

证券研究报告

电子零部件制造



春兴精工 (002547)

推荐 (维持)

突破三星 ultrabook 外壳订单, 业绩增长爆发在即

市场数据

报告日期	2011-11-23
收盘价(元)	19.86
总股本(百万股)	142.00
流通股本(百万股)	36.00
总市值(百万元)	2820.12
流通市值(百万元)	714.96
净资产(百万元)	875.50
总资产(百万元)	1409.96
每股净资产	6.17

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	526	887	1193	1545
同比增长(%)	29.8%	68.6%	34.6%	29.5%
净利润(百万元)	66	73	121	171
同比增长(%)	18.9%	9.8%	66.0%	41.8%
毛利率(%)	24.8%	22.1%	22.6%	22.8%
净利率(%)	12.6%	8.2%	10.1%	11.1%
净资产收益率(%)	21.7%	7.9%	11.5%	14.1%
每股收益(元)	0.47	0.51	0.85	1.20
每股经营现金流(元)	0.32	-0.70	1.51	1.51

相关报

《成本费用控制是关键、期待规模和利润双升》2011-7-14

《精密压铸行业领头羊》2011-5-17

投资要点

- **超级本 (ultrabook) 顺应笔记本发展趋势——“更轻、更薄、更快”。**
作为后 PC 时代亮点, 未来五年, ultrabook 将占据整个笔记本市场 50%, 年复合增长率高达 28%。
- **Ultrabook 快速增长重要驱动因素:** 1) Windows 升级在即, Intel 公布三年芯片计划, Wintel 联盟明年齐发力; 2) ARM 芯片平板电脑迅速发展, 倒逼英特尔加速推动 ultrabook; 3) 移动互联网建设步伐加快, ultrabook 符合用户需求。
- **外壳制造商最为受益, 二三线企业有望突出重围。**高工艺金属外壳将成为 ultrabook 中所有零部件的利润制高点, 而苹果为抵制 ultrabook 垄断一线铝合金外壳代工商, 二三线企业 (如春兴) 将遇发展良机。
- **春兴精工突破三星 ultrabook 外壳订单, 业绩增长爆发在即。**以公司产能、良率水平和产品售价估算, 预计明年公司 ultrabook 外壳有望贡献 2 亿收入, 3000 万净利润, 增厚 EPS 0.21 元。
- **重申“推荐”投资评级,**理由: ultrabook 对公司发展的重大机遇。

盈利预测: 我们下调了 11 年 EPS 为 0.47 元, 考虑到未来两年公司主业持续快速增长, 原材料成本下降、管理以及生产工艺完善, 公司盈利能力将会逐步改善, **预计 2012-2013 年现有主业 EPS 为 0.85 元、1.20 元。**

- **风险提示:** Ultrabook 推广风险、铝合金外壳替换风险、Ultrabook 订单风险、原材料成本持续上涨风险

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:S0190510110014

目 录

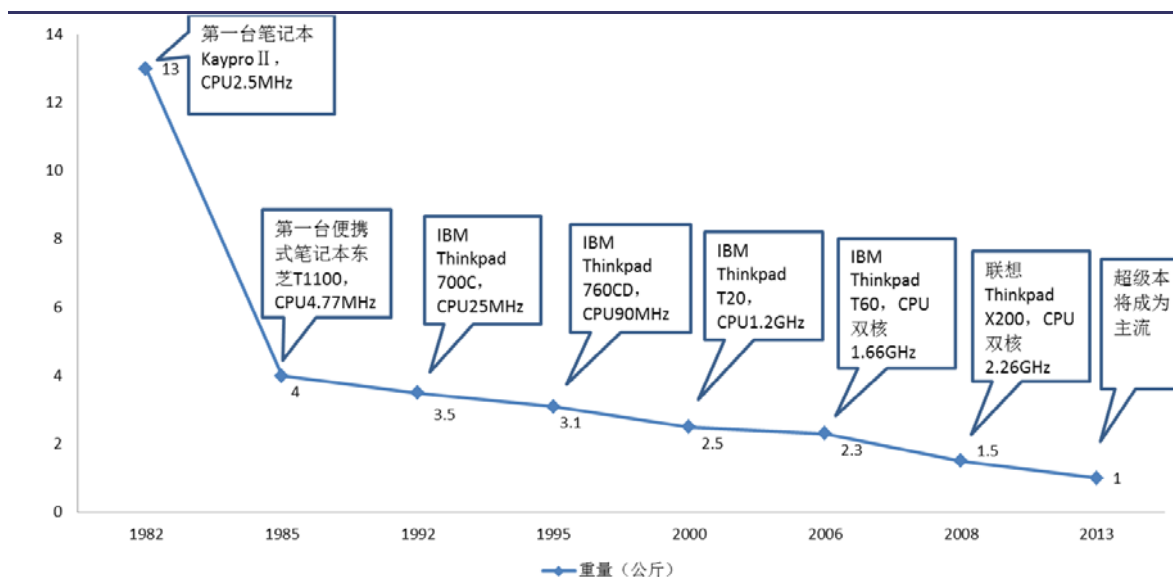
1. Ultrabook 引领笔记本潮流，2012 年开始发力	3 -
1.1 更轻、更薄、更快——ultrabook 顺应笔记本发展趋势	3 -
1.2 后 PC 时代传统电脑增长乏力，ultrabook 将引领行业发展	3 -
2. Wintel 合力、ARM 芯片倒逼、移动互联网发展驱动 ultrabook 迅速崛起	4 -
2.1 Windows 升级在即，Intel 公布三年计划，Wintel 联盟明年齐发力	4 -
2.2 ARM 芯片平板电脑迅速发展，倒逼英特尔加速推动 ultrabook	5 -
2.3 移动互联网建设步伐加快，ultrabook 符合用户需求	6 -
3. 外壳制造商最为受益，二三线企业有望突出重围	6 -
3.1 铝合金材料是未来趋势，成为 ultrabook 外壳首选	7 -
3.2 苹果垄断一线铝合金外壳代工，二三线企业将遇发展良机	7 -
4. 可成科技为 MacBook Air 代工，营收与股价齐飞	8 -
5. 重点推荐春兴精工——突破三星 ultrabook 外壳订单，业绩增长爆发在即	9 -
6. 风险提示	13 -
图 1、主流笔记本重量越来越轻（以 Thinkpad 为代表）	3 -
图 2、传统 PC 增长乏力，ultrabook 结构性机会凸显	3 -
图 3、英特尔三年计划预示 ultrabook 迅速发展	5 -
图 4、ARM 芯片平板电脑快速增长，倒逼英特尔加速推动 ultrabook	5 -
图 5、ultrabook 各原材料成本比重（左图）和利润分成比重（右图）	6 -
图 6、可成科技营收、毛利率在 10 年 10 月 Air 推出第二代后飞跃增长	8 -
图 7、可成科技股价 10 年四季度开始发力，股价上涨最高超过 3 倍	9 -
图 8、公司营业收入呈现逐季加速态势	10 -
图 9、公司扩张期，成本费用上升压制业绩增长	10 -
图 10、成本上升、厂房扩建导致毛利率下滑	10 -
图 11、管理费用、财务费用压力较大	10 -
图 12、ultrabook A、B、C、D 面示意图	12 -
表 1、主要 PC 厂商均有 ultrabook 计划	4 -
表 2、传统笔记本、平板电脑、ultrabook 比较	6 -
表 3、三种外壳材料优缺点比较	7 -
表 4、铝合金外壳代工企业产能情况	8 -
表 5、通信领域国内市场份额第二，占全球仅 2.3%	9 -
表 6、主要通信领域客户及所占采购份额	9 -
表 7、公司现有主业盈利预测假设	11 -
附表	14 -

1. Ultrabook 引领笔记本潮流，2012 年开始发力

1.1 更轻、更薄、更快——ultrabook 顺应笔记本发展趋势

- 超级本（Ultrabook）由英特尔于 2011 年 6 月提出，我们认为：ultrabook 是一种笔记本的新产品，将成为笔记本未来发展的新趋势，ultrabook 主打的“更轻、更薄、更快”的理念符合消费者需求，顺应笔记本历史的发展潮流。

