

金博股份 (688598)

2021 中报点评: 业绩超市场预期, 产能落地
进入业绩释放期

2021 年 08 月 25 日

买入 (维持)

证券分析师 周尔双

执业证号: S0600515110002
13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证号: S0600520090001

zhubb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	426	1,102	1,545	2,290
同比 (%)	78.0%	158.5%	40.1%	48.2%
归母净利润 (百万元)	169	450	617	899
同比 (%)	117.0%	167.0%	37.1%	45.6%
每股收益 (元/股)	2.11	5.63	7.71	11.23
P/E (倍)	142.37	53.33	38.89	26.70

事件: 2021 年 8 月 24 日公司披露 2021 年半年报, 2021 年上半年公司实现营业收入 5.12 亿元, 同比+176.57%, 归母净利润 2.04 亿元, 同比+177.48%; 扣非归母净利润为 1.89 亿元, 同比+207.89%。

投资要点

■ 业绩超市场预期, 高盈利 C/C 热场龙头进入业绩释放期

2021 年上半年公司实现营业收入 5.12 亿元, 同比+176.57%, 归母净利润 2.04 亿元, 同比+177.48%; 扣非归母净利润为 1.89 亿元, 同比+207.89%; 其中 2021H1 确认股权支付费用 0.15 亿元, 若剔除股份支付的影响, 公司的扣非归母净利润为 2.04 亿元, 同比+233%。公司 2021H1 整体业绩超市场预期, 高盈利龙头进入业绩释放期。

分季度来看, 2021Q2 业绩环比高增。2021Q1 实现营业收入 1.99 亿元, 同比+118%, 归母净利润为 0.77 亿元, 同比+87%; 2021Q2 实现营业收入 3.13 亿元, 同比+234%, 环比+57%; 归母净利润为 1.27 亿元, 同比+294%, 环比+64%。我们判断随着公司产能逐步释放, 公司下半年业绩有望进一步环比提高。

■ 毛利率小幅下滑, 控费能力优异净利率创新高

2021H1 毛利率 60.4%, 同比-1.2pct, 原材料碳纤维涨价背景下, 公司的毛利率基本保持稳定, 我们判断主要系: (1) 公司提高先进装备的比例使得大尺寸良率提高; (2) 原材料成本上涨对报表的影响有一定滞后性, 同时公司加强供应链管理。

净利率 39.84%, 同比+0.1pct, 净利率创新高, 主要得益于公司控费能力改善。2021H1 公司期间费用率合计为 15.2%, 同比-6.4pct, 其中销售费用率为 3.6%, 同比-0.4pct; 管理费用率 (含研发) 为 11.8%, 同比-5.5pct; 财务费用率为-0.2%, 同比-0.6pct。公司 2021H1 研发费用率 5.5%, 同比-3.3pct, 主要系公司的营收增长快于研发投入增长所致, 规模效应充分体现。

■ 规模扩张下存货提升明显, 合同负债增长印证订单充足

截至 2021H1 末, 公司存货金额为 1.45 亿元, 同比+565%, 随着销售规模的扩大持续增长; 其中发出商品金额为 0.39 亿元, 同比+550%, 在产品 0.63 亿元, 同比+600%, 我们判断这部分存货将在 2021 年确认收入贡献业绩。公司合同负债金额为 0.39 亿元, 同比+1476%。光伏热场供不应求, 公司在手订单充足, 目前订单已将 2022Q2 前产能排满。

2021H1, 公司经营性现金流净额为-0.07 亿元, 同比 2020H1 降低 0.32 亿元, 主要系公司募投项目投入使用, 生产规模不断扩大, 需前期备货生产支付较多货款所致, 后续随着交付规模提高, 公司现金流有望大幅改善。

■ 盈利预测与投资评级: 随着下游扩产+技术迭代, 我们将 2021-2023 年的净利润分别从 3.6/5.8/8.8 亿上调至 4.5 (上调 25%) /6.2 (上调 7%) /9.0 (上调 2%) 亿元, 对应当前股价 PE 为 53、39、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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	300.00
一年最低/最高价	95.00/320.22
市净率(倍)	15.79
流通 A 股市值(百万元)	19216.98

基础数据

每股净资产(元)	19.00
资产负债率(%)	14.11
总股本(百万股)	80.00
流通 A 股(百万股)	64.06

相关研究

- 1、《金博股份 (688598): 2021 一季报点评: 热场供不应求, 高盈利龙头进入业绩释放期》2021-04-28
- 2、《金博股份 (688598): 2020 年报点评: 业绩符合预期, 供需缺口带来业绩弹性》2021-03-31
- 3、《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

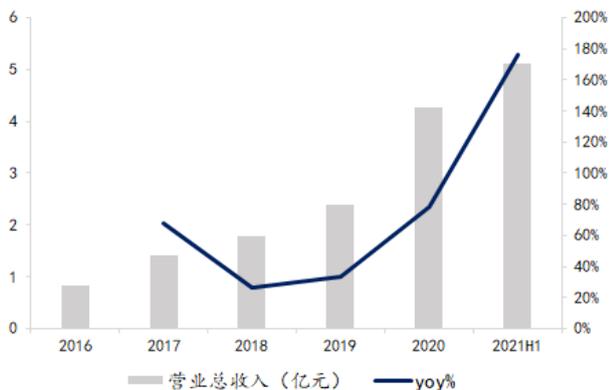
事件：2021年8月24日公司披露2021年半年报，2021年上半年公司实现营业收入5.12亿元，同比+176.57%，归母净利润2.04亿元，同比+177.48%；扣非归母净利润为1.89亿元，同比+207.89%。

1. 业绩超市场预期，高盈利 C/C 热场龙头进入业绩释放期

2021年上半年公司实现营业收入5.12亿元，同比+176.57%，归母净利润2.04亿元，同比+177.48%；扣非归母净利润为1.89亿元，同比+207.89%；其中2021H1确认股权支付费用0.15亿元，若剔除股份支付的影响，公司的扣非归母净利润为2.04亿元，同比+233%。公司2021H1整体业绩超市场预期，高盈利龙头进入业绩释放期。

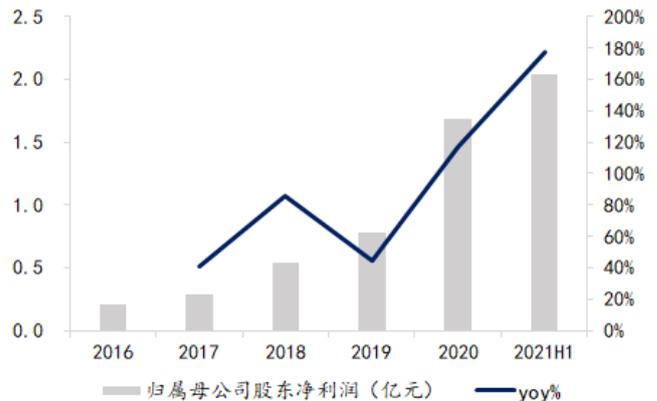
分季度来看，2021Q2 业绩环比高增。2021Q1 实现营业收入1.99亿元，同比+118%，归母净利润为0.77亿元，同比+87%；2021Q2 实现营业收入3.13亿元，同比+234%，环比+57%；归母净利润为1.27亿元，同比+294%，环比+64%。我们判断随着公司产能逐步释放，公司下半年业绩有望进一步环比提高。

图 1: 2021H1 公司实现营业收入 5.12 亿元, 同比+176.57%



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 2: 2021H1 公司实现归母净利润 2.04 亿元, 同比+177.48%



数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 毛利率小幅下滑，控费能力优异净利率创新高

2021H1 毛利率 60.4%，同比-1.2pct，原材料碳纤维涨价背景下，公司的毛利率基本保持稳定，我们判断主要系：（1）公司提高先进装备的比例使得大尺寸良率提高；（2）原材料成本上涨对报表的影响有一定滞后性，同时公司加强供应链管理。

净利率 39.84%，同比+0.1pct，净利率创新高，主要得益于公司控费能力改善。2021H1 公司期间费用率合计为 15.2%，同比-6.4pct，其中销售费用率为 3.6%，同比-0.4pct；管理费用率（含研发）为 11.8%，同比-5.5pct；财务费用率为-0.2%，同比-0.6pct。公司 2021H1

