

航空航天设备

真怡

执业证书编号: S0960209110324

0755-82026856

zhenyi@cjis.cn

博云新材

002297

中性

催化剂因素催升股价，估值压力较大

6-12个月目标价: 17.00元

当前股价: 16.82元

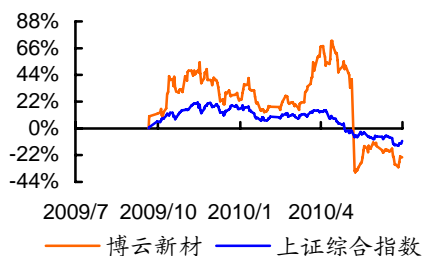
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2470.92
总股本(百万)	214
流通股本(百万)	54
流通市值(亿)	9
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	2.67
资产负债率	20.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
博云新材	-13.21	-8.64	24.33
上证综合指数	-4.37	-21.44	-22.69



相关报告

投资要点:

- 公司此次非公开发行股票数量不超过 3,500 万股, 发行对象是包括机构投资者在内的 10 名特定对象, 发行价格不低于 16.05 元/股。募集资金投向项目主要用于: (1) 霍尼韦尔合资飞机机轮刹车系统项目约 3 亿元; (2) 长沙鑫航飞机机轮项目约 1.5 亿元; (3) 补充流动资金约 0.5 亿元。前两个项目为公司飞机刹车副进一步开拓了市场领域, 也将使公司从单一的刹车副这样的零部件供应商向机轮及刹车系统产品的部件供应商提升。
- 公司与美国霍尼韦尔公司合作参与国内在研大型民用客机 C919 刹车系统研制, 将以合资公司方式实施, 公司为非控股地位。但我们认为该项目将随着 C919 客机的研制取证以及批量后才能见到效益, 按照预计的时间点: C919 将在 2014 年首飞、2016 年首架交付。因此, 近 3 年内 C919 项目将不会对业绩产生贡献; 如果作为霍尼韦尔公司刹车系统全球订单在中国的制造点, 尚且不明确将在中国的产能设置情况, 对此我们将紧密跟踪公司的公告情况。
- 对于长沙鑫航飞机机轮项目, 公司也尚未公告目前长沙鑫航的技术、产能等情况, 预计先以国内军机配套为主, 据了解公司产品刚刚定型, 但后续订单批量情况尚不明确。我们估计形成批产能力至少要到 2011 年之后。
- 公司收入份额中航空航天产品收入占比约 40%, 汽车刹车片收入占比其次, 约 30%; 盈利占比航空航天产品优势明显, 毛利约占 65%, 汽车刹车片产品毛利约占 19%。公司 07-09 年总收入增速较缓, 其中飞机刹车副收入下滑 13%, 主要是图 154 飞机刹车副订货下滑带来的影响较大。而航天用炭炭复合材料、汽车刹车片 07-09 收入复合增长率均超过 20%, 高性能模具材料收入小幅增长。
- 我们认为公司 10 年收入最大的增长点在于汽车刹车片。公司 2010 年底产能将由 500 万片增至 1500 万片左右, 2011 年底增至 2500 万片产能。公司汽车刹车片性价比较高, 在全球竞争市场中具有优势。公司 10 年开始为美国汽车配件售后服务商 Brakes USA, Ltd. 供货, 未来 2 年订货量将持续增长, 使公司更快进入售后市场。公司炭炭复合材料飞机刹车副目前正在国内几个航空公司进行 PMA 认证后的产品验证, 预计 2011 年将会开始有批量订单。
- 给予公司中性的投资评级。如果考虑增发摊薄, 我们预测公司 10-12 年 EPS 为 0.18、0.25、0.34 元, 10-12 年 EPS 复合增长率 38%, 预计较增发前摊薄约 10%。我们看好公司具有产学研一体化形成的产业链, 公司业务发展开始进入高速增长期。短期内虽然有股价催化剂因素, 但公司估值已经超过 80 倍。我们给与公司中性评级, 未来 6-12 月的目标价格为 17 元。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	173	241	368	543
同比(%)	5%	39%	53%	47%
归属母公司净利润(百万元)	26	44	61	85
同比(%)	2%	70%	39%	39%
毛利率(%)	33.6%	35.9%	34.5%	34.0%
ROE(%)	4.8%	3.9%	5.2%	6.8%
每股收益(元)	0.32	0.18	0.25	0.34
P/E	57.27	105.06	75.32	54.01
P/B	8.56	4.15	3.93	3.67
EV/EBITDA	88	46	33	25

资料来源: 中投证券研究所

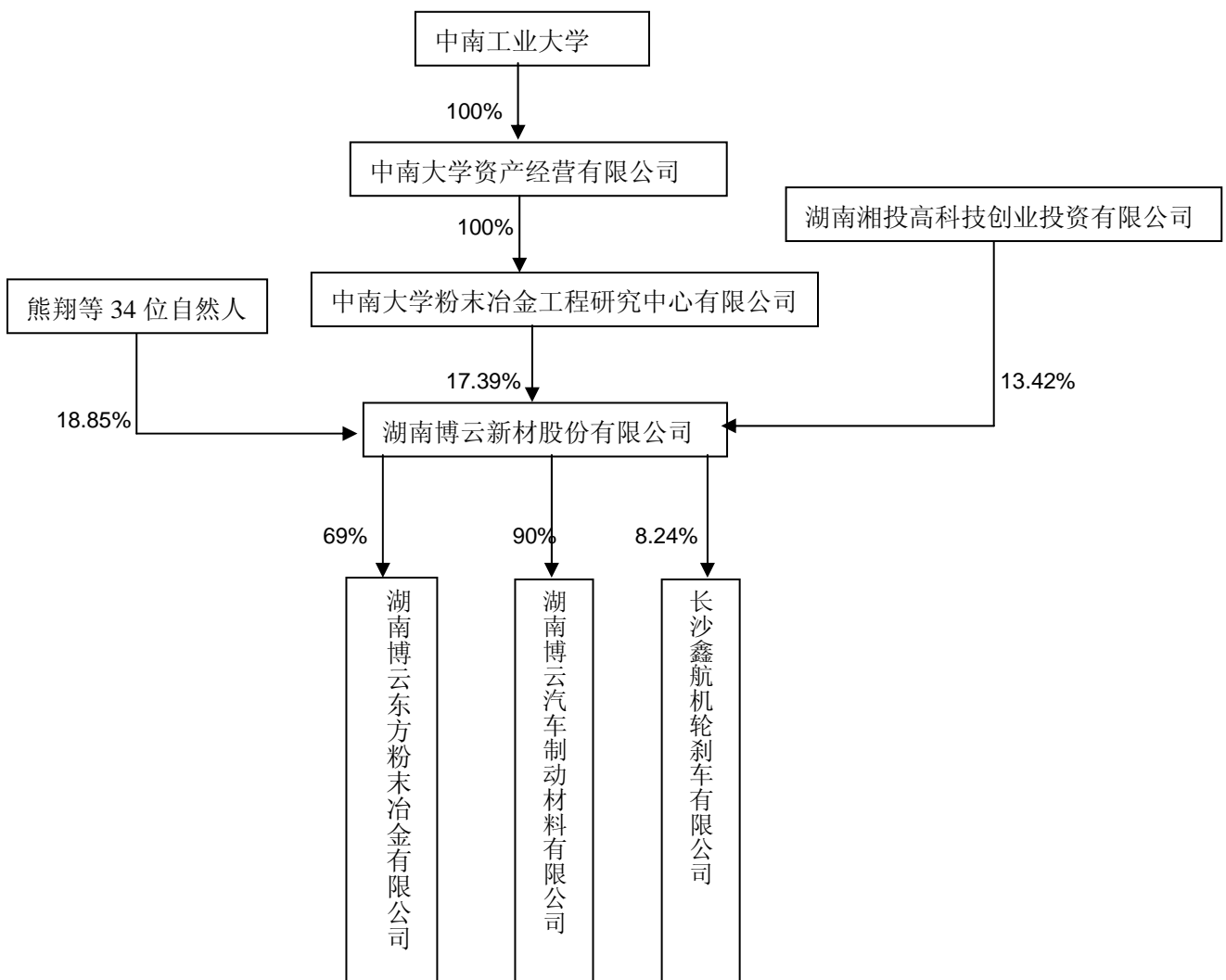
## 一、公司概况

湖南博云新材料股份有限公司前身是中南工业大学粉末冶金研究所。2001年7月，中南大学粉末冶金工程研究中心（后改名为中南大学粉末冶金工程研究中心有限公司）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（后改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、黄伯云作为发起人以各自拥有的粉末冶金研究所的权益作为出资，将粉末冶金研究所整体改制为湖南博云新材料股份有限公司。

公司于2009年9月首次向社会公开发行2700万股，发行后总股本为1.07亿股。

2010年5月实施了每10股送4.5股转增5.5股的送转方案后，公司总股本扩为2.14亿股。

图1 公司股权架构



资料来源：公司公告 中投证券研究所

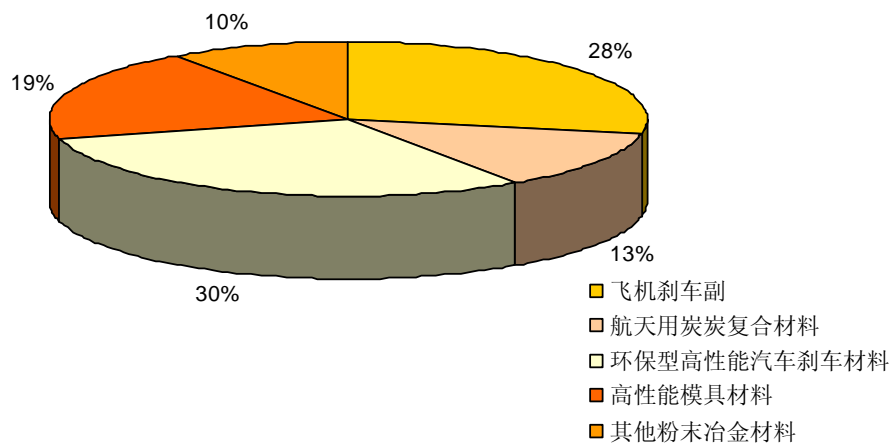
今年9月份，公司将有8081万首发原股东股份面临解禁。公司的自然人股东中包括公司高管、核心技术、市场人员等以及原战略投资者的控制人或高管等。

## 二、公司业务及其细分行业情况

### 2.1 公司业务结构

公司产品主要包括军民用飞机刹车副、航天用炭炭复合材料、高性能汽车刹车片、高性能模具材料等这几类粉末冶金复合材料产品。

图2 公司主要业务收入结构

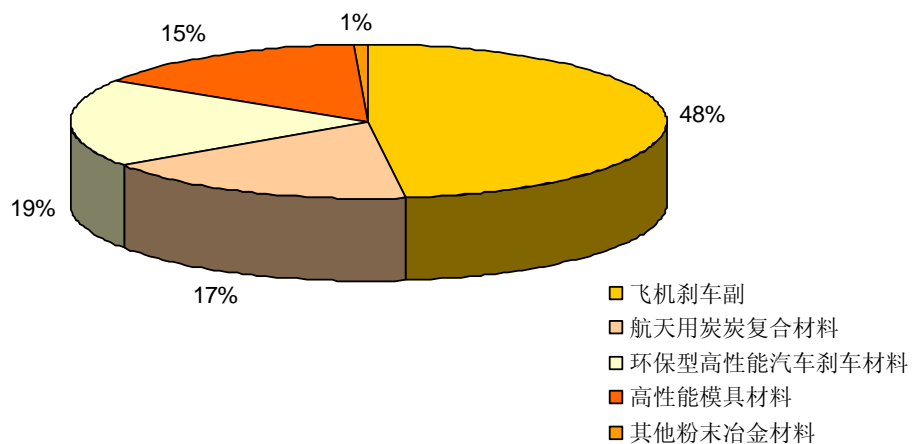


资料来源：公司公告 中投证券研究所

公司收入份额中航空航天产品收入占比较大，约40%，汽车刹车片收入占比约30%。

航空航天产品盈利优势明显，毛利约占65%，汽车刹车片产品毛利约占19%。

图3 公司主要业务毛利结构



资料来源：公司公告 中投证券研究所

公司及控股公司各自的主要产品如下：

表 1 公司及控股公司的主要产品

公司	主要产品
博云新材本部	航空航天产品（粉末冶金飞机刹车副、炭/炭复合材料飞机刹车副、航天用炭/炭复合材料产品）
博云汽车	环保型高性能汽车刹车片
博云东方	高性能模具材料

资料来源：公司公告 中投证券研究所

## 2.2 飞机刹车副

公司飞机刹车副产品分为粉末冶金和炭/炭复合材料两类，安装在飞机机轮装置上，是与飞机发动机并列的飞机 A 类关键性部件。

粉末冶金刹车副出现的时间较早，上世纪 50 年代就已经使用在喷气式飞机上。目前主要应用在 B737 系列机型、图 154、伊尔 76、伊尔 96 等机型上。

炭炭复合材料刹车副出现的时间稍晚，首次应用大约是在上世纪 70 年代。目前应用的飞机型号较多，如（空客 300/310/319/320/321/330/340/380、波音 747/757/767/777/787、MD11/90 系列等）以及各新型军用飞机上。

表 2 两类飞机刹车副的市场规模估算

	粉末冶金刹车副	炭炭复合材料刹车副
主要民用机型	B737/300-900、MD82、图154等	A300、A318、A319、A320、A321、A330、A340、B747、B757、B767、B777等
国内民用客机数量	618	752
消耗刹车副数量	平均每年更换 3 次，每次 4 套/架	平均每年更换 1 次，每次 4 套/架
国内刹车副总需求 量（套）	7416	3008
按保有量估算国内 市场规模	约 4-5 亿	约 4 亿

资料来源：中投证券研究所整理

目前全球约有 18800 架民用客机，如果按 45%的民用客机使用粉末冶金刹车副，另外 55%客机使用炭炭复合材料刹车副计算，则全球飞机刹车副约有 130 个亿人民币的市场需求。根据波音公司对 2009-2028 年全球民用飞机市场的展望，到 2029 年，全球民用客机预计将达 35600 架，那么飞机刹车副至少有 250 亿的市场需求；根据波音公司预计，2028 年中国的客机数量将达 4610 架，那么我们估算国内飞机刹车副的市场规模将达 28 亿。

我国在上世纪 60 年代开始研究粉末冶金刹车副，并用多种军用飞机上。公司的粉末冶金刹车副制备技术获国家技术发明奖二等奖和国家科学技术进步奖三等奖，并先后取得了波音 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。

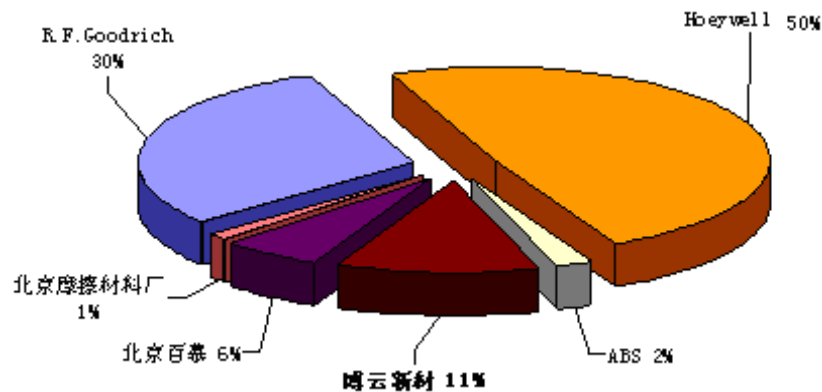
我国炭/炭复合材料飞机刹车副核心技术“高性能炭/炭航空制动材料的制备技术”在 2003 年由工程院院士、公司创始人黄伯云教授带领的科研团

队研制成功，打破了美、英、法三国在该技术上对我国的封锁，该技术获得由国务院颁发的“2004 年度国家技术发明奖一等奖”。B757-200 型飞机刹车副在国内首次获得大型飞机 PMA 证书，A320 系列刹车副在 2009 年 5 月也获得了 PMA 证书。

尽管我国飞机刹车副已经取得了一定的市场，但民用飞机刹车副市场主要由国外少数几家具有国际先进技术水平的企业占有，国内仅有 4-5 家企业进入，占比很小，进入的步伐较缓慢，即使是在国内市场上，目前国产刹车副所占份额也较小。国内飞机刹车副的价格平均约为进口的 60% 左右，虽然在价格上国内产品具有竞争优势，在产品技术水平上也与国外产品相当，但仍由国外产品占据主要市场的主要原因我们分析，主要是行业壁垒较高，民用航空产品一旦认定供应商后做更换或修改的成本较高，涉及安全性的原因也不太愿意更换供应商；其次，国外供应商已经与主要的飞机供应商之间形成较长久的供货关系；第三，刹车副的价格相对其它零部件而言低价，航空公司相对不敏感。

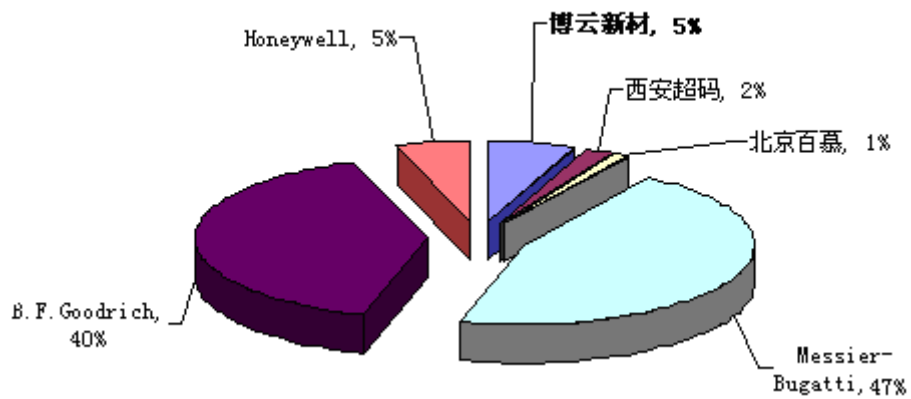
公司刹车副已经在国内 60% 左右的 B757-200 上使用，国内 737-300/400/500 约有 35% 的份额，737-700/800 约有不到 10% 的份额。

图 4 国内民用飞机粉末冶金刹车副市场份额



资料来源：公司招股书

图 5 国内民用飞机炭炭复合材料刹车副市场份额



资料来源：公司招股书

国内在民用飞机刹车副领域的两个主要竞争对手均是出自背景雄厚的军工集团：西安超码科技公司由航天科技集团 4 院控股；北京百慕航材高科技公司的实际控制人是中航工业集团。

公司将向长沙鑫航机轮刹车有限公司进行增资，以达到控股地位，我们分析此举是为了 C919 飞机机轮及刹车系统的合作项目。我们认为这项合作将有利于公司刹车副产品的市场拓展，也将使公司从单一的刹车副这样的零部件供应商向机轮及刹车系统产品的部件供应商提升。

公司和中国商用飞机公司、霍尼韦尔国际公司、长沙鑫航机轮刹车有限公司四方签署关于公司、霍尼韦尔、长沙鑫航三方为中国商飞公司 C919 飞机系列提供与采购机轮、轮胎和刹车系统的意向书。公司、霍尼韦尔将以设立合资公司的方式实施，合资公司注册资本约为 9,000 万美元，博云新材以 4,410 万美元现金出资，占注册资本的 49%，霍尼韦尔以 4,590 万美元现金出资，占注册资本的 51%。

公司与美国霍尼韦尔公司合作参与国内在研大型民用客机 C919 刹车系统研制，将以合资公司方式实施，公司为非控股地位。但我们认为该项目将随着 C919 客机的研制取证以及批量后才能见到效益，按照预计的时间点：C919 将在 2014 年首飞、2016 年首架交付。因此，近 3 年内 C919 项目将不会对业绩产生贡献；如果作为霍尼韦尔公司刹车系统全球订单在中国的制造点，尚且不明确将在中国的产能设置情况，对此我们将紧密跟踪公司的公告情况。

对于长沙鑫航飞机机轮项目，公司也尚未公告目前长沙鑫航的技术、产能等情况，预计先以国内军机配套为主，据了解公司产品刚刚定型，但后续订单批量情况尚不明确。我们估计形成批产能力至少要到 2011 年之后。

据了解，国内军用飞机刹车副市场规模约 2 个亿左右，主要竞争对手包括：中航工业西安航空制动科技有限公司、北京北摩高科摩擦材料有限公司等。这两个竞争对手实力和背景均较强，公司目前军用飞机刹车副的市场份额尚小。

航天用炭炭复合材料是火箭发动机等航天产品的关键性零部件材料，其制备技术是火箭发动机的关键技术之一。国内航天用炭炭复合材料的主要制造商还有航天科技集团 703 所、航天科技集团 43 所和上海大学复合材料研究所等。

公司炭炭复合材料飞机刹车副 09 年已经取得了空客 320 系列飞机的 PMA 证书，目前正在国内几个航空公司进行进一步的产品验证阶段，预计 2011 年将会开始有批量订单；军用飞机刹车副多个型号在试用，随着军用新型飞机的不断研制批量，这部分产品将稳步增长。

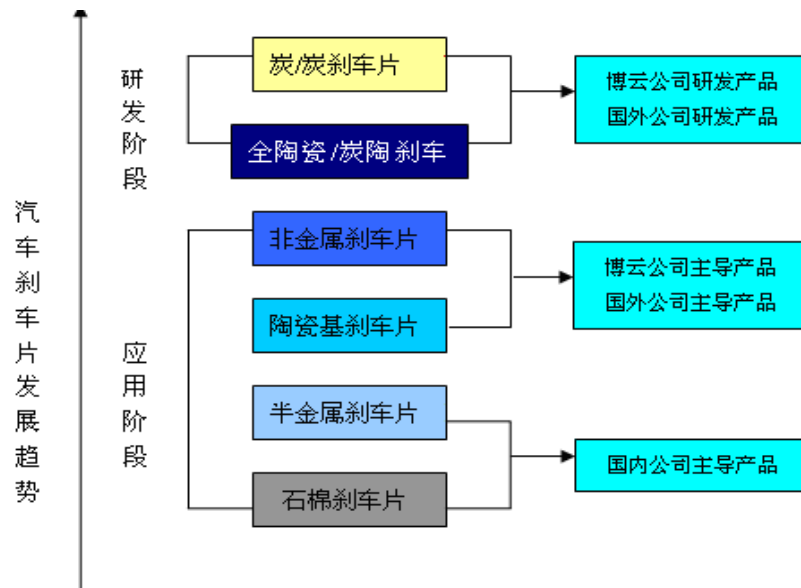
## 2.3 高性能汽车刹车片

汽车刹车片是汽车制动系统的重要安全部件，刹车片的质量好坏直接影响汽车的制动性能。汽车刹车片是汽车安全行驶的可靠保证，在汽车零部件名录上被列为 A 类关键性安全部件。汽车刹车片一般在行驶 5-10 万公里后需要进行更换。

汽车刹车片有石棉刹车片和无石棉刹车片两大类。石棉摩擦材料在我国 2003 年 10 月 1 日起已被禁用，但直到现在，由于各种原因，我国仍有部分国产汽车仍在使用的石棉刹车片。根据中国摩擦与密封材料协会统计数据，我国无石棉刹车片的比例由 2005 年的 56.86% 上升到 2007 年的 71.26%，仍有将近 30% 的汽车使用石棉刹车片。无石棉环保型刹车片成为市场的主体，其中半金属刹车片占据了国内主要中低端市场，陶瓷基摩擦材料和非金属（无钢纤维）摩擦材料占据了高端汽车刹车片市场。

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 6 汽车刹车片发展趋势



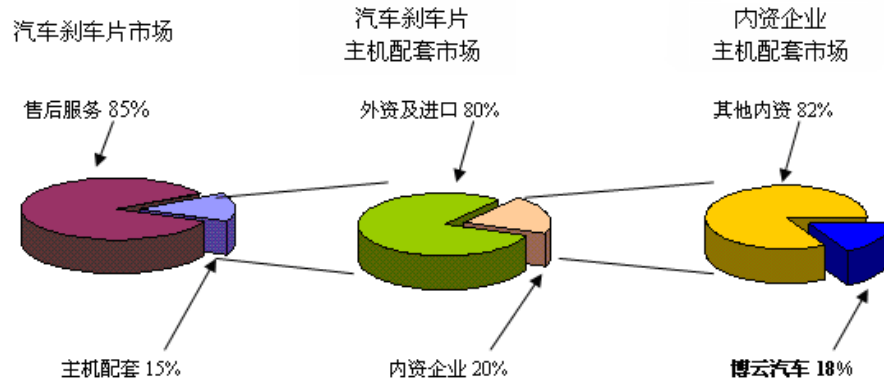
资料来源：公司招股书

2009 年中国国产汽车产销量分别为 1379 万辆和 1364 万辆，汽车产销量首次跃居世界第一。产量和销量分别增长 48%和 46%。我国成为全球主要的汽车消费市场。2009 年我国汽车保有量约 6300 多万辆，位居全球第三；全球汽车保有量约有 9 亿辆。目前，中国汽车刹车片的市场规模大约 70 个亿人民币，全球汽车刹车片则超过 1000 亿人民币。

汽车刹车片市场可分为汽车主机配套市场（包括汽车主机厂指定的特约维修站）和售后服务市场两大类。目前公司的产品主要用于汽车主机配套。

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，品牌汽车企业对其控制很严。据中国摩擦与密封材料协会统计，目前国内轿车的刹车片 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。国内刹车片为整车配套比例低的更深层次原因，一是整零关系壁垒较高，使许多国内刹车片企业难以进入整车厂的配套圈；二是由于整车企业付款不及时，许多刹车片企业面临着巨大的资金压力，且刹车片企业经常受到整车企业压价购货的情况，利润空间受到挤压。

图 7 汽车刹车片国内市场情况



资料来源：公司招股书

在国内主机配套市场，主要外资企业有广东联信（美国霍尼维尔独资）、石家庄泰明顿（德国独资）、杭州泰明顿（德国独资）、湖北辉门（英国独资）、上海摩尔斯（美国独资）等；主要内资企业有金麒麟、山东信义、上海华兴、杭州杭城、湖北飞龙等等。目前的国内生产汽车刹车副的企业约有 500 多家，集中度不算太高，产值上亿的企业约有 10 多家。

售后市场，国内外汽车保有量对汽车刹车片是一个庞大而稳定的需求保证，而中国汽车刹车片在性价比上具有优势，在半金属或少金属汽车刹车片性能上与国外产品相当，但价格仅为国外产品的 1/3 左右，在全球竞争市场中具有优势，深受金融危机影响的国内外汽配经销商更倾向采购更具价格优势的产品。因此，国外汽配商的采购具有向中国汽车刹车片企业转移的趋势。国内售后市场，国内产品占据了 70% 以上的市场份额，国内主要的企业如金麒麟、信义、杭城、冠良等均排名前列。

公司售后市场刚刚起步，公司 09 年与美国汽车零部件售后服务商 Brakes USA, Ltd. 签订的长期批量供货合同在 10 年开始逐步订货放量，使公司更快进入售后服务及维护维修市场，未来 2 年这部分订货量将持续增长，预计 2012 年订货量将达 1000-1500 万片，2013 年 Brakes 公司向公司的采购量不低于 1.7 亿元。产能方面，公司 2011 年底新增 2000 万片产能达产，公司产能将达 2500 万片，为汽车刹车片爆发式增长奠定了基础。

## 2.4 高性能模具材料

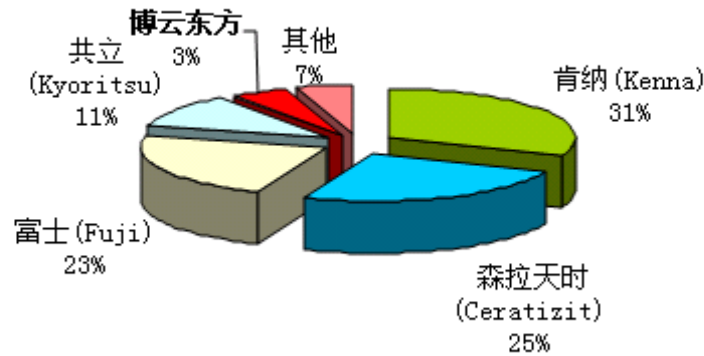
模具材料是模具工业生产的基础工艺材料，电子、汽车、电机、电器、仪器、仪表、家电、通讯和军工等制造业产品中，60%~80% 的零部件都要依靠模具成型，因此模具材料的发展与应用领域的发展相关度较高。

高性能模具材料技术要求较高，具有较高的技术壁垒；高端模具制造成本高昂，如果模具材料存在质量问题，将导致整套模具报废，给模具生产企业造成巨大的损失，因此，高端模具生产企业在选择模具材料供应商时都非常谨慎和严格，也不会随意变更模具材料和模具材料供应商。

截至 2008 年，国内模具总量中属大型、精密、复杂、长寿命的高端模具的比例只有 30% 左右，远低于发达国家高端精密模具所占 50% 以上的比例，高端模具的发展空间巨大。

目前我国高性能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。

图 8 高性能模具材料国内市场情况



资料来源：公司招股书

博云东方的高性能模具材料制备技术为国家 863 计划“超细晶硬质合金远离平衡态沉积纳米耐磨涂层”项目和“高性能纳米复合涂层超细晶硬质合金的研究”项目的科研成果，技术达到了国际先进水平，价格是进口同类产品的一半左右，价格优势明显。目前已向国内电机定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。

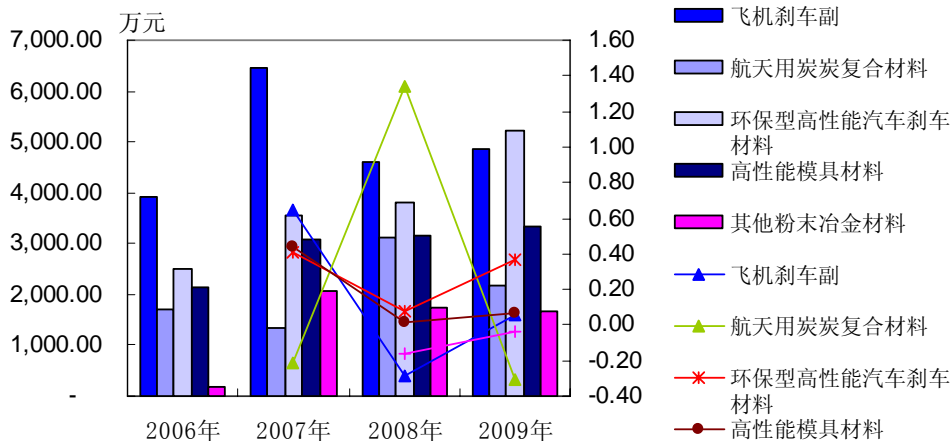
公司高性能模具材料现有产能为 80 吨/年，2010 年底产能将扩至 130 吨/年，2011 年产能将达 200 吨/年。公司高端级进冲压模材料将约占这部分业务的 35-40%，较 09 年出现较大增长，同时减少普通粉末冶金材料的收入。

### 三、公司经营情况分析和盈利预测

#### 3.1 经营情况分析

公司 07-09 年收入增速较缓，其中飞机刹车副收入下滑 13%，主要是全球航空运输业受经济环境影响出现景气下滑，为俄罗斯图 154 飞机配套的粉末冶金刹车副订货下滑对公司这部分收入的影响较大，09 年炭炭刹车副增幅较大，这主要是军方炭炭刹车副的订货增长。汽车刹车片 07-09 收入增长复合增长率均超过 20%，高性能模具材料收入小幅增长；航天用炭炭复合材料起伏较大，09 年 30% 的下滑主要是 09 年航天型号任务因故有所延后。

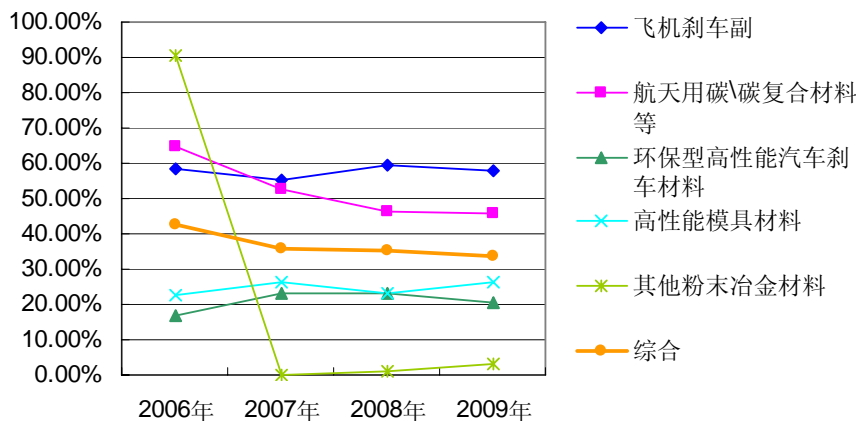
图 9 收入结构及增速



资料来源：公司公告 中投证券研究所

盈利占比航空航天产品优势明显，毛利约占 65%，汽车刹车片产品毛利约占 19%。我们也注意到飞机刹车副的毛利率水平最高，约有 55-60%；毛利率水平最低的是其他粉末冶金材料。总的说来公司综合毛利率水平较稳定。

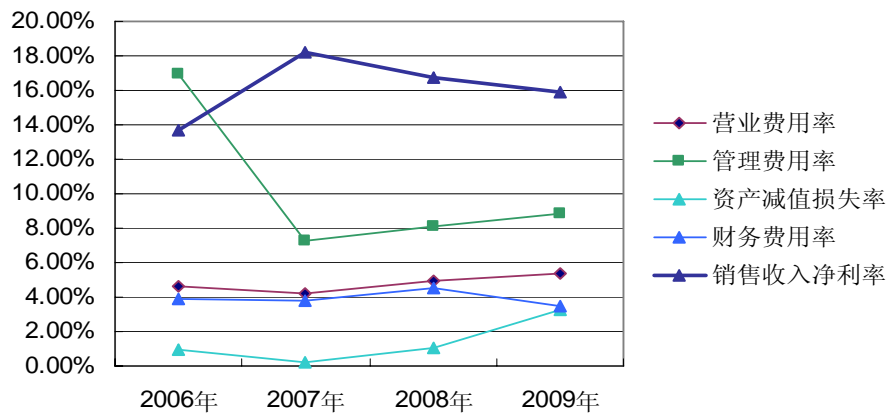
图 10 毛利率



资料来源：公司公告 中投证券研究所

公司管理费用率、销售费用率及资产减值损失率均有不同程度的增长，这也导致了公司销售净利率 08、09 年的下降。

图 11 各项费用率和销售净利率



资料来源：公司公告 中投证券研究所

### 3.2 公司未来三年的盈利预测

我们认为公司10年收入最大的增长点在于汽车刹车片。公司2010年底产能将由500万片增至1500万片左右，2011年底增至2500万片产能。公司09年与美国汽车零部件售后服务商Brakes USA, Ltd.签订的长期批量供货合同在10年开始逐步订货放量，未来2年订货量将持续增长，使公司更快进入售后市场。

公司炭炭复合材料飞机刹车副09年已经取得了空客320系列飞机的PMA证书，目前正在国内几个航空公司进行进一步的产品验证阶段，预计2011年将会开始有批量订单；军用飞机刹车副多个型号在试用，随着军用新型飞机的不断研制批量，这部分产品将稳步增长。

表3 收入预测

收入(万元)	2009年	2010年E	2011年E	2012年E
飞机刹车副	4,845.13	6,000.00	7,687.50	10,248.75
航天用炭炭复合材料	2,181.45	3,272.17	4,253.83	5,317.28
环保型高性能汽车刹车材料	5,221.10	9,000.00	16,200.00	29,160.00
高性能模具材料	3,349.97	5,800.00	8,700.00	9,600.00
其他粉末冶金材料	1,673.03	-	-	-
<b>合计</b>	<b>17,270.68</b>	<b>24,072.17</b>	<b>36,841.33</b>	<b>54,326.03</b>
<b>增速</b>	<b>2009年</b>	<b>2010年E</b>	<b>2011年E</b>	<b>2012年E</b>
飞机刹车副	5.53%	23.84%	28.13%	33.32%
航天用炭炭复合材料	-30.22%	50.00%	30.00%	25.00%
环保型高性能汽车刹车材料	37.15%	72.38%	80.00%	80.00%
高性能模具材料	6.49%	73.14%	50.00%	10.34%
其他粉末冶金材料	-3.91%	-100.00%	0.00%	0.00%
<b>合计</b>	<b>5.24%</b>	<b>39.38%</b>	<b>53.05%</b>	<b>47.46%</b>

资料来源：公司公告 中投证券研究所

公司毛利率会由于产品结构和规模效应得以提升。首先，汽车刹车片公司 10 年将开始为 Brakes USA, Ltd. 批量供货，这些产品毛利率较原来的产品毛利率明显提升；其次，高性能模具材料收入提升明显，而低端的粉末冶金材料将不再供货，这也为公司毛利率提升作出贡献。

表 4 毛利率预测

毛利率	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
飞机刹车副	57.74%	58.00%	58.00%	58.00%
航天用炭炭复合材料	45.63%	46.00%	46.00%	46.00%
环保型高性能汽车刹车材料	20.79%	24.00%	25.00%	26.00%
高性能模具材料	26.36%	26.00%	26.00%	26.00%
其他粉末冶金材料	2.96%			
<b>综合</b>	<b>33.65%</b>	<b>35.95%</b>	<b>34.55%</b>	<b>33.99%</b>

资料来源：公司公告 中投证券研究所

我们对公司的盈利预测如下：

表 5 盈利预测

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	173	241	368	543
收入同比(%)	5%	39%	53%	47%
归属母公司净利润				
润	26	44	61	85
净利润同比(%)	2%	70%	39%	39%
毛利率(%)	33.6%	35.9%	34.5%	34.0%
ROE(%)	4.8%	3.9%	5.2%	6.8%
每股收益(元)	0.32	0.18	0.25	0.34
P/E	57.27	105.06	75.32	54.01
P/B	8.56	4.15	3.93	3.67
EV/EBITDA	88	46	33	25

资料来源：公司公告 中投证券研究所

## 四、投资建议：中性评级

公司公告拟进行非公开增发募集资金，非公开发行股票数量不超过 3,500 万股，发行对象是包括机构投资者在内的 10 名特定对象，发行价格不低于 16.05 元/股。募集资金投向项目主要用于：（1）霍尼韦尔合资飞机机轮刹车系统项目约 3 亿元；（2）长沙鑫航飞机机轮项目约 1.5 亿元；（3）补充流动资金约 0.5 亿元。公司与美国霍尼韦尔公司合作参与国内在研大型民用客机 C919 刹车系统研制，将以合资公司方式实施，为公司飞机刹车副进一步开拓了市场领域，也将使公司从单一的刹车副这样的零部件供应商向机轮及刹车系统产品的部件供应商提升。公司还将对长沙鑫航机轮刹车有限公司进行单方增资以达到控股地位。

如果考虑增发摊薄，我们预测公司 10-12 年 EPS 为 0.18、0.25、0.34 元，10-12 年 EPS 复合增长率 38%，预计较增发前摊薄约 10%。我们看好公司具有产学研一体化形成的产业链，公司业务发展开始进入高速成长期。短期内虽然有股价催化剂因素，但公司估值已经超过 80 倍。我们给与公司中性评级，未来 6-12 月的目标价格为 17 元。

**附：财务预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	429	546	483	685	<b>营业收入</b>	173	241	368	543
现金	223	277	18	73	营业成本	115	154	241	359
应收账款	90	108	203	251	营业税金及附加	1	1	2	3
其它应收款	3	3	6	7	营业费用	9	13	20	29
预付账款	22	29	39	54	管理费用	15	21	33	48
存货	72	102	175	237	财务费用	6	-1	-1	1
其他	20	28	42	62	资产减值损失	6	3	4	4
<b>非流动资产</b>	293	766	905	888	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	301	301	301	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	194	384	557	560	<b>营业利润</b>	21	48	69	99
无形资产	49	31	12	-7	营业外收入	11	7	8	8
其他	49	50	35	33	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	722	1312	1388	1573	<b>利润总额</b>	31	55	77	107
<b>流动负债</b>	118	133	144	238	所得税	4	8	12	16
短期借款	64	0	38	0	<b>净利润</b>	28	47	65	91
应付账款	28	62	26	104	少数股东损益	2	3	4	6
其他	26	72	80	134	<b>归属母公司净利润</b>	26	44	61	85
<b>非流动负债</b>	31	31	31	31	EBITDA	43	84	118	156
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.32	0.18	0.25	0.34
其他	31	31	31	31					
<b>负债合计</b>	150	165	175	269	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	34	37	42	47	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	107	249	249	249	<b>成长能力</b>				
资本公积	321	761	761	761	营业收入	5.2%	39.4%	53.0%	47.5%
留存收益	110	100	161	247	营业利润	-21.8%	132.7%	43.3%	43.2%
归属母公司股东权益	538	1110	1171	1257	归属于母公司净利润	2.3%	69.7%	39.5%	39.5%
<b>负债和股东权益</b>	722	1312	1388	1573	<b>获利能力</b>				
					毛利率	33.6%	35.9%	34.5%	34.0%
					净利率	15.0%	18.2%	16.6%	15.7%
					ROE	4.8%	3.9%	5.2%	6.8%
					ROIC	5.6%	7.1%	6.2%	9.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	20.7%	12.5%	12.6%	17.1%
					净负债比率	42.79	0.00%	21.64	0.00%
					流动比率	3.63	4.10	3.35	2.88
					速动比率	3.02	3.32	2.13	1.87
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.29	0.24	0.27	0.37
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	3.44	3.44	5.50	5.50
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.10	0.18	0.25	0.34
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	0.34	-0.40	0.52
					每股净资产(最新摊薄)	2.16	4.46	4.70	5.05
					<b>估值比率</b>				
					P/E	178.26	105.06	75.32	54.01
					P/B	8.56	4.15	3.93	3.67
					EV/EBITDA	88	46	33	25

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师简介

真怡, 中投证券研究所非汽车交运行业分析师, 工学硕士。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434