

## 2021 年报点评：业绩符合预期，C/C 热场龙头开启平台化布局

2022 年 02 月 27 日

买入 (维持)

证券分析师 周尔双  
执业证号: S0600515110002

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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,338	1,760	2,416	3,125
同比 (%)	213.72	31.54	37.31	29.34
归母净利润 (百万元)	501	657	898	1,168
同比 (%)	197.25	31.07	36.70	30.15
每股收益 (元/股)	6.26	8.19	11.19	14.57
P/E (倍)	44.48	34.00	24.88	19.11

事件：公司发布 2021 年年度报告。

### 投资要点

#### ■ 光伏行业高景气，C/C 热场龙头业绩高增

2021 年公司实现营业收入 13.4 亿元，同比+214%，为业绩预告 13.2-13.4 亿元上限；归母净利润为 5.0 亿元，同比+197%，为业绩预告 4.9-5.1 亿元中位数；扣非归母净利润 4.6 亿元，同比+215%。Q4 单季度来看，实现营业收入 4.5 亿元，同比+226%，环比+20%；归母净利润 1.7 亿元，同比+207%，环比+28%。在 C/C 热场供不应求背景下公司产能快速扩张，2021 年全年公司热场产量为 1706 吨，同比+251%，推动 2021 年业绩高增。

#### ■ 2021 年受碳纤维涨价影响毛利率下滑，但净利率维持高位

2021 年金博股份毛利率为 57%，同比-5pct，主要系原材料碳纤维涨价所致；净利率为 37%，同比-2pct，主要是股份支付和可转债利息影响；若剔除股份支付和可转债利息影响，实际净利率为 43%，维持高位水平，主要系规模效应及公司持续进行技术降本所致。2021Q4 单季度毛利率为 56%，净利率为 37%，分别同比-7pct/-2pct，环比+0.5pct/+2pct。

■ 未来公司主要策略为追求份额的提高，技术降本下仍维持较高盈利能力 2018-2020 年，公司热场的单吨售价由 135 万元降低到 95 万元，两年下降 30%，根据 2021 年报，2021 年全年公司热场销售量为 1553 吨，则热场的单吨售价约为 86 万元，同比下降 9.5%，主要系公司技术进步抵消碳纤维涨价影响，并主动降价让利给下游客户，以获取更大市场份额。

2018-2020 年公司热场一直在主动降价，我们认为符合光伏行业通过技术进步而不断降本增效的逻辑，且由于技术降本，公司 2018-2020 年的毛利率一直保持在 60% 以上。我们预计 2022-2023 年 C/C 热场单价分别下降至 70 万元/吨和 65 万元/吨。我们判断公司 2021-2023 年毛利率分别为 57.3%、54.3%、53.8%，仍保持较高毛利率水平。同时我们认为公司产能不断释放，规模效应凸显，降价对于净利率的影响会比对毛利率的影响更小。

根据 2021 年分季度业绩拆分，公司 2021Q4 单季度的净利率为 37.1%，剔除股份支付费用和可转债利息后的净利率为 45%，剔除股份支付费用和可转债利息后的扣非净利率为 42%，均环比明显提升。我们判断 2022-2023 年，虽产品降价小幅影响毛利率，但规模效应下净利率将维持在较高水平。

#### ■ 与多家龙头硅片厂签订框架协议，保障短期业绩增长

截至 2021 年底公司在手订单金额为 9.73 亿元 (含税)，在手订单同比增长 5%。截至 2021 年底合同负债为 0.06 亿元，同比-78%；存货为 2.7 亿元，同比+471%，主要系原材料大幅增长，2021 年存货中原材料价值 1.3 亿元，占存货的 48%，相较 2020 年增加 1.27 亿元。公司订单饱满，截至 2021 年底，上述 5 份框架协议待履行的金额分别为隆基股份 14.1 亿元、上机数控 2.6 亿元、晶科能源 2.2 亿元、青海高景 9.1 亿元、包头美科 3.2 亿元，合计 31.2 亿元 (含税)。

■ 盈利预测与投资评级：随着下游扩产+技术迭代，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 6.57/8.98/11.68 亿元，对应当前股价 PE 为 34/25/19 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)	278.47
一年最低/最高价	146.29/423.40
市净率(倍)	12.05
流通 A 股市值(百万元)	17,893.53

### 基础数据

每股净资产(元)	23.11
资产负债率(%)	35.70
总股本(百万股)	80.20
流通 A 股(百万股)	64.26

### 相关研究

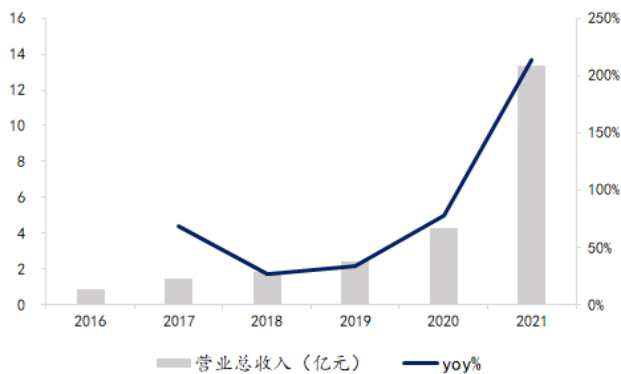
- 1、《金博股份 (688598)：2021 年业绩预告点评：业绩预告超市场预期，光伏热场龙头盈利安全边际高》2022-1-24
- 2、《金博股份 (688598)：2021 三季报点评：业绩符合市场预期，CC 热场龙头开启平台型布局》2021-10-26
- 3、《金博股份 (688598)：定增加码扩产&研发，CC 热场龙头产能+成本控制优势稳固》2021-10-12

事件：公司发布 2021 年年度报告。

## 1. 光伏行业高景气，C/C 热场龙头业绩高增

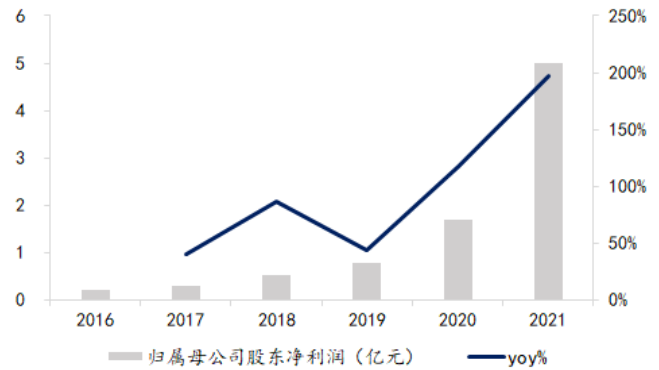
2021 年公司实现营业收入 13.4 亿元，同比+214%，为业绩预告 13.2-13.4 亿元上限；归母净利润为 5.0 亿元，同比+197%，为业绩预告 4.9-5.1 亿元中位数；扣非归母净利润 4.6 亿元，同比+215%。Q4 单季度来看，实现营业收入 4.5 亿元，同比+226%，环比+20%；归母净利润 1.7 亿元，同比+207%，环比+28%。在 C/C 热场供不应求背景下，公司产能快速扩张，2021 年全年公司热场产量为 1706 吨，同比+251%，推动 2021 年业绩高增。

图 1：2021 年金博股份实现营业收入 13.4 亿元，同比 +214%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：2021 年金博股份实现归母净利润为 5.0 亿元，同比 +197%



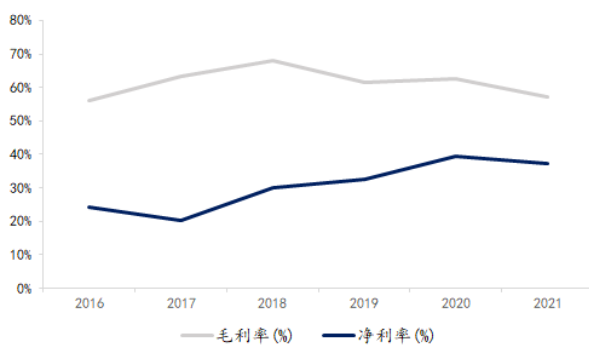
数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 2021 年受碳纤维涨价影响毛利率下滑，但净利率维持高位

2021 年金博股份毛利率为 57%，同比-5pct，主要系原材料碳纤维涨价所致；净利率为 37%，同比-2pct，主要是股份支付和可转债利息影响；若剔除股份支付和可转债利息影响，实际净利率为 43%，维持高位水平，主要系规模效应及公司持续进行技术降本所致。2021Q4 单季度毛利率为 56%，净利率为 37%，分别同比-7pct/-2pct，环比+0.5pct/+2pct。

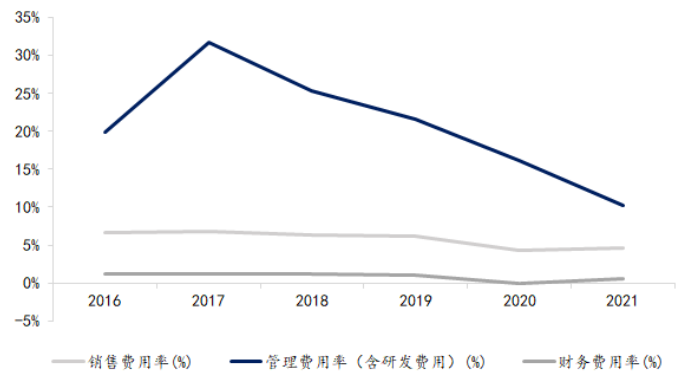
2021 年金博股份期间费用率为 15.4%，同比-5.1pct，其中销售费用率为 4.6%，同比+0.2pct；管理费用率（含研发）为 10.2%，同比-5.9pct，规模效应凸显；财务费用率为 0.6%，同比+0.6pct。

图 3: 2021 年金博股份毛利率为 57%、净利率为 37%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2021 年金博股份期间费用率为 15.4%, 同比-5.1pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3. 未来金博股份主要策略为追求份额的提高, 技术降本下仍维持较高盈利能力

2018-2020 年, 公司热场的单吨售价由 135 万元降低到 95 万元, 两年下降 30%, 根据 2021 年报, 2021 全年公司热场销售量为 1553 吨, 则热场的单吨售价约为 86 万元, 同比下降 9.5%, 主要系公司技术进步抵消碳纤维涨价影响, 并主动降价让利给下游客户, 以获取更大市场份额。

2018-2020 年, 金博股份热场一直在主动降价, 我们认为符合光伏行业通过技术进步而不断降本增效的逻辑, 且由于技术降本, 金博股份 2018-2020 年的毛利率一直保持在 60% 以上。2021 年, 公司的单吨营业成本略有上升, 主要系 2021 年原材料碳纤维涨价明显, 我们预计 2022 年原材料碳纤维产能释放后价格有望进入下行通道, 有利于金博股份单吨营业成本进一步降低, 抵消部分热场售价降低带来的毛利率下滑。根据金博股份 2022 年 1 月 7 日的定增回复函, 公司预计产品单价会在 2021 年价格基础上继续下调 10% 到 30% 不等, 从而继续提高市占率和碳基复合材料的渗透率, 我们预计 2022-2023 年 C/C 热场单价分别下降至 70 万元/吨和 65 万元/吨。根据下表测算, 我们判断金博股份 2021-2023 年的毛利率分别为 57.3%、54.3%、53.8%, 仍保持较高毛利率水平。同时我们认为金博股份产能不断释放, 规模效应凸显, 降价对于净利率的影响会比对毛利率的影响更小。

图 5: 金博股份一直围绕光伏降本增效原则主动降价让利给客户, 且仍能够保持高毛利

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
金博股份C/C热场单位售价 (万元/吨)	135	106	95	86	70	65
金博股份热场单价同比降幅		-21%	-11%	-9%	-19%	-7%
金博股份营业成本 (万元/吨)	43	41	36	37	32	30
金博股份成本同比变化		-6%	-13%	3%	-13%	-6%
金博股份毛利率	67.9%	61.7%	62.6%	57.3%	54.3%	53.8%

数据来源: 金博股份公告, 东吴证券研究所测算

根据 2021 年分季度业绩拆分, 公司 2021Q4 单季度的净利率为 37.1%, 剔除股份支付费用和可转债利息后的净利率为 45%, 剔除股份支付费用和可转债利息后的扣非净利率为 42%, 均环比明显提升。我们判断 2022-2023 年, 虽产品降价小幅影响毛利率, 但规模效应下, 公司净利率仍将维持在较高水平。

图 6: 金博股份单季度业绩&出货量拆分, 2021Q4 净利率环比明显提升

金博股份单季度业绩&出货量拆分【东吴机械】					
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021全年
营收 (亿元)	1.99	3.13	3.76	4.50	13.38
归母净利润 (亿元)	0.77	1.27	1.30	1.67	5.01
扣非归母净利润 (亿元)	0.74	1.15	1.19	1.52	4.60
一轮股份支付费用 (亿元)	0.05	0.05	0.05	0.05	0.20
二轮股份支付费用 (亿元)			0.24	0.24	0.48
可转债利息费用 (亿元)			0.045	0.066	0.11
剔除股份支付和可转债利息影响的归母净利润 (亿元)	0.82	1.32	1.64	2.03	5.81
剔除股份支付和可转债利息影响的扣非归母净利润 (亿元)	0.79	1.20	1.53	1.88	5.39
出货量 (吨)	210	365	442	536	1,553
单吨售价 (万元)	95.0	85.7	85.0	84.0	86.2
单吨利润 (万元, 扣非, 且剔除股份支付和可转债利息)	37.6	32.9	34.5	35.0	34.7
季度出货量对应的年化出货量	840	1460	1768	2144	—
规划产能投产节奏 (吨)	700	950	1144	1650	—
出货量弹性	1.2	1.5	1.5	1.3	—
净利率	38.7%	40.6%	34.7%	37.1%	37.5%
剔除股份支付和可转债利息影响的净利率	41%	42%	44%	45%	43%
剔除股份支付和可转债利息影响的扣非净利率	40%	38%	41%	42%	40%

数据来源: 金博股份公告, 东吴证券研究所测算

#### 4. 与多家龙头硅片厂签订框架协议, 保障短期业绩增长

截至 2021 年底, 金博股份在手订单金额为 9.73 亿元 (含税), 在手订单同比增长 5%。截至 2021 年底, 金博股份合同负债为 0.06 亿元, 同比-78%; 存货为 2.7 亿元, 同比+471%, 主要系原材料大幅增长, 2021 年存货中原材料价值 1.3 亿元, 占存货的 48%, 相较 2020 年增加 1.27 亿元。

公司订单饱满, 2020 年 12 月公司与隆基股份签订三年 16 亿元 (含税) 长期合作协议; 2021 年 1 月, 公司分别与晶科能源和上机数控签署 4/5 亿元的《长期合作框架协议》,

两年订单总金额合计约 9 亿元（含税）。2021 年 9 月公司公告与包头美科/高景分别签署 4/10 亿元（含税）长期采购协议，两个采购协议金额合计 14 亿元，5 份框架协议合计 39 亿元。

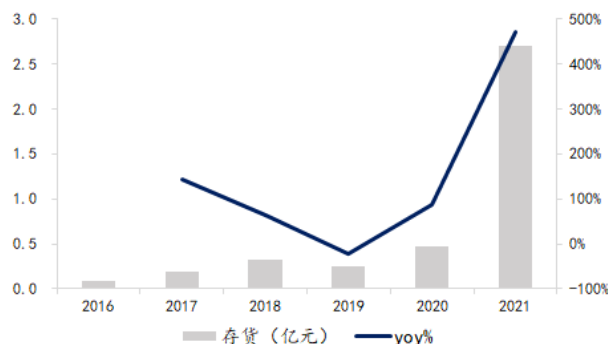
截至 2021 年底，上述 5 份框架协议待履行的金额分别为隆基股份 14.1 亿元、上机数控 2.6 亿元、晶科能源 2.2 亿元、青海高景 9.1 亿元、包头美科 3.2 亿元，合计 31.2 亿元（含税）。

图 7: 截至 2021 年底金博股份合同负债为 0.06 亿元, 同比-78%



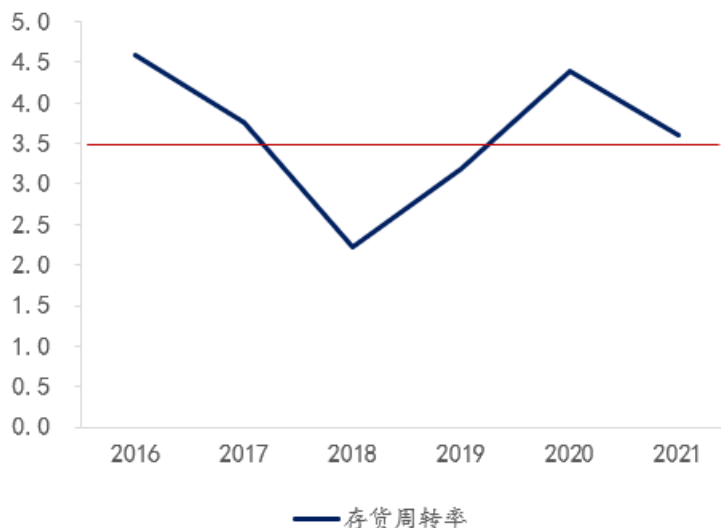
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 截至 2021 年底金博股份存货为 2.7 亿元, 同比+471%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: 2021 年金博股份存货周转率稳定在 3.5 左右



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: 截至 2021 年底 5 份框架协议待履行的金额合计 31 亿元 (含税)

客户	合同总金额	合计已履行金额	2021 年履行金额	待履行金额
隆基股份	16	1.96	1.88	14.12
上机数控	5	2.36	2.36	2.64
晶科能源	4	1.82	1.83	2.17
高景太阳能	10	0.93	0.93	9.06
包头美科	4	0.76	0.76	3.24
合计	39	7.83	7.76	31.23

数据来源: 金博股份公告, 东吴证券研究所

## 5. 依托金博研究院, 开启碳基材料平台化布局

**(1) 氢能业务:** 2021 年 8 月 25 日, 公司公告拟以自有资金 1.5 亿元人民币投资设立全资子公司 (湖南金博氢能科技有限公司), 充分利用公司生产环节产生的氢气资源以及公司在先进碳基复合材料领域的技术储备, 延伸公司产业链并优化公司资源配置。金博氢能定位为氢能服务的材料公司, 主要包括制氢、储氢和用氢三类业务:

**I、制氢:** 主要是将碳基复合材料纯气相沉积中的甲烷裂解产生尾气进行回收利用;

**II、储氢:** 储氢瓶仍以国外供应为主, 其关键技术包括内胆的设计、材料的选择、复材设计、缠绕成型、张力控制等, 均为与碳纤维材料相关的技术, 公司经验丰富;

**III、用氢 (碳纸):** 日本东丽和西格里为优秀供应商, 公司在碳纤维预处理、高温石墨化等头尾环节均有技术储备, 中间的造纸环节需要技术突破, 正与国外供应商缩小差距。

**(2) 碳陶刹车:** 2021 年 10 月 25 日, 公司公告拟以自有资金 1.5 亿元人民币投资设立全资子公司湖南金博碳陶科技有限公司, 专注于碳/陶复合材料领域的技术研发、产品制备、市场应用, 积极布局碳陶刹车业务。金博股份积极准备陶瓷化产能, 可能会有一部分老基地的产能考虑向陶瓷化方面转。从整个碳碳的产能来看, 不管是热场产品还是碳陶产品, 从预制体一直到沉积环节都可以有所贡献, 但陶瓷化无法贡献, 因为热场陶瓷化用的是 CVD, 刹车用的是高温烧结, 未来公司将优先把这部分产能的瓶颈和短板进行补齐。

**(3) 碳化硅热场:** SiC 半导体属于三高 (导热性、击穿电压和带宽高) 材料, 有作为功率器件的潜质, 未来景气度高。衬底占碳化硅半导体器件市场 40%-50%, 在衬底的制造成本中, 热场为最核心的零部件, 成本占比 40% 左右, 即热场的市场空间为 SiC 器件市场空间的 20%。SiC 对纯度的要求很高, 这也是公司做高纯产线的原因: 热场长晶像“盲盒”, 不知道长出来能不能用。长晶的难度在于这是一个气体-固体-气

体的过程，需要在高温环境下进行气流场控制。金博股份在提升产品纯度方面，做了充分的技术储备，金博股份可实现纯度等级 I 级 < 200ppm、II 级 < 100ppm、III 级 < 30ppm，并具备了 < 5ppm 涂层工艺制备能力，分别可满足光伏 P 型单晶、N 型单晶和半导体硅单晶的生产要求，正在突破纯度要求更高的 SiC 领域，研究如何设计热场才能帮助客户提高良率。

## 6. 盈利预测与投资评级

随着下游扩产+技术迭代，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 6.57/8.98/11.68 亿元，对应当前股价 PE 为 34/25/19 倍，维持“买入”评级。

## 7. 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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>1,858</b>	<b>2,231</b>	<b>3,066</b>	<b>4,274</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,338</b>	<b>1,760</b>	<b>2,416</b>	<b>3,125</b>
现金	292	129	521	1,056	减:营业成本	572	803	1,115	1,468
应收账款	419	530	662	856	营业税金及附加	7	11	14	18
存货	270	374	458	603	营业费用	61	79	101	125
其他流动资产	877	1,198	1,425	1,759	管理费用	71	93	123	150
<b>非流动资产</b>	<b>1,083</b>	<b>1,411</b>	<b>1,567</b>	<b>1,654</b>	研发费用	65	84	111	134
长期股权投资	10	13	17	19	财务费用	8	6	8	8
固定资产	754	1,053	1,214	1,325	资产减值损失	1	0	0	0
在建工程	109	129	115	82	加:投资净收益	8	9	13	16
无形资产	116	122	128	134	其他收益	25	50	57	82
其他非流动资产	94	94	94	94	资产处置收益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2,941</b>	<b>3,642</b>	<b>4,633</b>	<b>5,928</b>	<b>营业利润</b>	<b>571</b>	<b>742</b>	<b>1,014</b>	<b>1,320</b>
<b>流动负债</b>	<b>393</b>	<b>437</b>	<b>531</b>	<b>658</b>	加:营业外净收支	3	6	7	8
短期借款	79	40	20	20	<b>利润总额</b>	<b>575</b>	<b>748</b>	<b>1,020</b>	<b>1,328</b>
应付账款	163	192	285	375	减:所得税费用	73	91	122	159
其他流动负债	151	205	225	263	少数股东损益	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	<b>656</b>	<b>656</b>	<b>656</b>	<b>656</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>501</b>	<b>657</b>	<b>898</b>	<b>1,168</b>
长期借款	48	48	48	48	EBIT	568	689	951	1,230
其他非流动负债	608	608	608	608	EBITDA	624	719	1,004	1,301
<b>负债合计</b>	<b>1,050</b>	<b>1,094</b>	<b>1,187</b>	<b>1,314</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	6.26	8.19	11.19	14.57
归属母公司股东权益	1,891	2,548	3,446	4,614	每股净资产(元)	23.11	31.30	42.49	57.06
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,941</b>	<b>3,642</b>	<b>4,633</b>	<b>5,928</b>	发行在外股份(百万股)	80	80	80	80
					ROIC(%)	25.54	20.88	22.97	23.20
					ROE(%)	26.50	25.78	26.06	25.32
					毛利率(%)	57.27	54.36	53.85	53.04
					销售净利率(%)	37.45	37.32	37.15	37.39
					资产负债率(%)	35.70	30.04	25.63	22.17
					收入增长率(%)	213.72	31.54	37.31	29.34
					净利润增长率(%)	197.25	31.07	36.70	30.15
					P/E	44.48	34.00	24.88	19.11
					P/B	12.05	8.90	6.55	4.88
					EV/EBITDA	46.27	31.78	22.37	16.84

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>