

深度报告
博云新材(002297)

合理价位: 13.12-16.06 元 发行价: 10.80 元

2009年9月29日

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	107.00/27.00
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
上证综指/深圳成指	2,842.72/11,462.33
发行价格(元)	10.80
发行股本(百万股)	27.00

财务数据

净资产值(百万元)	258.19
每股净资产(元)	2.41
资产负债率	43.44%

相关研究报告:

分析师: 邱伟

电话: 0755-82133263

E-mail: qiuwei@guosen.com.cn

分析师: 张栋梁

电话: 0755-82130532

E-mail: zhangdl@guosen.com.cn

新股分析

飞机刹车副领军企业

●下游市场拉动粉末冶金复合材料产品需求快速增长

未来 20 年, 中国飞机数量将保持年均 6% 的复合增长率, 带动飞机刹车副市场需求从 08 年的 15 亿元增长到超过 45 亿元, 年均复合增长率 5.6%。

汽车保有量增长将带动汽车刹车片需求, 2007-2020 年保持年均 8.4% 的复合增长率, 市场规模从 70 亿元增长至 200 亿元。

模具制造行业 15% 以上年均增长率拉动对模具材料需求, 高端模具材料市场规模将从 07 年的 25.8 亿元增长到 10 年的 36 亿元, 年均复合增长率 11.7%。

●产学研一体化模式有望促使公司具备持续技术领先优势

博云新材是国内粉末冶金复合材料领域产学研一体化最完善的企业, 核心技术曾荣获 2004 年度国家技术发明奖一等奖, 以及国家技术发明奖二等奖 1 项、国家科技进步奖三等奖 1 项。

公司依托中南大学粉末冶金领域的研究实力, 实现持续的技术创新从而保持技术领先优势, 从而在粉末冶金材料下游应用市场获得竞争优势。

●主要产品实现进口替代, 未来目标出口国际市场

飞机刹车副产品逐步获得波音、空客、图系列飞机生产许可证, 占据国内市场粉末冶金飞机刹车副的 10.66%、炭/炭复合材料飞机刹车副的 4.58%; 未来国产飞机和国际市场将打开新的市场空间。高端汽车刹车片产品进入国际市场, 与国际巨头合作提升竞争力, 也将有助于开拓国内的外资品牌汽车市场。

●募投项目提升产能, 缓解产能瓶颈

公司募集资金中的 1.95 亿元将用于扩大现有各主要生产产品的生产能力, 项目建成后各主要生产产品的产能增幅在 100%-200%, 预计项目建设周期为 1-1.5 年。

●合理价值区间在 13.12-16.06 元/股之间

公司具有良好的成长性, 我们预计公司 09-11 年 EPS 为 0.31、0.41、0.63 元, 合理价格区间为 13.12-16.06 元/股。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	164.96	164.11	185.61	220.23	317.20
(+/-%)	57.87%	-0.51%	13.10%	18.65%	44.03%
净利润(百万元)	27.90	25.25	32.75	44.12	67.62
(+/-%)	101.92%	-9.48%	29.69%	34.72%	53.28%
每股收益(元)	0.35	0.32	0.31	0.41	0.63
EBIT Margin	23.95%	21.83%	23.43%	26.08%	27.70%
净资产收益率(ROE)	12.72%	10.33%	6.11%	7.78%	11.01%
市盈率(PE)	30.97	34.22	35.29	26.20	17.09
EV/EBITDA	20.78	21.84	23.17	17.61	12.05
市净率(PB)	3.94	3.53	2.16	2.04	1.88

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

投资摘要

合理价值区间 13.12~16.06 元/股

我们预计博云新材募集资金项目新增产能将解决公司产能瓶颈，满足公司业务快速发展需要。飞机刹车副业务开展顺利，未来几年受益于航空运输市场的发展获得快速增长；汽车刹车片业务拓展顺利，受益于刹车片的升级换代和国内汽车行业的增长而快速增长；模具材料业务核心转向高端，替代进口产品。

我们预计 09-11 年 EPS 为 0.31、0.41、0.63 元，综合我们绝对估值和相对估值的结果，公司合理价值区间为 13.12-16.06 元/股。

核心假设

(1) IPO 募集资金项目进展顺利、进度符合公司预期，炭/炭复合材料、粉末冶金飞机刹车副、模具材料等扩产项目均在 2010 年底前建成投产，汽车刹车片扩产在 2011 年中期建成。

(2) 飞机刹车副业务开展顺利，进入空客-320 飞机刹车副市场，09-11 年飞机刹车副销售收入分别增长 26.76%、22.27%、49.28%；汽车刹车片业务成功打入美国市场，在国内市场获得稳定增长，09-11 年销售收入分别增长 14.50%、17.30%、46.45%；高端模具业务稳定增长，09-11 年销售收入分别增长 22.77%、17.30%、47.90%。

产学研一体化模式促持续技术领先优势

我们认为，公司业务发展的着力点在于发挥粉末冶金复合材料领域的技术、人才优势，围绕粉末冶金复合材料，开发生产各种摩擦材料。

公司产学研一体化模式能够发挥产业链各环节优势，使得博云新材具有持续的技术开发能力，通过开发新产品提升产品竞争力，并将粉末冶金复合材料用于摩擦材料应用领域（如高速列车、磁浮列车、工程机械等），实现公司长期成长。

业绩增长推动股价上涨

公司各项业务市场份额不大，处于市场开拓阶段，获得大额订单、成功打入新的市场等均可能对公司业绩带来提升，推动股价上涨。

核心假设的主要风险

1、公司各项业务的产能瓶颈已经显现出来，如 IPO 募集资金项目无法按期达产，将限制公司业务的发展；

2、飞机刹车副的重要性使得航空公司谨慎对待新进入者，导致市场开发周期较长，可能导致飞机刹车副市场开发进展滞后于我们预期；

3、公司优势在于其技术背景，但在市场开发能力、运作能力方面可能存在经验不足的风险，导致实际业务发展低于我们的预期。

内容目录

投资摘要	2
内容目录	3
图表目录	4
估值与投资建议	5
绝对估值法: 12.35~16.06 元/股	5
相对估值法: 13.12~16.40 元/股	5
合理价值区间 13.12-16.06 元/股	6
粉末冶金复合材料下游需求快速增长	7
机队规模扩大拉动飞机刹车副市场增长	7
航天炭/炭复合材料受益我国航天发射次数增加	9
汽车保有量增加拉动汽车刹车片市场高速增长	9
装备制造业拉动高性能模具材料需求	10
出自名校的粉末冶金高科技企业	11
专业粉末冶金复合材料生产商	11
出身名校的高科技企业	11
产学研一体化是公司核心竞争优势	13
产学研一体化模式确保公司长期技术优势	13
粉末冶金技术优势造就专业摩擦材料供应商	13
高科技产品符合国家产业政策	13
自主研发替代进口，逐步进入国际市场	14
耕耘国内市场替代进口，积极备战国际市场	14
汽车刹车片进军国际市场，可能带动国内市场开拓	15
依靠价格优势进入高端模具材料市场	16
募资项目大幅提升公司产能	16
盈利预测：2011 年产能释放提升业绩	18
核心判断的主要风险	19
附表 1：财务预测与估值	20
国信证券投资评级	21
免责条款	21

