

春兴精工 (002547.SZ)

其他通信设备行业

评级: 买入 维持评级

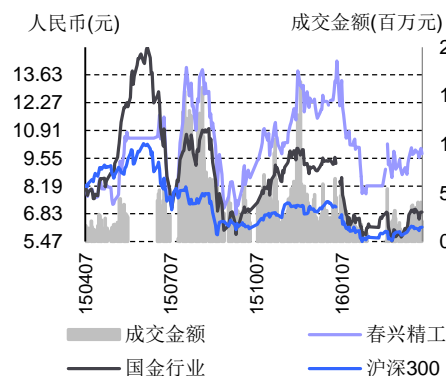
公司研究

市场价格(人民币): 9.77元
 目标价格(人民币): 14.00-15.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	684.43
总市值(百万元)	9,887.03
年内股价最高最低(元)	14.31/6.80
沪深300指数	3221.89
深证成指	10379.65



主营持续增长, 压铸机壳与外延打开成长空间

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.309	0.179	0.278	0.356	0.399
每股净资产(元)	5.06	1.85	3.08	3.32	3.62
每股经营性现金流(元)	0.93	0.15	0.58	0.39	0.42
市盈率(倍)	53.15	74.18	35.13	27.46	24.47
行业优化市盈率(倍)	165.02	118.79	83.34	83.34	83.34
净利润增长率(%)	231.28%	73.84%	80.67%	27.92%	12.25%
净资产收益率(%)	6.11%	9.68%	9.02%	10.72%	11.04%
总股本(百万股)	337.33	1,011.98	1,176.98	1,176.98	1,176.98

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩与近期公告简述

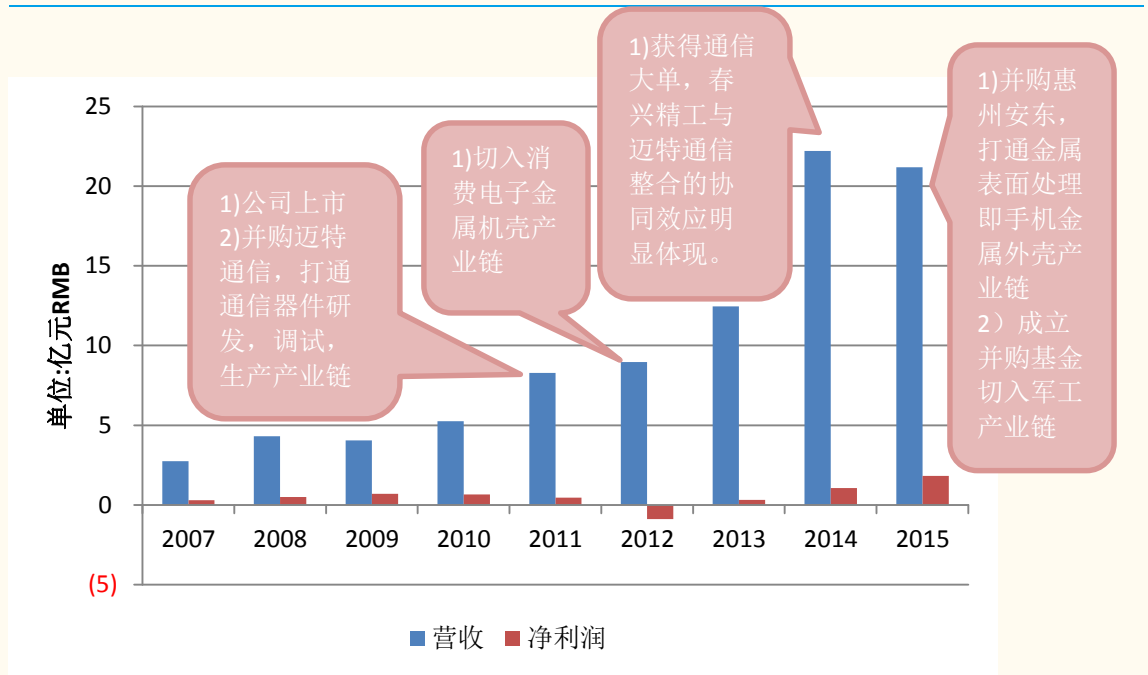
- 公司2月25日公布2015年年报, 营收21.18亿, 同比下降4.61%, 但净利润1.83亿, 同比增长74%。
- 公司2月20日公告非公开增发, 拟增发不超过16500万股, 价格不低于9.54元/股。共募集不超过15.7亿元。拟新建通信射频器件项目, 智能互联设备精密结构件项目以及增资融资租赁及补充流动资金。
- 公司2015年11月20日公告, 公司控股股东及实际控制人孙洁晓先生通过设立定向资产管理计划, 在11月13-11月19日在二级市场增持公司股票867.69万股, 共耗资1.01亿元, 增持均价11.53元/股。

过往经营分析

- 公司是国内较为领先的精密轻金属结构件制造与服务供应商, 主要从事精密轻金属结构件、移动通信射频器件以及冲压钣金件的研发和制造业务。公司上市前其主要下游客户就是以诺基亚西门子为主的通信设备企业, 其中以给无线通信设备配套为主。
- 2011年上市以后, 通过以410万美元价格并购加拿大迈特通信, 得以补齐无线通信射频器件的研发与生产调试环节, 过去几年来此次并购产生了明显的协同效应, 尤其在2014年公司在下游通信设备领域新增大客户, 从而获得了突破式的增长, 增速连续几年成长超越行业增长, 并在2015年在销售规模与利润上首次达到无源射频通信器件类上市公司行业第一。
- 2012年, 随着笔记本电脑轻薄化趋势加快尤其是英特尔“超级本”的提出, 公司金属精密加工业务切入下游消费电子领域。随后在超级本外壳以及手机外壳等领域不断拓展, 2015年智能手机终端金属外壳趋势进一步成为主流, 从高端机型往中高端延伸, 公司持续投入研发“压铸-阳极氧化”一体成型加工工艺, 期待利用较为低成本的解决方案在消费电子领域复制其在通信设备领域的成功。

周明巍 分析师 SAC 执业编号: S1130514090004
 (8621)60230234
 zhoumingwei@gjzq.com.cn

图表 1: 春兴精工发展历程



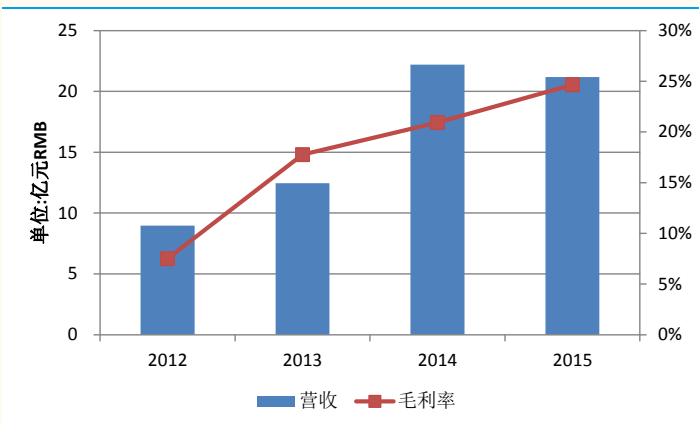
来源: 国金证券研究所

未来投资逻辑

第一, 通信主营获得重要突破, 市场份额提升迅速。

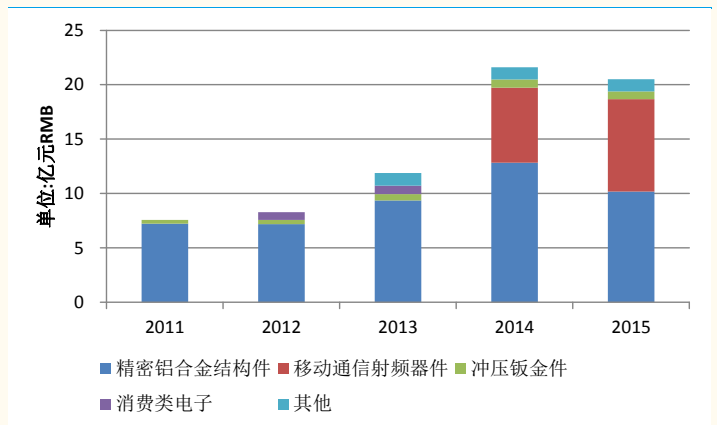
- 2015 年, 公司传统通信业务获得突破, 尤其是移动通信射频器件获得 8.5 亿营收, 同比增长 23%。在已被诺基亚选定为 ODM 滤波器的战略供应商, 成为华为主要供应商的同时成功地开始了与爱立信在滤波器方面的合作, 成为爱立信的滤波器供应商。公司一年多来的成长符合我们 2015 年年初在《通信器件将超行业增速, 手机机壳金属化受益》报告中的判断, 并且我们预期春兴依靠大客户的开拓, 2016 年在通信行业的增速依然有望较大幅度超越无线通信行业整体增速。

