



从飞机刹车零部件供应商迈向系统供应商

2012年7月19日

推荐/维持

博云新材

动态报告

——博云新材(002297)动态报告

林阳	有色金属行业首席分析师 linyang@dxzq.net.cn 010-6655 4024	执业证书编号: S1480510120003
联系人: 李晨辉	lich@dxzq.net.cn 010-6655 4028	

事件:

- 1) 公司发布2012年度非公开增发预案公告,决定以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”。
- 2) 目前中国C919大型客机已拥有中外用户12家,订单总数达到280架。

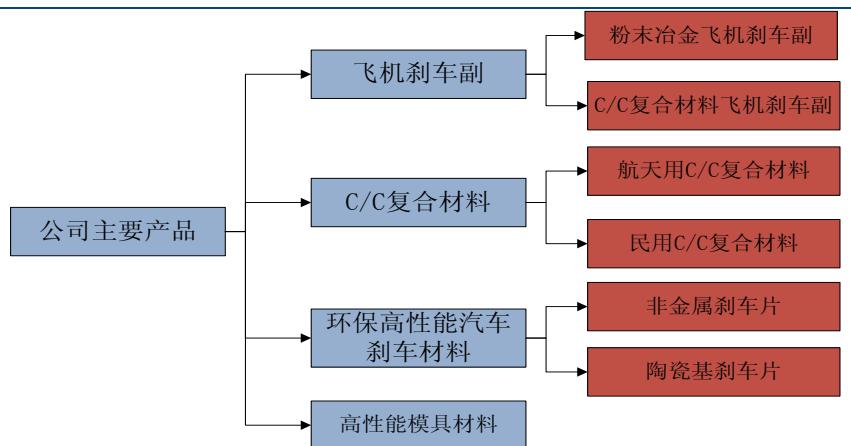
观点:

1. 从零部件供应商转型为飞机刹车系统供应商

公司此次发布的非公开定增预案主要是为了服务国产C919大型客机相关项目,不断延伸产业链,实现公司由从飞机刹车零部件供应商到飞机刹车系统供应商的转型。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。霍尼韦尔国际主要负责系统总装和设计,同时长沙鑫航、博云新材是合资公司的核心零部件供应商,长沙鑫航提供机轮、轮毂、刹车系统等部件,博云新材则提供C919专用刹车副等零部件。通过与霍尼韦尔国际的合作,以及为国产C919大型客机提供机轮刹车系统,公司将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,大大延伸和拓展了公司的产业链,进一步丰富公司产品结构,提升自身航空产品的配套供应能力,并进一步提升公司在航空制造领域的核心竞争力。

与2010年7月公司公告的原定增方案相比,增发项目并未调整,但新的定增方案在增发价、发行数量以及募资总额上都有所调整。增发价格由原来的16.05元/股下调至12.77元/股,发行数量由3500万股调整为4925万股,募资总额也相应由5亿元调整为6.29亿元。

图1: 公司主要产品结构



资料来源:公司公告、东兴证券

2. 飞机刹车副龙头，受益航空业高速发展

公司是国内粉末冶金技术领先企业,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。随着中国国家大飞机项目的启动,我国军、民用航空产业的快速发展,以及世界航空零部件转包业务向中国转移,航空机轮刹车系统行业面临巨大的市场机遇。

根据中国民航总局的预测,到 2015 年中国民航全行业运输飞机期末在册架数将达到 2,750 架。波音公司预计到 2025 年中国运输飞机数量达到 3,900 架,按每架飞机 1 年更换 1 次机轮计算,每年更换机轮数量将达到前机轮 11,700 个,主机轮 23,400 个,按照主机轮 2.5 万美元的价格计算,到 2025 年我国飞机机轮的市场容量将达到 36 亿元。

2014 年,国产大型客机 C919 将实现首飞,2016 年可交付航线使用。根据最新统计,目前中国商飞已经接到大飞机订单 280 架次。按照刹车控制系统按每架份 20 万美元计算,到 2025 年我国民用飞机机轮刹车系统的市场容量将达到 40 亿元。

表 1: 公司产品、产能、应用领域以及主要客户

产品分类	具体产品	产能	应用领域
飞机刹车副	粉末冶金飞机刹车副	2200 套	波音 737 系列客机、军用飞机
	C/C 复合材料飞机刹车副	600 盘	大部分波音系列、全部的空客飞机
C/C 复合材料	航天用 C/C 复合材料	1800 吨	航天飞行器、火箭耐火部件
	民用 C/C 复合材料	2800 吨	多晶硅热场材料
高性能汽车刹车片	半金属刹车片		中高档汽车制动器
	陶瓷基刹车片	1300 万片	中高档汽车制动器
高性能模具材料	模具材料	180 吨	级进冲压模具等高档模具

资料来源: 公司资料、东兴证券

图 2: C/C 飞机刹车副盘



资料来源: 东兴证券

图 3: 粉末冶金刹车副



资料来源: 东兴证券

2. 公司 C/C 复合材料产能将向民用领域倾斜

近年来 C/C 复合材料在民用领域发展迅速，由于 C/C 复合材料前 2/3 的生产工艺及设备都是通用的，C/C 飞机刹车副国内市场开拓受到国外二合一产品的冲击，短期内难有大的进展，因此公司未来将 C/C 产能向航天及民用领域倾斜，尤其是多晶硅热场材料。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，但其在性能方面有一定优势，另一方面，使用 C/C 复合材料可以降低更换频率，减少检修时间。近期国内光伏市场面临阶段性产能过剩，产能扩张步伐将放缓，但是中长期来看，光伏行业未来仍有较大的增长空间。预计公司 2012 年航天用 C/C 复合材料和民用 C/C 材料产量分别为：1800 吨和 2800 吨。

3. 致力于打造“博云品牌”，汽车刹车片是近期最大看点

环保高性能汽车刹车片是安装于汽车制动系统的重要部件，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。目前环保型刹车片主要包括：半金属刹车片、陶瓷基刹车片、非金属刹车片、全陶瓷/炭陶刹车片和 C/C 刹车片。汽车刹车片市场可分为汽车主机配套市场和售后服务市场。目前公司产品主要针对主机配套市场，国内主要客户包括：比亚迪、上汽通用、奇瑞、重庆重卡、柳州五菱等。

随着我国汽车保有量的快速增长，汽车刹车副将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，销售价格可以到几十美金，毛利率提升至 40%，主要开拓国外汽车售后市场。目前，公司汽车刹车片产品已经获得霍尼韦尔国际等国际一流厂商的认可。

表 2：公司汽车刹车片市场发展规划

	产能	产品类型	价格	毛利率	销售对象
目前情况	100 万套	半金属刹车副	30 元	21% 左右	比亚迪、上汽通用、奇瑞、重庆重卡、柳州五菱
发展规划	300 万套	陶瓷基和非金属刹车片	8~10 美金	毛利率提升至 40%	国外大厂 OEM (享受 17% 的全额出口退税)
	100 万套	陶瓷基刹车片	60~80 元	30%	国内汽车售后市场，建立“博云”品牌

资料来源：公司资料、东兴证券

根据公司的发展规划，汽车刹车片的国内售后市场和给国外大厂做 OEM 将成为公司未来业绩增长的主要来源，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新的生产线，最终达到 2500 万片的总产能，预计 2012 年公司汽车刹车片产能将达到 1500 万片左右。

结论：

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，随着公司产业链的不断延伸，公司将实现实由飞机刹车零部件供应商到飞机刹车系统供应商的转型，公司在国内航空制造领域的核心竞争力将进一步提升。短期内，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 2012 年~2014 年的 EPS 分别为：0.26 元、0.43 和 0.63 元，对应的动态 PE 分别为 52.3、32.8 和 24.5 倍，维持公司“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 3: 盈利预测及关键指标

百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	298.08	431.00	555.00	653.50
(+/-)%	36.68%	44.59%	28.77%	17.75%
经营利润(EBIT)	71.02	137.93	183.15	233.92
(+/-)%	34.52%	94.23%	32.78%	27.72%
净利润	36.37	57.24	91.20	134.99
(+/-)%	40.58%	57.39%	59.33%	48.02%
每股净收益(元)	0.170	0.267	0.426	0.631

资料来源：东兴证券

利润表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	298.08	431.00	44.59%	555.00	28.77%	653.50	17.75%
营业成本	204.34	292.00	42.90%	354.70	21.47%	388.70	9.59%
营业费用	14.15	20.26	43.15%	26.09	28.77%	30.71	17.75%
管理费用	28.22	38.79	37.44%	49.95	28.77%	58.82	17.75%
财务费用	5.13	11.43	122.91%	16.69	45.97%	17.50	4.90%
投资收益	(0.06)	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	41.57	64.99	56.33%	103.75	59.64%	153.70	48.15%
利润总额	44.52	66.75	49.93%	105.51	58.07%	155.46	47.34%
所得税	6.18	8.01	29.59%	12.66	58.07%	18.66	47.34%
净利润	38.34	58.74	53.21%	92.85	58.07%	136.80	47.34%
归属母公司所有者的净利润	36.37	57.24	57.39%	91.20	59.33%	134.99	48.02%
NOPLAT	40.21	67.25	67.22%	105.98	57.60%	150.66	42.16%
资产负债表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	93.37	133.61	43.09%	172.05	28.77%	202.59	17.75%
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	116.08	223.18	92.26%	287.38	28.77%	338.39	17.75%
预付款项	20.38	75.86	272.17%	143.26	88.83%	217.11	51.55%
存货	178.24	211.20	18.49%	256.55	21.47%	281.14	9.59%
流动资产合计	449.24	702.69	56.42%	935.01	33.06%	1,128.44	20.69%
非流动资产	541.45	489.61	-9.57%	436.90	-10.77%	374.18	-14.35%
资产总计	990.69	1,192.30	20.35%	1,371.91	15.06%	1,502.62	9.53%
短期借款	88.00	228.69	159.88%	289.40	26.54%	278.93	-3.62%
应付帐款	82.94	92.00	10.92%	111.75	21.47%	122.47	9.59%
预收款项	7.83	16.45	110.12%	27.55	67.49%	40.62	47.44%
流动负债合计	243.00	402.02	65.44%	505.78	25.81%	525.70	3.94%
非流动负债	102.26	97.56	-4.60%	98.80	1.27%	99.78	1.00%
少数股东权益	50.89	52.39	2.95%	54.04	3.15%	55.85	3.36%
母公司股东权益	594.55	640.34	7.70%	713.30	11.39%	821.29	15.14%
净营运资本	206.25	300.67	45.78%	429.23	42.76%	602.74	40.42%
投入资本 IC	698.66	846.41	21.15%	943.28	11.45%	1,013.48	7.44%
现金流量表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	38.34	58.74	53.21%	92.85	58.07%	136.80	47.34%
折旧摊销	24.32	0.00	N/A	62.72	N/A	62.72	0.00%
净营运资金增加	(57.90)	94.42	N/A	128.56	36.16%	173.51	34.96%
经营活动产生现金流	46.66	(56.59)	N/A	23.92	N/A	87.02	263.82%

投资活动产生现金流	(149.97)	(16.60)	N/A	(12.50)	N/A	(2.50)	N/A
融资活动产生现金流	59.76	113.42	89.81%	27.02	-76.18%	(53.99)	N/A
现金净增(减)	(43.56)	40.24	N/A	38.44	-4.46%	30.54	-20.56%

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。