

审慎推荐-A (首次)

春兴精工 002547.SZ

当前股价: 10.89 元
2017 年 08 月 18 日

收购美国光路交换开关公司进军光通信, 开启向科技型企业转型之路

基础数据

上证综指	3268
总股本(万股)	112806
已上市流通股(万股)	68443
总市值(亿元)	123
流通市值(亿元)	75
每股净资产(MRQ)	2.7
ROE(TTM)	3.9
资产负债率	54.0%
主要股东	孙洁晓
主要股东持股比例	38.54%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

周炎
0755-82853775
zhouyan3@cmschina.com.cn
S1090513070008

王林
010-57601716
wanglin10@cmschina.com.cn
S1090514080005

事件:

- 1) 8月18日, 公司发布公告终止筹划重大资产重组事项, 此次重大资产重组事项拟以现金收购方式购买美国光开关公司 CALIENT Technology 71% 股权。
- 2) 8月18日, 公司发布《关于收购 CALIENT Technology 部分股权的公告》, 拟以公司合并的方式收购目标公司 CALIENT 51% 的股权。

招商点评:

1、收购美国光交换开关公司进军光通信行业, 公司开启向科技型企业转型之路。

此次收购的标的公司 CALIENT 是业界领先的 3D-MEMS 光路交换开关制造商, 其光路交换开关 (OCS) 可提供超低延迟和业界最大的交换容量和密度, 产品的主要应用领域为数据中心和云计算中心、SDN 光传输以及实验室自动化, 其他细分市场包括媒体和娱乐、C-RAN 无线基础设施以及海底电缆登录等。当前, 网络架构的改变和流量的爆发使得数据中心正逐步成为流量的汇聚地, 更低的时延和更大的交换容量是数据中心应对流量增长所急需提升的能力。基于 3D-MEMS 技术的光路交换开关是一种全关开关, 相比于基于光电转换的开关而言, 能够极大的降低时延并提升交换容量。

在产品及技术方面, CALIENT 公司拥有业界领先的 3D-MEMS 光路交换开关生产技术, 公司将深硅等离子刻蚀工艺的专利技术用于制造 3D-MEMS 反光镜阵列, 该项专利与强大可靠的软件结合, 使其产品光路交换开关可实现光学层的动态灵活管理。在下游客户方面, CALIENT 主要针对大型数据中心客户, 包括 Google、Facebook、Amazon 等。我们认此次收购若顺利完成将帮助公司实现在光通信领域的业务拓展, 开启公司由精密制造型公司向科技型公司的转型。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2118	2536	2967	4450	5341
同比增长	-5%	20%	17%	50%	20%
营业利润(百万元)	224	202	131	333	410
同比增长	81%	-10%	-35%	155%	23%
净利润(百万元)	181	163	102	310	373
同比增长	74%	-10%	-37%	202%	20%
每股收益(元)	0.18	0.16	0.09	0.27	0.33
PE	60.8	67.4	120.0	39.7	33.0
PB	5.9	5.5	7.0	3.8	3.4

资料来源: 公司数据、招商证券

2、移动通信射频器件行业逐渐筑底，公司加强成本控制及产品研发持续提升竞争实力

从全球范围来看，移动通信射频器件产业逐渐向中国转移，目前国内相关公司市场全球市场份额合计接近 70%。公司是全国的领先厂商，相关业务的下游客户主要为华为、爱立信、诺基亚等通信设备厂商。移动通信射频器件业务与运营商无线网络建设的关联度较高，进入 2015 年之后三大运营商的整体 Capex 投资呈现出下滑的趋势，行业需求和产品的价格处于持续筑底的阶段。在此背景下，公司一方面对内开展精细化管理来提升效率、并严格控制费用支出，降低运营成本；另一方面持续开展研发投入，通过新产品的推出来开拓新市场和新客户。2017 年上半年公司研发投入达到 3596 万，同比提升 27.38%。我们认为，成本和费用端的有效控制有助于帮助公司渡过行业困难时期，同时研发费用的持续投入将一部提升公司竞争实力。

3、收购凯茂，进入玻璃行业；收购泽宏科技，消费电子布局持续推进

公司通过收购凯茂 51% 股权进入玻璃行业，凯茂是业内位数不多的掌握 2D、2.5D 以及 3D 全系列玻璃显示及玻璃盖板机身制造能力的企业，拥有成熟的切割、成型、抛光、强化、镀膜等全套生产流程的先进技术以及设备体系，该技术迎合市场未来发展的需求，对公司产业链升级和业绩具有较高的提升作用。

泽宏科技专注于消费电子外观件产品的表面处理工艺，具备成熟的铝合金和不锈钢表面处理工艺体系，并已进入玻璃外观件表面处理工艺技术的研发，目前拥有华为、OPPO、VIVO、小米、联想、魅族等国内优质客户。通过此次收购，将实现公司消费电子业务从前端加工制造到后端表面处理环节的延伸，有望通过整合实现全产业链布局的协同效应和消费电子业务的快速发展。公司通过对上述公司的收购进一步巩固和开拓消费电子业务市场，实现消费电子产业链的整合和升级。

4、投资建议：

首次覆盖，给予“审慎推荐-A”评级。公司收购美国光路交换开关公司 CALIENT 进军光通信，开启向科技型企业转型之路。未来随着 5G 的到来以及行业需求的好转，公司未来业绩或将迎来拐点。预计公司 2017~2019 年归母净利润为 1.02、3.10 亿和 3.73 亿，对应 EPS 分别为 0.09、0.27 和 0.33 元。当前股价 10.9 元，对应 PE 为 120、39x、33x。给予“审慎推荐”评级。

风险提示：

- 1) 海外并购失败的风险，包括审批、换汇等存在不确定性；
- 2) 通信行业需求持续低迷及竞争加剧；
- 3) 消费电子产品研发及客户突破不及预期。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2101	2889	3972	5421	7273
现金	340	540	1150	1278	2301
交易性投资	3	4	4	5	6
应收票据	73	28	33	49	59
应收款项	661	857	1003	1504	1805
其它应收款	37	81	95	142	171
存货	532	779	975	1385	1662
其他	457	601	713	1057	1269
非流动资产	1411	2553	2591	3054	4090
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1003	1191	1144	1134	1175
无形资产	113	134	184	234	284
其他	296	1228	1263	1686	2631
资产总计	3512	5442	6563	8475	11363
流动负债	1627	3211	4601	5160	7651
短期借款	425	1429	1890	119	40
应付账款	559	754	944	1341	1609
预收账款	3	31	39	55	66
其他	640	997	1728	3645	5936
长期负债	2	5	5	5	5
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2	5	5	5	5
负债合计	1629	3216	4605	5165	7656
股本	1012	1012	1128	1128	1128
资本公积金	472	472	472	472	472
留存收益	388	531	144	1630	2027
少数股东权益	11	208	214	80	80
归属于母公司所有者权益	1872	2016	1745	3230	3627
负债及权益合计	3512	5439	6564	8475	11363

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	156	332	276	119	327
净利润	181	163	134	539	711
折旧摊销	101	136	177	170	169
财务费用	11	32	52	(18)	(28)
投资收益	(14)	(19)	(7)	(0)	(0)
营运资金变动	(124)	14	456	1011	1742
其它	2	5	(536)	(1582)	(2267)
投资活动现金流	(740)	(1023)	(215)	(634)	(1206)
资本支出	(293)	(979)	(180)	(210)	(260)
其他投资	(447)	(44)	(35)	(424)	(946)
筹资活动现金流	84	878	514	36	956
借款变动	250	1395	461	79	(79)
普通股增加	675	0	116	0	0
资本公积增加	(675)	0	0	0	0
股利分配	(169)	(506)	(521)	(582)	(564)
其他	2	(11)	458	539	1599
现金净增加额	(500)	187	610	(54)	1023

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2118	2536	2967	4450	5341
营业成本	1596	2001	2507	3560	4272
营业税金及附加	13	16	18	27	32
营业费用	74	77	89	134	160
管理费用	198	209	243	365	438
财务费用	14	34	(14)	(18)	(28)
资产减值损失	15	19	0	50	56
公允价值变动收益	1	2	(4)	0	0
投资收益	14	19	10	0	0
营业利润	224	202	131	333	410
营业外收入	5	15	6	63	67
营业外支出	8	6	4	6	7
利润总额	222	210	132	390	470
所得税	39	40	25	81	97
净利润	183	171	107	310	373
少数股东损益	2	7	4	0	0
归属于母公司净利润	181	163	102	310	373
EPS (元)	0.18	0.16	0.09	0.27	0.33

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-5%	20%	17%	50%	20%
营业利润	81%	-10%	-35%	155%	23%
净利润	74%	-10%	-37%	202%	20%
获利能力					
毛利率	24.6%	21.1%	15.5%	20.0%	20.0%
净利率	8.6%	6.4%	3.5%	7.0%	7.0%
ROE	9.7%	8.1%	5.9%	9.6%	10.3%
ROIC	7.9%	5.1%	2.4%	7.3%	8.1%
偿债能力					
资产负债率	46.4%	59.1%	70.2%	60.9%	67.4%
净负债比率	16.4%	26.3%	28.8%	1.4%	0.4%
流动比率	1.3	0.9	0.9	1.1	1.0
速动比率	1.0	0.7	0.7	0.8	0.7
营运能力					
资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	3.3	3.1	2.9	3.0	2.8
应收帐款周转率	3.2	3.3	3.2	3.6	3.2
应付帐款周转率	2.7	3.0	3.0	3.1	2.9
每股资料 (元)					
每股收益	0.18	0.16	0.09	0.27	0.33
每股经营现金	0.15	0.33	0.24	0.11	0.29
每股净资产	1.85	1.99	1.55	2.86	3.22
每股股利	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
估值比率					
PE	60.8	67.4	120.0	39.7	33.0
PB	5.9	5.5	7.0	3.8	3.4
EV/EBITDA	63.9	58.2	71.5	43.2	38.1

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。

王林 招商证券通信行业首席分析师 经济学博士，15 年通信行业工作经验，6 年证券行业经验，2015 年新财富第五，水晶球第四，2016 年新财富第三，水晶球第二

周炎 招商证券通信行业联系首席分析师 理学硕士，3 年运营商从业经历，5 年证券研究经验，2015 年新财富第五，水晶球第四，2016 年新财富第三，水晶球第二

冯骋 招商证券通信行业分析师 理学博士，2 年工信部及电信研究院工作经历。

余俊 招商证券通信行业分析师 工学硕士，7 年民航空管从业经历。

付东 招商证券通信行业分析师 中科院光电子器件方向博士，2017 年 7 月加入招商证券通信团队

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。