

春兴精工（002547）

推荐（首次）

精密压铸行业领头羊

市场数据

报告日期	2011-5-17
收盘价(元)	17.59
总股本(百万股)	142.00
流通股本(百万股)	28.80
总市值(百万元)	2497.78
流通市值(百万元)	506.59
净资产(百万元)	844.82
总资产(百万元)	1255.33
每股净资产	5.95

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(万元)	526	732	1044	1391
同比增长(%)	29.8%	39.2%	42.6%	33.2%
净利润(百万元)	66	98	164	222
同比增长(%)	18.9%	47.7%	67.2%	36.0%
毛利率(%)	24.8%	23.2%	23.7%	23.5%
净利率(%)	12.6%	13.4%	15.7%	16.0%
净资产收益率(%)	21.7%	10.3%	14.7%	16.7%
每股收益(元)	0.47	0.69	1.15	1.57
每股经营现金流(元)	0.32	0.81	0.64	1.32

相关报告

投资要点

- **卓越竞争优势造就公司行业地位。**公司的竞争优势在于具备快速响应的研发设计能力和拥有全球知名高端客户群。凭借卓越的竞争力，公司在通信领域国内市场份额中排名第二，占国内市场 5.1%，全球市场 2.3%。
- **行业演变利好专业制造型企业。**通信行业激烈竞争促使设备商变革自身供应体系，公司将抓住大客户诺基亚西门子放弃原有器件商、自行设计滤波器机会，承接通信滤波器结构件订单，并实现从专业制造向纵向一体化的转变。预计 2011 年-2013 年，公司民用通信类产品营业收入分别达到 5.8 亿元，7.3 亿元，9.0 亿元，三年复合增速达到 25%。
- **配套军用通信结构件，公司斩获大订单。**公司投建南京高淳生产基地，用以配套中电集团十四所的通信精密结构件，预计十四所的配套项目将从 12 年起给公司带来 1 亿元新增收入。
- **汽车、航空以及高速机车零部件将拓展公司长期发展空间。**未来十年，汽车、航空和高速机车零部件所需的精密结构件总和每年将超过 200 亿元。随着公司上市募集资金到位、生产规模扩大和设备性能提升，公司有望在这些领域实现长足发展。
- **预计 2011 年-2013 年，公司实现 EPS 分别为 0.69 元，1.15 元，1.57 元，复合增速达到 50%。**基于公司在技术研发和客户资源方面的优势，以及公司未来较为明确的业绩增长，我们给予公司“推荐”投资评级。
- **风险提示：**客户集中度较高风险；不同客户供应体系中竞争对手相互渗透风险；进入新领域失败风险；技术人才流失风险；

联系人 李明杰
021-38565934
limj@xyzq.com.cn

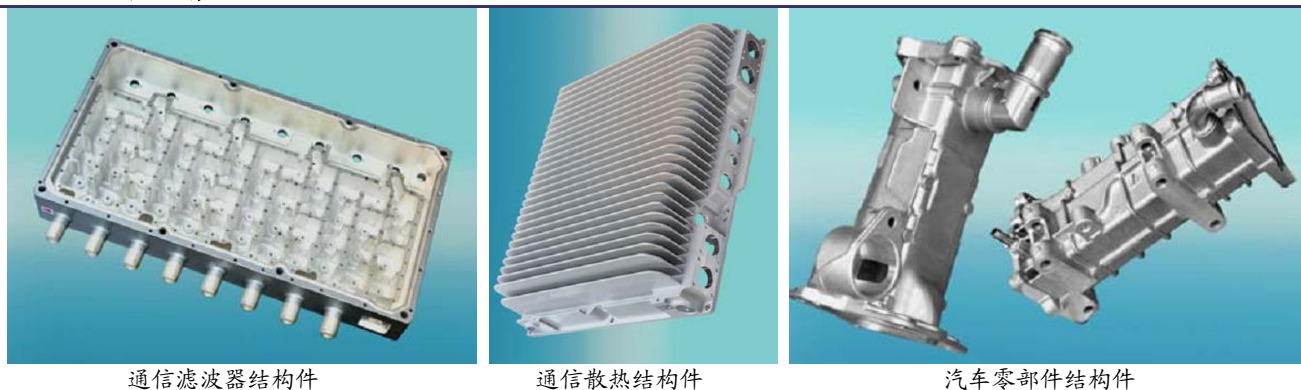
分析师 刘亮
021-3856 5917
liuliang@xyzq.com.cn
SAC:S0190209030141