图 1、主流笔记本重量越来越轻（以 Thinkpad 为代表）

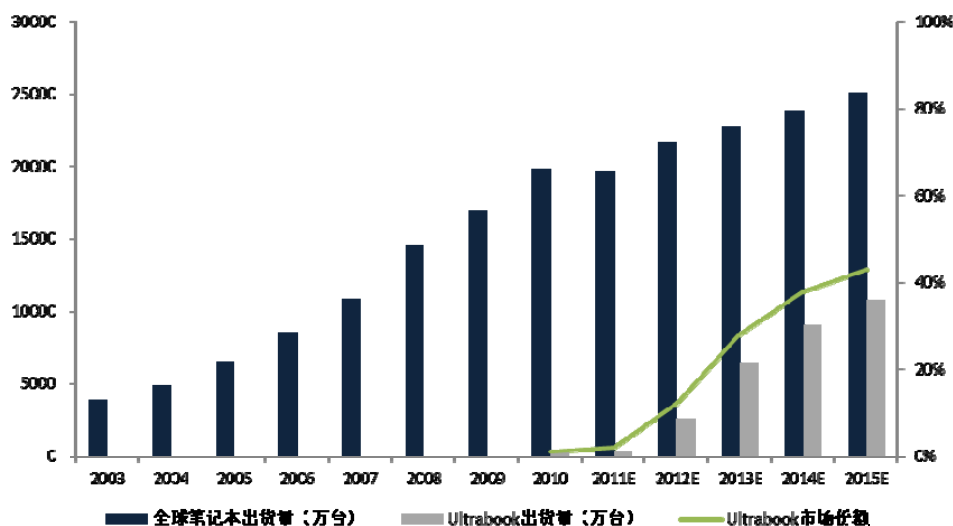


数据来源：兴业证券研究所

1.2 后 PC 时代传统电脑增长乏力，ultrabook 将引领行业发展

- 由于智能手机与平板电脑的同时崛起，目前世界已进入后 PC 时代。
- 传统 PC 销量已经陷入困局，今年全球笔记本市场销量低于去年同期。ultrabook 概念的提出给传统笔记本厂商注入一剂强心针。
- 根据英特尔的计划，未来五年，ultrabook 将占据整个笔记本市场 50%，年复合增长率高达 28%。

图 2、传统 PC 增长乏力，ultrabook 结构性机会凸显



数据来源: IDC、HIS、兴业证券研究所

- 2011 年 ultrabook 属于试水阶段, 目前已推出 ultrabook 的厂商仅有华硕、宏碁、联想等。预计 2012 年 ultrabook 开始发力, 各大 PC 厂商均会有多款 ultrabook 在市面销售。

表 1、主要 PC 厂商均有 ultrabook 计划

厂商	已出产品或规划
惠普	2011 年 12 月上市, 代号 “Foilo”, 售价 899 美元
联想	U330s
宏碁	S3951
华硕	UX21, UX31
东芝	Z830
索尼	2011 年底推出
三星	2011 年第四季度上市
戴尔	2012 年 1 月推出 2 款

资料来源: 公开信息、兴业证券研究所

2.Wintel 合力、ARM 芯片倒逼、移动互联网发展驱动 ultrabook 迅速崛起

2.1 Windows 升级在即, Intel 公布三年计划, Wintel 联盟明年齐发力

- 英特尔选择在今年 6 月宣布 ultrabook 计划, 最主要的原因在于其将于明年上半年发布下一代 22 纳米的 Ivy Bridge 架构处理器。新一代处理器功耗更低, 能保证笔记本兼具高性能与长待机的特性, 这与 ultrabook “更轻、更薄、更快以及待机时间更久” 的要求完全吻合, 因此各大 PC 厂商会在新处理器发布后集体发力 ultrabook。

- 同时, 英特尔为扶持 ultrabook 生态链专门设立总计 3 亿美元的基金, 支持相

关上下游企业共同推动 ultrabook 发展。

图 3、英特尔三年计划预示 ultrabook 迅速发展

2011 Sandy Bridge	2012 Ivy Bridge	2013 Haswell
• 32nm制程 • 显卡性能提高一倍 • 采用智能加速技术	• 22nm制程 • 功耗降低一半 • 性能提高37%	• 22nm制程 • 八核心设计 • 耗电缩小20倍，待机达10天

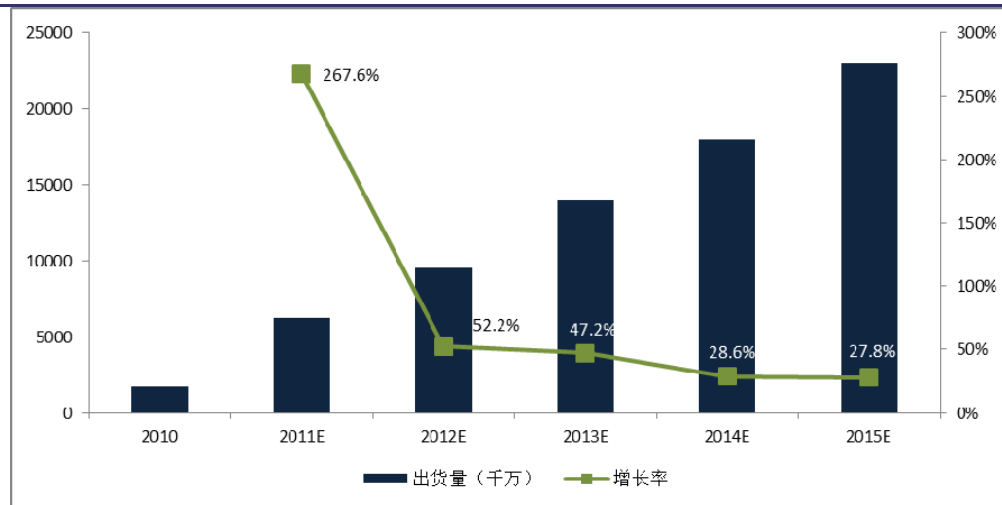
数据来源：Intel、兴业证券研究所

● Windows 的每次升级都会推高下游硬件厂商的销量。明年第三季度，微软将发布其最新操作系统 Windows8，其华丽界面、瞬间启动、永远联网等特性使得消费者现有笔记本难以支持，因此我们认为，ultrabook 市场将于明年下半年全面启动，开始高速增长。

2.2 ARM 芯片平板电脑迅速发展，倒逼英特尔加速推动 ultrabook

● 以 ipad 和 android pad 为代表的平板电脑在 2011 年迅速发展，销售量同比增长 267%，ARM 芯片成为移动市场主流。不仅如此，微软已宣布新版 windows8 将同时兼容英特尔的 X86 架构与 ARM 架构，英特尔不再成为下游厂商的首要选择。

图 4、ARM 芯片平板电脑快速增长，倒逼英特尔加速推动 ultrabook



数据来源：HIS iSuppli、兴业证券研究所

● 由于 X86 架构在功耗、性能方面的特性使得其不能服务于移动终端。因此，

英特尔想要保住其垄断地位就必须在传统 PC 平台上做出革新，ultrabook 就是其能与 ARM 在移动领域竞争的最大武器。

- 随着平板电脑的进一步扩张，英特尔一定会加速推广 ultrabook 计划。

2.3 移动互联网建设步伐加快，ultrabook 符合用户需求

- 由于移动互联网建设步伐加快，截止 2011 年第三季度，全国移动互联网用户数量已突破 4 亿，全国移动互联网市场规模达 108.3 亿元，同比增长 154.6%。
- 随着用户对移动办公、移动娱乐要求的不断提高，传统笔记本已无法满足消费者。智能手机与平板电脑虽然可以满足用户便于携带的需求，但受限于性能较低、没有键盘、屏幕较小等硬伤仍无法带给用户满足的体验。

表 2、传统笔记本、平板电脑、ultrabook 比较

	传统笔记本	平板电脑	ultrabook
性能:	满足用户大部分需求	大约为传统笔记本 1/10	与传统笔记本持平
使用时间	2-4 小时	5-8 小时	6-9 小时
尺寸:	12-15 寸	7-10 寸	12-14 寸
重量:	2-3Kg	400-800g	1-1.3Kg
价格:	4000-9000 元	1000-4000 元	4000-6000 元
定位:	固定办公、娱乐	移动娱乐	移动办公、娱乐

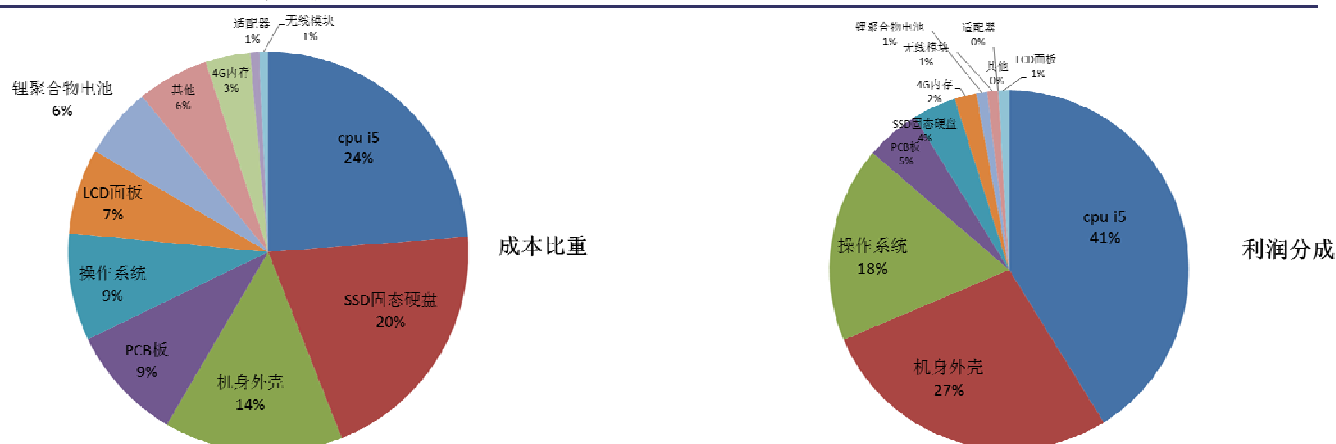
资料来源：兴业证券研究所

- 因此，克服了传统笔记本缺陷的 ultrabook 将填补这一市场空缺，加上未来 4000-6000 元的适中定价，ultrabook 用户数量将迅速增长。

3. 外壳制造商最为受益，二三线企业有望突出重围

- ultrabook 的高速增长，将带动上游零部件厂商订单大增。分析超级本 BOM 表单，其高工艺铝合金外壳利润分成高达 28%，成为所有零部件中的利润制高点。

