

强烈推荐-A (维持)

鹏鼎控股 002938.SZ

目标估值: 63.00 元
当前股价: 48.95 元
2020年10月31日

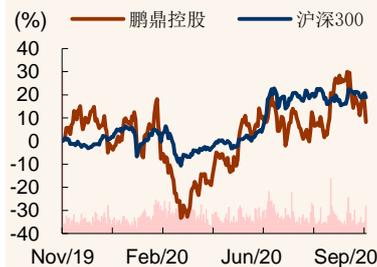
三季度业绩承压, Q4及明年上行趋势仍可期待

基础数据

上证综指	3225
总股本(万股)	231143
已上市流通股(万股)	48017
总市值(亿元)	1131
流通市值(亿元)	235
每股净资产(MRQ)	8.7
ROE(TTM)	12.9
资产负债率	28.8%
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	-14	23	4
相对表现	-17	3	-17



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《鹏鼎控股(002938)—9月营收仍承压, 新机发布望拉动软板需求上行》2020-10-09
- 2、《鹏鼎控股(002938)—业绩符合预期, 消费电子及计算机用板逆势增长》2020-08-12
- 3、《鹏鼎控股(002938)—7月营收同比+14.9%, 苹果软板需求超预期》2020-08-05

鄢凡

0755-83074419
yanfan@cmschina.com.cn
S1090511060002

张益敏

zhangyimin1@cmschina.com.cn
S1090520040002

事件:

公司公布三季度财务数据, 前三季度实现销售收入 174.6 亿元, 同比+0.74%; 实现归母净利润 13.7 亿元, 同比-18.9%; 扣非归母净利润 12.6 亿元, 同比-20.7%。

评论:

1、业绩低于预期, 旧料号降价、汇率影响与新产线折旧增加致 Q3 业绩承压。

经沟通与测算, 三季度单季度实现营收 73.5 亿元, 同比-8%环比+19%; 实现归母净利润 5.8 亿元, 同比-46%环比+21%; 扣非归母净利润 5.1 亿元, 同比-52%环比+5%。其中 Q3 单季度确认政府补贴约 0.9 亿元, 单季度汇兑损失约 0.7 亿元(去年同期汇兑得利约 0.9 亿)。利润率方面, 前三季度毛利率 20.6%, 同比-1.39 个 pcts, 净利率 7.9%, 同比-1.9 个 pcts。Q3 单季度毛利率 20.1%, 同比-4.3 个 pcts 环比+0.1 个 pcts, 净利率 8.0%, 同比-5.6 个 pcts 环比+0.1 个 pcts。尽管我们前期已指出因大客户新机延迟公司 Q3 面临压力、但最终业绩仍低于此前市场和我们的预期, 我们认为原因主要是旧机型料号降价、汇率影响、新产线集中转固、配套成本提前支出等综合负面影响比预期更大。

2、通讯用板营收和毛利率同比下降, 计算机和消费电子用板维持稳健。

从业务板块来看, 经沟通与测算, 前三季度通讯用板营收占比约 70%、同比个百分点下降, 毛利率亦同比下降, 原因有: 1) Q3 大客户新机延后, 旧机型料号配合大客户促销政策价格下降; 2) 公司业务大部分以美元结算后换为人民币, Q3 美元贬值带来经营层面的成本压力; 3) 淮安、秦皇岛、深圳新产线在 Q3 集中转固、固定资产环比增加近 10 亿元, 但下游旺季不旺导致单位产出的固定成本(制造费用)短期提升; 4) 虽然新机延后, 但新机研发、新产线人员配置等成本项仍正常产生亦对毛利率产生压制。

计算机和消费电子用板方面, 前三季度营收实现双位数增长、毛利率亦有提升且高于通讯用板, 来自可穿戴、iPad、MacBook 等产品线需求维持平稳状态, 随着规模效应的提升和新品的导入毛利率亦有提升。

3、Q4 新机集中备货下业绩弹性可期, 且 21 年上行趋势仍望延续。

18 年至 20 年新机发布前, 苹果软板需求实际处于微幅收缩状态, 主因 iPhone 销量的增长乏力以及客户的降成本促销需求。但近期新机发布后, 供应链订单动能加强, 新机延后也导致 Q4 软板出货将更加集中,

(接下页)

考虑 iPhone 新品周期内更高的供货价格以及新投放产能释放的弹性，我们认为虽然 10 月份因基数较高单月营收增长仍有压力，但公司 Q4 整体营收和毛利率均将迎来环比提升，带动全年业绩达到 0%-10%增长的预算范围。