1、公司概况——优质精密铝合金压铸企业

● **公司发展概况。**公司前身春兴电器厂成立于 1997 年，初期以五金加工起家，之后业务逐渐扩展到铝合金结构件生产，并在 2001 年拥有了施耐德等电气设备领域高端客户，这为公司之后发展奠定了良好的基础。2004 年，通过工艺改进，公司掌握了精密铝合金压铸工艺，并在 2006 年成为诺基亚合格供应商，抓住了在通信领域结构件的发展机遇。目前公司具备精密铝合金结构件研发、制造与服务，为客户提供系统化的精密铝合金结构件产品及服务解决方案。

● **优质的客户资源是公司赖以稳定增长基础。**公司目前重点服务客户主要集中在通信和汽车零部件领域，其中包括诺基亚西门子、阿尔卡特朗讯、摩托罗拉等世界知名通讯设备系统集成商；波尔威、安德鲁、安弗施等世界知名专业通讯器件制造商；国人通讯、摩比天线等国内排名前列的通讯器件制造商；德国贝洱、德国博世、日本电产、美国江森自控、法国哈金森、美国天合等全球排名前列的汽车零部件及设备制造商。

图 1、公司主要产品



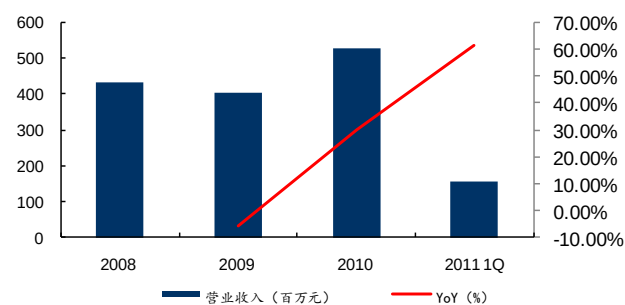
数据来源：公司公告，兴业证券研究所

● **过往业绩回顾：**

1) 2008-2010 年，公司收入和利润规模呈现出稳定增长趋势。近三年公司营业收入年均复合增长率为 10.5%，净利润年均复合增长率达到 30.33%。营业收入相对平稳的主要原因在于通信领域的主要客户增长逐步放缓以及公司市场份额相对饱和。

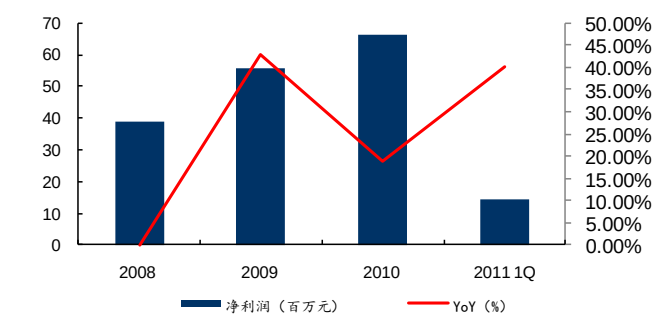
2) 11 年 1 季度，公司营收和净利润增长呈现加速迹象，分别达到 61.62%和 40.17%。主要原因是，下游客户诺基亚西门子对滤波器供应体制进行改革，开始自行设计滤波器，并向春兴等结构件厂商定制结构件来进行组装，公司滤波器结构件出货量大幅增长。

图 2、公司营业收入增长情况（百万元）



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 3、公司归属母公司净利润增长情况（百万元）



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

2、通信领域：行业演变利好专业制造型企业

- **通信精密铝合金制造业产能正在向中国转移。**2008 年全球排名前五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 年我国通信精密铝合金结构件产值已达到 84 亿元，占全球总产值的 44%，预计到 2012 年我国通信精密铝合金结构件产值将至少达到 93 亿元的市场规模。
- **通信领域精密结构件占公司营业收入 90%以上。**公司在国内竞争对手当中市场份额第二，占国内市场 5.1%，全球市场 2.3%。目前公司已成为诺基亚西门子、阿尔卡特朗讯、波尔威、安德鲁、安弗施等国际知名厂商在中国的重要精密铝合金结构件供应商，其中在诺西、阿朗的供应体系中占据份额最大，并赢得了阿尔卡特朗讯 2009 年度最佳成本表现奖等奖项。

表 1、通信领域国内市场份额第二，占全球仅 2.3%

排名	企业名称	2008 年销售收入 (亿元)	国内市场占有率	国际市场占有率
1	思德泰克	5.1	6.06%	2.68%
2	春兴精工	4.3	5.11%	2.26%
3	高要鸿爱斯	3.2	3.80%	1.68%
4	恩耀机电	2.9	3.45%	1.52%
5	湘银天机电	2.6	3.09%	1.37%

数据来源：公司公告，兴业证券研究所

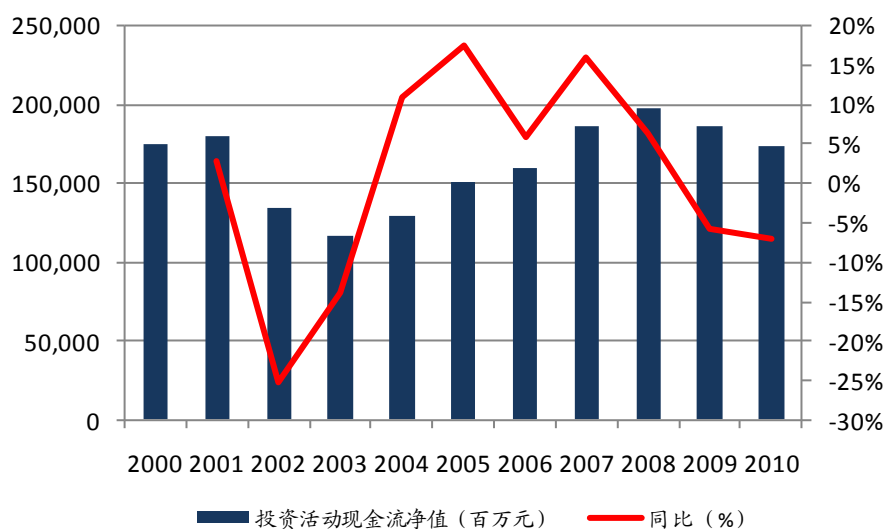
表 2、主要通信领域客户及所占采购份额

企业名称	客户简介	主要供应商及各自市场份额
诺基亚西门子	全球领先通讯设备商，市场排名第三	春兴精工 (49%)，Alteams (36%)，Enyao 及其他 (15%)
阿尔卡特朗讯	全球领先通讯设备商，市场排名第四	春兴精工 (40%)，Marchesi 及其他 (60%)
安弗施	全球领先通讯器件厂商，阿尔卡特朗讯子公司	春兴精工 (70%)，Enyao (20%)，其他 (10%)
波尔威	全球领先通讯器件厂商，市场份额第二	春兴精工 (30%)，Alteams 及其他 (70%)
弗雷通讯	全球领先通讯器件厂商安德鲁 (市场份额第一) 在华子公司	春兴精工 (20%)，强胜机械 (45%)，其它 (35%)
摩比天线	国内领先通讯器件厂商，中兴通讯子公司	春兴精工 (40%)，其它 (60%)

数据来源：公司公告，兴业证券研究所

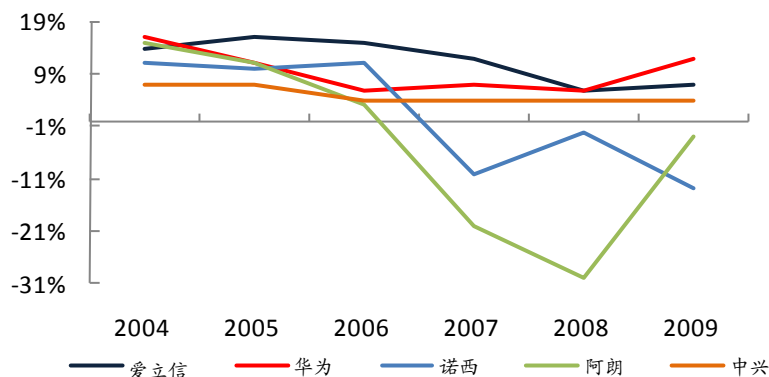
- **传统垂直分工向纵向一体化或两级协作化方向发展。**08 年之前，全球通信产业整体处在景气周期当中，行业的垂直分工有利于规模化生产和运营效率提升。然而 08 年金融危机以及愈发激烈的行业竞争，设备商为了获得具有行业竞争力的成本优势，纷纷向开始向自己的供应商要利润。在这个过程中，有两种重要发展模式：1）制造商开始介入器件功能性设计，形成通信器件纵向一体化生产流程，以创新设计方法压低成本并获得竞争优势，例如，大富科技；2）设备商自行设计通信器件，并交由制造商定制器件结构件并进行组装，这样设备商可以更好控制成本，例如，诺基亚西门子和春兴精工的合作关系。

图 4、全球电信 50 强投资支出整体下滑



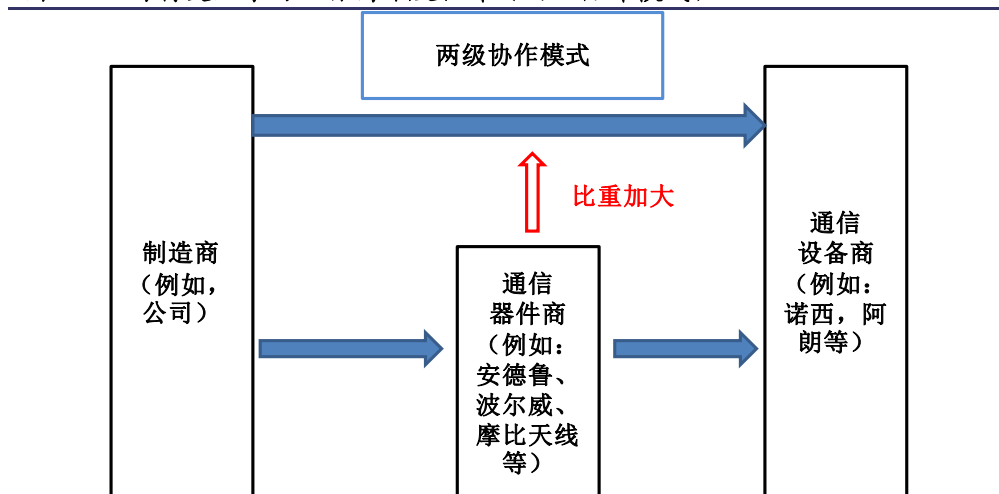
数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

图 5、通信设备商的净利润率整体呈下降趋势



数据来源：兴业证券研究所

图 6、公司将受益于与设备商深度合作（两级协作模式）



数据来源：兴业证券研究所

从实际情况来看，诺基亚西门子选择放弃器件商，开始自行设计滤波器，并向春兴等结构件厂商定制结构件来进行组装。尽管公司因此减少了对通信器件商的出货量，但是产业链环节越短、等效份额越多，实际上总的需求量会超过之前的情况。从 11 年 1 季度的数据来看，下游需求旺盛，公司营收同比增加 61.6%，业绩增长符合这一趋势。

● **关于纵向一体化和两级协作模式讨论。**这两种模式都是为了缩短产业链、降低成本和运营费用。所不同的是，一种是制造商向下游推进，逐步掌握研发技术，而另一种则是设备商通过控制研发的方式来控制成本。短期来看，这两种方式均能让设备商在成本控制方面受益，但**长期来看，我们认为纵向一体化模式能够让产业链上各个公司在运营效率、竞争优势方面更加受益。**主要原因是，通信器件（此处我们主要特指射频通信器件）技术相对成熟，其单位研发投入所产生的附加值逐年降低，从设备商的角度出发，与其让研发人员开发技术附加值较低的射频通信器件，倒不如让研发人员投入到未来新兴的云计算、物联网研发当中。除此之外，还有专业化的规模效应以及产业链服务效率的原因。

● **业务发展展望：**

1) **短期来看**，公司通信结构件产品主要包括散热器结构件和滤波器结构件，其中散热器结构件在主要下游客户采购份额相对饱和，预计 2011 年维持 20% 左右平稳增长；而滤波器结构件将会受益诺基亚西门子供应商策略变化，**预计 2011 年滤波器结构件将扭转之前两年下滑趋势，有望实现 40% 左右增长。**

2) **长期来看**，公司在通信领域将致力于成为专业的、具备纵向一体化研发生产

能力的、有竞争力的优质射频器件制造商。今年3月，公司收购了迈特通信，该公司拥有滤波器设计、研发的先进经验，并且是爱立信和华为合格供应商，这将为公司提供在技术研发、市场开拓、管理提升方面的重要资源。与此同时，公司在本部已基本建立起滤波器生产线，未来将向诺基亚西门子以及其它客户提供纵向一体化的滤波器制造、组装、调试的服务，**预计滤波器业务将从11年起给公司带来1000-2000万新增收入，随着技术经验的不断提升，预计12年-13年业务增速有望达到200%，100%。**

此外，公司在军用通信领域也有重大进展。今年3月，公司计划利用超募资金中3000万元在南京高淳投资建设生产基地，用以配套中电集团十四所的通信精密结构件。该项目计划11年底建成，12年将全面达产，**预计新增十四所的配套项目将从12年起给公司带来至少1亿元新增收入。**（目前公司本部已经向十四所供应小批量产品，预计11年新增2000万收入。）

预计2011年-2013年，公司通信类产品营业收入分别达到6.0亿元，8.3亿元，10.8亿元，对应增速分别为32%，39%，29%。

表3、公司通信领域业务盈利预测假设

年份		2010	2011E	2012E	2013E
散热器结构件	主营业务收入（万元）	27009.99	32411.99	38894.39	44728.54
	同比增长率 %	59.74%	20.00%	20.00%	15.00%
	毛利率 %	26.97%	24.00%	24.00%	23.00%
滤波器结构件	主营业务收入（万元）	12842.99	17980.19	23374.24	29217.80
	同比增长率 %	-2.54%	40.00%	30.00%	25.00%
	毛利率 %	23.38%	22.50%	22.50%	22.00%
其它通信结构件	主营业务收入（万元）	5398.58	5938.44	6532.28	6858.90
	同比增长率 %	12.34%	10.00%	10.00%	5.00%
	毛利率 %	21.59%	22.00%	22.00%	21.00%
滤波器	主营业务收入（万元）		1500.00	4500.00	9000.00
	同比增长率 %			200.00%	100.00%
	毛利率 %		30.00%	33.00%	35.00%
南京十四所通信结构件	主营业务收入（万元）		2000.00	10000.00	18000.00
	同比增长率 %			400.00%	80.00%
	毛利率 %		26.00%	26.00%	26.00%
合计	主营业务收入（万元）	45251.56	59830.61	83300.91	107805.24
	同比增长率 %	29.69%	32.22%	39.23%	29.42%
	毛利率 %	25.31%	23.57%	24.15%	24.10%

数据来源：兴业证券研究所

3、汽车、航空以及高速机车零部件将拓展公司长期发展空间

● 新领域、新空间：

1) 汽车零部件：

我国汽车零部件产业发展潜力巨大。在欧美等汽车成熟市场，汽车整车与汽车零部件的产值规模比例达 1: 1.7。据中国汽车工业协会统计数据显示，2008 年中国汽车零部件总产值为 9000 亿元，但占整车产值规模的比重仅为 41.8%，远低于欧美发达国家。

专业汽车类精密铝合金结构件外包服务前景广阔。随着行业竞争的加剧及专业化分工的深入，零部件厂商专注于其自身核心业务及品牌的发展，而将铝合金结构件外包给专业化精密铝合金结构件厂商。预计未来 3 年内我国汽车领域精密铝合金结构件外包市场规模将达上百亿元。

2) 航空零部件：

航空制造业属于一种典型的“合作型工业”。世界前两大飞机整机制造商中：空客在全球 27 个国家有 1500 多家供应商；波音公司 60% 以上的零部件都外包给其它供应商，从而形成一个巨大的航空产业转包市场。

航空产业转包订单出现加速向中国转移的趋势。2008 年中国航空产品生产总额约为 7 亿美元，根据波音公司 2009 年的预测，未来 20 年，中国仍然是除美国以外新民用飞机的最大市场，中国将需要 3370 架新飞机，价值为 4000 亿美元。一般而言，获得的订单金额约 20% 的零部件采购要转包给订货国企业，据此预测未来二十年中国仅就飞机零部件转包业务年均获得的转包额产值将达到 40 亿美元。

3) 高速机车零部件：

高速铁路建设将带动高速机车制造及其配套产业链加速发展。根据高铁建设周期及产业发展周期，高速机车及其零部件制造产业将在 2010 年起步入高增长期，根据 2008 年铁道部制定的最新铁路设备采购计划，2009 - 2012 年高速机车及配套设备采购额预计将达到 5000 亿元。

动车组用精密铝合金结构件将伴随动车组的高速增长而形成需求高峰期。据预测，到 2010 年中国动车组可达 1000 列（约 8000 辆），2050 年可达 60000 辆；铝的用量按 8 吨/辆的计算，各年对铝材的需求量分别为：2010 年、2050 年分别为 6.4 万吨、48 万吨。

● 公司业务进展:

1) 公司汽车精密结构件收入占比为 4%左右, 重点服务的公司包括德国贝洱、德国博世、日本电产、美国江森自控、法国哈金森、美国天合等全球排名前列的汽车零部件及设备制造商。公司在汽车精密结构件业务过去三年增长比较缓慢, 主要原因一方面进入下游客户供应体系周期较长, 其次公司产能紧张、设备性能难以满足客户要求。随着公司上市募集资金扩大生产规模和提升设备性能, 公司有望在汽车精密结构件实现长足发展。

2) 在航空领域, 公司正在对航空器材类客户进行重点开拓, 进行产品的前期研发和试样; 在高速机车领域, 公司已经开始接受克诺尔的产品认证和前期试样, 预计在 2011 年将形成规模销售。

7、盈利预测与估值

● 预计 2011 年-2013 年, 公司营业收入分别达到 7.3 亿元, 10.4 亿元, 13.9 亿元, 对应 EPS 分别为 0.69 元, 1.15 元, 1.57 元, EPS 三年复合增速达到 50%。

表 4、公司盈利预测假设

年份		2010	2011E	2012E	2013E
通信领域产品	主营业务收入 (万元)	45251.56	59830.61	83300.91	107805.24
	同比增长率 %	29.69%	32.22%	39.23%	29.42%
	毛利率 %	25.31%	23.57%	24.15%	24.10%
汽车铝制结构件	主营业务收入 (万元)	1636.51	4091.28	9000.81	16201.45
	同比增长率 %	101.77%	150.00%	120.00%	80.00%
	毛利率 %	24.05%	22.00%	22.00%	21.00%
其它铝制结构件	主营业务收入 (万元)	274.05	3000.00	4800.00	7200.00
	同比增长率 %	53.23%	994.69%	60.00%	50.00%
	毛利率 %	28.28%	26.00%	26.00%	25.00%
其它结构件	主营业务收入 (万元)	3209.51	3851.41	4621.69	5083.86
	同比增长率 %	-1.67%	20.00%	20.00%	10.00%
	毛利率 %	22.76%	22.00%	22.00%	21.00%
其他收入	主营业务收入 (万元)	2214.65	2436.12	2679.73	2813.71
	同比增长率 %	62.03%	10.00%	10.00%	5.00%
	毛利率 %	16.75%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	主营业务收入 (万元)	52586.28	73209.41	104403.14	139104.27
	同比增长率 %	34.33%	39.22%	42.61%	33.24%
	毛利率 %	24.77%	23.21%	23.72%	23.49%

数据来源: 兴业证券研究所

- 首次覆盖并给予“推荐”投资评级。基于公司在技术研发和客户资源方面的优势，以及公司未来较为明确的业绩增长，我们给予公司“推荐”投资评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	446	848	1014	1406
货币资金	83	402	379	587
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	180	220	313	417
其他应收款	6	7	11	15
存货	124	169	239	298
非流动资产	306	425	523	499
可供出售金融资产	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	254	360	471	468
在建工程	34	32	29	6
油气资产	0	0	0	0
无形资产	17	17	17	17
资产总计	752	1273	1537	1905
流动负债	447	324	424	570
短期借款	222	0	0	0
应付票据	81	115	168	221
应付账款	137	160	231	317
其他	6	49	25	31
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	447	324	424	570
股本	106	142	142	142
资本公积	39	550	550	550
未分配利润	158	255	417	638
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	305	950	1113	1336
负债及权益合计	752	1273	1537	1905

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	66	98	164	222
折旧和摊销	0	16	22	26
资产减值准备	0	-10	0	0
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	-2	-16	-20
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	0	-27	88	40
经营活动产生现金流量	45	114	91	187
投资活动产生现金流量	-188	-121	-129	0
融资活动产生现金流量	168	325	16	20
现金净变动	24	319	-22	207
现金的期初余额	58	83	402	379
现金的期末余额	83	402	379	587

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	526	732	1044	1391
营业成本	396	562	796	1064
营业税金及附加	0	1	1	2
销售费用	15	18	23	28
管理费用	22	40	52	63
财务费用	11	-2	-16	-20
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动	-3	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	76	112	188	256
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	76	112	188	256
所得税	10	15	24	33
净利润	66	98	164	222
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	66	98	164	222
EPS (元)	0.47	0.69	1.15	1.57

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	29.8%	39.2%	42.6%	33.2%
营业利润增长率	4.6%	48.0%	67.2%	36.0%
净利润增长率	18.9%	47.7%	67.2%	36.0%
盈利能力(%)				
毛利率	24.8%	23.2%	23.7%	23.5%
净利率	12.6%	13.4%	15.7%	16.0%
ROE	21.7%	10.3%	14.7%	16.7%

偿债能力(%)

资产负债率	59.4%	25.4%	27.6%	29.9%
流动比率	1.00	2.62	2.39	2.47
速动比率	0.72	2.10	1.83	1.95

营运能力(次)

资产周转率	88.7%	72.3%	74.3%	80.8%
应收帐款周转率	344.6%	357.4%	391.9%	380.8%

每股资料(元)

每股收益	0.47	0.69	1.15	1.57
每股经营现金	0.32	0.81	0.64	1.32
每股净资产	2.15	6.69	7.84	9.41

估值比率(倍)

PE	38.2	25.9	15.5	11.4
PB	8.3	2.7	2.3	1.9

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。