

## 强烈推荐-A (维持)

鹏鼎控股 002938.SZ

目标估值: 63.00 元

当前股价: 50.73 元

2020 年 06 月 08 日

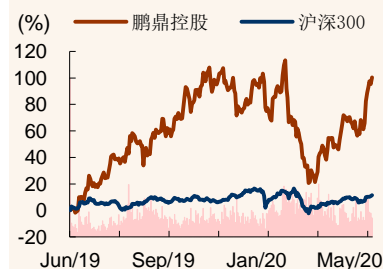
## 5月营收同比+10%，Q3能见度提高

### 基础数据

|            |          |
|------------|----------|
| 上证综指       | 2938     |
| 总股本(万股)    | 231143   |
| 已上市流通股(万股) | 26816    |
| 总市值(亿元)    | 1173     |
| 流通市值(亿元)   | 136      |
| 每股净资产(MRQ) | 8.7      |
| ROE(TTM)   | 15.1     |
| 资产负债率      | 26.7%    |
| 主要股东       | 美港实业有限公司 |
| 主要股东持股比例   | 66.38%   |

### 股价表现

| %    | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | 23 | -4 | 101 |
| 相对表现 | 20 | -7 | 89  |



资料来源: 贝格数据、招商证券

### 相关报告

- 1、《鹏鼎控股(002938)—4月份营收超预期,新机备货及份额提升是主因》2020-05-05
- 2、《鹏鼎控股(002938)—Q1逆势成长,盈利能力提升》2020-04-30
- 3、《鹏鼎控股(002938)点评报告—Q1业绩预告超预期,管理提效与汇兑收益是主因》2020-04-14

### 鄢凡

0755-83074419  
yanfan@cmschina.com.cn  
S1090511060002

### 张益敏

zhangyimin1@cmschina.com.cn  
S1090520040002

公司最新公告 5 月营收 18.69 亿,同比+10.31%环比-17.4%。1-5 月合并营收 81 亿元,同比+7.7%。点评如下:

### 1、5月营收同比+10%，来自 iPhone 补单、非 phone 景气和份额提升。

在疫情影响供需、19 年 5 月基数不低的条件下,公司 5 月实现+10%增长,原因除来自 iPhone 11/SE2 持续的补单效应之外,下游 iPad/AirPods/MacBook 销量超预期亦为订单带来增量,其中 iPad 软板价值含量较高、鹏鼎份额亦高于手机,且该等非手机产品毛利率高于手机,此外海外疫情导致大陆以外供应商位于日韩本土或者东南亚的产线交付能力受损,综合作用下公司营收取得疫情下逆势增长表现,其中 4 月因一定量前期生产的 FPC 裸板经 SMT 后集中交付导致该月收入创历史同期新高,5 月收入环比减少主因 SMT 量环比减少致交货量减少,但裸板产出维持较好状态,我们认为稼动率提升下 4-5 月盈利增速望明显高于收入增速。

### 2、二三季度需求能见度提高,苹果新品将驱动新一轮景气周期。

5 月下旬以来,iPhone 11 及 SE2 补单、以及苹果加强线上促销为 6 月提供支撑。Q3 来看,虽手机新品量产有所延后,但欧美疫情后需求复苏,且公司份额提升、非手机需求景气延续等亦增加了 Q3 能见度,公司从目前接单亦对 Q3 谨慎乐观。而我们较为看好苹果自今年秋季后的新品周期,包括 iPhone 5G 大改版、新一代 Watch 以及后续 Mini-OLED 版 iPad 等,加上苹果整体促销和拉货力度增强,将驱动供应链新一轮成长,公司作为苹果链 PCB 龙头将充分受益,21 年大年可期。

### 3、软板新品布局完善,硬板业务亦有横向扩张潜力。

1) 软板方面,射频软板是鹏鼎持续投资方向,包括 LCP 天线和 MPI 天线等。此外,苹果系高价值量的显触料号也有望从日韩的垄断中透出,公司有望逐步承接; 2) 超薄 HDI 板,即 Mini LED 板,有望在 iPad 及 NB 逐步被采用,公司淮安新产线抢先卡位,且后续有望扩张至其他应用及客户; 3) SLP 业务短期受益 IPO 产能释放、长期则占据 5G 智能终端主板技术制高点; 4) 母公司依托产业最佳平台,对高频/高速 PCB,以及汽车 PCB 业务的整合也望迎来协同效应。

4、投资建议。在公司全年望逆势增长且明年望迎大年的背景下,我们预计 20-22 年营收为 275/344/402 亿,归母净利润为 32.0/42.0/50.5 亿,对应 EPS 为 1.39/1.82/2.18 元,对应当前股价 PE 为 37/28/23 倍,维持“强烈推荐-A”评级,提高目标价至 63 元;

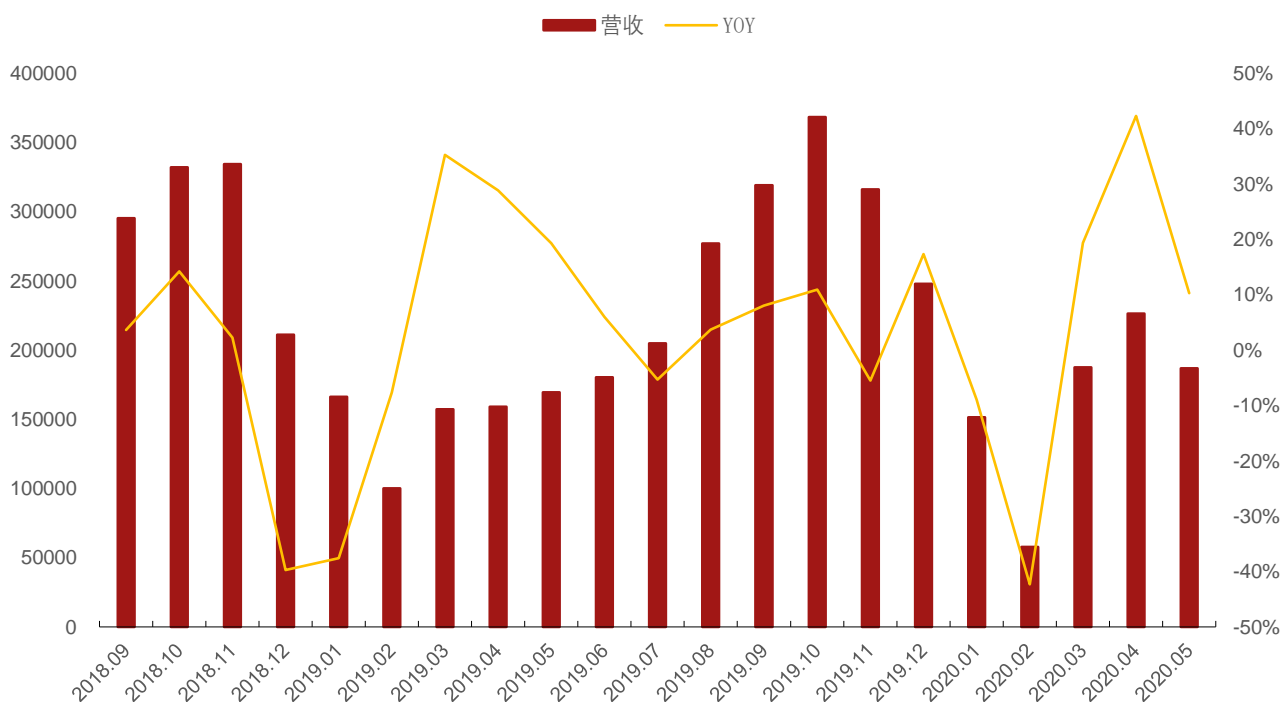
风险提示:大客户创新低于预期、5G 进展低于预期、自动化改革低于预期。

### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 25855 | 26615 | 27491 | 34424 | 40156 |
| 同比增长      | 8%    | 3%    | 3%    | 25%   | 17%   |
| 营业利润(百万元) | 3404  | 3429  | 3757  | 4939  | 5938  |
| 同比增长      | 52%   | 1%    | 10%   | 31%   | 20%   |
| 净利润(百万元)  | 2771  | 2925  | 3203  | 4203  | 5049  |
| 同比增长      | 43%   | 6%    | 10%   | 31%   | 20%   |
| 每股收益(元)   | 1.20  | 1.27  | 1.39  | 1.82  | 2.18  |
| PE        | 42.3  | 40.1  | 36.6  | 27.9  | 23.2  |
| PB        | 6.6   | 5.9   | 5.4   | 4.7   | 4.1   |

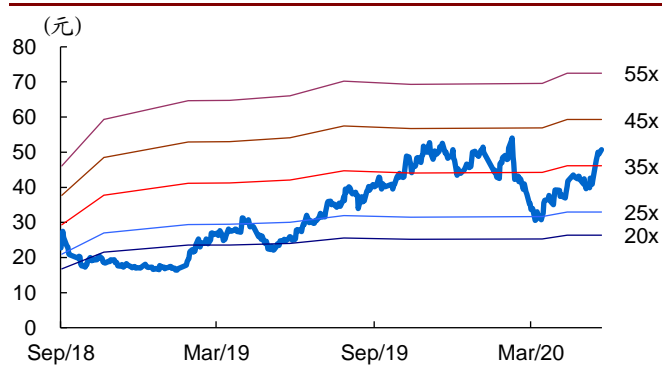
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 鹏鼎控股月度营收(万元)及同比



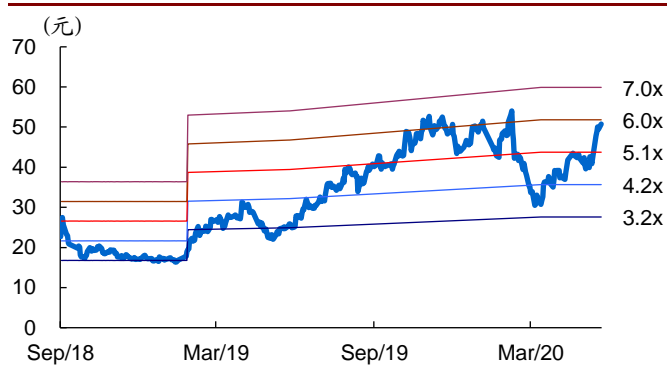
资料来源：公司公告，招商证券

图 2: 鹏鼎控股历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 3: 鹏鼎控股历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

## 参考报告:

- 1、《鹏鼎控股(002938): 4 月份营收超预期, 新机备货及份额提升是主因》2020/05/05
- 2、《鹏鼎控股(002938): Q1 逆势成长, 盈利能力提升》2020/04/30

- 3、《鹏鼎控股（002938）跟踪报告：Q1 业绩预告超预期，管理提效与汇兑收益是主因》2020/04/13
- 4、《鹏鼎控股（002938）跟踪报告：逆势扩张，大者恒大》2020/04/01
- 5、《鹏鼎控股（002938）年报点评：非 phone 业务快速增长，疫情冲击不改长期逻辑》2020/03/31
- 6、《PCB 行业月度跟踪报告：受益 5G 通信云计算新基建大势，详解 IDC 赛道 Multilayer 供需特点》2020/03/08
- 7、《鹏鼎控股（002938）业绩快报点评：19 年业绩符合预期，20 年及后续增长逻辑依然清晰》2020/02/27
- 8、《鹏鼎控股（002938）跟踪报告：1 月营收同比-8.9%，疫情可控下展望 Q1 及长期趋势仍向好》2020/02/08
- 9、《鹏鼎控股（002938）跟踪报告：12 月营收重回增长，2020 年大年可期》2020/01/08
- 10、《PCB 行业月度跟踪报告：5G 设备链条望再迎放量，关注海外 HDI 龙头和特斯拉国产化》2020/01/06
- 11、《PCB 行业月度深度跟踪报告—通信招标延续景气，高速 CCL&5G 手机主板趋势跟踪》2019/12/09
- 12、《PCB 行业月度深度跟踪报告—详解 PCB 三季报，关注通信和苹果链景气趋势》2019/11/09
- 13、《PCB 行业月度跟踪报告：通信高景气延续，把握三季报超预期主线》2019/10/08

## 附：财务预测表

## 资产负债表

| 单位：百万元         | 2018         | 2019         | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 16446        | 16424        | 15496        | 18255        | 22166        |
| 现金             | 7303         | 6791         | 5591         | 5875         | 7741         |
| 交易性投资          | 1            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应收票据           | 17           | 12           | 12           | 15           | 18           |
| 应收款项           | 5386         | 6183         | 6366         | 7972         | 9299         |
| 其它应收款          | 228          | 294          | 303          | 380          | 443          |
| 存货             | 2230         | 1999         | 2041         | 2535         | 2943         |
| 其他             | 1281         | 1146         | 1182         | 1478         | 1723         |
| <b>非流动资产</b>   | 10908        | 12432        | 15459        | 16889        | 17528        |
| 长期股权投资         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 7830         | 9158         | 12363        | 13952        | 14735        |
| 无形资产           | 1776         | 1743         | 1569         | 1412         | 1271         |
| 其他             | 1301         | 1531         | 1527         | 1525         | 1522         |
| <b>资产总计</b>    | <b>27353</b> | <b>28856</b> | <b>30955</b> | <b>35143</b> | <b>39695</b> |
| <b>流动负债</b>    | 9420         | 8885         | 8937         | 9883         | 10646        |
| 短期借款           | 2053         | 2254         | 2200         | 2100         | 2000         |
| 应付账款           | 4876         | 4070         | 4172         | 5182         | 6016         |
| 预收账款           | 37           | 27           | 28           | 35           | 40           |
| 其他             | 2455         | 2535         | 2537         | 2566         | 2590         |
| <b>长期负债</b>    | 45           | 142          | 142          | 142          | 142          |
| 长期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 45           | 142          | 142          | 142          | 142          |
| <b>负债合计</b>    | <b>9466</b>  | <b>9027</b>  | <b>9079</b>  | <b>10025</b> | <b>10788</b> |
| 股本             | 2311         | 2311         | 2311         | 2311         | 2311         |
| 资本公积金          | 12044        | 12214        | 12214        | 12214        | 12214        |
| 留存收益           | 3532         | 5303         | 7350         | 10593        | 14381        |
| 少数股东权益         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 归属于母公司所有者权益    | 17888        | 19829        | 21876        | 25119        | 28906        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>27353</b> | <b>28856</b> | <b>30955</b> | <b>35143</b> | <b>39695</b> |

## 现金流量表

| 单位：百万元         | 2018        | 2019      | 2020E         | 2021E      | 2022E       |
|----------------|-------------|-----------|---------------|------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 6210        | 4162      | 4934          | 5268       | 6635        |
| 净利润            | 2771        | 2925      | 3203          | 4203       | 5049        |
| 折旧摊销           | 1560        | 1720      | 1947          | 2548       | 2839        |
| 财务费用           | (27)        | 4         | 84            | 83         | 69          |
| 投资收益           | (101)       | (34)      | (140)         | (140)      | (140)       |
| 营运资金变动         | 2002        | (399)     | (166)         | (1437)     | (1188)      |
| 其它             | 5           | (54)      | 7             | 10         | 7           |
| <b>投资活动现金流</b> | (3234)      | (3085)    | (4840)        | (3840)     | (3340)      |
| 资本支出           | (4038)      | (3845)    | (4980)        | (3980)     | (3480)      |
| 其他投资           | 804         | 761       | 140           | 140        | 140         |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1173        | (1026)    | (1293)        | (1144)     | (1430)      |
| 借款变动           | (1457)      | (261)     | (54)          | (100)      | (100)       |
| 普通股增加          | 231         | 0         | 0             | 0          | 0           |
| 资本公积增加         | 3518        | 170       | 0             | 0          | 0           |
| 股利分配           | (1040)      | (1156)    | (1156)        | (961)      | (1261)      |
| 其他             | (80)        | 220       | (84)          | (83)       | (69)        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>4148</b> | <b>51</b> | <b>(1199)</b> | <b>284</b> | <b>1866</b> |

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

| 单位：百万元           | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 25855 | 26615 | 27491 | 34424 | 40156 |
| 营业成本             | 19859 | 20272 | 20779 | 25813 | 29967 |
| 营业税金及附加          | 157   | 123   | 128   | 160   | 186   |
| 营业费用             | 306   | 377   | 357   | 430   | 502   |
| 管理费用             | 910   | 1068  | 1031  | 1308  | 1526  |
| 研发费用             | 1223  | 1352  | 1375  | 1721  | 2008  |
| 财务费用             | 80    | (180) | 84    | 83    | 69    |
| 资产减值损失           | (130) | (314) | (120) | (110) | (100) |
| 公允价值变动           | (1)   | (1)   | (1)   | (1)   | (1)   |
| 其他收益             | 214   | 141   | 141   | 141   | 141   |
| 投资收益             | 214   | 141   | 141   | 141   | 141   |
| <b>营业利润</b>      | 3404  | 3429  | 3757  | 4939  | 5938  |
| 营业外收入            | 7     | 11    | 11    | 11    | 11    |
| 营业外支出            | 54    | 10    | 10    | 10    | 10    |
| <b>利润总额</b>      | 3357  | 3430  | 3758  | 4940  | 5939  |
| 所得税              | 586   | 505   | 556   | 737   | 891   |
| 少数股东损益           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属于母公司净利润</b> | 2771  | 2925  | 3203  | 4203  | 5049  |

## 主要财务比率

|                 | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入            | 8%    | 3%    | 3%    | 25%   | 17%   |
| 营业利润            | 52%   | 1%    | 10%   | 31%   | 20%   |
| 净利润             | 43%   | 6%    | 10%   | 31%   | 20%   |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率             | 23.2% | 23.8% | 24.4% | 25.0% | 25.4% |
| 净利率             | 10.7% | 11.0% | 11.6% | 12.2% | 12.6% |
| ROE             | 15.5% | 14.7% | 14.6% | 16.7% | 17.5% |
| ROIC            | 14.2% | 12.5% | 13.5% | 15.6% | 16.5% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率           | 34.6% | 31.3% | 29.3% | 28.5% | 27.2% |
| 净负债比率           | 7.5%  | 7.8%  | 7.1%  | 6.0%  | 5.0%  |
| 流动比率            | 1.7   | 1.8   | 1.7   | 1.8   | 2.1   |
| 速动比率            | 1.5   | 1.6   | 1.5   | 1.6   | 1.8   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产周转率           | 0.9   | 0.9   | 0.9   | 1.0   | 1.0   |
| 存货周转率           | 8.5   | 9.6   | 10.3  | 11.3  | 10.9  |
| 应收帐款周转率         | 4.3   | 4.6   | 4.4   | 4.8   | 4.6   |
| 应付帐款周转率         | 3.8   | 4.5   | 5.0   | 5.5   | 5.4   |
| <b>每股资料 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS             | 1.20  | 1.27  | 1.39  | 1.82  | 2.18  |
| 每股经营现金          | 2.69  | 1.80  | 2.13  | 2.28  | 2.87  |
| 每股净资产           | 7.74  | 8.58  | 9.46  | 10.87 | 12.51 |
| 每股股利            | 0.50  | 0.50  | 0.42  | 0.55  | 0.66  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| PE              | 42.3  | 40.1  | 36.6  | 27.9  | 23.2  |
| PB              | 6.6   | 5.9   | 5.4   | 4.7   | 4.1   |
| EV/EBITDA       | 24.2  | 24.7  | 20.9  | 15.9  | 13.7  |

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

鄢凡：北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，11 年证券从业经验，08-11 年中信证券，11 年加盟招商证券，任电子行业首席分析师。11/12/14/15/16/17/19 年《新财富》电子行业最佳分析师第 2/5/2/2/4/3/3 名，11/12/14/15/16/17/18/19 年《水晶球》电子第 2/4/1/2/3/3/2/3 名，10/14/15/16/17/18/19 年《金牛奖》TMT/电子第 1/2/3/3/3/3/2 名，2018-2019 年最具价值金牛分析师。

王淑姬：北京大学金融学硕士，北京大学电子学学士，2017 年 4 月加入招商电子团队，任电子行业分析师。

张益敏：上海交通大学工学硕士，覆盖 PCB，设备，汽车电子，电子周期品等领域。2018 年在太平洋证券，2019 年加入招商电子团队，任电子行业分析师。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。