明年来看，需求端我们看好苹果新周期在创新驱动/定价和格局优化/产业转移等多重逻辑下的零部件需求复苏，且市场口碑和需求持续性有望继续超预期。而供给层面公司在 19-20 年 5G 新机发布前、有疫情影响的需求下行期逆势扩张产能，其中深圳二厂、淮安、秦皇岛合计投资软板新产线约 10 亿元，秦皇岛新投 SLP 产线约 4 亿元，淮安改造旧产线投入约 6 亿元（计划做服务器 PCB），淮安计划逐步投入 16 亿元配套 miniLED 背板产线，大额的资本开支引领板块，我们认为这种逆势扩张虽然带来短期的成本压力，但有望在明年的需求恢复期提供营收和利润弹性。

4、苹果体系龙头优势稳固，外围硬板业务亦具备长期空间。

公司依靠领先的研发和资本实力引领行业，深度配套和服务大客户新品布局，软板方面已掌握射频软板 LCP/MPI，长期看显示模组料号也有望逐步承接提升份额；超薄 HDI 板（Mini LED 背板）在 iPad 及 NB 率先商用，淮安新产线初步规划产能对应 15-20 亿营收且后续仍有扩张潜力；SLP 业务 2 期产能释放后有望在供应链获得龙头地位。

另一方面，公司体外收购的先丰资产，是长期以来通信设备板和汽车板的全球领先厂商，在客户资源和技术团队能力上具备一定积累，后续有望成为鹏鼎发展硬板业务的核心资源，公司淮安老厂改造投产服务器用多层通孔板和 HDI 已是初步体现，后续其他硬板业务在资源整合下亦有横向扩张潜力，打开公司长期发展空间。

5、投资建议。

在公司 Q3 短期承压，但 Q4 有望迎来较快增长、带动全年业绩实现 0%-10%增长的预算范围，且明年望迎大年的背景下，我们预计 20-22 年营收为 275/325/368 亿，归母净利润为 30.0/41.2/49.9 亿，对应 EPS 为 1.30/1.78/2.16 元，对应当前股价 PE 为 38/28/23 倍，维持“强烈推荐-A”评级，目标价 63 元。

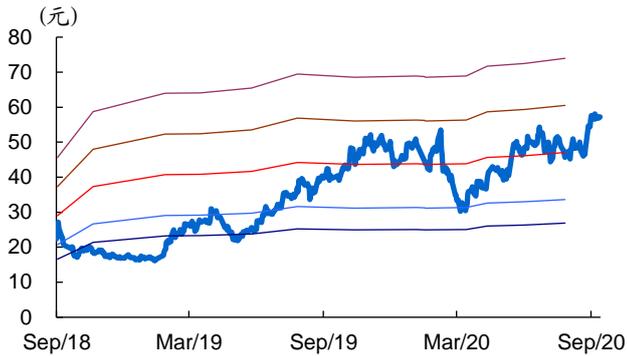
风险提示：大客户创新低于预期、新品销量低于预期、5G 进度低于预期。

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	32489	36831
同比增长	8%	3%	3%	18%	13%
营业利润(百万元)	3404	3429	3510	4828	5858
同比增长	52%	1%	2%	38%	21%
净利润(百万元)	2771	2925	2994	4117	4994
同比增长	43%	6%	2%	38%	21%
每股收益(元)	1.20	1.27	1.30	1.78	2.16
PE	40.8	38.7	37.8	27.5	22.7
PB	6.3	5.7	5.2	4.5	3.9

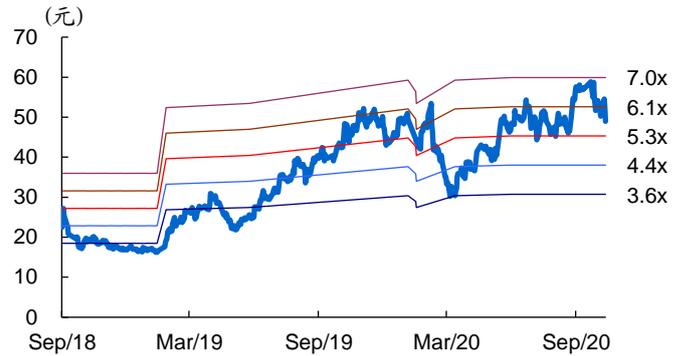
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 鹏鼎控股历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 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): 9月营收仍承压, 新机发布望拉动软板需求上行》2020/10/09
- 2、《鹏鼎控股(002938): 业绩符合预期, 消费电子及计算机用板逆势增长》2020/08/12
- 3、《鹏鼎控股(002938): 7月营收同比+14.9%, 苹果软板需求超预期》2020/08/05
- 4、《鹏鼎控股(002938): 6月营收同比+11.6%, 主因 iPhone 补单及份额提升》2020/07/07
- 5、《鹏鼎控股(002938): 5月营收同比+10%, Q3 能见度提高》2020/06/08
- 6、《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
- 7、《鹏鼎控股(002938): Q1 逆势成长, 盈利能力提升》2020/04/30
- 8、《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
- 9、《鹏鼎控股(002938)跟踪报告: 逆势扩张, 大者恒大》2020/04/01
- 10、《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
- 11、《鹏鼎控股(002938)深度报告: 鹏程万里, 鼎天利地》2019/11/06

