

金博股份 (688598)

2022 年三季度报点评：业绩低于预期，看好碳基复合材料龙头平台化布局

买入 (维持)

2022 年 10 月 30 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	1,492	2,457	3,622
同比	214%	12%	65%	47%
归属母公司净利润 (百万元)	501	651	879	1,153
同比	197%	30%	35%	31%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	5.33	6.92	9.34	12.25
P/E (现价&最新股本摊薄)	43.21	33.28	24.64	18.79

#第二曲线

事件：2022 年 10 月 28 日晚金博股份发布 2022 年第三季度报告。

投资要点

■ **2022 前三季度业绩低于预期，主要系调整热场售价所致：**2022 前三季度公司营收 11.5 亿元，同比+29.1%，归母净利润 4.97 亿，同比+48.5%，扣非归母净利润 2.8 亿，同比-8.8%。单季度来看，2022Q3 公司实现营业收入 3.0 亿，同比-20.2%，环比-24.3%；归母净利润为 1.3 亿，同比-1.3%，环比-22.1%；扣非归母净利润 0.6 亿，同比-53.7%，环比-38.2%，主要系本报告期公司为优化竞争格局调整光伏 C/C 热场销售价格、股份支付成本、研发支出增加及可转债利息分摊所致。

公司为优化光伏 C/C 热场竞争格局，2022 年开始主动降低热场单吨售价，换取长期市占率。根据我们的拆分，我们判断 2022Q1-Q3 单吨收入分别为 76、66、49 万元，纯经营性的单吨利润（剔除股份支付和可转债利息影响的扣非归母净利润/出货量）分别为 29、21、14 万元，即单吨总成本分别为 47、45、35 万元，Q3 降本速度超预期。目前热场行业尾部产能盈利能力下滑明显，中小厂开工率已开始明显下滑，我们预计 Q4 单吨收入下降至 48 万元，后继续下降的空间有限。未来公司通过技术优化&规模效应，单吨利润有望筑底回升。

■ **产品降价致毛利率下滑，但净利率维持高位：**2022Q1-Q3 综合毛利率为 50.1%，同比-8.0pct，其中 2022Q3 单季度毛利率为 43.7%，同比-11.4pct，环比-7.6pct，主要系：1) 原材料碳纤维价格维持高位；2) 公司通过产品降价塑造竞争格局。未来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。2022Q1-Q3 公司净利率为 43.3%，同比+5.6pct，2022Q3 单季度净利率为 42.9%，同比+8.2pct，环比+1.2pct，主要系公司持续进行技术降本&2022Q1-Q3 政府补助较多所致（政府补助主要是电力补贴和研发奖补，具备季度可持续性）。前三季度公司期间费用率合计为 19.9%，同比+3.5pct，其中销售费用率为 4.8%，同比-0.2pct；管理费用率（含研发）为 14.1%，同比+2.9pct；财务费用率为 1.1%，同比+0.8pct。

■ **经营活动净现金流改善，回款情况良好：**截至 2022Q3 末，公司存货为 1.8 亿元，同比-28.0%；合同负债为 0.07 亿元，同比-82.0%。2022 前三季度公司经营性现金净流量为 3.95 亿元，相较于 2021 前三季度的-0.66 亿元来说现金流实现转正，回款情况良好。

■ **盈利预测与投资评级：**我们下调 2022-2024 年的归母净利润为 6.5（原值 7.1，下调 8%）/8.8（原值 9.0，下调 2%）/11.5（原值 11.7，下调 2%），对应当前股价 PE 为 33/25/19 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)	230.18
一年最低/最高价	180.08/406.00
市净率(倍)	3.59
流通 A 股市值(百万元)	15,502.26
总市值(百万元)	21,653.97

基础数据

每股净资产(元,LF)	64.03
资产负债率(% ,LF)	8.45
总股本(百万股)	94.07
流通 A 股(百万股)	67.35

相关研究

《金博股份(688598): 2022 年中报点评：业绩符合预期，碳基复合材料龙头平台化布局》

2022-08-30

《金博股份(688598): 建设年产 1 万吨锂电池负极材料用碳粉制备一体化示范线，加码碳基复合材料平台化布局》

2022-08-05

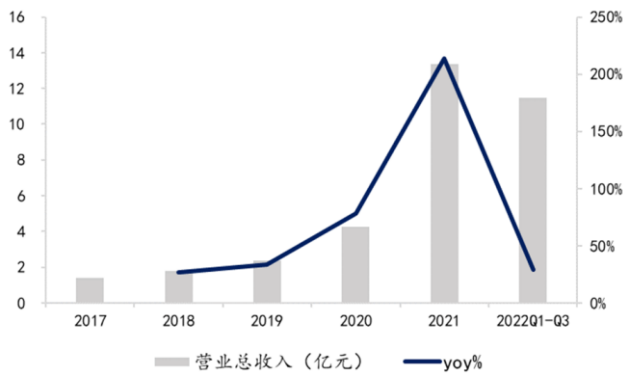
事件：2022 年 10 月 28 日晚金博股份发布 2022 年第三季度报告。

