

分析师： 关键鑫
执业证书编号： S0050510120016
Tel: 010-59355985
Email: guanjx@chinans.com.cn
地址： 北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)



博云新材 (002297.SZ)

业绩拐点提供安全边际 多重事件打开想象空间

投资要点

- 1、C/C 复合材料具有广阔的市场空间。C/C 复合材料凭借优异的性能，广泛应用于航天航空领域，并有望成为新一代制动材料。
- 2、飞机刹车副业务打破市场垄断格局，即将进入新一轮高速增长期。我们预计 2011 年公司飞机刹车副业务有望保持 35%-40% 的增长率，若能成功联姻 HONEYWELL，其产品有望迅速打入欧美市场，实现海外市场的快速扩张，这为公司的业绩增长提供了另一重想象空间。
- 3、航天用 C/C 复合材料产能规模扩大，毛利率提高。
- 4、公司将成为全球汽车刹车片产业的领导者。
- 5、投资博云的五大理由：四大主营业务均属于高技术壁垒行业；产品毛利率水平仍具有上升空间；新兴产业大发展的历史背景赋予公司高估值溢价；刹车产品是典型的耗材，市场容量很大；需求增长与产能扩张使得业绩符合增长率超预期。
- 6、给予“买入”评级，6 个月目标价 45 元。我们预计公司募投项目将在 2011 年逐步达产，产能有所扩张，预计 2011 年、2012 年和 2013 年 EPS 分别为 0.33 元、0.64 元和 1.16 元，对应动态 PE 分别为 53 倍、28 倍和 16 倍。虽然 2011 年公司 PE 估值水平仍较高，但我们考虑到公司股本小、各项业务均属于高技术壁垒行业，应该给予一定估值溢价，A 股市场中也有许多同样的先例。

我们推荐的逻辑高度概括为：“业绩拐点带来安全边际、多重事件打开想象空间”。

有色金属

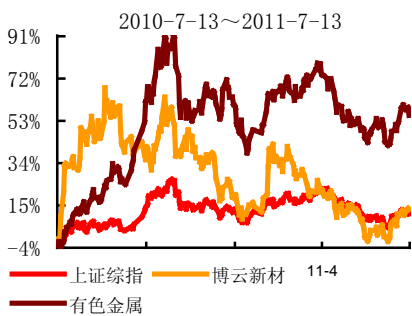
投资评级

| | |
|-------|-----|
| 本次评级: | 买入 |
| 跟踪评级: | 未评级 |
| 目标价格: | 45 |

市场数据

| | |
|---------------|------------------|
| 市价(元) | 19.06 |
| 上市的流通 A 股(亿股) | 1.34 |
| 总股本(亿股) | 2.14 |
| 52 周股价最高最低(元) | 16.42-28.53 |
| 上证指数/深证成指 | 2769.84/12334.26 |
| 2010 年股息率 | 0.00% |

52 周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

| 项目 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 218.10 | 310.74 | 454.74 | 668.11 |
| 增长率(%) | 26.28 | 42.48 | 46.34 | 46.92 |
| 归属于母公司所有者的净利润(百万元) | 25.87 | 70.87 | 136.71 | 249.15 |
| 增长率(%) | 0.10 | 173.96 | 92.90 | 82.25 |
| 毛利率(%) | 33.26 | 43.50 | 52.34 | 60.83 |
| 净资产收益率(%) | 4.63 | 10.92 | 17.39 | 24.07 |
| EPS(元) | 0.12 | 0.33 | 0.64 | 1.16 |
| P/E(倍) | 157.67 | 57.55 | 29.84 | 16.37 |
| P/B(倍) | 7.30 | 6.48 | 5.32 | 4.02 |

来源：公司年报、民族证券

正文目录

| | |
|--|----|
| 一、公司基本情况 | 4 |
| 二、C/C 复合材料具有广阔的市场空间 | 5 |
| (一) C/C 复合材料的优异性能 | 5 |
| (二) C/C 复合材料广泛应用于航空航天领域，并有望成为新一代制动材料 | 5 |
| 三、飞机刹车副业务：打破市场垄断格局 | 7 |
| (一) 国内飞机刹车副市场被国际飞机零部件巨头企业所垄断 | 7 |
| (二) 公司飞机刹车副技术实力雄厚，已取得多机型 PMA 证书 | 7 |
| (三) 公司飞机刹车副业务即将进入新一轮高速增长期 | 8 |
| (四) 联手 HONEYWELL，拓展另一重想象空间 | 9 |
| 四、航天用 C/C 复合材料产能规模扩大，毛利率提高 | 10 |
| 五、公司将成为全球汽车刹车片产业的领导者 | 11 |
| (一) 汽车刹车片国际市场：美日德汽车刹车片市场规模位居前三甲 | 11 |
| (二) 汽车刹车片国内市场：中国汽车工业快速发展是其发展的强劲动力引擎 | 12 |
| (三) 汽车刹车片面临环保化和高性能化两大转型 | 13 |
| (四) 公司汽车刹车片业务盈利将保持 60% 以上的复合增长率 | 14 |
| 六、高性能模具材料发展空间巨大 | 15 |
| 七、投资博云新材的五大亮点 | 16 |
| (一) 四大主营业务均属高技术壁垒行业 | 16 |
| (二) 产品毛利率水平仍具有上升空间 | 16 |
| (三) 新兴产业大发展的历史背景赋予公司高估值的理由 | 17 |
| (四) 刹车产品是典型的耗材，市场容量很大 | 17 |
| (五) 需求增长与产能扩张使得业绩复合增长率超预期 | 17 |
| 八、公司盈利预测及评级 | 18 |
| 九、风险因素 | 19 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：公司股权结构 | 4 |
| 图 2：公司下属子公司情况 | 4 |
| 图 3：2010 年公司各业务收入结构占比 | 5 |
| 图 4：2010 年公司各业务利润结构占比 | 5 |
| 图 5：C/C 复合材料结构图 | 5 |
| 图 6：2009 年以前国内粉末冶金飞机刹车副市场格局 | 7 |
| 图 7：2009 年以前国内炭炭复合材料飞机刹车副市场格局 | 7 |
| 图 8：中国民用飞机增长迅速 | 9 |
| 图 9：航天用 C/C 复合材料喷管 | 10 |
| 图 10：中国历年火箭发射次数 | 10 |
| 图 11：2008-2010 年航天用 C/C 复合材料收入规模 | 10 |
| 图 12：汽车刹车片发展趋势 | 11 |
| 图 13：环保型高性能汽车刹车片 | 11 |
| 图 14：美国、日本和德国汽车刹车片销售收入规模 | 12 |
| 图 15：中国汽车保有量数据 | 12 |

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图 16: 新一代汽车刹车片面临环保化和高性能化两大转型..... | 14 |
| 图 17: 2008-2010 年公司各业务毛利率情况 | 17 |
| 表 1 C/C 复合材料具体应用领域及优点 | 6 |
| 表 2 公司已取得不同型号机型的 PMA 证书..... | 8 |
| 表 3 部分募集资金投资项目变更具体内容如下表: | 15 |
| 表 4 公司各业务产能情况 | 18 |
| 表 5 公司各项业务增长情况 | 18 |
| 附录: 财务预测表 | 20 |

一、公司基本情况

湖南博云新材料股份有限公司（简称“博云新材”）的前身是中南大学粉末冶金研究所，系由中南大学粉末冶金研究中心联合中国航空器材进出口总公司、湖南高科技创业投资有限公司(现更名为湖南湘投高科技创业投资有限公司)、深圳市盛城投资发展有限公司、中南大学校长黄伯云教授作为发起人，于 2001 年 7 月以其各自拥有中南大学粉末冶金研究所的权益作为出资，将粉末冶金研究中心下属的粉冶所整体改制为湖南博云新材料股份有限公司是对曾获得国家技术发明一等奖的 C/C 复合材料的产业化而设，由于该材料一直以来为国外公司垄断，因此该材料的研发成功和产业化将打破技术封锁。

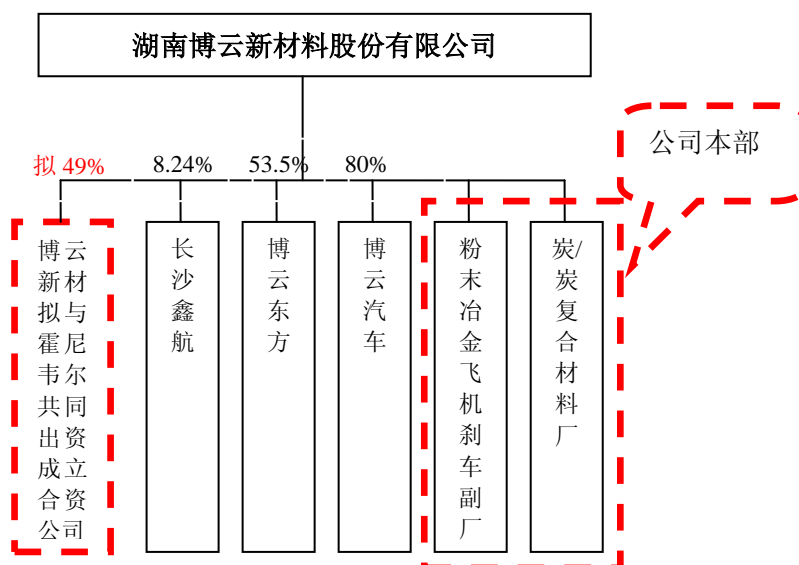
图 1：公司股权结构



数据来源：公司年报 民族证券

目前，公司主营业务分布在粉末冶金和炭/炭复合材料飞机刹车副以及航天用炭/炭复合材料、环保型高性能汽车刹车片、高性能模具材料等三大类具有自主知识产权的粉末冶金复合材料产品的研究、开发、生产和销售。其生产主体分别为公司本部（粉末冶金飞机刹车副厂和炭/炭复合材料厂）、控股子公司博云汽车和博云东方。详见图 2。

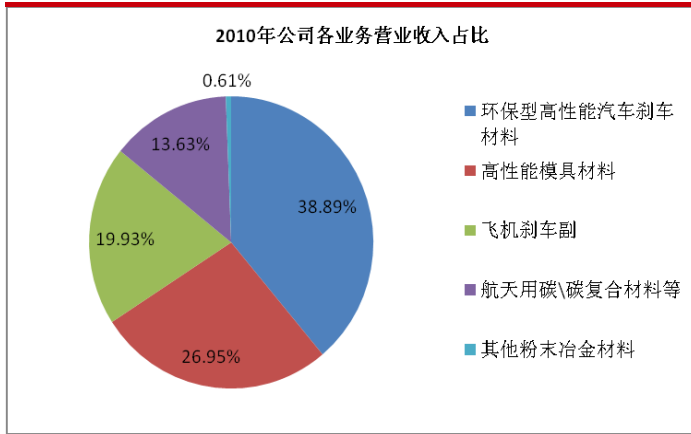
图 2：公司下属子公司情况



数据来源：公司年报 民族证券

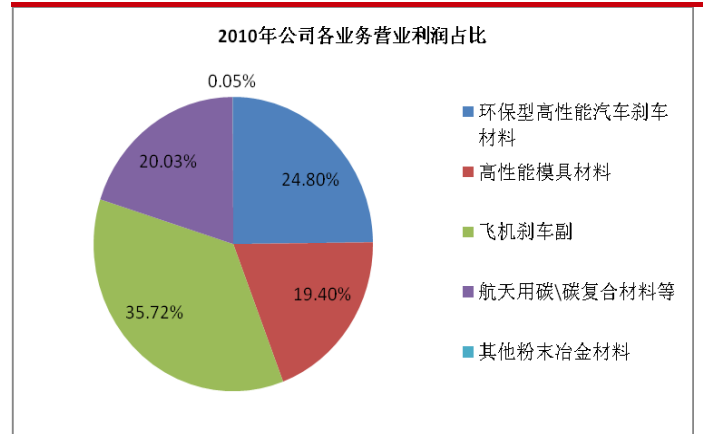
按照产品的应用领域划分，2010 年公司的营业收入构成中环保型高性能汽车刹车片收入占比最高，达到 38.89%，其次是高性能模具材料，达到 26.95%；从营业利润构成中飞机刹车副业务贡献最大，达到 35.72%，其次是环保型高性能汽车刹车材料业务，占比达到 24.80%。尽管 2010 年公司业绩增长幅度有限，没有特别大的亮点，但我们认为随着公司各项业务的稳步推进，产能规模逐渐释放，公司业绩增长指日可待。

图 3：2010 年公司各业务收入结构占比



资料来源：公司年报，民族证券

图 4：2010 年公司各业务利润结构占比



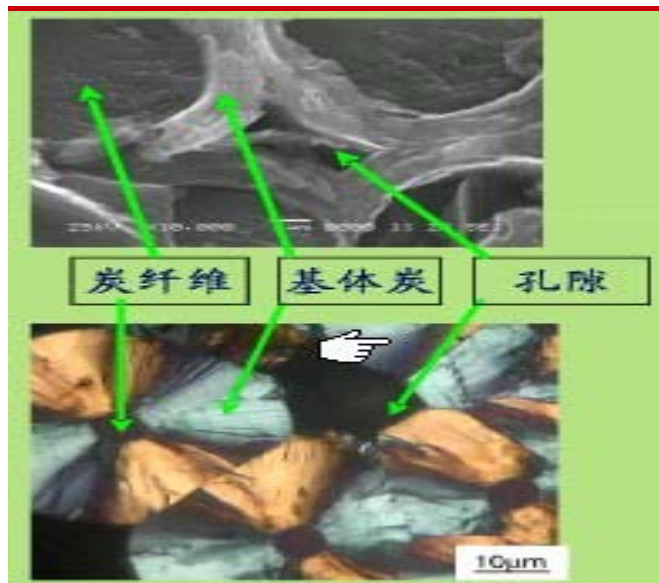
资料来源：公司年报，民族证券

二、C/C 复合材料具有广阔的市场空间

（一）C/C 复合材料的优异性能

碳纤维增强炭基复合材料（C/C 复合材料，C/C）是以碳或石墨纤维为增强体，碳或石墨为基体复合而成的材料。炭/炭复合材料也是以粉末冶金技术为基础，是结构—功能一体化的新型材料，具有密度低（约 1.8g/cm³）、比强度大、摩擦特性优良、耐高温（3000 摄氏度）、耐热冲击等一系列优异性能。

图 5：C/C 复合材料结构图



数据来源：公司年报 民族证券



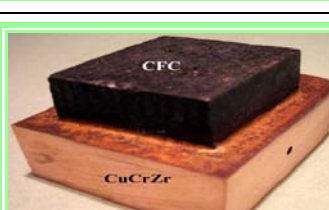


（二）C/C 复合材料广泛应用于航空航天领域，并有望成为新一代制动材料

C/C 复合材料凭借其一系列优异性能，已广泛应用于航空、航天等领域，其中飞机刹车副

是 C/C 复合材料最主要的应用领域，与金属基材料相比，C/C 复合材料使波音 757 减重 550 公斤，刹车副寿命提高 5~6 倍。目前，世界上有 60 余型飞机使用 C/C 复合材料飞机刹车副，其用量占 C/C 复合材料年消耗量的 60% 左右。另外，航空发动机的喷嘴等热构件是 C/C 复合材料在航空领域的另一应用。在航天领域，C/C 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。此外，C/C 复合材料在机械制造、交通运输和化工等领域也具有广阔的应用前景，如用作热压模具、真空炉和单（多）晶硅炉发热体、隔热体以及紧固件、汽车与火车刹车片、热交换器、人造骨等。展望未来，C/C 复合材料凭借质轻、摩擦磨损等优异性能，将成为飞机、高速列车、磁悬浮列车、赛车等现代交通工具最新一代制动材料。由此可见，C/C 复合材料的应用领域非常广泛。

目前，由于种种原因导致 C/C 复合材料仍属于国家鼓励发展的基础前沿领域，也正是我国比较薄弱的环节，但我们认为，随着 C/C 复合材料不断扩大的下游需求，国家势必会进一步加快其产业化进程，给予必要的政策倾斜，C/C 复合材料行业将迎来重要的发展契机。

表 1 C/C 复合材料具体应用领域及优点

| 材料类别 | 具体应用领域 | 优点 | 典型代表图片 |
|-----------------|--|---|---|
| 制动材料 | 质轻、摩擦磨损性能优异，是飞机、高速列车、磁悬浮列车、赛车等现代交通工具最新一代制动材料 | 以飞机刹车副为例，与金属基相比，C/C 使波音 757，减重 550 公斤，刹车副寿命提高 5~6 倍 |  |
| 工业用途 | 大型制造业热场材料，主要是大尺寸隔热桶/罩、底板和顶板产品等 | 较传统石墨材料使用寿命长、尺寸薄、抗热震性能好、大尺寸加工成型容易，广泛应用于现代大型工业加热、化工等领域 |  |
| 核能领域 | 是“国家大科学工程一聚变实验装置”先进第一壁材料 | 具有抗强辐射、耐等离子体冲刷、高导热等优异综合性能 |  |
| 太阳能领域 | 单/多晶硅坩埚 | 耐热、耐腐蚀、多晶硅厂家已经开始使用炭/炭复合材料作为热场材料 |  |
| 火箭、航空发动机、战略战术导弹 | 发动机喷管 发动机燃烧室 喷管 喉衬 过渡环 扩散段 | 耐高温、抗烧蚀性能，烧蚀率低，型面烧蚀均匀，烧蚀性能稳定，可满足新一代固体火箭发动机喷管、翼缘、鼻锥等关键部件的首选材料。并且，重量减轻、射程显著增加 |  |

资料来源：公开资料整理 民族证券

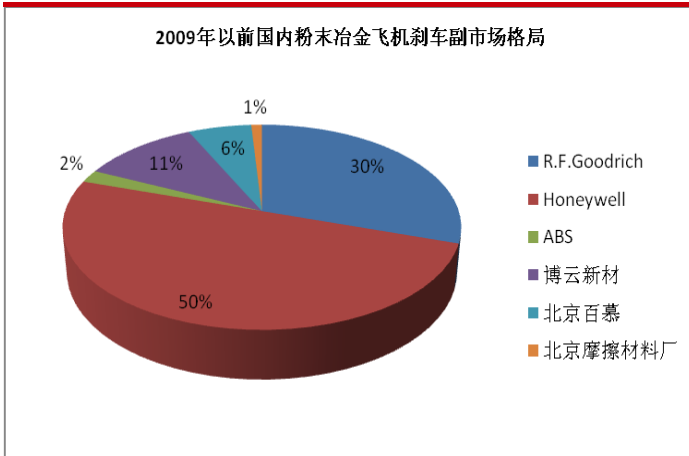
三、飞机刹车副业务：打破市场垄断格局

飞机刹车副安装在飞机机轮装置上，用于飞机起飞、着陆、滑行、转弯和停机，是与飞机发动机并列的飞机 A 类关键性部件。飞机刹车副作为飞机重要（A 类）的消耗性部件，具有可观的市场容量，产品有两类：粉末冶金飞机刹车副和炭/炭复合材料飞机刹车副。

（一）国内飞机刹车副市场被国际飞机零部件巨头企业所垄断

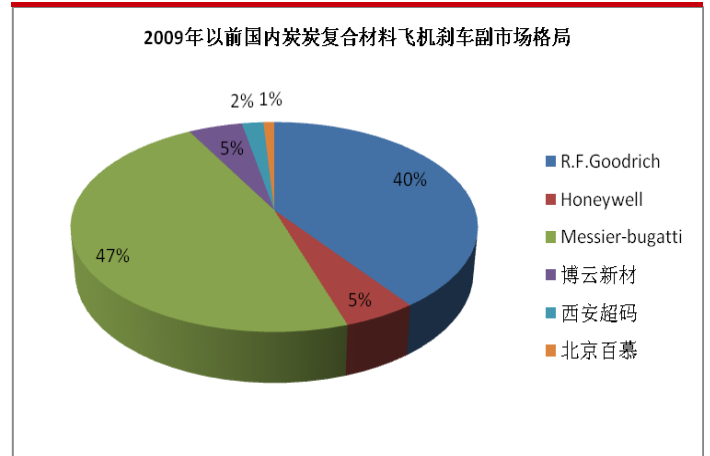
上世纪 50 年代，粉末冶金飞机刹车副随着喷气式飞机的出现而诞生，主要用于波音 737 系列飞机、图-154 和部分军机用飞机；炭/炭（C/C）复合材料飞机刹车副是随着现代大型高速、高负荷的军用飞机和大型民用飞机的出现，为满足现代飞机在重载及超重载条件下工作的需要而产生的。当今国际上大多数大型民用飞机如波音 747/757/767/777/787 系列以及空客 300/310/319/320/321/330/340/380 等）和军用飞机均采用炭/炭复合材料飞机刹车副。由于飞机刹车副制造复杂、技术工艺先进，我国企业进入的时间较晚，过去国内民用飞机刹车副市场还主要被 Honeywell、B.F.Goodrich、ABS 等国际飞机零部件巨头企业所垄断，国内企业市场占有率很低。详见图。

图 6：2009 年以前国内粉末冶金飞机刹车副市场格局



资料来源：招股说明书，民族证券

图 7：2009 年以前国内炭炭复合材料飞机刹车副市场格局



资料来源：招股说明书，民族证券

（二）公司飞机刹车副技术实力雄厚，已取得多机型 PMA 证书

公司开发的粉末冶金刹车副制备技术曾获国家技术发明奖二等奖和国家科学技术进步奖三等奖。该技术在本公司进行产业化生产后，先后取得了波音 737—300/500 型、波音 737—600/700/800/900 型系列飞机粉末冶金刹车副的生产许可证、俄罗斯颁发的图—154 飞机粉末冶金刹车副生产许可证、相关军机的粉末冶金刹车副的设计定型与生产许可。

我国炭/炭复合材料飞机刹车副核心技术“高性能炭/炭航空制动材料的制备技术”由中国工程院院士、公司创始人黄伯云教授带领的科研团队于 2003 年研制成功，打破了美、英、法三国在该技术上对我国的封锁，为实现我国数百架进口大型干线飞机炭/炭复合材料飞机刹车副国产化奠定了基础，不仅保障了国家航空战略安全，而且在国防上也具有重要意义。该技术率先在本公司进行产业化生产，生产的波音 757—200 型飞机炭/炭复合材料飞机刹车副在国内首获大型干线飞机 PMA 证书，某军机用炭/炭复合材料刹车副已定型批产。2009 年 3 月 10 日，公司研制的空客-320 系列炭/炭复合材料飞机刹车副在黄花国际机场试飞成功，并于 2009 年 5 月 14 日取得了民航总局 PMA 证书，进入领先使用阶段，标志着公司已具备空客

-320 系列飞机刹车副的生产能力。

表 2 公司已取得不同型号机型的 PMA 证书

| 序号 | 批准书编号 | 零部件号 | 适用机型 |
|----|----------------|-----------------|--------------------|
| 1 | PMA0001-001 | ZFS2-1474 | 波音 737-300/500 |
| 2 | PMA0001-002 | BY-89903 | 波音 757-200 |
| 3 | PMA0001-003-ZN | ZFS2612302 | 波音 737-600/700 |
| 4 | PMA0001-004-ZN | ZFS2612312 | 波音 737-700/800/900 |
| 5 | PMA0001-005 | BY2-1474 | 波音 737-300/500 |
| 6 | PMA0001-006 | BY2-1587 | 波音 737-700/800 |
| 7 | PMA0001-007-ZN | BY2-1586 | 波音 737-600 |
| 8 | PMA0001-008 | BY31687、BY31984 | 空客 320 系列 |

资料来源：公开资料整理 民族证券

（三）公司飞机刹车副业务即将进入新一轮高速增长期

2010 年公司飞机刹车副业务实现收入 4345.88 万元，同比下降约 10%，其主要原因是海外市场因金融危机的影响出现一定程度萎缩，且公司部分产品验证尚未完成，故暂时无法大批量生产供货。我们预计 2011 年部分型号飞机刹车副完成试用验证后，将为航空公司批量供货，飞机用炭刹车副将逐步放量；同时，国内第三代等各新型军用飞机将逐步成为我国军用飞机的主力，公司配套的飞机炭刹车副也将会受益。从 2010 年公司年报及一些数据中获悉，公司为进一步开拓飞机刹车副市场采取了一些新举措，这将保证公司该项业务在 2011-2013 年进入新一轮高速增长期。这些新举措主要体现在四个方面：（1）波音 737-800 型飞机刹车和 A320 型飞机炭刹车在国航和南航的试用工作已完成，有望将于 2012 年实现大批量生产供货（2）为波音 737 配套的粉末冶金刹车片也于 2010 年进入国航、东航开始试用工作；（3）公司目前已经与美国 HONEYWELL 公司达成初步合作意向，拟建设合资公司共同生产炭炭复合材料飞机刹车副，合资公司将在 HONEYWELL 的帮助下获得美航相关供应商（CMA）资格，打入北美市场，培育出新的利润增长点。（4）公司已与中国商用飞机有限责任公司达成合作协议，成为国家“大飞机”项目的刹车副系统的定点供应商，为确保中国大飞机能在 2014 年实现首飞肩负政治使命。以上四方面新举措决定了公司未来两年在飞机刹车副市场将取得利润的高速成长。

根据目前市场发展情况，公司在飞机刹车副业务方面也存在着产能不足的问题，完全无法满足即将到来的需求增长，公司也正积极筹措资金进一步扩大生产规模。我们认为，未来三年，只要公司的产能跟得上需求的发展，飞机刹车副销售的高速增长是可以预见的，其投资价值相当显著，存在 4 方面的因素：

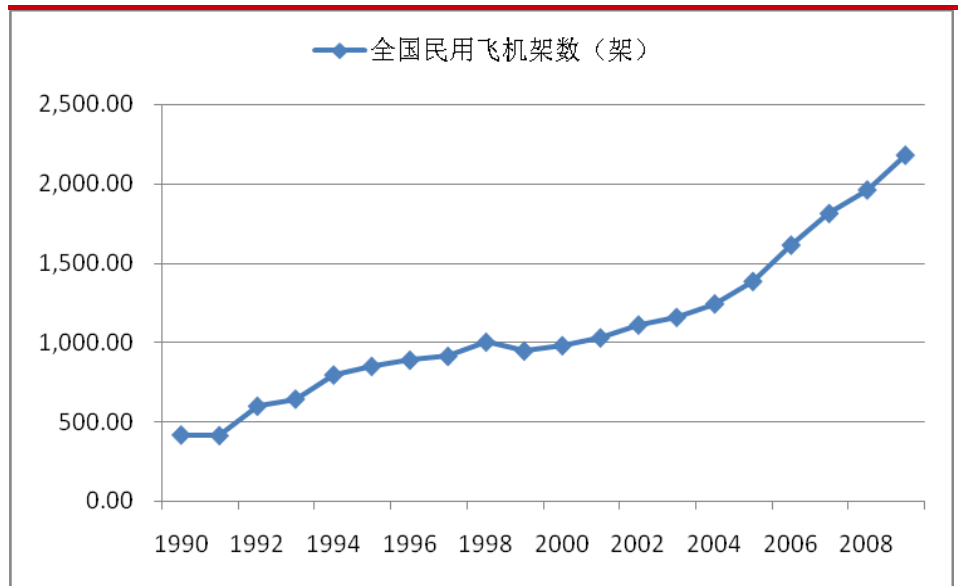
1、公司在飞机刹车副相关领域的高毛利率将延续。飞机刹车副的毛利率较高，过去几年以来一直维持在 50%-60%。其中，公司军、民用飞机刹车副的毛利率在 2008 年、2009 年和 2010 年分别为 59.56%、57.74%和 59.64%，维持着较高的态势。我们通过与公司电话沟通得知，飞机刹车副近两年可以继续保持高毛利率的态势，因为，国外竞争者的价格普遍偏高，对公司不构成威胁，而国内的竞争者较少且产能有限，难以影响行业平均利润率的下降。目前，公司生产的粉末冶金飞机刹车副的单价为 1.50 万元/套以上，炭/炭复合材料飞机刹车副为 1.60 万元/盘左右。

2、飞机刹车副属于耗材，对经济周期的影响不敏感。飞机刹车副属于航空 A 级关键部件，按照正常使用情况，粉末冶金飞机刹车副使用寿命一般为 3 个月，炭/炭复合材料飞机刹车副

的使用寿命一般为 1 年。作为一种耗材，航空公司、汽车制造商、维修商对其有着固定的需求。

3、产品消费市场增长可期，海外市场的扩张丰富想象空间。根据民航总局 2008 年公布的相关统计数据，截止 2008 年底，中国民航登记注册的民用运输类飞机数量为 1308 架。其中使用粉末冶金刹车副的飞机数量为 610 架，使用炭/炭复合材料刹车副的飞机数量为 698 架，按每套刹车副含 9 片刹车盘来保守估算，2008 年中国民用航空刹车副市场需求约 15 亿元人民币，与各大航空公司 08 年发布的耗材数据相吻合。我们需要重视国内民航市场的扩大所产生的价值提升效应：据 2008 年 11 月 5 日《上海证券报》的报道，在 11 月 4 日的珠海航展上，中国航空工业集团公布了 2008-2027 年民用飞机中国市场预测年报。根据该年报，未来 2 年中国航空客运周转量的年均增长率为 8.3%，中国民航需要补充各型民用客机 3815 架。其中，大型喷气式客机 2822 架，支线飞机 993 架。预计到 2027 年，中国的民用客机机队规模将达到 4250 架，货机机队规模将达到 604 架。这意味着，到 2025 年，中国飞机刹车副市场规模要达到 50 亿。可以相比较的佐证是波音公司去年发布的发展研究报告——《Boeing_Current_Market_Outlook_2009_to_2028》，波音公司认为未来的 20 年，中国将是全世界航运市场发展速度最快的地区，中国有望在 2028 年实现 4610 台的飞机保有量。如果按照波音公司的预测，中国的飞机零部件产业将迎来更景气的发展。

图 8：中国民用飞机增长迅速



数据来源：wind 民族证券

公司作为国内目前这一方面技术最雄厚、产能最大、且唯一拥有上市资格的重点企业，有望在未来的市场扩容中迅速扩大市场份额，实现业绩的超预期增长。根据市场相关研究，公司有望在 2015 年占据国内 30% 的市场份额。

（四）联手 HONEYWELL，拓展另一重想象空间

此外，公司曾表示未来公司的重点发展方向是炭/炭复合材料飞机刹车副，粉末冶金刹车副的生产将逐步降低，这与公司的国际化战略是相一致的。自 2010 年以来，公司于美国飞机刹车副巨头 HONEYWELL 开始洽谈双方的合作事宜，公司将通过与外资企业设立合资公司的方略打入欧美市场，实现海外市场的快速扩张，这为公司的业绩增长提供了另一重想象空间。另外，根据公开市场信息推断，2011 年公司飞机刹车副业务有望保持 35%-40% 的增长率，不

考虑超预期因子，2012 年销售额超过 1 亿是大概率事件。而到 2012 年，公司如果与 HONEYWELL 合资公司已经投产并实现海外市场销售收入、国内新增产能也开始贡献利润时，公司在飞机刹车副市场的利润增幅有望达到 200-300%。

四、航天用 C/C 复合材料产能规模扩大，毛利率提高

航天用 C/C 复合材料的制备技术是火箭发动机的关键技术之一，我国在“十一五”和 2020 年前火箭发动机的规划中，都将采用 C/C 复合材料提高发动机性能作为主要技术支撑点之一。从 2010 年开始，我国航天业“十一五”规划中的五大工程（载人航天、嫦娥工程、高分辨对地观测系统、北斗系统、新一代运载火箭）将进入密集实施阶段，根据统计，到 2020 年为止，我国将至少发射 51 颗左右的卫星、飞船，年均发射约 5 颗。同时，随着我国火箭技术的不断成熟，对外提供发射服务的次数也将不断增加。据统计，中国已为十三个国家和地区提供了卫星发射和搭载服务，进行了二十九次国际商业发射，发射了三十五颗商业卫星。航天业的蓬勃发展将大大增加航天用炭/炭复合材料的市场需求，据预测，航天用炭/炭复合材料市场的年需求将超过 10 亿元，目前参与我国航天用炭/炭复合材料竞争的企业除公司外，还有航天科技集团 703 所、航天科技集团 43 所和上海大学复合材料研究所。公司开发的航天用炭/炭复合材料制品已有多个型号实现定型批产，供应解放军总装备部，本公司作为其主要生产企业，必将是最大的受益者之一。

图 9：航天用 C/C 复合材料喷管

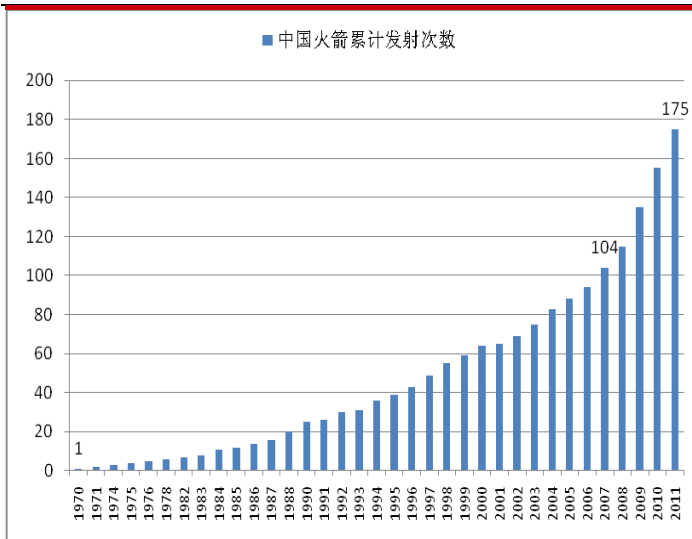


数据来源：航天工业管理 民族证券

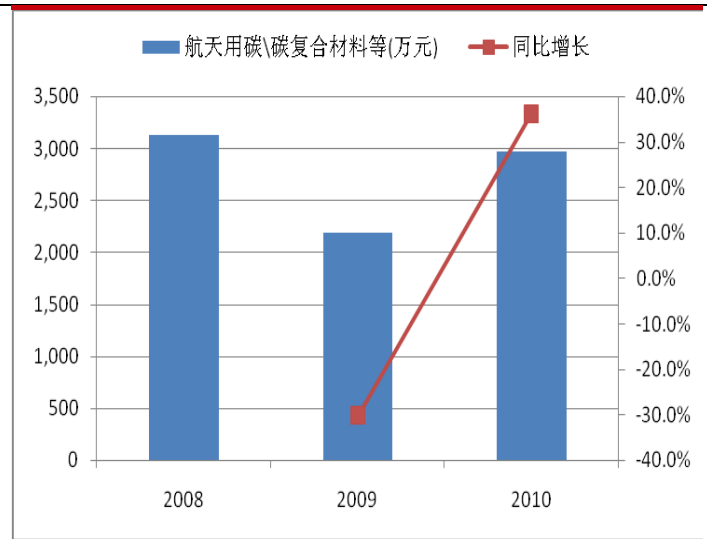
2010 年公司航天用 C/C 材料方面多个型号的研制工作获得突破性成果，已成功研制多种喉衬产品并成为供应商，多种新型号喉衬成功通过地面热试车考核，某型号探空火箭用喉衬开始批量供货。从收入规模来看，2009 年推迟的合同保证了 2010 年这一方面的销售额重返增长之路，与此同时，由于航天用炭/炭复合材料销售和生产规模的增长，导致其单位生产成本的下降，从而使其销售毛利率从 2009 年的 45.63% 提高到 2010 年的 48.89%，提升了 3.26 个百分点。随着航空航天业“十二五”规划的具体实施，我国航天活动会更加频繁，公司在航天 C/C 复合材料领域的业绩仍然将保持稳定增长态势。

图 10：中国历年火箭发射次数

图 11：2008-2010 年航天用 C/C 复合材料收入规模



资料来源：公司招股说明书，民族证券

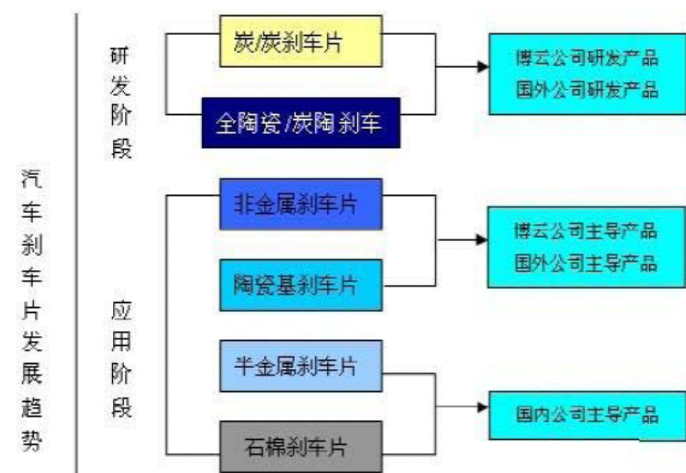


资料来源：公司招股说明书，民族证券

五、公司将成为全球汽车刹车片产业的领导者

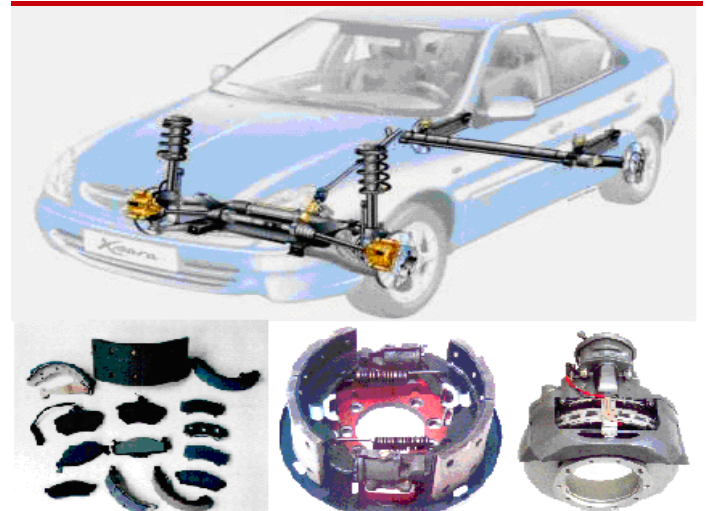
汽车刹车片可分为石棉刹车片和无石棉刹车片两大类。由于传统的石棉刹车片在高温条件下衰退严重，且产生的石棉粉尘有很强的致癌作用，因此，全球汽车制造业目前都在淘汰石棉刹车片，改用更环保的陶瓷基刹车片、非金属（无钢纤维）刹车片、全陶瓷/炭陶刹车片和炭/炭刹车片。目前汽车摩擦材料根据其综合性能逐渐递增依次是石棉刹车片、半金属刹车片、陶瓷基刹车片、非金属（无钢纤维）刹车片、全陶瓷/炭陶刹车片和炭/炭刹车片。

图 12：汽车刹车片发展趋势



资料来源：公司招股说明书，民族证券

图 13：环保型高性能汽车刹车片



资料来源：公司招股说明书，民族证券

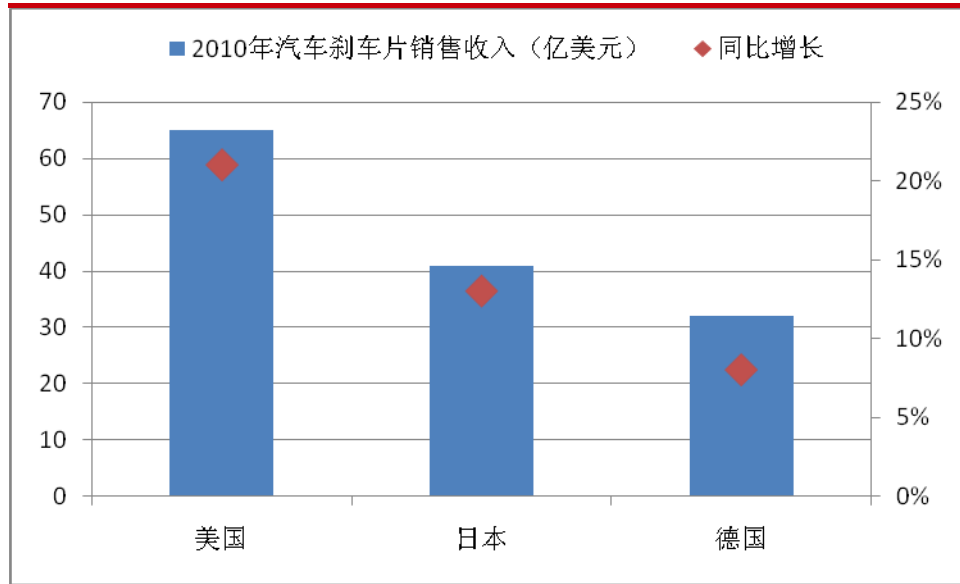
刹车片产品的市场需求增长与汽车工业的发展息息相关（汽车产量和保有量决定了刹车片的产量，它与刹车片产销量之间存在很强的正相关关系），汽车工业的快速发展将直接带动刹车片生产企业的同步发展，美国、日本、德国等汽车工业强国的发展历程足以印证这一点。

（一）汽车刹车片国际市场：美日德汽车刹车片市场规模位居前三甲

根据世界汽车制造商协会统计数据，全球现有近 9 亿辆汽车保有量，并还在以每年 3000 万辆的速度递增，预计到 2020 年，全球的汽车保有量将达到 12 亿辆。其中，2010 年美国汽车销量保持了自 2009 年以来的高速增长，达到 773 万台，随着美国汽车市场的逐渐回暖，推

动了美国汽车刹车片市场规模持续扩大，根据相关数据显示，2010年美国汽车刹车片销售收入实现65亿美元，同比增长21%；其次，作为全球十大汽车零部件配套市场之一的日本，由于拥有着先进的汽车刹车片生产加工技术及国内外强大的市场需求，2010年其汽车刹车片销售收入达到41亿美元，同比增长13%；此外，汽车工业强国德国的汽车刹车片技术已经非常成熟，2010年其国内汽车产销两旺，全年汽车刹车片实现销售收入32亿美元，同比增长8%。从以上数据可以看出，美国、日本及德国的汽车刹车片销售收入已近140亿美元，虽然市场规模已经非常大，但据国际能源机构的统计，到2020年，国际汽车刹车片市场的需求量将超过300亿美元，这表明全球汽车刹车片行业仍具有较强的扩容潜力。

图 14：美国、日本和德国汽车刹车片销售收入规模



数据来源：互联网 民族证券

（二）汽车刹车片国内市场：中国汽车工业快速发展是其发展的强劲动力引擎

中国汽车工业的快速发展将直接带动刹车片生产企业的同步发展。2010年，我国汽车工业在购置税优惠，以旧换新、汽车下乡、节能惠民产品补贴等多种鼓励消费政策叠加效应的作用下，汽车产销双双超过1800万辆，刷新全球汽车产销记录，再次蝉联全球第一。另据公安部交管局发布信息，2010年末全国民用汽车保有量9086万辆（包括三轮车和低速货车1284万辆），比上年末增长19.3%，其中私人汽车保有量6539万辆，增长25.3%。民用轿车保有量4029万辆，增长28.4%，其中私人轿车3443万辆，增长32.2%。此外，工信部预计2020年中国汽车保有量超2亿辆。毫无疑问，中国汽车工业的快速发展是国内汽车刹车片行业跨越式发展的动力引擎。

图 15：中国汽车保有量数据



数据来源: wind 民族证券

在汽车的刹车系统中，刹车片是最关键的安全零件，所有刹车效果的好坏都是刹车片起决定性作用。由于我国汽车工业起步较晚，国内所生产的中高档车型基本上属于欧、美、日、韩等国车系，而汽车刹车片是关键性的安全部件，品牌汽车企业对其认证非常严格。据中国摩擦与密封材料协会统计，目前国内的轿车刹车片 85%都依赖于进口，国内汽车刹车片行业所能竞争的市场主要集中在商用车刹车片、中低档小车用刹车片和微型车刹车片市场。

目前，国内年产汽车约 1800 万辆左右，刹车片市场需求量很大，全国每年需要刹车片 3 亿套左右。据统计，目前我国摩擦材料生产企业有 470 多家，其中包括 40 多家中外合资企业和外商独资企业。2010 年国内刹车片行业整体实现了平稳快速增长，总产量（不包括办成晶材料）为 87.56 万吨，同比增长 20.73%，其中汽车用摩擦材料占总量的 80%左右；总产值 166 亿元，同比增长 28.35%；销售收入 160 亿元，同比增长 30.25%。

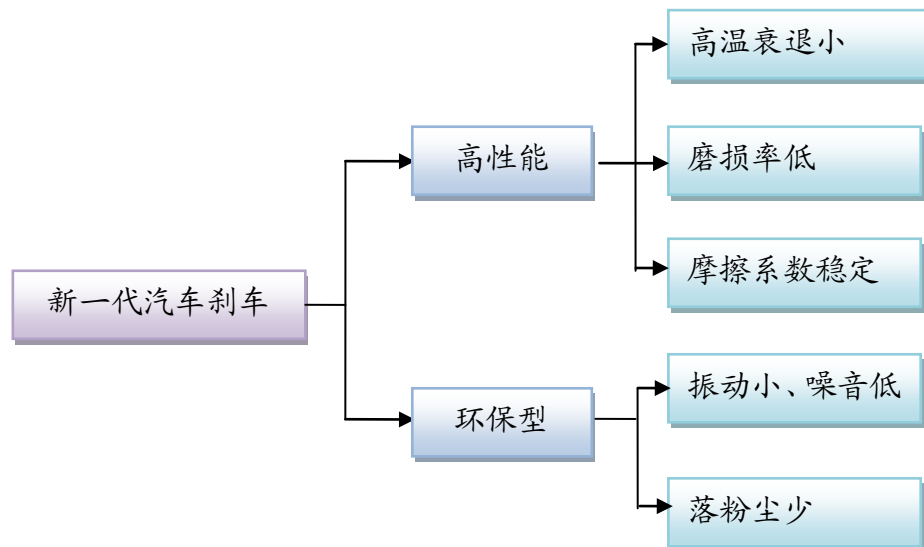
作为国内汽车刹车片行业跨越式发展的动力引擎，中国汽车工业的快速发展将从刹车片存量和增量两个角度来影响未来汽车刹车片的市场需求情况。存量市场方面（售后服务市场），由于刹车片属于易耗品，更新的频率较快，巨大的汽车保有量将刺激国内售后市场刹车片的需求；增量市场方面（汽车主机配套市场），国内汽车产销两旺的态势使得刹车片在配套市场依旧需求很大。与此同时，经过多年的发展，我国汽车刹车片行业整体生产技术水平有了大幅提升，部分领军企业已经达到国际先进水平。由于我国汽车零部件制造技术水平的提高和发达国家产业政策的调整及价格因素的影响，国际采购链正在向我国转移，我国的汽车刹车片生产企业将在国际市场上赢得更多的市场份额。因此，刹车片行业正迎来一个大好的发展机遇。

（三）汽车刹车片面临环保化和高性能化两大转型

在国外市场，无石棉、少金属的环保型摩擦材料（又称 NAO 型摩擦材料）已经开始向市场推广，欧美一些国家已经就限制摩擦材料中有害重金属组分及铜的含量进行立法，在可以预见的将来，摩擦材料中重金属组分的含量将会成为摩擦材料出口欧美的一项贸易限制。在国内市场，汽车刹车片仍多为含有致癌物质和严重性能缺陷的石棉刹车片。在更加注重环保的今天，要想提升国产汽车刹车片的国际市场竞争力，国内汽车刹车片行业面临着环保化和高性能化两大转型。环保型高性能刹车片除要满足高温衰退小、磨损率低、摩擦系数稳定等要求外，还应具有振动小、噪声低、落灰少等环保人性化的性能特点，这些都为摩擦材料配

方技术、原材料处理技术、混料制备技术、热压成型技术、热处理技术及后续处理技术等提出了更高的要求。详见下图。

图 16: 新一代汽车刹车片面临环保化和高性能化两大转型



数据来源：民族证券

（四）公司汽车刹车片业务盈利将保持 60%以上的复合增长率

近年来，我国汽车工业处于快速发展的黄金时期，博云汽车抢抓这一有利时机，利用先进的粉末冶金复合材料技术研制开发的环保型高性能汽车刹车片具有高温抗热衰退性好（ $\geq 650^{\circ}\text{C}$ ）、制动噪音低、使用寿命长、摩擦性能稳定、不落粉尘等优点，更为值得一提的是，其产品价格优势非常明显，堪称是利用技术手段寻找成本更加低廉材料的典范。凭借这一系列的优势，公司汽车刹车片产品性能已跻身于世界一流行列，目前正在为美国通用汽车、德国 BOSCH 公司、美国 TRW 公司等主机厂开发的高性能汽车刹车片项目进展顺利，经 BOSCH 公司、美国 TRW 公司试验验证，产品在耐高温性能、制动噪音控制、制动平稳性、使用寿命等性能达到了其技术标准，尤其是其不落粉尘的特性使公司目前在汽车刹车片领域相关技术已达到世界顶级水平。在 2010 年上半年底特律车展上，公司因产品质量与世界顶级汽车刹车片供应商——日本的阿基勃罗不相上下且其产品价格仅阿基勃罗的 60%而享誉世界，不少国际汽车厂商纷纷要求公司能够给予长期供货，2010 年公司与美国第 2 大刹车副售后服务商 Brakes USA, Ltd. 签署了长期供货合同，公司对其供货数量将由 2010 年的 40 集装箱逐渐增加到 2013 年的 375 集装箱，替代原来日本供货商成为其中高端产品的独家供应商，这大大拓宽了公司汽车刹车片未来的配套领域。

博云汽车技术起点高、产品性能优良，主要面向中高档汽车主机配套市场，其市场份额逐年扩大，且有加速上升的趋势，但公司汽车刹车片产能不足的问题日益凸显，2010 年公司汽车刹车片产能利用率已达 140%。我们认为，公司在国际汽车配件市场获得客户认可后，随着产能提升，进入汽车主机配套商的供应链也只是时间问题，我们预计汽车刹车片将在未来 3 年保持 60-70% 的高速增长，这意味着当前公司在这一块存在严重的产能不足的问题，因此，加大该项目的投资以扩大产能从而实现更好的经济效益是十分必要的。公司于去年 3 月 10 日第三届董事会第十二次会议审议通过了《关于变更部分募集资金投向的议案》，拟对“环保型高性能汽车刹车片技术改造工程”追加投资 6000 万元，除将“粉末冶金飞机刹车副技术改造

工程”项目减少的投资额 3,500 万元全部投入外，拟自筹资金 2500 万元。

表 3 部分募集资金投资项目变更具体内容如下表：

| 项目名称 | 调整前 | | 调整后 | |
|---------------|---------|-------|----------|---------|
| | 项目投资总额 | 自筹资金额 | 项目资金额 | 自筹资金额 |
| 粉末冶金飞机刹车副技术改造 | 5992.17 | 0 | 2492.17 | 0 |
| 环保型高性能汽车刹车片技改 | 4996.12 | 0 | 10996.12 | 2500.00 |

资料来源：公司公告 民族证券

我们认为，通过变更募集资金投向，公司的汽车刹车片产能将有所提升，新增产能大概在 2000--2500 万片。公司汽车刹车片凭借优异的性能，在底特律车展上大放异彩，得到了国内外汽车厂商的青睐，因此，汽车刹车片的订单出现超预期增长将成为大概率事件。面对市场需求的快速增长，这将直接导致调整募集资金投向后公司在汽车刹车片方面的产能依然不足，公司的汽车刹车片生产依然处于供不应求的状态。未来只要产能继续扩大并实现达产，即能够马上为公司贡献利润并带动整体业绩的增长。

2010 年公司汽车刹车片业务收入达到 8000 万元，增速超过 60%，远远超出 IPO 时的市场预期。我们预计，未来两年公司在汽车刹车片方面的销售额增长是最快的，并有望成为公司 2011-2013 年主要利润增长点，其中，2011 年汽车刹车片销售额有望超过 1.1 亿元。不仅如此，公司环保型汽车刹车片主要供应中高端车型，毛利率比传统产品高，随着新建产能的释放，可以预计公司汽车刹车片的利润率水平将逐年提升。目前，我们参考此前公司在底特律车展上的产品报价，其毛利率保持在 20% 没有任何问题，其利润贡献的 EPS 在 2011 年有望达到 0.12 元。根据公司产能的释放进度以及销售渠道的拓展进度，2011 年至 2013 年，公司在这一块业务的盈利仍有望继续保持 60%-70% 的复合增长。

六、高性能模具材料发展空间巨大

装备制造业在我国具有重要的战略位置，但其 60~80% 的零部件都要依靠模具成型，这将给高性能模具材料行业带来巨大的发展机遇。据统计，2007 年我国模具销售额达到了 870 亿元，同比增长 19.4%，到 2010 年，我国模具市场需求量将达到 1200 亿元左右，特别是对精密、大型、复杂、长寿命模具的需求量较大，呈快速增长趋势。

目前我国模具产品构成比例中冲压模具约占 50% 左右，模具材料费用约占 20% 左右，以此推算，2010 年我国冲压模市场规模将达到 120 亿元，如果按照高端模具占整个模具行业比例 30% 左右估算，到 2010 年我国高性能冲压模具市场的需求将达到 36 亿元。。由于历史原因，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差距，目前我国高性能级进冲压模具材料市场主要由美国的肯纳(Kenna)、奥地利的森拉天时(Ceratizit)、日本富士(Fuji)、日本共立(Kyoritsu)等国外少数有技术优势的企业占据。

近年来，公司依托高性价比和技术服务优势，通过持续的技术创新和营销创新，打破了先前由他们垄断的国际市场，国内市场占有率和品牌形象得以不断提升。2008 年公司该类产品的销售额较 2006 年增长了 138.4%，2010 年该类产品的销售额较 2008 年增长了%，可见，市场份额不断扩大。同时，该产品在公司模具材料销售的比例也不断上升，也表明了公司高端模具材料巨大的发展前景和空间。目前已向国内电机定转子级进冲模模具前两位企业宁波震裕、慈溪鸿达进行批量供货，并开始向欧、美、日的一些先进模具企业供货。；产品经日

本黑田、英国腾普、美国 LH、美国 OBERG 等国际著名企业检测，质量达到国际先进水平。

公司高性能模具材料方面属国家“863 计划”项目科研成果的超细晶粒硬质合金系列产品也得到成功的推广应用。2010 年在高性能模具材料领域实现销售收入 5878.13 万，同比增长 23.94%，毛利率约 23.24%，我们通过分析该行业相关资料得知该领域的市场规模在未来几年将稳步增长，公司将凭借优异的产品性能以及明显的价格优势，在该领域内的市场份额有望实现跨越式增长。我们预计公司 2011 年在这一领域的收入将实现 30%-35% 的增长，有望达到 7600 万。

七、投资博云新材的五大亮点

我们综合了公司的年报分析、业绩成长分析等诸方面的因素，认为博云新材存在着五大投资亮点：

（一）四大主营业务均属高技术壁垒行业

公司四大主营业务都属于具有高技术壁垒的行业，其中，公司主要产品中飞机刹车副和汽车刹车片均需获得政府相关部门的认证。以飞机刹车副为例，它需要获得各自国家民航适航部门的认证。在中国必须获得民航部门的 PMA 认证，才可以拥有市场准入资格。公司开发的飞机刹车副产品已获得 9 种机型生产许可证，为国内取得 PMA 证书最多的公司。产品拥有较高的技术壁垒门槛意味着其市场份额的稳定。我们认为，公司的产品固然属于较明显的拥有自主知识产权的专利，但公司还有更多的无形“专利”，即公司自主研发的生产设备和强大的科研人员队伍，这是短期内不可复制的竞争优势。公司依靠其超强的技术实力，已经成功进入航空航天、汽车等行业，因此，我们不排除未来公司会进入其他交通运输领域的可能，若此，公司的市场空间又将进一步拓宽。因此，我们在做估值标准选定时给予了较高的估值水平。

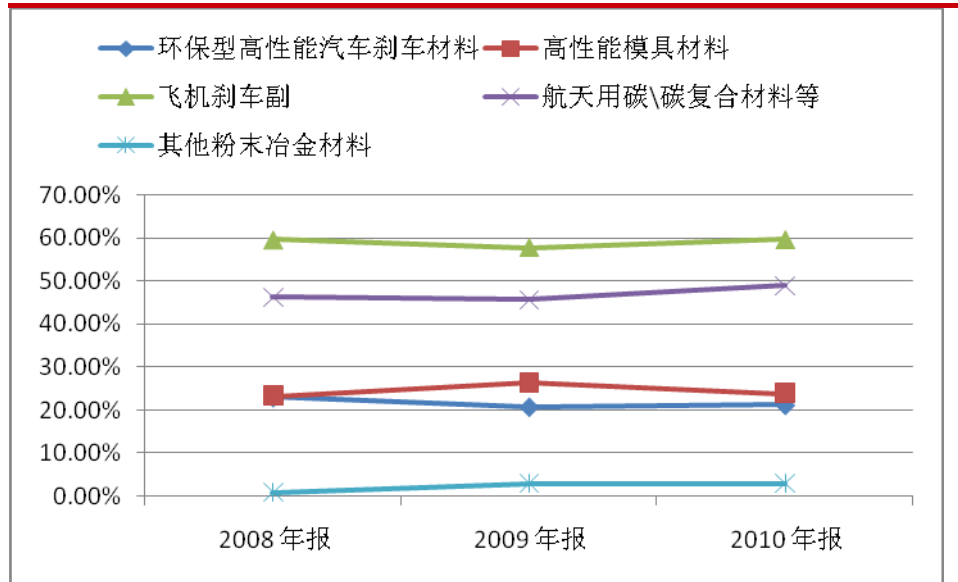
（二）产品毛利率水平仍具有上升空间

我们认为，公司航空航天产品的高利润率是博云新材应该享受一定估值溢价的重要因素。2010 年公司飞机刹车副业务毛利率为 59.64%，较去年提升 2.1 个百分点，其中波音 737 系列的粉末冶金飞机刹车副毛利率更高，可以维持在 60%-70% 之间。炭/炭飞机刹车副的毛利率在 50% 左右，其低于粉末冶金刹车副的主要原因是由于中国民航使用炭/炭飞机刹车副的波音 757 型飞机机队只有约 50 架左右，没有形成规模效益，成本较高。相信随着公司生产的炭/炭飞机刹车副开始装备民航空客 A320 型飞机，该产品毛利率也将逐步提高到与粉末冶金刹车副相当的水平。2010 年航天用炭/炭复合材料业务毛利率为 48.89%，较去年提升 3.26 个百分点，主要是由于航天用炭/炭复合材料销售和规模的增长，导致其单位生产成本的下降。未来随着航空航天业“十二五”规划的具体实施，我国航天活动会更加频繁，公司在航天 C/C 复合材料领域的业绩仍然将保持稳定增长态势，同时该项业务的毛利率水平也将维持在较高的水平。

相比之下，环保型高性能汽车刹车材料业务以及高性能模具材料业务的毛利率偏低，但也能保持在 20% 左右，其中环保型高性能汽车刹车片产品的售价较国外知名品牌产品具有明显的价格优势，因此，未来该项业务毛利率水平维持在 20% 以上不成问题，同时，随着公司汽车刹车片生产线技术改造工程的完成，产能规模迅速释放，规模经济效益凸显，毛利率水平将进一步提升；2010 年公司高性能模具材料业务毛利率下降主要是由于原材料采购成本的上升所致，我们认为，价格传导机制是允许有一定的时间差，这意味着该项业务毛利率水平

下降属于短期行为。总体而言，通过对公司竞争对手的分析与公司产能投放的进度，我们认为公司所从事的业务具有高技术壁垒，短时期内不存在参与者众多从而导致行业平均资本回报率下降的可能，未来 3 年内不存在导致公司整体毛利率出现较明显下降的因素，同时在公司各项业务产能规模扩产的背景下，其生产成本有望继续下降，毛利率水平仍有上升空间。

图 17：2008-2010 年公司各业务毛利率情况



数据来源：公司年报 民族证券

（三）新兴产业大发展的历史背景赋予公司高估值的理由

目前，国家中长期规划大工程如高超声速飞行器工程、大飞机工程、载人航天与探月工程等关键部件对炭/炭复合材料性能提出了更高要求；在核能、光伏、化工、大型热加工领域也迫切需要低成本的炭/炭复合材料。公司 C/C 复合材料业务符合国家大力扶持新材料产业的战略，同时，公司亦属于新材料领域标志性龙头企业。公司的两大主打产品——飞机刹车副、汽车刹车片已经获得国际认可，刚刚开始进入高速增长期，未来在取代进口市场、拓展海外市场方面的高速成长机遇是我们看重的投资价值。尤其是公司的航空产品（军用、民用飞机刹车副）和航天产品，确保了国家航空战略安全，同时在国防上具有重要战略意义。像公司这样掌握核心技术，业绩具备中长期复合高速增长潜力的中小板公司应该给予更高估值水平（如：美国著名企业思科系统——CISCO SYSTEM，股价从 1990 年 10 月的 0.1 美元涨到 2000 年 3 月的 82 美元）。

（四）刹车产品是典型的耗材，市场容量很大

在航空领域，飞机刹车副是和航空发动机并列的 A 级关键部件，汽车刹车片也是汽车的关键性 A 类安全部件。由于刹车产品通过材料间摩擦来工作，磨损不可避免，是一种典型的耗材。以飞机刹车副为例，粉末冶金飞机刹车副使用寿命一般为 3 个月，炭/炭飞机刹车副的使用寿命一般为 1 年。刹车产品作为必不可少的耗材，飞机、汽车制造企业和维修市场都对公司产品有较大的需求，据测算，到 2025 年仅国内飞机刹车副市场容量为 50 亿元左右，国内汽车刹车片市场容量为 200 亿元左右，市场容量非常大，并且其作为耗材受经济下滑冲击相对较小。可以预见，飞机刹车副和汽车刹车片将给公司的净利润和营业收入带来巨大的增长。

（五）需求增长与产能扩张使得业绩复合增长率超预期

据统计数据显示，在飞机刹车副、高端汽车刹车片、高性能模具材料市场上，尽管公司市场占有率在国内企业中排名第一，但绝对值远低于市场中的国际巨头。我们认为，公司产品替代进口产品的步伐才刚刚起步，随着配套空客 A320 的 C/C 刹车副进入商用以及与国外航空制造巨头合作项目的开展，航空刹车副的快速增长将出现在 2011--2013 年，目前公司正积极联系国际航空制造巨头 HONEYWELL 联合竞标参与大飞机项目，如果成立合资公司，公司不仅可以加快在国内航空市场的进口替代步伐，还将为公司产品获得国际适航认证奠定更好基础；公司的汽车刹车片业务有望在短期内成为业绩爆发性释放的动力。我们有理由相信，凭借不逊与国外同类产品的质量，依靠比国外同类产品低 40%-50% 的价格，在国家产业政策大力扶持下，公司可以通过进口替代大幅提升市场占有率。随着公司这两项业务产能扩张计划的完成，既可以在取代进口这一块获得超额收益，又可在海外市场拓展中获取超预期收益，为未来公司业绩出现复合性高增长赋予了实际意义。

表 4 公司各业务产能情况

| 产品类别 | 上市时产能规模 | 募投项目增加产能 | 募投项目更改产能 | 预计年底产能规模 |
|--------------|---------|----------|---------------------------|---------------------------|
| 粉末冶金飞机刹车副 | 2500 套 | 2500 套 | 募投项目变更，未增加 | 2500 |
| 炭炭复合材料飞机刹车副 | 2000 盘 | 4000 盘 | 0 | 6000 |
| 航天用 C/C 复合材料 | 2000 公斤 | 2000 公斤 | 航天用 1000 公斤 民用 5000 公斤 | 航天用 3000 公斤 民用 5000 公斤 |
| 环保型高性能汽车刹车材料 | 500 万片 | 1000 万片 | 1000 万片 | 2500 万片 |
| 高性能模具材料 | 80 吨 | 120 吨 | 0 | 200 |

资料来源：公司公告 民族证券

八、公司盈利预测及评级

公司过去一直采用“以销定产”的生产模式，因此，对于生产基地的投资估计不足。目前，公司的业务发展欣欣向荣，下游需求极其旺盛，但公司受制于产能不足，跟不上市场需求的增长。公司 2009 年 9 月实现成功上市，募集资金 2.9 亿，截止 2010 年 12 月 31 日，募集资金已实现支出 2.2 亿元，仅剩 7,149.70 万元尚未使用的募投资金，考虑到 2011 年上半年期间公司仍将用掉一部分募投资金，因此我们预计公司尚未使用的募投资金数量非常有限。

公司 2010 年上半年在美国底特律车展一鸣惊人，主打产品之一汽车刹车片备受世界各大汽车生产商好评，订单出现超预期增长，且海外市场的拓展亦取得了突破性进展。目前，公司在汽车刹车片生产上遇到了瓶颈，国内外订单增长远超预期，公司急需扩建生产基地，但资金不足。同时，中商公司与公司达成协议，指定公司为中国大飞机项目制动刹车系统材料供应商，而公司目前的生产能力亦不能满足其需求，亦需扩建生产基地。因此，公司在实施完增发后，产能不足的问题将得到解决，同时，随着“大飞机”项目的推进、中国居民汽车消费量的增长、航空航天市场规模的扩大，公司也将进入盈利高速增长时期。

表 5 公司各项业务增长情况

| 各项业务 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 环保型高性能汽车刹车材料 | 3807.92 | 3808.92 | 3809.92 | 3810.92 | 3811.92 |

| | | | | | |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| (万元) | | | | | |
| YOY | 37.15% | 62.44% | 60.00% | 60.00% | 60.00% |
| 毛利率 | 20.79% | 21.22% | 25.00% | 26.00% | 27.00% |
| 高性能模具材料(万元) | 3,349.97 | 5,878.15 | 7,641.60 | 10,316.15 | 14,442.61 |
| YOY | 6.49% | 75.47% | 30.00% | 35.00% | 40.00% |
| 毛利率 | 26.36% | 23.94% | 27.00% | 28.00% | 29.00% |
| 飞机刹车副(万元) | 4,845.13 | 4,345.88 | 5,866.94 | 8,213.71 | 11,499.20 |
| YOY | 5.53% | -10.30% | 35.00% | 40.00% | 40.00% |
| 毛利率 | 57.74% | 59.64% | 61.00% | 62.00% | 63.00% |
| 航天碳\碳复合材料等(万元) | 2,181.45 | 2,971.83 | 3,863.38 | 5,099.66 | 6,833.54 |
| YOY | -30.22% | 36.23% | 30.00% | 32.00% | 34.00% |
| 毛利率 | 45.63% | 48.89% | 51.00% | 51.00% | 51.00% |
| 其他粉末冶金材料(万元) | 1,673.03 | 132.51 | 132.51 | 132.51 | 132.51 |
| YOY | -3.91% | -92.08% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 毛利率 | 2.96% | 2.94% | 3.00% | 3.00% | 3.00% |
| 营业总收入(万元) | 17,270.68 | 21,809.57 | 31,074.34 | 45,473.91 | 67,646.86 |
| YOY | 5.24% | 26.28% | 42.48% | 46.34% | 48.76% |
| 毛利率 | 33.65% | 33.27% | 35.43% | 35.69% | 35.92% |

资料来源：民族证券整理

我们预计公司募投项目将在 2011 年逐步达产，产能有所扩张，预计 2011 年、2012 年和 2013 年 EPS 分别为 0.33 元、0.64 元和 1.16 元，对应动态 PE 分别为 53 倍、28 倍和 16 倍，虽然 2011 年公司 PE 估值水平仍较高，但我们考虑到公司股本小、各项业务均属于高技术壁垒行业，应该给予一定估值溢价，A 股市场中也有许多同样的先例，并且公司若与霍尼韦尔成功成立合资公司，其业务拓展带来的业绩增长空间是非常广阔。总之，我们推荐的逻辑高度概括为：“业绩拐点提供安全边际、多重事件打开想象空间”，6 个月内目标价 45 元，给予公司“买入”评级。

九、风险因素

- (1)、海外市场拓展进展低于预期；
- (2)、人民币汇率升值的步伐出现超出预期的变动；
- (3)、国内竞争对手开发出替代性技术；

附录：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|--------|--------|---------|---------|
| 流动资产 | 443.92 | 538.35 | 639.31 | 828.68 |
| 现金 | 128.54 | 179.12 | 126.44 | 117.08 |
| 应收账款 | 149.96 | 191.32 | 294.03 | 434.24 |
| 其他应收款 | 50.46 | 41.97 | 57.28 | 74.14 |
| 预付账款 | 9.67 | 8.01 | 13.01 | 21.99 |
| 存货 | 105.29 | 117.93 | 148.54 | 181.22 |
| 其他 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产 | 381.29 | 385.74 | 492.89 | 636.16 |
| 长期投资 | 1.40 | 1.40 | 1.40 | 1.40 |
| 固定及无形资产 | 358.69 | 349.50 | 445.33 | 564.89 |
| 其他 | 21.20 | 34.84 | 46.16 | 69.86 |
| 资产总计 | 825.21 | 924.09 | 1132.20 | 1464.84 |
| 流动负债 | 179.77 | 188.68 | 227.82 | 262.35 |
| 短期借款 | 85.10 | 85.10 | 85.10 | 85.10 |
| 应付账款 | 87.15 | 87.57 | 120.82 | 147.37 |
| 其他 | 7.52 | 16.01 | 21.90 | 29.88 |
| 非流动负债 | 39.81 | 55.57 | 81.39 | 118.61 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 39.81 | 55.57 | 81.39 | 118.61 |
| 负债合计 | 219.59 | 244.26 | 309.21 | 380.96 |
| 少数股东权益 | 47.20 | 50.54 | 56.98 | 68.72 |
| 归属母公司股东权益 | 558.42 | 629.29 | 766.00 | 1015.16 |
| 负债和股东权益 | 825.21 | 924.09 | 1132.20 | 1464.84 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|---------|--------|---------|---------|
| 经营活动现金流 | -19.57 | 62.92 | 59.05 | 136.42 |
| 净利润 | 27.11 | 74.21 | 143.15 | 260.89 |
| 折旧摊销 | 2.53 | 4.66 | 6.82 | 9.26 |
| 财务费用 | 19.44 | 20.20 | 24.94 | 32.14 |
| 投资损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营运资金变动 | 2.69 | 3.82 | 5.60 | 8.22 |
| 其它 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资活动现金流 | -71.26 | -39.60 | -121.31 | -173.47 |
| 资本支出 | -0.07 | -0.37 | -0.15 | -0.62 |
| 长期投资 | -107.98 | -24.19 | -131.63 | -174.55 |
| 其他 | -107.98 | -24.19 | -131.63 | -174.55 |
| 筹资活动现金流 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 短期借款 | 33.26 | 11.84 | 19.91 | 28.76 |
| 长期借款 | 29.79 | 15.67 | 25.51 | 36.98 |
| 普通股增加 | -0.00 | 0.00 | -0.00 | -0.00 |
| 资本公积增加 | -5.35 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 11.50 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | -2.69 | -3.82 | -5.60 | -8.22 |

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

| 单位：百万元 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 218.10 | 310.74 | 454.74 | 668.11 |
| 营业成本 | 145.54 | 175.57 | 216.74 | 261.69 |
| 营业税金及附加 | 0.75 | 1.06 | 1.84 | 2.43 |
| 销售费用 | 14.06 | 15.54 | 26.03 | 35.83 |
| 管理费用 | 21.86 | 21.75 | 27.28 | 40.09 |
| 财务费用 | 2.69 | 3.82 | 5.60 | 8.22 |
| 资产减值损失 | 2.53 | 4.66 | 6.82 | 9.26 |
| 公允价值变动收 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 30.66 | 88.34 | 170.42 | 310.59 |
| 利润总额 | 32.51 | 88.34 | 170.42 | 310.59 |
| 所得税 | 5.40 | 14.14 | 27.27 | 49.69 |
| 净利润 | 27.11 | 74.21 | 143.15 | 260.89 |
| 少数股东损益 | 1.24 | 3.34 | 6.44 | 11.74 |
| 归属母公司净利 | 25.87 | 70.87 | 136.71 | 249.15 |
| EBITDA | 52.79 | 112.36 | 200.95 | 350.95 |
| EPS（元） | 0.121 | 0.331 | 0.639 | 1.164 |

主要财务比率

| | 2010A | 2011F | 2012F | 2013F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 26.28% | 42.48% | 46.34% | 46.92% |
| 营业利润 | 47.17% | 188.10% | 92.90% | 82.25% |
| 归属母公司净利润 | 0.11% | 173.96% | 92.90% | 82.25% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 33.27% | 43.50% | 52.34% | 60.83% |
| 净利率 | 12.43% | 23.88% | 31.48% | 39.05% |
| ROE | 4.48% | 10.92% | 17.39% | 24.07% |
| ROIC | 4.59% | 11.96% | 16.94% | 22.60% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 26.61% | 26.43% | 27.31% | 26.01% |
| 净负债比率 | -0.84% | -5.88% | 4.64% | 7.80% |
| 流动比率 | 246.93% | 285.32% | 280.62% | 315.87% |
| 速动比率 | 1.88 | 2.23 | 2.15 | 2.47 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.26 | 0.34 | 0.40 | 0.46 |
| 应收帐款周转率 | 1.45 | 1.62 | 1.55 | 1.54 |
| 应付帐款周转率 | 1.68 | 1.96 | 1.81 | 1.88 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.121 | 0.331 | 0.639 | 1.164 |
| 每股经营现金 | 0.09 | 0.29 | 0.28 | 0.64 |
| 每股净资产 | 2.61 | 2.94 | 3.58 | 4.74 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 147.66 | 53.90 | 27.94 | 15.33 |
| P/B | 6.84 | 6.07 | 4.99 | 3.76 |
| EV/EBITDA | 74.70 | 34.95 | 20.08 | 11.75 |

分析师简介

毕业于哈尔滨工程大学产业经济学专业，经济学硕士学位、工学学士学位。2008年加入中国民族证券有限公司，供职于研究发展中心行业与上市公司部，具有证券执业资格。主要负责有色金属行业、旅游行业及相关上市公司的研究工作，对周期性行业及消费行业的发展动向有着深刻的理解，曾在《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》、《中国有色金属》期刊上发表过相关研究报告。研究特长：从产业发展与公司财务运营的角度发掘上市公司投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

| 类别 | 级别 | 定义 |
|--------|------|---------------------------------|
| 行业投资评级 | 推 荐 | 未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上 |
| | 中 性 | 未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动 |
| | 回 避 | 未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上 |
| 股票投资评级 | 推 荐 | 未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上 |
| | 谨慎推荐 | 未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间 |
| | 中 性 | 未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间 |
| | 回 避 | 未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上 |

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

| 姓名 | 电 话 | 手 机 | 邮 箱 |
|-----|--------------|-------------|--------------------------|
| 袁 泉 | 010-59355995 | 13671072405 | yuanquan@chinans.com.cn |
| 赵 玲 | 010-59355762 | 13426225346 | zhaoling@chinans.com.cn |
| 曾 荣 | 010-59355412 | 15801398822 | zengr@chinans.com.cn |
| 赵玉洁 | 010-59355897 | 13701002591 | zhaoyujie@chinans.com.cn |
| 姚 丽 | 010-59355950 | 13911571192 | yaol@chinans.com.cn |