

春兴精工（002547）：精密铝合金制造中国纪元的践行者

机械/精密结构件

合理价格区间：17.00 元-20.4 元

报告日期：2011 年 2 月 10 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	526	707	907	1,167
(+/-)	29.8%	34.5%	28.3%	28.7%
营业利润	76	113	143	180
(+/-)	4.6%	49.4%	26.3%	25.8%
归属于母公司 的净利润	66	96	122	153
(+/-)	18.9%	45.6%	26.3%	25.8%
每股收益（元）	0.62	0.68	0.86	1.08

公司发行新股基本情况

发行日期/上市日期	2011.2./待定
发行后总股本（万股）	14200
发行股数（万股）	3600
发行价格（元）	16.00
发行市盈率（倍）	34.04
发行动态市盈率（倍）	23.52
行业滚动市盈率（倍）	-
第一大股东	孙洁晓
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	68.36%/51.02%
发行前每股净资产（元）	2.88
发行前资产负债率	40.98%

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS；

证券分析师：张雷

执业证书编号：A0140511010022

010-58824282-803 hesy@txsec.com

联系人：何思源

010-58824282-803 hesy@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 发行前公司总股为1.06亿股，本次发行3,600万股，占发行后公司总股本25.00%，发行后公司总股为1.42亿股。发行后，公司发起人孙洁晓先生持股51.02%，是公司的控股股东，实际控制人。
- **专业精密铝合金结构件制造与服务供应商。**公司是国内领先的专业精密铝合金结构件制造与服务供应商，目前具备年产240万件精密铝合金结构件的生产能力，在产品制造服务、技术服务、销售服务等方面均处于国内领先水平。公司主要服务于通信设备领域，正积极向汽车，航天，高铁等领域拓展。
- **精密铝合金制造行业的中国纪元。**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。世界铝合金制造业有向中国加速转移的趋势，产业集群的形成和成本优势是驱动力，中国纪元正在开启。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也从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。
- **通信设备和汽车行业将提供广阔市场空间。**全球通信设备需求持续繁荣，中国，印度等发展中国家近年来增长强劲。预计通信行业精密铝合金结构件2012年产值可达100亿元；汽车产能正加速向中国转移，中国已成为世界第一汽车生产国，世界知名零部件企业加速在中国布局，预计2012年精密铝合金结构件产值将达上千亿元。
- **募股资金投向分析。**募集资金57,600万元，投资于精密铝合金结构件生产项目和技术中心技术改造项目。精密铝合金结构件生产项目建成后，公司精密铝合金结构件制造能力将在目前240万件的基础上增加250万件，增长1倍多；扩大的产能主要用于生产通讯设备和汽车零部件用的精密铝合金结构件，其中用于通讯设备领域的产能为230万件，用于汽车零部件领域的产能为20万件，共计250万件。
- **盈利预测及估值。**我们预计公司2011年-2013年实现归属于母公司净利润分别为9,644万元，12,177万元，15,317万元，按发行后总股本1.42亿股摊薄计算，对应的公司2011-2013年EPS分别为0.68元、0.86元、1.08元。参照可比公司，我们认为公司2011年动态市盈率在25-30倍较为合理，对应的合理价格区间17.00元-20.4元。

正文目录

1. 公司概况	3
1.1 公司基本情况	3
1.2 公司股本结构	4
1.3 公司主要业务构成情况	5
2. 行业分析	5
2.1 精密铝合金制造行业基本概况	5
2.2 精密铝合金制造行业的中国纪元	7
2.2.1 通讯设备精密铝合金结构件需求旺盛	7
2.2.2 专业汽车类精密铝合金结构件外包服务前景广阔	8
2.2.3 中国的铝材制造优势将为本行业的发展提供基础动力	9
3. 公司竞争优势分析	9
4. 募集资金项目分析	11
5. 盈利预测与估值分析	12
5.1 盈利预测假设	12
5.2 估值—合理价格区间：17.0 元-20.4 元	13
6. 风险揭示	13

图表目录

图表 1 公司精密铝合金产品	3
图表 2 发行前股权结构	4
图表 3 发行前后股本结构对比	4
图表 4 公司按产品分历年收入	5
图表 5 公司按销售区域历年收入	5
图表 6 公司历年按产品分毛利	5
图表 7 公司历年毛利率	5
图表 8 2000—2009 年中国铝合金压铸结构件产量及占比	6
图表 9 2008 年专业精密铝合金结构制造企业市场占有率	7
图表 10 2004 年-2009 年中国移动通信基站产量	8
图表 11 1998 年—2009 年中国电解铝产量趋势图	9
图表 12 募投项目投资概况（万元）	11
图表 13 春兴精工（002547）盈利预测表	12
图表 14 可比上市公司估值指标（2011 年 2 月 09 日收盘价）	13