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	16446	16424	16342	19456	23213
现金	7303	6791	6398	7789	10025
交易性投资	1	0	0	0	0
应收票据	17	12	12	15	16
应收款项	5386	6183	6366	7524	8529
其它应收款	228	294	303	358	406
存货	2230	1999	2077	2377	2660
其他	1281	1146	1185	1393	1576
非流动资产	10908	12432	14481	15121	15622
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	7830	9158	11385	12184	12829
无形资产	1776	1743	1569	1412	1271
其他	1301	1531	1527	1525	1522
资产总计	27353	28856	30823	34577	38835
流动负债	9420	8885	9013	9548	10048
短期借款	2053	2254	2200	2100	2000
应付账款	4876	4070	4246	4859	5438
预收账款	37	27	28	32	36
其他	2455	2535	2540	2557	2573
长期负债	45	142	142	142	142
长期借款	0	0	0	0	0
其他	45	142	142	142	142
负债合计	9466	9027	9155	9690	10190
股本	2311	2311	2311	2311	2311
资本公积金	12044	12214	12214	12214	12214
留存收益	3532	5303	7142	10361	14119
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	17888	19829	21667	24886	28645
负债及权益合计	27353	28856	30823	34577	38835

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	6210	4162	4777	5322	6482
净利润	2771	2925	2994	4117	4994
折旧摊销	1560	1720	1947	2359	2497
财务费用	(27)	4	101	72	52
投资收益	(101)	(34)	(140)	(140)	(140)
营运资金变动	2002	(399)	(130)	(1093)	(926)
其它	5	(54)	5	6	6
投资活动现金流	(3234)	(3085)	(3860)	(2860)	(2860)
资本支出	(4038)	(3845)	(4000)	(3000)	(3000)
其他投资	804	761	140	140	140
筹资活动现金流	1173	(1026)	(1310)	(1070)	(1387)
借款变动	(2497)	(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	0	(1156)	(1156)	(898)	(1235)
其他	(80)	220	(101)	(72)	(52)
现金净增加额	4148	51	(393)	1392	2236

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
营业收入	25855	26615	27491	32489	36831
营业成本	19859	20272	21147	24202	27089
营业税金及附加	157	123	128	151	171
营业费用	306	377	357	406	460
管理费用	910	1068	1031	1235	1400
研发费用	1223	1352	1237	1624	1842
财务费用	80	(180)	101	72	52
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	95	122	122	122	122
投资收益	119	18	18	18	18
营业利润	3404	3429	3510	4828	5858
营业外收入	7	11	11	11	11
营业外支出	54	10	10	10	10
利润总额	3357	3430	3511	4830	5859
所得税	586	505	517	712	865
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	2771	2925	2994	4117	4994

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	8%	3%	3%	18%	13%
营业利润	52%	1%	2%	38%	21%
净利润	43%	6%	2%	38%	21%
获利能力					
毛利率	23.2%	23.8%	23.1%	25.5%	26.5%
净利率	10.7%	11.0%	10.9%	12.7%	13.6%
ROE	15.5%	14.7%	13.8%	16.5%	17.4%
ROIC	14.3%	12.5%	12.9%	15.5%	16.4%
偿债能力					
资产负债率	34.6%	31.3%	29.7%	28.0%	26.2%
净负债比率	7.5%	7.8%	7.1%	6.1%	5.1%
流动比率	1.7	1.8	1.8	2.0	2.3
速动比率	1.5	1.6	1.6	1.8	2.0
营运能力					
资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
存货周转率	8.5	9.6	10.4	10.9	10.8
应收帐款周转率	4.3	4.6	4.4	4.7	4.6
应付帐款周转率	3.8	4.5	5.1	5.3	5.3
每股资料 (元)					
EPS	1.20	1.27	1.30	1.78	2.16
每股经营现金	2.69	1.80	2.07	2.30	2.80
每股净资产	7.74	8.58	9.37	10.77	12.39
每股股利	0.50	0.50	0.39	0.53	0.65
估值比率					
PE	40.8	38.7	37.8	27.5	22.7
PB	6.3	5.7	5.2	4.5	3.9
EV/EBITDA	23.2	23.7	20.9	16.0	13.8

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，12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。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。