



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2020-09-25

公司点评报告

买入/维持

春秋电子(603890)

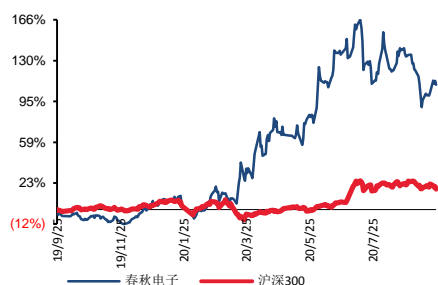
目标价: 20.3

昨收盘: 14.84

信息技术 技术硬件与设备

定增加码，扬帆待航

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	385/192
总市值/流通(百万元)	5,806/2,899
12个月最高/最低(元)	19.17/8.94

相关研究报告:

春秋电子(603890)《受益行业复苏成长明确,新产能+客户奠定未来基调》
--2020/08/20

春秋电子(603890)《携手华勤,新一轮国产化替代增长的起点》
--2020/07/01

春秋电子(603890)《行业景气叠加结构改善,供应链本土替代拉动持续成长》
--2020/06/22

证券分析师: 王凌涛

电话: 021-58502206

E-MAIL: wanglt@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519110001

证券分析师助理: 沈钱

电话: 021-58502206-8008

E-MAIL: shenqian@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190119110024

事件: 公司拟非公开发行股份募集资金不超过 5.57 亿元,用于年产 1000 万套精密结构件项目和补充流动资金。

定增加码,助力笔记本产业链国产替代。在前期公告中,公司已明确表示将与华勤旗下子公司—上海摩勤—共同出资设立的结构件公司—南昌春秋,主要为华勤提供笔记本电脑结构件,核心的终端客户为国内新晋笔记本电脑品牌厂商,此次募投资金则将主要用于南昌春秋的新产线建设,该项目的总投资为 6.76 亿元,其中项目资本金为 6 亿元,公司计划投入 3.9 亿元募集资金作为项目资本金,剩余 2.1 亿元资本金由上海摩勤出资,非项目资本金共 0.76 亿元,由南昌春秋通过银行贷款或其他途径解决。募集资金到位之前,公司已使用自有资金开始投入建设,资金到位后将予以置换,项目预计将于 2021H2 建成投产,届时,公司将新增 1000 万套/年的精密结构件产能,产能逐期释出。在之前多篇报告中我们已经指出,华为、小米等国产智能手机品牌厂商为了实现手机品类外的横向扩增,相继切入了笔记本电脑领域,且凭借其在外观设计、消费者应用习惯把握和与手机联动功能创新等方面的优势,已取得了斐然的成绩,而且近期,AMD 和英特尔相继对外宣称已获得对华为的供货许可,表明美方对华为笔记本电脑的限制已率先见到曙光,华为、小米等新晋国产笔记本电脑品牌厂商未来的发展值得期待。

今年 8 月,华为启动“南泥湾”计划,笔记本电脑亦被纳入其中,随着华为对笔记本电脑业务的重视程度逐渐提高,其未来会不断抢占海外品牌厂商在国内的市场份额,而在 OMD 厂商的选择上,华为会更加倾向于选择闻泰、华勤等已有多年合作经验、彼此熟悉的企业,带动本土 ODM 厂商对台系 ODM 供应商的取代,本土 ODM 厂商在成长壮大的过程中则将扶持大陆本土的嫡系供应链,进而形成对台系供应链市场份额的全链条侵蚀。

公司原是联想笔记本电脑结构件的核心供应商,今年又顺利切入至戴尔和惠普的供应体系,对惠普已形成批量供货,对戴尔的供货亦将于 10 月份进入批量阶段,与全球前三大笔记本电脑品牌厂商的合作,是对公司在模具和结构件领域的加工能力的认可,而极强的工艺能力则是公司与华勤合作最关键的基础保障之一,通过此次合作,公司将成功跻身笔记本电脑国产替代队伍的一员,成为这轮笔记本供应链本土化份额侵蚀与替代的明确受益方。

深化汽车电子布局，寻找长期成长引擎。公司此次募集资金主要将用于笔记本电脑金属结构件及配套模具产线的建设，当然亦不排除未来进一步涉足汽车电子精密结构件及配套模具的开发。公司所专精的冲压、CNC、打磨、拉丝、阳极等生产技术工艺，以及自主研发制造的模具，在汽车领域亦具备极佳的发展前景，为了深化在汽车电子领域的布局，公司通过增资的方式获取恒精材料 15%的股权，未来若能通过恒精材料实现汽车电子领域重要客户的突破，将从长期维度成为公司成长的重要引擎。

本土供应链向台系的替代和核心客户占比提升才是春秋真正的成长预期差所在。从我们日常的沟通交流可以感受到，包括这轮春秋电子从7月中旬的高位逐步调整至今，都体现出市场对于笔记本电脑下半年的销售趋势的理解剪刀差：狭义的理解是认为这轮笔记本电脑的上行周期只是全球疫情带动下的一根小脉冲，但是实际上这轮因疫情启动的笔记本产业热销的动能之超预期，连仁宝、广达这类行业代工龙头都未曾料到。而且对于春秋电子这样的国产笔记本电脑供应链核心企业而言，除了行业因疫情而带动的短期增量，还有国产 ODM 供应链替代台系 ODM 供应链的结构性叠加以及主要客户的供应占比提升，从个股的成长空间来看，其实后面两项因素对于春秋整体的带动是更大且持续性更强的。

盈利预测及评级：维持买入评级。1000 万套的增产，就我们所了解的春秋电子总产能来看，是很大的增量，在当前时间节点公司有信心、有能力去做这么大的产能扩增，本身就是对未来成长空间的最佳诠释。通过南昌分厂与华勤的合作，将很明显将为公司在华为、小米等国内一线品牌客户中打开新的渠道增量，两者叠加，为公司未来数年的持续成长打下了坚实的基础，我们预测公司 2020-2021 年净利润有望达到 3.52、4.62、5.95 亿，当前股价对应 PE 16.20、12.36 和 9.60 倍，维持公司买入评级

风险提示：（1）笔记本全球供应链因疫情再度抬头导致封禁卡顿出现供给受阻；（2）全球笔记本电脑行业复苏程度低于预期；（3）国内本土品牌华为、小米、Oppo 等品牌在笔记本领域的成长拉动不及预期。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2019	3055	4030	5259
(+/-%)	13.75	51.31	31.91	30.50
净利润(百万元)	156	352	462	595
(+/-%)	43.40	126.20	31.00	28.90
摊薄每股收益(元)	0.40	0.92	1.20	1.55
市盈率(PE)	36.64	16.20	12.36	9.60

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	550	474	597	892	1,181
应收和预付款项	699	819	1,106	1,311	1,843
存货	303	449	620	635	918
其他流动资产	206	89	90	102	98
流动资产合计	1,757	1,831	2,413	2,940	4,040
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	501	804	822	837	855
在建工程	151	143	157	179	190
无形资产	46	78	72	65	59
长期待摊费用	5	11	8	2	2
其他非流动资产	84	32	45	52	40
资产总计	2,543	2,898	3,516	4,075	5,186
短期借款	426	425	468	489	521
应付和预收款项	655	895	1,205	1,419	2,097
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	52	52	73	77	67
负债合计	1,132	1,372	1,746	1,985	2,685
股本	192	274	274	274	274
资本公积	820	745	745	745	745
留存收益	399	507	751	1,071	1,483
归母公司股东权益	1,411	1,526	1,770	2,090	2,502
少数股东权益	0	0	0	0	-1
股东权益合计	1,411	1,526	1,770	2,089	2,501
负债和股东权益	2,543	2,898	3,516	4,075	5,186

现金流量表(百万)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	33	168	300	602	629
投资性现金流	-684	-214	-110	-179	-182
融资性现金流	91	62	-66	-129	-158
现金增加额	-556	25	124	294	290

利润表(百万)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,775	2,019	3,055	4,030	5,259
营业成本	1,451	1,623	2,437	3,211	4,184
营业税金及附加	13	7	18	32	36
销售费用	32	31	44	58	82
管理费用	67	77	134	175	231
财务费用	-4	6	16	27	31
资产减值损失	14	-11	12	14	14
投资收益	6	2	0	0	0
公允价值变动	0	2	0	0	0
营业利润	135	180	410	535	692
其他非经营损益	4	-5	4	8	8
利润总额	139	175	414	543	700
所得税	31	19	62	81	105
净利润	109	156	352	461	595
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	109	156	352	462	595

预测指标					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	18.20%	19.60%	20.20%	20.30%	20.50%
销售净利率	6.10%	7.70%	11.50%	11.50%	11.30%
销售收入增长率	2.00%	13.80%	51.30%	31.90%	30.50%
EBIT 增长率	-31.10%	25.20%	127.90%	29.50%	27.50%
净利润增长率	-32.10%	43.40%	126.20%	31.00%	28.90%
ROE	0.08	0.1	0.2	0.22	0.24
ROA	0.06	0.06	0.12	0.14	0.14
ROIC	0.2	0.13	0.25	0.28	0.34
EPS(X)	0.28	0.4	0.92	1.2	1.55
PE(X)	52.57	36.64	16.2	12.36	9.6
PB(X)	4.05	3.74	3.23	2.73	2.28
PS(X)	3.22	2.83	1.87	1.42	1.09
EV/EBITDA(X)	14.61	15.66	7.18	5.33	4.02

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。