

2022年11月29日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

风电需求高增长，公司绝缘材料进入发展机遇期

—博菲电气（001255.SZ）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

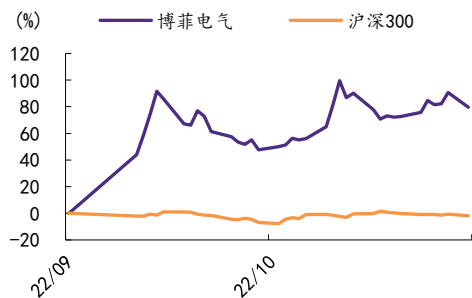
分析师：黄寅斌 S1050522060001
huangyb@cfsc.com.cn

基本数据

2022-11-28

| | |
|------------|-------------|
| 当前股价（元） | 37.69 |
| 总市值（亿元） | 30 |
| 总股本（百万股） | 80 |
| 流通股本（百万股） | 20 |
| 52周价格范围（元） | 28.47-39.45 |
| 日均成交额（百万元） | 167.46 |

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

博菲电气发布 2022 年第三季度报告：公司前三季度营业收入为 2.79 亿元，同比增长 26.93%。归属于上市公司股东的净利润为 5591.02 万元，同比增长 29.15%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 4704.54 万元，同比增长 27.49%。

投资要点

国内高端绝缘材料领先企业

博菲电气专注于中高端电气绝缘材料的研发、生产与销售，主要产品为绝缘树脂、槽楔与层压制品、纤维制品、云母制品和绑扎制品等绝缘材料。公司积极开拓轨道交通、风力发电、新能源汽车等高端绝缘材料市场。在轨道交通领域，博菲电气在轨道交通牵引电机绝缘材料和绝缘系统的国产化替代过程中，以开发高耐热的无溶剂有机硅绝缘系统为目标，先后开发了有机硅浸渍漆以及与其真空压力浸渍工艺相适应的芳纶增强云母带，解决了有机硅绝缘体系两种核心材料的国产化难题。同时，公司完成了聚酰亚胺基玻璃纤维增强模压槽楔和芳纶绑扎带等耐热性、电气性能优良且与有机硅树脂有良好相容性的绝缘材料的开发，使得公司能够为我国自主知识产权的高速铁路牵引电机提供高性能的绝缘材料。在风电领域，博菲电气研发的保型风电 VPI 浸渍漆产品成功应用于海上风电国内首台 8.0MW 直驱永磁风力发电机和全球首台 12MW 海上半直驱永磁同步风力发电机。目前广泛应用于各类风力发电机，包括直驱、双馈和高速永磁电机等。

绝缘材料行业技术壁垒高，主要市场份额被国际巨头垄断

随着绝缘材料下游应用领域的技术进步与发展，市场对绝缘材料在稳定、安全和环保等方面的要求愈发严格，耐高压、耐高温、耐电晕、高导热、无卤阻燃型和环保型绝缘材料等产品已成为行业内企业的主要研发方向，行业内企业只有不断提升自身的研发能力，加强先进技术储备，才能不断满足下游客户日益增长的市场需求。由于绝缘材料产品种类众多，不同种类的产品需适用于不同的生产标准和工艺技术，对行业内企业的技术及工艺积累也提出了较高的要求。因此，绝缘材料行业在研发能力和技术及工艺积累等方面均存在较高的进入壁垒。

由于绝缘材料产品种类丰富、下游应用领域广泛，行业内企

业可以在不同产品种类或不同客户领域深耕，总体来看我国绝缘材料行业市场竞争较为激烈，市场化程度较高。国外发达国家的绝缘材料行业起步较早，美国杜邦（DuPont）、瑞士丰罗（Von Roll）等大型跨国企业占据了国际绝缘材料市场的较大份额，我国绝缘材料行业经过多年发展，市场规模逐步扩大、行业整体技术水平不断提升，但在高端产品领域仍与国外领先企业存在一定差距。

■ 公司持续高研发投入，铸就宽广护城河

公司一直专注于电气绝缘材料等高分子复合材料的研发、生产与销售，以产品配方及工艺水平为核心，通过持续高强度的技术研发投入，不断满足风力发电、轨道交通、工业电机、家用电器、新能源汽车、水力发电等下游应用领域客户的需求，为客户提供性能优异、质量稳定的绝缘材料产品，公司部分核心产品已通过美国 UL 实验室安全认证，多项产品技术指标已达到行业先进水平。

公司长期维持 35%+ 的高毛利水平，盈利能力较好，主要得益于数年的技术积累与客户验证。目前公司共拥有 91 项发明专利、25 项实用新型专利，为第二批国家“专精特新”重点“小巨人”企业、第三批专精特新“小巨人”企业，在绝缘材料的研发、制造方面具备突出的竞争优势和自主创新能力。2019-2021 年公司研发费用占营业收入的比例分别为 7.00%、6.81%、5.66%，研发投入保持在较高水平。

■ 风力发电等下游行业快速发展，绝缘材料行业前景广阔，公司将充分受益

随着行业内企业技术的日益成熟，国内绝缘材料产品的性能不断提升，在耐高压、耐高温、耐腐蚀、耐辐照、耐冲击、阻燃等方面取得了突出的成果，其应用领域已从基础电气领域更多拓展到轨道交通、风力发电、新能源汽车、家用电器、航天军工、核电水电等领域，未来发展前景广阔。其中风电领域值得关注：目前我国风电技术相对成熟，风力发电本身具有较高的成本效益和资源禀赋，未来随着我国风电行业技术的持续进步，风力发电将具有越来越强的竞争优势。据国家能源局，2017-2021 年，国内风电累计装机量分别为 163.7GW、184.3GW、210.1GW、281.5GW、328.5GW。根据全球风能理事会 GWEC 预测，未来 5 年全球累计新增装机容量超过 557.0GW，十四五期间我国累计新增装机容量将达 250GW。行业对风电用绝缘材料的需求将持续增加，市场空间广阔。公司产品受到国内知名企业广泛认可，公司在行业内具有较高的市场地位。绝缘材料行业大发展，公司将充分受

益。

■ 募投项目持续推进，产能释放助力成长

公司投资 5 亿元建设年产 35000 吨轨道交通和新能源电气用绝缘材料建设项目；控股子公司时代绝缘投资 1.6 亿元建设年产 8000 吨电气绝缘新材料厂房及生产线项目。建设期为 3 年，预计将于 2024 年初建成，于 2024 年开始正式投产，2026 年全部达产。公司适当超前布局产能，以获得更有利的竞争地位及收益。

■ 盈利预测

预测公司 2022-2024 年收入分别为 3.9、5.5、8.4 亿元，EPS 分别为 1.28、2.01、3.03 元，当前股价对应 PE 分别为 29.4、18.7、12.4 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

经济景气度下行、产能建设投放不顺利、项目进度不达预期、公司业绩不及预期、原材料价格大幅波动的风险等。

| 预测指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 主营收入（百万元） | 382 | 390 | 550 | 840 |
| 增长率（%） | 17.1% | 2.2% | 41.0% | 52.7% |
| 归母净利润（百万元） | 76 | 77 | 121 | 182 |
| 增长率（%） | -12.9% | 1.3% | 56.9% | 50.6% |
| 摊薄每股收益（元） | 1.27 | 1.28 | 2.01 | 3.03 |
| ROE（%） | 20.2% | 17.0% | 21.0% | 23.9% |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

| 资产负债表 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 利润表 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产: | | | | | 营业收入 | 382 | 390 | 550 | 840 |
| 现金及现金等价物 | 113 | 198 | 243 | 285 | 营业成本 | 240 | 254 | 341 | 521 |
| 应收款 | 195 | 200 | 281 | 430 | 营业税金及附加 | 3 | 4 | 5 | 8 |
| 存货 | 42 | 45 | 60 | 92 | 销售费用 | 6 | 6 | 8 | 13 |
| 其他流动资产 | 97 | 99 | 139 | 213 | 管理费用 | 18 | 18 | 26 | 39 |
| 流动资产合计 | 446 | 541 | 723 | 1,019 | 财务费用 | 3 | -1 | -2 | -4 |
| 非流动资产: | | | | | 研发费用 | 22 | 22 | 31 | 48 |
| 金融类资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 费用合计 | 49 | 45 | 63 | 96 |
| 固定资产 | 72 | 112 | 122 | 121 | 资产减值损失 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| 在建工程 | 73 | 29 | 12 | 5 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 59 | 56 | 53 | 50 | 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业利润 | 89 | 90 | 144 | 218 |
| 其他非流动资产 | 23 | 23 | 23 | 23 | 加:营业外收入 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 非流动资产合计 | 227 | 220 | 209 | 198 | 减:营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 674 | 761 | 933 | 1,218 | 利润总额 | 92 | 94 | 147 | 221 |
| 流动负债: | | | | | 所得税费用 | 11 | 11 | 17 | 26 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 81 | 83 | 130 | 195 |
| 应付账款、票据 | 132 | 141 | 190 | 289 | 少数股东损益 | 5 | 6 | 9 | 13 |
| 其他流动负债 | 44 | 44 | 44 | 44 | 归母净利润 | 76 | 77 | 121 | 182 |
| 流动负债合计 | 176 | 185 | 233 | 333 | | | | | |
| 非流动负债: | | | | | 主要财务指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 长期借款 | 96 | 96 | 96 | 96 | 成长性 | | | | |
| 其他非流动负债 | 26 | 26 | 26 | 26 | 营业收入增长率 | 17.1% | 2.2% | 41.0% | 52.7% |
| 非流动负债合计 | 122 | 122 | 122 | 122 | 归母净利润增长率 | -12.9% | 1.3% | 56.9% | 50.6% |
| 负债合计 | 298 | 307 | 356 | 456 | 盈利能力 | | | | |
| 所有者权益 | | | | | 毛利率 | 37.0% | 35.0% | 38.0% | 38.0% |
| 股本 | 60 | 60 | 60 | 60 | 四项费用/营收 | 12.8% | 11.6% | 11.4% | 11.4% |
| 股东权益 | 376 | 454 | 577 | 762 | 净利率 | 21.3% | 21.2% | 23.5% | 23.2% |
| 负债和所有者权益 | 674 | 761 | 933 | 1,218 | ROE | 20.2% | 17.0% | 21.0% | 23.9% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 现金流量表 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 资产负债率 | 44.2% | 40.4% | 38.2% | 37.4% |
| 净利润 | 81 | 83 | 130 | 195 | 营运能力 | | | | |
| 少数股东权益 | 5 | 6 | 9 | 13 | 总资产周转率 | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 0.7 |
| 折旧摊销 | 9 | 8 | 10 | 11 | 应收账款周转率 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 存货周转率 | 5.7 | 5.7 | 5.7 | 5.7 |
| 营运资金变动 | -48 | 0 | -89 | -154 | 每股数据(元/股) | | | | |
| 经营活动现金净流量 | 47 | 96 | 59 | 65 | EPS | 1.27 | 1.28 | 2.01 | 3.03 |
| 投资活动现金净流量 | -52 | 5 | 7 | 8 | P/E | 29.8 | 29.4 | 18.7 | 12.4 |
| 筹资活动现金净流量 | 91 | -4 | -7 | -10 | P/S | 5.9 | 5.8 | 4.1 | 2.7 |
| 现金流量净额 | 86 | 96 | 60 | 63 | P/B | 6.8 | 5.6 | 4.4 | 3.3 |

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 化工组介绍

黄寅斌：CFA 持证人，中国科学院化学工程硕士曾就职于长城证券，五年证券研究经验，重点覆盖化纤，轮胎，新材料等产业链

刘韩：中山大学硕士，3 年能源化工大宗商品研究经验，2022 年加入华鑫证券研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

| | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入 | > 20% |
| 2 | 增持 | 10% — 20% |
| 3 | 中性 | -10% — 10% |
| 4 | 卖出 | < -10% |

行业投资评级说明：

| | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐 | > 10% |
| 2 | 中性 | -10% — 10% |
| 3 | 回避 | < -10% |

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。