

博云新材 (002297.SZ) 金属制品行业

评级：增持 维持评级

公司点评

杨诚笑

分析师 SAC 执业编号：S1130511090003
(8621)61038282
yangchengxiao@gjzq.com.cn

中国第一家飞机刹车系统供应商呼之欲出

事件

博云新材公布 2012 年度非公开增发预案，以 12.77 元/股底价发行不超过 4925 万股融资不超过 6.29 亿元，同于“增资长沙鑫航用于飞机机轮项目”、“与霍尼韦尔设立合资公司实施飞机机轮刹车系统项目”以及“补充流动资金”。

评论

突破飞机刹车领域最大技术障碍有望解除：此次非公开增发项目是公司 2010 年非公开增发项目的再启动，内容基本一致。方案将以与霍尼韦尔成立的合资公司以及长沙鑫航为生产主体为商飞 C919 飞机独家提供飞机机轮刹车系统。其中长沙鑫航将负责生产飞机机轮刹车系统的附件产品；合资公司将负责生产机轮刹车、机轮刹车系统。项目建设期 2 年，将在 2015 年投产。投产后，公司将完成从飞机机轮刹车零部件供应商向飞机机轮刹车系统供应商的转变。公司此前在飞机刹车领域销售迟迟无法取得突破的最大技术障碍将得到消除。

市场容量巨大，以在手 6 亿元订单：飞机机轮刹车系统分为电子防滑刹车系统、机轮（刹车机轮和无刹车机轮）、刹车装置（含刹车盘）三大部分组成。按单架飞机计算，目前刹车系统市场价约为 20 万美元/架，机轮市场价为 13.20 万美元/架。目前指定合资公司配套的 C919 大飞机已经获得 280 架订单。按此计算，公司已经获得了 3.64 亿元人民币的刹车系统订单和 2.4 亿元的机轮订单。

在机轮刹车系统中，刹车系统寿命与飞机寿命相同，而飞机机轮属于易耗品，需定期更换。按每架飞机 1 年更换 1 次机轮计算，2011 年我国民航业运输飞机期末在册架数为 1764 架，则每年需更换前几轮和主机轮分别为 5292 个、10584 个，市场容量为 20.96 亿美元。按照《中国民航发展第十二个五年规划》，2015 年民航全行业运输飞机期末在册架数将达到 2750 架，假设单价不变，公司投产之时，仅机轮一项单中国国内的市场容量便将达到 32.67 亿美元。

汽车刹车片是公司近两年业绩最大增长点：定增项目要到 2015 年才能投产，公司近两年将主要依靠汽车刹车片业务的放量实现业绩增长。公司汽车刹车片属于高端产品，全球与日本阿基勃罗同列，但价格仅为 1/10。公司汽车刹车片产能此前一直饱和，2011 年底募投产全面投产后产能增加 1.5 倍达到 2500 万片/年。国内汽车刹车片市场规模约 100 亿元，相比于公司目前不到 1 亿的年收入，公司汽车刹车片业务还有很大的成长空间。

高端模具材料量、质双提升：我国模具行业未来 5 年年均 10%-15% 增长，公司模具材料达到国际先进水平，但售价仅为国外同类产品的 50%，销量从 09 年 75 吨快速上升到 11 年的 200 吨；公司模具材料产品具备了继续扩产的市场条件。此外，公司未来的增量将以高端级进冲压模具材料为主，其毛利率 30% 以上，远超普通模具材料 15% 的毛利率水平，未来模具材料板块的整体毛利率将继续提升，且利润增速将明显高于收入增速。

投资建议

我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.23 元、0.33 元、0.599 元。目前股价对应 2012-2014 年 PE 为 63.35 倍、45.14 倍、24.6 倍。短期估值较高，但公司未来两年增速较高，且存在军品订单放量可能，维持增持评级。

风险

C919 项目推迟风险；

图表1: 销量假设

| | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 炭/炭飞机刹车副（盘） | 600 | 800 | 1000 | 1300 |
| 粉末冶金飞机刹车副（套） | 1800 | 2000 | 2300 | 3000 |
| 航天用炭/炭复合材料（公斤） | 2000 | 2300 | 2600 | 3000 |
| 民用炭/炭复合材料（公斤） | 2800 | 3600 | 4200 | 5000 |
| 汽车刹车片（万片） | 1050 | 2000 | 2500 | 4000 |
| 模具材料(吨) | 199 | 240 | 300 | 400 |
| 炭/炭飞机刹车副（万元/盘） | 1.31 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| 粉末冶金飞机刹车副（万元/套） | 2.5 | 2.6 | 2.6 | 2.6 |
| 航天用炭/炭复合材料（万元/公斤） | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| 民用炭/炭复合材料（万元/公斤） | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| 汽车刹车片（元/片） | 7.5 | 7.5 | 8 | 9 |
| 模具材料(万元/吨) | 51.00 | 53.00 | 55 | 57 |

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 主营业务收入 | 173 | 218 | 298 | 391 | 531 | 793 |
| 增长率 | | 26.3% | 36.7% | 31.1% | 35.9% | 49.2% |
| 主营业务成本 | -115 | -146 | -204 | -266 | -358 | -510 |
| %销售收入 | 66.4% | 66.7% | 68.6% | 68.1% | 67.3% | 64.3% |
| 毛利 | 58 | 73 | 94 | 125 | 174 | 283 |
| %销售收入 | 33.6% | 33.3% | 31.4% | 31.9% | 32.7% | 35.7% |
| 营业税金及附加 | -1 | -1 | 0 | -1 | -1 | -1 |
| %销售收入 | 0.5% | 0.3% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| 营业费用 | -9 | -14 | -14 | -20 | -27 | -40 |
| %销售收入 | 5.4% | 6.4% | 4.7% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 管理费用 | -15 | -22 | -28 | -39 | -53 | -79 |
| %销售收入 | 8.9% | 10.0% | 9.5% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 33 | 36 | 51 | 66 | 93 | 163 |
| %销售收入 | 18.9% | 16.5% | 17.1% | 16.8% | 17.5% | 20.6% |
| 财务费用 | -6 | -3 | -5 | -9 | -12 | -15 |
| %销售收入 | 3.5% | 1.2% | 1.7% | 2.4% | 2.2% | 1.8% |
| 资产减值损失 | -6 | -3 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.0% | n.a | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 21 | 31 | 42 | 56 | 81 | 148 |
| 营业利润率 | 12.1% | 14.1% | 13.9% | 14.4% | 15.3% | 18.7% |
| 营业外收支 | 11 | 2 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 税前利润 | 31 | 33 | 45 | 59 | 84 | 151 |
| 利润率 | 18.2% | 14.9% | 14.9% | 15.2% | 15.9% | 19.1% |
| 所得税 | -4 | -5 | -6 | -8 | -12 | -21 |
| 所得税率 | 12.4% | 16.6% | 13.9% | 14.0% | 14.0% | 14.0% |
| 净利润 | 28 | 27 | 38 | 51 | 73 | 130 |
| 少数股东损益 | 2 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 归属于母公司的净利润 | 26 | 26 | 36 | 49 | 71 | 128 |
| 净利率 | 15.0% | 11.9% | 12.2% | 12.5% | 13.3% | 16.2% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|
| 净利润 | 28 | 27 | 38 | 51 | 73 | 130 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 22 | 22 | 29 | 29 | 33 | 37 |
| 非经营收益 | 7 | 4 | 5 | 8 | 11 | 14 |
| 营运资金变动 | -35 | -34 | -24 | -36 | -84 | -154 |
| 经营活动现金净流 | 21 | 19 | 48 | 52 | 32 | 27 |
| 资本开支 | -58 | -134 | -150 | -33 | -56 | -57 |
| 投资 | 0 | 0 | -3 | -1 | 0 | 0 |
| 其他 | -12 | 8 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -70 | -126 | -150 | -34 | -56 | -57 |
| 股权募资 | 268 | 8 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -37 | 21 | 63 | -1 | 38 | 47 |
| 其他 | -6 | -11 | -7 | -11 | -14 | -17 |
| 筹资活动现金净流 | 224 | 18 | 60 | -12 | 24 | 30 |
| 现金净流量 | 175 | -88 | -42 | 7 | 0 | 0 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 223 | 129 | 93 | 100 | 100 | 100 |
| 应收款项 | 113 | 160 | 157 | 220 | 300 | 447 |
| 存货 | 72 | 105 | 178 | 168 | 225 | 321 |
| 其他流动资产 | 22 | 50 | 20 | 29 | 38 | 53 |
| 流动资产 | 429 | 444 | 449 | 517 | 663 | 921 |
| %总资产 | 59.4% | 53.8% | 45.3% | 48.5% | 53.6% | 60.7% |
| 长期投资 | 1 | 1 | 4 | 5 | 4 | 4 |
| 固定资产 | 219 | 300 | 436 | 460 | 479 | 495 |
| %总资产 | 30.3% | 36.3% | 44.0% | 43.2% | 38.8% | 32.6% |
| 无形资产 | 72 | 79 | 100 | 81 | 88 | 95 |
| 非流动资产 | 293 | 381 | 541 | 548 | 574 | 597 |
| %总资产 | 40.6% | 46.2% | 54.7% | 51.5% | 46.4% | 39.3% |
| 资产总计 | 722 | 825 | 991 | 1,064 | 1,236 | 1,518 |
| 短期借款 | 64 | 85 | 88 | 129 | 167 | 213 |
| 应付款项 | 46 | 89 | 150 | 169 | 228 | 327 |
| 其他流动负债 | 8 | 6 | 5 | 9 | 12 | 18 |
| 流动负债 | 118 | 180 | 243 | 308 | 407 | 558 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 60 | 60 | 60 | 61 |
| 其他长期负债 | 31 | 40 | 42 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 150 | 220 | 345 | 368 | 467 | 619 |
| 普通股股东权益 | 538 | 558 | 595 | 644 | 714 | 842 |
| 少数股东权益 | 34 | 47 | 51 | 53 | 55 | 57 |
| 负债股东权益合计 | 722 | 825 | 991 | 1,064 | 1,236 | 1,518 |

比率分析

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.242 | 0.121 | 0.170 | 0.229 | 0.330 | 0.599 |
| 每股净资产 | 5.027 | 2.609 | 2.778 | 3.007 | 3.337 | 3.936 |
| 每股经营现金净流 | 0.198 | 0.090 | 0.218 | 0.244 | 0.150 | 0.125 |
| 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.050 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 4.80% | 4.63% | 6.12% | 7.62% | 9.88% | 15.22% |
| 总资产收益率 | 3.58% | 3.13% | 3.67% | 4.61% | 5.70% | 8.45% |
| 投入资本收益率 | 4.47% | 4.32% | 5.53% | 6.37% | 8.05% | 11.95% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 5.24% | 26.28% | 36.68% | 31.14% | 35.94% | 49.21% |
| EBIT增长率 | -9.10% | 10.16% | 42.02% | 28.78% | 41.98% | 75.01% |
| 净利润增长率 | 2.34% | 0.11% | 40.58% | 34.80% | 43.90% | 81.80% |
| 总资产增长率 | 55.37% | 14.31% | 20.05% | 7.43% | 16.17% | 22.78% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 169.6 | 170.0 | 140.3 | 150.0 | 150.0 | 150.0 |
| 存货周转天数 | 220.5 | 221.8 | 253.2 | 230.0 | 230.0 | 230.0 |
| 应付账款周转天数 | 106.0 | 93.6 | 115.8 | 110.0 | 110.0 | 110.0 |
| 固定资产周转天数 | 409.0 | 347.7 | 440.5 | 357.4 | 276.4 | 192.6 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -27.75% | -7.17% | 8.46% | 12.80% | 16.49% | 19.33% |
| EBIT利息保障倍数 | 5.4 | 13.4 | 9.9 | 7.1 | 7.9 | 11.2 |
| 资产负债率 | 20.72% | 26.61% | 34.85% | 34.56% | 37.81% | 40.77% |

历史推荐和目标定价(人民币)

| | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|---|------------|----|-------|---------------|
| 1 | 2012-05-22 | 增持 | 14.10 | 16.30 ~ 16.30 |

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－20%；
 中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；
 减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------------|---------------------------------|----------------------------|
| 电话: (8621)-61038271 | 电话: 010-6621 6979 | 电话: 0755-33516015 |
| 传真: (8621)-61038200 | 传真: 010-6621 5599-8803 | 传真: 0755-33516020 |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编: 201204 | 邮编: 100032 | 邮编: 518026 |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼 | 地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层 | 地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B |