

# 风电绝缘材料国产替代，光伏轨交需求广阔

博菲电气(001255)

## 主业风电材料 23 年增长确定，国产替代贡献额外 $\alpha$

公司专注于电气绝缘材料等高分子复合材料的研发、生产和销售，主要产品涵盖有绝缘树脂、槽楔、纤维制品、云母、绑扎、复材绝缘件等；从下游应用来看，主要分为风力发电机、轨道交通、工业电机、家用电器、新能源车驱动电机等领域，其中风电为公司的主要下游应用，过去三年营收占比持续保持 50% 以上。据不完全统计，截止 11 月 21 日，22 年目前为止风机总招标达 84GW，明年国内风电装机增长确定，预计增速在 50% 以上。从公司发展的  $\alpha$  来看，公司紧跟风电行业环保升级发展趋势，推出环保型风电 VPI 浸渍漆，以高性价比逐步实现对国外厂商的进口替代，助推 19-21 年公司主力产品绝缘树脂营收复合增速超 100%。由于 20 年高基数的原因，21 年国内风电装机同比下降 34%，但 21 年公司风电材料收入仍实现同比微增 3%，体现了公司在风电领域强劲的内生增长，明年公司有望实现风电领域  $\alpha + \beta$  双轮驱动。

## 行业高壁垒高毛利，积极扩产承接旺盛需求

2020 年以来，公司保持毛利率 33%+，净利率 20%+，盈利情况较好，主要由于以下壁垒&公司优势：1) 在高端绝缘树脂、槽楔、绝缘软管等领域，技术壁垒高，行业供给主要为外资，公司利用高性价比以及快速的研发迭代&服务实现对外资的逐步替代；2) 绝缘产品偏定制，部分需要前期合作研发，故认证周期长达数年，公司与中车等大客户合作时间久，相比国内竞争对手具备先发优势；3) 公司产品覆盖绝缘材料 8 大类中的 7 类，品种全导致公司在销售中具备产品优势。产能方面，公司现有 1.08 万吨产能已经接近满产，并通过委托加工的形式增加一定的销量弹性，公司募投 3.5 万吨绝缘材料项目预计将于明后年逐步释放产能，承接下游的需求增长。

## 光伏、轨交、新能源领域需求广阔

公司与晶科能源合作研发复合树脂材料用于光伏边框，相比传统铝合金边框具有成本更低、韧性、耐腐蚀性强、使用寿命长的优点，在光伏面板大型化+降本的趋势下有望实现对铝合金边框的替代，预计 25 年光伏边框整体市场规模在 300 亿以上（如完全替代），有望贡献公司第二成长曲线。此外，绝缘材料在使用电机的领域应用广泛，在电气化时代下，公司产品有望不断扩大应用场景，在轨道交通、新能源车等领域发展成长。

首次评级

买入

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 执证编号：S1440518030004

卢昊

luhaobj@csc.com.cn

18800299360

SAC 执证编号：S1440521100005

发布日期：2022 年 11 月 28 日

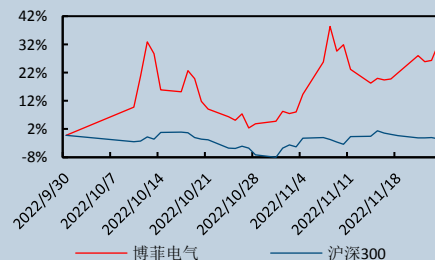
当前股价：37.7 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
24.3/20.9	90.69/98.67	90.69/114.28
12 月最高/最低价 (元)		41.88/23.72
总股本 (万股)		8,000.0
流通 A 股 (万股)		2,000.0
总市值 (亿元)		30.16
流通市值 (亿元)		7.54
近 3 月日均成交量 (万股)		484.31
主要股东		
嘉兴博菲控股有限公司		34.75%

## 股价表现



## 相关研究报告

**盈利预测与估值：**23 年风电材料  $\alpha + \beta$  增长确定，中长期光伏边框、轨交、新能源车带来需求增量。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 0.78、1.18、1.79 亿元，对应 PE 分别为 36.4X、24.1X、15.9X，维持“买入”评级。

**风险提示：**

**客户集中度较高的风险：**2019-2021 年公司对中车的销售收入占营业收入的比例分别为 45.14%、63.55%和 54.98%，客户集中度较高，如果中国中车未来生产经营发生重大变化，可能对公司业绩造成不利影响；

**原材料价格波动风险：**公司主要原材料包括树脂类、纤维类、单体类、溶剂类、复合类、助剂类和模塑类等。剔除运费和外购产成品对主营业务成本的影响后，2019-2021 年公司直接材料占公司主营业务成本的比例分别为 74.47%、78.80%和 82.76%，占比较高，如果原油价格波动或者其他因素导致原材料价格持续上升，将对公司业绩造成一定影响；

**项目投产不及预期风险：**募投项目合计贡献 3.5 万吨产能，预计每年新增折旧摊销约 2919 万元，如果公司募投项目投产不及预期，将对公司业绩造成不利影响。

**图表1： 预测和比率**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	326	382	387	579	867
增长率(%)	67.2	17.1	1.4	49.7	49.8
净利润(百万元)	87	76	78	118	179
增长率(%)	138.0	-12.9	2.6	50.8	52.2
毛利率(%)	50.1	37.0	35.0	35.0	35.0
净利率(%)	26.8	19.9	20.2	20.3	20.6
ROE(%)	31.3	21.7	9.7	12.8	16.3
EPS(摊薄/元)	1.45	1.27	0.97	1.47	2.24
P/E(倍)	24.4	28.0	36.4	24.1	15.9
P/B(倍)	8.3	6.4	3.5	3.1	2.6

资料来源: Wind, 中信建投

## 报表预测

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	354	446	351	722	881	<b>营业收入</b>	326	382	387	579	867
现金	93	113	105	157	235	营业成本	162	240	251	376	564
应收票据及应收账款合计	116	193	121	349	354	营业税金及附加	4	3	4	6	9
其他应收款	1	2	1	4	3	销售费用	6	6	5	8	12
预付账款	2	5	2	8	7	管理费用	19	18	18	25	37
存货	31	42	34	79	90	研发费用	22	22	22	31	45
其他流动资产	112	92	89	125	191	财务费用	5	3	4	6	9
<b>非流动资产</b>	154	227	379	512	419	资产减值损失	-6	-2	0	-1	-6
长期投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	71	72	135	223	250	其他收益	1	4	8	8	9
无形资产	60	59	69	81	94	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	23	97	176	209	75	<b>营业利润</b>	105	89	90	139	212
<b>资产总计</b>	508	674	730	1234	1300	营业外收入	1	4	4	4	4
<b>流动负债</b>	194	176	175	524	380	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	81	0	29	218	63	<b>利润总额</b>	106	92	94	142	216
应付票据及应付账款合计	79	132	89	241	253	所得税	14	11	11	17	26
其他流动负债	34	44	57	65	64	<b>净利润</b>	92	81	83	125	191
<b>非流动负债</b>	21	122	103	97	61	少数股东损益	5	5	5	8	12
长期借款	0	96	77	70	35	<b>归属母公司净利润</b>	87	76	78	118	179
其他非流动负债	21	26	26	26	26	EBITDA	117	103	106	167	248
<b>负债合计</b>	214	298	278	621	441	EPS (元)	1.45	1.27	1.30	1.96	2.98
少数股东权益	38	44	49	57	68						
股本	60	60	60	60	60	<b>主要财务比率</b>					
资本公积	65	65	65	65	65	<b>会计年度</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
留存收益	128	204	286	412	603	<b>成长能力</b>					
归属母公司股东权益	255	332	404	556	791	营业收入(%)	67.2	17.1	1.4	49.7	49.8
<b>负债和股东权益</b>	508	674	730	1234	1300	营业利润(%)	152.1	-15.3	1.5	53.3	53.1
						归属于母公司净利润(%)	138.0	-12.9	2.6	50.8	52.2
						<b>获利能力</b>					
<b>现金流量表</b>					单位:百万元	毛利率(%)	50.1	37.0	35.0	35.0	35.0
<b>会计年度</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	净利率(%)	26.8	19.9	20.2	20.3	20.6
<b>经营活动现金流</b>	169	47	137	25	213	ROE(%)	31.3	21.7	18.1	21.5	24.6
净利润	92	81	83	125	191	ROIC(%)	38.9	26.3	19.6	19.0	32.9
折旧摊销	10	9	12	21	29	<b>偿债能力</b>					
财务费用	5	3	4	6	9	资产负债率(%)	42.2	44.2	38.1	50.3	33.9
投资损失	-0	-0	-0	-0	-0	净负债比率(%)	-4.0	-3.4	4.3	26.3	-14.9
经营性应收项目的减少	7	-61	75	-234	-4	流动比率	1.8	2.5	2.0	1.4	2.3
经营性应付项目的增加	44	20	-45	157	11	速动比率	1.7	2.3	1.8	1.2	2.1
其他经营现金流	55	15	-37	108	-11	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-44	-52	-165	-153	65	总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.7
资本支出	61	54	182	323	-249	应收账款周转率	2.9	2.6	2.6	2.6	2.6
长期投资	4	0	0	0	0	应付账款周转率	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8
其他投资现金流	21	2	17	169	-184	<b>每股指标(元)</b>					
<b>筹资活动现金流</b>	-40	5	-8	-9	-44	每股收益(最新摊薄)	1.45	1.27	1.30	1.96	2.98
短期借款	16	-81	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	2.73	0.55	2.28	0.42	3.55
长期借款	-20	96	-19	-7	-36	每股净资产(最新摊薄)	4.25	5.53	6.83	8.79	11.77
普通股增加	6	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
资本公积增加	25	0	0	0	0	P/E	24.8	28.4	27.7	18.4	12.1
其他筹资现金流	-68	-11	12	-3	-9	P/B	8.5	6.5	5.3	4.1	3.1
<b>现金净增加额</b>	85	-0	-36	-138	233	EV/EBITDA	18.7	21.4	21.0	14.2	8.5

资料来源:公司公告, 中信建投

## 分析师介绍

**邓胜：**能源开采行业首席分析师，化工联席首席分析师，华东理工大学材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文 10 余篇。6 年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020 年连续三年万得金牌分析师第一名。

**卢昊：**中信建投证券化工首席分析师，能源开采行业联席首席分析师。上海交通大学硕士，具备 5 年化工实业和 5 年行业研究经验。

## 研究助理

**陶爱普** 17821425650 taoaipu@csc.com.cn

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk