

增 持 维持
博云新材 (002297)
2010 年 12 月 15 日

产品需求旺盛，募投产能逐步释放

基础化工行业分析师：曹小飞
 SAC 执业证书编号：S08500210070006
 caoxf@htsec.com
 021-23219267

2010 年 12 月 14 日收盘价 23.19 元
 6 个月目标价 25.00 元

联系人：易团辉
 yith@htsec.com
 021-23219737

博云新材是我国先进复合材料领域的龙头企业，其自主研发的炭/炭复合材料领域具备国际竞争力，打破了国外在该领域内的技术垄断。以炭/炭复合材料为代表的先进复合材料，是我国高端装备制造业及其他新兴领域的基础，在战略性新兴产业领域具有重要地位。公司依托核心技术，在航空航天、汽车刹车片、高性能模具材料等领域积极开拓业务。

公司主要产品都具有广阔的市场空间和巨大的进口替代需求，但产能不足一直是困扰公司发展的问題，募投项目将于 2011 年开始逐渐贡献业绩。我们预计博云新材 2010-2012 年 EPS 分别为 0.15 元、0.27 元和 0.37 元，对应 2010-2012 年的动态 PE 分别为 147.79 倍、84.44 倍和 61.26 倍，上述盈利预测尚未考虑合资公司可能贡献的业绩以及在新应用领域可能存在的扩张。公司的产品在国防上具有重要的战略意义，产品成长空间广阔，可享受较高的市场估值溢价。综合考虑公司产品在民航、军机等领域存在的巨大市场空间以及中国商飞 C919 的发展潜力，我们给予公司“增持”评级，6 个月目标价 25.00 元。

表 1 博云新材主要财务数据及预测（股价为 2010 年 12 月 14 日收盘价）

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	17270.68	21736.98	33905.85	49235.37
同比增长（%）	5.24	25.86	55.98	45.21
综合毛利率（%）	33.65	35.37	35.12	33.53
归属于母公司所有者的净利润（万元）	2584.13	3304.28	5783.36	7971.66
同比增长（%）	2.34	27.87	75.03	37.84
每股收益（元）	0.12	0.15	0.27	0.37
市盈率（倍）	188.98	147.79	84.44	61.26

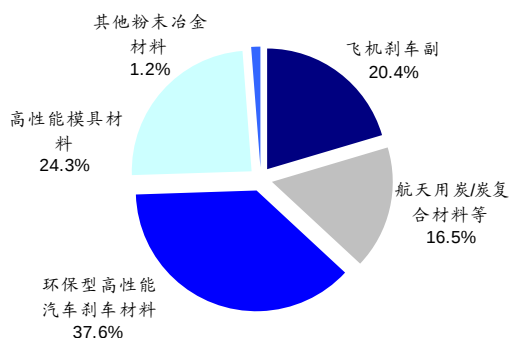
资料来源：海通证券研究所

1. 博云新材简介

博云新材是国内领先的先进复合材料制品生产企业，公司军用、民用飞机刹车副（粉末冶金飞机刹车副、炭/炭复合材料飞机刹车副）、航天用炭/炭复合材料、环保型高性能汽车刹车片、高性能模具材料等四大产品类具有自主知识产权，技术领先。公司在先进复合材料领域“基础研究-应用研究-产业化”链条较为完善、竞争力强，自主开发的炭/炭复合材料性能达到甚至超过国际先进水平。

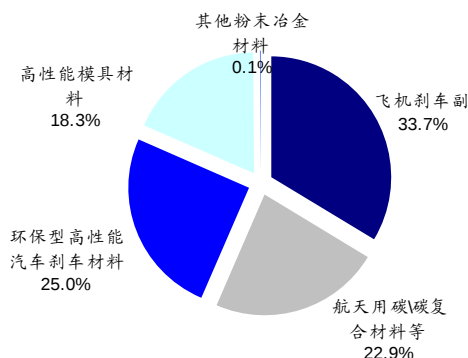
主营收入。公司营业收入和营业毛利主要来自四大类产品。今年前三季度，公司实现主营业务收入和归属于母公司的净利润分别为 15753.97 万元、1971.46 万元，分别比去年同期增长 27.22%、13.83%。

图 1 博云新材 1H10 主营业务收入结构



资料来源：公司公告，海通证券研究所

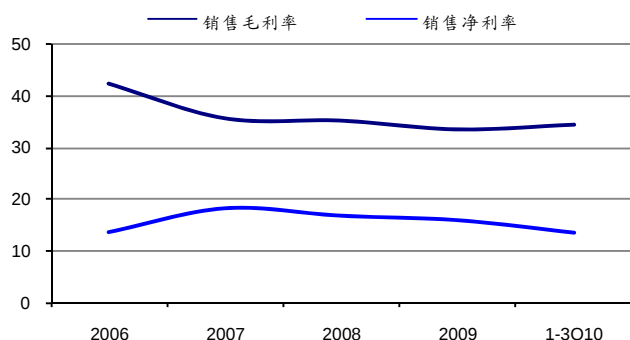
图 2 博云新材 1H10 主营业务毛利结构



资料来源：公司公告，海通证券研究所

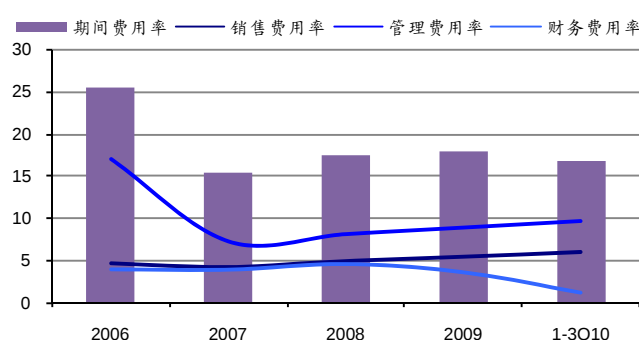
经营情况：国外企业在先进复合材料领域具有绝对的优势，国内市场份额主要由外资把持。公司产品的价格仅仅约为国外同类产品价格的 60%，具有较高的性价比优势和巨大的进口替代需求。随着国内军用、民用航空的快速发展和汽车工业（尤其是国产品牌）的高速增长，市场对公司产品需求旺盛，公司主要的产品供不应求。从盈利能力来看，公司销售毛利率和销售净利率比较稳定，即使在金融危机期间也没有明显的下滑趋势。公司稳定的期间费用率展示了良好的三费控制能力，近年来销售费用率、管理费用率比较稳定，财务费用率在公司募集资金到位后大幅下降。

图 3 2006-2010 博云新材盈利能力走势变化（%）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 4 2006-2010 博云新材期间费用率变动（%）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

核心竞争力：博云新材核心竞争力来自在粉末冶金复合材料领域强大的研发实力，其炭/炭复合材料是具有全球竞争力的产品。公司成功开发的飞机刹车副、航天用炭/炭复合材料等产品技术含量高，打破了国外竞争对手长期垄断的格局，确保了国家航空战略安全，在国防上具有重要的战略意义。由于航空航天产品对材料的安全和性能有极高的要求，各国政府均实施许可证（PMA）式生产方式，公司拥有俄罗斯图波列夫设计局颁发的生产许可证，还是国内企业取得波音系列飞机刹车副 PMA 证书数量最多的企业，而且空客部分机型飞机刹车副 PMA 项目已批准立项且取得部分 PMA 证书，这些资源也是公司的核心竞争力。

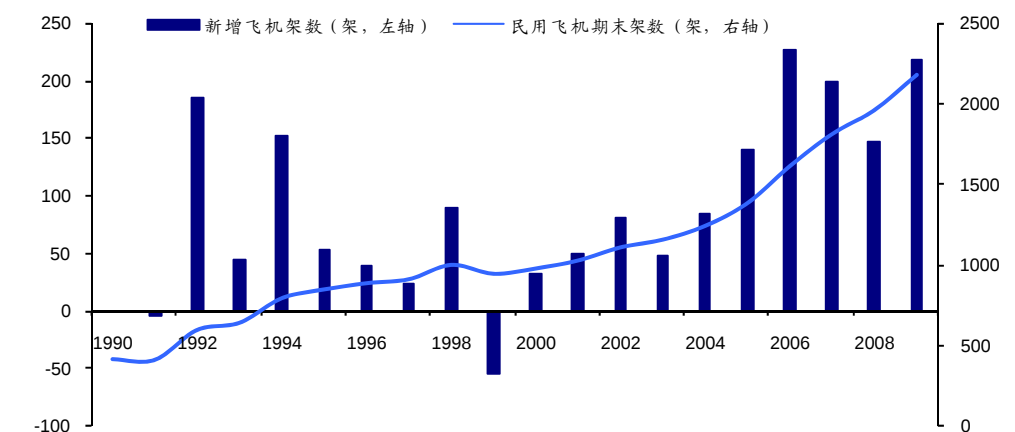
2. 产品技术先进，潜在市场规模巨大

粉末冶金复合材料是以传统的粉末冶金技术为基础，结合先进复合材料技术制备的材料，产品广泛应用于航空、航天、交通运输、工程机械和能源等领域，在国际上仅有少量的国家拥有核心生产技术。博云新材的产品包括军用、民用飞机刹车副（粉末冶金飞机刹车副、炭/炭复合材料飞机刹车副）、航天用炭/炭复合材料、环保型高性能汽车刹车片、高性能模具材料四大类。

飞机刹车副：飞机刹车副在重要性上是和发动机媲美的 A 类消耗性部件，是飞机安全运行的重要保证。博云新材是南方航空、厦门航空、上海航空、海南航空等公司和军用刹车副合格供应商，其中，图-154 飞机刹车副全面出口前苏联各国，空客 320 系列飞机刹车副已成功试飞并取得 PMA 证书。在国内民用飞机刹车副市场上，国外厂商在粉末冶金刹车副和炭/炭复合材料刹车副的市场份额都超过 80%。公司生产的炭/炭复合材料刹车副的部分性能已经超过国外同类产品，又具有绝对的价格优势，已经发展成为最大的国产供应商，目前在两个领域的市场份额分别为 10%和 6%。国内民用航空的快速发展，公司产品性价比优势将使公司产品有更多的进口替代需求。我们预计未来随着我国航空业高速增长，公司

产品的市场空间逐渐扩大、市场份额将不断上升。目前,公司拥有 2500 套粉末冶金材料飞机刹车副和 2000 套炭/炭复合材料飞机刹车副产能,募投项目产能为 4000 套炭/炭复合材料飞机刹车副,增长 200%,我们预计该项目 2011 年将开始贡献业绩。

图 5 1990-2009 年我国民用飞机期末架数和净增民用飞机架数

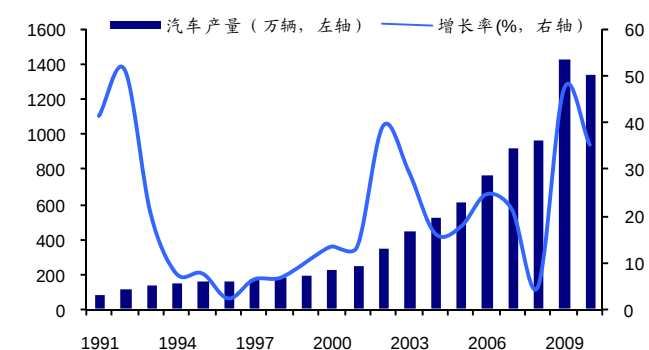


资料来源: 国家统计局, 海通证券研究所

航天用炭/炭复合材料: 在航空航天领域,炭/炭复合材料广泛应用于航天飞机的机翼前缘、火箭发动机尾喷管等超高温部位,是火箭发动机的关键技术之一。国内航天火箭发动机喷管均采用炭/炭复合材料,公司已有多个型号的产品定型批产。我国将大力发展航空航天技术,公司将是我国航天产品做大做强最大受益者之一。目前公司拥有 2000 公斤的产能,募投项目 2000 公斤产能将于 2011 年达产,产能增长幅度为 100%。

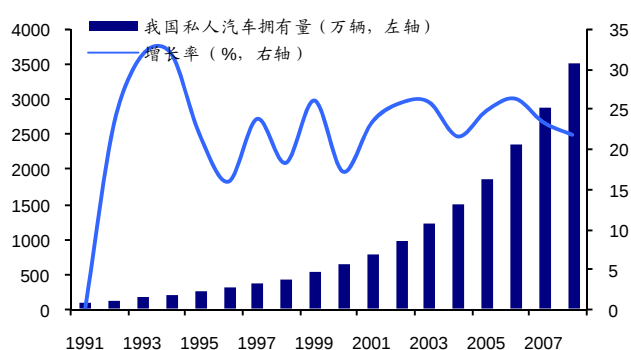
环保型高性能汽车刹车片: 汽车刹车片是汽车安全行驶的可靠保证,在汽车零部件名录上被列为 A 类关键性安全部件,具有易损耗、更换快的特点。目前,无石棉环保型刹车片是市场的主体,其中陶瓷基摩擦材料和非金属(无钢纤维)摩擦材料占据了高端汽车刹车片市场。公司的汽车刹车片技术已经达到国际顶尖水平,完全掌握陶瓷基刹车片的关键技术和生产工艺、具有非金属刹车片的技术和生产能力、全陶瓷刹车片、炭/陶刹车片和炭/炭刹车片也已进入开发验证阶段。公司产品已成为中国一汽集团、东风汽车、上汽通用五菱、长丰捷报等汽车主机厂的主要配套厂家,公司还积极介入国外汽车主机企业采购链,为美国通用汽车(GM)、德国博世(BOSCH)、美国德尔福(DELPHI)、澳大利亚泛太集团(PBR)和全俄汽车制造股份有限公司等国外汽车主机厂开发的汽车刹车片项目进展顺利,与美国 H.M.公司合作开发的高性能刹车片已批量供货。随着汽车产业发展迅猛,我国已经成为全球第一大轿车市场,但是从人均汽车保有量来看,我国汽车市场空间仍然巨大,这为公司高性能汽车刹车片提供了广阔的市场空间。我们预计,未来几年公司环保型高性能汽车刹车片销量将持续高增长。公司拥有环保型高性能汽车刹车片产能 500 万片,募投项目总产能为 2000 万片,2011 年开始产能将逐步投放,产能增长幅度为 400%。

图 6 1991-2010 年 1-10 月我国汽车产量和增速



资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图 7 1991-2008 年我国私人汽车保有量及增速



资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

高性能模具材料: 模具材料是模具工业生产的基础工艺材料, 高性能模具材料产品主要应用于级进冲压模等高端模具领域。我国在高性能模具材料制备技术和模具加工技术等方面与发达国家存在较大的差距, 国内市场主要由外国品牌控制。公司的高性能模具材料制备技术达到了国际先进水平, 而产品价格仅为国外产品的 55% 左右。凭借卓越的性价比优势, 公司目前已经打入国内高性能模具材料市场, 向国内电机定子级进冲模模具前两位企业宁波震欲和慈溪鸿达批量供货, 产品销量逐渐扩大。公司目前拥有 80 吨高性能模具材料产能, 募投的 120 吨已基本建设完毕, 产能增长幅度为 150%, 预计明年开始贡献业绩。

公司正在大力开发纳米晶粒高性能模具材料、风电机组用刹车片、高铁刹车材料、磁悬浮列车磨耗材料和工程机械摩擦材料等。公司产品在航空航天、汽车、高端冲压模具三个领域的成功应用, 为公司拓展高性能粉末冶金复合材料其他应用领域提供了良好的示范效应。未来公司产品将有潜力应用于高铁、风电、工程机械等领域, 这些项目是我国“十二五”规划重点建设的领域, 产品的潜在市场空间广阔。

3. 与国际巨头合作, 为大飞机梦想助航

2007 年我国启动大飞机计划, 博云新材与世界财富 100 强的霍尼韦尔 (Honeywell) 公司联合竞标, 最终取得了中国商飞 C919 大型客机机轮刹车系统独家供应商资格。霍尼韦尔是全球领先的航空航天产品供应商, 据报道每一架波音飞机有 30% 的产品由该公司供应。公司拟联合霍尼韦尔设立合资公司, 未来合资公司将实施航空核心部件 (前轮、主轮、刹车控制系统、检测系统) 和热表面处理工艺等生产线技术建设项目, 作为 C919 项目的供应商, 公司将为我国大飞机梦想助航。

通过与霍尼韦尔公司合作, 公司在刹车系统核心零部件的研发、设计、制造能力和工艺技术水平将得到大幅提升。公司还可以借此机遇进一步提升产品的层次, 使产品从飞机刹车副上升到整个刹车系统、主机轮等高端领域。综合来看, 未来公司除满足国内民机、军机的市场需求之外, 凭借与中国商飞、霍尼韦尔、CRANE (Crane 航空航天) 等公司之间的合作关系, 公司在航空制造产业中的系统集成能力和整体配套能力将大幅提高, 有利于公司进入国际市场从而开辟新的利润增长点。

4. 盈利预测及投资建议

我们预计明年国内航空工业仍将快速发展, 对飞机刹车副的需求依然旺盛, 从性价比优势及进口替代的角度来看, 公司飞机刹车副市场需求仍将保持高速增长。明年, 我国汽车年产量和保有量仍快速增长, 公司的高性能汽车刹车片市场份额将进一步扩大。在高性能模具领域, 公司产品将进一步替代外资品牌。此外, 炭/炭复合材料作为先进复合材料, 未来在高铁、风电、工程机械等领域大有用武之地。

产能不足一直是困扰公司发展的瓶颈, 公司募投项目将从 2011 年开始逐渐贡献业绩。我们预计博云新材 2010-2012 年 EPS 分别为 0.15 元、0.27 元和 0.37 元, 对应 2010-2012 年的动态 PE 分别为 147.79 倍、84.44 倍和 61.26 倍, 上述盈利预测尚未考虑合资公司可能贡献的业绩以及在新应用领域可能存在的扩张。公司的产品在国防上具有重要的战略意义, 产品成长空间广阔, 可以享受较高的市场估值溢价。综合考虑公司产品在民航、军机等领域存在的巨大市场空间以及中国商飞 C919 的发展潜力, 我们给予公司“增持”评级, 6 个月目标价 25.00 元。

5. 风险提示

- (1) 客户过于集中风险;
- (2) 市场需求风险;
- (3) 公司募投项目进展。

表2 博云新材利润表预测（万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	17270.68	21736.98	33905.85	49235.37
增长率（%）	5.24	25.86	55.98	45.21
营业成本	11459.48	14048.33	21996.71	32728.71
综合毛利率（%）	33.65	35.37	35.12	33.53
营业税金及附加	91.66	108.68	169.53	246.18
销售费用	927.31	1260.74	1695.29	2215.59
管理费用	1535.20	1912.85	2712.47	3938.83
财务费用	608.45	217.37	0.00	0.00
资产减值损失	564.91	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2083.66	4188.99	7331.85	10106.06
加：营业外收入	1086.51	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	27.37	0.00	0.00	0.00
利润总额	3142.80	4188.99	7331.85	10106.06
减：所得税	390.33	628.35	1099.78	1515.91
净利润	2752.46	3560.64	6232.07	8590.15
少数股东损益	168.34	256.37	448.71	618.49
归属于母公司所有的净利润	2584.13	3304.28	5783.36	7971.66
基本 EPS（元）	0.12	0.15	0.27	0.37

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

曹小飞：基础化工行业

联系人：易团辉

重点研究上市公司：烟台氨纶、海利得、新民科技、三维丝、闰土股份、传化股份、浙江龙盛、中泰化学、双环科技

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。