

金博股份 (688598)

与天科合达在第三代半导体领域达成战略合作，平台化布局厚积薄发

买入 (维持)

2022 年 04 月 10 日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理 刘晓旭

执业证书: S0600121040009

liuwx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	1,338	1,900	2,416	3,125
同比	214%	42%	27%	29%
归属母公司净利润 (百万元)	501	708	898	1,168
同比	197%	41%	27%	30%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	6.25	8.82	11.20	14.57
P/E (现价&最新股本摊薄)	35.46	25.11	19.78	15.21

事件: 2022 年 4 月 8 日公司公告与天科合达签订战略合作协议。

投资要点

■ **与天科合达达成战略合作，技术、商务深度合作:** 金博股份与天科合达于 4 月 8 日签署《战略合作协议》，双方共同就【高纯热场材料】【高纯保温材料】【高纯粉体材料】在第三代半导体领域的开发和应用，达成深度战略合作伙伴关系，合作期 5 年，结束后可续签。(1) **技术合作:** 双方共同研发第三代半导体的热场材料、保温材料与粉体材料，天科合达给予金博产品开发方向、技术要求方面指导，并配合金博进行产品测试与评估，以满足天科合达对相关材料国产化的需求。(2) **商务合作:** 金博以优于市场的价格、优先保供天科合达；天科合达在同等性价比条件下，优先采购金博的热场、保温与粉体材料。

■ **碳化硅衬底市场空间大，金博股份在高纯热场&保温材料上取得突破:** 碳化硅衬底占全产业链价值 47%，目前进口热场&保温占衬底成本的 40%，国产化后我们保守估计热场价值占碳化硅整体投资价值的 15%。根据我们测算，2025 年碳化硅热场&保温材料市场空间达 53 亿元，市场空间广阔，且技术壁垒高，优先国产化的供应商有望获得高市占率。公司目标是实现国产化降本，目前公司在 SiC 热场领域已经做到 50PPM 以内，我们预计 4 月给客户进行送样，技术路线适配的是主流的 PVT 法长晶路线，核心在于找到和光伏一样的技术突破口，不同位置的热场材料，需要满足的是性能是不同的，等静压石墨没法做到这点，碳纤维可以通过不同的编制结构达到这一目的。目前东洋碳素和西格里的策略都是退出光伏市场，全部重心在半导体尤其是 SiC，我们判断随着公司技术积累，有望延续光伏热场的逻辑，在半导体领域实现进口替代。

■ **高纯碳化硅粉体是制备碳化硅衬底的关键原材料，目前公司碳化硅粉正在研发试制阶段:** 碳化硅粉的制备流程: 将高纯硅粉+碳粉混合，在 2000℃以上的高温条件下反应，合成特定晶型和颗粒度的碳化硅颗粒，再经过破碎、筛分、清洗等工序，制得高纯碳化硅粉。碳化硅粉的纯度以及颗粒度、晶型等，对碳化硅衬底生长质量&电学性能，甚至碳化硅器件的质量都有重要影响。碳粉作为公司气相沉积工艺副产品，具有纯度高、成本低等优势；目前公司已进行试制高纯碳粉、高纯碳化硅粉，加速推进国产化。

■ **盈利预测与投资评级:** 金博股份短期看光伏热场产能释放，长期是高纯材料平台化企业，我们维持 2022-2024 年归母净利润为 7.08/8.98/11.68 亿元，当前股价对应 PE 为 25/20/15 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 光伏行业竞争加剧，研发进展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	221.56
一年最低/最高价	146.14/422.95
市净率(倍)	9.59
流通 A 股市值(百万元)	14,236.73
总市值(百万元)	17,769.15