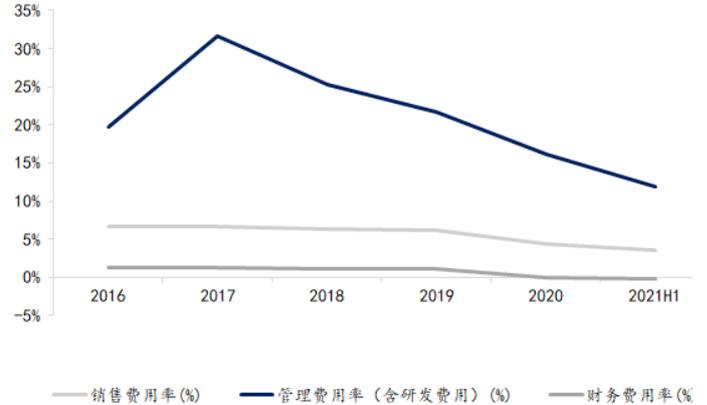
研发费用率 5.5%，同比-3.3pct，主要系公司的营收增长快于研发投入增长所致，规模效应充分体现。

图 3: 2021H1 公司毛利率小幅下滑



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 4: 2021H1 公司控费能力优异, 期间费用率合计为 15.2%, 同比-6.4pct



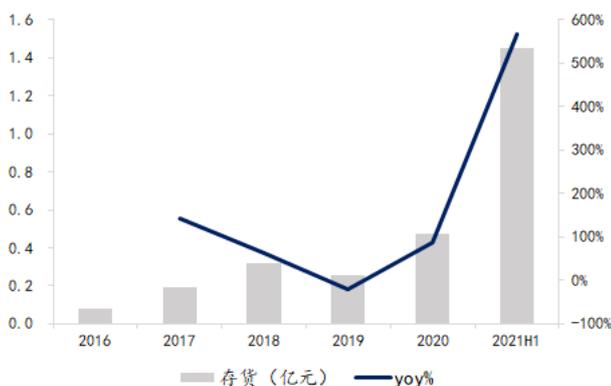
数据来源: wind, 东吴证券研究所

3. 规模扩张下存货提升明显, 合同负债增长印证订单充足

截至 2021H1 末, 公司存货金额为 1.45 亿元, 同比+565%, 随着销售规模的扩大持续增长; 其中发出商品金额为 0.39 亿元, 同比+550%, 在产品 0.63 亿元, 同比+600%, 我们判断这部分存货将在 2021 年确认收入贡献业绩。公司合同负债金额为 0.39 亿元, 同比+1476%。光伏热场供不应求, 公司在手订单充足, 目前订单已将 2022Q2 前产能排满。

2021H1, 公司经营性现金流净额为-0.07 亿元, 同比 2020H1 降低 0.32 亿元, 主要系公司募投项目投入使用, 生产规模不断扩大, 需前期备货生产支付较多货款所致, 后续随着交付规模提高, 公司现金流有望大幅改善。

图 5: 截至 2021H1 末, 公司存货金额为 1.45 亿元, 同比+565%



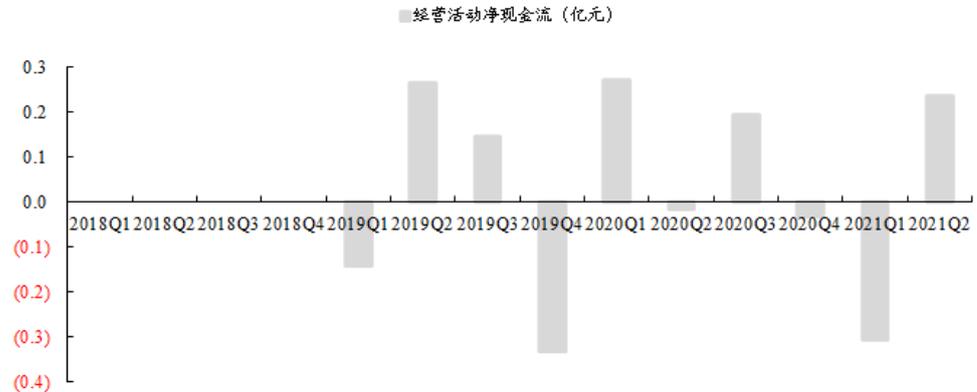
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 6: 截至 2021H1 末公司合同负债金额为 0.39 亿元, 同比+1476%



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 7：2021H1 公司经营性现金流净额为-0.07 亿元，Q2 单季度现金流改善



数据来源：wind，东吴证券研究所

4. 加速扩产匹配订单需求，市占率有望快速提升

2020 年金博的热场年产量为 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) 老产能放大：**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) 先进碳基复合材料产能扩建项目一期：**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，已于 2021Q1 末达产；**(3) 先进碳基复合材料产能扩建项目二期：**2020 年 8 月超募资金到位，再扩 350 吨产能，已于 2021Q2 末达产；**(4) 发行可转债再扩 600 吨：**2020 年 11 月公司公告要发 6 个亿可转债，再扩 600 吨，预计 2021 年底达产。公司 7 月 20 日公告，6 亿可转债于 7 月 23 日开始申购，加快可转债对应的 600 吨产能释放。

综上，我们预计公司 2021 年底达到产能规模 1650 吨 (350+350+350+600)，我们判断公司 2021 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%。

5. 碳纤维涨价对金博毛利率的影响低于行业，行业龙头地位将进一步凸显

我们假设：

(1) 金博 2020 年收入 4.26 亿元，营业成本 1.6 亿元，销量 448 吨，对应单位售价为 95.19 万元/吨，单位营业成本为 35.62 万元/吨。

(2) 金博 2020 年直接材料成本 7062 万元，热场销量为 448 吨，折合生产每吨热场所需的直接材料成本为 15.76 万元，其中碳纤维成本约占直接材料成本的 91%，即 14.34 万元，此处假设行业为同水平。

(3) 假设 2020 年 C/C 热场行业平均售价为 85 万元/吨，行业平均毛利率为 35%。

测算结果与结论:

2020 年，金博股份毛利率约 63%，2020 年 C/C 热场行业毛利率约 35%，假设碳纤维分别涨价 10%、30%、50%，则不考虑碳纤维涨价成本转移至客户，金博毛利率分别下降 1.5、4.5、7.5pct，行业毛利率分别下降 1.7、5.1、8.4pct。整体来看，碳纤维涨价给金博毛利率带来的负面影响低于行业整体，我们判断在原材料价格上涨的背景下金博股份的行业龙头地位将更加突出。备注：虽碳纤维涨价影响热场行业毛利率，但公司通过技术进步（如缩短沉积周期）、加强供应链管理等措施，可抵消一部分负面影响，因此实际毛利率降幅低于本表测算结果。

图 8: 金博股份毛利率敏感性分析【以 2020 年年报数据为基础】

碳纤维涨幅: X	碳纤维涨价10%	碳纤维涨价30%	碳纤维涨价50%
2020年金博股份原毛利率①	62.59%	62.59%	62.59%
2020年金博股份C/C热场单位售价(万元/吨)②	95.19	95.19	95.19
2020年金博股份原营业成本(万元/吨)③	35.62	35.62	35.62
原直接材料成本占营业成本比例④	44.26%	44.26%	44.26%
原直接材料成本(万元/吨)⑤=③*④	15.76	15.76	15.76
原碳纤维成本(万元/吨)⑥=⑤*91%	14.34	14.34	14.34
碳纤维涨价净额(万元/吨)⑦=⑥*X	1.43	4.30	7.17
价格上涨后总营业成本(万元/吨)⑧=③+⑦	37.05	39.92	42.79
涨价后毛利率⑨=1-(⑧/②)	61.08%	58.07%	55.05%
毛利率变动⑩=⑨-①	-1.51pct	-4.52pct	-7.53pct

数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 9: C/C 热场行业的毛利率敏感性分析【以行业平均 35%的毛利率为基础】

碳纤维涨幅: X	碳纤维涨价10%	碳纤维涨价30%	碳纤维涨价50%
2020年C/C热场行业原毛利率①	35%	35%	35%
2020年C/C热场行业平均单位售价(万元/吨)②	85	85	85
2020年行业原营业成本(万元/吨)③=②*(1-①)	55.25	55.25	55.25
原碳纤维成本(万元/吨)④	14.34	14.34	14.34
碳纤维涨价净额(万元/吨)⑤=④*X	1.43	4.30	7.17
价格上涨后总营业成本(万元/吨)⑥=③+⑤	56.68	59.55	62.42
涨价后毛利率⑦=1-(⑥/②)	33.31%	29.94%	26.56%
毛利率变动⑧=⑦-①	-1.69pct	-5.06pct	-8.44pct

数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 10: 金博股份毛利率敏感性分析【以 2020 年年报数据为基础】(考虑碳纤维涨价成本转嫁给客户)

碳纤维涨幅: X	碳纤维涨价10%	碳纤维涨价30%	碳纤维涨价50%
2020年金博股份原毛利率①	62.59%	62.59%	62.59%
2020年金博股份C/C热场单位售价(万元/吨)②	95.19	95.19	95.19
2020年金博股份原营业成本(万元/吨)③	35.62	35.62	35.62
原直接材料成本占营业成本比例④	44.26%	44.26%	44.26%
原直接材料成本(万元/吨)⑤=③*④	15.76	15.76	15.76
原碳纤维成本(万元/吨)⑥=⑤*91%	14.34	14.34	14.34
碳纤维涨价净额(万元/吨)⑦=⑥*X	1.43	4.30	7.17
价格上涨后总营业成本(万元/吨)⑧=③+⑦	37.05	39.92	42.79
涨价后毛利率(涨价部分转移给客户)⑨=1-【⑧/(⑦+②)】	61.66%	59.88%	58.20%
毛利率变动⑩=⑨-①	-0.93pct	-2.71pct	-4.39pct

数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 11: C/C 热场行业的毛利率敏感性分析【以行业平均 35%的毛利率为基础】(考虑碳纤维涨价成本转嫁给客户)

碳纤维涨幅: X	碳纤维涨价10%	碳纤维涨价30%	碳纤维涨价50%
2020年C/C热场行业原毛利率①	35%	35%	35%
2020年C/C热场行业平均单位售价(万元/吨)②	85	85	85
2020年行业原营业成本(万元/吨)③=②*(1-①)	55.25	55.25	55.25
原碳纤维成本(万元/吨)④	14.34	14.34	14.34
碳纤维涨价净额(万元/吨)⑤=④*X	1.43	4.30	7.17
价格上涨后总营业成本(万元/吨)⑥=③+⑤	56.68	59.55	62.42
涨价后毛利率(涨价部分转移给客户)⑦=1-【⑥/(②+⑤)】	34.42%	33.31%	32.28%
毛利率变动⑧=⑦-①	-0.58pct	-1.69pct	-2.72pct

数据来源: wind, 东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

随着下游扩产+技术迭代,我们将 2021-2023 年的净利润分别从 3.6/5.8/8.8 亿上调至 4.5 (上调 25%) /6.2 (上调 7%) /9.0 (上调 2%) 亿元,对应当前股价 PE 为 53、39、27 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	1375	1808	2581	营业收入	426	1102	1545	2290
现金	147	324	609	1107	减:营业成本	160	427	614	917
应收账款	98	181	212	251	营业税金及附加	3	8	11	16
存货	47	94	101	151	营业费用	19	37	49	69
其他流动资产	803	776	886	1072	管理费用	35	127	174	253
非流动资产	390	477	551	540	财务费用	-0	-3	-6	-12
长期股权投资	10	10	10	10	资产减值损失	1	3	2	2
固定资产	319	407	482	472	加:投资净收益	5	2	3	3
在建工程	73	52	46	20	其他收益	-22	1	1	1
无形资产	34	33	32	31	营业利润	195	512	709	1054
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	1851	2359	3121	利润总额	198	528	724	1054
流动负债	159	210	286	419	减:所得税费用	29	78	107	156
短期借款	0	10	10	10	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	39	23	25	38	归属母公司净利润	169	450	617	899
其他流动负债	120	177	251	371	EBIT	211	504	698	1037
非流动负债	33	33	33	33	EBITDA	226	537	743	1092
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	33	33	33	33					
负债合计	192	244	319	452	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	2.11	5.63	7.71	11.23
归属母公司股东权益	1293	1608	2040	2669	每股净资产(元)	16.16	20.10	25.50	33.36
负债和股东权益	1485	1851	2359	3121	发行在外股份(百万股)	80	80	80	80
					ROIC(%)	38.3%	57.1%	68.6%	87.9%
					ROE(%)	13.0%	28.0%	30.3%	33.7%
					毛利率(%)	62.6%	61.2%	60.3%	60.0%
					销售净利率(%)	39.5%	40.8%	40.0%	39.3%
					资产负债率(%)	12.9%	13.2%	13.5%	14.5%
					收入增长率(%)	78.0%	158.5%	40.1%	48.2%
					净利润增长率(%)	117.0%	167.0%	37.1%	45.6%
					P/E	142.37	53.33	38.89	26.70
					P/B	18.57	14.93	11.77	8.99
					EV/EBITDA	107.13	45.17	32.72	22.40

数据来源: wind, 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>

