

博云新材(002297)

行业翘楚，成长可期

✍ 桑永亮

☎ 021-38676052

✉ sangyongliang@gtjas.com

本报告导读：

- 博云新材是国内粉末冶金复合材料行业的龙头。
- 建议申购价为7.79-10.54元。

投资要点：

- **博云新材是国内粉末冶金复合材料行业的龙头。**公司主营产品包括：飞机刹车副、航天用炭/炭复合材料、环保型高性能汽车刹车材料和高性能模具材料。公司在这四个子行业中均处于国内领先地位。
- **公司产品共同的特性是专业性强、技术壁垒高、毛利率高。**恶劣的使用环境要求这些产品有极高的力学、热学性能，生产难度很大；若要上市销售，还需通过下游厂商的认证或测试，进入壁垒高；由此，产品也保持了较高毛利率。
- **下游行业——航空航天业、汽车业乃至整个工业在未来较长一段时间内都将持续快速增长。**无论从纵向看还是横向比较，我国航空及汽车业都还有巨大的发展潜力；航天业在国家支持下也将稳健发展。
- **进口替代是公司发展目标和机遇，进口替代期往往是业绩爆发期。**国外企业由于技术水平高、历史业绩好，在国内市场已经占据绝对优势的市场份额，但博云新材也已占据一席之地，开始了进口替代的过程，价格是公司与外企竞争的最大优势，公司产品价格仅为国外同类产品的50%-60%左右，进口替代期往往是业绩爆发期。
- **公司技术水平国内领先，国际先进，但仍有提升空间。**考虑到高校股东背景给公司提供了强大的研发力量，科技成果及奖励证明公司有较强研究能力，我们对公司未来技术进步有信心。
- **公司希望通过此次融资，可以改变生产规模偏小的劣势，缓解产能压力，拓展产品应用空间。**近年来公司产品产销旺盛，但产能偏小限制了公司的快速发展。此次公司拟向社会公开发售 2,700 万股新股，大约募集 2 亿资金进行技术改造。
- **公司主要面临技术和客户集中两大风险。**技术进步不顺利，某大客户需求下降都将影响公司业绩。
- 我们选取 A 股市场中与博云新材同类（包括用途、毛利率等）的新材料企业作为参照物对公司定价，得出博云新材合理价格为 9.16-12.40 元，以网下申购折让 15-20% 考虑，**建议申购价为 7.79-10.54 元。**对应 2009 年市盈率为 25.1-34.0，对应 2010 年市盈率为 19.5-26.4。

建议询价区间：

7.79-10.54

上市首日定价区间：

13.8-16.5

2009.09.15

发行上市资料

总股本（万股）	8000
发行量（万股）	2700
发行日期	2009.09.18
发行方式	网下询价 + 网上申购
保荐机构	海通证券
预计上市日期	2009.09.25

发行前财务数据

每股净资产（元）	3.23
净资产收益率（%）	5.43
资产负债率（%）	43.44

主要股东和持股比例

粉末冶金研究中心	24.44%
高创投	18.84%
中航材	13.00%
邦信资产	4.75%
浏阳信投	4.00%
广州科创	3.50%
上海嘉华	3.13%
同创伟业	1.88%
湖南置利	1.25%
熊翔等 34 名自然人	25.21%

财务摘要（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	164.96	164.11	188.72	226.47	362.35
(+/-)%	57.9%	-0.5%	15.0%	20.0%	60.0%
经营利润（EBIT）	32.79	26.66	37.61	48.96	88.87
(+/-)%	98.1%	-18.7%	41.1%	30.2%	81.5%
净利润	27.9	25.25	33.12	42.51	75.54
(+/-)%	102.0%	-9.5%	31.2%	28.4%	77.7%
每股净收益（元）	0.26	0.24	0.31	0.4	0.71

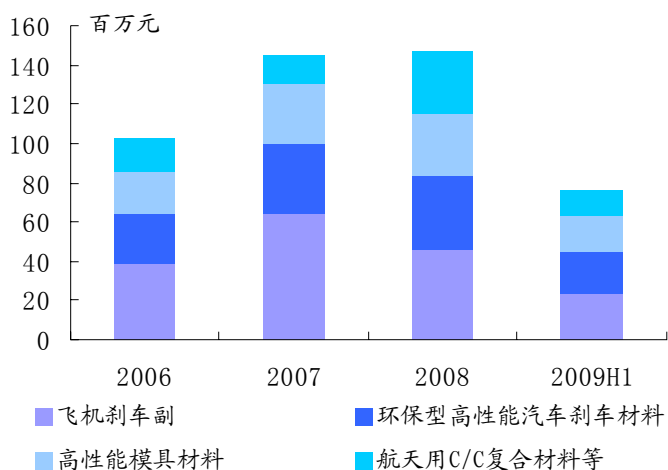
注：每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 公司产品特性：专业性强、技术壁垒高、毛利率高