基础数据

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

相关研究

《金博股份(688598): 2022Q1 业绩预告点评: 业绩大超预期，热场龙头加速扩产进入业绩释放期》

2022-03-12

《金博股份(688598): 2021 年年报点评: 业绩符合预期，C/C 热场龙头开启平台化布局》

2022-02-27

《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》

2022-01-24

图1：我们预计 2025 年碳化硅热场&保温材料市场空间达 53 亿元

		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
汽车销量（万辆）	国内	2888	2808	2577	2654	2734	2816	2900	2987	3077
	全球	9408	9333	9032	9303	9582	9870	10166	10471	10785
新能源车渗透率	国内	2.14%	4.03%	4.45%	5.00%	9.00%	12.00%	15.00%	18.00%	27.00%
	全球	1.27%	2.13%	2.39%	3.90%	8.00%	13.50%	20.00%	27.00%	32.00%
新能源车销量（万辆）	国内	62	113	115	133	246	338	435	538	831
	全球	119	199	216	363	767	1332	2033	2827	3451
碳化硅渗透率	国内					0.1%	1.5%	6%	18%	40%
	全球					0.1%	2.0%	8%	20%	50%
6寸碳化硅的单车需求量（片/辆）						0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
新能源车用碳化硅需求量（万片）	国内					0.1	2.5	13.1	48.4	166.2
	全球					0.4	13.3	81.3	282.7	862.8
碳化硅应用于新能源车的占比						50%	55%	60%	70%	80%
全球碳化硅需求量（万片）						0.8	24.2	135.5	403.9	1078.5
6寸碳化硅器件售价（元/片）						6000	6000	5500	5000	5000
6寸碳化硅器件成本（元/片）						4000	4000	3800	3500	3300
全球6寸碳化硅器件市场空间（亿元）						0.5	14.5	75	202	539
全球6寸碳化硅器件成本空间（亿元）						0.3	9.7	52	141	356
热场在碳化硅器件的成本占比						18%	18%	15%	15%	15%
热场市场空间（亿元）						0.1	1.7	8	21	53

数据来源：中汽协，东吴证券研究所测算

金博股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,858	2,395	3,285	4,563	营业总收入	1,338	1,900	2,416	3,125
货币资金及交易性金融资产	883	938	1,460	2,276	营业成本(含金融类)	572	867	1,115	1,468
经营性应收款项	704	1,100	1,366	1,682	税金及附加	7	12	14	18
存货	270	356	458	603	销售费用	61	66	85	109
合同资产	0	0	0	0	管理费用	71	133	145	166
其他流动资产	1	1	1	1	研发费用	65	91	111	141
非流动资产	1,083	1,322	1,388	1,385	财务费用	8	12	14	14
长期股权投资	10	13	17	19	加:其他收益	25	72	69	94
固定资产及使用权资产	754	965	1,039	1,062	投资净收益	8	9	13	16
在建工程	109	129	115	82	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	116	120	124	128	减值损失	-18	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	571	800	1,014	1,320
其他非流动资产	94	94	94	94	营业外净收支	3	6	7	8
资产总计	2,941	3,717	4,673	5,948	利润总额	575	806	1,021	1,327
流动负债	393	462	520	626	减:所得税	73	98	122	159
短期借款及一年内到期的非流动负债	81	42	22	22	净利润	501	708	898	1,168
经营性应付款项	163	238	290	362	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	6	10	13	17	归属母公司净利润	501	708	898	1,168
其他流动负债	142	172	195	226	每股收益-最新股本摊薄(元)	6.25	8.82	11.20	14.57
非流动负债	656	656	656	656	EBIT	568	730	946	1,224
长期借款	48	48	48	48	EBITDA	624	850	1,088	1,384
应付债券	567	567	567	567	毛利率(%)	57.27	54.36	53.85	53.04
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	37.45	37.25	37.17	37.38
其他非流动负债	41	41	41	41	收入增长率(%)	213.72	42.00	27.19	29.34
负债合计	1,050	1,118	1,176	1,283	归母净利润增长率(%)	197.25	41.23	26.93	30.05
归属母公司股东权益	1,891	2,599	3,497	4,665					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,891	2,599	3,497	4,665					
负债和股东权益	2,941	3,717	4,673	5,948					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	67	437	731	951	每股净资产(元)	23.11	31.93	43.13	57.70
投资活动现金流	-638	-443	-289	-234	最新发行在外股份(百万股)	80	80	80	80
筹资活动现金流	716	-39	-20	0	ROIC(%)	25.54	21.95	22.54	22.83
现金净增加额	145	-45	422	717	ROE-摊薄(%)	26.50	27.23	25.69	25.04
折旧和摊销	56	120	142	160	资产负债率(%)	35.70	30.08	25.17	21.57
资本开支	-640	-349	-199	-148	P/E(现价&最新股本摊薄)	35.46	25.11	19.78	15.21
营运资本变动	-554	-404	-313	-385	P/B(现价)	9.59	6.94	5.14	3.84

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>