

电子零部件制造
署名人: 张镭
S0960511020006
0755-82026705
zhanglei@cjis.cn
参与人: 齐宁
S0960111010004
010-63222585
qining@cjis.cn

春兴精工

002547

推荐

传统业务景气复苏, 新产品高速增长, 业绩有望重拾快速上升通道

公司是我国无线射频器件行业的优秀公司之一, 近年来通过发挥自身在铝合金结构件领域的技术优势, 实现了产品线扩张, 成功切入消费电子等领域, 未来将实现通信、消费电子、汽车金属结构件三足鼎力的局面。

6-12个月目标价: 14元

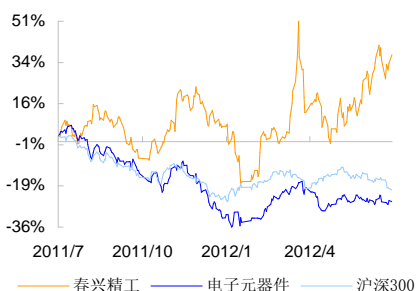
当前股价: 11.35元
评级调整: 首次评级

基本资料

上证综合指数	2226.11
总股本(百万)	284
流通股本(百万)	110
流通市值(亿)	12
EPS	0.33
每股净资产(元)	6.17
资产负债率	36.49%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
春兴精工	10.19	21.78	34.71
电子元器件	-1.24	0.30	7.82
沪深300指数	-5.85	-0.54	6.66



相关报告

■ **传统通信铝合金结构件产品有望走出低谷。**公司主要为诺西、阿朗等下游无线通信设备厂商提供基站无线射频器件。2012年下半年开始射频器件行业将有望得到两个事件驱动: **1、中国移动酝酿启动 TD-SCDMA 六期网络建设, 计划建设规模将达到 12.7 万个, 是 TD 五期的 2.4 倍; 2、2013 年开始全球运营商 2013 年开始有望进入 LTE 布局的高峰时节, 对射频器件的需求有望爆发。**预计 2013-2015 年全球射频器件市场规模将从 17 亿美元成长到 26 亿美元, CAGR 约 15%。公司有望受益这一进程。

■ **Ultrabook 金属外壳有望成为未来业绩催化剂。**公司发挥铝合金结构件领域的精加工优势, 切入三星 ultrabook 供应链, 主要为其提供铝合金外壳。Ultrabook 具有更强的运算能力, 且融合了 pad 系列产品的轻薄、触控特点, 具有更强的竞争力。**超级本在 2011 年的市场份额仅 1.8%、2012 年有望提升到 13%, 据 NPD 统计, 2012 年前 5 个月 700 美元以上高端 Windows 笔记本(售价至少 900 美元)的销量中, 超极本类别达到了约 11%。**公司产品良率已达 60%, 有望受益 Ultrabook 销量的快速提升。

■ **汽车结构件产品有望维持高速增长。**公司坐拥产业集群+优质客户的资源优势, 已成为国内汽车铝合金结构件产品的优秀公司。在宏观经济复苏背景下, 我们预测 **2012 年下半年汽车销量增速恢复至 10% 上下, 下一个消费高峰将在 2013-2014 年来到, 景气将再次回归;**此外随着外资零部件厂商在华投资设厂并加大采购力度, **行业内一些已经获得优质客户的优秀公司将有望复制已经形成的技术优势, 提升自身市场份额。国内铝合金结构件市场规模 3 年 CAGR 将超过 10%, 超过 100 亿元。公司当前汽车类产品收入仍然较低, 未来几年有望维持高速增长**

■ **盈利预测与评级。**我们预测公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.34 元, 0.46 元, 0.59 元。对应 PE 分别为 33X, 25X, 19X。给予推荐评级。

