

# 春兴精工 (002547)

证券研究报告

2017年08月18日

## 短期财务费用拖累，外延整合+产能释放推动业绩持续改善

### 事件

公司公布半年报，17年上半年实现营收14.69亿元，同比上升22.13%；实现归母净利润4810.89万元，同比下降47.83%。同时公司调整收购CALIENT Technologies方案，收购股权比例降至51%，交易对价1.48亿美元，不再认定为重大资产重组，明日起复牌。

### 我们点评如下：

公司在射频器件、汽车精密零部件及消费电子结构件产业布局完善。射频器件国内需求放缓，海外市场逐步放量。汽车零部件打入特斯拉供应体系、消费电子向OPPO等国产手机大厂供货，金属结构件业务持续快速增长。由于国内基站覆盖逐步完成，基站建设量持续下滑，子公司迈特通信打入诺西和爱立信供货体系，海外尤其印度市场需求的增长对射频器件业务形成一定补充，上半年收入同比下滑9.22%。汽车零部件业务成功打入特斯拉供应序列，极大提升公司品牌形象；消费电子领域，公司向OPPO等国产手机大厂供货。受益新能源汽车销量持续增长、国产手机份额持续提升，公司金属结构件业务持续快速增长，上半年收入同比增长24.76%。

报告期内多宗现金收购产生较大财务费用，标的公司利润尚未显现，短期财务费用率大幅提升拖累业绩。中长期看，随着前期定增募投项目产能持续释放、收购标的整合完成，公司业绩有望重新进入快速增长通道。

报告期内公司3亿现金收购泽宏科技、1.2亿现金收购凯茂科技、4.4亿现金收购华信科及World Style。大量现金收购造成财务费用大幅提升5.88倍，对短期业绩形成一定拖累。公司收购标的均紧密围绕主业，布局玻璃屏、消费电子产品表面处理等领域，同时公司定增投入8.7亿元扩大射频器件及消费电子结构件产能。随着产能持续释放、收购标的整合完成，公司业绩有望逐步回归快速增长。

公司调整收购Calient方案，收购比例降至51%，不构成重大资产重组。Calient拥有3D MEMS光交换开关核心技术，是大型数据中心实现全光网络必备的器件，未来发展前景广阔。

此次收购总价1.48亿美元，先期支付1亿美元，剩余价款根据18、19年EBITDA与目标的1057、2324万美元的实现比例分期计算支付。Calient公司掌握60余项3D MEMS光交换开关技术专利，该产品替代传统电交换设备，大幅提升交换速率，是大型数据中心高速全光网络的核心器件。随着数据中心传输速率不断提升，Calient公司产品市场空间广阔。

公司射频器件、汽车精密结构件和消费电子结构件布局完善，射频器件平稳发展，结构件向特斯拉、OPPO等龙头客户供货，有望持续快速增长。短期内收购带来的财务费用增长对业绩形成一定拖累，随着产能逐步释放、收购标的完成整合，公司费用率将回归正常水平，业绩重回快速增长通道。预计17-19年EPS分别为0.10、0.12、0.18元，给予“持有”评级。

**风险提示：**产能释放进度慢于预期、并购标的整合成效低于预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,117.75	2,535.86	3,180.08	3,881.68	4,859.18
增长率(%)	(4.61)	19.74	25.40	22.06	25.18
EBITDA(百万元)	331.65	364.88	532.49	583.41	671.45
净利润(百万元)	181.17	163.45	117.26	140.64	204.09
增长率(%)	73.84	(9.78)	(28.26)	19.93	45.12
EPS(元/股)	0.16	0.14	0.10	0.12	0.18
市盈率(P/E)	67.81	75.16	104.76	87.35	60.19
市净率(P/B)	6.56	6.09	3.71	3.60	3.46
市销率(P/S)	5.80	4.84	3.86	3.16	2.53
EV/EBITDA	40.57	27.71	26.65	23.22	19.87

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	电子/电子制造
6个月评级	持有(首次评级)
当前价格	10.89元
目标价格	12.00元
上次目标价	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,128.06
流通A股股本(百万股)	684.43
A股总市值(百万元)	12,340.95
流通A股市值(百万元)	7,487.71
每股净资产(元)	2.74
资产负债率(%)	54.00
一年内最高/最低(元)	12.95/9.00

### 作者

唐海清	分析师
SAC执业证书编号：S1110517030002	
tanghaiqing@tfzq.com	
姜佳汛	联系人
jiangjiaxun@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	340.15	540.02	795.02	776.34	971.84
应收账款	697.28	937.85	1,111.53	1,389.99	1,741.48
预付账款	24.97	114.20	28.11	145.79	71.71
存货	531.60	779.03	928.66	1,192.84	1,373.58
其他	507.01	518.25	585.22	544.63	624.00
<b>流动资产合计</b>	<b>2,101.01</b>	<b>2,889.34</b>	<b>3,448.54</b>	<b>4,049.59</b>	<b>4,782.59</b>
长期股权投资	0.00	0.00	214.07	214.07	214.07
固定资产	1,002.70	1,190.71	2,482.16	2,186.14	1,890.12
在建工程	126.40	717.32	0.00	0.00	0.00
无形资产	112.81	134.11	129.65	126.16	123.12
其他	169.21	510.58	1,818.76	1,810.64	1,810.64
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,411.12</b>	<b>2,552.72</b>	<b>4,644.64</b>	<b>4,337.00</b>	<b>4,037.95</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,512.13</b>	<b>5,442.06</b>	<b>8,093.18</b>	<b>8,386.59</b>	<b>8,820.54</b>
短期借款	425.46	1,428.93	2,489.38	2,342.28	2,292.80
应付账款	574.54	798.34	909.35	1,090.43	1,628.24
其他	627.45	983.71	626.32	1,311.80	1,078.54
<b>流动负债合计</b>	<b>1,627.46</b>	<b>3,210.98</b>	<b>4,025.04</b>	<b>4,744.51</b>	<b>4,999.57</b>
长期借款	0.00	0.00	536.73	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.62	4.61	4.61	4.61	4.61
<b>非流动负债合计</b>	<b>1.62</b>	<b>4.61</b>	<b>541.34</b>	<b>4.61</b>	<b>4.61</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,629.07</b>	<b>3,215.59</b>	<b>4,566.38</b>	<b>4,749.12</b>	<b>5,004.19</b>
少数股东权益	10.65	207.75	215.24	227.47	263.48
股本	1,011.98	1,011.98	1,128.06	1,128.06	1,128.06
资本公积	472.25	472.25	1,570.02	1,570.02	1,570.02
留存收益	860.43	1,003.65	2,183.50	2,281.94	2,424.81
其他	(472.25)	(469.16)	(1,570.02)	(1,570.02)	(1,570.02)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,883.06</b>	<b>2,226.47</b>	<b>3,526.80</b>	<b>3,637.47</b>	<b>3,816.35</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,512.13</b>	<b>5,442.06</b>	<b>8,093.18</b>	<b>8,386.59</b>	<b>8,820.54</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	183.09	170.59	117.26	140.64	204.09
折旧摊销	101.28	136.32	300.48	300.51	300.56
财务费用	10.57	32.09	89.11	107.56	90.91
投资损失	(14.34)	(18.83)	(20.71)	(22.78)	(25.06)
营运资金变动	(515.16)	(166.83)	(544.79)	255.49	(232.66)
其它	390.77	178.46	6.26	13.09	35.85
<b>经营活动现金流</b>	<b>156.21</b>	<b>331.81</b>	<b>(52.39)</b>	<b>794.51</b>	<b>373.70</b>
资本支出	314.76	1,053.89	2,400.15	1.00	1.50
长期投资	0.00	0.00	214.07	0.00	0.00
其他	(1,054.74)	(2,076.59)	(4,990.47)	19.39	21.92
<b>投资活动现金流</b>	<b>(739.98)</b>	<b>(1,022.69)</b>	<b>(2,376.25)</b>	<b>20.39</b>	<b>23.42</b>
债权融资	575.46	1,428.93	3,026.11	2,342.28	2,292.80
股权融资	(12.13)	(30.88)	1,121.65	(107.56)	(90.91)
其他	(479.62)	(520.12)	(1,464.11)	(3,068.30)	(2,403.51)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>83.72</b>	<b>877.93</b>	<b>2,683.64</b>	<b>(833.58)</b>	<b>(201.62)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(500.04)</b>	<b>187.05</b>	<b>255.00</b>	<b>(18.68)</b>	<b>195.50</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>2,117.75</b>	<b>2,535.86</b>	<b>3,180.08</b>	<b>3,881.68</b>	<b>4,859.18</b>
营业成本	1,595.87	2,001.39	2,561.52	3,130.08	3,914.87
营业税金及附加	13.14	15.73	19.72	23.29	29.16
营业费用	73.69	76.94	95.40	116.45	145.78
管理费用	198.28	208.74	270.31	329.94	398.45
财务费用	13.86	33.97	89.11	107.56	90.91
资产减值损失	14.74	18.72	20.60	22.66	24.92
公允价值变动收益	1.21	2.34	(1.22)	0.86	(0.16)
投资净收益	14.34	18.83	20.71	22.78	25.06
其他	(31.12)	(42.33)	(38.97)	(47.27)	(49.79)
<b>营业利润</b>	<b>223.72</b>	<b>201.53</b>	<b>142.91</b>	<b>175.33</b>	<b>279.98</b>
营业外收入	5.46	14.69	16.16	17.77	19.55
营业外支出	7.52	6.02	6.00	6.00	6.00
<b>利润总额</b>	<b>221.66</b>	<b>210.20</b>	<b>153.07</b>	<b>187.11</b>	<b>293.53</b>
所得税	38.57	39.61	28.32	34.24	53.42
<b>净利润</b>	<b>183.09</b>	<b>170.59</b>	<b>124.75</b>	<b>152.87</b>	<b>240.11</b>
少数股东损益	1.93	7.14	7.48	12.23	36.02
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>181.17</b>	<b>163.45</b>	<b>117.26</b>	<b>140.64</b>	<b>204.09</b>
每股收益(元)	0.16	0.14	0.10	0.12	0.18

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-4.61%	19.74%	25.40%	22.06%	25.18%
营业利润	80.60%	-9.92%	-29.09%	22.69%	59.68%
归属于母公司净利润	73.84%	-9.78%	-28.26%	19.93%	45.12%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.64%	21.08%	19.45%	19.36%	19.43%
净利率	8.55%	6.45%	3.69%	3.62%	4.20%
ROE	9.68%	8.10%	3.54%	4.12%	5.74%
ROIC	15.86%	10.12%	7.36%	4.43%	6.49%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	46.38%	59.09%	56.42%	56.63%	56.73%
净负债率	13.31%	32.04%	35.35%	20.49%	42.72%
流动比率	1.29	0.90	0.86	0.85	0.96
速动比率	0.96	0.66	0.63	0.60	0.68
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.09	3.10	3.10	3.10	3.10
存货周转率	4.34	3.87	3.72	3.66	3.79
总资产周转率	0.63	0.57	0.47	0.47	0.56
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.16	0.14	0.10	0.12	0.18
每股经营现金流	0.14	0.29	-0.05	0.70	0.33
每股净资产	1.66	1.79	2.94	3.02	3.15
<b>估值比率</b>					
市盈率	67.81	75.16	104.76	87.35	60.19
市净率	6.56	6.09	3.71	3.60	3.46
EV/EBITDA	40.57	27.71	26.65	23.22	19.87
EV/EBIT	56.63	42.94	61.17	47.89	35.96

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com