

分析师： 葛军 (8627)65799505 gejun@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120019

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

国内重要的精密铝合金结构件制造商

事件描述

春兴精工拟发行 3600 万股，发行后总股本 14200 万股

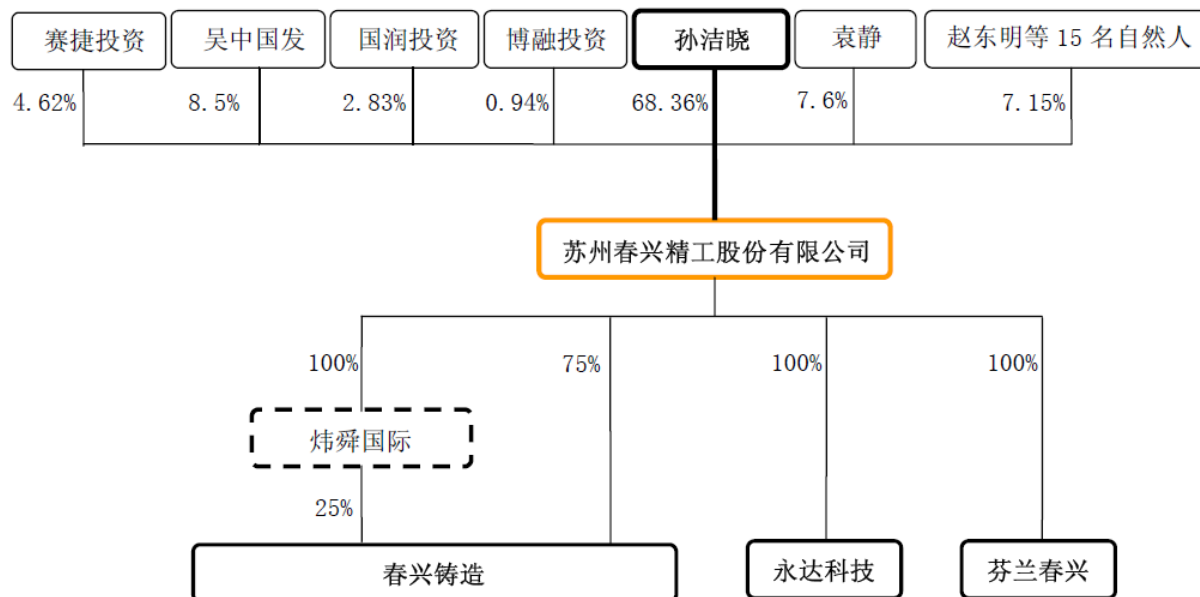
事件评论

- 春兴精工是国内领先的专业精密铝合金结构件生产商。公司主营产品为主要用于通讯设备和汽车零部件的精密铝合金结构件。目前公司具备年产 240 万件精密铝合金结构件的生产能力，在通讯领域的国内市场占有率为 5.11%，全球市场占有率 2.26%。公司的实际控制人为孙洁晓，与夫妻袁静合计持有公司 75.96% 的股权。
- 精密铝合金结构制造是具有一定高技术含量的精密铝合金部件，其主要应用于通讯、汽车、航空、高速机车等对结构件的加工精度和产品质量精度以及技术服务均有严格要求的高精尖领域。随着技术发展及人们对轻量化绿色环保材料的青睐，铝合金结构件尤其是精密度高、产品性能稳定的精密铝合金结构件将逐渐替代其它金属结构件，成为金属结构制造的主流产品。未来行业将受益全球产能向中国转移以及下游通讯设备、汽车零部件等行业的快速发展对精密铝合金结构件需求的持续拉动。
- 公司的核心竞争力在于其技术及客户优势。公司目前拥有模具结构设计技术、模具表面修复技术、压铸动定模同时设置顶出系统技术等多项处于行业领先水平的先进工艺技术，拥有 30 项专利技术。凭借多年来形成的产品技术研发优势，公司的“共同研发”模式获得了下游客户的充分认可，目前公司是诺基亚西门子、安弗施、安德鲁、摩比天线等众多高端客户全球最大的精密铝合金结构件供应商之一，并且能为客户提供一体化的精密制造服务。
- 后期公司产能扩张和研发能力的提升或将提高未来盈利水平。公司采用“合约制造”的生产模式，和“以销定产”销售模式，因此公司基本能达到“满产满销”。目前，公司基本处于生产设备满负荷生产状况，但仍然无法完全满足客户的所有订单需求。后期公司将通过募投项目新增铝合金结构件产能 250 万件至 490 万件，产能的扩张将有效解决公司产能瓶颈问题。此外，公司后期仍将致力于提升公司整体研发技术，未来在精密制造方面的核心竞争力将得到增强，提升公司盈利水平。
- 公司募投项目主要是现有产能的扩建。此次募集资金将主要用于项目精密铝合金结构件生产项目，项目建成后公司将分别新增通讯设备用精密铝合金结构件产能 230 万件和汽车零部件用精密铝合金结构件产能 20 万件，这将有效提高公司为下游客户提供精密铝合金结构件制造服务的能力；此外，“技术中心技术改造项目”建成后，可大幅提升公司新产品开发能力，增强产品市场竞争能力。
- 综合考虑公司未来的发展趋势及募投项目情况，我们预计公司 2011 年和 2012 年 eps 分别为 0.64 元和 0.72 元，按照 12 年给予 20 倍 pe 计算，公司合理价格应该在 14~15 元。
- **投资风险和结论的局限性。**我们盈利预测及结论都是建立在下游行业需求稳步增长、公司订单稳定及募投项目进展顺利的前提下的。未来行业前景以及公司募投项目不及预期等因素将造成报告中业绩预测及投资结论的偏差。

一、公司概况

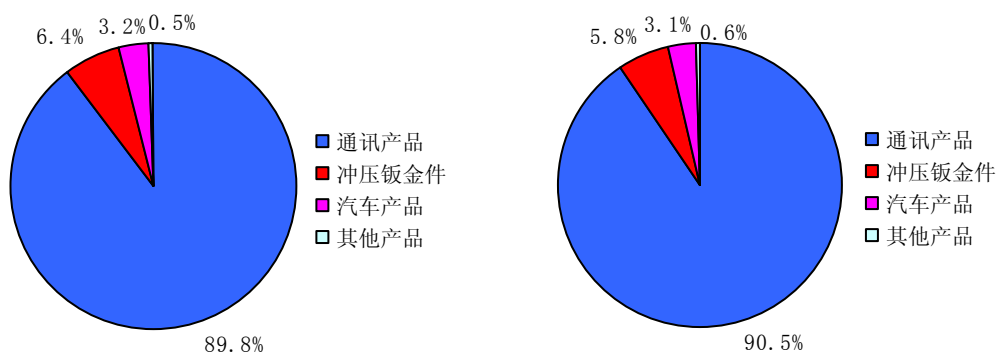
春兴精工是国内领先的专业精密铝合金结构件制造与服务供应商。公司主营产品为用于通讯设备和汽车零部件的精密铝合金结构件，公司集精密铝合金结构件的研发、生产、销售于一体。目前公司具备年产 240 万件精密铝合金结构件的生产能力，在通讯领域的国内市场占有率为 5.11%，全球市场占有率 2.26%。公司的实际控制人为孙洁晓，与夫妻袁静合计持有公司 75.96%的股权。

图 1：公司发行前股权结构



资料来源：招股说明书

图 2：公司收入及利润结构（2010年）



资料来源：招股说明书

表 1：公司主要精密铝合金结构件产品及其供应客户情况

下游 应用行业	主要产品名称	产品精密度要求	主要供应客户
通讯设备	滤波器结构件	功能表面对表面粗糙度要求均较高(至少	诺基亚西门子、

	散热器结构件	达到 Ra<0.8 微米)、外观表面要求至少达到 Ra<1.6 微米的表面粗糙度; 机械加工精度等级要求达到 IT 8 级, 铸造精度等级达到 CT 4。	阿尔卡特朗讯、波尔威、安弗施、安德鲁、摩比天线等
	双工器结构件		
	功率放大器结构件		
汽车零部件	冷却系统结构件	致密性要求甚高, 需要在制造时利用浸渗技术及进行防泄漏测试保证产品致密性; 同时机械加工精度等级要求达到 IT 7 级, 铸造精度等级达到 CT 4。	德国贝洱
	微型电机结构件	尺寸精度、形状精度和位置精度要求比通讯类结构件提高了十倍, 公差范围需达到正负 0.01 毫米以内; 机械加工精度等级达到 IT 7 级, 铸造精度等级达到 CT 4。	日本电产
	减振系统结构件		法国哈金森

资料来源: 招股说明书

二、 行业背景分析

● 精密铝合金结构件广泛应用于通讯、汽车、航空以及高速机车等领域

精密铝合金结构制造技术是利用热、力、分子运动等手段使得液态或半液态的铝基合金在力的作用下以较高的速度充填模具型腔, 并成型和凝固而获得铝合金结构件, 再通过后处理及数控精加工, 最终使产品尺寸、形状和性能均能达到目标要求的精密制造技术。因此精密铝合金结构制造是具有一定高技术含量的精密铝合金部件成形技术。

目前, 精密铝合金结构制造及其产品主要应用于通讯、汽车、航空、高速机车等对结构件的加工精度和产品质量精度以及技术服务均有严格要求的高精尖领域中。此外, 精密铝合金结构件还应用于电气设备制造、精密机电设备制造等众多国民经济发展的支柱产业中。

表 2: 精密铝合金结构件主要运用领域

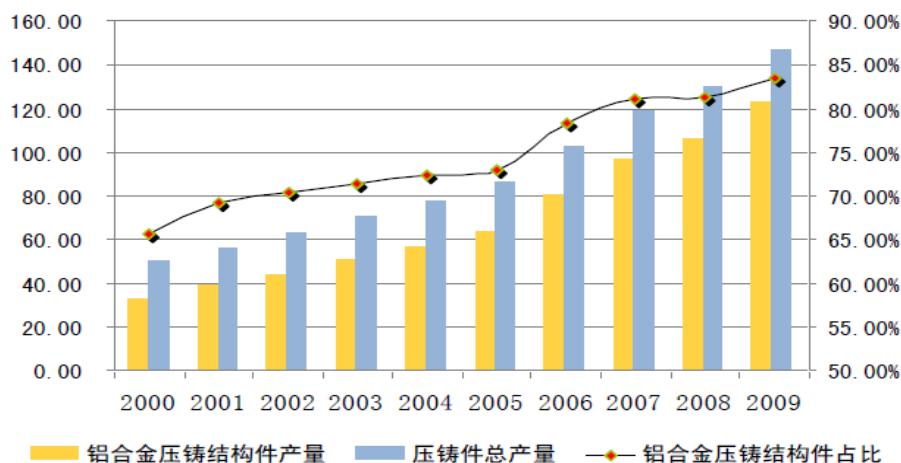
产品名称	应用行业	应用领域举例
精密铝合金结构件	通讯设备	基站设备用滤波器、散热器等
	汽车零部件	冷却系统、减振系统、微型电机、动力系统等
	航空器材	机翼、尾翼、起落架系统、各类紧固件等
	高速机车	高速机车车体及其组件、制动系统、车厢内装构件等

资料来源: 招股说明书

● 中国铝合金结构制造工业逐渐发展壮大，未来行业或将受益于产能向中国转移

随着技术发展及人们对轻量化绿色环保材料的青睐，铝合金结构件尤其是精密度高、产品性能稳定的精密铝合金结构件将逐渐替代其它金属结构件，成为金属结构制造的主流产品。作为铝合金结构件的主要产品形式，我国铝合金压铸结构件产量占金属压铸结构件总产量的比重从 2000 年的 65.68% 提升到了 2009 年的 83.54%，已经成为中国金属结构制造的重要发展领域。

图 3：中国铝合金压铸结构件产量及比重情况



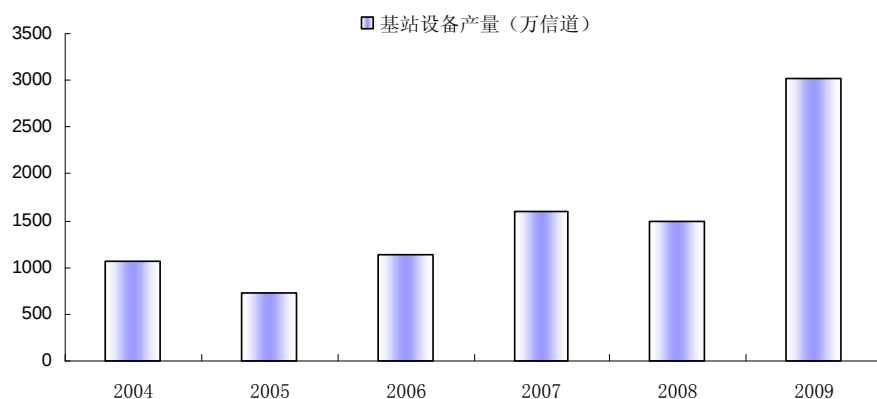
资料来源：招股说明书

未来中国精密铝合金结构制造行业或将受益于全球产能向中国转移，主要基于以下 3 点：（1）下游行业对华采购的增加将直接带动本行业的产能向中国转移；（2）中国的铝材制造优势将为本行业的发展提供基础动力；（3）我国发展精密铝合金结构制造行业的优势及与国外的差距。

● 下游行业的稳步发展将带动中国精密铝合金结构件制造的总体需求

通讯设备制造业的发展将拉动我国精密铝合金结构件制造行业的需求。在全球移动通讯领域持续增长的大背景下，精密铝合金结构件作为通讯基站设备的重要组成部分也将面临机遇。在通讯基站设备中，滤波器、双工器、散热器、功率放大器等基站设备组件均采选铝合金材料制造，其中：精密铝合金结构件约占到上述通讯基站设备总投资成本的 16% 左右。随着我国精密铝合金结构件制造优势的逐渐显现，大型设备商逐年加大在华采购份额（2008 年全球排名前六的通讯设备集成商在华采购份额已经超过 30%，其中华为、中兴通讯、诺基亚西门子的在华采购比重占其全球采购额的比重均超过 60%）将直接带动国内精密铝合金结构件制造行业的发展。

图 4：中国移动通信基站产量情况

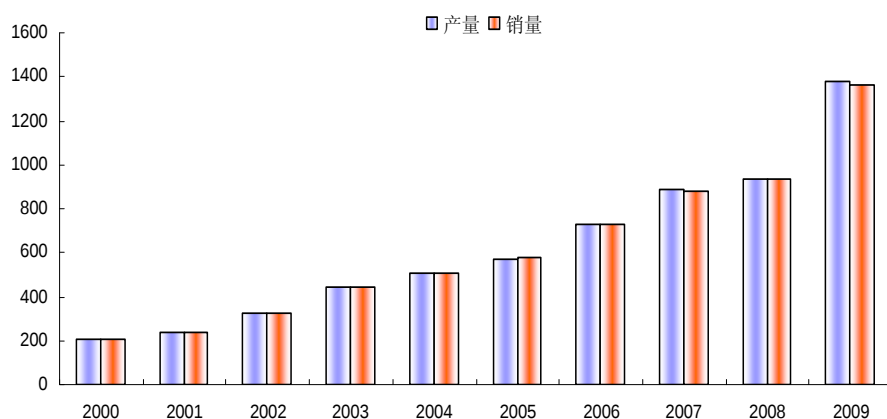


资料来源：招股说明书

精密铝结构件制造将长期受益于中国汽车产业的稳步发展。中国是汽车消费大国，但人均汽车拥有量处于全球较低水平。在国内生产总值迅速攀升及人均可支配收入不断增长的利好因素驱动下，国内汽车需求仍将保持增长。根据罗兰贝格数据显示，在未来 5 年中国私家车销量将仍将稳步增长，2015 年中国私家车销量将超过 1800 万辆。此外，在汽车轻量化趋势的大背景下，铝合金材料在汽车上的运用越来越广泛。因此，精密铝合金结构件制造将长期受益于下游汽车需求的持续增长以及汽车轻量化发展趋势。

总体上，受益于下游通讯设备、汽车零部件等行业的快速发展，精密铝合金结构件的市场需求将不断增加。

图 5：10 年来国内汽车产量复合增长率 23.5%，销量复合增长率 23.2%（万辆）



资料来源：WIND

三、公司深度分析

● 公司是国内重要的精密铝合金结构件制造商

公司是国内重要的精密铝合金结构件制造商，铝合金结构件产能达到 240 万件，根据中国铸造协会压铸分会 2009 年度数据显示，公司在我国专业精密铝合金结构制造企业（通讯领域）中，综合排名第二，国内市场占有率为 5.11%，占全球市场份额的 2.26%。

表 3：公司在通讯领域的市场占有率居第二位

排名	企业名称	2008 年销售收入（亿元）	国内市场 占有率	全球市场占有率
1	思德泰克（苏州）电子有限公司	5.1	6.06%	2.68%
2	苏州春兴精工股份有限公司	4.3	5.11%	2.26%
3	高要鸿爱斯集团	3.2	3.80%	1.68%
4	上海恩耀机电有限公司	2.9	3.45%	1.52%
5	深圳市湘银天机电有限公司	2.6	3.09%	1.37%

资料来源：招股说明书

表 4：同类上市公司毛利率比较

公 司	2009 年度	2008 年度
春兴精工	24.44%	20.43%
广东鸿图	26.19%	20.94%
新朋股份	30.65%	19.74%
东山精密	26.99%	27.69%

资料来源：招股说明书

● 公司核心竞争优势在于其技术和客户

公司目前拥有模具结构设计技术、模具表面修复技术、压铸动定模同时设置顶出系统技术、结构件气孔修复技术、数控精加工工具设计及破损检测修复技术、真空检测技术等多项处于行业领先水平的先进技术工艺，拥有 30 项专利技术，并拥有多项特有生产工艺技术，技术研发水平行业领先。

凭借多年来形成的产品技术研发优势，公司的“共同研发”模式获得了下游客户的充分认可，目前公司是诺基亚西门子、安弗施、安德鲁、摩比天线等众多高端客户全球最大的精密铝合金结构件供应商之一，并且能为客户提供一体化的精密制造服务。

表 5：公司部分通讯类重点客户情况

客户名称	客户简介	该客户主要供应商
诺基亚西门子	为全球领先的通讯设备集成商，总部设在芬兰，2008 年全球市场份额为 23%，市场排名第二	发行人、上海恩耀、Alteams
阿尔卡特朗讯	为全球领先的通讯设备集成商，总部设在法国，2008 年全球市场份额为 14%，市场排名第三	发行人、麦凯实
安弗施	全球领先的通讯基站设备制造商，为阿尔卡特朗讯下属企业	发行人、上海恩耀
波尔威	全球领先的通讯基站设备制造商，总部位于美国	发行人、Alteams、三达
弗雷通讯	全球领先的通讯基站设备制造商安德鲁公司在华子公司	强胜机械、发行人

摩比天线	国内主要的通讯基站设备制造商，总部位于深圳	发行人、深圳湘银天
中电十四所	亚洲顶尖的微波通讯系统研发及制造企业，位于南京	

资料来源：招股说明书

表 6：公司部分汽车类重点客户情况

客户名称	客户简介	公司为该客户提供产品应用
德国贝洱	为世界领先的汽车空调和发动机冷却系统设备制造商	冷却系统用铝合金结构件
美国江森自控	为全球领先的专业汽车座椅、内饰设施及动力系统设备制造商	座椅骨架及微型电机结构件
日本电产	全球最大的精密马达制造商之一	微型电机结构件
法国哈金森	全球领先的交通运输行业减振系统设备制造商	减振系统用铝合金结构件
美国天合	全球领先的汽车安全系统制造商	ABS 制动系统用铝合金结构件

资料来源：招股说明书

表 7：公司部分航空、高速机车类重点客户情况

客户名称	客户简介	公司为该客户提供产品应用
克诺尔	全球轨道和商用车辆制动系统的领先制造商，总部位于德国	高铁液压制动系统铝合金结构件
普美航空	世界领先的民航工业精密飞机零部件制造商，总部位于美国	机翼用铝合金结构件
梅西埃航空	全球领先的飞机起落架系统制造商，总部位于法国	起落架系统用铝合金结构件
罗克韦尔	全球领先的工业自动化系统制造商，在航空电子、汽车电子等领域具有领先优势，总部位于美国	飞机仪表控制系统用铝合金结构件

资料来源：招股说明书

● 后期公司产能扩张和研发能力的提升或将提高未来盈利水平

目前公司铝合金结构件产能达到 240 万件，公司采用“合约制造”的生产模式，和“以销定产”销售模式，因此公司基本能达到“满产满销”。目前，公司基本处于生产设备满负荷生产状况，但仍然无法完全满足客户的所有订单需求。后期公司将通过募投项目新增铝合金结构件产能 250 万件至 490 万件，产能的扩张将能在有效解决公司产能瓶颈问题。

此外，后期公司将通过引进高精密加工设备和高精度检测设备，完善公司的研发平台，提升本公司在通讯、汽车领域的新产品开发能力及工艺设计能力，并为公司未来向航空器材和高速机车两个行业的业务拓展提供技术储备。通过技术中心能力提升，公司在精密制造方面的核心竞争力将得到显著增强。总体上，公司未来的产能扩张以及研发实力的增强将能提高公司未来的盈利水平。

表 8：近年公司产销情况

项目	2010 年度	2009 年度	2008 年度
产能（万件）	240	200	180
产量（万件）	248.08	198.12	188.1
产能利用率	103.37%	99.06%	104.50%
销量（万件）	243.22	198.77	184.21
产 销 率	98.04%	100.33%	97.93%

资料来源：招股说明书

四、募投项目分析

● 募集资金投向及项目实施进度

公司本次募集资金将主要用于精密铝合金结构件项目和技术中心技术改造项目，其中精密铝合金结构件项目投资总额 2.61 亿元，投资资金到位后 2 年内投产，项目主要是精密铝合金结构件产能的扩建；技术中心技术改造项目技术投资 3964.6 万元，两个项目投资全部来自募集资金。

表 9：公司募集资金投入情况（万元）

序号	项目名称	投资总额	募集资金投入	备案/审批文号
1	精密铝合金结构件生产项目	26,117.09	26,117.09	苏园经投登字 [2010]4 号
2	技术中心技术改造项目	3,964.60	3,964.60	3205101000134
3	其他与主营业务相关的营运资金项目			

资料来源：招股说明书

表 10：募集资金投资项目投资进度安排

序号	项目名称	募集资金投资进度安排（万元）			
		第一年投资	第二年投资	第三年投资	投资总额
1	精密铝合金结构件生产项目	7,098.02	15,670.25	3,348.82	26,117.09
2	技术中心技术改造项目	3,964.60	-	-	3,964.60
3	其他与主营业务相关的营运资金项目	-	-	-	-

资料来源：招股说明书

● 公司募投项目主要是现有产能的扩建

募集资金将主要用于项目精密铝合金结构件生产项目，项目建成后公司将分别新增通讯设备用精密铝合金结构件产能 230 万件和汽车零部件用精密铝合金结构件产能 20 万件，这将有效提高公司为下游客户提供精密铝合金结构件制造服务的能力；此外，“技术中心技术改造项目”建成后，可大幅提升公司新产品开发能力，增强产品市场竞争能力。公司产能扩张将增加精密铝合金结构件的销售规模，研发能力的提升将提高精密铝合金结构件的技术含量和附加值，有助于增强本公司的核心竞争力，提高本公司的整体盈利水平。

五、 盈利预测与结论

综合考虑公司未来的发展趋势及募投项目情况，我们预计公司 2011 年和 2012 年 eps 分别为 0.64 元和 0.72 元，按照 12 年给予 20 倍 pe 计算，公司合理价格应该在 14~15 元。

六、 投资风险和结论的局限性

我们盈利预测及结论都是建立在下游行业需求稳步增长、公司订单稳定及募投项目进展顺利的前提下的。未来行业前景以及公司募投项目不及预期等因素将造成报告中业绩预测及投资结论的偏差。

财务报表预测
利润表 (百万元)

	2010	2011	2012	2013
营业收入	405	527	632	790
营业成本	396	400	479	596
毛利	10	126	153	194
% 营业收入	2.4%	24.0%	24.2%	24.5%
营业税金及附加	0	1	1	2
% 营业收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	15	15	18	22
% 营业收入	3.7%	2.8%	2.8%	2.8%
管理费用	22	22	27	33
% 营业收入	5.5%	4.2%	4.2%	4.2%
财务费用	11	0	2	6
% 营业收入	2.6%	0.0%	0.3%	0.7%
资产减值损失	83	-16	-13	-7
公允价值变动收益	-3	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	-3	105	118	138
% 营业收入	-0.8%	19.8%	18.7%	17.5%
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	76	105	118	138
% 营业收入	18.8%	19.8%	18.7%	17.5%
所得税费用	10	14	16	18
净利润	66	91	103	120
归属于母公司所有者的净利润	66.2	90.8	102.7	119.8
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.47	0.64	0.72	0.84

现金流量表 (百万元)

	2010	2011	2012	2013
经营活动现金流净额	45	68	89	107
取得投资收益收				
回现金	1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-192	-366	-269	-174
其他	3	3	0	0
投资活动现金流净额	-188	-362	-269	-174
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	576	0	0
银行贷款增加 (减少)	187	3	70	20
筹资成本	8	-9	-8	-6
其他	-27	0	0	0
筹资活动现金流净额	168	570	62	14
现金净流量	25	276	-118	-53

资产负债表 (百万元)

	2010	2011	2012	2013
货币资金	83	335	216	164
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	186	97	126	158
存货	124	125	149	186
预付账款	50	51	61	76
其他流动资产	0	0	0	1
流动资产合计	446	634	585	624
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	287	625	871	1011
无形资产	17	17	17	16
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	1	0	0	0
其他非流动资产	0	97	97	97
资产总计	752	1374	1570	1748
短期贷款	223	0	0	0
应付款项	219	160	191	238
预收账款	4	1	1	1
应付职工薪酬	5	5	6	8
应交税费	-7	4	5	6
其他流动负债	2	2	3	4
流动负债合计	447	172	206	256
长期借款	0	50	120	140
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	0	1	1	1
负债合计	447	224	327	397
归属于母公司所有者权益	305	897	989	1097
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	305	897	989	1097
负债及股东权益	752	1120	1316	1494

基本指标

	2010	2011	2012	2013
EPS	0.466	0.639	0.723	0.844
BVPS	2.88	8.46	9.33	10.35
PE	34.31	25.02	22.12	18.96
PEG	1.18	0.86	0.76	0.65
PB	5.56	1.89	1.71	1.55
EV/EBITDA	32.82	16.48	15.13	12.65
ROE	23.3%	10.1%	10.4%	10.9%

分析师介绍

葛军，长江证券有色金属行业研究员。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江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：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。