■ **风险提示。**原材料及人工成本上涨超预期。

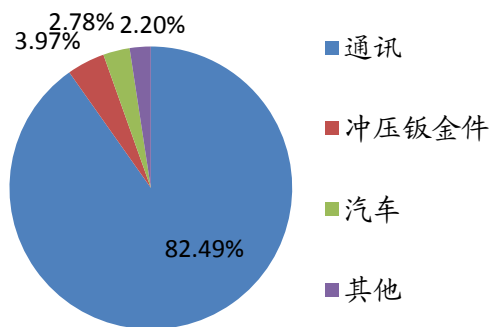
主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	827	1036	1265	1499
收入同比(%)	57%	25%	22%	18%
归属母公司净利润	46	98	129	167
净利润同比(%)	-30%	111%	32%	29%
毛利率(%)	19.2%	20.6%	21.3%	21.9%
ROE(%)	5.3%	10.0%	11.7%	13.1%
每股收益(元)	0.16	0.34	0.46	0.59
P/E	68.86	32.64	24.68	19.15
P/B	3.65	3.28	2.89	2.51
EV/EBITDA	31	23	19	15

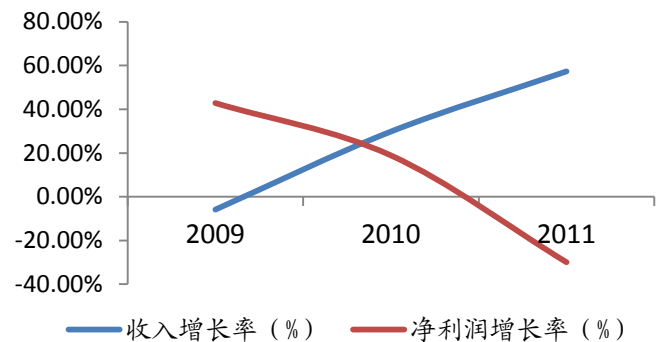
一、公司概况

公司是主要为通讯、汽车、航空等行业生产制造精密铝合金结构件的行业龙头之一。通讯领域相关产品技术能力尤强，目前在诺西、安德鲁、阿朗等下游客户采购份额中位居前列。公司切入三星 ultrabook 供应链，打开消费电子精密结构件制造市场，未来有望形成通讯+消费电子+汽车三足鼎立的业务格局。目前公司国内通讯铝合金结构件市场份额约 5%，居国内第二位。

公司业务构成一览

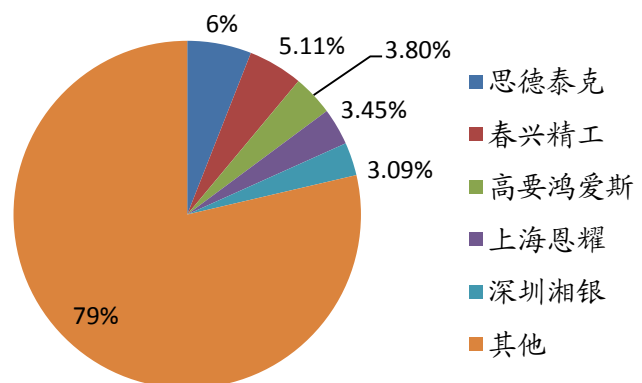


公司主营收入及利润增速一览



资料来源：公司公告

国内通讯铝合金结构件产品市场份额

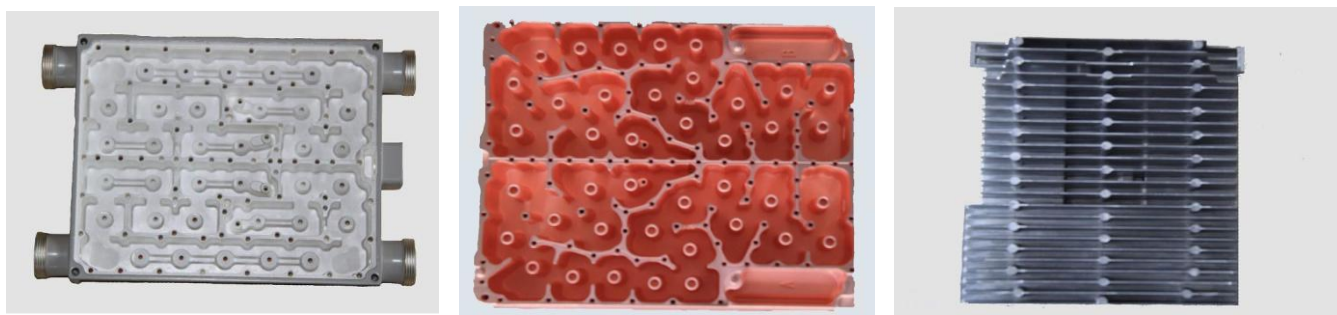


资料来源：公司公告

二、传统通信铝合金结构件产品 2013 年有望重拾升势

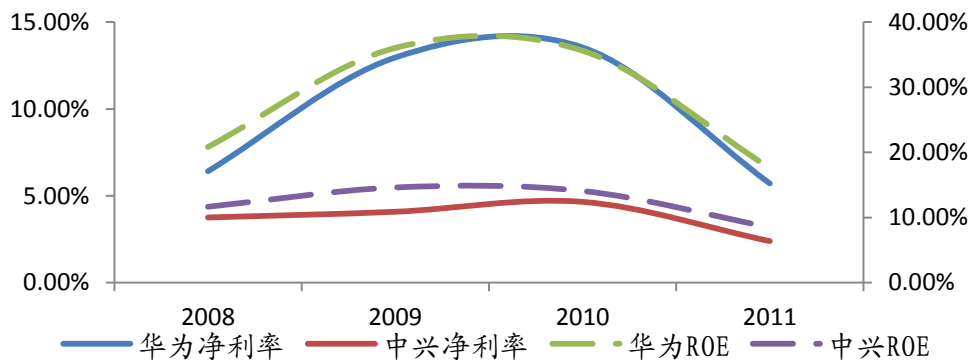
公司通信产品收入占比 80%，主要为下游无线通信设备厂商提供铝合金结构件（相当于关键无线零部件的外壳），主要客户为诺西、阿朗等全球顶尖通信设备制造商，全球市场份额约 8%。近年来由于中国厂商的成本优势，全球结构件产能有向中国转移趋势，公司借此获得较快发展，目前在主要客户采购份额中已经居于优势。但进入 2011 年以来，由于下游通信设备厂商竞价激烈、成本上涨等因素，上游射频器件厂商普遍进入“增收不增利”的窘境。而 2012 年 1 季度以来，由于全球无线资本开支放缓，器件厂商收入增长也有放缓趋势。

公司无线射频器件部分产品一览



资料来源：公司网站

华为、中兴净利率及 ROE 一览



资料来源：公司公告

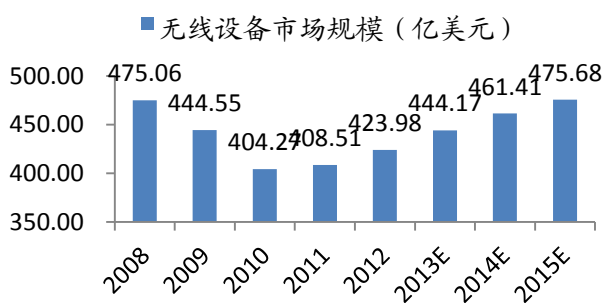
公司在下游客户采购中所占比例

	公司所占采购份额
诺西	40%
阿朗	40%
安弗施	70%
弗雷	70%
摩比	40%

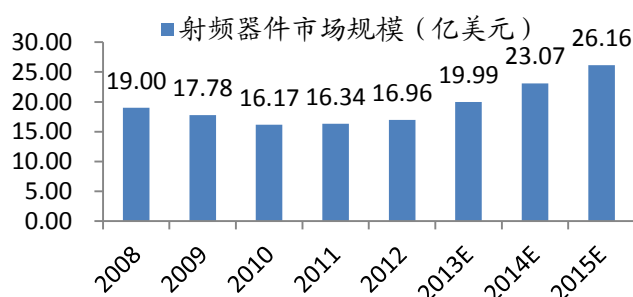
资料来源：公开资料

2012 下半年开始射频器件行业将有望得到两个事件驱动：1、中国移动将酝酿启动 TD-SCDMA 六期网络建设，预计今年第三季度完成规划，四季度启动招标，计划建设规模将达到 12.7 万个，是 TD 五期的 2.4 倍；2、2013 年开始全球运营商 2013 年开始有望进入 LTE 布局的高峰时节，LTE 由于使用高频频段，基站数量更多，高端器件需求量更大，因此对射频器件的需求有望爆发。而上游器件厂商已经开始技术布局，针对 LTE 进行新产品储备。公司与诺西公司共同研发用于 LTE 技术标准的新产品结构件，已经提前完成业务布局。按照射频器件占每套基站设备价值 4-6%左右，预计 2013-2015 年全球射频器件市场规模将从 17 亿美元成长到 26 亿美元，年复合增速约 15%。

全球无线基站设备市场需求一览



全球无线射频器件市场需求一览



资料来源：Gartner、中投证券研究所

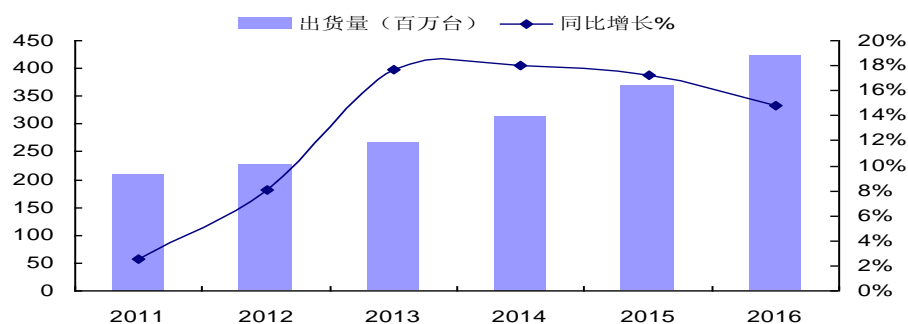
三、Ultrabook 外壳成未来业绩主要催化剂

Ultrabook 是 Intel 公司为与苹果 iPad 以及 Android 平板电脑竞争，为维持现有 Wintel 体系，于 2011 年 6 月提出的新一代笔记本电脑概念，旨在为用户提供低能耗，高效率的移动生活体验。与 iPad 相比 Ultrabook 具有更强的运算能力，与传统笔记本相比，Ultrabook 则融合了 pad 系列产品的轻薄、触控特点，具有更强的竞争力。

2.1 Ultrabook 未来市场空间巨大

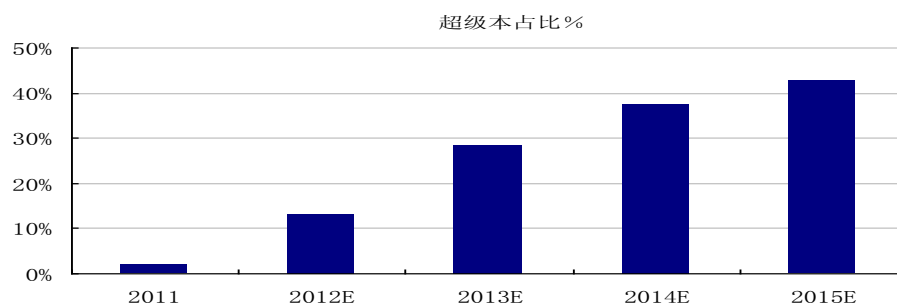
根据 GARTNER 的预测，2012-2013 年全球笔记本出货量在 2.26 亿和 2.66 亿部，同比增长 8.1%和 17.7%。同时超级本的渗透率将随着技术完善和价格下降，所占比例不断提升，根据 HIS 的预测，超级本在 2011 年的市场份额仅 1.8%、2012 年有望提升到 13%，到 2015 年达到 43%左右。按照这一比例 2012-2013 年全球超级本的市场出货量分别为 2900 万部和 7500 万部左右。

全球笔记本电脑出货量及增速预测



资料来源: Gartner、中投证券研究所

超级本在笔记本出货量的市场份额预测



资料来源: IHS iSuppli、中投证券研究所

集邦科技对 2012 年的超级本市场按照厂商进行了分拆预测, 其中笔记本总出货量在 2.1 亿部左右, 超级本比例 9.6%、达到 2000 万部。如果考虑到苹果的 BOOKAIR 出货量, 则 Wintel 阵营超级本的出货量在 1300-1400 万部。

我们分析由于 Ivy Bridge 低压版芯片预计推迟到 6 月份发布, 以及 Windows8 在三季度末四季度初上市, 超级本市场有望在 Q4 启动。

2012 年各厂商超级本出货预测

	笔记本出货量 (百万)	超级本渗透率	超级本出货量 (百万)
HP	39.50	8%	3.16
Acer	28.00	9%	2.52
Lenovo	27.50	8%	2.20
Dell	26.00	3%	0.78
Toshiba	19.00	5%	0.95
ASUS	20.00	10%	2.00
Apple	14.50	45%	6.53
Samsung	15.00	7%	1.05
Sony	9.00	4%	0.36
Others	12.00	5%	0.60
合计	210.50	9.6%	20.1

资料来源: Trendforce、中投证券研究所

传统笔记本和超级本材料成本 (BOM) 拆分

	传统笔记本	Ultrabook	变动
CPU	90	150	60
主板	71	71	0
芯片组+图形单元	15	15	0
PCB	8	11	3
连接器 (含 CPU 插座)	8	6	-2
热敏元件	5	4	-1
被动元件	15	15	0
其他 IC	10	10	0
其他 (布线等)	10	10	0
DRAM(3GB)	17	17	0
DVD-ROM 驱动器	40	0	-40
硬盘 (250GB)	55	0	-55
固态硬盘 (SSD,128G)	0	200	200
键盘/触摸板	3	3	0
电池	20	25	5
电源适配器	6	5.5	-0.5
外壳	20	50	30
转轴 (套)	2	3	1
摄像头	4	4	0
无线模组	4	4	0
其他	10	10	0
操作系统	45	45	0
LCD 面板 (15.1")	40	45	5
总成本	427	632.5	205.5

2.2 上游二线外壳供应商受益机会明显

Ultrabook 外壳主要采用铝合金外壳, 采用 CNC 数控机床一次成型。苹果、三星等厂商对外壳工艺精度要求极高, 完成一套完整的外壳成品需要 30 多道工序, 每台 CNC 机床每天产出最多 3 套完整外壳, 顶尖厂商良品率可达 80-90%, 二等厂商仅 60-70%。近年来, 由于苹果不断推出 MACBOOK、IPAD 等新产品, 再加上 Ultrabook 快速上量, 全球一流外壳供应商已经供不应求, 纷纷扩产来满足市场需求。如果以 2012 年 Ultrabook 销量 2500 万套计算, 全球需要新增 CNC 机床 2.3 万台才能满足需求。而 CNC 机床由于交货期较长, 目前业内反馈可成+鸿准+巨宝 2012 年扩产不足 1 万台, 距离满足需求尚有较大距离, 全行业产能偏紧是大概率事件, 因此二线外壳厂商业务呈爆发增长是大概率事件。

