

# 博云新材(002297)

研究员: 刘敏达 执业证书编号: S0570510120047

☎ 025-51863254 ✉ liuminda@mail.htsc.com.cn

Ⓜ http://t.zhangle.com/4053

C/C 刹车副市场受阻, 业绩爆发仍需等待

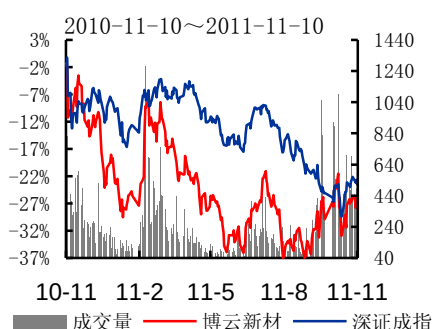
## 投资评级: 观望(首次评级)

非金属新材料 II

当前价格(元): 18.76

目标价格(元):

## 股价走势图



## 相关研究

## 投资要点:

◆ **核心观点:** 公司是国内粉末冶金技术的领跑者, 产品通过“技术突破+成本优势”对进口产品实现替代, 近几年增长将主要受益于 IPO 募投项目产能的逐步释放。然而, 公司 C/C 复合材料飞机刹车市场受国外 2 合 1 产品压制, 这一细分市场的增长十分有限。受此影响, 公司飞机刹车副、C/C 复合材料、汽车刹车片及高性能模具材料等四类产品未来三年将均衡、稳定地增长, 预计 2011-2013 年公司净利润平均增速为 40% 左右。预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.17、0.25 及 0.33 元, 目前股价对应 102.39、71.65 及 53.78 倍的市盈率。公司估值水平过高, 给予“观望”的投资评级。

◆ **飞机刹车副:** 是公司毛利率最高的产品, 也是技术壁垒最高的产品。其中, 粉末冶金飞机刹车副进口替代已无市场障碍, 随着产能限制的逐步解除, 进口替代将稳步推进; C/C 复合材料飞机刹车副方面, 公司产品受到国外 2 合 1 产品的冲击, 丧失成本优势, 其在国内民航市场的开拓尚需时日。

◆ **其他 C/C 复合材料:** C/C 复合材料产品前 2/3 的生产工艺及设备都是通用的, 考虑到 C/C 刹车副的市场情况, 公司未来相关产能将向航天及民用 C/C 复合材料制品倾斜。公司民用 C/C 复合材料主要指多晶硅热场材料, 目前订单充裕, 盈利稳定。

◆ **汽车刹车片:** 公司对环保型汽车刹车片业务的规划为在稳定主机配套市场基础上主攻售后服务市场, 花 3-5 年的时间打造“博云”品牌。未来品牌铸造有望带来刹车片业务量价齐升的局面。

## 公司基本资料

|              |            |
|--------------|------------|
| 总股本(万)       | 21400.00   |
| 流通 A 股(万)    | 13381.40   |
| 52 周内股价区间(元) | 15.6-26.12 |
| 总市值(亿)       | 40.15      |
| 总资产(亿)       | 9.62       |
| 每股净资产(元)     | 2.73       |

## 主要经营指标预测

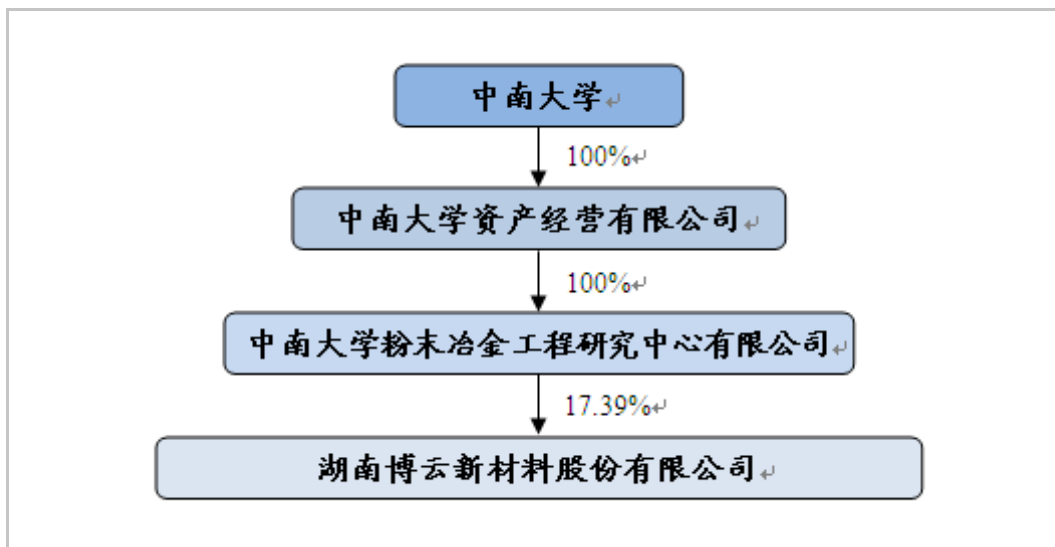
|           | 2010A  | 2011E  | 2012E | 2013E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 主营业务收入(亿) | 2.18   | 3.22   | 4.15  | 4.92  |
| +/-%      | 26.28  | 47.73  | 28.93 | 18.51 |
| 净利润(百万)   | 25.87  | 37.31  | 53.31 | 71.03 |
| +/-%      | -1.52  | 44.22  | 42.90 | 33.24 |
| EPS(元)    | 0.12   | 0.17   | 0.25  | 0.33  |
| P/E       | 156.33 | 102.39 | 71.65 | 53.78 |

## 一、国内粉末冶金技术领跑者

湖南博云新材料股份有限公司前身为中南工业大学粉末冶金研究所，是由中国工程院院士、国家“863”计划新材料领域首席科学家黄伯云教授创建，长江学者熊翔教授等国内顶尖的粉末冶金复合材料专家团队组建的集产学研为一体的高科技企业。公司是国内粉末冶金技术的领跑者，是国内粉末冶金复合材料领域基础研究、应用研究、产业化最成熟、最具竞争力的公司。

公司大股东为中南大学粉末冶金工程研究中心有限公司，持股比例为 17.39%；其实际控制人为中南大学。从股权结构可看出大股东及实际控制人本身对上市公司的控制力不强，但公司第二大股东湖南湘投高科技创业投资有限公司为大股东的一致行动人，二者联合持股比例合计 30.81%，保证了对公司各项决策的重大影响力。

图表 1：公司实际控制人产权关系



资料来源：公司公告，华泰证券

图表 2：公司前十大股东（2011 年三季度）

|    | 股东名称                      | 持股数量       | 持股比例   |
|----|---------------------------|------------|--------|
| 1  | 中南大学粉末冶金工程研究中心有限公司        | 37,212,718 | 17.39% |
| 2  | 湖南湘投高科技创业投资有限公司           | 28,724,198 | 13.42% |
| 3  | 中国航空器材集团公司                | 19,820,306 | 9.26%  |
| 4  | 浏阳市信用投资有限公司               | 6,200,220  | 2.90%  |
| 5  | 邦信资产管理有限公司                | 5,649,100  | 2.64%  |
| 6  | 广州科技创业投资有限公司              | 5,336,236  | 2.49%  |
| 7  | 熊翔                        | 5,296,000  | 2.47%  |
| 8  | 上海嘉华投资有限公司                | 4,427,494  | 2.07%  |
| 9  | 中国银行-华泰柏瑞盛世中国股票型开放式证券投资基金 | 4,062,788  | 1.90%  |
| 10 | 中国农业银行-华夏平稳增长混合型证券投资基金    | 2,809,861  | 1.31%  |

资料来源：公司公告，华泰证券

公司各类产品均以粉末冶金技术为基础，目前的主要产品包括四大类：飞机刹车副、航天用 C/C 复合材料等、环保型高性能汽车刹车材料及高性能模具材料。公司在上市之初将前两项统称为航空航天产品，但随着下游市场的开拓，以多晶硅热场材料为代表的 C/C 复合材料民用市场逐步增长。

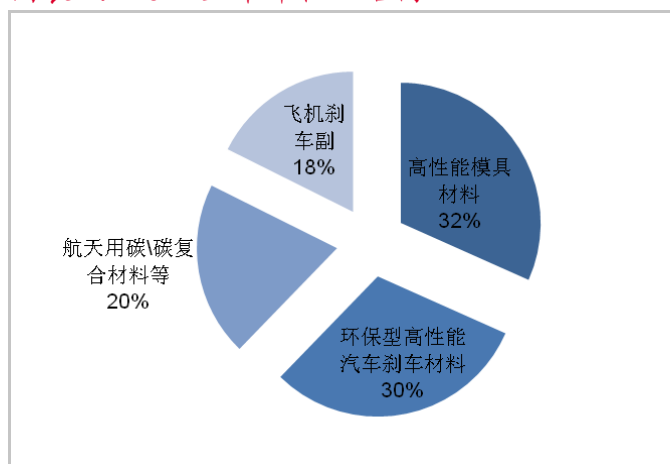
图表 3：主要产品及应用领域

| 产品类别         |               | 生产主体 | 持股比例   | 主要应用领域                                    |
|--------------|---------------|------|--------|-------------------------------------------|
| 飞机刹车副        | 粉末冶金飞机刹车副     | 博云新材 | 100%   | 波音 737 系列、图-154 系列、部分军机等刹车装置              |
|              | C/C 复合材料飞机刹车副 | 博云新材 | 100%   | 波音 747/757/767/777 系列、空客系列、C919、部分军机等刹车装置 |
| C/C 复合材料     | 航天用 C/C 复合材料  | 博云新材 | 100%   | 火箭等航天设备的关键材料                              |
|              | 民用 C/C 复合材料   | 博云新材 | 100%   | 目前主要为多晶硅热场材料                              |
| 环保型高性能汽车刹车材料 |               | 博云汽车 | 92.59% | 中高档汽车制动器                                  |
| 风电摩擦片        |               | 博云汽车 | 92.59% | 风电设备摩擦片                                   |
| 高性能模具材料      |               | 博云东方 | 69%    | 级进冲压模具等高档模具                               |

资料来源：华泰证券

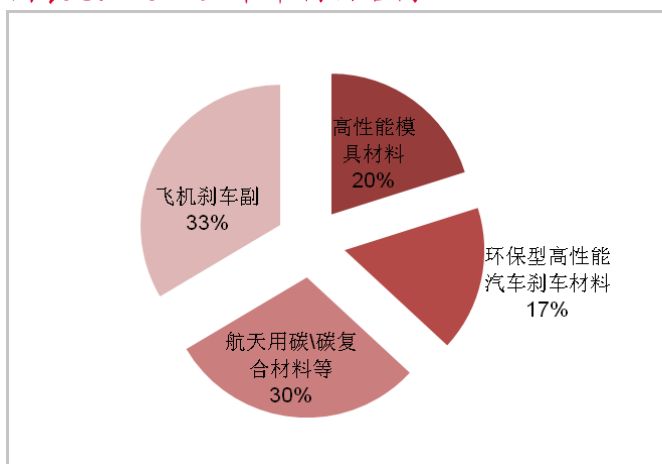
公司目前控股子公司共两个，湖南博云汽车制动材料有限公司（简称“博云汽车”）和湖南博云东方粉末冶金有限公司（简称“博云东方”）。另有一个参股子公司为长沙鑫航机轮刹车有限公司（简称“长沙鑫航”），目前参股比例为 8.14%。公司 2010 年非公开发行预案中公告拟使用非公开发行募集资金中约 1.5 亿元对长沙鑫航增资实施“长沙鑫航飞机机轮项目”。增资完成后，公司将持有长沙鑫航 51.25% 股权，成为其控股股东。长沙鑫航是从事航空机轮和电子防滑刹车系统研发、设计、生产的专业化公司，目前已具备机轮刹车系统的研发、设计、生产的能力。

图表 4：2011 上半年收入结构



资料来源：公司公告，华泰证券

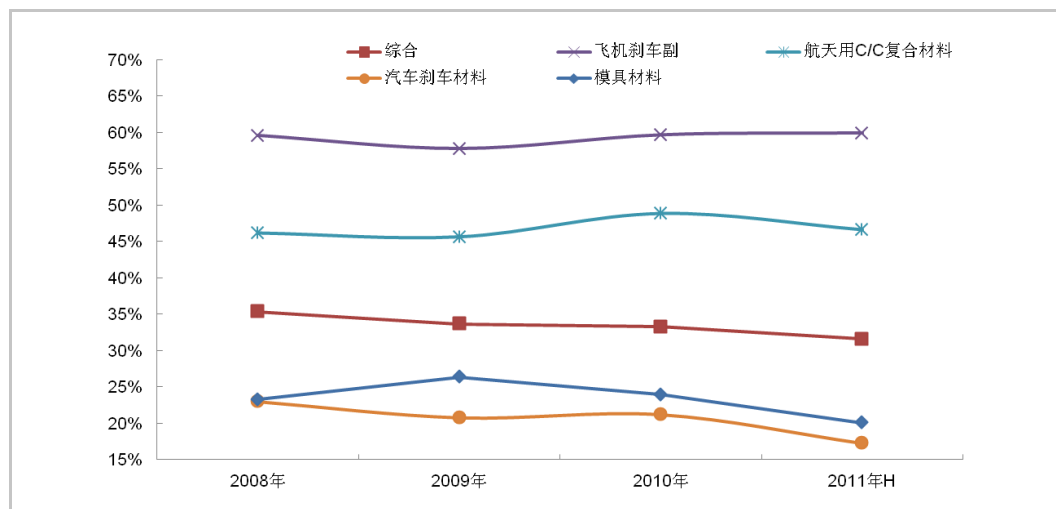
图表 5：2011 上半年利润结构



资料来源：公司公告，华泰证券

公司四大类产品对收入利润贡献较为均衡。对比而言，飞机刹车副是盈利能力最强的一类产品，其毛利率一直稳定在 55% 以上；而环保型高性能汽车刹车材料及高性能模具材料的毛利率则相对低一些。整体看来，公司产品毛利率稳定在较高水平，综合毛利率略有下滑主要是由产品内部结构变化导致。

图表 6：产品毛利率稳定在较高水平



资料来源：公司公告，华泰证券

## 二、飞机刹车副：近看粉末冶金，远看 C/C 复合材料

飞机刹车副是安装在飞机的机轮装置上，用于飞机起飞、着陆、滑行、转弯和停机的重要部件，是飞机实现制动和保证安全飞行的 A 类部件，属消耗性部件。根据材料的不同，飞机刹车副可分为两种，一种是粉末冶金刹车副，另一种是 C/C 复合材料刹车副，二者适用的机型不同。

全球飞机刹车副市场主要是由国外少数几家具有国际先进水平的企业参与竞争。随着国内企业在技术上实现突破，凭借着成本优势，国内产品正在对国外同类产品进行替代。每种机型的飞机刹车副产品都需要经过一系列的适航验证合格并取得民航总局颁发相应的《零部件制造人批准书》（即 PMA 证书）才可生产销售（通常需要 2-3 年）。此外，各航空公司一般还需要对相关产品进行全寿命试用，因此这一进口替代的过程较为缓慢。目前公司是国内同类产品规模最大的生产企业。

### 粉末冶金刹车副：进口替代稳步推进

粉末冶金刹车副主要应用于波音 737 系列、图-154 系列及部分军机的刹车装置。

#### ◆ 国内市场进口替代空间巨大

从主要的国内市场看，粉末冶金刹车副盈利主要来自于 B737 系列。

B737 系列机型均采用粉末冶金刹车副。近年来 B737-300/400/500 等已停产机型的保有量逐步下降，以 B737-700/800 为代表的新机型数量大幅上升，但整体而言 B737 在国内的保有数量呈现大幅增加态势。2008



年底，国内使用粉末冶金飞机刹车副的总数量为 610 架，其中包括 B737 系列 532 架<sup>1</sup>；现阶段国内 B737 系列机型的保有数量约为 700 架<sup>2</sup>，较 2008 年底增长 31.58%，且其中绝大多数都是公司已取得 PMA 证书的 B737-300/400/500 及 B737-700/800 机型。每架波音 737 型飞机按每年消耗 12 套粉末冶金飞机刹车副计算，目前国内 B737 系列对粉末冶金刹车副的年需求量为 8,400 套。且从行业长期发展看来，考虑到飞机的平均使用寿命，粉末冶金飞机刹车副在未来至少十年的时间内也仍然是十分具有市场的。

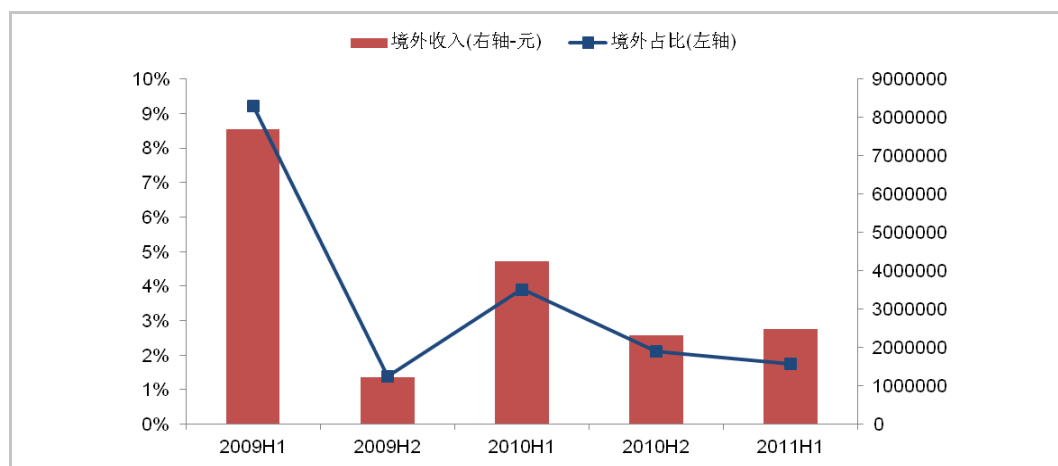
公司产品价格约为国外同类产品的 60% 左右，显著的价格优势是公司产品进行进口替代的重要条件。公司 IPO 之前粉末冶金刹车副的产能为 2,500 套/年，IPO 募集资金项目中粉末冶金飞机刹车副技术改造工程达产后总产能将达到 5,000 套/年。考虑到现阶段国内粉末冶金刹车副市场容量大于 8,400 套/年，公司产品面临着巨大的国内市场，进口替代将稳步推进。当然我们也了解到，由于还存在一些除刹车副外其他配件的进口，国内飞机刹车副对进口产品无法实现完全替代，进口产品仍将维持一定的市场份额。

公司已经取得 B737 主力机型的 PMA 证书，进口替代已没有市场障碍，此时格外突出的问题就是产能限制。粉末冶金飞机刹车副技术改造工程是四个 IPO 募投项目中进展最慢的一个。由于实施场地制约，公司减缓了募投项目所需设备的采购，项目的完工日期也一再推迟。目前博云汽车生产设施搬迁已完成，粉末冶金项目预计将于 2012 年年中投产，考虑到设备调试等因素，预计要到 2012 年底达产。随着粉末冶金项目在 2012 年的投产，公司粉末冶金刹车副将受益于产能释放，迎来快速增长。

## ◆ 国外市场逐步淡出

国外市场方面，公司粉末冶金飞机刹车副产品部分还出口到前苏联国家，主要针对图-154 机型。但是受飞机使用寿命和质量等因素影响，俄罗斯等国家图-154 等飞机保有量大幅下降，公司国外收入在国内市场不断拓展的背景下逐步萎缩。公司未来的经营将以境内市场为主。

图表 7：境外收入逐步萎缩



资料来源：公司公告，华泰证券

<sup>1</sup> 数据来源：公司招股说明书

<sup>2</sup> 数据来源：中国民用航空总局和各航空公司统计数据

随着图-154 机型刹车副供货量的减小，公司这一部分产能将转向波音 737 系列刹车副的生产，这将带来公司粉末冶金飞机刹车副整体盈利能力的提升。根据公司招股书披露的数据，波音 737-700/800 型飞机刹车副销售价为 40,000 元-80,000 元/套，而图-154 飞机刹车副的销售价为 7,000 元-9,000 元/套。

## C/C 刹车副：受国外 2 合 1 产品冲击，市场开拓尚需时日

C/C 复合材料是以碳纤维为增强体、以炭为基体的复合材料，具有炭材料和纤维增强复合材料的双重特征，具有密度低、比强度大、摩擦特性优良、耐高温、耐热冲击等一系列优异性能。公司的“高性能 C/C 航空制动材料的制备技术”于 2003 年研发成功，使我国成为继美、英、法三国之后掌握该技术的国家，打破了上述三国在该技术上对我国的垄断和封锁。

飞机刹车副是 C/C 复合材料的主要应用领域，其用量占 C/C 复合材料年消耗量的一半以上。从性能上看，C/C 刹车副比粉末冶金刹车副更耐高温、耐磨：C/C 复合材料刹车副一年更换一次，粉末冶金刹车副约一个季度更换一次。目前，除 737 系列外的波音机型及所有的空客机型刹车副都是使用 C/C 复合材料。空客系列机型 2008 年底在我国的保有量为 465 架<sup>3</sup>，而目前已增长至约 730 架<sup>4</sup>。国产机型中的新舟-60、研制中的 ARJ21-700 支线飞机、C919 以及部分军机也都是采用 C/C 复合材料刹车副。相比而言，未来国内 C/C 复合材料刹车副的应用范围将更为广泛。

公司民用 C/C 复合材料刹车副全部销于国内市场，目前供货机型仅为 B757。以 A320 为代表的空客机型一直是公司努力开拓的市场重点。公司 A320 系列 C/C 复合材料飞机刹车副于 2009 年 5 月 14 日取得 PMA 证书，已完成在南航的全寿命试用，深航的试用也即将完成，市场开拓近在咫尺。

然而，公司产品受到国外 2 合 1 产品的冲击。所谓 2 合 1 产品就是将航空公司使用后的磨损刹车副盘片每 2 个加工成 1 个新的盘片，装机重复使用。因为 2 合 1 产品加工工艺相对简单，且只有少量或没有原材料成本，其单价相对较低，但与新件的性能却相差不大。公司产品价格约为国外同类产品的 60%，具有显著的价格优势。但若与 2 合 1 的旧件产品价格相比，价格优势尽失。

图表 8：C/C 复合材料刹车副价格对比（不含税）

|                 | 销售价格（美元/套）    | 销售价格（万元/套） |
|-----------------|---------------|------------|
| 公司产品（新件）        |               | 14-15      |
| 国外同类产品（新件）      | 35,000-40,000 | 22-25      |
| 国外 2 合 1 产品（旧件） | 11,000        | 7          |

资料来源：华泰证券

一般生产 2 合 1 旧件所需的原料需要供货一段时间后方可获得。以 B757 机型为例，公司开发的 B757-200 型 C/C 刹车副于 2004 年在南方航空全面装机使用，公司 2007 年开始向其销售 2 合 1 产品。对于国外 A320 机型 2 合 1 产品的冲击，公司的应对措施是先亏本推第一批产品，随后通过规模效应及新旧件结合的方式来提升竞争力，逐步打开产品市场。

<sup>3</sup> 公司招股说明书

<sup>4</sup> 中国民用航空总局和各航空公司统计数据

综合看来，C/C 复合材料刹车片在国内民航市场的开拓尚需时日。若公司明年推出第一批产品，短期内甚至还可能对公司业绩有一定负面影响。我们对公司 C/C 复合材料刹车片达产时的业绩贡献做了简要的测算，假设 2013 年完全达产，即在后文假设的 1,000 盘的基础上增加 5,000 盘，则公司 2013 年 EPS 将因此增厚 0.17 元左右。

公司为军方供货的军用飞机刹车副预计将保持小幅稳定增长。同样的，相关产品需要经过一系列的地面和飞行试验，且每一个型号的关键部件最多配套定型两个生产企业。由于军方产品采取的是“完全成本+5%净利率”的定价模式，因此公司军用飞机刹车副的盈利能力要低于民用。

### 三、其他 C/C 复合材料：多晶硅热场材料订单充裕

除飞机刹车副外，C/C 复合材料还在航天及民用各领域有着广泛的用途，其中航天领域主要应用于火箭发动机尾喷管等超高温部位；其他民用领域用于机械制造、交通运输和化工等领域。

#### 生产线部分通用，C/C 产能将向非刹车副制品倾斜

在军用飞机刹车副市场和航天用 C/C 复合材料市场，由国防科工委等相关部门根据我国国防和航天业发展的需要，在博云新材、北京北摩高科摩擦材料有限公司、航空一集团 514 厂、西安超码科技有限公司、航天科技集团 703 所、航天科技集团 43 所等单位进行定点采购。随着国家对国防军工领域投入逐年增加，航天用 C/C 复合材料的年市场需求将超过 10 亿元。公司有望在这一市场中保持稳定的市场份额。

C/C 复合材料产品前 2/3 的生产工艺及设备都是通用的。根据我们前文的分析，C/C 飞机刹车副国内市场的开拓尚需时日，因此我们认为公司未来 C/C 产能将向航天及民用 C/C 复合材料制品倾斜，尤其是我们后文提到的多晶硅热场材料。

实际上，为满足我国航天事业发展的需要，公司在 2008 及 2009 年上半年就曾优先安排生产军方所需的航天 C/C 复合材料，同期 C/C 复合材料飞机刹车副产销量有所下降。

#### 多晶硅热场材料：订单饱满，盈利稳定

近年来 C/C 复合材料在民用领域发展迅速，市场预估“十二五”期间年需求量将达 10 亿。公司综合多方面因素考虑，于 2011 年 3 月公告对高性能 C/C 复合材料产品技术改造工程项目的目标进行了部分调整：项目建成后将新增 C/C 航空刹车副产能 4,000 盘/年，总量为 6,000 盘/年；新增航天用 C/C 复合材料 1,000 公斤/年，总量为 3,000 公斤/年；新增民用 C/C 复合材料 5,000 公斤/年。与原计划相比，减少了 1,000 公斤航天用 C/C 复合材料的产能，增加了 5,000 公斤民用 C/C 复合材料的产能。

现阶段公司生产的民用 C/C 复合材料主要指的是多晶硅氢化炉用热场材料。公司于 2010 年完成相关生

产技术体系并开始供货，2011 年市场获得了快速拓展，体现为 C/C 复合材料收入占比的显著提升。

热场材料成本一般占氢化炉售价的 30-40%。除 C/C 复合材料外，热场材料一般使用的是高强石墨。C/C 热场材料的造价要高于高强石墨，但其在性能上有一定优势：一方面，尺寸可以做到更大，炉内直径最大可以做到 2.5m；另一方面，更换频率降低，可减少检修的时间。因此 C/C 材料与高强石墨造价的差异可通过多晶硅的生产成本差异获得补偿，C/C 复合材料也得以在热场材料市场中占据一定的市场份额。

经过近两年增长后，未来光伏市场将面临阶段性产能过剩，产能扩张的速度将有所放缓。但从长期来看，光伏行业长期需求高速增长的局面是不会改变的。

与航天用 C/C 复合材料相比，多晶硅热场材料毛利率略低。随着公司 2010 年热场材料产量的上升，C/C 复合材料整体毛利率有所下降。但现阶段公司热场材料订单十分饱满，目前还在生产 2011 年上半年的订单，单现有订单就需要安排到 2012 年，盈利稳定保障性高。产能成为 C/C 热场材料增长的首要制约因素。C/C 热场材料为高性能 C/C 复合材料产品技术改造工程项目的一部分，同样由于实施场地的的问题，计划完工日期推至 2011 年底。随着工程的推进，相关生产线三季度已经释放了部分产能。

此外，公司还在计划开发容量更大的铸锭炉热场材料市场，相关产品正在积极的研发中，盈利能力尚存在一定的不确定性。

#### 四、汽车刹车片：售后服务市场品牌铸造是看点

环保型高性能汽车刹车片是粉末冶金复合材料技术在汽车工业的具体应用。汽车刹车片是安装于汽车制动系统、是保证汽车安全行驶的重要部件，属于汽车零部件中的 A 类安全部件。与飞机刹车副一样，汽车刹车片同属于消耗性部件。而所谓环保型刹车片即无石棉摩擦材料刹车片。由于石棉摩擦材料产生的粉末的危害性，我国从 2003 年 10 月 1 日已全面禁止使用石棉和含有石棉成分的汽车刹车片。目前环保型刹车片已成为市场主体，包括半金属刹车片、陶瓷基刹车片、非金属（无钢纤维）刹车片、全陶瓷/炭陶刹车片和 C/C 刹车片。

陶瓷基摩擦材料和非金属（无钢纤维）摩擦材料刹车片是公司在产产品，针对高端汽车刹车片市场，全陶瓷/炭陶刹车片和 C/C 刹车片也已进入开发验证阶段。其中，陶瓷基刹车片由于性能高而稳定、使用寿命长、价格适中而成为公司批量生产的主导产品。

因其消耗性部件的特性，汽车刹车片的市场可分为汽车主机配套市场及售后服务市场。目前公司产品主要针对主机配套市场，国内用户包括中国一汽集团、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商。国外市场方面，子公司博云汽车于 2009 年 3 月 5 日与 Brakes USA, Ltd. 公司签订了 5 年的长期大批量供货合同。

我国汽车保有量逐年快速增加。未来一段时期，汽车刹车副将是公司发展的重点。公司对其规划为在稳定主机配套市场基础上主攻售后服务市场，花 3-5 年的时间打造“博云”品牌。一方面，汽车售后服务市场容量更大，占整体刹车片市场的 85% 左右。2009 年我国售后服务汽车刹车片市场规模超过 100 亿人民



币，预计到 2020 年有望增长至 200 亿元左右。另一方面，**毛利率会更高**。开拓售后服务市场后，公司的产品毛利率有望在现有基础上实现翻番。

**公司的品牌铸造规划具有可行性：**一是国内汽车刹车片生产企业虽然数量众多但 80% 以上规模较小；二是 2007 年国家商务部批准在公司建设国内唯一的“制动摩擦材料国际认证检测中心”，为公司产品的批量化生产及品牌的建立提供有力支持。

公司 2010 年初也对环保型高性能汽车刹车片技术改造项目资金投入额进行了调整，增加 6,000 万元至 8,496.12 万元，产能也相应扩大。公司扩产前产能为 500 万片，技改项目将在麓谷基地增加四条生产线，最终达到 2,500 万片的总产能。目前 4 条生产线中有 1 条已经投产，其他的也正在调试中，预计将于 2012 年底达产。由于品牌铸造耗时较长，公司表示在产能建成、品牌尚未形成之时也会考虑为其他厂商贴牌生产。

整体而言，虽然汽车刹车副相对公司其他产品来说由于技术壁垒有限导致毛利率较低，但胜在其市场广阔。随着公司募投项目产能的逐步释放，产量及盈利将稳步增长。长期看来，“博云”品牌的铸造更有望带来量价齐升的局面。

此外，子公司博云汽车还有一个小批量生产的产品就是风电摩擦片。公司之前是与风电设备配套厂商接触，未介入主流市场。未来公司将加强型号研发，直接与风电设备制造商联系，进一步扩大市场。但风电摩擦片的使用寿命较长，市场容量较为有限。

## 五、非公开发行继续推进，大股东资产注入预期不强

### 非公开发行继续推进

公司于 2010 年 7 月 16 日公布了非公开发行预案，拟向公司控股股东和实际控制人以外不超过 10 名的特定对象发行不超过 3,500 万股，发行价不低于 16.05 元/股。

图表 9：非公开发行募集资金项目

|    | 项目名称              | 项目投资额    |
|----|-------------------|----------|
| 1  | 与霍尼韦尔合资飞机机轮刹车系统项目 | 约 3 亿元   |
| 2  | 长沙鑫航飞机机轮项目        | 约 1.5 亿元 |
| 3  | 补充流动资金            | 0.5 亿元   |
| 合计 |                   | 约 5 亿元   |

资料来源：公司公告，华泰证券

上述项目全部使用募集资金进行投资。

➤ **与霍尼韦尔合资飞机机轮刹车系统项目：**公司与霍尼韦尔以现金出资形式，在长沙共同组建合资公司，预计博云新材持股比例为 49%。合资公司将打造成为国际一流的从事航空机轮刹车系统某些方面的

设计、研发、测试、部件制造、系统总装及售后产品销售的全球产业基地。此前，公司与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。目前公司与霍尼韦尔的合作仍在商谈中，这也是此次非公开发行未进一步推进的原因。

► **长沙鑫航飞机机轮项目**：约 1.5 亿元资金将用于对参股子公司长沙鑫航实行增资。增资完成后，公司将持有长沙鑫航 51.25% 股权，成为其控股股东。长沙鑫航是从事航空机轮和电子防滑刹车系统研发、设计、生产的专业化公司，目前已具备机轮刹车系统的研发、设计、生产的能力。

此次非公开发行将使公司飞机刹车副往下游延伸，而飞机刹车副一直是公司毛利率最高的一个产品，这将有助于公司整体盈利能力的提升。值得提醒的是，目前距离非公开发行预案公布的时间间隔较久，市场环境发生改变，预计公司需要重新开董事会对相关项目方案进行审议。

## 大股东资产注入预期不强

上述非公开发行完成后，上市公司将通过使用募集资金单方面增资的方式从控股股东手中接过长沙鑫航的控制权，这相当于是控股股东将长沙鑫航相关资产注入了上市公司。此后，大股东其他资产项目注入预期变弱。目前其多个资产项目均未盈利，资产注入的条件尚未成熟，包括最受市场关注的高速列车刹车制动材料项目，也尚未到产业化的阶段。

## 六、盈利预测与投资评级

### 经营假设与盈利预测

充分考虑公司募投项目产能释放情况及行业和市场情况，我们对公司主要产品的产销量假设如图表 10 所示。

图表 10：主要产品产销量假设

|             |                  | 2011 年 E | 2012 年 E | 2013 年 E |
|-------------|------------------|----------|----------|----------|
| 飞机刹车副       | 粉末冶金(套)          | 2,200    | 3,000    | 4,000    |
|             | C/C 复合材料(盘)      | 600      | 800      | 1,000    |
| 其他 C/C 复合材料 | 航天用 C/C 复合材料(公斤) | 1,800    | 2,300    | 3,000    |
|             | 民用-多晶硅热场材料(公斤)   | 2,800    | 5,000    | 6,000    |
|             | 汽车刹车片(万片)        | 1,300    | 1,600    | 2,000    |
|             | 模具材料(吨)          | 180      | 200      | 200      |

资料来源：华泰证券

基于上述假设，我们预测公司 2011-2013 年营业收入分别为 3.22、4.15 及 4.92 亿元，归属于母公司的净利润分别为 3,731、5,331 及 7,103 万元，对应 EPS 为 0.17、0.25 及 0.33 元。

## 估值与投资评级

公司目前股价分别对应于 2011-2013 年 102.39、72.65 及 53.78 倍 PE。公司未来三年净利润平均增速约为 40%，行业内可比新材料类公司 2011-2013 年的平均 PE 水平为 36.79、27.80 及 20.59 倍。综合考虑，公司目前估值水平过高，给予“观望”的投资评级。

由于 C/C 复合材料飞机刹车副产品市场开拓受阻，2011-2013 年的增速低于预期。而从长期看来，其高速增长依赖于 C/C 刹车副市场的开拓及其他产品产能的进一步扩张，包括此次非公开发行预案中向刹车副产业链下游的延伸，公司业绩爆发仍需等待。

## 七、风险提示

- 1、项目投产进展不及预期；
- 2、多晶硅热场材料订单急剧萎缩；
- 3、汽车刹车片售后服务市场开拓及品牌铸造缓慢。

**资产负债表**

单位: 百万元

| 会计年度           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 444  | 577   | 649   | 750   |
| 现金             | 129  | 100   | 110   | 151   |
| 应收账款           | 113  | 169   | 207   | 245   |
| 其他应收款          | 10   | 15    | 18    | 21    |
| 预付账款           | 50   | 78    | 99    | 115   |
| 存货             | 105  | 177   | 168   | 164   |
| 其他流动资产         | 37   | 39    | 48    | 54    |
| <b>非流动资产</b>   | 381  | 454   | 474   | 482   |
| 长期投资           | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 固定资产           | 208  | 303   | 351   | 352   |
| 无形资产           | 59   | 56    | 53    | 50    |
| 其他非流动资产        | 113  | 93    | 69    | 78    |
| <b>资产总计</b>    | 825  | 1031  | 1123  | 1232  |
| <b>流动负债</b>    | 180  | 296   | 330   | 364   |
| 短期借款           | 85   | 137   | 140   | 160   |
| 应付账款           | 47   | 85    | 107   | 115   |
| 其他流动负债         | 48   | 74    | 83    | 88    |
| <b>非流动负债</b>   | 40   | 89    | 89    | 89    |
| 长期借款           | 0    | 50    | 50    | 50    |
| 其他非流动负债        | 40   | 39    | 39    | 39    |
| <b>负债合计</b>    | 220  | 385   | 419   | 453   |
| 少数股东权益         | 47   | 50    | 54    | 59    |
| 股本             | 214  | 214   | 214   | 214   |
| 资本公积           | 262  | 262   | 262   | 262   |
| 留存收益           | 82   | 120   | 173   | 244   |
| 归属母公司股东权益      | 558  | 596   | 649   | 720   |
| <b>负债和股东权益</b> | 825  | 1031  | 1123  | 1232  |

**现金流量表**

单位: 百万元

| 会计年度           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 19   | -34   | 60    | 64    |
| 净利润            | 27   | 40    | 57    | 76    |
| 折旧摊销           | 19   | 19    | 25    | 27    |
| 财务费用           | 3    | 6     | 8     | 8     |
| 投资损失           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | -35  | -107  | -33   | -51   |
| 其他经营现金流        | 5    | 8     | 3     | 5     |
| <b>投资活动现金流</b> | -126 | -91   | -45   | -35   |
| 资本支出           | 134  | 80    | 45    | 35    |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | 8    | -11   | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 18   | 97    | -5    | 12    |
| 短期借款           | 21   | 52    | 3     | 20    |
| 长期借款           | 0    | 50    | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 107  | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | -59  | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -51  | -6    | -8    | -8    |
| <b>现金净增加额</b>  | -88  | -29   | 10    | 41    |

**利润表**

单位: 百万元

| 会计年度            | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 218  | 322   | 415   | 492   |
| 营业成本            | 146  | 223   | 282   | 330   |
| 营业税金及附加         | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 营业费用            | 14   | 15    | 19    | 23    |
| 管理费用            | 22   | 27    | 34    | 39    |
| 财务费用            | 3    | 6     | 8     | 8     |
| 资产减值损失          | 3    | 4     | 3     | 2     |
| 公允价值变动收益        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 31   | 46    | 68    | 89    |
| 营业外收入           | 3    | 3     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 1    | 1     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 33   | 48    | 68    | 89    |
| 所得税             | 5    | 8     | 11    | 14    |
| <b>净利润</b>      | 27   | 40    | 57    | 76    |
| 少数股东损益          | 1    | 3     | 4     | 4     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 26   | 37    | 53    | 71    |
| EBITDA          | 53   | 71    | 101   | 125   |
| EPS (元)         | 0.12 | 0.17  | 0.25  | 0.33  |

**主要财务比率**

| 会计年度           | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | 26.3%  | 47.7%  | 28.9%  | 18.5%  |
| 营业利润           | 47.2%  | 49.9%  | 48.7%  | 30.7%  |
| 归属于母公司净利润      | 0.1%   | 44.2%  | 42.9%  | 33.2%  |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率(%)         | 33.3%  | 30.7%  | 32.1%  | 33.0%  |
| 净利率(%)         | 11.9%  | 11.6%  | 12.8%  | 14.4%  |
| ROE(%)         | 4.6%   | 6.3%   | 8.2%   | 9.9%   |
| ROIC(%)        | 4.9%   | 5.8%   | 8.1%   | 9.7%   |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率(%)       | 26.6%  | 37.3%  | 37.3%  | 36.8%  |
| 净负债比率(%)       | 38.75% | 48.64% | 45.31% | 46.39% |
| 流动比率           | 2.47   | 1.95   | 1.96   | 2.06   |
| 速动比率           | 1.88   | 1.35   | 1.45   | 1.61   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.28   | 0.35   | 0.39   | 0.42   |
| 应收账款周转率        | 2      | 2      | 2      | 2      |
| 应付账款周转率        | 3.90   | 3.39   | 2.94   | 2.96   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.12   | 0.17   | 0.25   | 0.33   |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.09   | -0.16  | 0.28   | 0.30   |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 2.61   | 2.78   | 3.03   | 3.36   |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 147.66 | 102.39 | 71.65  | 53.78  |
| P/B            | 6.84   | 6.41   | 5.89   | 5.30   |
| EV/EBITDA      | 72     | 54     | 38     | 31     |



## 华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现 20% 以上;

推荐: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;

观望: 市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现 5% 以下。

**免责声明:**

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，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。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本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。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。