

2021年01月21日

业绩超预期，市占率提升+大尺寸 21 年高速增长确定

买入 (维持)

盈利预测与估值	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	240	484	1,115	1,941
同比 (%)	33.4%	102.0%	130.5%	74.1%
归母净利润 (百万元)	78	167	360	576
同比 (%)	44.1%	114.5%	116.2%	59.7%
每股收益 (元/股)	1.29	2.08	4.50	7.19
P/E (倍)	151.49	94.14	43.55	27.26

事件 1: 1月21日，公司发布业绩预告，2020年归母净利润1.62-1.72亿元，同比增长108.57%-121.45%，大超预期；扣非归母净利润1.4-1.5亿元，同比增长120.96%-136.74%。

事件 2: 公司公告，与晶科能源和上机数控分别签署《长期合作框架协议》，供应坩埚、导流筒、保温筒等热场产品至2022年12月，预估协议金额分别为4亿元(含税)和5亿元(含税)。

投资要点

■ **业绩预增 108.57%-121.45% 大超预期，长协订单接连落地保障业绩增长**
按业绩预告中值预计，公司 Q4 归母净利润为 5273 万元，同比+649%，环比+39%，保持高速增长。同时，公司公告分别与晶科能源和上机数控签署《长期合作框架协议》，两年订单总金额合计约 9 亿元(含税)。此前，公司已与隆基股份签订三年 16 亿元长期合作协议，三份订单合计达公司 2019 年收入 2.4 亿元的 10.4 倍，金博业绩体量增长具备高确定性。目前金博在手订单已将 2021 年上半年产能排满，多个长协订单接连落地体现热场紧缺现状，预计 2021 市场仍会维持供不应求的状态，公司业绩有望再超预期。

市占率快速提升——21 年底实现 8 倍于 19 年的产能，匹配订单需求+快速提升市场份额

2019 年底，金博的年产能为 200 吨，随着光伏行业下游需求旺盛，叠加当前的小尺寸换大尺寸+未来市场已有预期的 P 型换 N 型，2021 年的全市场热场产能缺口不断加大。金博持续加速扩产，新产能于 2021 年全年逐步

释放: (1) 2020 年初 IPO 募投资金扩 200 吨产能，技术水平的优化使该项目实际产能提高至 350 吨，预计 2021Q1 产能释放；(2) 2020 年 8 月超募资金到位，再扩 350 吨产能，预计 2021Q2-Q3 产能逐步释放；(3) 11 月公告要发 6 个多亿可转债，再扩 600 吨预计要 2021 年-2022 年逐步释放。综上，2021 年底金博预计达到产能规模 1650 吨(包括上市前就具备的老产能 200 吨，随着产品尺寸放大可提升至 350 吨)，我们判断公司 21 年全年产值可达上限可达 1000 吨左右，保障对合同的履行具有充足的产能配套。同时，公司通过加速扩产将技术优势和成本优势转化为市场优势，有望实现市场份额的快速提升，我们预计公司未来在碳基复合材料热场的全球市占率有望由 30% 左右提升至 50%。

■ **光伏平价+技术迭代趋势下，“新增+替换+改造”三重需求驱动热场需求爆发**

公司的主要产品为坩埚、加热器、导流筒、保温筒等消耗品，其下游需求来自于新增产能推动、存量部件替换及存量改造三重驱动。伴随着光伏硅片环节集中扩产，大硅片渗透率提升带来的更新需求拉长设备景气度，将进一步增厚热场部件的市场空间。我们预计 2020-2022 年，热场四大件的新增需求约 40 亿元，替换需求约 77 亿元，改造需求超 29 亿，总需求约 146 亿元，迎来需求爆发期。尤其是新增市场，新增的长晶炉都会对应新增的热场需求，一般都是整套购买，对金博而言，这部分订单是最优质的。

证券分析师 陈显帆

执业证号: S0600515090001
021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001
021-60199793

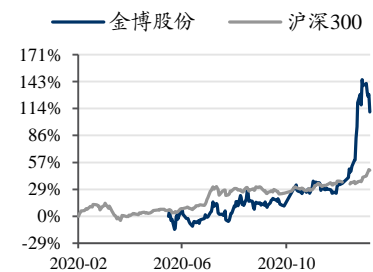
zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	196.11
一年最低/最高价	76.53/230.60
市净率(倍)	12.74
流通 A 股市值(百万元)	3755.50

基础数据

每股净资产(元)	15.39
资产负债率(%)	8.26
总股本(百万股)	80.00
流通 A 股(百万股)	19.15

相关研究

- 1、《金博股份 (688598): 隆基长协大订单落地，供需缺口带来业绩大弹性》2020-12-24
- 2、《金博股份 (688598): 碳基复合材料龙头，将受益于硅片扩产+技术迭代》2020-11-29

此外，HJT 技术迭代也将催化热场改造或新增需求提升。随着硅片需求由 PERC 的 P 型转向 HJT 的 N 型硅片，为达到 HJT 用的 N 型硅片纯度要求，硅片厂商可选择更换纯度更高的 N 型热场热场同时使用高纯度进口硅料，或者直接更换整套单晶炉设备。无论采用哪一种方案，都会产生对热场的改造或新增需求，热场部件供应商直接受益。

■ 大尺寸背景下，碳基复合材料热场替换石墨是大趋势

石墨的成本随尺寸增大呈现指数增加趋势，而碳基复合材料的成本是线性的，210 大硅片时代碳基复合材料替换石墨是大趋势。石墨坩埚的制造工艺为整块石墨再挖出坩埚以及各种管道设备，挖去的部分都为损耗，硅片尺寸越大、对应损耗越大，而碳纤维热场应用 bottom-up 的 CVD 技术，没有额外损耗。例如 22 寸下石墨材料成本具有优势，但在 28、32 寸下碳碳材料就有优势，20 年热场尺寸还是 32 寸为主，预计 21 年下半年将会是 36 寸为主。

目前拉晶降本的两条路线（**拉长拉粗晶棒**和**复投工艺**）以及拉晶提效的水冷屏工艺，碳基复合材料的性能适配度均高于石墨。拉长拉粗晶棒可以降低晶棒锥体部分弃置率，但要求更大的热场，继而要求更高的抗热性和结构强度，促进碳基复合材料替代石墨；复投工艺可以通过不停炉冷却重新投料提升生产速率、减少能量投入，但需要维持更长的受热时间和更好的抗热性，促进碳基复合材料的替代；水冷屏技术可以实现更快的冷却结晶，但是如果使用石墨坩埚，一旦坩埚断掉会使得不锈钢管道受热破裂，进而导致生成水煤气产生爆炸，因此只能使用碳基复合材料材料替代石墨。

■ **盈利预测与投资建议：**我们预计 2021-2022 年归母净利润为 1.7/3.6（原值 3.0，上调 20%）/5.8（原值 4.1，上调 40%）亿元，同比+115%/+116%/+60%。当前股价对应动态 PE 分别为 94 倍、44 倍、27 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**大硅片渗透率提升不及预期，产品开拓不及预期，原材料价格波动风险。

金博股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	243	1188	1486	2001	营业收入	240	484	1115	1941
现金	10	67	38	109	减:营业成本	92	194	469	874
应收账款	78	172	397	691	营业税金及附加	3	4	8	14
存货	25	53	122	215	营业费用	15	17	39	68
其他流动资产	130	895	929	985	管理费用	51	73	173	291
非流动资产	94	192	280	362	财务费用	3	0	-0	-1
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-3	-3	-2	-2
固定资产	85	183	271	353	加:投资净收益	1	2	1	1
在建工程	8	32	40	42	其他收益	9	-20	-20	-20
无形资产	2	2	2	2	营业利润	89	181	410	679
其他非流动资产	4	4	4	4	加:营业外净收支	0	16	15	0
资产总计	337	1380	1767	2363	利润总额	89	197	425	679
流动负债	63	106	233	416	减:所得税费用	11	25	54	86
短期借款	16	10	10	10	少数股东损益	0	5	11	18
应付账款	8	11	19	36	归属母公司净利润	78	167	360	576
其他流动负债	39	85	204	370	EBIT	107	176	407	675
非流动负债	4	4	4	4	EBITDA	117	189	428	707
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	4	4	4	4	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	67	110	237	420	每股收益(元)	1.29	2.08	4.50	7.19
少数股东权益	0	3	11	22	每股净资产(元)	4.50	15.83	18.99	24.02
					发行在外股份(百万				
归属母公司股东权益	270	1267	1519	1922	股)	60	80	80	80
负债和股东权益	337	1380	1767	2363	ROIC(%)	40.6%	48.5%	55.9%	54.8%
					ROE(%)	28.8%	13.2%	23.7%	29.9%
					毛利率(%)	61.7%	59.9%	58.0%	55.0%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	32.4%	35.5%	33.3%	30.6%
经营活动现金流	-6	30	87	205	资产负债率(%)	19.9%	7.9%	13.4%	17.8%
投资活动现金流	-14	-797	-8	38	收入增长率(%)	33.4%	102.0%	130.5%	74.1%
筹资活动现金流	24	824	-108	-173	净利润增长率(%)	44.1%	114.5%	116.2%	59.7%
现金净增加额	3	57	-29	71	P/E	151.49	94.14	43.55	27.26
折旧和摊销	10	12	21	32	P/B	43.58	12.39	10.33	8.16
资本开支	-11	-104	-108	-112	EV/EBITDA	100.96	62.99	28.04	17.24
营运资本变动	11	-150	-300	-412					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>