



签署合资合同组建航空系统公司， 服务国产大飞机C919项目

——博云新材（002297）事件点评报告

2012年2月20日

推荐/维持

博云新材

事件点评

林阳	有色金属行业首席分析师 lonyang@dxzq.net.cn 010-6655 4024	执业证书编号: S1480510120003
李晨辉	lich@dxzq.net.cn 010-66554028	

事件：

公司于2月20日发布公告，公司副总裁、总工程师张红波先生代表公司和长沙鑫航机轮刹车有限公司、霍尼韦尔（中国）有限公司在美国洛杉矶签署合资合同，三方共同出资组建霍尼韦尔博云航空系统（湖南）有限公司。合资公司组建后将直接或通过与霍尼韦尔及第三方供应商的合同安排从事飞机机轮刹车系统的设计、研发、测试、部件制造、系统总装及售后产品销售。

观点：

1. 签署合资合同组建航空系统公司，公司占注册资本的49%

公司和长沙鑫航共同作为中方与霍尼韦尔合资设立霍尼韦尔博云航空系统（湖南）有限公司。合资公司注册资本为8000万美元，其中中方认缴的出资额为3920万美元，占合资公司注册资本的49%，霍尼韦尔认缴的出资额为4080万美元，占合资公司注册资本的51%，双方均以美元等值人民币现金形式缴纳；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%。合资公司建设期为2年，预计2015年正式实现营业收入。

公司本次对外投资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。

2. 合资公司主要服务于国产C919大型客机机轮、轮胎和刹车系统项目

由于此前公司联合长沙鑫航机轮刹车有限公司与霍尼韦尔国际公司联合竞标取得了中国商用飞机有限责任公司C919大型客机机轮刹车系统独家供应商资格。因此此前成立合资公司主要服务于国产C919大型客机机轮刹车、机轮刹车系统、相关零部件以及其它双方约定的飞机机轮、机轮刹车系统、相关零部件生产销售。

公司是国内粉末冶金技术领先企业，目前的主要产品包括：飞机刹车副、航天用C/C复合材料、环保高性能汽车刹车材料及高性能模具材料。公司在国内飞机刹车副市场占据重要地位，公司飞机刹车副产品包括：粉末冶金刹车副和C/C飞机刹车副两种类型。而霍尼韦尔（中国）有限公司是霍尼韦尔国际公司在中国成立的100%控股子公司。霍尼韦尔国际公司是一家在技术和制造业方面占据世界领先地位的多元化跨国公司，在全球范围内为客户提供航空航天产品和服务，其股票在纽约证交所、伦敦证交所和芝加哥证交所上市交易。此次强强联手成立合资公司，将确保合资公司能为国产大飞机C919提供安全、可靠的机轮、轮胎和刹车系统。公司亦有望通过此次合作，学习霍尼韦尔在航空航天产品方面的领先技术以及管理技术，推动公司技术实力和管理水平的提升。

3. 合资公司短期业绩贡献有限，公司看点仍在汽车刹车片业务

合资公司建设期为 2 年，2015 年才能正式实现营业收入，因此合资公司短期内对公司业绩贡献有限，公司目前最大看点仍在汽车刹车片业务。随着我国汽车保有量的快速增长，汽车刹车副已经成为公司发展的重点，公司计划重点拓展如下两个市场：国内汽车售后市场和给国外大厂做 OEM 生产，公司未来的发展方向是国内主打陶瓷基，国外主要是陶瓷基和非金属刹车片。规划产能到 2013 年做到 500 万套，在国内汽车售后市场方面，公司的战略是在 3 年左右的时间内，投入 5000 万元，建立“博云”品牌战略，直接向 4S 店供货。在国外 OEM 方面，公司将与通用汽车合资，贴牌生产，以开拓国外汽车售后市场。

盈利预测与投资建议：

公司在国内飞机刹车副市场和 C/C 复合材料领域具备较强的竞争优势，预计飞机刹车副市场将保持 20%~30% 以上的增长速度，随着公司在汽车刹车片售后市场的不断开拓和“博云”品牌的逐步建立，公司业绩将稳步增长，预计公司 2011 年~2013 年的 EPS 分别为：0.17 元、0.26 元、0.42 元，对应的动态 PE 分别为 76.1、48.6、30.2 倍，首次给予公司“推荐”投资评级。

风险提示：

- 1) 飞机刹车副、航天以及民用 C/C 复合材料需求大幅下降对业绩造成的影响
- 2) 公司新增产能项目进展低于预期

表 1：盈利预测及关键指标

百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	218.10	316.00	425.00	555.00
(+/-)%	26.28%	44.89%	34.49%	30.59%
经营利润（EBIT）	52.79	87.58	115.99	160.15
(+/-)%	21.68%	65.90%	32.44%	38.07%
净利润	25.87	35.97	56.31	90.49
(+/-)%	0.11%	39.05%	56.56%	60.69%
每股净收益（元）	0.120	0.168	0.263	0.423

资料来源：东兴证券

利润表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
营业收入	218.10	316.00	44.89%	425.00	34.49%	555.00	30.59%
营业成本	145.54	220.00	51.16%	281.22	27.83%	346.60	23.25%
营业费用	14.06	18.01	28.06%	27.20	51.01%	35.52	30.59%
管理费用	21.86	28.44	30.11%	38.25	34.49%	49.95	30.59%
财务费用	2.69	5.15	91.78%	10.28	99.42%	15.41	49.97%
投资收益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	30.66	40.82	33.12%	64.11	57.05%	103.13	60.87%
利润总额	32.51	42.58	30.99%	65.87	54.69%	104.89	59.24%
所得税	5.40	5.11	-5.38%	7.90	54.69%	12.59	59.24%
净利润	27.11	37.47	38.23%	57.96	54.69%	92.30	59.24%
归属母公司所有者的净利润	25.87	35.97	39.05%	56.31	56.56%	90.49	60.69%
NOPLAT	27.81	40.46	45.47%	65.46	61.80%	104.32	59.36%
资产负债表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	128.54	189.60	47.51%	255.00	34.49%	333.00	30.59%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	113.07	163.63	44.71%	220.07	34.49%	287.38	30.59%
预付款项	50.46	92.26	82.84%	145.69	57.92%	211.54	45.20%
存货	105.29	159.12	51.13%	203.40	27.83%	250.69	23.25%
流动资产合计	443.92	672.30	51.45%	915.20	36.13%	1,201.51	31.28%
非流动资产	381.29	339.68	-10.91%	298.08	-12.25%	256.47	-13.96%
资产总计	825.21	1,011.99	22.63%	1,213.28	19.89%	1,457.98	20.17%
短期借款	85.10	192.73	126.47%	298.03	54.64%	411.71	38.14%
应付帐款	46.76	69.32	48.25%	88.60	27.83%	109.20	23.25%
预收款项	11.90	24.54	106.24%	41.54	69.28%	63.74	53.45%
流动负债合计	179.77	337.45	87.71%	490.96	45.49%	660.15	34.46%
非流动负债	39.81	38.64	-2.96%	39.73	2.82%	41.03	3.27%
少数股东权益	47.20	48.70	3.18%	50.35	3.39%	52.16	3.60%
母公司股东权益	558.42	587.20	5.15%	632.25	7.67%	704.64	11.45%
净营运资本	264.15	334.85	26.77%	424.25	26.70%	541.36	27.60%
投入资本 IC	560.78	637.62	13.70%	724.23	13.58%	835.51	15.37%
现金流量表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
净利润	27.11	37.47	38.23%	57.96	54.69%	92.30	59.24%
折旧摊销	19.44	0.00	N/A	41.61	N/A	41.61	0.00%
净营运资金增加	(46.65)	70.70	N/A	89.40	26.44%	117.11	31.00%
经营活动产生现金流	19.31	(31.97)	N/A	(16.96)	N/A	(0.97)	N/A
投资活动产生现金流	(126.05)	(2.50)	N/A	(2.50)	N/A	(2.50)	N/A

融资活动产生现金流	18.37	95.54	420.20%	84.86	-11.18%	81.47	-4.00%
现金净增（减）	(88.37)	61.06	N/A	65.40	7.10%	78.00	19.27%

分析师简介

林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所投资品组负责人，2011 年天眼最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

联系人简介

李晨辉

中国科学院工学硕士，武汉大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；
- 看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券