图 5、ultrabook 各原材料成本比重（左图）和利润分成比重（右图）



数据来源：Goldman Sachs、兴业证券研究所

3.1 铝合金材料是未来趋势，成为 ultrabook 外壳首选

- 铝合金超越铝镁合金成为最新发展趋势，轻、薄、表面更加光滑等优点突出，与 ultrabook 设计理念高度吻合，是 ultrabook 外壳首选材料。原因在于：（1）虽然镁铝合金压铸外壳也很轻薄，但其表面必须要经过补土修整、多次修边工作，内面也要作不同材质内构件贴合等，不适合轻薄电脑。（2）铝合金制造采用冷锻并配合 CNC（数控机床）铣床机台铣出零件沟槽与 I/O 孔技术，传统镁铝合金采用热锻压铸、射出成型法。冷锻可以所用模具寿命更长，也更节省制造成本。（3）冷锻直接成形不会引起固件热胀冷缩，因此冷锻有极好的表面平滑度和尺寸精度，更适合是 ultrabook 或平板电脑使用，因此苹果的 iPad 平板、MacBook Air 外壳均采用铝合金制造。
- 由于玻璃纤维具有价格低廉、同样轻便的优点，可能成为替代材料。不过其材质较差、厚度超标，用于超薄笔记本外壳上的诸多工艺仍未解决，1-2 年内不会成为市场主流，可能成为低端 ultrabook 外壳的一种选择方案。

表 3、三种外壳材料优缺点比较

	铝合金	镁铝合金	玻璃纤维
组成成分:	以铝为主，混合极少量其他元素	铝 90%，镁 9%，其他元素 1%	无机非金属材料，由玻璃球加工而成
制造工艺:	冷锻配合 CNC 加工	压铸法、射出成型	注射成型
特点:	轻、薄、精细	比铝合金更轻、硬度更强、但韧性差，不易加工	轻便但厚度超标、不便上色，韧性差、耐磨性差
良率:	50%-90%	50%-90%	超 90%
价格:	高	与铝合金持平	每片较铝合金便宜 5-8 美元

资料来源：兴业证券研究所

3.2 苹果垄断一线铝合金外壳代工，二三线企业将遇发展良机

- 铝合金外壳成为制约 ultrabook 产能的瓶颈，二三线代工商遇到发展良机。原因在于：（1）苹果垄断产业链。目前可以代工铝合金外壳企业海峡两岸总计约 25000 台 CNC（数控机床），其中最大的代工商可成、鸿准（鸿海集团旗下）分别有 12000 台与 9000 台，其主要为苹果全系 macbook 以及 ipad 生产提供铝合金外壳。苹果为阻止 ultrabook 发展也对代工商有限制。因此一线厂商没有多余 CNC 产能用于 ultrabook 外壳的生产。

表 4、铝合金外壳代工企业产能情况

厂家	CNC 数量 (台)	代工对象
可成:	12000	苹果 macbook、ipad
鸿准:	9000	苹果 macbook、ipad
日腾:	3000	华硕等
巨宝:	1000	宏碁等
滨川:	100	
春兴精工:	5000	三星、通讯设备

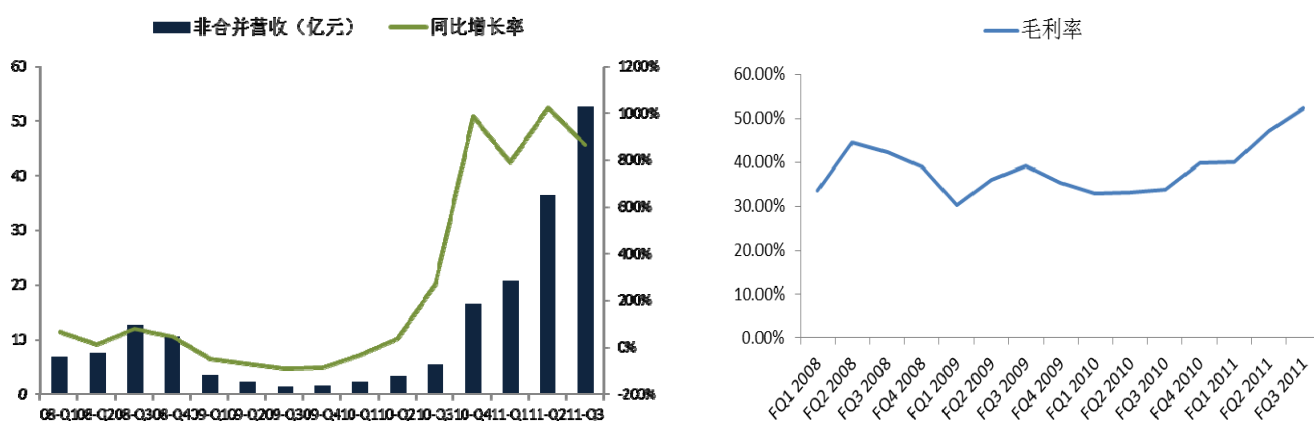
资料来源: 公开资料、兴业证券研究所

- (2) 铝合金外壳制造工序复杂, 耗时且良品率低。由于铝合金外壳对质量与外观有严格要求, 因此加工一个成品需要经过 20-30 道工序, 平均 3 小时完成。同时良品率一直不能保证, 新进厂商经验不足, 产品良率可能仅几成。业内可成科技技术最好, 良率大约 80%-90%, 一般企业良率基本维持在 50%-70%。
- (3) 由于资金限制和 CNC 设备订单周期较长, 短期内新企业很难形成一定规模。CNC 造价昂贵, 同时全球 CNC 设备交货周期长, 一般交付周期将近 1 年, 因此短期内限制了行业内生产规模扩张, 明年随着 ultrabook 放量出货, 整个外壳供应将极为紧张。
- 总体来看, 各家代工商均在努力扩张 CNC 设备, 积极等待 ultrabook 爆发契机, 特别是二三线企业, 例如日腾、巨宝、春兴精工可能在可成、鸿准无力接收 ultrabook 订单时实现飞跃增长。

4. 可成科技为 MacBook Air 代工, 营收与股价齐飞

- 观察 ultrabook 的模仿对象苹果 Macbook Air, 其机身铝壳由台湾企业可成科技为其代工。可成科技营业收入在 2010 年 10 月第二代 Air 发布后出现飞跃增长。

图 6、可成科技营收、毛利率在 10 年 10 月 Air 推出第二代后飞跃增长



数据来源: Bloomberg、兴业证券研究所

- 随着可成科技营业收入大幅增加，2010 年第四季度其股价也开始出现飞跃式增长。

图 7、可成科技股价 10 年四季度开始发力，股价上涨最高超过 3 倍



数据来源：Wind、兴业证券研究所

5.重点推荐春兴精工——突破三星 ultrabook 外壳订单，业绩增长爆发在即

- 春兴精工是国内通信领域精密压铸结构件龙头企业。凭借公司快速响应的研发设计能力和拥有全球知名高端客户群的两大优势，公司在国内竞争对手当中市场份额第二，但市场份额仅占国内市场 5.1%，全球市场 2.3%。

表 5、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 6、主要通信领域客户及所占采购份额

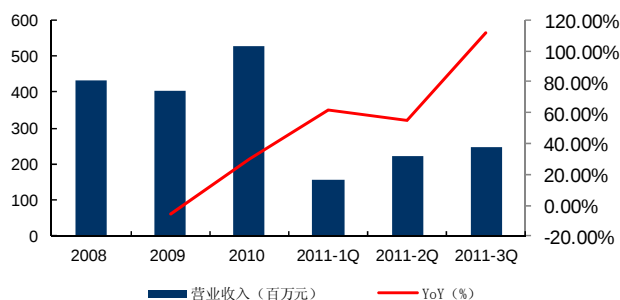
企业名称	客户简介	主要供应商及各自市场份额
诺基亚西门子	全球领先通讯设备商，市场排名第三	春兴精工（49%），Alteams（36%），Enyao 及其他（15%）
阿尔卡特朗讯	全球领先通讯设备商，市场排名第四	春兴精工（40%），Marchesi 及其他（60%）
安弗施	全球领先通讯器件厂商，阿尔卡特朗讯子公司	春兴精工（70%），Enyao（20%），其他（10%）
波尔威	全球领先通讯器件厂商，市场份额第二	春兴精工（30%），Alteams 及其他（70%）
弗雷通讯	全球领先通讯器件厂商安德鲁（市场份额第一）在华子公司	春兴精工（20%），强胜机械（45%），其它（35%）
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

● **受益全球铝制精密压铸行业产能转移，公司营收高速增长。**通信行业中华为、中兴、诺西的在华采购比重占其全球采购额的 60% 以上，而汽车制造商福特、雪铁龙、通用等都在中国设立了采购中心，制造产业链转移将直接推动国内精密铝合金结构制造商的发展。今年以来，公司订单饱满、产能紧张、营收迅猛增长，2011 年 3 季度营收增速达到 111%。

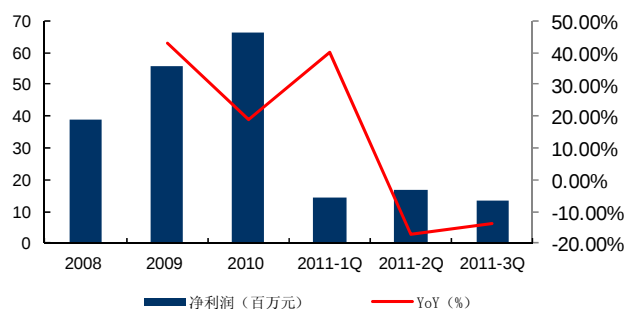
但是目前公司快速需求拉动导致公司今年处在快速产能扩张期。今年以来产能大幅扩张，CNC 设备将从年初 200 台规模扩张到年底 500 台；与此同时收购迈特通讯进军下游滤波器市场，研发费用大量投入，规模扩张和下游延伸大幅增加公司费用支出，此外，下游原材料持续上涨对公司的经营产生较大压力，成本压力较为突出。

图 8、公司营业收入呈现逐季加速态势



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 9、公司扩张期，成本费用上升压制业绩增长



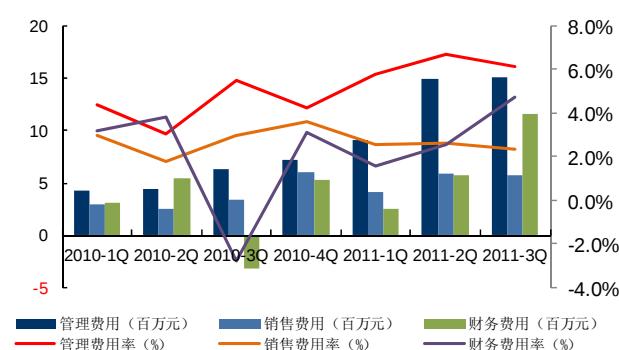
数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 10、成本上升、厂房扩建导致毛利率下滑



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 11、管理费用、财务费用压力较大



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

● **公司主业展望：主业营收保持快速增长、净利润率有望逐步回升**

1) 通信领域方面：

通信结构件：公司明年将继续受益诺基亚西门子器件供应策略变动带来的产能转移，预计 2012-2013 年散热器结构件增速为 20%、15%，滤波器结构件增速为 30%、25%。

南京十四所项目结构件: 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, 11 年底建成, 12 年将全面达产。预计 2012-2013 年, 十四所配套项目营业收入预计 9000 万、18000 万。

滤波器项目: 公司收购了迈特通信, 并在本部基本建立起滤波器生产线,, 11 年公司滤波器收入合计 5000 万, 随着技术经验的不断提升, 预计 12 年-13 年业务收入年均复合增速达到 30%。

2) 汽车领域方面:

公司在积极推进客户认证和深度合作, 由于基数小, 未来 2-3 年增速将会保持在 100%。

预计 2011-2013 年, 公司现有主营营收分别为 8.87 亿、11.9 亿、15.5 亿, 三年复合增速将达到 30%。

考虑到公司今年底产能扩张基本到位、原材料铝价逐步下滑, 公司进一步优化管理流程以及打造纵向一体化生产工艺(建设模具车间), 我们对于明年公司主业毛利率以及各项费用率相对乐观(见盈利预测假设)。

预计 2011-2013 年公司现有主业将实现净利润分别为 0.73 亿、1.21 亿、1.71 亿, 对应 EPS 分别为 0.51 元、0.86 元、1.20 元。

表 7、公司现有主业盈利预测假设

年份		2010	2011E	2012E	2013E
通信领域产品	主营业务收入(万元)	45251.56	75286.51	99033.27	124698.34
	同比增长率 %	29.69%	66.37%	31.54%	25.92%
	毛利率 %	25.31%	22.26%	22.69%	22.92%
汽车领域产品	主营业务收入(万元)	1636.51	4091.28	8182.55	14728.59
	同比增长率 %	101.77%	150.00%	100.00%	80.00%
	毛利率 %	24.05%	21.80%	22.00%	22.00%
合计	主营业务收入(万元)	52586.28	88665.31	119317.24	154524.50
	同比增长率 %	34.33%	68.61%	34.57%	29.51%
	毛利率 %	24.77%	22.11%	22.58%	22.75%
营业费用 / 主营业务收入 %		2.84%	2.50%	2.40%	2.30%
管理费用 / 主营业务收入 %		4.22%	6.20%	6.20%	6.00%
财务费用 / 主营业务收入 %		2.02%	2.68%	1.31%	0.79%

数据来源: 兴业证券研究所

● **突破三星 ultrabook 订单, 业绩增长爆发在即。** 凭借公司在业内卓越的技术开发实力和深厚客户资源积累, 公司成为三星 ultrabook 外壳供应商, 这标志公司开始参与到全球电子工业产业链分工当中。

2011 年, 三星笔记本电脑出货量预计将达到 1600-1700 万台, 目前在全球笔记本

电脑市场份额排名第八，占 6%。在 ultrabook 方面，三星预计将会在 2011 年第四季度推出采用全新的模型设计的 ultrabook。

HIS 预计，2012-2014 年 ultrabook 出货量达到 2604 万、6384 万、9082 万，按照 ultrabook 金属外壳单价 1000 元，并考虑到每年 15% 价格下滑，2012-2014 年笔记本电脑金属外壳市场规模将达到 260 亿、479 亿、510 亿。其中，按照三星 6% 市场份额，春兴精工将在 2012-2014 年面对 15 亿、29 亿、31 亿新增潜在市场空间。

目前，公司主要承接三星 ultrabook 外壳 C 面订单，该产品制造难度高，公司突破重要的技术壁垒，产品良率水平已经达到 50-70% 水平，毛利率相对可观，达到 30%。产能方面，公司明年计划将投入 150 台 CNC 生产 ultrabook 外壳。

图 12、ultrabook A、B、C、D 面示意图



数据来源：小熊在线网、兴业证券研究所

以目前春兴 CNC 产能情况、产品良率水平以及产品售价情况来看，预计明年公司 ultrabook 外壳有望贡献 2 亿收入，3000 万净利润，增厚 EPS 0.21 元。随着公司产品工艺不断成熟，产品良率和毛利率有进一步提升的潜力（台湾可成外壳良率达到 85% 以上，毛利率超过 50%），公司面临巨大发展机遇，业绩弹性极大。

● 盈利预测和投资建议：

- 1) 由于今年是公司扩张期，毛利率和管理费用压力较大，我们下调了 11 年盈利预测 EPS 为 0.51 元。
- 2) 考虑到未来两年公司现有业务持续快速增长，以及产能扩张到位，原材料成本下降、管理流程优化以及生产工艺完善，公司盈利能力将会逐步改善，预计 2012-2013 年 EPS 为 0.85 元、1.20 元。
- 3) Ultrabook 将是未来笔记本发展的大势所趋，公司将借助行业发展大潮全面进入全球电子产业分工。以公司产能、良率水平和产品售价估算，预计明年公

司 ultrabook 外壳有望贡献 2 亿收入，3000 万净利润，增厚 EPS 0.21 元。

基于 ultrabook 行业发展前景和公司明后年增长确定性，我们重申“推荐”投资评级。

6.风险提示

- **Ultrabook 推广风险。**英特尔将 ultrabook 定位于 2013 年 1000 美元以下。各电脑厂商能否将成本降低到合适水平成为 ultrabook 能否推广之关键。
- **铝合金外壳替换风险。**为降低成本，部分电脑厂商可能将 ultrabook 铝制外壳更换为玻璃纤维外壳，因而可能降低铝壳代工厂商订单量。玻璃纤维外壳比铝制外壳平均便宜 5 到 10 美元。
- **Ultrabook 订单风险。**
- **原材料成本持续上涨风险。**

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	446	1076	1236	1530
货币资金	83	302	401	544
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	180	337	453	541
其他应收款	6	9	13	16
存货	124	207	277	334
非流动资产	306	543	608	580
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	443	525	535
在建工程	34	57	48	10
油气资产	0	0	0	0
无形资产	17	17	17	17
资产总计	752	1619	1844	2110
流动负债	447	695	799	894
短期借款	222	260	260	200
应付票据	81	138	185	239
应付账款	137	242	323	418
其他	6	55	31	37
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	695	799	894
股本	106	142	142	142
资本公积	39	550	550	550
未分配利润	158	230	350	520
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	305	925	1045	1216
负债及权益合计	752	1619	1844	2110

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	66	73	121	171
折旧和摊销	0	18	26	29
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	24	16	12
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	190	-43	-4
经营活动产生现金流量	45	-100	214	215
投资活动产生现金流量	-188	-241	-100	0
融资活动产生现金流量	168	560	-16	-72
现金净变动	24	219	99	143
现金的期初余额	58	83	302	401
现金的期末余额	83	302	401	544

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	526	887	1193	1545
营业成本	396	691	924	1194
营业税金及附加	0	1	1	1
销售费用	15	22	29	36
管理费用	22	55	74	93
财务费用	11	24	16	12
资产减值损失	3	9	10	12
公允价值变动	-3	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	76	86	141	199
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	2	2	2
利润总额	76	84	139	197
所得税	10	11	18	26
净利润	66	73	121	171
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	66	73	121	171
EPS (元)	0.47	0.51	0.85	1.20

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	29.8%	68.6%	34.6%	29.5%
营业利润增长率	4.6%	12.6%	64.4%	41.2%
净利润增长率	18.9%	9.8%	66.0%	41.8%
盈利能力(%)				
毛利率	24.8%	22.1%	22.6%	22.8%
净利率	12.6%	8.2%	10.1%	11.1%
ROE	21.7%	7.9%	11.5%	14.1%
偿债能力(%)				
资产负债率	59.4%	42.9%	43.3%	42.4%
流动比率	1.00	1.55	1.55	1.71
速动比率	0.72	1.25	1.20	1.34
营运能力(次)				
资产周转率	88.7%	74.8%	68.9%	78.2%
应收帐款周转率	344.6%	336.5%	301.9%	310.8%
每股资料(元)				
每股收益	0.47	0.51	0.85	1.20
每股经营现金	0.32	-0.70	1.51	1.51
每股净资产	2.15	6.51	7.36	8.57
估值比率(倍)				
PE	37.1	33.8	20.4	14.4
PB	8.1	2.7	2.4	2.0

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

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

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。