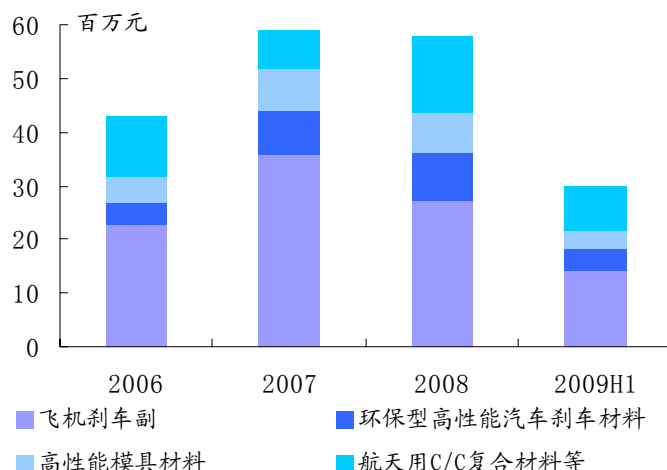
博云新材是国内粉末冶金复合材料行业的龙头。公司主营产品包括：飞机刹车副、航天用炭/炭复合材料、环保型高性能汽车刹车材料和高性能模具材料。公司在这四个子行业中均处于国内领先地位。

图 1 公司营业收入构成



资料来源：招股书

图 2 公司利润构成



资料来源：招股书

博云新材的四种产品共同的特性是专业性强、技术壁垒高、毛利率高（表 1）。其中炭/炭复合材料飞机刹车副及航天用炭/炭复合材料技术难度很高，国产产品在 21 世纪初才进入实用阶段。而模具材料行业国内企业也是刚刚涉足高端市场。

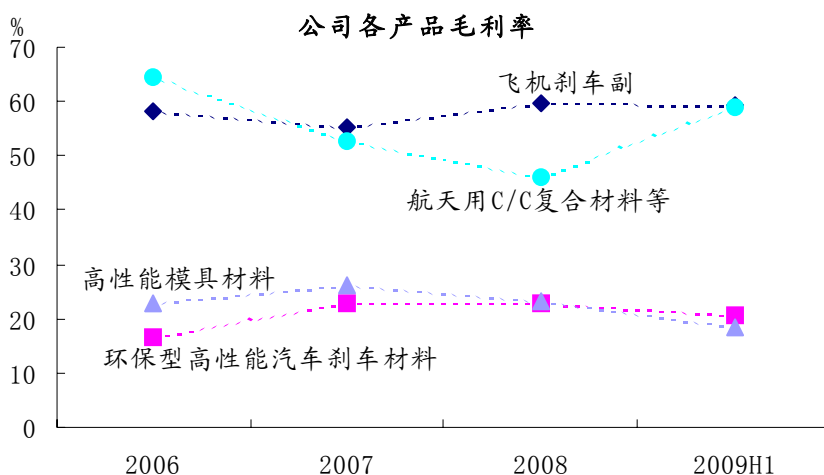
表 1 公司产品壁垒高

	性能要求	重要性	进入壁垒
飞机刹车副	1, 优良的摩擦特性。作为摩擦元件产生刹车力矩制动飞机。 2, 优良的高温力学性能。作为结构元件传递刹车力矩控制飞机的地面运动状态 3, 容量高。作为热库吸收、耗散飞机的巨大动能转换成的热能，温度最高可达 1600℃。经受的应力复杂、苛刻，对其综合性能要求高，特别是对摩擦磨损性能要求高。	飞机 A 类关键性部件	必需获得 PMA 证方可销售
航天用炭/炭复合材料	1, 优良的高温力学性能。在最高温度高达 3500℃下保持部件的结构稳定。 2, 优良的抗烧蚀性能。以确保火箭发动机的优良特性，要求在高温（大于 3000℃）、高压（4~20Mpa）、音速或超音速二相流（气、固相）燃气的机械冲刷、化学浸蚀和热冲击等十分恶劣的工作环境下，具有较低的烧蚀率。	直接影响火箭发动机主要性能指标的关键材料	航天领域对可靠性要求极高
环保型高性能汽车刹车片	耐高温、耐磨损、强度高	A 类关键性安全部件	需通过汽车厂商的测试
高性能模具材料	无缺陷和残余应力	决定模具质量	需通过公司检测

资料来源：招股说明书

由于高技术含量和高壁垒，本行业目前主要由美、英、法三国的五家企业主导，呈现少数几家企业竞争的格局，因此本行业的利润水平较高。博云新材作为新进入者也同样享受了较高的毛利率和净利润率。

图 3 公司产品毛利率较高



资料来源：国泰君安证券

2. 下游发展前景看好

到现在为止，公司产品在下游销售上取得了良好的业绩。

- 飞机刹车副及航天用炭/炭复合材料产品已应用在波音-737 系列、波音-757 系列、空客-320 系列、图-154 和多种军用飞机以及多种型号火箭上。
- 环保型高性能汽车刹车片以其优异的性能使公司成为中国一汽集团、东风汽车、长安汽车、上汽通用五菱、长丰猎豹等汽车主机厂的主要配套厂家。
- 高性能模具材料产品已向国内电机定子级进冲模模具前两位企业宁波震裕和慈溪鸿达批量供货。

对于未来下游空间的发展，我们依然看好。

表 2 公司产品下游行业

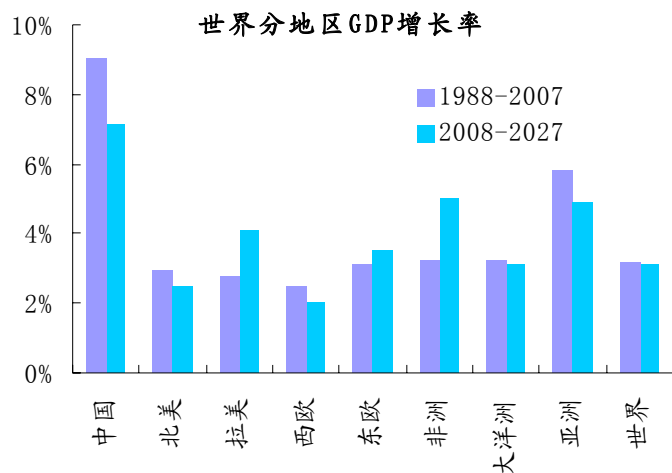
产品种类	下游行业
粉末冶金飞机刹车副	航空业
炭/炭复合材料飞机刹车副	
航天用炭/炭复合材料	航天工业
环保型高性能汽车刹车片	汽车业
高性能模具材料	电子、汽车、电机、电器、仪器、仪表、家电、通讯和军工等制造业产品

资料来源：招股说明书

2.1. 中国航空业发展前景广阔

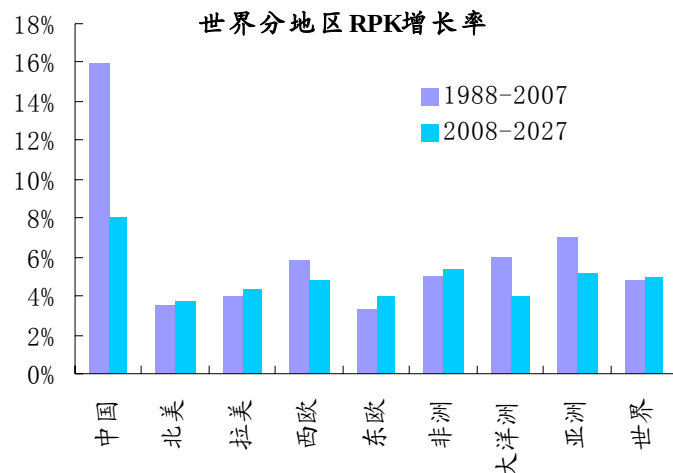
一国航空业的发展与 GDP 关系密切。从中国 GDP 增速来看，飞机客运量在未来 20 年还将保持较高速的增长。

图 4 中国 GDP 预计还将高速增长



资料来源: GlobalInsight, ICAO

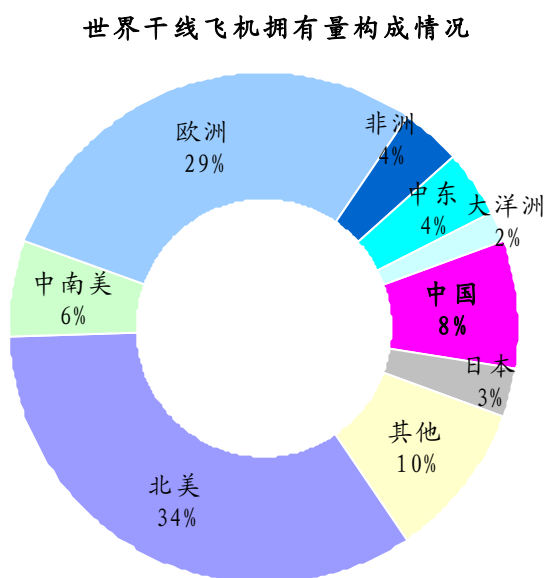
图 5 中国飞机客运量预计还将高速增长



资料来源: GlobalInsight, ICAO

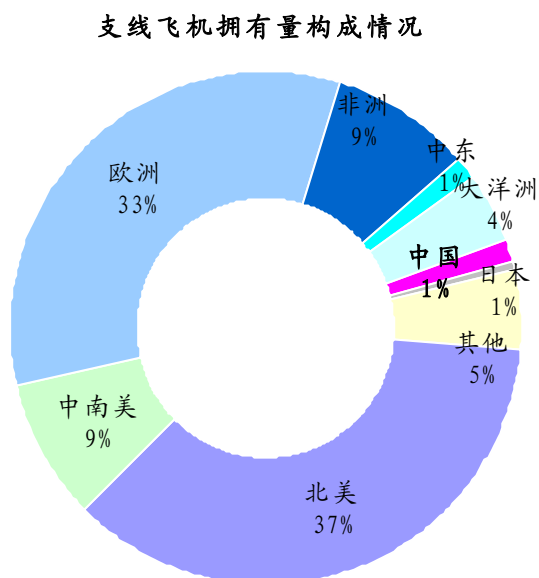
而从全球横向比较来看, 与中国同等面积的地区(如北美和欧洲)飞机拥有量要远大于中国。如果再考虑人口因素, 中国的飞机数量应该还有成倍增长的空间(表 3)。

图 6 中国干线飞机拥有量占比很小



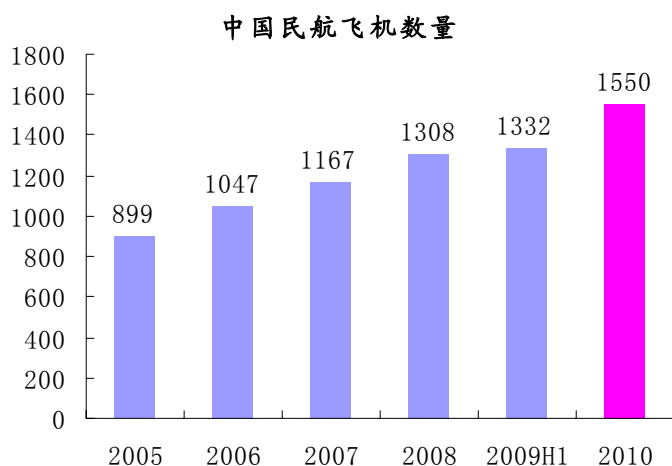
资料来源: GlobalInsight, ICAO

图 7 中国支线飞机拥有量占比很小



资料来源: GlobalInsight, ICAO

图 8 中国民航飞机在册数量



资料来源：中国民航总局

表 3 波音公司对未来 20 年中国民航机需求量预测

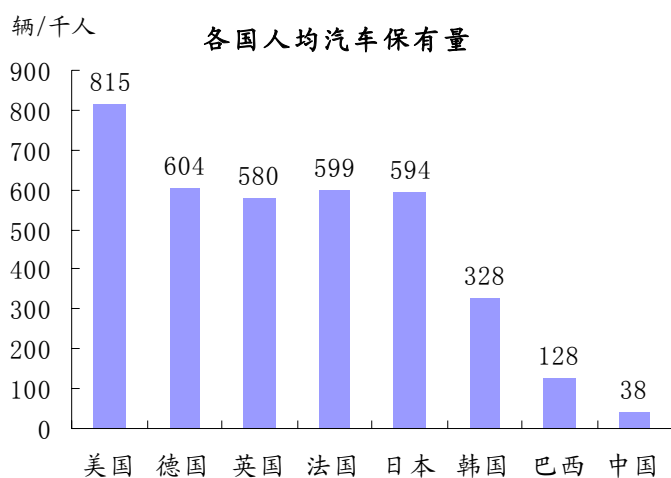
机型	需求量
超大型	90
双通道	750
单通道	2210
支线	330

资料来源：波音公司

2.2. 中国汽车市场潜力巨大

目前，中国汽车人均保有量远低于发达国家，甚至也低于巴西，但随中国城市化率提高及人均收入增长，汽车保有量在迅速增加，这种势头还将延续。

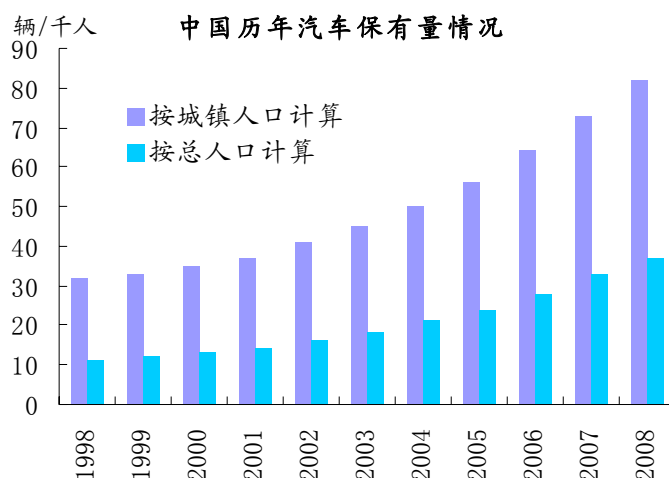
图 9 中国汽车保有量还很低



资料来源：国泰君安证券

注：中国为 2008 年数据，其他国家为 2006 年数据

图 10 中国汽车保有量增长迅速



资料来源：国泰君安证券

2.3. 航天业在国家支持下发展稳健

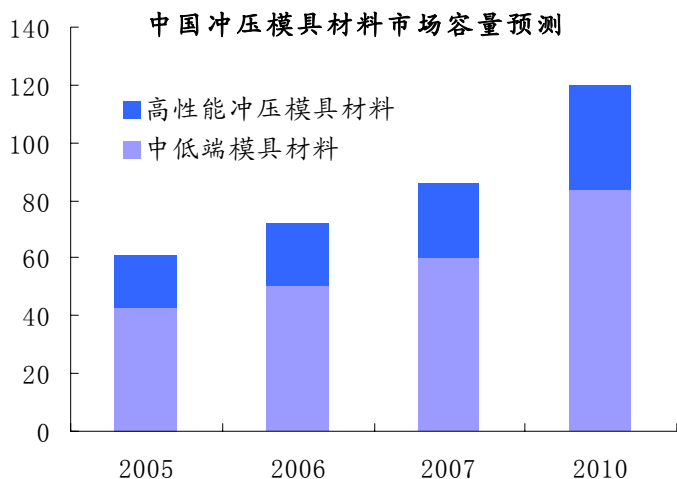
国务院在 2007 年 5 月审议我国航天发展的“十一五”规划的会议中明确提出，“十一五”规划期间是我国航天产业发展的关键时期，要努力把航天产业做强做大。同时，国家在“十一五”和 2020 年火箭发动机的规划中，都将采用炭/炭复合材料提高发动机性能作为技术支撑点之一。

预计航天用炭/炭复合材料的年市场需求将超过 10 亿元，本公司作为其主要生产企业，必将是最大的受益者之一。

2.4. 中国工业增长保证了高性能模具的需求

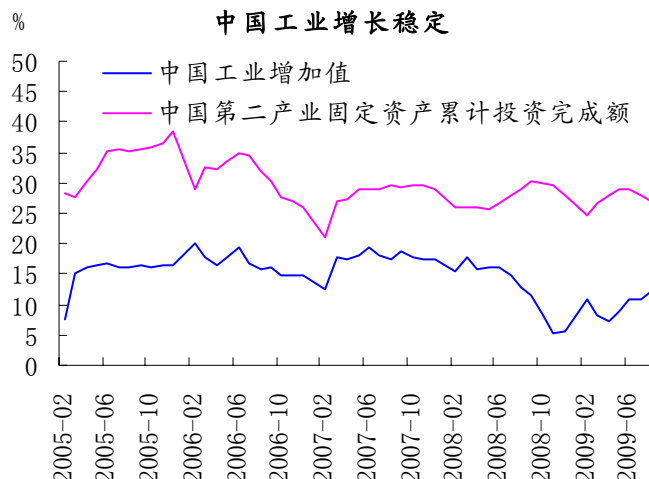
我国“十一五”发展纲要，把装备制造业的发展放在重要的战略位置，电子、汽车、电机、电器、仪器、仪表、家电、通讯和军工等制造业产品中，60%~80%的零部件都要依靠模具成型；上述行业的快速发展将给高性能模具材料行业带来难得的发展机遇。

图 11 冲压模具材料市场需求持续增长



资料来源：中国模具工业协会

图 12 中国工业增长还将持续较长时间



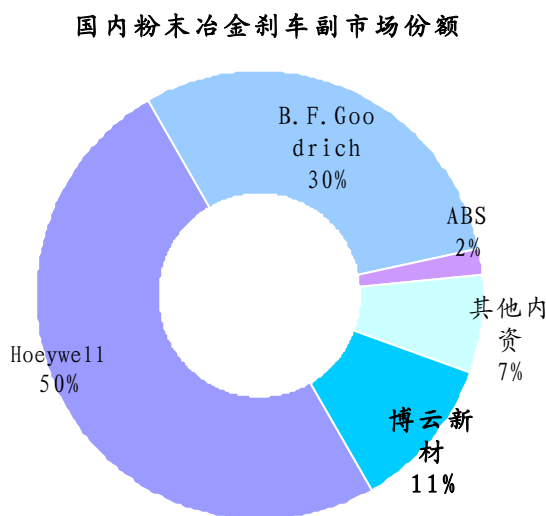
资料来源：BLOOMBERG

3. 进口替代是公司发展目标

3.1. 目前市场格局——国外企业占据绝大多数市场份额

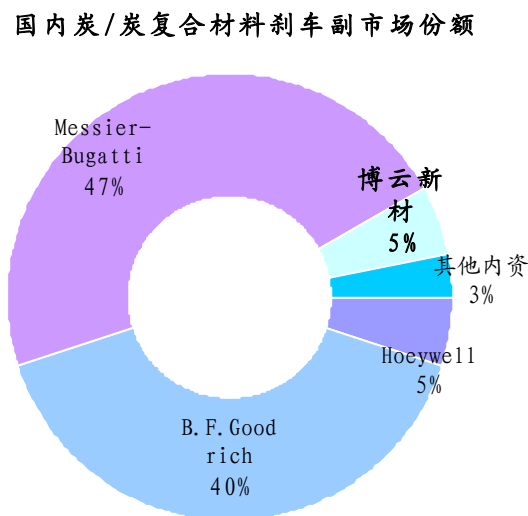
国外企业由于技术水平高、历史业绩好，目前在国内市场已经占据绝对优势的市场份额。博云新材虽是国内企业的龙头，但所占市场份额很小。

图 13 外企在国内粉末冶金刹车副市场占 82%份额



资料来源：招股说明书

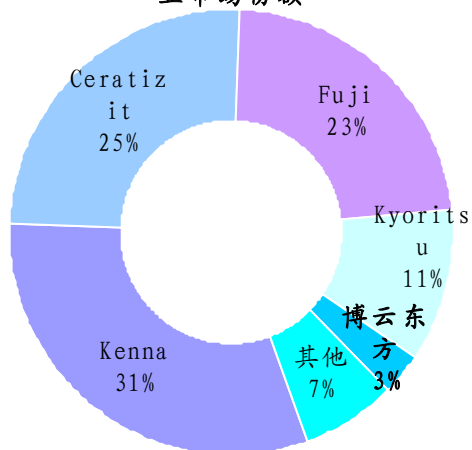
图 14 外企在炭/炭复合材料刹车副市场占 82%份额



资料来源：招股说明书

图 15 外企在高端模具材料市场占 90%份额

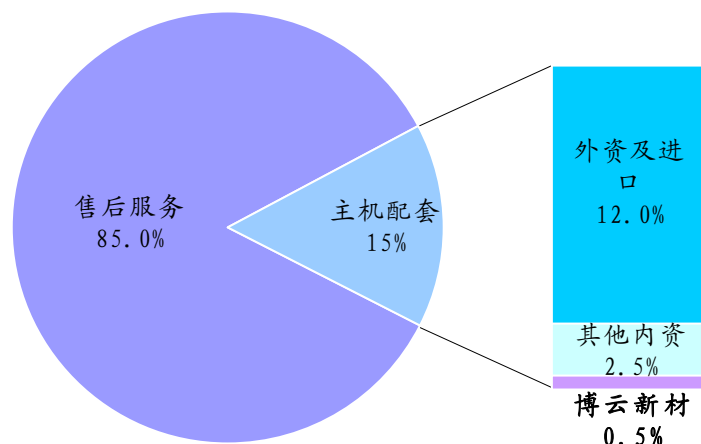
高性能级进冲压模具材料主要企业市场份额



资料来源：招股说明书

图 16 外企在汽车刹车片市场占 12%份额（主机配套）

汽车刹车片产品市场份额

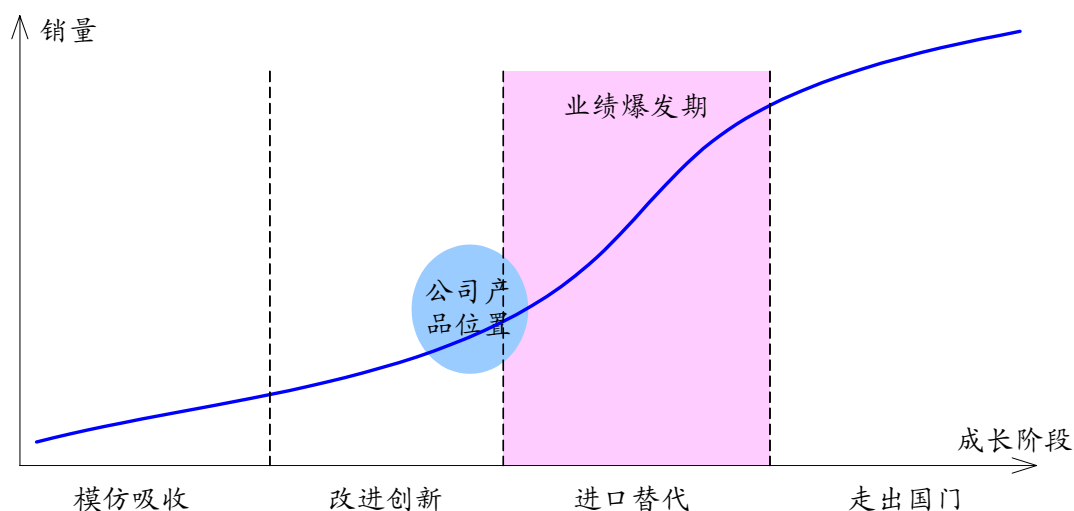


资料来源：招股说明书

3.2. 进口替代期往往是业绩爆发期

我国高技术行业及公司的发展历史表明，在国内产品技术可实现进口替代后，由于价格优势，往往可以迅速占领市场，是其业绩爆发期。

图 17 进口替代期往往是业绩爆发期

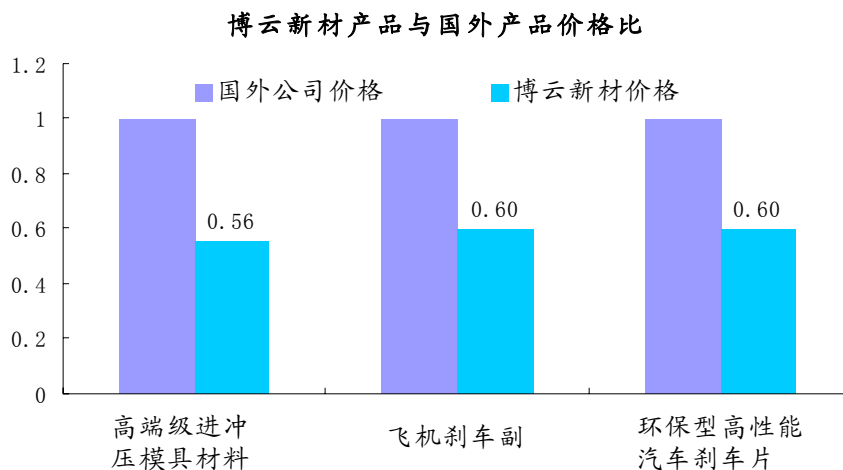


资料来源：国泰君安证券

3.3. 价格是公司与外企竞争的最大优势

公司产品价格为国外同类产品的 50%-60%左右，具有明显的价格优势。因此在产品质量相差不大的情况下，可以预见本公司的炭/炭复合材料飞机刹车副产品将逐渐替代国外同类产品。

图 18 博云新材产品价格大幅低于国外产品



资料来源：招股书

3.4. 公司技术还有进一步提升的空间

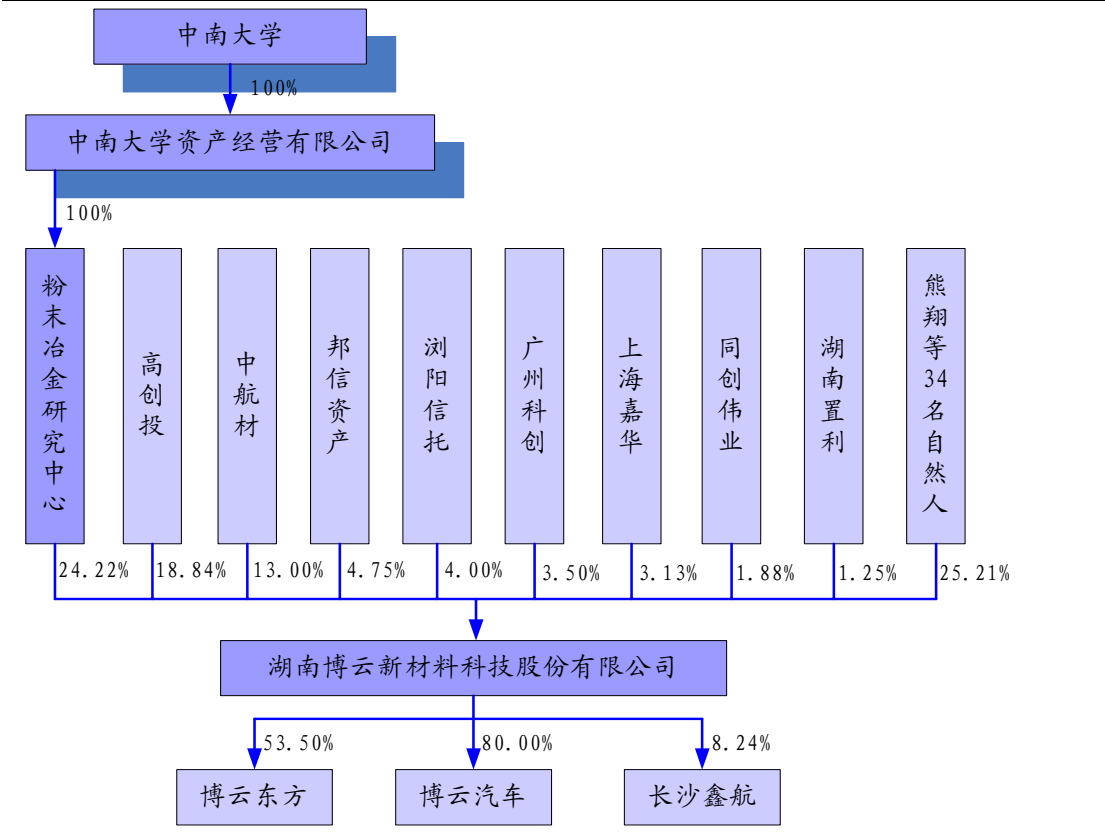
我们认为博云新材的技术还有进一步提升的空间，主要体现在以下几点：

- **飞机刹车副领域：**公司仅获得了波音 737、757 和空客-320 少数机型飞机刹车副 PMA 证，公司还需获取更多的机型认证才能有效扩大市场空间。
- **航天炭/炭复合材料，**发达国家已应用于航天飞机的机翼前缘、鼻锥、货舱门、火箭发动机尾喷管、喉衬等构件，但博云新材目前只生产发动机尾喷管，刚开始尝试机翼前缘，还有更多的部件需要公司攻克。
- **汽车刹车片市场**公司主要供应中国一汽、东风汽车、长安汽车、奇瑞等国内汽车公司中低端汽车，还有待进一步开拓国内中高档汽车市场。
- **高端模具领域**只是达到国际先进水平，与国外领先水平比还有一定差距。

但由于以下两个因素，我们对公司的研发能力及技术前景比较有信心：

- **高校股东背景给公司提供了强大的研发力量。**公司充分发挥自身在粉末冶金复合材料领域的强大技术优势，凝聚了一批国内顶尖的新材料人才队伍。公司 576 名员工中有院士 1 人，享受国务院特殊津贴 3 人，博士、博士后 18 人，硕士 21 人。公司的创始人黄伯云先生曾为我国“863”计划新材料领域首席科学家、中国工程院院士、2004 年度国家科技发明奖一等奖获得者。
- **历史业绩证明公司有较强研发能力。**公司产品都是自有技术，且很多获得国家重大奖项，证明公司研发能力较强。

图 19 高校股东背景有利于提升公司研发实力



资料来源：国泰君安证券

表 4 科技成果及奖励表明公司有较强研发实力

	成果及奖励	先进程度
炭 / 炭复合材 料飞机刹车副	“高性能炭/炭航空制动材料的制备技术”获 2004 年度国家技术发明奖一等奖	国际先进 国内领先
航天用炭 / 炭 复合材料	打破了少数发达国家的市场垄断和技术封锁，为我国航空航天及国防现代化建 设作出了重要贡献	国际先进 国内领先
粉末冶金飞机 刹车副	国家技术发明奖二等奖和国家科学技术进步奖三等奖	国际先进 国内领先
环保型高性能 汽车刹车片	国家科技部“九五”科技攻关、国家“863”计划等项目和国家高技术产业化示 范工程项目的科研成果，自有技术	国际先进 国内领先
高性能级进冲 压模具材料	国家“863”计划项目和科技部创新基金项目的科研成果	国际先进 国内领先

资料来源：招股说明书

4. 募投项目

近年来公司产品产销旺盛，但产能偏小限制了公司的快速发展。此次公司拟向
 社会公开发行 2,700 万股新股，大约募集 2 亿资金，按轻重缓急顺序投入以下
 项目（表 5）。公司希望通过此次融资，可以改变生产规模偏小的劣势，缓解产
 能压力，拓展产品应用空间。

表 5 募投项目达产后公司产能将扩大一倍

	现产能	扩产后产能	预计建设周期(年)	投资总额(百万元)	新增销售收入(百万)	新增利润总额(百万)
炭/炭复合材料飞机刹车副	2000 盘	6000 盘	1	59.81	72.65	24.42
航天用炭/炭复合材料	2000kg	4000kg	1			
粉末冶金飞机刹车副	2500 套	5000 套	1	59.92	68.38	24.48
环保型高性能汽车刹车片	500 万片	1500 万片	1.5	49.96	102.56	11.48
高性能模具材料技术改造工程	80 吨	120 吨	1	24.99	56.41	6.00

资料来源：招股说明书

表 6 公司产销率很高

	2006		2007		2008		2009H1	
	产能率%	产销率%	产能率%	产销率%	产能率%	产销率%	产能率%	产销率%
粉末冶金飞机刹车副	68	82	108	111	110	80	103	78
炭/炭复合材料飞机刹车副	106	104	83	87	42	70	33	82
环保型高性能汽车刹车片	91	96	98	97	105	95	120	91
高性能模具材料	94	93	90	94	85	96	88	117

资料来源：招股说明书

*注：炭/炭复合材料飞机刹车副 2008 年和 2009 年上半年产能率低是因为金融危机对俄罗斯影响较大，为控制风险，公司减少了对俄罗斯图-154 飞机刹车副产品的出口。

5. 风险因素

5.1. 技术风险

对于高技术企业，技术水平能否持续快速提升，成为决定公司命运的关键因素。就博云新材来讲，飞机刹车片能否通过其他机型 PMA 证，炭/炭复合材料、汽车刹车片进一步研发是否顺利等，都会影响公司未来业绩。

5.2. 客户集中风险

发行人的客户相对集中，主要是由于发行人主营产品主要是面向军方、航空公司和各大汽车主机厂等大型优质客户，形成了相对稳定的客户群，随着公司规模逐渐扩大，公司客户的集中度逐年下降，但如果主要客户采购计划发生变动或生产经营状况发生不利的变化，将会引起公司收入和利润的波动。

表 7 客户集中度较高

	2006	2007	2008	2009H1
前五名客户销售总额(百万)	48.09	66.80	47.65	28.90
前五名客户销售总额占营业收入比例	46.02%	40.49%	29.04%	34.66%

资料来源：招股说明书

6. 盈利预测

在对公司作盈利预测的过程中我们采用了如下假设:

- 1, 依据我们对公司产品产量的预测(表8), 我们认为2009、2010、2011年营业收入分别增长15%、20%和60%。
 - 2, 公司毛利率保持在35%。
 - 3, 募集资金到位, 财务费用下降; 项目投产, 管理费用上升。
 - 4, 公司持续享受高新技术企业15%的所得税。
- 得出利润预测如表9

表 8 公司产品产量预计

	2009E	2010E	2011E
炭/炭复合材料飞机刹车副	800 盘	2000 盘	4000 盘
航天用炭/炭复合材料	2000 千克	2200 千克	3000 千克
粉末冶金飞机刹车副	2500 套	2800	3500 套
环保型高性能汽车刹车片	600 万片	700	1000 万片
高性能模具材料技术改造工程	80 吨	85 吨	100 吨

资料来源: 国泰君安证券

表 9 利润表预测

百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	104.49	164.96	164.11	188.72	226.47	362.35
主营业务成本	60.14	105.94	106.11	122.67	147.20	235.53
主营业务税金及附加	0.45	0.6	0.81	0.81	0.97	1.55
营业费用	4.84	6.95	8.04	8.63	10.34	15.40
管理费用	17.75	11.96	13.31	14.00	15.00	16.00
财务费用	4.04	6.31	7.36	5.00	4.00	5.00
投资收益	0.3	0	0	0	0	0
营业利润	16.55	32.79	26.66	37.61	48.96	88.87
营业外收入	0.47	1.48	3.22	3.00	3.00	3.00
营业外支出	0.11	0.05	0.04	0.6	0.6	0.6
利润总额	16.91	34.22	29.84	40.01	51.36	91.27
所得税	2.63	4.21	2.32	4.40	5.65	10.04
少数股东损益	0.47	2.12	2.27	2.49	3.20	5.69
归属于母公司净利润	13.81	27.9	25.25	33.12	42.51	75.54
每股收益 (EPS)	0.13	0.26	0.24	0.31	0.40	0.71

资料来源: 招股说明书, 国泰君安证券

7. 估值

我们选取 A 股市场中与博云新材同类(包括用途、毛利率等)的新材料企业, 采用 PE 估值法对博云新材进行定价。

从表 10 看出, 博云新材合理价格为 9.16-12.40 元, 出于谨慎原则, 我们给其 15%折价, 建议申购价为 7.79-10.54 元。对应 2009 年市盈率为 25.1-34.0, 对应 2010 年市盈率为 19.5-26.4。

表 10 博云新材估值比较

	2008 PE	2009 PE	2010 PE
中材科技	44.00	37.64	27.37
时代新材	58.68	29.83	21.32
黄河旋风	50.32	29.08	20.14
平均	51.0	32.2	22.9
对应博云新材股价	12.40	9.98	9.16

资料来源：国泰君安证券

免责声明

本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。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com