

博云新材(002297)

公司研究/调研报告

谨慎推荐 首次评级

合理估值: 20—24 元

募投项目陆续达产, 步入增长快车道可期

—博云新材(002297) 调研报告

民生精品---调研报告/有色金属行业

2011 年 01 月 19 日

一、事件概述

日前, 我们对博云新材公司进行了调研, 向公司相关领导了解公司目前的经营状况、行业地位和未来发展战略。公司产品技术实力雄厚, 竞争实力较强, 2010 年及 2011 年下半年公司首发募投项目陆续达产后, 产能不足问题将得以解决, 即将步入快速成长期。

1 月 18 日, 公司公布业绩快报显示, 2010 年收入为 2.18 亿元, 同比增长 26%; 净利润 2587 万元, 同比增长仅为 0.11%; 基本每股收益为 0.12, 同比下降 20%。

二、分析与判断

➤ 技术实力雄厚, 政府补贴减少导致 2010 年净利润持平

博云新材的前身是中南大学粉末冶金研究所, 在粉末冶金复合材料领域具备强大的研发实力, 其炭/炭复合材料是具有全球竞争力的产品, 其中公司的“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, 是公司的核心产品, 处于世界领先地位。公司 2010 年收入增加但净利润保持稳定的主要原因是政府补贴的减少, 基本每股收益下降的原因为 2010 年利润分配致使股本增加。

➤ 飞机刹车副国内市场份额第一, 产能扩张完成后有望提高 3~5%

我国的飞机刹车副市场长期被国外厂商垄断, 国外厂商的市场份额占到国内市场 80% 以上, 在国内厂商中, 博云新材市场份额领先于其他国内竞争对手, 位居第一, 已同南航、厦航签订长期合同, 通过了深航、海航的试用验证, 目前上航、国航正在试用公司产品。由于公司产品的性能优异, 价格仅为国外产品的 60%~70%, 有较强的进口替代空间。

炭/炭刹车片的使用寿命约为 1 年, 是粉末冶金刹车片的 2 倍, 航空公司综合考虑刹车片的更换成本, 他们更倾向于采用炭/炭刹车片, 未来用炭/炭复合材料代替粉末冶金材料已成为趋势。公司产能扩张 2010 年底完成后, 预计 2011、2012 年收入年增长 50% 左右, 飞机刹车副的市场份额 2~3 年内有望提高 3~5%。此外, 炭/炭复合材料在军用飞机、航天器中也有较广应用。

➤ 汽车刹车片针对中高档市场, 募投项目达产后产能瓶颈得以突破

公司的环保型高性能汽车刹车片主要下游厂商为一汽集团、东风汽车、长安汽车、上汽通用五菱、长丰猎豹等汽车主机厂配套厂家。国外市场上, 公司 2009 年 3 月与美国 Brakes 公司签订了 5 年的长期大批量供货合同, 要求公司 2009 年至 2013 年分别供货 18、48、125、140、175 集装箱; 与美国 H.M. 公司合作开发的高性能刹车片已批量供货, 同其他知名厂商如美国通用汽车、德国博世、美国德尔福、澳大利亚泛太集团和全俄汽车制造公司均有合作。

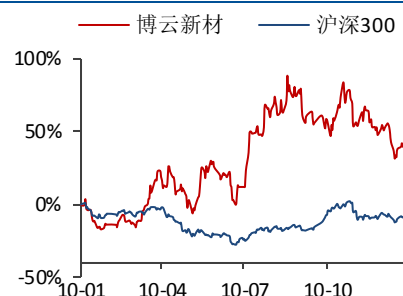
民生证券研究所

分析师: 黄玉
执业证书编号: S01002081120226
电话: (8610)8512 7646
Email: huangyu@mszq.com

联系人: 滕越
电话: (8610)8512 7645
Email: tengyue@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号
民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2011-01-18)

收盘价 (元)	18.89
近 12 个月最高/最低	13.38/39.2
总股本 (百万股)	214.00
流通股本 (百万股)	133.81
流通股比例%	62.53%
总市值 (亿元)	40.42
流通市值 (亿元)	40.42

相关研究

公司首发时产能共 500 万片，目前募投项目一期已经完工，拥有 1500 万片汽车刹车片的产能，未来二期募投项目将增加 1000 万片产能，预计将于 2011 年上半年完工，2011 年下半年满产，产能增加 4 倍。汽车行业的快速发展将保证公司增加的产能得以快速消化，预计 2011、2012 年收入年增长约 40%。

➤ 与国际一流制造商霍尼韦尔联手打造中国大飞机刹车系统

2007 年我国启动大飞机计划，博云新材与国际一流制造商霍尼韦尔公司联合竞标，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。但 C919 飞机于 2014 年试飞，2016 年才批量生产，生产制造周期较长。合资后博云新材可借此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。

此外霍尼韦尔很有可能将其炭/炭复合材料交给公司来做，从波音 737 的炭/炭刹车片的更换入手，以保证该项目盈利。公司已于 2010 年 7 月公告非定向增发预案，募投与霍尼韦尔合资飞机机轮刹车系统项目，预计 2011 年上半年非公开发行将完成，公司生产能力将进一步提高。

三、盈利预测与投资建议

考虑到 2011、2012 年公司主要产品需求在航空、航天、汽车、模具等领域的需求增速将保持 15% 以上，巨大的市场空间将促进公司步入快速成长期，预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.12 元、0.20 元和 0.34 元，对应 2010-2012 年 PE 分别为 156.74、91.94、54.74 倍，由于产能释放的周期未达负荷，给予公司“谨慎推荐”评级，根据 DCF 估值，公司合理估值为 20~24 元。

四、风险提示：

1) 飞机刹车副产品订单下滑；2) 汽车需求放缓；3) 和霍尼韦尔合资项目进展缓慢。

表 1: 产能大幅增加, 2010 年底集中完工

产品	首发 产能	现有产能 (2010 年底)	未来产能 (2011. 6)	到 2011 年 6 月产能较 首发时增幅(%)
粉末冶金飞机刹车副	2500 套	2500 套	2500 套	募投项目变更, 未增加
炭/炭复合材料飞机刹车副	2000 盘	6000 盘	6000 盘	200%
航天用 C/C 复合材料	2000 公斤	4000 公斤	4000 公斤	100
环保型高性能汽车刹车材料	500 万片	1500 万片	2500 万片	400
高性能模具材料	80 吨	200 吨	200 吨	250

资料来源: 民生证券研究所

表 2: 分产品业绩预测:2011、2012 年为业绩集中释放期

	2009	2010E	2011E	2012E
产品一: 飞机刹车副				
销售收入 (万元)	4845.13	4134.32	5900.00	9250.00
增速 (%)	5.53%	-14.67%	42.71%	56.78%
毛利率 (%)	57.74%	59.00%	60.00%	62.00%
产品二: 环保型高性能汽车刹车材料				
销售收入 (万元)	5221.10	8255.34	11000.00	16500.00
增速 (%)	37.15%	58.12%	33.25%	50.00%
毛利率 (%)	20.79%	24.00%	24.00%	25.00%
产品三: 高性能模具材料				
销售收入 (万元)	3349.97	4993.30	6500.00	8800.00
增速 (%)	6.49%	49.06%	30.17%	35.38%
毛利率 (%)	26.36%	27.00%	28.00%	28.00%
产品四: 航天用碳/碳复合材料等				
销售收入 (万元)	2181.45	3626.60	4800.00	7200.00
增速 (%)	-30.22%	66.25%	32.36%	50.00%
毛利率 (%)	45.63%	48.00%	49.00%	50.00%
产品五: 其他粉末冶金材料				
销售收入 (万元)	1673.03	800.00	1600.00	2200.00
增速 (%)	-3.91%	-52.18%	100.00%	37.50%
毛利率 (%)	2.96%	2.95%	3.00%	3.50%
销售收入 (万元)	17270.68	21809.56	29800.00	43950.00
毛利率 (%)	33.65 %	34.54 %	34.90 %	36.41 %

资料来源: 民生证券研究所

表 3: 盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	173	218	298	440
增长率 (%)	5.24%	26.28%	36.64%	47.48%
归属母公司股东净利润 (百万元)	26	25	43	73
增长率 (%)	2.34%	-1.56%	70.48%	67.96%
每股收益 (元)	0.30	0.12	0.20	0.34
毛利率 (%)	33.7%	34.5%	34.9%	36.4%
净资产收益率 ROE(%)	6.5%	4.5%	7.0%	10.8%
每股净资产 (元)	2.67	3.02	3.24	3.61
PE	62.10	156.74	91.94	54.74
PB	/	6.16	5.74	5.16
EV/EBITDA	/	77.35	56.04	36.19

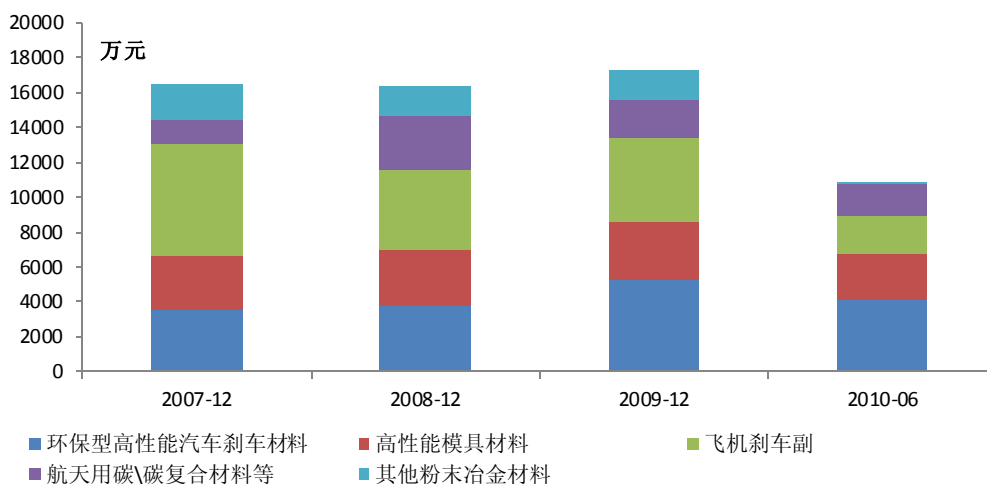
资料来源: 民生证券研究所

表 4: 相对估值: 高成长性享有一定估值溢价

公司名称	股价 0117	EPS					PE			PB	
		2009	2010E	2011E	2012E	TTM	2010E	2011E	2012E	2009	2010E
东方铝业	23.62	0.11	0.20	0.41	0.54	102.53	117.00	57.14	43.97	3.86	3.52
西部材料	22.59	0.18	0.22	0.48	0.81	132.64	103.72	47.39	27.99	4.93	5.79
云海金属	20.60	0.03	0.20	0.55	1.00	56.66	101.46	37.28	20.69	3.55	5.07
格林美	55.66	0.81	0.83	1.31	1.68	92.88	66.73	42.35	33.16	0.00	7.78
科力远	19.55	0.07	0.19	0.51	0.78	50.69	105.10	38.40	24.96	7.61	2.51
安泰科技	19.21	0.39	0.31	0.46	0.65	167.79	62.54	41.64	29.53	5.18	3.91
中科三环	24.29	0.14	0.37	0.46	0.58	146.96	66.38	52.80	42.20	3.76	3.00
平均		0.25	0.33	0.60	0.86	107.16	88.99	45.29	31.79	4.13	4.51
博云新材	18.63	0.30	0.16	0.27	0.37	93.62	113.07	69.69	49.72	5.57	2.65

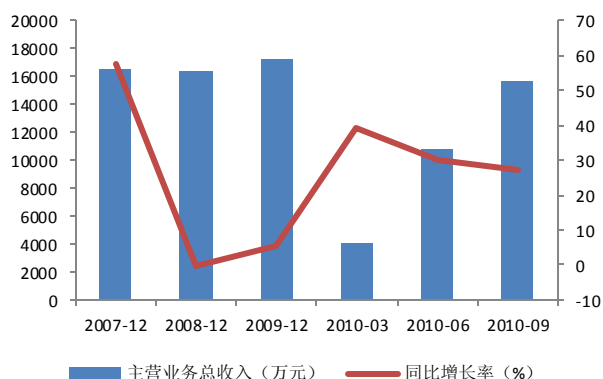
资料来源: 民生证券研究所

图 1: 2010 年上半年汽车刹车材料收入占比提高, 预计全年飞机刹车副收入保持稳定



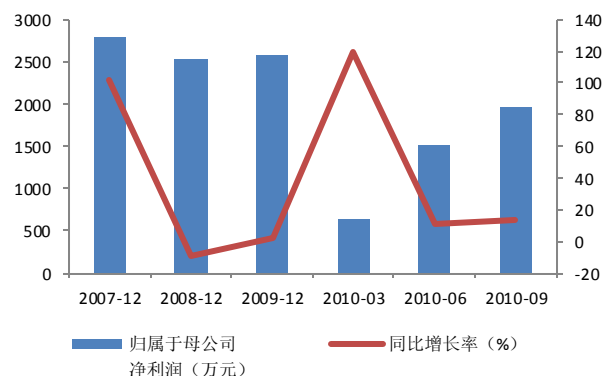
资料来源: 公司资料, 民生证券研究所

图 2: 2010 年营业收入增长 26%



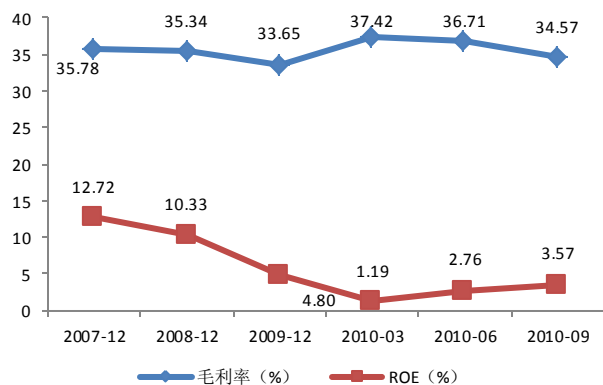
资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

图 3: 2010 年净利润增长 0.11%



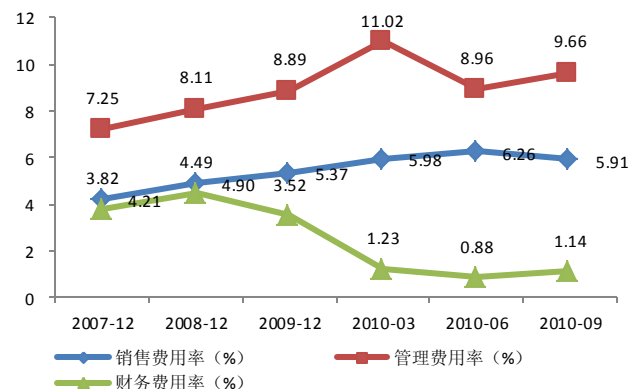
资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

图 4: 毛利率相对较高, 净利率小幅增长



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 5: 三项费用小幅增长



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	173	218	298	440
减：营业成本	115	143	194	279
营业税金及附加	1	1	1	2
销售费用	9	13	15	20
管理费用	15	22	28	40
财务费用	6	3	1	5
资产减值损失	6	3	3	2
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	21	34	55	92
加：营业外收支净额	11	-2	0	0
三、利润总额	31	32	55	92
减：所得税费用	4	5	8	13
四、净利润	28	28	47	79
归属于母公司的利润	26	25	43	73
五、基本每股收益 (元)	0.24	0.12	0.20	0.34
主要财务指标				
项目	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	/	77.09	56.04	36.46
成长能力:				
营业收入同比	5.24%	26.28%	36.64%	47.48%
营业利润同比	-21.8%	62.2%	63.8%	68.1%
净利润同比	0.00%	0.25%	71.65%	68.1%
营运能力:				
应收账款周转率	2.15	1.97	2.02	2.34
存货周转率	2.50	2.54	2.68	2.65
总资产周转率	0.29	0.28	0.35	0.46
盈利能力与收益质量:				
毛利率	33.7%	34.5%	34.9%	36.4%
净利率	15.0%	11.7%	14.7%	16.7%
总资产净利率 ROA	4.6%	3.6%	5.5%	8.3%
净资产收益率 ROE	6.5%	4.5%	7.0%	10.7%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	3.63	3.21	3.48	3.26
资产负债率	20.7%	21.8%	20.8%	23.9%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.30	0.12	0.20	0.34
每股经营现金流量	0.10	-0.19	0.01	-0.20
每股净资产	2.67	3.02	3.26	3.70

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	223	192	149	140
应收票据	20	24	33	46
应收账款	90	131	164	211
预付账款	22	65	83	110
其他应收款	3	4	5	7
存货	72	100	122	210
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	429	516	556	723
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	194	191	186	179
在建工程	25	33	37	41
无形资产	49	44	39	34
其他非流动资产	0	40	60	60
非流动资产合计	293	311	324	316
资产总计	722	827	880	1,039
短期借款	64	80	60	90
应付票据	14	24	29	42
应付账款	28	43	54	70
预收账款	3	7	9	11
其他应付款	2	2	2	2
应交税费	7	5	6	7
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	118	161	160	222
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	11	19	23	26
非流动负债合计	11	19	23	26
负债合计	150	180	183	248
股本	107	214	214	214
资本公积	321	321	321	321
留存收益	110	75	122	209
少数股东权益	34	37	40	47
所有者权益合计	572	646	697	791
负债和股东权益合计	722	827	880	1,039
现金流量表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	21	-41	2	-43
投资活动现金流量	-70	-56	-29	-7
筹资活动现金流量	224	-17	-3	121
现金及等价物净增加	175	-114	-30	71

分析师与联系人简介

黄玉，有色金属行业分析师，硕士，具有证券投资咨询执业资格，08年加盟民生证券研究所，从事期货及证券研究6年以上，对有色金属行业有深入的见解和认识，能准确把握行业发展和热点。

滕越，有色金属行业助理分析师，中央财经大学金融学硕士，工学学士，09年加盟民生证券研究所。擅长公司财务分析及统计计算，主要负责有色金属行业及上市公司研究。

主要覆盖公司：山东黄金、中金黄金、紫金矿业、荣华实业、贵研铂业、江西铜业、铜陵有色、锡业股份、中科三环、厦门钨业、云南锗业等。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹璠	韦珂嘉	孟辉
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	13916107040
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	menghui@mszq.com
联系人	郭明	许力平	李北铎
电话	010-85127762	010-85127667	021-64274383
手机	18601357268	13811008335	18621639595
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	Libeiduo@mszq.com

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。