2021E			2022E		
	旧	新	差异	旧	新	差异	旧	新	差异
营业收入 (百万元)	28,254	29,851	5.7%	34,786	36,867	6.0%	37,662	40,082	6.4%
毛利率	24.3%	23.6%	-0.7pct	24.9%	24.4%	-0.5pct	25.1%	24.6%	-0.5pct
期间费用率	10.2%	11.9%	1.7pct	10.0%	10.7%	0.7pct	9.7%	10.7%	1pct
营业利润 (百万元)	3,902	3,273	-16.1%	5,079	4,838	-4.7%	5,653	5,374	-4.9%
归母净利润 (百万元)	3,322	2,830	-14.8%	4,316	4,184	-3.1%	4,814	4,647	-3.5%

资料来源: 华泰研究预测

图表4: 鹏鼎可比公司估值表 (盈利预测为 Wind 一致预期, 数据截至 2021 年 2 月 8 日)

股票代码	公司名称	收盘价 (人民币元)	总市值 (人民币亿元)	PE		EPS (元)	
				2020E	2021E	2020E	2021E
002916 CH	深南电路	107.2	524.4	32.5	24.7	3.30	4.33
300657 CH	弘信电子	14.9	51.1	45.2	18.0	0.33	0.83
603228 CH	景旺电子	26.5	226.5	21.6	17.6	1.23	1.51
平均数	-	-	-	33.1	20.1	1.62	2.22

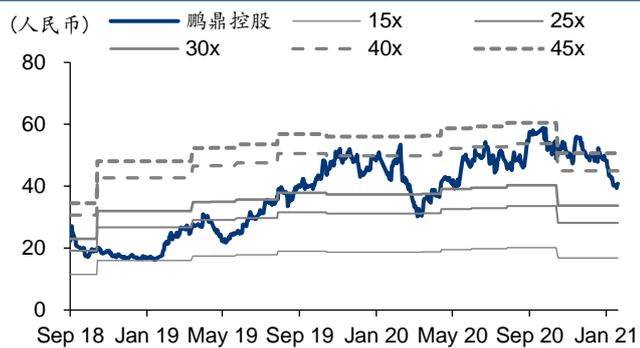
资料来源: Wind, 华泰研究

风险提示

疫情蔓延下 3C 需求不及预期。尽管当前国内疫情已经基本得到有效控制, 但美国、欧洲等地疫情蔓延仍然给全球终端需求带来较大不确定性。考虑到鹏鼎主营产品在手机、计算机、可穿戴设备等消费电子产品中均有广泛应用, 疫情蔓延或导致鹏鼎面临因 3C 需求下滑导致订单不及预期的风险。

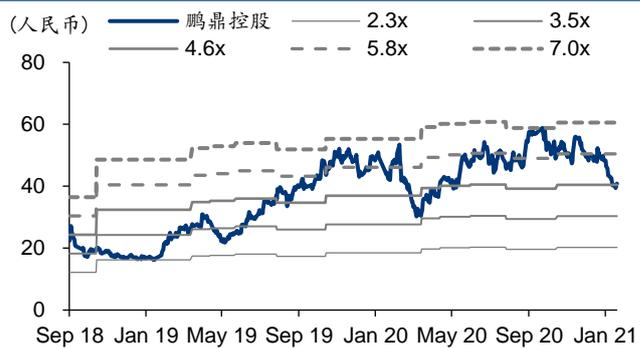
新增产能投产进度不及预期。作为全球领先的 FPC 供应商, 在 5G 新周期 3C 品类扩张、汽车电子渗透率提升驱动下, 终端市场 FPC 需求持续增加。为了充分满足下游客户需求并积极拓展新兴市场业务, 鹏鼎已规划了一系列 FPC、SLP、HDI 等产品的产能扩张, 为未来的业绩增长提供有效支撑。但如果新增产能投产进度不及预期, 或将对鹏鼎的业绩增长产生不利影响。

图表5: 鹏鼎控股 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表6: 鹏鼎控股 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	16,446	16,424	17,427	19,197	22,522
现金	7,303	6,791	5,509	5,530	8,307
应收账款	5,386	6,183	7,232	9,061	8,801
其他应收账款	227.79	293.54	460.01	353.25	590.46
预付账款	89.26	198.17	93.96	284.60	117.09
存货	2,230	1,999	3,036	2,943	3,634
其他流动资产	1,210	959.41	1,097	1,026	1,072
非流动资产	10,908	12,432	15,928	18,316	20,022
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	7,830	9,158	12,321	14,203	15,484
无形资产	1,756	1,723	1,922	2,165	2,459
其他非流动资产	1,322	1,551	1,685	1,948	2,079
资产总计	27,353	28,856	33,355	37,513	42,544
流动负债	9,420	8,885	11,758	12,285	13,404
短期借款	2,053	2,254	2,153	3,212	2,178
应付账款	4,876	4,070	6,938	5,913	8,343
其他流动负债	2,492	2,562	2,667	3,161	2,883
非流动负债	45.34	141.95	93.64	117.79	105.72
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	45.34	141.95	93.64	117.79	105.72
负债合计	9,466	9,027	11,851	12,403	13,510
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	2,311	2,311	2,311	2,311	2,311
资本公积	12,044	12,214	12,214	12,214	12,214
留存公积	3,528	5,293	7,548	10,670	13,842
归属母公司股东权益	17,888	19,829	21,504	25,110	29,034
负债和股东权益	27,353	28,856	33,355	37,513	42,544

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	6,210	4,162	5,588	4,404	9,445
净利润	2,771	2,925	2,830	4,184	4,647
折旧摊销	1,560	1,720	1,816	2,513	3,172
财务费用	79.90	(179.96)	312.43	74.99	80.75
投资损失	(100.97)	(34.11)	(83.01)	(72.70)	(63.27)
营运资金变动	1,690	(901.99)	688.17	(2,279)	1,604
其他经营现金	210.03	632.96	24.63	(16.17)	4.61
投资活动现金	(3,234)	(3,085)	(5,282)	(4,798)	(4,827)
资本支出	4,038	3,845	5,459	4,827	4,915
长期投资	584.77	587.99	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	219.15	172.56	177.37	29.04	88.14
筹资活动现金	1,173	(1,026)	(1,588)	(592.69)	(833.15)
短期借款	(1,407)	200.63	(100.31)	1,059	(1,034)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	231.14	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	3,518	170.46	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,170)	(1,397)	(1,488)	(1,651)	200.52
现金净增加额	4,247	89.30	(1,282)	(987.42)	3,785

利润表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	25,855	26,615	29,851	36,867	40,082
营业成本	19,859	20,272	22,794	27,865	30,215
营业税金及附加	156.66	123.45	152.51	173.61	172.72
营业费用	305.70	377.23	477.61	553.01	601.23
管理费用	910.28	1,068	1,343	1,548	1,683
财务费用	79.90	(179.96)	312.43	74.99	80.75
资产减值损失	(129.53)	(312.94)	(238.81)	(221.20)	(200.41)
公允价值变动收益	(1.00)	(0.79)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	100.97	34.11	83.01	72.70	63.27
营业利润	3,404	3,429	3,273	4,838	5,374
营业外收入	6.97	10.87	18.87	12.24	13.99
营业外支出	53.84	9.70	18.76	11.63	13.29
利润总额	3,357	3,430	3,273	4,839	5,375
所得税	586.24	505.13	443.12	655.00	727.55
净利润	2,771	2,925	2,830	4,184	4,647
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	2,771	2,925	2,830	4,184	4,647
EBITDA	4,823	5,083	5,043	7,353	8,507
EPS (人民币, 基本)	1.20	1.27	1.22	1.81	2.01

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	8.08	2.94	12.16	23.50	8.72
营业利润	59.18	0.71	(4.53)	47.80	11.08
归属母公司净利润	51.65	5.54	(3.23)	47.82	11.08
获利能力 (%)					
毛利率	23.19	23.83	23.64	24.42	24.62
净利率	10.72	10.99	9.48	11.35	11.59
ROE	15.49	14.75	13.16	16.66	16.01
ROIC	21.99	19.32	15.74	18.72	20.52
偿债能力					
资产负债率 (%)	34.61	31.28	35.53	33.06	31.75
净负债比率 (%)	(29.35)	(22.68)	(15.51)	(9.11)	(21.02)
流动比率	1.75	1.85	1.48	1.56	1.68
流动比率	1.37	1.50	1.13	1.22	1.32
营运能力					
总资产周转率	1.02	0.95	0.96	1.04	1.00
应收账款周转率	4.30	4.60	4.45	4.53	4.49
应付账款周转率	3.75	4.53	4.14	4.34	4.24
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.20	1.27	1.22	1.81	2.01
每股经营现金流(最新摊薄)	2.69	1.80	2.42	1.91	4.09
每股净资产(最新摊薄)	7.74	8.58	9.30	10.86	12.56
估值比率					
PE (倍)	34.68	32.86	33.96	22.97	20.68
PB (倍)	5.37	4.85	4.47	3.83	3.31
EV EBITDA (倍)	18.84	18.02	18.39	12.76	10.58

资料来源:公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，胡剑、刘叶，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师胡剑、刘叶本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
 邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司