图表目录

图 1: 飞机刹车副用于飞机制动	7
图 2: 粉末冶金飞机刹车副和炭/炭复合材料飞机刹车副	7
图 3: 未来 20 年全球需要新飞机数量	7
图 4: 未来 20 年全球各类飞机需求数量	7
图 5: 未来 20 年中国市场需要新飞机数量	8
图 6: 未来 20 年中国市场各类飞机需求数量	8
图 7: 国内使用不同飞机刹车副的飞机数量	8
图 8: 国内不同飞机刹车副需求量	8
图 9: 炭/炭复合材料用于火箭发动机喷管	9
图 10: 航天用炭/炭复合材料	9
图 11: 刹车片用于汽车制动系统	9
图 12: 环保型高性能汽车刹车片	9
图 13: 我国汽车产量继续保持快速增长态势	10
图 14: 我国汽车保有量持续增长	10
图 15: 高性能模具材料用于生产模具	10
图 16: 我国模具行业快速增长	10
图 17: 博云新材销售收入构成	11
图 18: 博云新材销售利润构成	11
图 19: 博云新材股本变化示意	12
图 20: 博云新材发行后股权结构图	12
图 21: 博云新材产业化链条示意图	13
图 22: 国内粉末冶金飞机刹车副市场份额	15
图 23: 国内炭/炭复合材料飞机刹车副市场份额	15
图 24: 国内汽车刹车片产品市场份额示意图	15
图 25: 国内高性能级进冲压模具材料市场份额示意图	16
图 26: 博云新材主要产品产能利用率	17
表 1: 博云新材三阶段模型的主要假设	5
表 2: 绝对估值的基本假设条件	5
表 3: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析	5
表 4: 国内同类上市公司盈利预测与估值水平比较	6
表 5: 博云新材所占国内飞机刹车副市场份额的机型分布及市场占有率情况	14
表 6: 博云东方高性能级进冲压模具材料产品与国外产品价格对比	16
表 7: 募集资金项目重在扩大现有产能、解决产能瓶颈	17
表 8: 博云新材 IPO 募集资金项目新增盈利预测	17
表 9: 公司分业务收入、毛利预测	18

估值与投资建议

绝对估值法：12.35~16.06 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行绝对估值。博云新材飞机刹车副业务开展顺利，未来几年受益于航空运输市场的发展获得快速增长；汽车刹车片业务拓展顺利，受益于刹车片升级换代和国内汽车行业的增长而快速增长；模具材料业务核心转向高端，替代进口产品。公司募集资金项目新增产能将解决公司产能瓶颈，满足公司业务快速发展需要。

我们预计公司 09-11 年收入增长率分别为 13.10%、18.65%、44.03%，2018 年后为永续增长期，假定永续增长率为 2%，具体假设见下表。据此我们认为公司绝对估值的合理区间为 12.35-16.06 元，价值中枢为 13.98 元。

表 1: 博云新材三阶段模型的主要假设

会计年度截止日: 12/31	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
销售收入增长率	-0.51%	13.10%	18.65%	44.03%	36.00%	30.00%	25.00%	20.00%	15.00%	15.00%	15.00%
销货成本 / 销售收入	58.23%	57.21%	54.24%	53.34%	53.34%	53.34%	53.34%	53.34%	53.34%	53.34%	53.34%
管理费用 / 销售收入	7.54%	7.05%	6.65%	6.45%	6.45%	6.45%	6.45%	6.45%	6.45%	6.45%	6.45%
所得税税率	7.79%	12.50%	13.50%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%
股利分配比例	29.32%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：国信证券经济研究所

表 2: 绝对估值的基本假设条件

永续增长率	2.00%	Ke	10.60%
无风险利率	4.00%	风险溢价	6.00%
行业平均 Beta	1.03	E/(D+E)	93.53%
Kd	6.00%	D/(D+E)	6.47%
实际所得税率 T	12.50%	WACC	10.21%

资料来源：国信证券经济研究所

表 3: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	9.2%	9.7%	10.21%	10.7%	11.2%
3.0%	18.81	17.01	15.47	14.15	13.00
2.5%	17.66	16.06	14.67	13.47	12.43
2.0%	16.67	15.23	13.98	12.88	11.92
1.5%	15.81	14.50	13.36	12.35	11.46
1.0%	15.05	13.86	12.81	11.88	11.05

资料来源：国信证券经济研究所

相对估值法：13.12~16.40 元/股

根据博云新材的营业收入构成，我们这里选取航空航天行业的西飞国际（000768）、哈飞股份（600038）、火箭股份（600879）、航空动力（600893）、洪都航空（600316），汽车零部件行业的亚太股份（002284），以及化工新材料的中材科技（002080）、时代新材（600458）作为比较。

我们预测博云新材 09-11 年 EPS 为 0.31 元、0.41 元、0.63 元，考虑到公司的成长性、稳定的盈利能力，我们给予其 10 年 32-40 倍市盈率，对应的合理价格区间为 13.12-16.40 元/股。

表 4：国内同类上市公司盈利预测与估值水平比较

公司名称	代码	股价 09/09/ 23	EPS			PE			PB
			2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E
西飞国际	000768	13.85	0.12	0.18	0.23	115.4	76.9	60.2	3.92
哈飞股份	600038	15.13	0.32	0.38	0.45	47.3	39.8	33.6	3.89
火箭股份	600879	10.37	0.33	0.41	0.48	31.4	25.3	21.6	1.95
航空动力	600893	21.22	0.36	0.49	0.71	58.9	43.3	29.9	6.10
洪都航空	600316	28.75	0.41	0.53	0.75	70.1	54.2	38.3	5.50
亚太股份	002284	26.90	0.84	1.02	1.24	32.0	26.4	21.7	4.82
中材科技	002080	33.50	0.51	0.89	1.18	65.7	37.6	28.4	6.98
时代新材	600458	13.92	0.45	0.75	1.02	30.9	18.6	13.6	6.03
		平均				56.5	40.3	30.9	4.90

资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

合理价值区间 13.12-16.06 元/股

综合绝对估值和相对估值的结果，公司合理价值为 13.12-16.06 元/股，价值中枢为 14.59 元/股。

粉末冶金复合材料下游需求快速增长

机队规模扩大拉动飞机刹车副市场增长

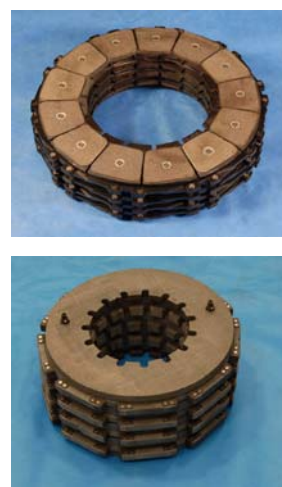
飞机刹车副是用于飞机起落滑行刹车制动的装置，是飞机安全运行的重要保证，与发动机并列为飞机 A 类关键性部件，分为粉末冶金飞机刹车副和炭/炭复合材料飞机刹车副两大类。

图 1：飞机刹车副用于飞机制动



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

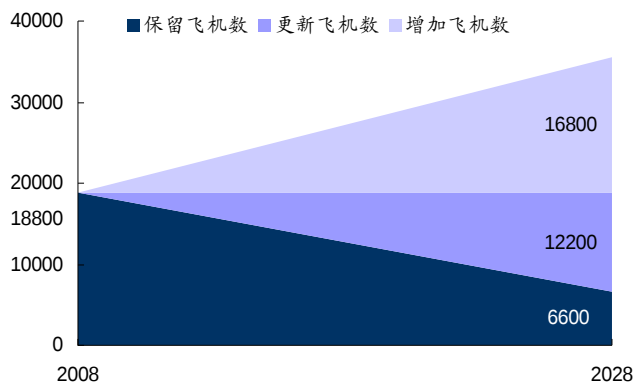
图 2：粉末冶金飞机刹车副和炭/炭复合材料飞机刹车副



资料来源：公司网站，国信证券经济研究所

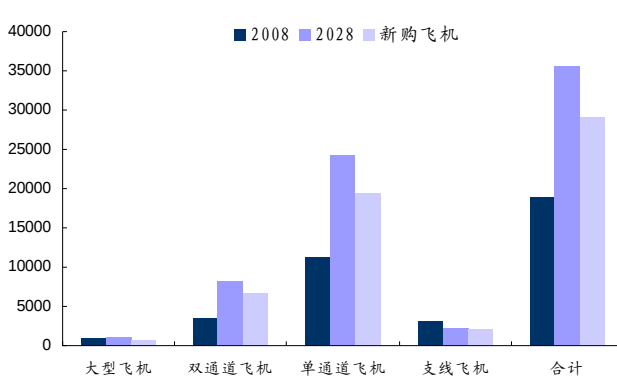
世界经济的发展、全球化进程的深化推动世界航空运输市场需求持续上升，长期来看，航空运输的快速发展是值得期待的。波音公司预测在未来 20 年内，全球 RPK（旅客周转量）将保持 4.9% 的复合增长率，全球 RTK（货物周转量）将保持 5.4% 的复合增长率；全球飞机数量也将从 2008 年的 18,800 架增长至 2028 年的 35,600 架，未来 20 年新购买的飞机达到 29,000 架，估计全球民用飞机刹车副市场将超过 60 亿美元。

图 3：未来 20 年全球需要新飞机数量



资料来源：《Boeing:Current Market Outlook 2009 to 2028》，国信证券经济研究所

图 4：未来 20 年全球各类飞机需求数量

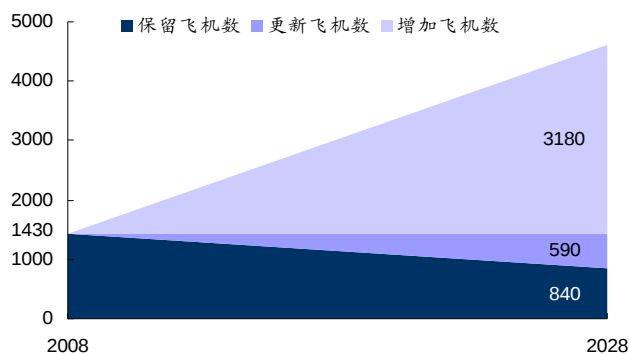


资料来源：《Boeing:Current Market Outlook 2009 to 2028》，国信证券经济研究所

我国民用航空市场是全球最具增长潜力的市场。中国航空市场率先从 08 年的短暂低迷中走了出来，1H09 我国 RPK 实现了 13% 的增长。

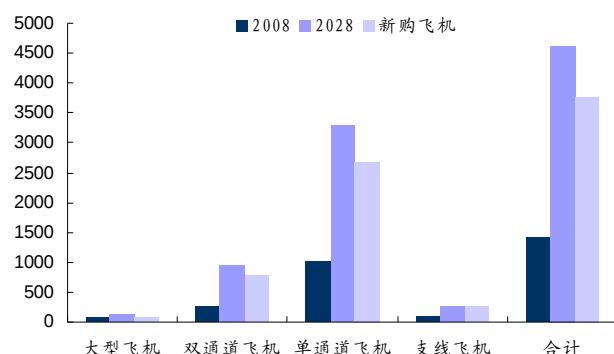
未来 20 年，快速的经济增长将带动中国民用航空业务需求的持续增长。为满足日益增长的需求，波音公司预计到 2028 年中国市场的飞机数量将从 2008 年的 1430 架增长到 4610 架，为此中国需要再购买 3770 架新飞机。

图 5：未来 20 年中国市场需要新飞机数量



资料来源：《Boeing:Current Market Outlook 2009 to 2028》，国信证券经济研究所

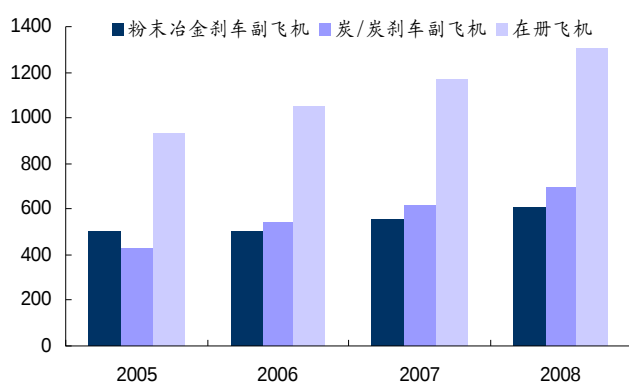
图 6：未来 20 年中国市场各类飞机需求数量



资料来源：《Boeing:Current Market Outlook 2009 to 2028》，国信证券经济研究所

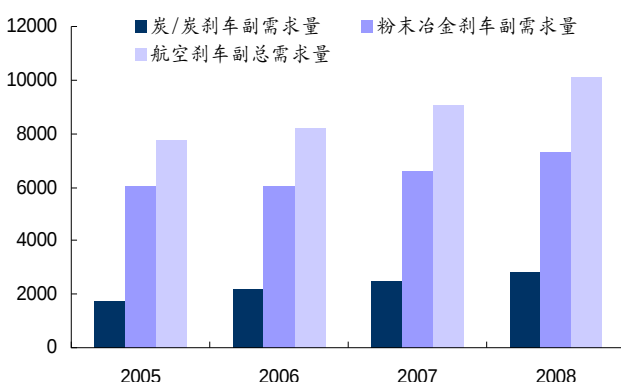
航空市场的增长、飞机数量的增加，将推动飞机刹车副市场需求的增长，预计国内飞机刹车副市场也将获得快速增长。根据中国民用航空总局航空器适航审定司的统计，2008 年我国在册民用运输类飞机数量为 1308 架，其中使用粉末冶金刹车副的飞机数量为 610 架，使用炭/炭复合材料飞机刹车副的飞机数量为 698 架。

图 7：国内使用不同飞机刹车副的飞机数量



资料来源：中国民用航空总局航空器适航审定司，国信证券经济研究所

图 8：国内不同飞机刹车副需求量



资料来源：中国民用航空总局航空器适航审定司，国信证券经济研究所

按每架飞机每年消耗 12 套粉末冶金飞机刹车副的估算，2008 年我国民用航空消耗粉末冶金飞机刹车副 7320 套；按每架飞机每年消耗 4 套炭/炭复合材料飞机刹车副的保守估算，2008 年我国消耗炭/炭复合材料飞机刹车副 2792 套。根据各航空公司航材消耗的统计，2008 年我国飞机刹车副市场需求约为 15 亿元。

按照 2028 年中国民航飞机保有量 4610 架估算，到 2028 年中国航空刹车副的市场需求将超过 45 亿元。

航天炭/炭复合材料受益我国航天发射次数增加

航天用炭/炭复合材料用于生产航天火箭发动机的喷管，是直接影响火箭发动机主要性能指标的关键材料。我国在“十一五”和 2020 年前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。

图 9：炭/炭复合材料用于火箭发动机喷管



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

图 10：航天用炭/炭复合材料



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

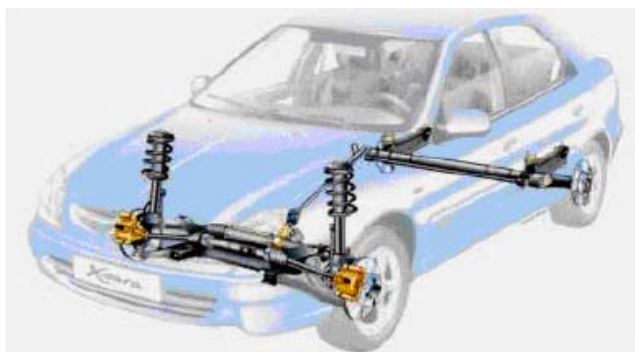
近年来，我国航天活动日益频繁，2000-2008 年间航天发射 59 次，超过了前 30 年的总和。2010 年开始，我国航天业的五大工程将进入密集实施阶段，预计到 2020 年我国将至少发射 51 颗卫星、飞船。

随着我国航天发射次数的增加，航天用炭/炭复合材料市场需求也将增长，预计航天用炭/炭复合材料的年市场需求将超过 10 亿元。

汽车保有量增加拉动汽车刹车片市场高速增长

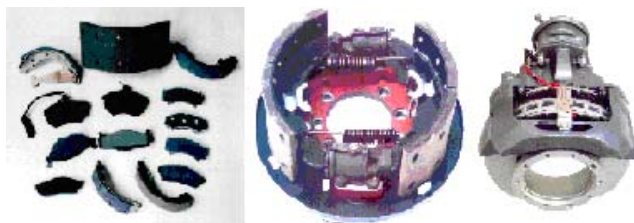
汽车刹车片应用于汽车制动器，是汽车安全行驶的保证。汽车刹车片分为石棉刹车片和无石棉刹车片两大类，由于石棉刹车片在环保和性能上的劣势，无石棉环保型刹车片成为市场主体。根据中国摩擦与密封材料协会统计数据，我国无石棉刹车片的比例从 05 年的 56.86% 上升到 07 年的 71.26%。

图 11：刹车片用于汽车制动系统



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

图 12：环保型高性能汽车刹车片



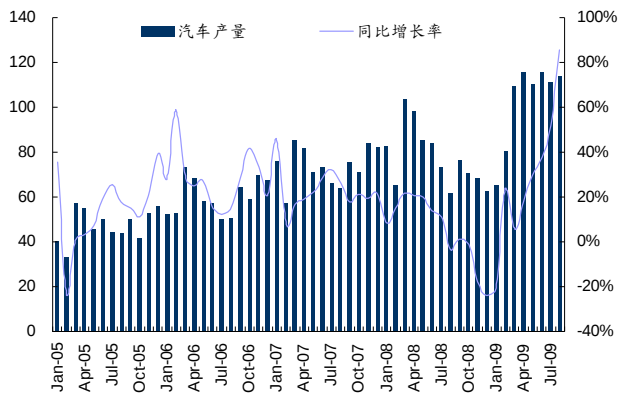
资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

随着我国汽车工业的快速增长，汽车刹车片的需求量也逐年攀升。根据中国摩擦与密封材料协会统计数据，2007 年汽车刹车片市场规模超过 70 亿元。

2008 年我国汽车产量达到 934.51 万辆，已经超过美国，成为仅次于日本的全球第二大汽车生产大国。

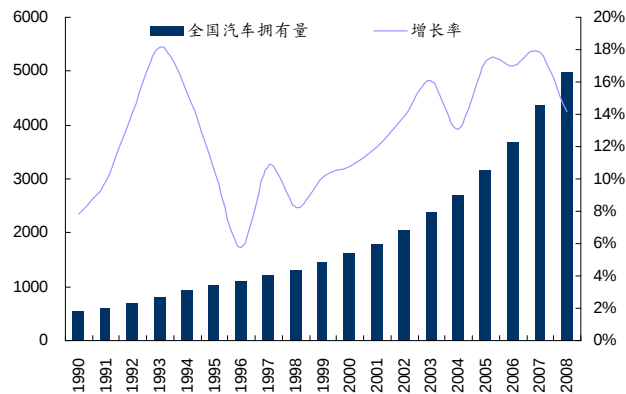
根据我国汽车工业“十一五”发展规划,到 2010 年我国汽车保有量要达到 5500 万辆;根据国务院发展研究中心产业经济部对我国市场需求总量的预测,国内汽车保有量在 2020 年将达到 13,103 万辆。预计到“十一五”末,我国汽车刹车片市场规模将超过 80 亿元;到 2020 年,市场规模将达到 200 亿元左右。

图 13: 我国汽车产量继续保持快速增长态势



资料来源: 中国汽车工业协会, 国信证券经济研究所

图 14: 我国汽车保有量持续增长



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

装备制造业拉动高性能模具材料需求

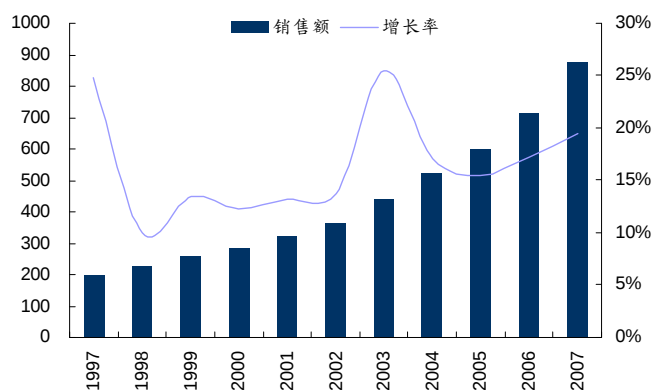
模具材料是模具工业生产的基础工艺材料, 模具工业则是国民经济的支柱产业, 衡量一个国家工业化水平和创新能力的重要标志。电子、汽车、电机、电器等装备制造业, 其 60%-80% 的零部件需要依靠模具成型, 装备制造业的快速发展带动了我国模具市场容量的迅速扩大。

图 15: 高性能模具材料用于生产模具



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

图 16: 我国模具行业快速增长 单位: 亿元, %



资料来源: 中国模具工业协会, 国信证券经济研究所

我国模具行业与发达国家仍存在较大差距, 高档模具仍需要进口, 自给率不足 60%。中国模具工业协会统计数据表明, 2008 年国内高端模具比例仅占 30% 左右, 远低于发达国家 50% 以上的比例, 高端模具发展空间较大。

自 2003 年以来, 我国模具制造行业市场需求年增长率均在 15% 以上, 2007 年模具销售额 870 亿元。根据中国模具工业协会预测数据, 预计到 2010 年, 国内模具市场需求量将达到 1,200 亿元。按照模具产品中 50% 冲压模具, 其中模具材

料费用占模具销售价格 20%的比例计算, 07 年我国冲压模具材料市场规模约为 86 亿元, 10 年将超过 120 亿元; 按高端模具占模具行业比例 30%估算, 07 年高端模具材料市场规模为 25.8 亿元, 10 年将超过 36 亿元。

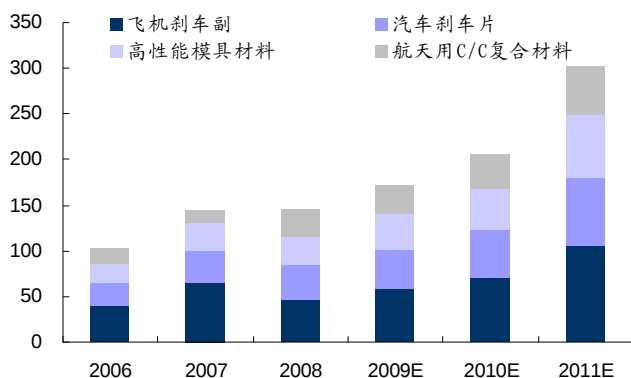
出自名校的粉末冶金高科技企业

专业粉末冶金复合材料生产商

湖南博云新材料股份有限公司(以下简称)是由中国工程院院士黄伯云教授、长江学者熊翔教授等国内顶尖粉末冶金复合材料专家团队创建的高科技企业。

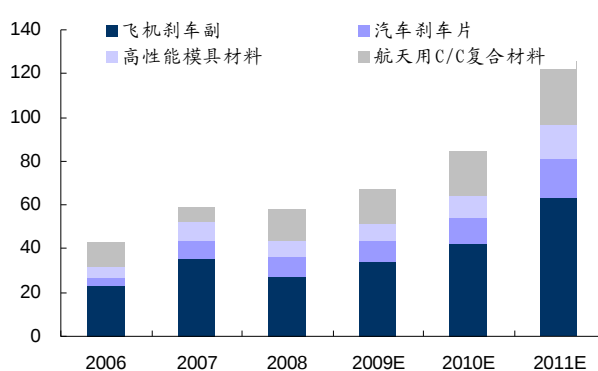
公司立足摩擦材料领域, 专注于摩擦制动材料的研究、开发与生产, 形成了具有自主知识产权的产品系列; 主要产品包括飞机刹车副、航天用炭/炭复合材料产品、环保型高性能汽车刹车片、高性能模具材料等粉末冶金复合材料产品。

图 17: 博云新材销售收入构成



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 18: 博云新材销售利润构成



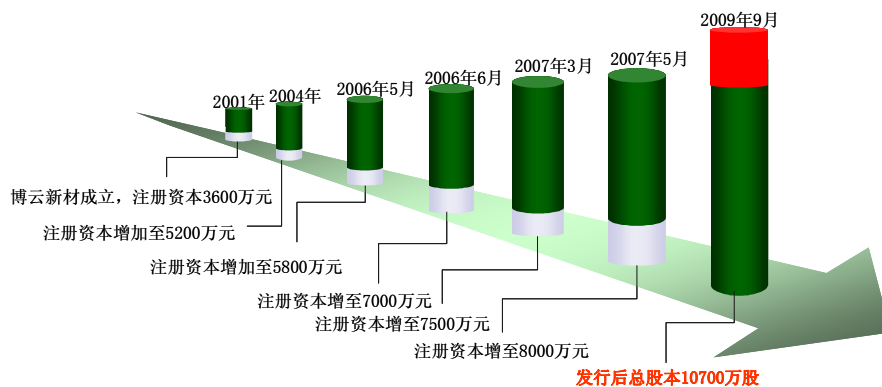
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

出身名校的高科技企业

博云新材前身为中南工业大学粉末冶金研究所, 2001 年整体改制设立“湖南博云新材料股份有限公司”。核心技术曾荣获 2004 年度国家技术发明奖一等奖, 以及国家技术发明奖二等奖 1 项、国家科技进步奖三等奖 1 项等。

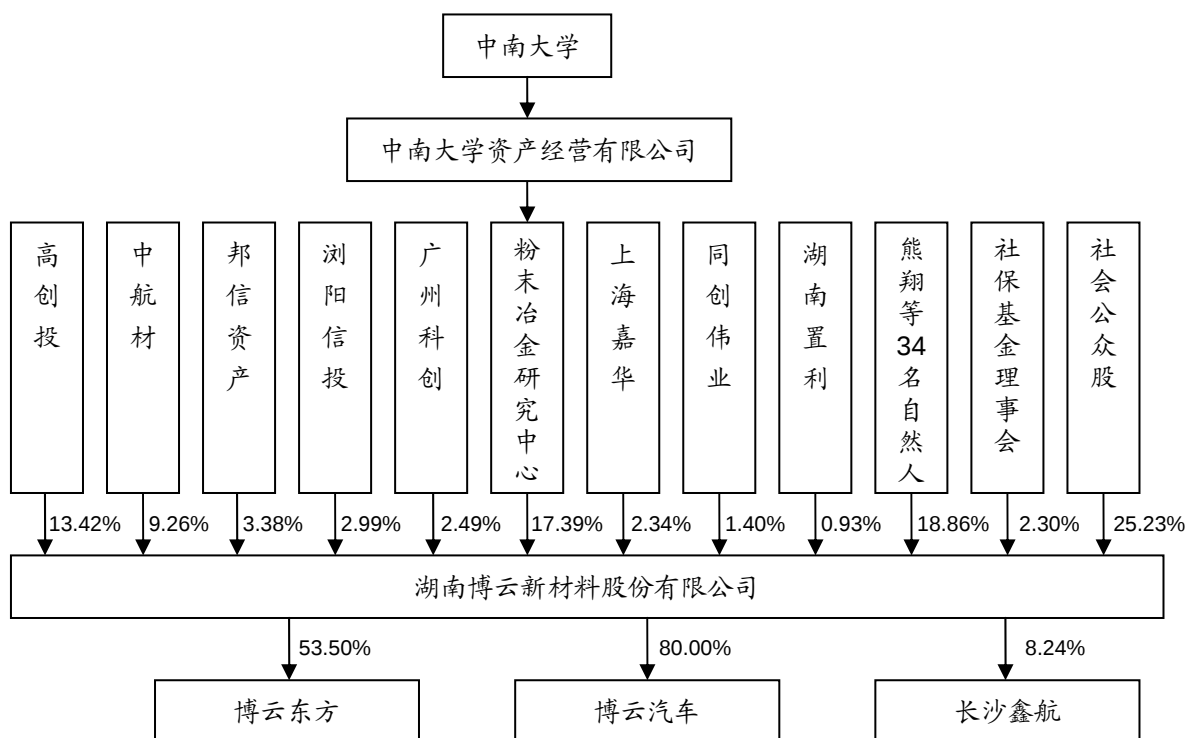
博云新材控股股东为粉末冶金研究中心及其一致行动人湖南湘投高科技创业投资有限公司(以下简称高创投), 共计持有发行前股份总数的 43.28%。本次公开发行 2700 万股, 发行后公司总股本达到 10700 万股, 发行股本占发行后总股本的 25.23%。根据国资委要求, 粉末冶金研究中心、高创投、中航材等将部分股本划转给全国社会保障基金理事会, 发行后粉末冶金研究中心、高创投的持股比例分别降为 17.39%、13.42%, 合计持有股权比例为 30.81%。

图 19: 博云新材股本变化示意



资料来源: 国信证券经济研究所

图 20: 博云新材发行后股权结构图



资料来源: 招股说明书, 公司资料, 国信证券经济研究所

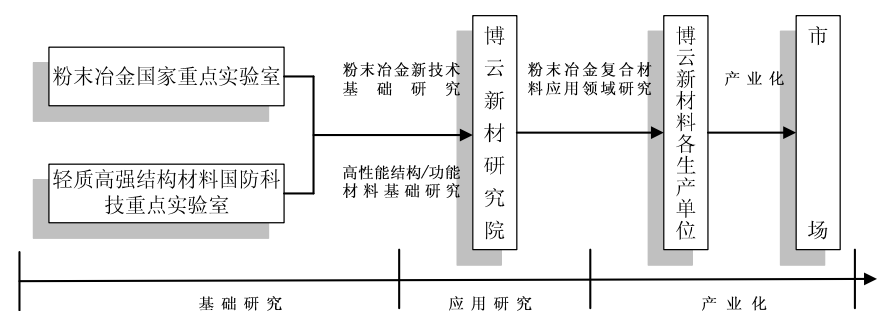
产学研一体化是公司核心竞争优势

产学研一体化模式确保公司长期技术优势

博云新材是国内粉末冶金复合材料领域产学研一体化最完善的企业，在粉末冶金复合材料领域具有技术、人才优势，是中南大学粉末冶金研究中心的产业化平台。

公司依托中南大学粉末冶金研究中心及两大重点实验室进行基础研究，在此基础上由博云新材研究院进行粉末冶金复合材料的应用研究，进而实现产品的产业化。这种紧密的产学研一体化模式，科研机构与生产企业得以专业化协作分工，最大程度发挥了从技术开发到产业化生产中产业化链条各环节的优势，在短时间内将先进技术应用于规模化生产，使得企业始终保持其技术优势，并将技术进步迅速转化为经济效益。

图 21：博云新材产业化链条示意图



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

产学研一体化模式帮助博云新材保持了技术上的领先，得以进入高技术壁垒行业参与竞争。公司的“高性能炭/炭航空制动材料的制备技术”使我国继美、英、法之后第四个掌握该技术，荣获 2004 年度国家技术发明奖一等奖，打破了该项奖连续六年空缺的历史，2005 年获上海国际博览会金奖，奠定了公司进军炭/炭复合材料领域的基础。2007 年经国家商务部批准，公司建设了国内唯一“制动摩擦材料国际认证检测中心”。

粉末冶金技术优势造就专业摩擦材料供应商

博云新材在粉末冶金复合材料领域具有的技术和人才优势，使其进入飞机刹车副、汽车刹车片等行业，专注于提供优质的摩擦材料。

博源新材专注于基于粉末冶金技术的摩擦材料领域，各项产品技术间存在一定相关性，在产品开发中存在技术外溢可能，例如飞机刹车副的开发，可能带动汽车刹车片或其他领域摩擦材料技术开发。未来公司可以将主要技术应用于高速列车刹车材料、磁浮列车摩擦材料、工程机械摩擦材料等领域，拓展产品其在交通运输、工程机械、石油化工等领域的应用。

高科技产品符合国家产业政策

博云新材高科技系列刹车产品和高性能复合材料所涉及的行业被国家列为优先重点发展的行业，符合国家产业政策发展要求。公司生产的航空产品（军用、民用飞机刹车副）和航天产品，确保了国家航空战略安全，同时在国防上具有重要战略意义。

国务院 2009 年 9 号文件，明确将“现代交通工具制动系统技术及先进制动材料”纳入“促进产业振兴的重点先进技术”予以重点支持。

自主研发替代进口，逐步进入国际市场

耕耘国内市场替代进口，积极备战国际市场

长期以来，飞机刹车副的生产被发达国家所垄断，我国大型民用飞机刹车副长期依赖进口，阻碍了相关产业的发展。以博云新材为代表的国内生产企业，依靠自主开发，实现了国产飞机刹车副的产业化生产，获得了波音、空客、图系列飞机刹车副的生产许可证，逐步在飞机刹车副市场占据一席之地。

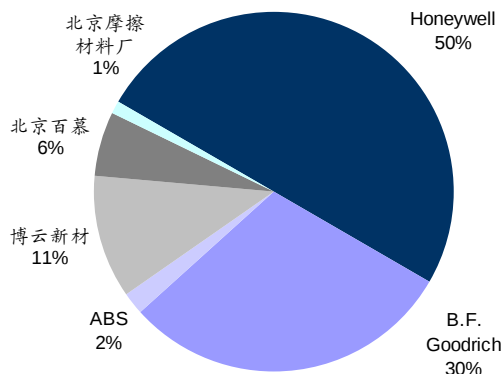
通过技术开发，博云新材不断拓展产品应用领域、打开市场空间。2009 年 5 月 14 日，博云新材研制的空客-320 系列炭/炭复合材料飞机刹车副获得民航总局 PMA 证书，公司具备了空客-320 系列炭/炭复合材料刹车副的生产能力。

表 5: 博云新材所占国内飞机刹车副市场份额的机型分布及市场占有率情况

类型	机 型	2008 年数量 (架)	博云新材装机数量 (架)	博云新材市场份额 (%)
使用粉末冶金飞机刹车副的飞机	B737-300/400/500	160	34	21.25%
	B737-600	4	—	—
	B737-700/800	363	31	8.54%
	B737-900	5	—	—
	MD-82	12	—	—
	其 他	66	—	—
	合 计	610	65	10.66%
使用炭/炭复合材料飞机刹车副的飞机	A300/A318	17	—	—
	A319-100	123	—	—
	A320-200	186	—	—
	A321-100/200	64	—	—
	A330-200/300	58	—	—
	A340-300/600	17	—	—
	B747-200/400	37	—	—
	B757-200	53	32	60.36%
	B767-200/300	22	—	—
	B777-200	20	—	—
	Dornier328-300	29	—	—
	其他	72	—	—
	合 计	698	32	4.58%

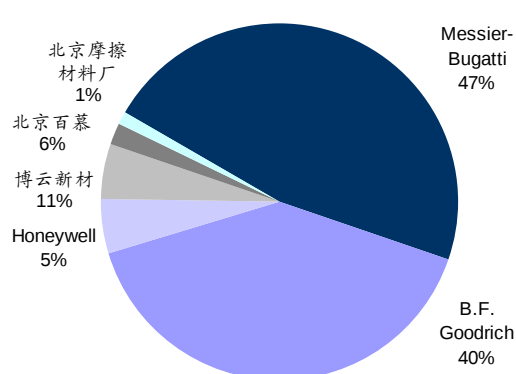
资料来源：中国民用航空总局航空器适航审定司，国信证券经济研究所

图 22：国内粉末冶金飞机刹车副市场份额



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

图 23：国内炭/炭复合材料飞机刹车副市场份额



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

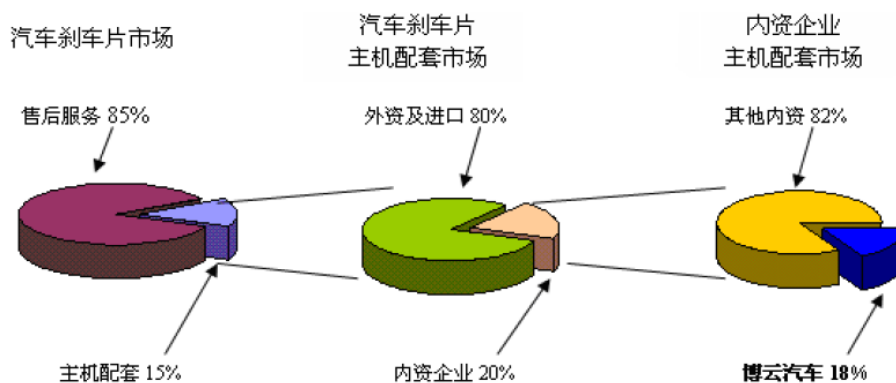
近年来我国国产飞机也取得了快速发展，我国自行制造的新舟-60 和新支线飞机 ARJ21 已开始商业化生产，目前 ARJ21 已获得 173 架订单，新舟-60 飞机已获 118 架订单；歼-10 等我国自行研制军用飞机也开始批量生产。可以预计，未来几年中国军、民用飞机制造业将得到空前快速发展，对飞机刹车副的市场需求巨大。

此外，博云新材已获得俄罗斯图波列夫设计局颁发的图 - 154 飞机刹车副生产许可证，成为国内唯一国外授权的飞机刹车副出口单位。未来将进一步拓展前苏联国家市场；未来如果获得 FAA、欧洲适航当局的适航认证，将打开更大国际市场。

汽车刹车片进军国际市场，可能带动国内市场开拓

汽车刹车片分为汽车主机配套市场和售后服务市场两大类，目前博云汽车主要服务于汽车主机配套市场。2007 年我国主机配套刹车片市场需求约 12 亿元左右，约占整体刹车片市场的 15% 左右。

图 24：国内汽车刹车片产品市场份额示意图



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

受制于国外汽车品牌占据中高档车型大部分市场，国内轿车刹车片 85% 依赖于进口，国内汽车刹车片企业主要集中在商用车刹车片、中低档小轿车用刹车片和微型车刹车片市场。

博云汽车通过自主开发，在陶瓷基刹车片技术和非金属刹车片技术等方面取得了突破，具备了发展高端汽车刹车片的能力。目前，为美国通用汽车（GM）、德国

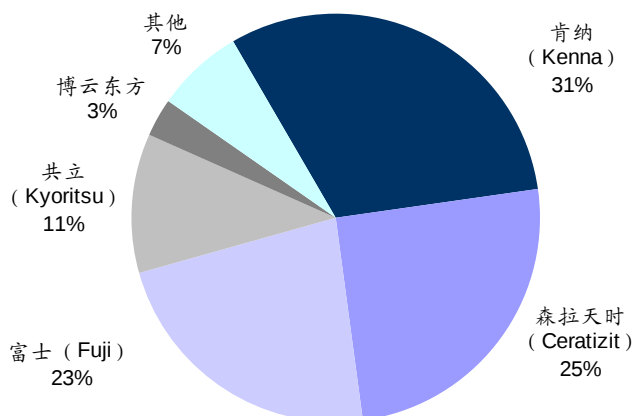
BOSCH 公司、美国 TRW 公司等主机厂开发的高性能汽车刹车片项目进展顺利。2009 年 3 月 5 日，博云汽车与 Brakes USA, Ltd. 公司签订了 5 年的长期供货合同，开始了国际市场之旅。

进军国际市场，获得国际主流生产企业的认可，进入国际主流生产企业的供应体系，将大大有助于博云汽车在国内市场的开拓。

依靠价格优势进入高端模具材料市场

博云东方自主开发的高性能模具材料，打破了国外厂家对于高性能模具材料的垄断。目前国内高端级进冲压模具材料市场仍主要由国际厂商占领，与进口同类产品相比博云东方产品价格仅为 50% 左右，具有明显的价格优势，替代进口产品空间较大，未来公司市场份额将日益扩大。

图 25：国内高性能级进冲压模具材料市场份额示意图



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

表 6：博云东方高性能级进冲压模具材料产品与国外产品价格对比 单位：元/公斤

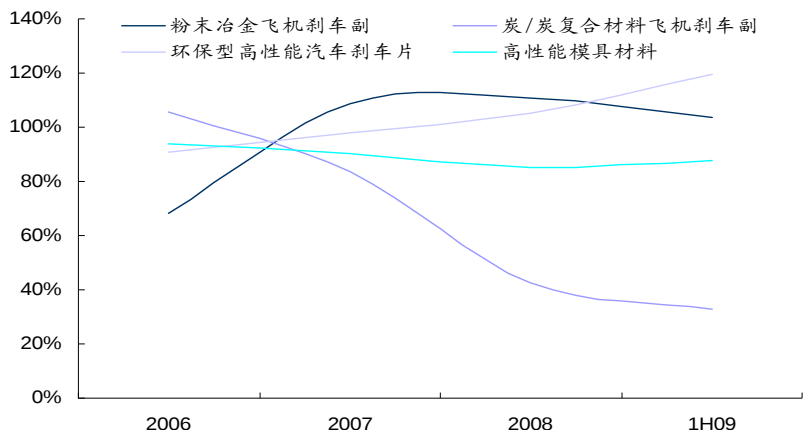
飞机项目	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 1-6 月
博云东方产品价格	597 ~ 850	603 ~ 850	650 ~ 850	650 ~ 850
进口同类产品价格	1,200 ~ 1,500	1,200 ~ 1,500	1,200 ~ 1,500	1,200 ~ 1,500

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所预测

募资项目大幅提升公司产能

经过几年的快速发展，博云新材的主营业务规模快速增长，产品产能限制也逐渐显现出来，尤其是粉末冶金刹车副和环保型高性能汽车刹车片。07 年以来，粉末冶金刹车副的产能利用率一直在 100% 以上，1H09 环保型高性能汽车刹车片产能利用率达到了 120%。

图 26: 博云新材主要产品产能利用率



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

注: 航天用炭/炭复合材料产量增长导致炭/炭复合材料飞机刹车副产量被迫下降

公司计划将此次 IPO 募集资金中的 1.95 亿元用于 4 个项目的建设, 扩大旗下主要产品的生产能力, 项目建成后各主要产品的产能增幅在 100%-200%左右, 预计项目建设周期为 1-1.5 年。

表 7: 募集资金项目重在扩大现有产能、解决产能瓶颈

项目名称	投资总额	募集资金投资额	预计建设周期	实施主体	产品	现有产能	新增产能	增幅 (%)
高性能炭/炭复合材料产品技术改造工程	5,980.97	5,980.97	1 年	博云新材	炭/炭复合材料飞机刹车副	2000 盘	4000 盘	200
					航天用炭/炭复合材料	2000 公斤	2000 公斤	100
粉末冶金飞机刹车副技术改造工程	5,992.17	5,992.17	1 年	博云新材	粉末冶金飞机刹车副	2500 套	2500 套	100
环保型高性能汽车刹车片技术改造工程	4,996.12	4,996.12	1.5 年	博云汽车	环保型高性能汽车刹车片	500 万片	1000 万片	200
高性能模具材料技术改造工程	2,498.79	2,498.79	1 年	博云东方	高性能模具材料	80 吨	120 吨	150
合计	19,468.05	19,468.05						

资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所预测

根据博云新材的项目可行性研究报告, 4 个项目投产后, 公司每年新增销售收入 3 亿元, 新增利润总额 6638 万元, 大幅提高公司盈利水平。

表 8: 博云新材 IPO 募集资金项目新增盈利预测

项目名称	新增销售收入(万元)	新增利润总额(万元)
高性能炭/炭复合材料产品技术改造工程	7,264.96	2,442.48
粉末冶金飞机刹车副技术改造工程	6,837.61	2,447.51
环保型高性能汽车刹车片技术改造工程	10,256.41	1,148.20
高性能模具材料技术改造工程	5,641.03	599.64
合计	30,000.01	6,637.83

资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所预测

盈利预测：2011 年产能释放提升业绩

我们预计博云新材募集资金项目新增产能将解决公司产能瓶颈，满足公司业务快速发展需要。飞机刹车副业务开展顺利，未来几年受益于航空运输市场的发展获得快速增长；汽车刹车片业务拓展顺利，受益于刹车片的升级换代和国内汽车行业的快速增长而快速增长；模具材料业务核心转向高端，替代进口产品。

09-11 年收入增长率分别为 13.10%、18.65%、44.03%，综合毛利率分别为 36.44%、38.51%、39.68%，我们预测公司 09-11 年 EPS 为 0.31、0.41、0.63 元。

表 9：公司分业务收入、毛利预测

粉末冶金飞机刹车副	2008	2009E	2010E	2011E
销售量（套）	2,212	2,450	2,940	4,116
销售价格（元/套）	17,502	20,115	20,518	20,928
生产成本（元/套）	6,773	7,845	8,002	8,162
销售收入（百万元）	38.71	49.28	60.32	86.14
毛利（百万元）	23.73	30.06	36.80	52.55
毛利率（%）	61.30%	61.00%	61.00%	61.00%
炭/炭复合材料飞机刹车副	2008	2009E	2010E	2011E
销售量（盘）	591	680	802	1444
销售价格（元/盘）	12,177	13,106	13,499	13,904
生产成本（元/盘）	6,028	6,356	6,344	6,257
销售收入（百万元）	7.20	8.91	10.83	20.08
毛利（百万元）	3.63	4.59	5.74	11.04
毛利率（%）	50.50%	51.50%	53.00%	55.00%
环保型高性能汽车刹车片	2008	2009E	2010E	2011E
销售量（万片）	501	586	674	977
销售价格（元/片）	7.60	7.44	7.59	7.66
生产成本（元/片）	5.85	5.88	5.88	5.88
销售收入（百万元）	38.07	43.59	51.13	74.88
毛利（百万元）	8.76	9.14	11.51	17.44
毛利率（%）	23.00%	20.97%	22.52%	23.28%
高性能模具材料	2008	2009E	2010E	2011E
销售量（吨）	65.40	83.58	96.12	139.37
销售价格（元/公斤）	481.01	462.09	471.33	480.76
生产成本（元/公斤）	369.24	369.61	369.61	369.61
销售收入（百万元）	31.46	38.62	45.30	67.00
毛利（百万元）	7.31	7.73	9.78	15.49
毛利率（%）	23.24%	20.01%	21.58%	23.12%
航天用 C/C 复合材料	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入（百万元）	31.26	32.20	38.64	54.10
毛利（百万元）	14.43	16.04	20.87	29.22
毛利率（%）	46.17%	49.82%	54.01%	54.01%
其他	2008	2009E	2010E	2011E
收入	17.41	13.00	14.00	15.00
成本	17.25	12.94	13.89	14.87
毛利率（%）	0.90%	0.50%	0.80%	0.90%
合计	2008	2009E	2010E	2011E
收入	164.11	185.61	220.23	317.20
收入增长率（%）	-0.51%	13.10%	18.65%	44.03%
成本	106.11	117.98	135.42	191.34
综合毛利率（%）	35.34%	36.44%	38.51%	39.68%

资料来源：国信证券经济研究所预测

核心判断的主要风险

- 1、公司各项业务的产能瓶颈已经显现出来，如 IPO 募集资金项目无法按期达产，将限制公司业务的发展；
- 2、飞机刹车副的重要性使得航空公司谨慎对待新进入者，导致市场开发周期较长，可能导致飞机刹车副市场开发进展滞后于我们预期；
- 3、公司优势在于其技术背景，但在市场开发能力、运作能力方面可能存在经验不足的风险，导致实际业务发展低于我们的预期。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	29	283	170	128	营业收入	164	186	220	317
应收款项	89	92	103	139	营业成本	106	118	135	191
存货净额	67	67	72	93	营业税金及附加	1	1	1	1
其他流动资产	17	20	23	33	销售费用	8	9	11	15
流动资产合计	202	461	368	393	管理费用	13	14	16	22
固定资产	202	220	351	406	财务费用	7	4	3	4
无形资产及其他	32	31	30	29	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	27	27	27	27	资产减值及公允价值变动	(2)	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	1	1	1	1	其他收入	0	0	0	0
资产总计	465	740	777	855	营业利润	27	37	52	82
短期借款及交易性金融负债	101	80	80	80	营业外净收支	3	3	3	3
应付款项	45	47	49	70	利润总额	30	41	55	85
其他流动负债	12	13	15	21	所得税费用	2	5	7	12
流动负债合计	158	140	144	170	少数股东损益	2	3	4	6
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	25	33	44	68
其他长期负债	29	29	29	29					
长期负债合计	29	29	29	29					
负债合计	187	169	173	199					
少数股东权益	33	35	37	42					
股东权益	245	536	567	614					
负债和股东权益总计	465	740	777	855					

现金流量表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	25	33	44	68
资产减值准备	1	(2)	0	0
折旧摊销	12	14	18	25
公允价值变动损失	2	2	2	2
财务费用	7	4	3	4
营运资本变动	(41)	(5)	(16)	(41)
其它	0	4	3	4
经营活动现金流	(0)	46	51	57
资本开支	(10)	(30)	(150)	(80)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(10)	(30)	(150)	(80)
权益性融资	0	269	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(7)	(10)	(13)	(20)
其它融资现金流	23	(21)	0	0
融资活动现金流	8	238	(13)	(20)
现金净变动	(3)	253	(112)	(43)
货币资金的期初余额	32	29	283	170
货币资金的期末余额	29	283	170	128
企业自由现金流	(4)	17	(98)	(21)
权益自由现金流	19	(8)	(101)	(24)

关键财务与估值指标				
	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.32	0.31	0.41	0.63
每股红利	0.09	0.09	0.12	0.19
每股净资产	3.06	5.01	5.30	5.74
ROIC	9%	10%	10%	10%
ROE	10%	6%	8%	11%
毛利率	35%	36%	39%	40%
EBIT Margin	22%	23%	26%	28%
EBITDA Margin	29%	31%	34%	35%
收入增长	-1%	13%	19%	44%
净利润增长率	-9%	30%	35%	53%
资产负债率	47%	28%	27%	28%
息率	0.9%	1.1%	1.5%	2.3%
P/E	34.2	35.3	26.2	17.1
P/B	3.5	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	21.8	23.2	17.6	12.0

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观			策略			交通运输		
杨建龙			汤小生	021-68864595		唐建华	0755-82130468	
林松立	010-82254212		黄海培	021-68864598		孙菲菲	0755-82133400	
任泽平	010-82254206		崔 嵘	021- 68866202		高 健	0755-82130678	
周炳林	0755-82133339		廖 喆	021-68866236		黄金香	010-82252922	
			赵 谦	021-68866295				
银行			房地产			计算机		
邱志承	021-68864597		方 焱	0755-82130648		凌 晨	021-68866233	
黄 飙	0755-82133476		区瑞明	0755-82130678		电子元件		
谈 煊	010- 82254212		黄道立	0755-82130833		王俊峰	010-82254205	
戴志锋	0755-82133343							
有色金属			汽车及零配件			钢铁		
彭 波	0755-82133909		李 君	021-68866235		郑 东	010-82254160	
李洪冀	010-82252922		左 涛	021-68866253		秦 波	010-82252922	
商业贸易			基础化工			非银行金融		
胡鸿轲	021-68866206		邱 伟	0755-82133263		武建刚	010-82250828	
吴美玉	010-82252911		陆 震	0755-82130532		王一峰	010-82250828	
			张栋梁	0755-82130532				
石油与石化			电力设备			传媒		
李 晨	021-68866252		彭继忠	021-68866203		陈财茂	021-68866236	
严蓓娜	021- 68866253		皮家银	021- 68866205		廖绪发	021-68866237	
机械			电力与公用事业			医药		
余爱斌	0755-82133400		徐颖真	021-68864007		贺平鸽	0755-82133396	
李筱筠	010-82254205		谢达成	021-68866236		丁 丹	0755-82130678	
						陈 栋	021-68866235	
通信			造纸			家电		
严 平	021- 68865025		李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407	
程 峰	021-68864599							
纺织服装			建材			旅游		
方军平	021-68866202		杨 昕	021-68864596		廖绪发	021-68866237	
			徐蔚昌	021-68866233		刘智景	021-68866233	
中小股票			食品饮料			农业		
高芳敏	021-68864586		黄 茂	0755-82133476		张 如	021-68866233	
陈爱华	0755-82133397		谢鸿鹤	0755-82130646				
煤炭			建筑			固定收益与基金		
李 然	0755-82130681		邱 波	0755-82133390		李怀定	021-68866233	
苏绍许	0755-82133476		李遵庆	0755-82133343		张 旭	010-82254210	
						杨 涛	0755-82133339	
金融工程			金融工程			金融工程		
葛新元	0755-82133332		王军清	0755-82133297		焦健	0755-82131822	
董艺婷	021-68866946		黄志文	0755-82130532		赵学昂	0755-82131822	
戴 军	021-68864585		林晓明	021-68866946				

国信证券经济研究所机构销售部

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn		盛建平	021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn		马小丹	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn		王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn		郑毅	021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn	
庞博	0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		焦骥	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn		刘塑	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn		李锐	010-82254212 13691229417 lirui@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197 13824397011 linli@guosen.com.cn		叶琳菲	021-68864011 13817758288 yelf@guosen.com.cn		徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwwq@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn							