

证券研究报告

航空航天设备



分析师 曾旭
021-38565575
zengxu@xyzq.com.cn
SAC:S0190511020002

推荐 (维持)

博云新材 (002297)

分析师 朱峰
021-38565939
zhufeng@xyzq.com.cn
SAC:S0190511100001

与波音飞机刹车系统供应商合资，加速打造全球产业基地

2012年2月19日

投资要点

事件:

近日公司发布公告，拟和长沙鑫航共同作为中方与霍尼韦尔（中国）有限公司成立合资公司来承担中国商飞公司 C919 大型客机机轮、轮胎和刹车系统项目。具体内容包括：

(1) 合资公司注册资本为 8000 万美元，其中中方占注册资本的 49%，霍尼韦尔占注册资本的 51%。

(2) 双方同意霍尼韦尔在 C919 首飞后将其在合资公司中的 1%股权转让给中方，从而使得中方在合资公司中的股权总比例增至 50%。

(3) 设立合资公司的主要目的是结合霍尼韦尔全球飞机机轮刹车系统市场战略布局，将合资公司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。

(4) 预期进度：合资公司预计 2012 年成立，建设期为 2 年，预计 2015 年正式实现营业收入。

点评:

● 大飞机战略带来中国航空制造业发展的新契机

2010 年 10 月国务院下发《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，确定七大重点培育和发展产业：节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车。到 2015 年战略性新兴产业增加值占国内生产总值的比重力争达到 8%左右，2020 年达到 15%。在高端装备制造业中，航空制造业由于其高技术含量，是高端装备制造的重要组成部分。

中国商飞的成立和大飞机项目的启动，标志着我国民机制造业进入“以我为主”的新时代：国内生产具有优势的优先在国内生产，国内没有优势的通过与国外合作的方式带动国内相关产业的技术进步和发展。通过国际化合作和技术的消化吸收，将有利于提升我国航空制造业的水平，未来十年我国航空工业也将经历同铁路制造业、电气设备制造业一样的飞跃。

根据大飞机的研制计划及未来销售前景，预计2010-2015年年均市场规模为100亿左右，待大飞机C919逐步投放市场，市场规模将达600亿左右，从而带动机体制造、航电/机电设备、发动机、标准件、材料等各个产业的技术和销售收入提升。预期未来十年我国航空制造业龙头企业将发展成为世界级的供应商。

● 成立合资公司，进军中国商飞和打造全球产业基地，有利于公司延伸产业链和塑造自身品牌

中标大飞机机轮项目、增资并控股长沙鑫航、与霍尼韦尔合作，将使公司实现从飞机刹车零部件供应商向飞机刹车系统供应商的重大转变。公司将以全新面貌参与国际航空制造业的竞争，对公司的经营发展和长远规划有着积极和深远的影响。

公司结合霍尼韦尔全球飞机机轮刹车系统市场战略布局，将合资公司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。

而就飞机刹车副本身而言，公司的粉末冶金刹车片产品已在国内主流航空公司使用多年，公司的炭炭复合材料的刹车片产品已在国内主流航空公司试用超过一年，性能优异、口碑良好、价格具有全球竞争力。这次借合资公司进军 C919 大型客机机轮刹车系统项目为契机，公司有望加速其粉末冶金和炭炭复合材料刹车片的在我国航空公司的进口替代，同时，公司或合资公司的刹车副产品有望进军空客和波音采购目录，从而进一步打开其产品在国内民航和军机刹车系统的市场空间。

● 募投项目逐渐达产，飞机和汽车刹车片产能释放拉动业绩快速增长

公司麓谷基地已于 2011 年下半年建成投产，公司产能逐渐释放，第三季度销售收入同比大幅增长 92.43%。新厂区的建成将使公司炭/炭复合材料和刹车材料的生产能力得到大幅提升，预计刹车片产有望大幅提升，供给瓶颈得到根本缓解。

借助于中南大学和母公司在粉末冶金与摩擦材料领域强大的科研实力，博云汽车制动材料有限公司在中高端陶瓷刹车片方面的研发取得突破，公司产品以其优异的性能，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、比亚迪、力帆汽车等汽车主机厂的主要配套厂家。国际市场方面，2009 年与美国 Brakes USA, Ltd（是美国汽车刹车系统领域的主要供应商之一，年销售刹车片超过 3000 万片）签订了 5 年的长期大批量供货合同，2010 年完成了 Brakes USA 的 DAYTONA 项目、俄罗斯和中东四批出口贸易任务，为美国通用汽车（GM）、德国博世（BOSCH）、美国 TRW 等国外汽车主机厂所开发的汽车刹车片项目也进展顺利。

募投项目投产使产能得以释放、产品档次从中低端向中高端拓展使销售价格得以提升，量价齐升之下公司飞机和汽车刹车业务收入和利润水平将呈现快速增长态势。

● 太阳能产业激发民用炭/炭热场材料庞大需求

太阳能是永不枯竭的清洁能源，在化石能源有限、减排压力渐增、风电水电核电资源和安全受限的背景下，太阳能是各国能源布局的安全出路，未来将占据世界能源消费的重要地位。2011 年德国光伏新安装容量达到 7.5GW，仅 12 月新增容量就达 3GW。虽然德国可能在 2012 年削减约 15% 的上网电价补贴，影响未来装机增速，但预计 2012 年后，中美印等新兴但更重要的市场将成长为太阳能舞台上的明星，到 2020 年全球太阳能累计装机可达 500~1000GW。

太阳能产业的发展离不开硅片，而硅片的生产又离不开各种专业设备，尤其是核心的多晶硅铸锭炉和直拉单晶炉。炉体需要使用坩埚、隔热罩、加热器、隔热底板/顶板等耐高温、耐腐蚀的炭/炭复合材料。我们预计到 2013 年，国内市场热场材料年市场空间超过 18 亿元。

公司在 2011 年开始规模生产炭/炭热场材料，其品牌效应逐渐显现，越来越多的太阳能公司认可和采购公司的炭/炭热场材料。

表 1、晶硅炉热场材料市场规模测算

时间	全球新增装机量 (MW)	新增晶硅炉 (个)	存量晶硅炉 (个)	年所需热场材料 (万元)	国内年所需热场材料 (万元)
2005	1320	220	1,000	16,667	8,333
2006	1851	309	1,309	21,808	10,904

2007	2734	456	1,764	29,403	14,701
2008	5277	880	2,644	44,061	22,031
2009	7315	1,219	3,863	64,381	38,286
2010	14897	2,483	6,346	105,761	71,391
2011E	16180	2,697	9,042	150,706	107,346
2012E	17150	2,858	11,901	198,344	145,457
2013E	17683	2,947	14,848	247,464	184,753

数据来源：2010年第十一届中国光伏大会、兴业证券研究所

● 盈利预测与估值

根据对公司各业务板块的分析，我们认为公司从 2011 年开始已进入业务和收入的快速增长期，长期成长空间逐步打开。但公司目前估值较贵，飞机刹车副的进口替代和出口业务的突破和进展存在一定的不确定性，短期业绩高速增长的可见度和确定性不是太高。我们预测 2011~2013 年公司 EPS 为 0.18、0.28、0.41 元，给予 2012 年 EPS 55X 估值，估值 15.4 元，维持推荐评级。

● 风险提示

原材料价格大幅上涨、汽车刹车片和炭/炭热场材料市场需求风险、飞机刹车副市场开拓风险、存货风险、美国对中国光伏产业的反补贴调查

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	444	574	802	1052
货币资金	129	87	100	120
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	113	175	249	323
其他应收款	10	18	28	40
存货	105	189	278	379
非流动资产	381	566	612	668
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	1	1	1	1
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	208	355	420	461
在建工程	92	77	47	35
油气资产	0	0	0	0
无形资产	59	66	77	92
资产总计	825	1141	1414	1721
流动负债	180	351	525	713
短期借款	85	120	214	263
应付票据	29	59	93	136
应付账款	47	95	149	218
其他	19	77	69	96
非流动负债	40	144	194	244
长期借款	0	100	150	200
其他	40	44	44	44
负债合计	220	495	718	957
股本	214	214	214	214
资本公积	262	262	262	262
未分配利润	69	104	147	206
少数股东权益	47	48	49	50
股东权益合计	606	646	696	764
负债及权益合计	825	1141	1414	1721

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	27	39	60	89
折旧和摊销	17	21	30	36
资产减值准备	3	-13	0	1
无形资产摊销	3	3	4	5
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	4	7	18	27
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	1	1	1	1
营运资金的变动	-35	19	135	92
经营活动产生现金流量	19	22	-16	59
投资活动产生现金流量	-126	-191	-85	-90
融资活动产生现金流量	18	128	115	51
现金净变动	-88	-42	13	20
现金的期初余额	205	129	87	100
现金的期末余额	116	87	100	120

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	218	350	553	808
营业成本	146	237	372	544
营业税金及附加	1	1	2	2
销售费用	14	19	30	44
管理费用	22	35	55	81
财务费用	3	7	18	27
资产减值损失	3	5	5	5
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	31	46	70	104
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	33	48	72	106
所得税	5	7	11	16
净利润	27	40	61	90
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	26	39	60	89
EPS (元)	0.12	0.18	0.28	0.41

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	26.3%	60.6%	57.8%	46.2%
营业利润增长率	47.2%	48.7%	53.5%	48.6%
净利润增长率	0.1%	51.6%	52.5%	48.0%
盈利能力(%)				
毛利率	33.3%	32.3%	32.7%	32.6%
净利率	11.9%	11.2%	10.8%	11.0%
ROE	4.6%	6.6%	9.3%	12.4%
偿债能力(%)				
资产负债率	26.6%	43.4%	50.8%	55.6%
流动比率	2.47	1.63	1.53	1.48
速动比率	1.88	1.09	1.00	0.94
营运能力(次)				
资产周转率	0.28	0.36	0.43	0.52
应收帐款周转率	1.94	2.33	2.61	2.83
每股资料(元)				
每股收益	0.12	0.18	0.28	0.41
每股经营现金	0.09	0.10	-0.08	0.28
每股净资产	2.61	2.79	3.02	3.34
估值比率(倍)				
PE	125.1	82.5	54.1	36.5
PB	5.8	5.4	5.0	4.5

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。