1. 2022 前三季度业绩低于预期，主要系调整热场售价所致

2022 前三季度公司营收 11.5 亿元，同比+29.1%，归母净利润 4.97 亿，同比+48.5%，扣非归母净利润 2.8 亿，同比-8.8%。

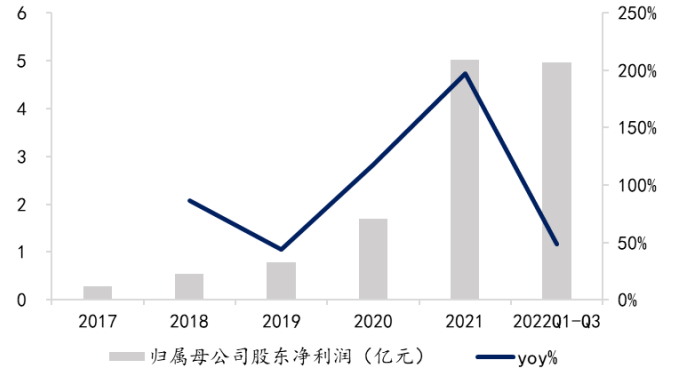
单季度来看，2022Q3 公司实现营业收入 3.0 亿，同比-20.2%，环比-24.3%；归母净利润为 1.3 亿，同比-1.3%，环比-22.1%；扣非归母净利润 0.6 亿，同比-53.7%，环比-38.2%，主要系本报告期公司为优化竞争格局调整光伏 C/C 热场销售价格、股份支付成本、研发支出增加及可转债利息分摊所致。

图1：2022 年前三季度公司实现营业收入 11.5 亿元，同比+29.1%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2022 年前三季度公司实现归母净利润 4.97 亿元，同比+48.5%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司为优化光伏 C/C 热场竞争格局，2022 年开始主动降低热场单吨售价，换取长期市占率。根据我们的拆分，我们判断 2022Q1-Q3 单吨收入分别为 76、66、49 万元，纯经营性的单吨利润（剔除股份支付和可转债利息影响的扣非归母净利润/出货量）分别为 29、21、14 万元，即单吨总成本分别为 47、45、35 万元，Q3 降本速度超预期。目前热场行业尾部产能盈利能力下滑明显，中小厂开工率已开始明显下滑，我们预计 Q4 单吨收入下降至 48 万元，后继续下降的空间有限。未来公司通过技术优化&规模效应，单吨利润有望筑底回升。

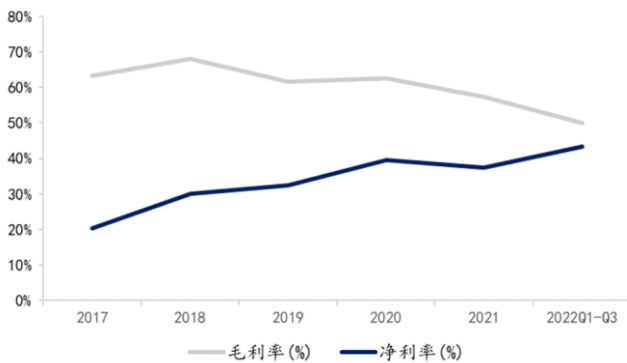
2. 产品降价致毛利率下滑，但净利率维持高位

2022Q1-Q3 综合毛利率为 50.1%，同比-8.0pct，其中 2022Q3 单季度毛利率为 43.7%，同比-11.4pct，环比-7.6pct，主要系：1) 原材料碳纤维价格维持高位；2) 公司通过产品降价塑造竞争格局。未来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。

2022Q1-Q3 公司净利率为 43.3%，同比+5.6pct，2022Q3 单季度净利率为 42.9%，同比+8.2pct，环比+1.2pct，主要系公司持续进行技术降本&2022Q1-Q3 政府补助较多所致（政府补助主要是电力补贴和研发奖补，具备季度可持续性）。

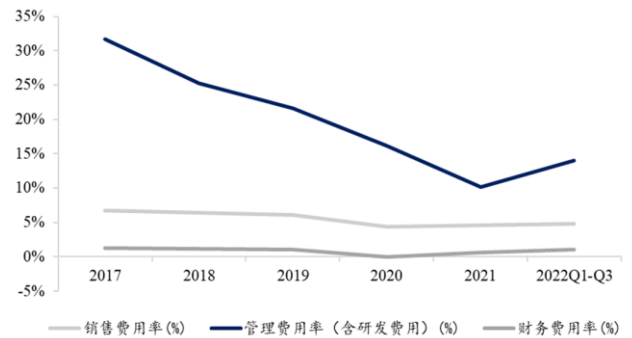
前三季度公司期间费用率合计为 19.9%，同比+3.5pct，其中销售费用率为 4.8%，同比-0.2pct；管理费用率（含研发）为 14.1%，同比+2.9pct；财务费用率为 1.1%，同比+0.8pct。

图3：2022 前三季度公司毛利率 50.1%，净利率 43.3%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2022 前三季度公司期间费用率为 19.9%，同比+3.5pct

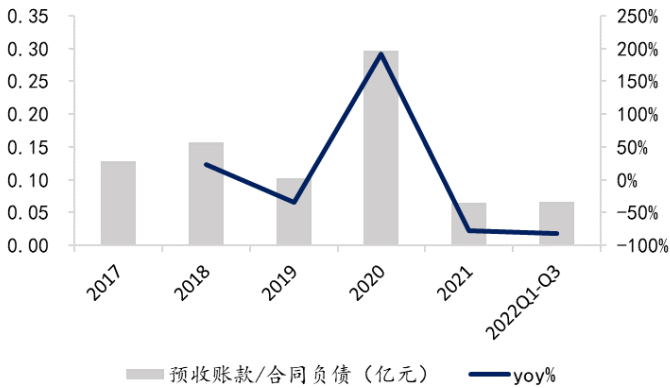


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 经营活动净现金流改善，回款情况良好

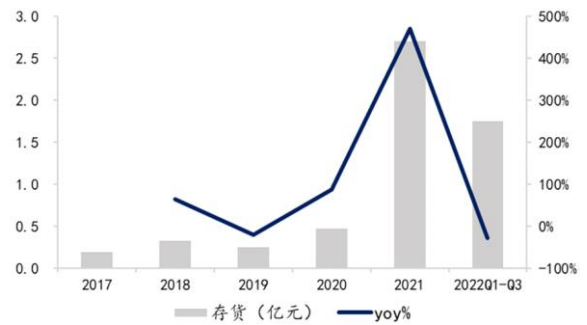
截至 2022Q3 末，公司存货为 1.8 亿元，同比-28.0%；合同负债为 0.07 亿元，同比-82.0%。2022 前三季度公司经营性现金净流量为 3.95 亿元，相较于 2021 前三季度的-0.66 亿元来说现金流实现转正，回款情况良好。

图5: 截至2022Q3末公司合同负债为0.07亿元,同比-82.0%



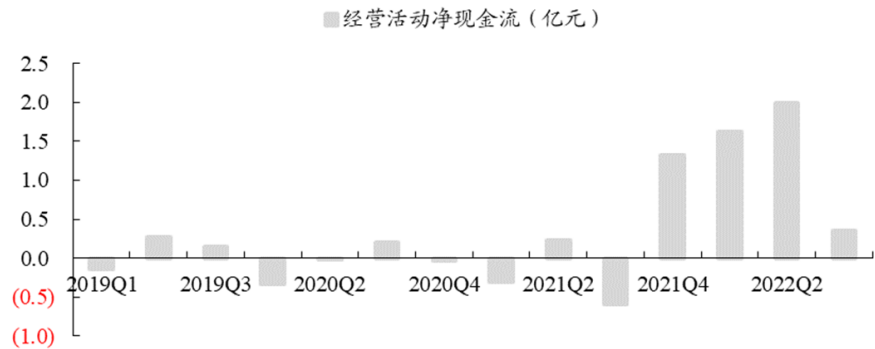
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 截至2022Q3末公司存货1.8亿元,同比-28.0%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2022前三季度公司经营性净现金流为3.95亿元,回款情况良好



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 定增加码扩产&研发, 继续坚持多产品平台化布局

2021年10月公司拟定增募资不超过31.03亿元用于高纯大尺寸先进碳基复合材料产能扩建项目、金博研究院建设项目及补充流动资金项目。依托金博研究院,公司紧密围绕碳基新材料领域进行研发突破,为后续开展碳陶材料业务、氢能业务奠定基础,进一步打造新材料平台型企业。

(1) 碳陶业务: 金博于2021年10月25日发布公告,拟以自有资金1.5亿人民币投资全资子公司湖南金博碳陶科技有限公司,开展碳/陶复合材料产品新业务。碳/陶复合材料与碳/碳复合材料同属于碳基复合材料领域,公司具有碳纤维预制体编织技术、化学气相沉积、高温石墨化等碳基复合材料核心制备技术和关键装备研发设计能力,可为

碳/陶复合材料相关产品的研发、生产提供技术支持。2022年6月金博成为广汽埃安的碳陶制动盘定点供应商，同年7月及9月又连续两次收到比亚迪的开发定点通知书，为其开发和供应碳陶制动盘产品。随着国产品牌进一步开拓C级车市场，公司在碳陶刹车盘项目上的市场机遇与窗口逐渐开启，有望塑造公司第二增长曲线。我们预计金博2022年产能规划10万片（对应2.5万辆车，2.5亿产值），2023年30-50万片（对应10万辆车，10亿产值），2024年100万片（对应25万辆车，25亿产值）。

（2）氢能：2021年8月25日，公司公告拟以自有资金1.5亿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，拓展公司产业链并优化公司资源配置。金博氢能研发中的碳纸研发进展超预期，碳纤维的亲水性和抄纸性问题均解决，研发的原纸和石墨化纸均达国际水准，能够带来明显的进口替代需求。氢能源汽车处于国家扶持的市场起步阶段，未来随着未来市场需求释放，将推进氢能贡献业绩。预计在2023年建成30万平方米/年的碳纸生产线，2025年建成100万平方米/年的碳纸生产线。

（3）锂电负极材料：碳碳热场具备更优性能&更低成本，有望在锂电池负极材料制备领域替代石墨热场。经友好协商，金博与中科星城于2022年9月20日达成战略合作意向，共同致力于推动碳基复合材料在锂电池负极材料领域的产品开发和市场应用，加速碳碳热场在锂电负极材料领域的应用。2022年10月28日，金博公告追加投资建设年产9万吨锂电池负极材料用碳粉制备项目，致力于锂电负极材料的发展。我们预计到2025年全球对负极材料的需求量约240万吨，每年对应的碳碳热场市场空间为120亿元。

5. 盈利预测与投资评级：

我们下调2022-2024年的归母净利润为6.5（原值7.1，下调8%）/8.8（原值9.0，下调2%）/11.5（原值11.7，下调2%），对应当前股价PE为33/25/19倍，维持“买入”评级。

6. 风险提示：

光伏行业竞争加剧，研发进展不及预期。

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
流动资产	1,858	5,397	6,402	7,789	营业总收入	1,338	1,492	2,457	3,622
货币资金及交易性金融资产	883	4,221	4,431	4,946	营业成本(含金融类)	572	751	1,394	2,140
经营性应收款项	704	865	1,397	1,962	税金及附加	7	9	14	22
存货	270	309	573	879	销售费用	61	72	111	145
合同资产	0	0	0	0	管理费用	71	82	128	181
其他流动资产	1	1	1	2	研发费用	65	140	211	308
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	302	393	471
固定资产及使用权资产	754	965	1,039	1,062	投资净收益	8	7	13	19
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	735	992	1,302
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	6,718	7,790	9,174	利润总额	575	741	999	1,310
流动负债	393	417	610	842	减:所得税	73	90	120	157
短期借款及一年内到期的非流动负债	81	42	22	22	净利润	501	651	879	1,153
经营性应付款项	163	206	363	528	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	6	8	16	24	归属母公司净利润	501	651	879	1,153
其他流动负债	142	161	210	268	每股收益-最新股本摊薄(元)	5.33	6.92	9.34	12.25
非流动负债	656	656	656	656	EBIT	568	437	600	827
长期借款	48	48	48	48	EBITDA	624	557	742	987
应付债券	567	567	567	567	毛利率(%)	57.27	49.64	43.29	40.92
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	37.45	43.61	35.77	31.82
其他非流动负债	41	41	41	41	收入增长率(%)	213.72	11.50	64.74	47.39
负债合计	1,050	1,074	1,267	1,498	归母净利润增长率(%)	197.25	29.83	35.10	31.13
归属母公司股东权益	1,891	5,645	6,524	7,676					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,891	5,645	6,524	7,676					
负债和股东权益	2,941	6,718	7,790	9,174					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	67	620	419	646	每股净资产(元)	23.11	61.05	70.63	83.18
投资活动现金流	-638	-445	-289	-231	最新发行在外股份(百万股)	94	94	94	94
筹资活动现金流	716	3,064	-20	0	ROIC(%)	25.54	8.64	7.84	9.40
现金净增加额	145	3,239	110	415	ROE-摊薄(%)	26.50	11.53	13.47	15.02
折旧和摊销	56	120	142	160	资产负债率(%)	35.70	15.98	16.26	16.33
资本开支	-640	-349	-199	-148	P/E (现价&最新股本摊薄)	43.21	33.28	24.64	18.79
营运资本变动	-554	-156	-631	-699	P/B (现价)	9.96	3.77	3.26	2.77

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