业内主要厂商 2011-2012 CNC 扩产目标

厂商	2011 年 CNC 数量	2012 年 CNC 数量
可成	1.2 万台	1.5 万台
鸿准	0.9 万台	1.2 万台

巨宝	1000 台	-
日腾	3000 台	-

资料来源：公开资料

机壳材质厚度比较

	ABS 塑胶机壳	铝合金机壳	玻璃纤维
厚度	1.6-1.8mm	0.9mm	1-1.1mm
刚性指标	2.5	40	17.5

资料来源：TRI、中投证券研究所

2.3 公司外壳业务面临爆发机会

公司在传统通信业务领域积累了雄厚的精密结构件加工经验，目前已经成功进入三星的 Ultrabook 供应链(同给三星提供外壳产品的只有巨宝)。目前公司拥有 CNC 机床 500 台左右，200 台左右用于生产 Ultrabook，以 60-70%左右良率，\$180/套计算，2012 年有望创造收入 1.5 亿元左右。公司一季度 Ultrabook 业务仍处在布局中，投入仍然较大，但人员技能及产品良率迅速提高，下半年开始毛利率有望迅速回升，达至 20%以上。

四、下游消费景气度回升+产能转移带动汽车铝合金结构

件业务快速增长

从发达国家经验看，汽车工业需求在铝合金结构件需求中占据首位。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、意大利等汽车生产或消费大国。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成为汽车工业宠儿。

汽车常用铝合金结构件产品一览

汽车安全带卷轴



汽车冷却系统腔体



汽车马达外壳



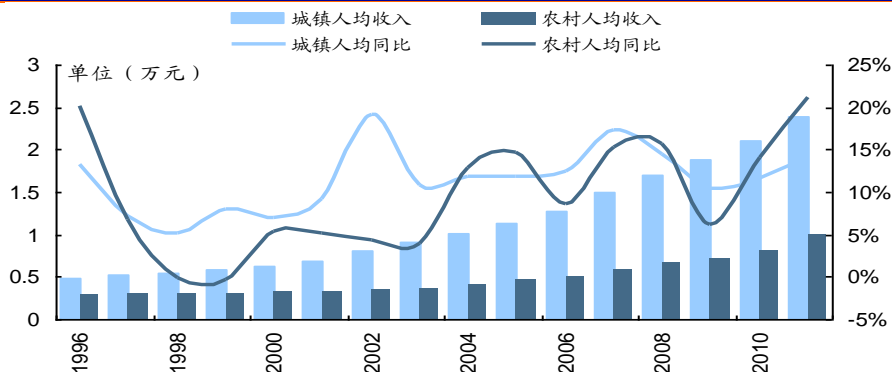
资料来源：公司网站

4.1 国内汽车消费前景可观，景气度有望回升

居民收入持续增长，汽车消费仍是居民消费升级的主力。改革开放三十年来，我国城镇居民人均收入和农村居民人均收入大幅增长。居民收入增长带来消费升级，长期驱动汽车市场发展。预计 12 年我国城镇居民人均收入增速在 15%以上，农村

居民人均收入增速在 20%以上，居民收入的稳步增长，特别是农村居民收入的快速提高，促使汽车消费需求仍将维持旺盛。

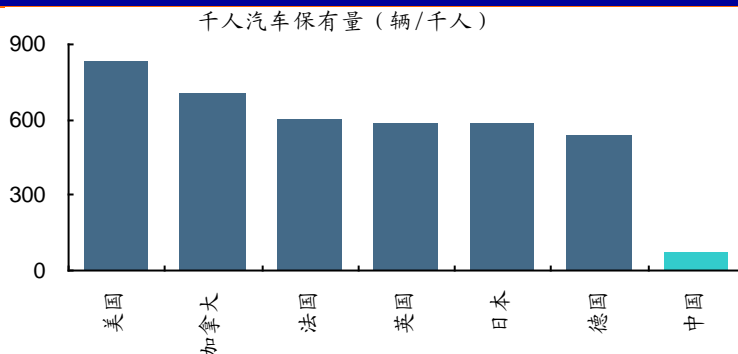
我国居民收入变化



资料来源: CAAM, 中投证券研究所

人均保有量较低，汽车消费需求巨大。截止 11 年底，我国千人汽车保有量仅 70 辆，不但远低于美日欧等发达国家千人保有量，甚至距离世界平均千人保有量 140 辆也有较大距离。我国居民汽车消费热情将持续释放，汽车工业将保持快速发展。

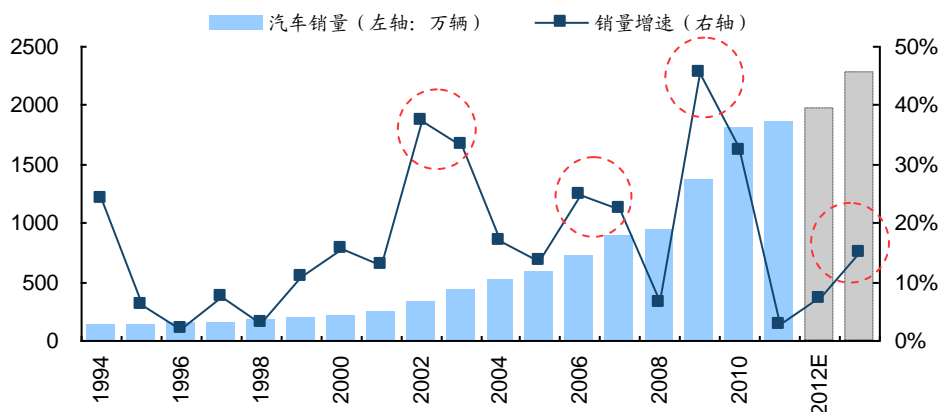
主要国家汽车千人保有量



资料来源: CAAM, 中投证券研究所

我们预计，2012 年下半年汽车销量增速恢复至 10% 上下，全年增速约 7%。汽车消费具有其自身的周期性，02-03 年、06-07 年、09-10 年的高峰来自于新车需求和换车需求（3 或 4 年）双重叠加，预计下一个消费高峰将在 13-14 年来到，景气将再次回归。在 11 年大幅调整的基础上，12 年终端需求逐步复苏，预计全年销量增速恢复至 7%。

我国汽车行业历年增速及预测



资料来源：CAAM，中投证券研究所

4.2 铝合金结构件产能转移之势已成，优秀公司有望崛起

由于中国汽车消费市场的拉动，全球汽车零部件巨头纷纷在我国设计研发及生产基地，我国汽车零部件业中，外资企业占比达 37%，产量占比达 65%。零部件外资企业的进入一方面有效降低其生产成本，另一方面也有效提升了上游铝合金结构件公司的加工水平。随着国内汽车消费市场的提速，汽车铝合金结构件生产企业有望享受全球产能转移为国内企业带来的发展契机，同时，行业内一些已经获得优质客户的优秀公司将有望向更多客户复制已经形成的技术优势，提升自身市场份额，获得超越行业的快速发展。根据中国压铸网预测，国内铝合金结构件市场规模 3 年内复合增速将超越 10%，超过 100 亿元。

4.3 产业集群+优质客户资源，公司汽车结构件业务有望维持高增速。

公司身处我国铝合金结构件加工最为集中的长三角地区，在原材料、配套加工、人才资源等各方面均可享受到当地的集群产业优势；公司已经切入全球主要汽车零部件厂商在中国的采购供应链体系，目前已经取得了较快发展，在技术能力、综合服务能力方面得到了优质客户的认可。目前，公司汽车铝合金结构件产品收入约 2300 万元，2011 年增速约 43%，我们认为公司作为国内优秀的铝合金结构件企业，目前汽车类产品收入基数仍然较小，考虑到未来上百亿的市场规模，未来 3 年公司在汽车铝合金结构件领域将有望持续保持高增长态势。

公司产品一览

客户	介绍	主要产品
德国贝尔	全球领先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	全球领先专业汽车座椅、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	全球最大精密马达制造商	微型电机结构件
法国哈金森	全球领先交通运输行业减震系统设备制造商	减震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：公司招股书

五、盈利预测与评级

我们预测公司 2012-2014 年 EPS 为 0.34 元, 0.46 元, 0.59 元, 对应 PE 分别为 32X、24X、19X。给予推荐评级

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	776	1015	1205	1468
现金	175	302	337	437
应收账款	275	326	406	485
其他应收款	6	10	9	13
预付账款	66	67	81	105
存货	228	269	330	387
其他流动资产	27	40	41	41
非流动资产	605	582	547	523
长期投资	0	0	0	0
固定资产	486	476	457	436
无形资产	77	77	77	77
其他非流动资产	42	29	12	10
资产总计	1381	1597	1751	1991
流动负债	504	621	647	719
短期借款	326	326	326	326
应付账款	174	226	276	327
其他流动负债	5	70	46	66
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	504	621	647	719
少数股东权益	1	1	1	1
股本	142	284	284	284
资本公积	529	387	387	387
留存收益	206	304	433	600
归属母公司股东权益	876	975	1104	1271
负债和股东权益	1381	1597	1751	1991

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-193	132	45	109
净利润	46	98	129	167
折旧摊销	32	25	25	25
财务费用	30	14	11	8
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-305	1	-136	-97
其他经营现金流	3	-6	16	5
投资活动现金流	-320	9	0	0
资本支出	302	0	0	0
长期投资	-21	0	0	0
其他投资现金流	-39	9	0	0
筹资活动现金流	609	-14	-11	-8
短期借款	104	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	36	142	0	0
资本公积增加	490	-142	0	0
其他筹资现金流	-20	-14	-11	-8
现金净增加额	92	127	34	100

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	827	1036	1265	1499
营业成本	669	823	996	1170
营业税金及附加	2	2	3	4
营业费用	22	28	34	41
管理费用	52	58	74	86
财务费用	30	14	11	8
资产减值损失	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	47	106	143	185
营业外收入	8	5	5	5
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	52	109	146	189
所得税	6	11	17	22
净利润	46	98	129	167
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	46	98	129	167
EBITDA	109	145	179	219
EPS (元)	0.33	0.34	0.46	0.59

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	57.3%	25.2%	22.1%	18.4%
营业利润	-38.7%	126.9%	35.0%	29.5%
归属于母公司净利润	-29.9%	111.0%	32.3%	28.9%
获利能力				
毛利率	19.2%	20.6%	21.3%	21.9%
净利率	5.6%	9.4%	10.2%	11.1%
ROE	5.3%	10.0%	11.7%	13.1%
ROIC	6.7%	10.9%	12.5%	14.8%
偿债能力				
资产负债率	36.5%	38.9%	36.9%	36.1%
净负债比率	64.59	52.37%	50.33	45.25%
流动比率	1.54	1.63	1.86	2.04
速动比率	1.07	1.18	1.33	1.48
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.70	0.76	0.80
应收账款周转率	3	3	3	3
应付账款周转率	4.30	4.12	3.97	3.88
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.34	0.46	0.59
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.68	0.47	0.16	0.38
每股净资产(最新摊薄)	3.09	3.43	3.89	4.48
估值比率				
P/E	68.86	32.64	24.68	19.15
P/B	3.65	3.28	2.89	2.51
EV/EBITDA	31	23	19	15

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

齐宁, 中投证券研究所通信行业分析师, 中国人民大学金融学硕士, 产业经济学学士, 2010 年加入中投证券研究所, 9 年通信运营商工作经验。

王大鹏, CFA Charter pending, 北京工业大学电子信息工程学士, 北京邮电大学通信工程硕士, 6 年通信业从业经验。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434