图表 2: 公司近年营收与毛利率变化



来源: 国金证券研究所

图表 3: 公司营收按产品分类



来源: 国金证券研究所

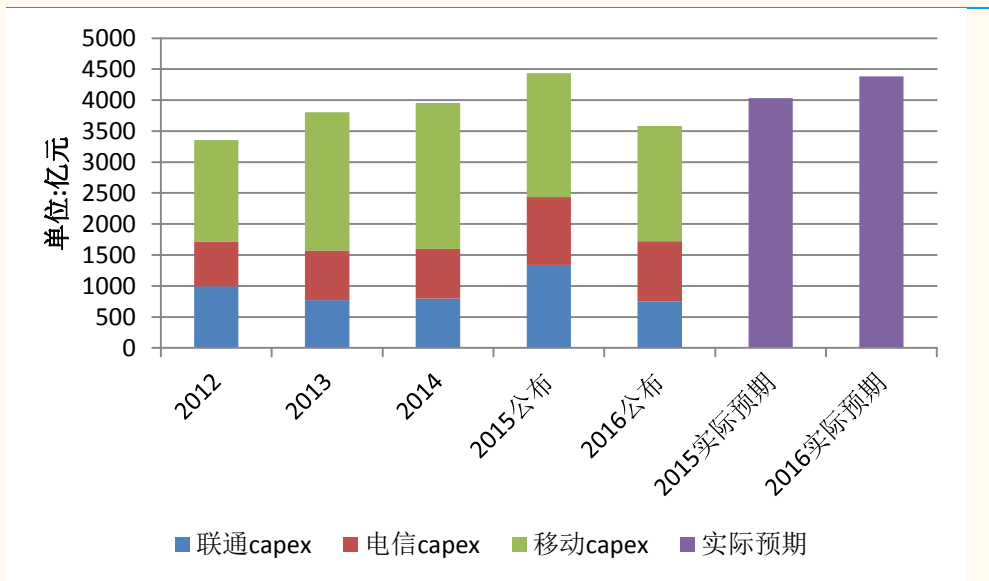
- 尤为难得的是, 在营业收入增长的同时, 公司整体毛利率保持小幅上升势头, 这在制造类企业中尤为难得。除了生产成本控制以外, 其中一个重要

原因就是并购迈特通信后，公司切入通信射频器件行业，2014 年以后获得了明显的协同效应，精密铝合金结构件和射频器件两项高毛利业务互相补充，互为促进。

第二，2016 年国内运营商整体 CAPEX 明降暗升，有利公司业务开拓。

- 2016 年国内 3 大运营商资本开支有所下调，市场对此有所担心，但如果考虑到联通去年资本开支部分由于高管调整以及投资方向从 3G 转向 4G 等原因造成的投入延后以及铁塔公司开始运营未考虑的数百亿资本开支未列入计算，我们认为 2016 年国内运营商实际资本开支依然保持稳中有升，大约行业需求增长 10-15%左右。

图表 4：国内电信运营商资本开支情况



来源：国金证券研究所

- 展望更远期，公司已经在海外包括印度以及波兰开设工厂，海外布局为未来通信业务稳中有增打下基础。

第三，压铸金属手机壳产能逐渐释放，期待良率提升再造一个春兴。

- 我们在上文所述的报告中也重点描述了春兴近两年在镁铝合金加工工艺上投入重金进行研发与团队培养，目前拥有从铝合金压铸粗加工到 CNC 精细加工再到阳极氧化一体成型的加工技术，具有较大成本优势。2015 年以来，公司的消费电子智能手机与平板电脑镁、铝合金结构件业务在逐步实现量产能力的基础上，开发了一批重要的客户如魅族、OPPO 等。由于手机金属机壳已经成为从高端往中端普及度不断提升的新工艺，导致需求旺盛。按照 2015 年全球出货 19.7 亿部手机计算，即使扣去苹果的 2.31 亿部（苹果机壳产业链与其他厂商不同），按照 10% 的金属机壳渗透率，假设每部金属机壳 100 元估算，潜在每年市场容量 174 亿元。
- 目前春兴精工手机机壳已经从研发试制阶段切入小批量产，由于与传统纯 CNC 加工工艺不同，其产能弹性较大，近期产量迅速提升。2016 年 1 月 21 日，公司公告拟以自有资金 1.2 亿元收购惠州安东五金塑胶电子 100% 股权，通过整合其金属加工污水处理能力，从而打通金属表面处理产业链。我们认为此举显示了春兴精工在消费电子领域深耕细作的坚定决心。如果能够在近期实现良率的进一步提升，将获得很大业绩弹性，甚至有希望复制通信器件的成功之路，实现再造一个春兴的规模。

第四，军工外延跨出第一步，为进一步转型升级埋下伏笔。

- 公司 2015 年 4 月与西安阎良国家航空高技术产业基地管理委员会签署了战略合作协议，围绕航空高新技术产业发展方向，开展投资、并购、整合等业务，主要参与以航空零部件精密加工为主的研发与制造项目；并以此为平台联合 PE 设立航空产业并购基金，选择符合春兴航空产业战略布局的标的。基于此次合作，2016 年 1 月，公司与阎良基地内的西安兴航航空制造有限公司签署了股权转让及增资意向性协议，通过投入并增资 2.17 亿元获得 52%控股权，从而由此真正进入航空军工业务。后续依然可以期待春兴进一步基于自生资本和技术能力特长，外延其他军工产品，实现产业升级。

盈利调整

- 我们预期公司 2016-2018 公司实现净利润 3.27, 4.19, 4.70 亿元。假设此次增发顺利完成，摊薄后 EPS 为 0.28, 0.36, 0.40 元。

投资建议

- 若不考虑增发摊薄，2016 年 EPS 可达 0.32 元，盈利假设中没有考虑如果此次增发完成，利用募集资金通过进一步外延式业务扩展带来的进一步增长，所以实际业绩有可能会超过预期。维持“买入”评级，给予 14-15 元的目标价，对应摊薄前 2016 年 45 倍，或摊薄后 2017 年 40 倍左右 PE。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,245	2,220	2,118	2,639	3,084	3,572	货币资金	129	839	340	1,952	2,239	2,593
增长率		78.4%	-4.6%	24.6%	16.9%	15.8%	应收款项	450	767	770	805	941	1,090
主营业务成本	-1,024	-1,756	-1,596	-1,966	-2,303	-2,680	存货	297	445	532	469	549	661
%销售收入	82.2%	79.1%	75.4%	74.5%	74.7%	75.0%	其他流动资产	92	93	459	83	97	112
毛利	221	464	522	673	781	893	流动资产	968	2,144	2,101	3,310	3,826	4,456
%销售收入	17.8%	20.9%	24.6%	25.5%	25.3%	25.0%	%总资产	53.7%	65.7%	59.8%	71.1%	74.9%	78.5%
营业税金及附加	-3	-5	-13	-5	-6	-7	长期投资	0	18	113	114	113	113
%销售收入	0.2%	0.2%	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	700	908	1,129	1,106	1,038	969
营业费用	-51	-97	-74	-92	-111	-132	%总资产	38.8%	27.9%	32.1%	23.8%	20.3%	17.1%
%销售收入	4.1%	4.4%	3.5%	3.5%	3.6%	3.7%	无形资产	120	130	127	121	130	138
管理费用	-89	-175	-198	-189	-200	-214	非流动资产	835	1,117	1,411	1,343	1,283	1,222
%销售收入	7.1%	7.9%	9.4%	7.2%	6.5%	6.0%	%总资产	46.3%	34.3%	40.2%	28.9%	25.1%	21.5%
息税前利润 (EBIT)	79	188	237	387	463	539	资产总计	1,803	3,261	3,512	4,653	5,109	5,678
%销售收入	6.3%	8.5%	11.2%	14.7%	15.0%	15.1%	短期借款	394	306	575	0	0	0
财务费用	-34	-34	-14	10	43	50	应付款项	461	1,039	982	818	958	1,112
%销售收入	2.7%	1.5%	0.7%	-0.4%	-1.4%	-1.4%	其他流动负债	8	51	70	175	185	196
资产减值损失	-11	-30	-15	-7	-1	-1	流动负债	863	1,396	1,627	994	1,143	1,309
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0	长期贷款	150	150	0	0	0	1
投资收益	0	0	14	10	10	10	其他长期负债	0	0	1	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	6.5%	2.5%	1.9%	1.7%	负债	1,013	1,546	1,629	994	1,143	1,310
营业利润	34	124	224	399	515	598	普通股股东权益	790	1,706	1,872	3,628	3,905	4,258
营业利润率	2.7%	5.6%	10.6%	15.1%	16.7%	16.7%	少数股东权益	0	9	11	31	61	111
营业外收支	2	-1	-2	3	4	4	负债股东权益合计	1,803	3,261	3,512	4,652	5,109	5,678
税前利润	36	123	222	402	519	602	比率分析						
利润率	2.9%	5.5%	10.5%	15.2%	16.8%	16.8%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-5	-18	-39	-55	-71	-82	每股指标						
所得税率	13.6%	14.6%	17.4%	13.6%	13.6%	13.6%	每股收益	0.111	0.309	0.179	0.278	0.356	0.399
净利润	31	105	183	347	449	520	每股净资产	2.782	5.059	1.850	3.082	3.318	3.617
少数股东损益	0	1	2	20	30	50	每股经营现金净流	-0.075	0.931	0.154	0.581	0.385	0.422
归属于母公司的净利润	31	104	181	327	419	470	每股股利	0.100	0.000	0.050	0.100	0.100	0.100
净利率	2.5%	4.7%	8.6%	12.4%	13.6%	13.2%	回报率						
							净资产收益率	3.98%	6.11%	9.68%	9.02%	10.72%	11.04%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	1.74%	3.20%	5.16%	7.04%	8.20%	8.28%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	5.11%	7.39%	7.95%	9.14%	10.09%	10.66%
净利润	31	105	183	347	449	520	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	38.90%	78.36%	-4.61%	24.61%	16.86%	15.85%
非现金支出	85	106	116	102	100	102	EBIT 增长率	N/A	137.93%	26.10%	63.43%	19.69%	16.42%
非经营收益	35	39	-4	12	-14	-14	净利润增长率	N/A	231.28%	73.84%	80.67%	27.92%	12.25%
营运资金变动	-173	63	-139	223	-82	-112	总资产增长率	23.70%	80.85%	7.68%	32.48%	9.81%	11.14%
经营活动现金净流	-21	314	156	684	453	497	资产管理能力						
资本开支	-179	-298	-290	-36	-35	-36	应收账款周转天数	113.7	87.1	114.0	100.0	100.0	100.0
投资	0	-4	4	-1	0	0	存货周转天数	87.0	77.1	111.7	87.0	87.0	90.0
其他	2	6	-454	10	10	10	应付账款周转天数	107.5	100.6	132.8	80.0	80.0	80.0
投资活动现金净流	-177	-295	-740	-27	-25	-26	固定资产周转天数	198.9	127.4	172.8	135.3	106.6	84.0
股权募资	0	818	2	1,546	-24	0	偿债能力						
债权募资	279	-89	123	-577	0	1	净负债/股东权益	52.58%	-22.35%	12.35%	-53.44%	-56.53%	-59.40%
其他	-35	-37	-41	-14	-118	-118	EBIT 利息保障倍数	2.3	5.5	17.1	-39.7	-10.7	-10.8
筹资活动现金净流	245	692	85	955	-141	-117	资产负债率	56.19%	47.41%	46.38%	21.36%	22.37%	23.06%
现金净流量	46	710	-499	1,612	287	354							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-01-23	买入	18.59	N/A

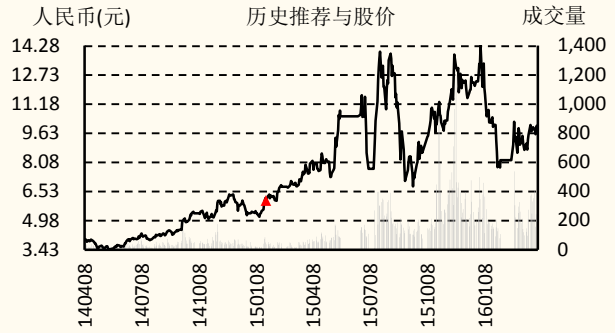
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD