

上半年业绩超预期, 光伏热场出货大幅增长

投资要点

- 业绩总结:** 公司2021年上半年实现营业收入5.12亿元, 同比增长176.57%; 实现归母净利润2.04亿元, 同比增长177.48%; 实现扣非归母净利润1.89亿元, 同比增长207.89%。
- 光伏热场出货量大幅增长, 上半年业绩超预期。** 上半年公司业绩大幅增长, 主要是随着光伏行业的发展, 热场系统系列产品的需求较上年同期大幅增加, 下游客户加大了对公司产品的采购量。21Q2单季度公司实现营业收入3.13亿元, 同比增长233.92%, 环比增长56.83%; 实现归母净利润1.27亿元, 同比增长293.78%, 环比增长64.23%。21Q2公司综合毛利率为59.07%, 较21Q1下降3.41pp, 毛利率小幅下降我们认为主要受原材料碳纤维价格上涨影响。受益于公司整体出货量增长带来的规模效应, 费用得到有效摊薄, 21Q2净利润率为40.55%, 较21Q1提升1.83pp。
- 碳/碳热场加速替代石墨, 下半年光伏需求回暖, 延续供不应求格局。** 随着单晶硅片产能向大尺寸升级, 碳/碳复合材料在光伏热场领域开始加速替代石墨。光伏热场自2020年下半年以来一直处于供不应求状态。随着今年下半年光伏下游需求的回暖及硅片产能的持续投放, 预计光伏热场供应偏紧的格局还将延续。
- 设立全资子公司布局氢能领域, 拓展下游应用领域。** 公司公告拟投资1.5亿元设立全资子公司湖南金博氢能科技有限公司, 该子公司专注氢能相关技术、燃料电池相关技术、气体存储分离及纯净设备相关技术领域。公司碳/碳复合材料的产能以天然气作为单一碳源, 裂解产生碳和副产物氢气。随着公司产能的不断扩大, 氢气资源的产生规模随之不断增加。公司拟开展氢能相关技术的研发, 包括氢能回收、提纯、存储等, 并进行碳纤维储氢瓶和氢燃料电池相关材料的技术研发, 拓展下游应用领域。
- 盈利预测与投资建议。** 金博股份产能高速扩张, 在手订单已锁定未来50%以上产能, 业绩确定性极强。预计公司未来三年归母净利润将保持63.91%的复合增长率, 2021年进入业绩爆发期, 2022年进入高速成长期, 考虑到公司布局氢能领域, 给予2022年52倍估值, 对应目标价372元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料碳纤维价格大幅上涨, 光伏热场行业竞争加剧。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	426.47	1107.80	1489.91	1831.78
增长率	78.05%	159.76%	34.49%	22.95%
归属母公司净利润(百万元)	168.58	432.63	573.05	742.35
增长率	117.03%	156.64%	32.46%	29.54%
每股收益EPS(元)	2.11	5.41	7.16	9.28
净资产收益率ROE	13.04%	25.58%	26.31%	26.46%
PE	142	55	42	32
PB	18.57	14.19	11.02	8.55

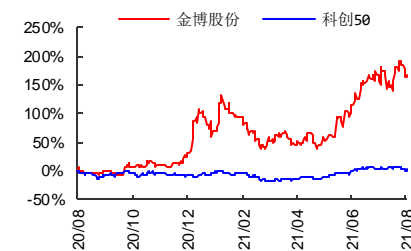
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨
执业证号: S1250521080001
电话: 021-58351917
邮箱: ayc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

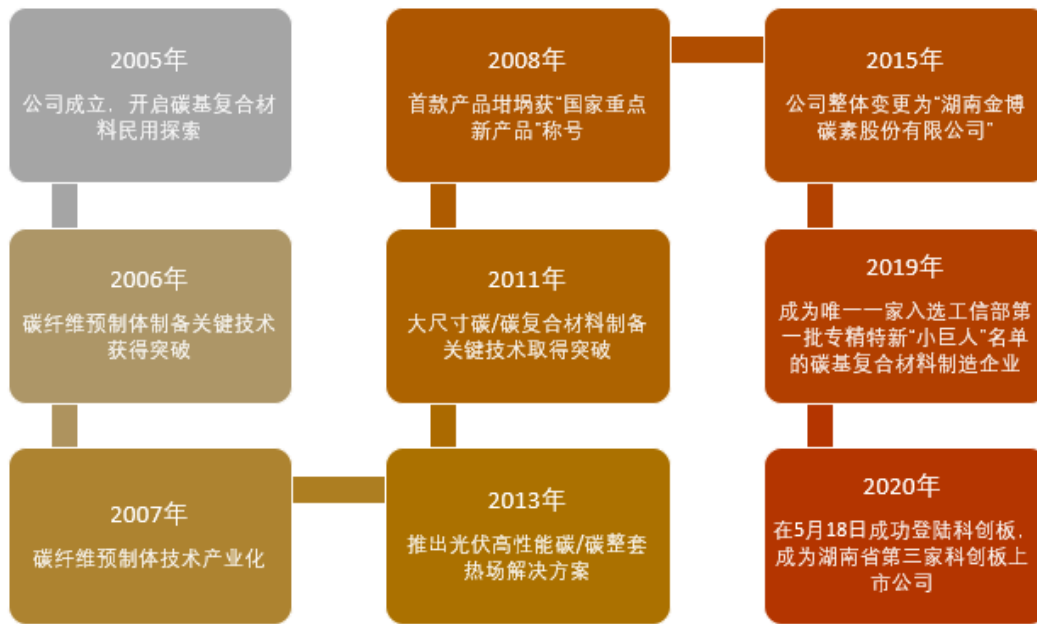
总股本(亿股)	0.80
流通A股(亿股)	0.64
52周内股价区间(元)	94.63-320.22
总市值(亿元)	240.00
总资产(亿元)	17.70
每股净资产(元)	19.00

相关研究

1 光伏热场细分行业龙头，盈利能力稳定业绩高速增长

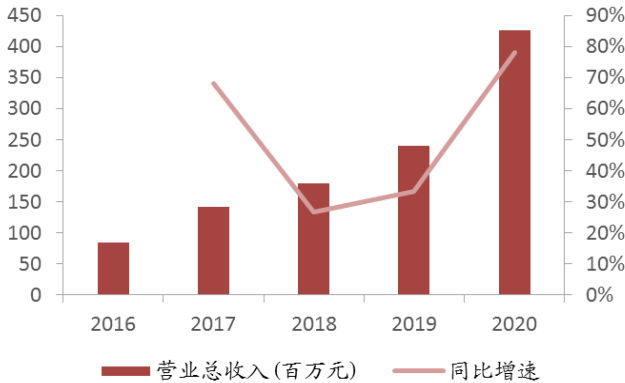
单晶炉热场产品龙头企业，积极拓展下游应用领域。金博股份主要从事先进碳基复合材料及产品的研发、生产和销售，现阶段聚焦于碳/碳复合材料及产品，主要应用于光伏行业的晶硅制造热场系统。金博股份为晶硅制造热场系统先进碳基复合材料部件的主要供应商之一，主要产品在细分市场的占有率约 30%，并已拓展先进碳基复合材料在半导体、密封、耐磨、耐腐蚀等领域的应用。

图 1：金博股份发展历程

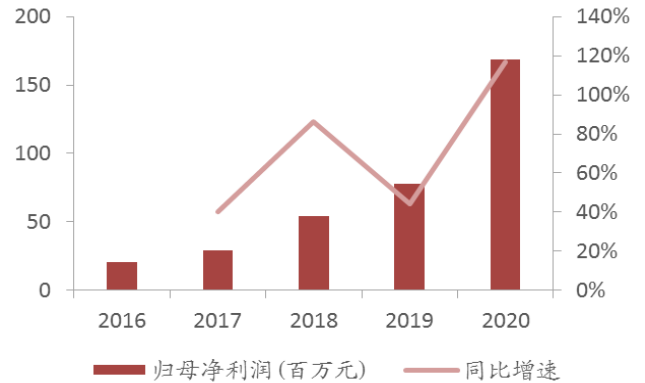


数据来源：公司官网，西南证券整理

热场产品产销两旺，收入利润高速增长。受益于全球光伏市场高景气、单晶硅片对多晶硅片的快速替代，加上公司自身不断技术创新和产能扩张，近 5 年来金博股份营业收入、归母净利润快速增长。2016-2020 年，营业收入由 0.84 亿元增长到 4.26 亿元，年均复合增长率达到 50.1%；同期归母净利润由 0.21 亿元增长到 1.69 亿元，年均复合增长率达到 68.4%。2021 年一季度，公司实现营业收入 1.99 亿元，同比增长 117.9%；实现归母净利润 0.77 亿元，同比增长 86.9%。2021 年上半年，公司实现营业收入 5.12 亿元，同比增长 176.57%；实现归母净利润 2.04 亿元，同比增长 177.48%。

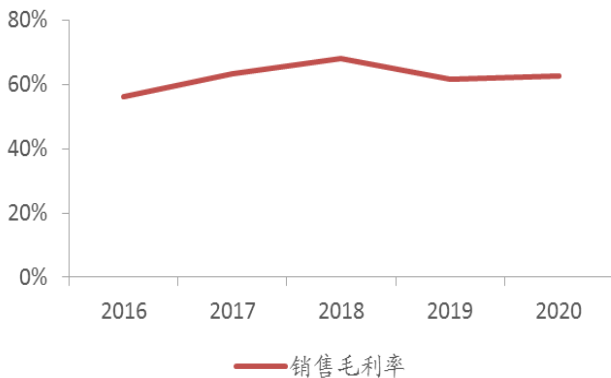
图 2：2016 年以来公司营收稳步增长


数据来源：Wind, 西南证券整理

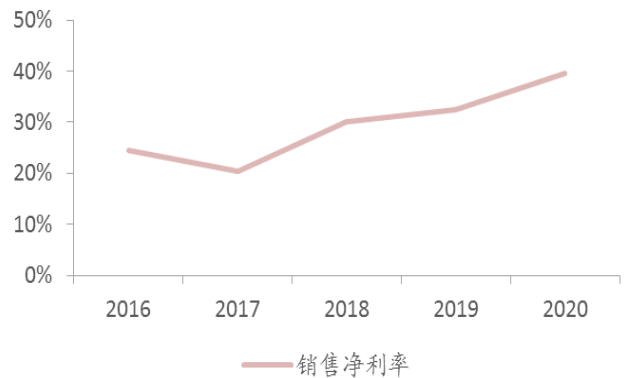
图 3：2016 年以来公司归母净利润快速增长


数据来源：Wind, 西南证券整理

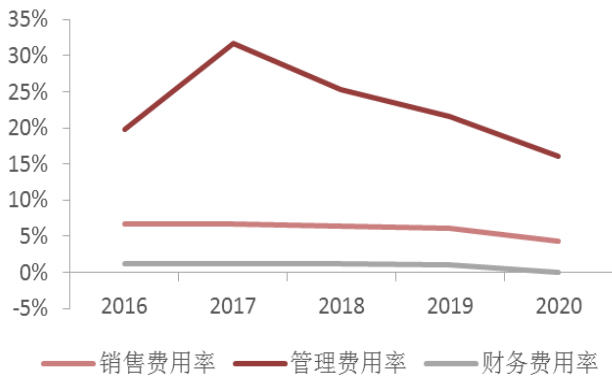
成本管控能力和规模优势明显，盈利能力持续提升。公司业绩高速增长的同时，亦保持了稳定的盈利能力。受益于公司良好的成本管控能力和规模优势，公司毛利率常年维持在 60% 以上，销售净利率和 ROE 水平也逐年提升。即便在 2018 年受“531 新政”影响，光伏行业出现明显调整的情况下，公司亦能实现 30% 左右 ROE 水平，反映出公司以技术研发打造的优势护城河为稳定的高盈利水平提供了坚实保障。

图 4：公司近年毛利率保持在 60% 以上


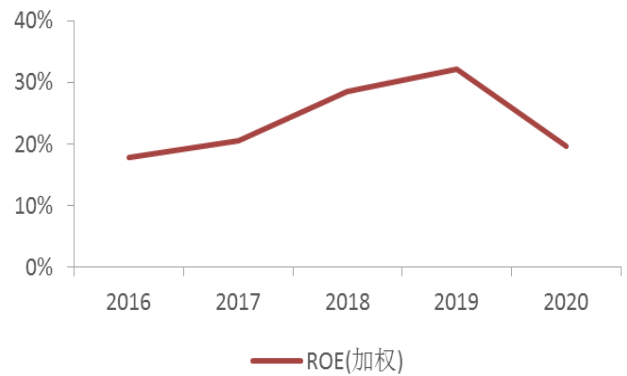
数据来源：wind, 西南证券整理

图 5：公司 ROE 保持在较高水平


数据来源：wind, 西南证券整理

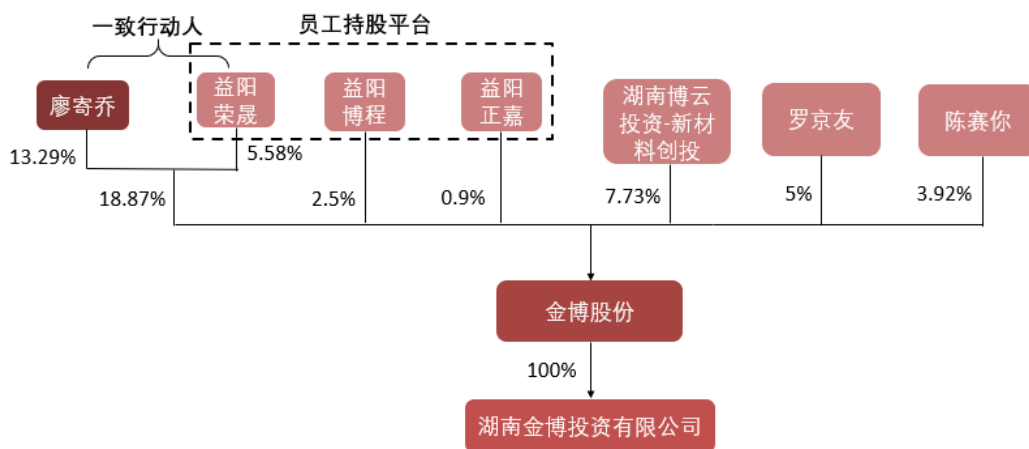
图 6：公司历年三费费率呈下降趋势


数据来源：wind，西南证券整理

图 7：公司 ROE 保持在较高水平


数据来源：wind，西南证券整理

实际控制人技术出身，深耕高性能复合材料领域。廖寄乔直接持有公司 13.29% 股份。员工持股平台益阳荣晟管理咨询中心(有限合伙)持股 5.58%，并与廖寄乔构成一致行动人。廖寄乔合计控制公司 18.87% 股份，为公司控股股东和实际控制人。廖寄乔拥有中南大学材料学博士学位，曾任职于中南大学粉末冶金研究院，是“十二五”国家科技重点专项（高性能纤维及复合材料专项）专家组专家、“十二五”863 计划新材料技术领域“高性能纤维及复合材料制备关键技术”重大项目总体专家组专家，现任公司董事长兼首席科学家。

图 8：公司股权结构及子公司


数据来源：公司公告，西南证券整理

员工持股调动管理层积极性，股权激励锚定高增长。公司上市之前，主要高管、核心技术人员就通过益阳荣晟、益阳正嘉和益阳博程三个持股平台合计持有 721 万股股份。上市之后，金博股份于 2020、2021 连续两年推出限制性股票激励计划。2020 年股权激励业绩考核目标为：以 2019 年营业收入为基础，2020~2022 年营业收入增长率分别不低于 40%、100%、160%。2021 年股权激励则进一步增加了利润考核目标，最高考核目标要求 2021 年净利润较 2020 年增长 80%，2021 年及 2022 年净利润合计较 2020 年增长 300%。

长单锁定未来半数产能，未来业绩确定性高。下游硅片厂商为保障热场供应，纷纷与公司签订供应长单。目前，公司已与隆基股份、晶科能源、上机数控等公司签订了长期合作框架协议。根据协议内容，在合同期限内，公司将向隆基、晶科与上机这三家公司提供的碳基复合材料产品预估总金额(含税)分别为 16 亿元、4 亿元和 5 亿元。上述订单对公司未来三年产能锁定在 50% 以上。考虑到下游硅片环节旺盛的新增需求，预计公司新产能投产后，将持续保持满产满销，市场占有率将持续提升，未来业绩确定性极高。

表 1：公司与三家客户签订长期合作框架协议

客户名称	合作框架协议签订日期	框架协议金额 (亿元、含税)	产品平均单价 (万元/吨、含税)	产品重量(吨)	协议期
隆基股份	2020 年 12 月	16	100	1600	3 年
晶科能源	2021 年 1 月	4	100	400	2 年
上机数控	2021 年 1 月	5	100	500	2 年
合计		25	/	2500	/

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 2：未来三年新增产能大部分被长单锁定

项目	2021 年预计	2022 年预计	2023 年预计
原产线的产能(不包括募集资金项目)	400	400	400
首发募投项目产能	180	200	200
首发超募项目产能	250	350	350
本次可转债项目产能	150	600	600
产能合计	980	1550	1550
隆基股份、晶科能源、上机数控框架协议对应的产量	600	1100	800
上述框架协议对应占总产能比例	61%	71%	52%
预计公司产能利用率	≥100%	≥100%	≥100%

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司新增产能按计划投放，预计 2021、2022 年产能分别达到 980 吨、1550 吨，2023 年公司产能在 2022 年基础上保持稳步扩张；

假设 2：随着下游硅片新增产能投放，以及硅片大尺寸化带来的改造需求持续释放，公司产品供不应求，新产能投放后保持满产满销；

假设 3：单晶控制炉热场产品由 28 寸逐步向 32 寸、36 寸升级，单公斤售价保持相对稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
单晶拉制炉热场系列产品	收入	412.34	1,096.03	1,475.77	1,814.30
	增速	78.82%	165.80%	34.65%	22.94%
	成本	153.07	448.39	597.39	749.89
	毛利率	62.88%	59.09%	59.52%	58.67%
多晶铸锭炉热场系列产品	收入	4.52	0.20		
	增速	280.43%	-95.57%		
	成本	1.65	0.04		
	毛利率	63.47%	80.00%		
真空热处理领域产品	收入	2.27	2.95	3.83	4.98
	增速	31.10%	30.00%	30.00%	30.00%
	成本	0.43	0.74	0.96	1.25
	毛利率	81.07%	75.00%	75.00%	75.00%
其他产品	收入	4.32	5.62	7.31	9.50
	增速	21.58%	30.00%	30.00%	30.00%
	成本	1.80	2.25	2.92	3.80
	毛利率	58.48%	60.00%	60.00%	60.00%
其他业务	收入	3.02	3.00	3.00	3.00
	增速	22.88%	-0.57%	0.00%	0.00%
	成本	2.61	2.55	2.55	2.55
	毛利率	13.52%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	收入	426.47	1,107.80	1,489.91	1,831.78
	增速	78.05%	159.76%	34.49%	22.95%
	成本	159.56	454.01	603.86	757.53
	毛利率	62.59%	59.02%	59.47%	58.65%

数据来源：Wind, 西南证券

2.2 相对估值

我们选取光伏行业中与代表性的四家公司，2021 年四家公司的平均 PE 为 47.42 倍，2022 年平均 PE 为 37.04 倍。金博股份产能高速扩张，在手长单已锁定未来 50% 以上产能，业绩确定性极强。预计公司未来三年归母净利润将保持 63.91% 的复合增长率，2021 年进入业绩爆发期，2022 年进入高速成长期，考虑到公司布局氢能领域，给予 2022 年 52 倍估值，对应目标价 372 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
601012.SH	隆基股份	84.14	2.27	2.14	2.76	37.07	39.32	30.49
300861.SZ	美畅股份	73.31	1.12	1.81	2.33	65.46	40.50	31.46

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
603806.SH	福斯特	140.59	2.03	2.04	2.5	69.26	68.92	56.24
601865.SH	福莱特	44.64	0.8	1.09	1.49	55.80	40.95	29.96
平均值						56.89	47.42	37.04

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

- 1) 原材料碳纤维价格大幅上涨的风险；
- 2) 光伏热场行业竞争加剧的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	426.47	1107.80	1489.91	1831.78	净利润	168.58	432.63	573.05	742.35
营业成本	159.56	454.01	603.86	757.53	折旧与摊销	14.98	31.29	58.04	74.83
营业税金及附加	3.30	4.43	7.45	9.16	财务费用	-0.12	39.23	104.14	129.17
销售费用	18.63	38.77	44.70	45.79	资产减值损失	-0.83	0.00	0.00	0.00
管理费用	34.13	77.55	81.94	73.27	经营营运资本变动	-88.42	165.61	-29.16	-8.05
财务费用	-0.12	39.23	104.14	129.17	其他	-52.94	-0.84	0.28	-0.09
资产减值损失	-0.83	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	41.24	667.92	706.35	938.20
投资收益	5.42	0.00	0.00	0.00	资本支出	-232.12	-600.00	-600.00	-2.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-513.04	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-745.17	-600.00	-600.00	-2.00
营业利润	194.54	493.81	647.81	816.86	短期借款	-15.59	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.23	3.46	3.39	3.41	长期借款	0.00	1500.00	1000.00	0.00
利润总额	197.77	497.27	651.20	820.27	股权融资	874.10	0.00	0.00	0.00
所得税	29.20	64.65	78.14	77.93	支付股利	-20.00	-33.72	-86.53	-114.61
净利润	168.58	432.63	573.05	742.35	其他	2.99	-39.23	-104.14	-129.17
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	841.50	1427.06	809.34	-243.78
归属母公司股东净利润	168.58	432.63	573.05	742.35	现金流量净额	137.34	1494.98	915.68	692.42
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	147.32	1642.30	2557.98	3250.40	成长能力				
应收和预付款项	103.99	261.98	356.44	437.04	销售收入增长率	78.05%	159.76%	34.49%	22.95%
存货	47.31	140.08	186.59	234.66	营业利润增长率	119.02%	153.84%	31.19%	26.10%
其他流动资产	796.19	598.17	606.51	613.97	净利润增长率	117.03%	156.64%	32.46%	29.54%
长期股权投资	9.94	9.94	9.94	9.94	EBITDA 增长率	105.79%	169.50%	43.53%	26.03%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	319.25	891.33	1436.66	1367.20	毛利率	62.59%	59.02%	59.47%	58.65%
无形资产和开发支出	33.96	30.59	27.22	23.86	三费率	12.34%	14.04%	15.49%	13.55%
其他非流动资产	26.89	26.89	26.89	26.89	净利率	39.53%	39.05%	38.46%	40.53%
资产总计	1484.85	3601.29	5208.24	5963.96	ROE	13.04%	25.58%	26.31%	26.46%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.35%	12.01%	11.00%	12.45%
应付和预收款项	56.61	169.68	221.84	279.82	ROIC	40.65%	57.03%	48.88%	52.11%
长期借款	0.00	1500.00	2500.00	2500.00	EBITDA/销售收入	49.10%	50.94%	54.37%	55.73%
其他负债	135.58	240.02	308.29	378.29	营运能力				
负债合计	192.18	1909.70	3030.12	3158.11	总资产周转率	0.47	0.44	0.34	0.33
股本	80.00	80.00	80.00	80.00	固定资产周转率	2.62	2.21	1.46	1.39
资本公积	939.08	939.08	939.08	939.08	应收账款周转率	5.83	6.49	5.17	4.96
留存收益	273.59	672.50	1159.03	1786.77	存货周转率	4.25	4.74	3.66	3.56
归属母公司股东权益	1292.67	1691.58	2178.11	2805.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	52.67%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1292.67	1691.58	2178.11	2805.85	资产负债率	12.94%	53.03%	58.18%	52.95%
负债和股东权益合计	1484.85	3601.29	5208.24	5963.96	带息债务/总负债	0.00%	78.55%	82.50%	79.16%
					流动比率	6.89	7.02	7.46	7.26
					速动比率	6.59	6.65	7.09	6.88
					股利支付率	11.86%	7.79%	15.10%	15.44%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	209.40	564.33	809.99	1020.85	每股收益	2.11	5.41	7.16	9.28
PE	142.37	55.47	41.88	32.33	每股净资产	16.16	21.14	27.23	35.07
PB	18.57	14.19	11.02	8.55	每股经营现金	0.52	8.35	8.83	11.73
PS	56.28	21.66	16.11	13.10	每股股利	0.25	0.42	1.08	1.43
EV/EBITDA	111.04	41.21	28.82	22.19					
股息率	0.08%	0.14%	0.36%	0.48%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn