

2021年03月30日

2020 年报点评：业绩符合预期，供需缺口带来业绩弹性

买入（维持）

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

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	426	1,115	1,941	2,956
同比（%）	78.0%	161.5%	74.1%	52.2%
归母净利润（百万元）	169	359	579	878
同比（%）	117.0%	113.2%	61.0%	51.7%
每股收益（元/股）	2.11	4.49	7.23	10.97
P/E（倍）	83.95	39.37	24.45	16.12

事件：公司发布 2020 年年报，2020 年实现营收 4.26 亿，同比+78.05%；实现归母净利润 1.69 亿元，同比+117.03%；扣非归母净利 1.46 亿元，同比+130.18%。

投资要点

■ 20 年业绩符合预期，在手订单充足保障 21 年业绩增长

210 技术迭代带动光伏硅片扩产景气向上，2020 年业绩符合我们预期。单晶控制炉热场系统产品收入 4.12 亿元，同比+78.8%，占收入比重为 96.7%，仍为公司主要收入来源。

多个长协订单接连落地，体现热场紧缺现状。2021 年 1 月，公司分别与晶科能源和上机数控签署《长期合作框架协议》，两年订单总金额约 9 亿元（含税）。2020 年 12 月，公司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 2020 年收入 4.3 亿元的 5.9 倍，金博业绩增长具备高确定性。2020 年底，金博在手订单 9.24 亿元（含税），已将 2021Q4 前产能排满。预计 2021 年市场仍会供不应求，公司业绩有望再超预期。

■ 盈利能力亮眼，规模效应带动毛利率提升+费用率下行

2020 年，公司综合毛利率 62.6%，同比+0.9pct。净利率 39.5%，同比+7.1pct，主要系期间费用率大幅下行。期间费用控制良好，2020 年期间费用率为 20.5%，同比-8.4pct。其中，销售费用率 4.4%，同比-1.8pct；财务费用率-0.03%，同比-1.1pct；管理费用率（含研发）为 16.1%，同比-5.5pct，我们判断主要系前一年度有发行费用，20 年发行费用减少所致。

■ 销售规模扩张下存货提升明显，合同负债增长印证订单充足

2020 年末，公司存货金额为 4,731 万元，环比 Q3 末+63%，同比+87%，随着销售规模的扩大持续增长。其中发出商品金额为 2,019 万元，同比+54%，在产品 2070 万元，同比+211%，我们判断这部分存货将在 2021 年确认收入贡献业绩。2020 年末，公司的合同负债为 2,971 万元，同比+192%，随着在手订单规模的扩张而持续增长。

■ “新增+替换+改造”三重驱动热场需求爆发，加速扩产匹配订单需求

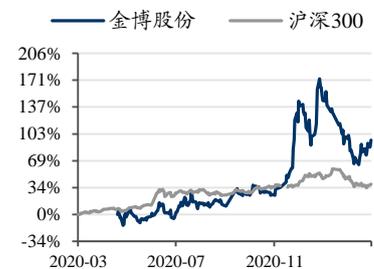
公司产品下游需求来自于新增产能推动、存量部件替换及存量改造三重驱动。我们预计 2020-2022 年，热场四大件的新增需求约 40 亿元，替换需求约 77 亿元，改造需求超 29 亿，总需求约 146 亿元，迎来需求爆发期。

2020，金博的年产量为 486 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 年热场产能缺口不断加大。金博持续加速扩产，2021 年底金博预计产能规模 1650 吨，我们判断公司 21 年全年产值上限可达 1000 吨左右。

■ **盈利预测与投资评级：**随着下游扩产+技术迭代，我们预计 2021-2023 年的净利润分别为 3.6（维持原值）/5.8（维持原值）/8.8 亿，对应当前股价 PE 为 39、25、16 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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	176.90
一年最低/最高价	76.72/259.48
市净率(倍)	10.95
流通 A 股市值(百万元)	3388.08

基础数据

每股净资产(元)	16.16
资产负债率(%)	12.94
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)：业绩超预期，市占率提升+大尺寸 21 年高增长确定》2021-01-22
- 2、《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
- 3、《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

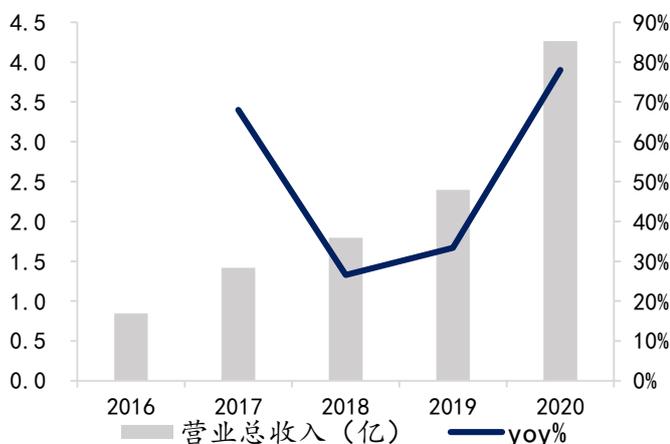
事件：公司发布 2020 年年报，2020 年实现营收 4.26 亿，同比+78.05%；实现归母净利润 1.69 亿元，同比+117.03%；扣非归母净利 1.46 亿元，同比+130.18%。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.5 元（含税）。

1. 20 年业绩符合预期，在手订单充足保障 21 年业绩增长

210 技术迭代带动光伏硅片扩产景气向上，2020 年业绩符合我们预期。分业务来看，单晶拉制炉热场系统产品收入 4.12 亿元，同比+78.8%，占收入比重为 96.7%，仍为公司主要收入来源；多晶铸锭炉热场系统产品收入 0.45 亿元，同比+280%；真空热处理领域产品收入 0.23 亿元，同比+31%。

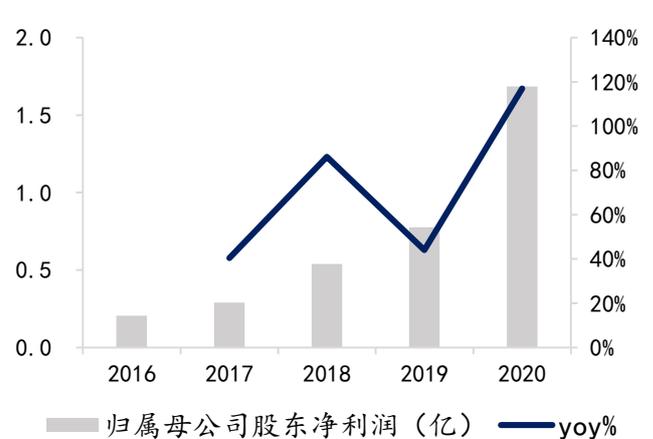
多个长协订单接连落地，体现热场紧缺现状。2021 年 1 月，公司公告分别与晶科能源和上机数控签署《长期合作框架协议》，两年订单总金额合计约 9 亿元（含税）。2020 年 12 月，公司已与隆基股份签订三年 16 亿元长期合作协议，三份订单合计达公司 2020 年收入 4.3 亿元的 5.9 倍，金博业绩增长具备高确定性。截至 2020 年底，金博在手订单 9.24 亿元（含税），已将 2021Q4 前产能排满。预计 2021 市场仍会维持供不应求的状态，公司业绩有望再超预期。

图 1：2020 年营收 4.26 亿，同比+78%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：2020 年归母净利润 1.69 亿，同比+117%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 盈利能力亮眼，规模效应带动毛利率提升+费用率下行

2020 年，公司综合毛利率 62.6%，同比+0.9pct。其中，主业热场系统系列产品毛利率为 62.9%，同比+0.9pct。**净利率 39.5%，同比+7.1pct，**主要系期间费用率大幅下行。**期间费用控制良好，2020 年期间费用率为 20.5%，同比-8.4pct。**其中，销售费用率 4.4%，同比-1.8pct；财务费用率-0.03%，同比-1.1pct；管理费用率（含研发）为 16.1%，同比-5.5pct，

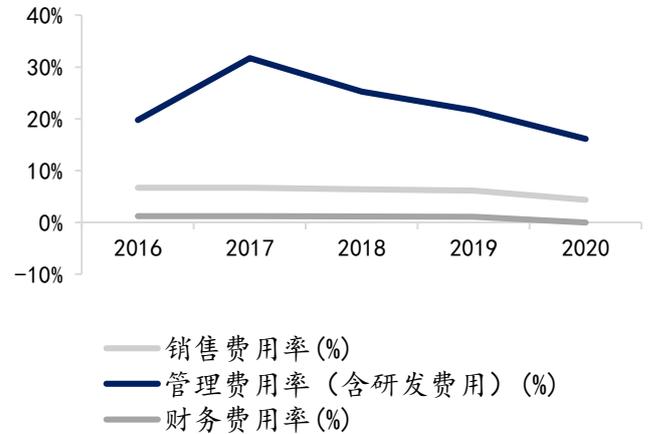
我们判断主要系前一年度有发行费用，20 年发行费用减少所致。我们认为，公司盈利能力和费用率均改善主要系公司营业收入快速增长，规模效应带动成本摊薄。

图 3: 2020 年毛利率 62.6%，净利率 39.5%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4: 2020 年期间费用率为 20.5%，同比-8.4pct



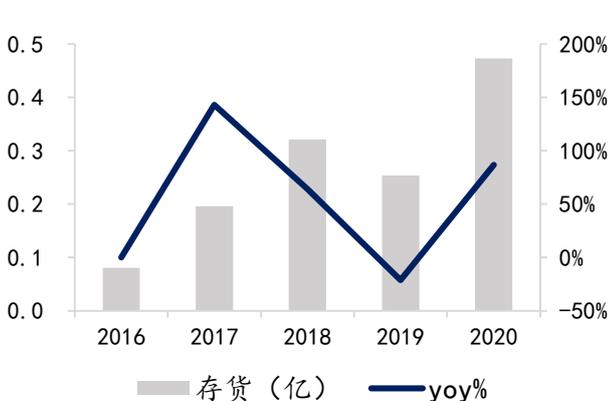
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 销售规模扩张下存货提升明显，合同负债增长印证订单充足

2020 年末，公司存货金额为 4,731 万元，环比 Q3 末+63%，同比+87%，随着销售规模的扩大持续增长。其中发出商品金额为 2,019 万元，同比+54%，在产品 2070 万元，同比+211%，我们判断这部分存货将在 2021 年确认收入贡献业绩。

2020 年末，公司的合同负债为 2,971 万元，同比+192%，随着在手订单规模的扩张而持续增长；应收账款为 9,753 万元，同比+100%；2020 年内，经营性现金流净额合计为正 4124 万元，整体回款情况良好。

图 5: 2020 年底，公司存货为 4,731 万元，同比+87%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6: 2020 年底，公司合同负债为 2,971 万元，同比+192%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 大尺寸技术迭代趋势下，“新增+替换+改造”三重需求驱动热场需求爆发

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 寸以上碳基复合材料具备成本优势。2020 年热场尺寸以 32 寸为主，预计 2021 年下半年将会以 36 寸为主。

表 1: 光伏行业晶硅生产热场中，碳基复合材料产品占比不断提升

年份	2010 年		2016 年		2020 年	
	碳基复合材料	等静压石墨	碳基复合材料	等静压石墨	碳基复合材料	等静压石墨
坩埚	<10%	>90%	>50%	<50%	>95%	<5%
导流筒	<10%	>90%	<30%	>70%	>60%	<40%
保温筒	<10%	>90%	<30%	>70%	>55%	<45%
加热器	<1%	>99%	<3%	>97%	<5%	>95%
其他	<5%	>95%	<20%	>80%	>40%	<60%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司的主要产品坩埚、加热器、导流筒、保温筒等均为消耗品，坩埚和加热器替换周期 6 个月，其他部件替换周期 18 个月。其产品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。

表 2: 2020-2022 年，热场四大件的总需求约 146 亿元

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
中国新增装机量合计(GW)	44	30	45	50	60
海外新增装机量合计(GW)	62	85	90	110	140
全球新增装机量合计(GW)①	106	115	135	160	200
单晶硅片渗透率②	45%	65%	80%	90%	95%
单晶新增装机量(GW)③=①*②	48	75	108	144	190

产能利用率④	60%	57%	52%	50%
单晶硅片产能(GW) ⑤=③/④	125	188	277	380
当年新增产能(两个年度的产能差值)⑥	19	63	89	103
单 GW 产能所需长晶炉热场数量 (台) ⑦	100	98	96	94
坩埚价值量 (万元/件) ⑧	3.0	3.0	3.0	3.0
加热器价值量 (万元/件) ⑨	4.0	4.0	4.0	4.0
导流筒价值量 (万元/件) ⑩	2.5	2.5	2.5	2.5
保温筒价值量 (万元/件) ⑪	6.5	6.5	6.5	6.5
单 GW 坩埚价值量 (万元/GW) ⑫⑦×⑧	300	294	288	282
单 GW 加热器价值量 (万元/GW) ⑬⑦×⑨	400	392	384	376
单 GW 保温筒价值量 (万元/GW) ⑭⑦×⑩	250	245	240	235
单 GW 导流筒价值量 (万元/GW) ⑮⑦×⑪	650	637	624	611
单 GW 热场四大件价值量 (万元/GW) ⑯⑫⑬⑭⑮	1600	1568	1536	1504
热场四大件新增需求 (亿元) ⑰⑯×⑱	3	10	14	16
硅片产能存量改造比率⑲	10%	10%	20%	30%
当年存量改造产能(GW)⑳⑲×⑱	12	19	55	114
热场四大件改造需求 (亿元) ㉑⑲×⑱	2	3	9	17
坩埚、加热器替换周期 (次/年) ㉒	2	2	2	2
保温筒、导流筒替换周期 (次/年) ㉓	2/3	2/3	2/3	2/3
当年硅片替换产能 (GW) ㉔=⑲-⑱	94	106	133	163
坩埚、加热替换需求 (亿元) ㉕=㉔×(⑫⑬×㉒)	13	15	18	21
保温筒、导流筒替换需求 (亿元) ㉖=㉔×(⑭⑮×㉓)	6	6	8	9
热场四大件替换需求 (亿元) ㉗=㉕+㉖	19	21	25	31
热场四大件总需求 (亿元) ㉘⑰+㉗	24	34	48	63

数据来源：国家能源局，东吴证券研究所测算

5. 加速扩产匹配订单需求+市占率快速提升

2020，金博的年产量为 486 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) 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；(2) 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 达产；(3) 2020 年 8 月超募资金到位，再扩 350 吨产能，预计 2021 年 6 月达产；(4) 2020 年 11 月公告要发 6 个多亿可转债，再扩 600 吨预计 2021 年底达产。

综上，2021 年底金博预计达到产能规模 1650 吨 (350+350+350+600)，我们判断公司 21 年全年产值上限可达 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%。

6. 盈利预测与投资评级

随着下游扩产+技术迭代，我们预计 2021-2023 年的净利润分别为 3.6（维持原值）/5.8（维持原值）/8.8 亿，对应当前股价 PE 为 39、25、16 倍，维持“买入”评级。

7. 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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1095	1350	1869	2722	营业收入	426	1115	1941	2956
现金	147	285	475	942	减:营业成本	160	469	873	1322
应收账款	98	183	266	324	营业税金及附加	3	9	14	21
存货	47	103	144	217	营业费用	19	39	68	103
其他流动资产	803	779	985	1239	管理费用	69	168	292	444
非流动资产	390	473	548	537	财务费用	-0	-3	-5	-10
长期股权投资	10	10	10	10	资产减值损失	-1	-3	-2	-2
固定资产	285	370	446	437	加:投资净收益	5	2	3	3
在建工程	73	52	46	20	其他收益	12	-19	-19	-19
无形资产	34	33	32	31	营业利润	195	419	685	1061
其他非流动资产	27	27	27	27	加:营业外净收支	3	16	15	0
资产总计	1485	1823	2417	3258	利润总额	198	435	700	1062
流动负债	159	238	416	625	减:所得税费用	29	64	103	157
短期借款	0	10	10	10	少数股东损益	0	11	18	27
应付账款	39	26	36	54	归属母公司净利润	169	359	579	878
其他流动负债	120	203	370	561	EBIT	211	411	675	1046
非流动负债	33	33	33	33	EBITDA	211	443	720	1101
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	33	33	33	33					
负债合计	192	271	449	658	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	7	19	37	每股收益(元)	2.11	4.49	7.23	10.97
归属母公司股东权益	1293	1544	1949	2564	每股净资产(元)	16.16	19.30	24.37	32.05
负债和股东权益	1485	1823	2417	3258	发行在外股份(百万股)	80	80	80	80
					ROIC(%)	38.3%	49.3%	66.6%	83.7%
					ROE(%)	13.0%	23.3%	29.7%	34.2%
					毛利率(%)	62.6%	58.0%	55.0%	55.3%
					销售净利率(%)	39.5%	33.2%	30.7%	30.6%
					资产负债率(%)	12.9%	14.9%	18.6%	20.2%
					收入增长率(%)	78.0%	161.5%	74.1%	52.2%
					净利润增长率(%)	117.0%	113.2%	61.0%	51.7%
					P/E	83.95	39.37	24.45	16.12
					P/B	10.95	9.16	7.26	5.52
					EV/EBITDA	68.03	32.53	20.28	13.46

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>