



2020-04-22

公司点评报告

买入/维持

春秋电子(603890)

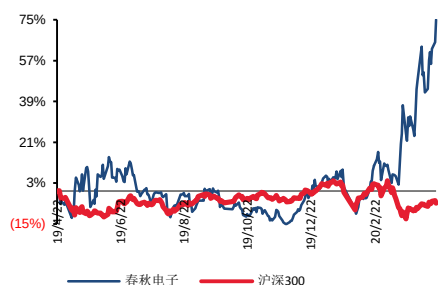
目标价: 22.15

昨收盘: 18.35

信息技术 技术硬件与设备

产能扩增与需求成长共鸣，新一轮景气周期明确开启

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	274/135
总市值/流通(百万元)	5,028/2,486
12 个月最高/最低(元)	18.35/8.94

相关研究报告:

春秋电子(603890)《疫情助力笔记本需求快速推升，结构件龙头成长弹性明确》——2020/03/18

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: 4月21日晚间，公司发布2019年年报，2019年公司实现营业收入20.19亿元，同比增长13.79%，归母净利润1.56亿元，同比增长43.46%，扣非归母净利润1.53亿元，同比增长56.18%。拟向全体股东每10股派发现金红利2元（含税），以资本公积金向全体股东每10股转增4股。

新增产能顺利爬坡，盈利能力提升，公司新一轮成长周期开启。公司2019年业绩高成长的核心因素是盈利能力的大幅提升，2019年全年公司毛利率18.93%，相较2018年提升1.08 pct.，其中三、四季度盈利能力的提升尤为显著：2019Q1~Q4公司单季度毛利率依次为17.45%、14.10%、20.94%和23%，2019Q4更是实现了公司上市以来单季度毛利率新高。

公司IPO募集资金项目投入的合肥经纬扩产项目以及2018年投资设立的合肥博大已于2019年相继投产运行，这些新增产能为公司奠定了供给端的增量基础。而原核心客户联想在全球笔记本电脑市场中份额的持续提升、惠普供应商准入通过后批量订单的逐步落地，则为公司的前道需求端提供了满满的增量。产能增量与需求成长的快速匹配，以及饱满的订单所带来的高产线稼动率，是公司盈利能力提升的重要依托。

此次全球新冠疫情的蔓延在促进2020年全球笔记本电脑需求量明确提升的同时，或将进一步加速笔记本电脑及上游零部件集中度提升的趋势，在此情况下，公司在规模、管理和技术能力方面的优势将得到充分体现，现有客户渠道中的地位有望得到进一步提升，正在接洽商谈的品牌客户（如DELL等）则有望顺利导入。当下，可转债已顺利发行，结构件与模具的整体产能将进一步扩增，公司正迈入新一轮成长通道。

新增结构件产品中高端材质占比提升带来ASP有效提升。公司上市前笔记本电脑结构件产品材质以塑胶为主，过去两年公司新增产能主要投向金属冲压、镁铝件以及碳纤维等高附加值新材料产品技术的开发升级，此类新材料有助于笔记本电脑外观质感提升、防护能力加强且更为轻薄，同时价格与盈利水平也比塑胶件要高得多，这显然带来了

公司结构件产品总体 ASP 的快速提升，公司三四季度毛利率的显著提升也得益于此。

模具能力提升竞争力，一站式布局优势显著。结构件是模具应用的典型行业，国内很多外观结构件的制造厂商的制程瓶颈就是模具制造，公司是行业内为数不多的拥有自主模具设计生产能力的企业之一，且开发的模具精度可达 0.01mm，除了配套自用之外，还批量供给联想、三星、LG、夏普等一线笔记本、家电整机厂商，实力水平可见一斑。而从精密模具制造到结构件模组生产的一站式服务，可以有效缩短新产品的导入及交付周期、降低产品成本，是公司伴随核心客户共同成长的关键所在。

盈利预测与投资评级：维持买入评级：全球新冠疫情快速蔓延对笔记本电脑需求的推动作用正逐渐显现，上游外观结构件行业迎来新的成长契机，公司在增量产能、模具技术和新客户开发方面的储备，与今年疫情带来的笔记本需求浪潮的叠加，为未来数年的持续成长打下了非常坚实的基础，我们预测公司 2020-2021 年净利润分别为 2.49 亿、3.24 亿和 4.08 亿，当前股价对应 PE 20.23、15.54 和 12.32 倍，维持买入评级。

风险提示：（1）笔记本行业供应链因疫情封禁卡顿导致下游客户出现供给受阻，继而影响整体出货量；（2）全球笔记本电脑行业复苏程度低于预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2019	2541	3243	4252
(+/-%)	13.75	25.85	27.63	31.11
净利润(百万元)	156	249	324	408
(+/-%)	43.40	59.50	30.20	26.10
摊薄每股收益(元)	0.57	0.91	1.18	1.49
市盈率(PE)	32.26	20.23	15.54	12.32

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

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	550	474	505	748	752	营业收入	1,775	2,019	2,541	3,243	4,252
应收和预付款项	699	839	879	1,191	1,685	营业成本	1,451	1,623	2,027	2,585	3,385
存货	303	449	489	520	736	营业税金及附加	13	7	18	22	31
其他流动资产	206	89	90	102	98	销售费用	32	31	41	52	70
流动资产合计	1,757	1,851	1,963	2,562	3,270	管理费用	67	77	157	201	265
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	(4)	6	15	19	25
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	14	(11)	12	14	14
固定资产	501	1,607	1,853	1,952	2,054	投资收益	6	2	0	0	0
在建工程	151	286	157	179	190	公允价值变动	(0)	2	0	0	0
无形资产	46	78	78	78	78	营业利润	135	180	288	372	472
长期待摊费用	5	11	8	2	2	其他非经营损益	4	(5)	4	8	8
其他非流动资产	84	32	45	52	40	利润总额	139	175	292	380	480
资产总计	2,543	3,865	4,103	4,824	5,633	所得税	31	19	44	57	72
短期借款	426	425	468	489	521	净利润	109	156	248	323	408
应付和预收款项	655	935	870	1,242	1,622	少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	109	156	249	324	408
其他负债	52	62	73	77	67						
负债合计	1,132	1,421	1,411	1,809	2,210	预测指标					
股本	192	274	274	274	274		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	820	745	745	745	745	毛利率	18.2%	19.6%	20.2%	20.3%	20.4%
留存收益	399	507	756	1,079	1,487	销售净利率	6.1%	7.7%	9.8%	10.0%	9.6%
归母公司股东权益	1,411	1,526	1,774	2,098	2,506	销售收入增长率	2.0%	13.8%	25.8%	27.7%	31.1%
少数股东权益	0	0	0	(0)	(0)	EBIT 增长率	(31.1%)	25.2%	63.1%	28.5%	25.0%
股东权益合计	1,411	1,526	1,775	2,098	2,506	净利润增长率	(32.1%)	43.4%	59.5%	30.2%	26.1%
负债和股东权益	2,543	2,947	3,186	3,906	4,715	ROE	0.08	0.10	0.14	0.15	0.16
						ROA	0.06	0.05	0.07	0.08	0.09
						ROIC	0.20	0.13	0.18	0.19	0.22
现金流量表(百万)						EPS (X)	0.40	0.57	0.91	1.18	1.49
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	PE (X)	46.29	32.26	20.23	15.54	12.32
经营性现金流	33	168	109	412	167	PB (X)	3.56	3.29	2.83	2.40	2.01
投资性现金流	(684)	(214)	(110)	(179)	(182)	PS (X)	2.83	2.49	1.98	1.55	1.18
融资性现金流	91	62	32	10	19	EV/EBITDA (X)	18.20	19.44	14.71	10.78	8.71
现金增加额	(556)	25	31	243	4						

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	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
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@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
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafli@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@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。