

2021年09月10日

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

## 14亿长协落地, 订单饱满增厚业绩弹性 买入 (维持)

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)	178.37	66.81	48.72	33.46

**事件:** 金博股份9月9日晚发布公告, 公司与包头美科签署《长期合作框架协议》, 今日起至2023年12月31日向金博采购碳基复合材料热场约4亿元 (含税); 与青海高景签署《碳碳制品采购框架协议》, 今日起至2023年12月31日, 向金博采购碳基复合材料热场约10亿元 (含税)。

### 投资要点

#### ■ 长协大订单加速落地, 订单饱满增厚业绩弹性

2021年9月9日晚, 金博公告与包头美科/高景分别签署4/10亿 (含税) 长期采购协议, 供货周期为2021年9月9日至2023年12月31日, 两个采购协议金额合计14亿元, 为金博2020年收入 (4.26亿元) 的3.3倍, 公司在手订单饱满, 我们预计金博在手订单已排产至2022H2, 伴随公司产能加速释放, 公司在手订单将加速释放业绩弹性。

#### ■ 长协印证行业供不应求, 受硅片龙头+新进者认可彰显热场龙头地位

公司已与多家硅片厂签订长期采购协议, 进一步印证热场市场供不应求现状, 随着一体化趋势催化硅片厂激进扩产, 热场行业高景气度有望持续。包头美科为江苏环太集团光伏硅片项目, 分三期建设, 一期6GW, 二期12GW已投产; 青海高景系硅片环节新进入者, 2020年底宣布投资170亿元建设50GW 210大硅片项目。此前, 金博在2020年末和2021年初已和行业龙头隆基、晶科和上机数控签订合计25亿元的长期采购协议, 新进者和硅片龙头双重认可彰显公司热场行业龙头地位。

#### ■ 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:** 上市前老产能200吨随产品尺寸放大提升至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月起募资金到位, 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月公司公告拟发行6亿元可转债, 再扩600吨, 预计2021年底达产。综上, 我们预计公司2021年底达到产能规模1650吨 (350+350+350+600)。同时, 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%。

#### ■ 长协印证行业供不应求, 受硅片龙头+新进者认可彰显热场龙头地位

公司技术层面显著优于行业, 高盈利水平有望维持。公司存在四个方面技术优势, 即碳纤维预制体自制、重要设备CVD炉自制, 沉积时间短 (致密化周期<300h, 远低于行业主流800-1000h) 和化学气相沉积路线不需液相浸渍。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背景下金博的行业龙头地位将更加突出。

**盈利预测与投资评级:** 随着下游扩产+技术迭代, 我们维持2021-2023年的归母净利润为4.5/6.2/9.0亿元, 对应当前股价PE为67、49、33倍, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 下游资本支出不及预期; 设备研发及市场开拓低于预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	375.87
一年最低/最高价	95.00/424.00
市净率(倍)	19.78
流通A股市值(百万元)	24152.13

### 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)	80.20
流通A股(百万股)	64.26

### 相关研究

- 1、《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》2021-08-25
- 2、《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
- 3、《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

**事件:** 金博股份 9 月 9 日晚发布公告, 公司与包头美科签署《长期合作框架协议》, 今日起至 2023 年 12 月 31 日向金博采购碳基复合材料热场约 4 亿元 (含税); 与青海高景签署《碳碳制品采购框架协议》, 今日起至 2023 年 12 月 31 日, 向金博采购碳基复合材料热场约 10 亿元 (含税)。

## 1. 长协大订单加速落地, 订单饱满增厚业绩弹性

2021 年 9 月 9 日晚, 金博公告与包头美科/高景分别签署 4/10 亿 (含税) 长期采购协议, 供货周期为 2021 年 9 月 9 日至 2023 年 12 月 31 日, 两个采购协议金额合计 14 亿元, 为金博 2020 年收入 (4.26 亿元) 的 3.3 倍, 公司在手订单饱满, 我们预计金博在手订单已排产至 2022H2, 伴随公司产能加速释放, 公司在手订单将加速释放业绩弹性。

## 2. 长协印证行业供不应求, 受硅片龙头+新进者认可彰显热场龙头地位

公司已与多家硅片厂签订长期采购协议, 进一步印证热场市场供不应求现状, 随着一体化趋势催化硅片厂激进扩产, 热场行业高景气度有望持续。本次框架协议对象为硅片新进者: (1) **包头美科项目:** 包头美科是江苏环太集团为响应国家“十四五”能源转型打造的光伏硅片项目, 为此环太集团分别在内蒙古包头建设 30GW 单晶拉棒 (分三期建设, 一期 6GW, 二期 12GW 已投产) 和江苏扬中建设 35GW 单晶切片项目。(2) **青海高景:** 由 IDG 资本和珠海华发集团共同创立, 系硅片环节新进入者, 2020 年 12 月 14 日, 高景拟投资 170 亿元建设 50GW 210 大硅片项目。截至 2021 年 9 月 9 日, 该项目一期日产能已达 300 多万片, 基地二期厂房正式启动建设。按照高景规划, 项目二期预计在 2021 年末实现投产, 三期也将于 2022Q4 投产, 累计形成 50GW 硅片产能。

此前, 金博在 2020 年末和 2021 年初已和行业龙头隆基、晶科和上机数控签订合计 25 亿元的长期采购协议, 新进者和硅片龙头双重认可彰显公司热场行业龙头地位。

图 1: 公司已和硅片龙头&新进者签订多个长期合作协议, 印证热场行业供不应求

客户名称	合作框架协议签订日期	框架协议截止日期	产品重量 (吨)	产品平均单价 (万元/吨, 含税)	框架协议金额 (亿元, 含税)
隆基股份	2020年12月22日	2023年12月	1600	100	16
晶科能源	2021年1月21日	2022年12月31日	400	100	4
上机数控	2021年1月21日	2022年12月31日	500	100	5
包头美科	2021年9月9日	2023年12月31日	-	-	4
青海高景	2021年9月9日	2023年12月31日	-	-	10

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3. 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月起募资金到位，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月公司公告拟发行6亿元可转债，再扩600吨产能，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%。

### 4. 技术优势+规模效应维持高盈利水平，碳纤维涨价对龙头影响较小

公司技术层面显著优于行业，高盈利水平有望维持。公司存在四个方面技术优势，即碳纤维预制体制、重要设备CVD炉自制，沉积时间短（致密化周期<300h，远低于行业主流800-1000h）和化学气相沉积路线不需液相浸渍。

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。

#### 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%，根据我们产业链调研，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。

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2：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
<b>涨价后毛利率⑨=1-（⑧/②）</b>	<b>61.08%</b>	<b>58.07%</b>	<b>55.05%</b>
<b>毛利率变动⑩=⑨-①</b>	<b>-1.51pct</b>	<b>-4.52pct</b>	<b>-7.53pct</b>

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图3：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-原碳纤维成本（万元/吨）④	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
<b>涨价后毛利率⑦=1-（⑥/②）</b>	<b>33.31%</b>	<b>29.94%</b>	<b>26.56%</b>
<b>毛利率变动⑧=⑦-①</b>	<b>-1.69pct</b>	<b>-5.06pct</b>	<b>-8.44pct</b>

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图4：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
<b>涨价后毛利率（涨价部分转移给客户）⑨=1-【⑧/（⑦+②）】</b>	<b>61.66%</b>	<b>59.88%</b>	<b>58.20%</b>
<b>毛利率变动⑩=⑨-①</b>	<b>-0.93pct</b>	<b>-2.71pct</b>	<b>-4.39pct</b>

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 5: 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: 公司年报, 东吴证券研究所

## 5. 盈利预测与投资评级

随着下游扩产+技术迭代, 我们维持 2021-2023 年的归母净利润为 4.5/6.2/9.0 亿元, 对应当前股价 PE 为 67、49、33 倍, 维持“买入”评级。

## 6. 风险提示

下游资本支出不及预期; 设备研发及市场开拓低于预期。

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
<b>流动资产</b>	<b>1095</b>	<b>1375</b>	<b>1808</b>	<b>2581</b>	<b>营业收入</b>	<b>426</b>	<b>1102</b>	<b>1545</b>	<b>2290</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>390</b>	<b>477</b>	<b>551</b>	<b>540</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>195</b>	<b>512</b>	<b>709</b>	<b>1054</b>
其他非流动资产	27	27	27	27	加:营业外净收支	3	16	15	0
<b>资产总计</b>	<b>1485</b>	<b>1851</b>	<b>2359</b>	<b>3121</b>	<b>利润总额</b>	<b>198</b>	<b>528</b>	<b>724</b>	<b>1054</b>
<b>流动负债</b>	<b>159</b>	<b>210</b>	<b>286</b>	<b>419</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>169</b>	<b>450</b>	<b>617</b>	<b>899</b>
其他流动负债	120	177	251	371	EBIT	211	504	698	1037
<b>非流动负债</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	EBITDA	226	537	743	1092
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	33	33	33	33					
<b>负债合计</b>	<b>192</b>	<b>244</b>	<b>319</b>	<b>452</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
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
<b>负债和股东权益</b>	<b>1485</b>	<b>1851</b>	<b>2359</b>	<b>3121</b>	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	178.37	66.81	48.72	33.46
					P/B	23.26	18.70	14.74	11.27
					EV/EBITDA	134.00	56.48	40.89	27.96

数据来源: Wind 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>