1. 公司概况

1.1 公司基本情况

公司于2008年12月19日由苏州春兴精工有限公司整体变更设立的股份有限公司，公司目前注册资本为10,600万元人民币。

公司是国内领先的专业精密铝合金结构件制造与服务供应商，目前具备年产240万件精密铝合金结构件的生产能力，在产品制造服务、技术服务、销售服务等方面均处于国内领先水平。公司目前已经形成了包括：产品前瞻性研究开发、模具工艺及结构设计、精密真空铸造、系统化后整理、数控精加工工艺及工装设计、最终性能检测、精密组装、专业配送等在内的完善的精密铝合金结构件制造服务体系，公司与客户形成了稳固的供应链合作关系，在为客户提供产品、输出服务的同时，实现与客户共同成长。

公司拥有国际领先水平的精密铝合金结构件制造技术，在模具设计、铸造工艺及工具设计、数控精加工工艺及程序设计、产品及材料检测等方面拥有多项行业特有技术，拥有30项专利技术。公司2009年5月被评为江苏省第二批高新技术企业，拥有业内为数不多的市级企业技术中心，2010年被评为苏州工业园区知识产权创造先进单位，为苏州压铸技术协会理事长单位；公司聚集了众多在精密铸造、数控精加工、材料检测、质量控制等领域从业多年的具有丰富经验的技术专家，是我国精密铝合金结构制造行业的技术领导者之一。

图表 1 公司精密铝合金产品

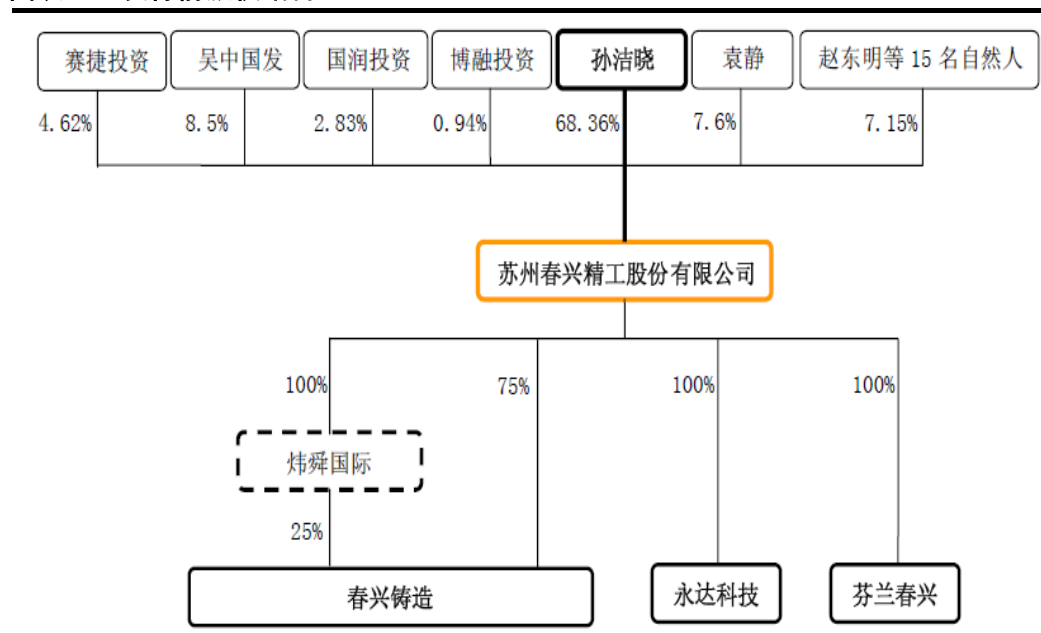


资料来源：招股说明书，天相投顾

1.2 公司股本结构

发行前，公司的发起人为孙洁晓先生持有公司68.36%股权，其妻子袁静女士持有公司7.6%的股权，夫妻二人合计持有公司75.96%的股权，是公司的实际控制人。发行后孙洁晓仍持有公司51.02%股份，对公司拥有绝对控制权。

图表 2 发行前股权结构



资料来源：招股说明书，天相投顾

图表 3 发行前后股本结构对比

股东	发行前		发行后		锁定期
	持股数（万股）	持股比例	持股数（万股）	持股比例	
1 孙洁晓	7,245	68.35%	7,245	51.02%	36 个月
2 袁静	805	7.59%	805	5.67%	36 个月
3 吴中国发	900	8.49%	900	6.34%	12 个月
4 赛捷投资	490	4.62%	490	3.45%	36 个月
5 国润投资	300	2.83%	300	2.11%	12 个月
6 博融投资	100	0.94%	100	0.70%	12 个月
7 赵东明等 15 名自然人	760	7.17%	760	5.35%	12 个月
此次发行	-	-	3600	25%	
合 计	10600	100%	14200	100%	

资料来源：招股说明书，天相投顾

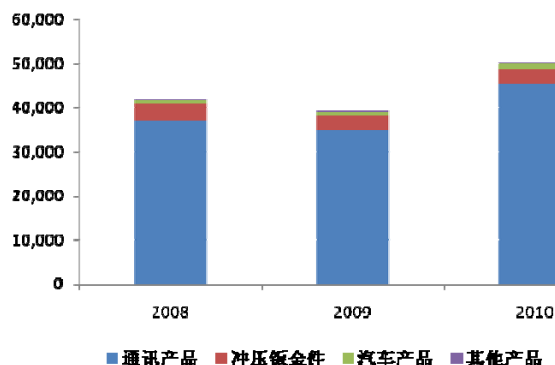
注：其中赵东明、单兴洲锁定期为 36 个月。



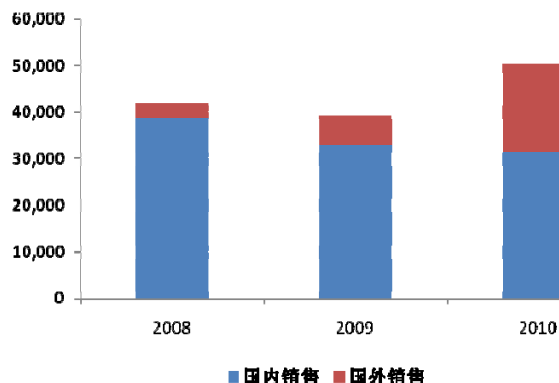
1.3 公司主要业务构成情况

公司的收入主要来自通讯设备类精密铝合金结构件制造与服务领域，正积极稳健地拓展下游汽车、高速机车、航空等业务领域。近三年，通讯设备类精密铝合金结构件收入占主营业务收入比例分别为88.02%、89.13%和89.84%。公司目前收入主要来自国内，海外业务不断扩大，2010年海外业务收入已经占到收入的37.03%。

图表 4 公司按产品分历年收入



图表 5 公司按销售区域历年收入

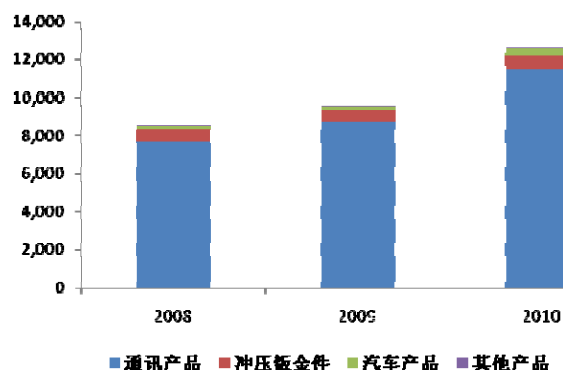


资料来源：招股说明书，天相投顾

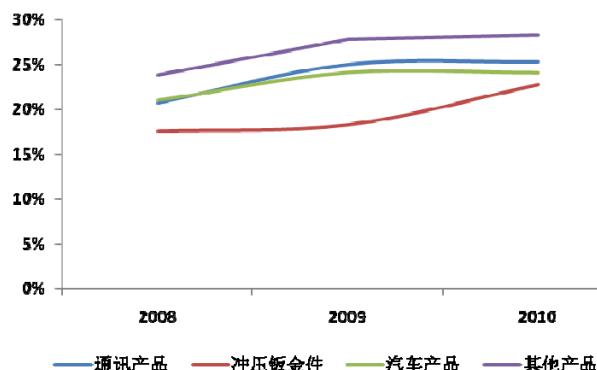
资料来源：招股说明书，天相投顾

公司主营业务综合毛利由2008年度的8,571.55万元增长到2010年度的1.26亿元，年复合增长率为21.50%，保持了良好的增长态势；其中：精密铝合金结构件实现的毛利额占主营业务毛利额的比重达到93%，构成公司主营利润的主要来源。公司主要产品的毛利率均呈稳步提升的态势，公司优先向高端客户供应附加值高的产品，对高端客户的销售额增加，相应提高了毛利率水平。

图表 6 公司历年按产品分毛利



图表 7 公司历年毛利率



资料来源：招股说明书，天相投顾

资料来源：招股说明书，天相投顾

2. 行业分析

2.1 精密铝合金制造行业基本概况

行业自从上世纪在欧洲产生以来得到了迅速发展，产品制造技术、制造工艺及制

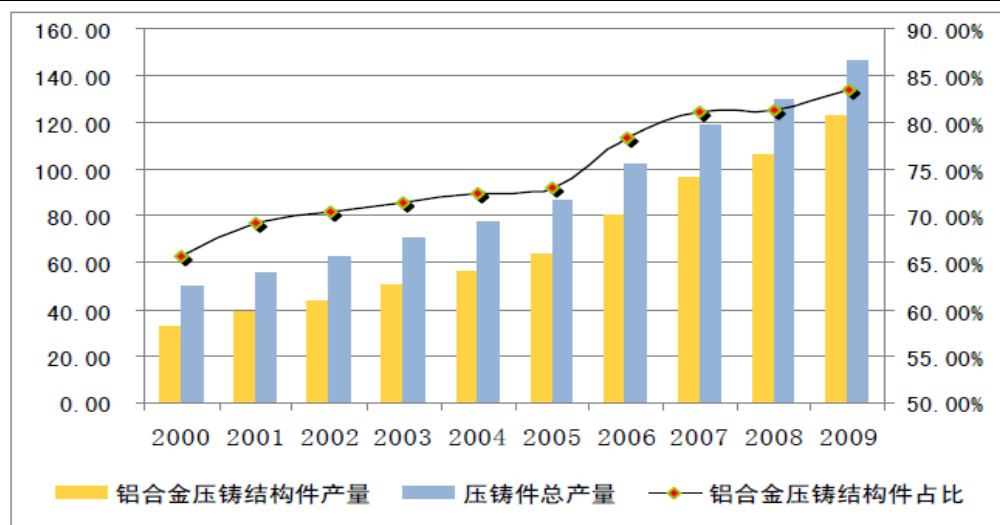
造设备都得到了长足的发展，企业规模和行业集中度也从最初的小规模、分散化到现在的规模化、精密化制造为主的市场竞争格局，目前已经出现了众多大型的精密铝合金结构制造厂商，国际上精密铝合金结构制造行业内主要厂商有德国凯世曼、欧洲菲斯达、芬兰Alteams、意大利麦凯实等企业。

铝合金结构制造的应用范围也从最初的日常五金、普通机械等向通讯、汽车、航空等对产品精密度要求较高的行业发展，据北美压铸协会（NADCA）统计资料显示：目前世界工业发达国家的铝合金结构制造产品主要应用于四大类：汽车工业、通讯工业、航空及机电工业、电气工业。

目前全球的铝合金结构件的生产消费主要集中在美国、日本、中国、德国、意大利等国家和地区，随着经济的增长及技术的革新，全球对通讯、汽车等的需求也不断增强，尤其是在全球温室气体减排呼声渐涨的大背景下，铝合金结构件由于在轻质化、产品的清洁化生产等方面具有其它金属制造不可比拟的优点而越来越成为世界工业温室气体减排进程的宠儿。

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。过去十年中，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也从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。

图表 8 2000—2009 年中国铝合金压铸结构件产量及占比



资料来源：招股说明书，天相投顾

由于行业覆盖的下游行业众多，一家公司受产能限制只能重点服务于几个重点领域，公司目前服务的重点客户领域为通讯设备、汽车零部件，正在进行供应商认证及研发的领域包括航空器材、高速机车等，下游行业的巨大市场以及行业企业的普遍规模较小，使得行业内公司市场化程度较高，市场占有率一般都较低。

根据中国铸造协会压铸分会2009年度对行业内企业的销售收入、研发水平、设备规模、营销实力等的综合调研统计数据，在我国专业精密铝合金结构制造企业（通讯领域）中，公司综合排名第二，国内市场占有率为5.11%，占全球市场份额的2.26%。

图表 9 2008 年专业精密铝合金结构制造企业市场占有率

排名	企业名称	销售收入（亿元）	国内占有率	全球占有率
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，天相投顾

2.2 精密铝合金制造行业的中国纪元

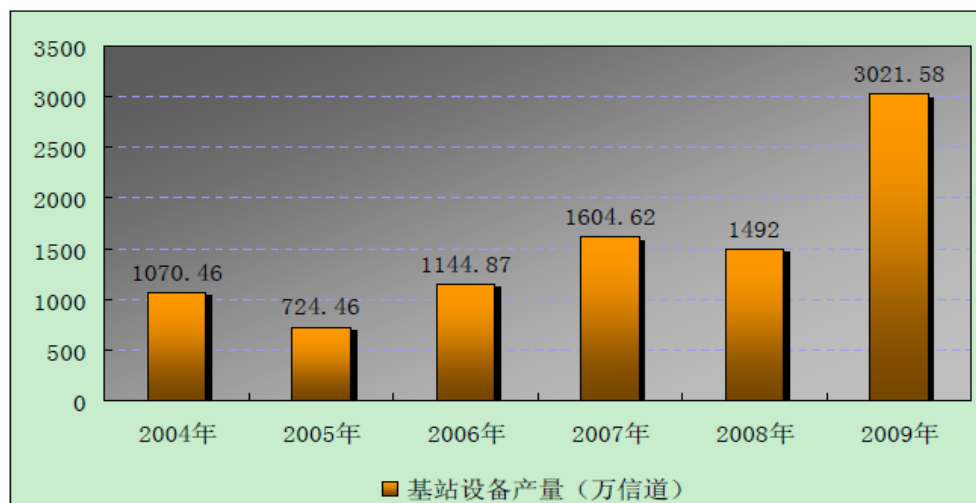
2.2.1 通讯设备精密铝合金结构件需求旺盛

全球移动通讯服务业取得重大发展。截至2009年年底，全球移动电话用户数达到46亿户，较2006年底的26.3亿户增长幅度达到74.90%，已经超过固定电话成为使用数量最多的通讯工具，保守预测，到2014年全球移动用户数将达到58亿户，手机普及率达到67%，移动通讯用户数的激增，将对移动通讯网络建设提出更高要求。

据iSuppli（全球领先的针对电子制造领域的市场研究公司）统计，2008年全球移动通信基础设施投资额达到429.2亿美元。虽然受欧美发达国家电信运营商放缓3G网络建设的影响，预计2009年全球电信运营商移动通信基础设施新增投资额下滑至394.18亿美元，但在中国、印度、南亚和非洲等新兴市场对网络基础设施的投资需求及发达国家对以数据业务为主的3G技术升级投资的带动下，未来5年全球移动通信基础设施投资额仍将保持之前较快速度的增长。以我国3G投资为例，根据工信部和三大运营商的规划，2009—2011年的投资额将达到4,000亿元。

通讯运营商对移动通信基础设施的投资主要包括：无线网络系统设备（即基站设备）、基站配套设施、无线覆盖设备（包括传输设备、核心网、业务平台等），而其中投资最大的基站设备约占到总投资额的40%。在下游运营商投资的带动下，全球移动通信基站市场也呈现出较强的增长趋势，2008年全球移动通信基站市场销售数量同比增长达27.8%。另以中国为例，移动通信基站产量也从2004年的1,070.46万信道增加到2009年的3,021.58万信道，增幅近2倍，基站保有量从2004年的31.1万座增加到2008年的68.9万座，增长121.54%，2009年中国三大运营商更是完成了32.5万座3G基站的建设规模。全球移动通信基站市场，尤其是发展中国家的基站市场在全球通讯领域持续繁荣的大背景下，已经表现出了较强的增长潜力。

图表 10 2004 年-2009 年中国移动通信基站产量



资料来源：招股说明书，天相投顾

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构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%，这就直接带动了国内精密铝合金结构件制造行业的发展。2008年我国精密铝合金结构件（通讯领域）的产值已达到84.2 亿元，占全球总产值的44.35%，已经成为该领域全球最大的精密铝合金结构件制造国之一，保守估计，到2012年我国精密铝合金结构件制造行业（通讯领域）年产值将至少达到93.05亿元。

2.2.2 专业汽车类精密铝合金结构件外包服务前景广阔

汽车作为铝合金材料最大的应用对象，在汽车工业发达国家，其占比已经达到70%以上（2008 年，日本、美国占比分别达到79%和75%）。汽车轻量化作为汽车节能减排的重要手段成为未来汽车工业的发展方向，铝合金材料则是汽车轻量化目标的主要应用材料，在节能方面：汽车重量每减轻10%，最多可实现节油8%，而汽车每使用1kg铝，可降低自身重量的2.25kg，减重效应达125%，由此带来的节能效果十分显著；在减排方面：每使用1kg铝，可在轿车寿命期内减少20kg的尾气排放，如果汽车上凡是可用铝合金制造的都用其替代，那么每辆车的平均用铝量将达到454kg，最多可降低9.08吨的尾气排放。

美国铝业协会预测，在2020年前，全球汽车平均铝合金材料用量将增至135kg/辆，将比目前（2008年）的111.8kg/辆增长20.76%。据JD. Power（世界著名汽车市场调研机构）预测，到2022年，全球汽车产量将达到1.116亿辆，据此估计2020年汽车用铝合金材料消费量将达到1,506.60万吨，较2008年增长近一倍。综上所述，未来汽车领域的铝合金材料市场空间较大。

据中国汽车工业协会统计，2009年我国汽车产销量分别达到1,379.10万辆和

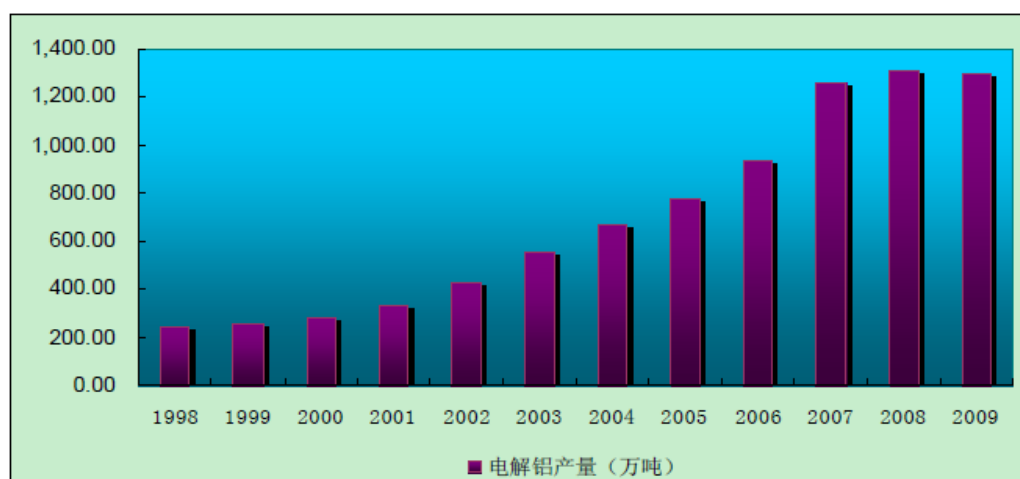
1,364.48万辆,超越美国成为全球最大汽车生产国和消费国。巨大的汽车市场吸引了全球的汽车整车及零部件厂商加速布局中国,福特、PSA、标致、雪铁龙、通用等跨国汽车巨头等都在中国设立了采购中心,同时,一些大的零部件供应商,如德尔福、伟世通、法雷奥等也在中国设立了采购办事处。

预计到2012年中国用于整车配套的零部件行业产值将达到11,375亿元,与其相关的精密铝合金结构件产值将达上千亿元,将为拥有产能优势及制造服务优势的本行业企业带来巨大商机。

2.2.3 中国的铝材制造优势将为本行业的发展提供基础动力

2009年,我国原铝产量为1,296.40万吨,为世界最大的铝及铝材生产国,而作为精密铝合金结构制造行业主要原材料的铝合金锭在2008年的产量为1,560万吨,预计2009年将达到约1,700万吨,我国充足的铝材产能及位居世界先进水平的铝材生产工艺和装机水平为精密铝合金结构制造行业的发展提供了坚强的基础动力和充沛质优的原材料。另外,中国丰富的人力资源及完善的配套产业均对本行业的发展有巨大的推动作用。

图表 11 1998 年—2009 年中国电解铝产量趋势图



资料来源:招股说明书,天相投顾

3. 公司竞争优势分析

优势之一: 具备业内领先的技术研发能力。

目前公司拥有超过60名具有中高职称的工程技术人员,并拥有多位在精密铸造、数控精加工、材料检测、质量控制等领域从业多年的具有丰富经验的技术专家,是我国精密铝合金结构制造行业的技术领导者之一。

通过近十年在精密铝合金结构制造行业的耕耘,公司在模具设计、铸造工具及工艺设计、数控精加工工具及工艺设计、产品及材料检测等方面积累了丰富的应用技术经验。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,2009年公司亦被江苏省科技厅等四部门联合授予高新技术企业称



号。

公司在新产品开发响应时间、产品制造过程纠错反馈时间、产品柔性化制造模块更换速度等方面亦得到客户的高度赞同，近年来，公司先后成为诺基亚西门子、阿尔卡特朗讯、波尔威、安弗施、安德鲁、摩比天线等国际知名通讯设备集成（制造）商最大的精密铝合金结构件供应商之一，为客户提供先进的精密铝合金结构制造服务。

优势之二：拥有长期稳定的高端客户资源。

由于下游通讯、汽车等领域的客户均为技术含量较高的企业，因而要求其供应商需首先取得国际通行的质量管理体系认证，然后需通过其更为严格的合格供应商认证，才可进入其全球供应商序列。公司通过在精密铝合金结构制造行业近十年的耕耘，产品质量及精密度保证、制造服务能力、快速反应能力等均位居行业领先水平，能够为客户提供系统化的精密铝合金结构产品解决方案，先后成为下游通讯设备、汽车零部件领域多家大型企业的全球合格供应商。以下游通讯设备领域为例，公司已经成为诺基亚西门子、安弗施、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，形成了与客户共同成长的稳定合作关系。

优势之三：品牌优势。

经过在精密铝合金结构制造行业近十年的耕作，公司不仅获得了众多的客户资源，而且获得客户高度认可，在客户领域中建立了“春兴制造”的品牌，公司先后获得波尔威最佳质量奖、摩比天线优秀供应商奖、阿尔卡特朗讯最佳成本表现奖等荣誉称号，“春兴制造”的品牌价值随着诺基亚西门子、阿尔卡特朗讯等客户产品在全球的应用和推广而在供应链各个环节得到了全面的提升，成为行业内为数不多的具备品牌优势的企业。

优势之四：拥有行业领先的管理水平。

在与国际知名企业合作的过程中，公司也形成了具备行业领先水平的管理优势，主要体现在：

1) 秉承“精益生产、精准制造”的先进管理理念

在多年的行业实践中，公司始终将产品质量提升视为公司管理的标准，全面推行“精益生产、精准制造”的管理理念，推行均衡化、同步化、精准化的生产管理，实现柔性制造和并行工程，通过不断地降低成本、提高质量、增强生产灵活性，达到产品质量零缺陷的目标。

2) 通过了多项质量管理体系认证

公司成立以来先后通过了ISO9001: 2000、ISO14001、ISO/TS16949、AS9100等诸多质量管理体系认证，并在生产的各个环节严格执行质量管理规范，实现产品质量的零缺陷发生率，并有效降低产品不合格率，塑造了“春兴制造”的优秀质量品牌。

3) 建立了完备的管理人才层次队伍

近年来，公司通过内部培养和外部引进的双重机制，在研发、生产管理、营销、财务管理等方面均拥有众多具备多年行业经验的管理人才，公司秉承“以人为本、人才至上”的人才理念，始终坚持人才是企业经营的第一要素。未来3年，公司拟在现

有人才层次的基础上，通过引进航空、高速机车领域的行业管理专家及技术专家，形成公司未来业务发展新的增长点。

优势之五：具备快速反应的柔性化制造体系

公司拥有完善的精密铝合金结构制造服务体系，能够为客户提供从产品的前瞻性研发到精准生产，再到产品的及时配送及后续跟踪服务的一体化解决方案，尤其是公司的快速响应能力和柔性化制造能力为公司赢得了诸多大型客户的稳定订单。同时，公司报告期内全面推进“精益生产、精准制造”的生产管理理念，实现产品价值流与物流的整合，在快速反应及柔性化制造的基础上，将产品的精密度及产品品质提升到一个新的高度。

4. 募集资金项目分析

拟公开发行3600万人民币普通股A股，募集资金57,600万元，投资于精密铝合金结构件生产项目和技术中心技术改造项目。募集资金具体使用计划如下：

图表 12 募投项目投资概况（万元）

项目	总投资	投入募集资金	项目资金投资计划		
			第一年	第二年	第三年
精密铝合金结构件生产项目	26,117.09	26,117.09	7,098.02	15,670.25	3,348.82
技术中心技术改造项目	3,964.60	3,964.60	3,964.60	-	-
合计	30,081.69	30,081.69	11,062.62	15,670.25	3,348.82

资料来源：招股说明书，天相投顾

精密铝合金结构件生产项目投资总额为26,117.09万元，其中土地购置及建设投资17,745.04万元、流动资金8,372.05万元，拟全部使用募集资金投入。项目建成后，公司精密铝合金结构件制造能力将在目前240万件的基础上增加250万件，增长1倍多；扩大的产能主要用于生产通讯设备和汽车零部件用的精密铝合金结构件，其中用于通讯设备领域的产能为230万件，用于汽车零部件领域的产能为20万件，共计250万件。

该项目建设期2年；达产期1年，项目建成达产当年（即建设期第二年）达产率为60%，第2年为100%。项目正常年营业收入42,800万元，项目正常实现年利润总额为7,446.71万元，净利润5,585.03万元。

技术中心技术改造项目总投资3,964.60万元，主要为设备购置投资及人力资源费用。拟在公司现有研发部门的基础上，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，达到世界先进水平，使公司保持可持续性发展。项目建成后预计可大幅度提升公司新产品开发能力、提高产品技术含量，增强产品市场竞争能力，具有良好的间接经济效益。

5. 盈利预测与估值分析

5.1 盈利预测假设

假设条件一：公司的管理水平不断提高，各项费用率相对保持稳定，预计未来三年销售费用率维持在 2.85%、2.8%、2.8%，管理费用率分别为 4.22%、4.22%、4.22%。

假设条件二：国家相关的税收政策，产业政策在未来几年内不会有大幅变动，公司采用实际税率为：15%。

假设条件三：按照公司 IPO 后 14200 万股总股本进行测算

图表 13 春兴精工（002547）盈利预测表

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	40,513	52,586	70,721	90,738	116,742
增长率(%)	-5.88%	29.80%	34.49%	28.30%	28.66%
减：营业成本	30,759	39,561	53,668	68,863	88,600
毛利率(%)	24.08%	24.77%	24.11%	24.11%	24.11%
减：营业税金及附加	79	44	141	181	233
销售费用	1,056	1,495	2,016	2,541	3,269
管理费用	1,707	2,220	2,984	3,829	4,927
财务费用	345	1,064	141	454	992
期间费用	3,108	4,779	5,141	6,824	9,188
期间费用率(%)	7.67%	9.09%	7.27%	7.52%	7.87%
资产减值损失	57	344	424	544	700
加：公允价值变动净收益	342	-342	0	0	0
投资净收益	407	78	0	0	0
营业利润	7,259	7,595	11,346	14,326	18,021
增长率(%)	39.67%	4.62%	49.39%	26.26%	25.79%
营业利润率(%)	17.92%	14.44%	16.04%	15.79%	15.44%
加：营业外收入	741	30	0	0	0
减：营业外支出	75	0	0	0	0
利润总额	7,925	7,625	11,346	14,326	18,021
增长率(%)	52.82%	-3.79%	48.80%	26.26%	25.79%
利润率(%)	19.56%	14.50%	16.04%	15.79%	15.44%
减：所得税	957	1,002	1,702	2,149	2,703
实际税负比率(%)	12.1%	13.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	6,969	6,623	9,644	12,177	15,317
归属母公司所有者净利润	5,570	6,623	9,644	12,177	15,317
增长率(%)	42.87%	18.89%	45.62%	26.26%	25.79%
净利润率(%)	13.75%	12.59%	13.64%	13.42%	13.12%
少数股东损益	1,398	0	0	0	0
总股本	5,550	5,550	14,200	14,200	14,200
每股收益(元)	0.55	0.62	0.68	0.86	1.08

资料来源：天相投顾



5.2 估值—合理价格区间：17.0 元-20.4 元

我们预计公司 2011 年-2013 年实现归属于母公司净利润分别为 9,644 万元, 12,177 万元, 15,317 万元, 按发行后总股本 14200 万股摊薄计算, 对应的公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.68 元、0.86 元、1.08 元。参照可比公司, 保守估计我们认为公司 2011 年动态市盈率在 25-30 倍较为合理, 对应的合理价格区间 17.00 元-20.4 元。

图表 14 可比上市公司估值指标 (2011 年 2 月 09 日收盘价)

公司名称	代码	EPS				PE			
		2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
东山精密	002384	0.60	0.84	1.32	1.8	114	81	52	38
广东鸿图	002101	0.68	0.76	0.9	1.15	46	41	35	27
日海通讯	002313	0.94	1.09	1.61	2.17	59	51	35	26
新朋股份	002328	0.67	0.67	0.81	1.52	29	29	24	13
宝馨科技	002514	0.63	0.73	0.86	1.05	65	56	48	39
海立美达	002537	0.83	0.86	1.16	1.44	47	46	34	27
胜利精密	002426	0.46	0.42	0.55	0.68	31	34	26	21
平均值						56	48	36	27

资料来源：天相投资分析系统

6. 风险提示

投资者应注意以下方面的风险：

原材料价格波动的风险：公司主要原材料为铝合金锭、铝材等铝制金属材料，公司采购铝基材料（含铝合金锭、铝材等）占原材料采购金额的比重达到 70%以上。原材料铝合金锭的采购价格的定价方式为“电解铝价格+加工费”，其中电解铝价格参考上海现货市场价格确定，由于加工费相对固定，因此电解铝市场价格的波动对原材料采购成本的影响较大。未来如果电解铝价格出现较大波动，将直接影响公司的生产成本和营业收入。

产品的客户对象较集中的风险：公司对前五名客户销售收入占销售收入的比重 70%左右，销售相对集中于通讯设备行业内企业。虽然公司与下游核心客户保持了长期稳定的合作关系，在与客户的深入合作过程中获得了自身规模的壮大，并且公司也在不断开拓新客户、培育新领域，努力使客户结构优化，但是短期内客户集中度较高的风险并不能完全化解，如果客户营运模式、采购方式等方面发生重大变化，而公司不能及时应对，将影响公司获取订单的数量和时限，进而影响公司的经营业绩。

税收优惠政策变动的风险：公司于 2009 年 5 月被认定为江苏省高新技术企业，自 2009 年度起连续三年内的企业所得税将按照 15%的优惠税率申报缴纳。近三年，公司因享受企业所得税税收优惠而减免的税额占同期净利润的比例分别为 21.56%、11.54%和 15.32%，税收优惠对公司净利润的影响呈逐年下降的趋势。未来如果税收政策产生变化对公司长期持续盈利能力不会产生重大影响，但短期内的影响仍然存在。



天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据的客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-83234800 邮编:518040