

钧达股份 (002865.SZ)

强烈推荐 (维持)

增发完成并加速扩产，N型电池进入收获期

公司公告完成定增事项，以 100 元/股价格定向增发 2776 万股，融资合计 27.76 亿，扣除各项费用后募资净额 27.38 亿元。募集资金将显著优化公司资产负债结构，为其后续发展提供支撑。调升公司盈利预测与目标价，维持强烈推荐评级。

- **顺利落实定增事项。**公司公告已完成定向增发 2776 万股，募集资金 27.76 亿元。定增发行底价 79.06 元/股，累计收到 23 份有效报价，最终确认发行价格 100 元/股，最终参与方涵盖地方产投、国内外基金等，股东更多元化，兼顾产业资源协同。截至 Q1 末，公司在手现金 21.9 亿元，负债率为 87.7%，募集资金到位后将显著优化公司资产负债表结构，推动公司进一步发展。
- **公司在 N 型电池三方供应上保持领先，后续扩张将提速。**公司是继晶科能源后全球第二家大规模量产，也是当前较稀缺的能上量供应 TOPCon 电池的三方公司。当前公司滁州二期 10G TOPCon 电池产线达产，量产效率近 25.5%，涟水一期 13GW 今年 4 月末出片，并提前启动涟水二期 13GW 产线建设，预计年内投产，2023 年底公司 N 型电池产能将扩充到 44GW，公司有 PERC 产能约 9.xGW，今年 Q4 公司 N 型产能占比将超 80%。Q1 公司电池出货 4.8GW，其中 P 型 PERC 约 2.3GW，估算单 W 盈利 6-7 分，TOPCon 2.5GW，估算单 W 盈利超 9 分，N 型产品盈利溢价已比较明显。从 2 季度公开价格走势看，盈利溢价将进一步放大。
- **优质 TOPCon 电池供不应求，产业红利开始显现。**经历过去几年市场验证，下游运营商对 N 型 TOPCon 产品认可度显著提高，国内今年部分招标项目 N 型比例已由此前 10% 上下提升至 40% 左右。除晶科能源通过一体化方式上规模的提供 TOPCon 组件外，当前能上量供应 N 型 TOPCon 电池的三方供应商仅有钧达股份等个别企业，供应吃紧。自今年 3 月下旬开始，N、P 组件价差由年初 6-7 分钱爬升到 0.1-0.12 元，电池价差由 5-6 分/W 爬升至 1 毛，N 型 TOPCon 产业红利开始显现。我们预计，今/明年 N 型实际出货约 110GW、240GW，今/明年 TOPCon 可能都以解决增量需求为主，后年才会上规模替代存量 PERC 产能，其产业红利期会比较长。
- **N 型电池产业化壁垒被低估，领先企业有望在较长时期维持优势。**2022 年业内企业纷纷公布了大规模的 TOPCon 扩产规划，然而从落实进度看，大部分仍未形成有效产出，实际投运进度大幅低于预期，且爬坡进程将还会有良率、效率、成本等问题。TOPCon 目前是无入区产业，在现有的工艺之外，后续还有较多微创新，在较长的时期，都还会有较明显的差异化，领先企业产业进度领先，供应链把控、工艺积累更深，有望在效率、成本上保持长时间领先。
- **投资建议：**光伏进入 N 型时代，而公司是较稀缺的能批量供应 N 型 TOPCon 电池的企业，在第三方供应市场保持领先。公司提前启动新产能建设加速扩张，有望在此轮技术变革中重回领先。考虑 N 型产品溢价提高，调升公司盈利预测并提高目标价至 155-160 元，维持强烈推荐评级。
- **风险提示：**政策调整风险，新产线扩张不及预期，原材料价格波动。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2863	11595	29701	42526	51467
同比增长	234%	305%	156%	43%	21%
营业利润(百万元)	(101)	892	3034	4108	4836
同比增长	-1705%	-984%	240%	35%	18%
归母净利润(百万元)	(179)	717	2703	3670	4320
同比增长	-1419%	-501%	277%	36%	18%
每股收益(元)	-1.30	5.07	11.93	16.20	19.06
PE	-92.9	23.9	10.1	7.5	6.3
PB	16.6	16.3	4.2	2.9	2.2

资料来源：公司数据、招商证券

中游制造/电力设备及新能源
目标估值：155.00 - 160.00 元
当前股价：120.91 元

基础数据

总股本 (万股)	19882
已上市流通股 (万)	19397
总市值 (亿元)	240
流通市值 (亿元)	235
每股净资产 (MRQ)	7.2
ROE (TTM)	73.1
资产负债率	87.7%
主要股东	海南锦迪科技投资有限公司
主要股东持股比例	23.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	22	-16	96
相对表现	27	-11	105

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《钧达股份 (002865) — TOPCon 溢价放大，N 型产能扩张再提速》2023-05-05
- 2、《钧达股份 (002865) — 业绩高速增长，在 TOPCon 产业化进程中继续领先》2023-03-21
- 3、《钧达股份 (002865) — TOPCon 产业化提速，有望在技术变革中重回领先》2022-10-13

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

张伟鑫 S1090521070003

zhangweixin@cmschina.com.cn

赵旭 S1090519120001

zhaoxu2@cmschina.com.cn

正文目录

一、增发完成，推动公司进一步发展.....	3
二、N型电池进入收获期，加快产能扩张.....	4
1、优质 TOPCon 电池供不应求，产业进入红利期.....	4
2、在 N 型电池三方供应上保持领先，后续扩张将提速.....	4
3、壁垒被低估，领先企业有望在较长时期维持优势.....	5
投资建议.....	6
风险提示.....	6

图表目录

图 1: 公司资产负债率变化.....	3
图 2: 公司货币资金变化 (亿元).....	3
图 3: N 型招标比例大幅提升.....	4
图 4: 部分规模量产 TOPCon 产线统计 (GW).....	4
图 5: N/P 电池单 W 价差 (元/W).....	4
图 6: N/P 组件单 W 价差 (元/W).....	4
图 7 捷泰科技产能及结构变化 (GW).....	5
图 8: 钧达股份历史 PE Band.....	6
图 9: 钧达股份历史 PB Band.....	6
表 1: 定增发行结果.....	3
附: 财务预测表.....	7

一、增发完成，推动公司进一步发展

公司公告已完成定向增发 2776 万股，募集资金 27.76 亿元。定增发行底价 79.06 元/股，累计收到 23 份有效报价，最终确认发行价格 100 元/股，最终参与方涵盖地方产投、国内外基金等，股东更多元化，兼顾产业资源协同。

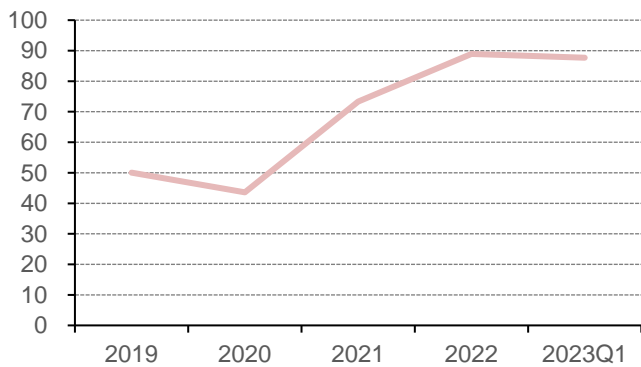
截至 Q1 末，公司在手现金 21.9 亿元，负债率为 87.7%，募集资金到位后将显著优化公司资产负债表结构，推动公司进一步发展。

表 1: 定增发行结果

序号	认购对象名称	获配价格 元/股	获配股数 /股	获配金额 /万	限售期 /月
1	魏巍	100	5,000,000	50,000.00	6
2	建投投资有限责任公司	100	800,000	8,000.00	6
3	郑捷文	100	880,000	8,800.00	6
4	中国人寿资产管理有限公司（中国人寿资管-兴业银行-国寿资产-滁城优势甄选 2330 资产管理产品）	100	5,000,000	50,000.00	6
5	淮安润涟产业基金（有限合伙）	100	2,400,000	24,000.00	6
6	Goldman Sachs International	100	800,000	8,000.00	6
7	UBS AG	100	2,480,000	24,800.00	6
8	华夏基金管理有限公司	100	2,310,000	23,100.00	6
9	银华基金管理股份有限公司	100	4,037,500	40,375.00	6
10	济南江山投资合伙企业（有限合伙）	100	1,000,000	10,000.00	6
11	兴证全球基金管理有限公司	100	1,327,000	13,270.00	6
12	财通基金管理有限公司	100	1,524,000	15,240.00	6
13	诺德基金管理有限公司	100	201,500	2,015.00	6
	合计		27,760,000	277,600.00	-

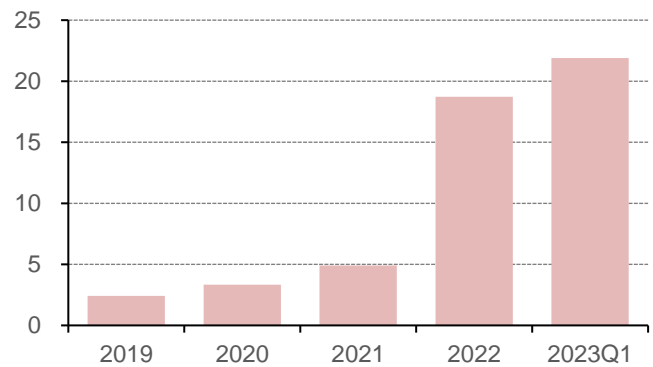
资料来源：公司公告、招商证券

图 1: 公司资产负债率变化



资料来源：公司公告、招商证券

图 2: 公司货币资金变化（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

二、N型电池进入收获期，加快产能扩张

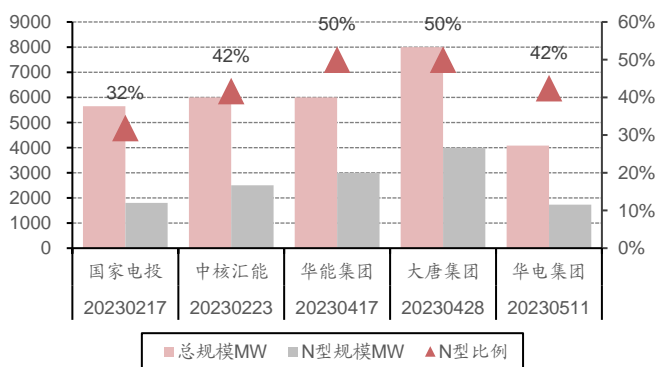
1、优质 TOPCon 电池供不应求，产业进入红利期

经历过去几年市场验证，下游运营商对 N 型 TOPCon 产品认可度显著提高，国内今年部分招标项目 N 型比例已由此前 10% 上下提升至 40% 左右。

除晶科能源通过一体化方式上规模的提供 TOPCon 组件外，当前能上量供应 N 型 TOPCon 电池的三方供应商仅有钧达股份等个别企业，供应吃紧。自今年 3 月下旬开始，N、P 组件价差由年初 6-7 分钱爬升到 0.1-0.12 元，电池价差由 5-6 分/W 爬升至 1 毛，N 型 TOPCon 产业红利开始显现。

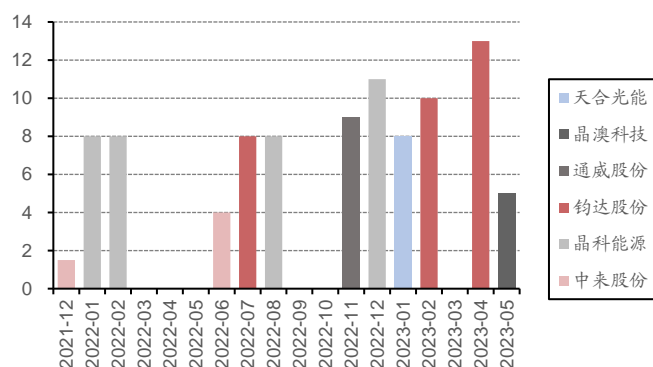
我们预计，今/明年 N 型实际出货约 110GW、240GW，今年 TOPCon 可能都以解决增量需求为主，后年才会上规模替代存量 PERC 产能，其产业红利期会比较长。

图 3：N 型招标比例大幅提升



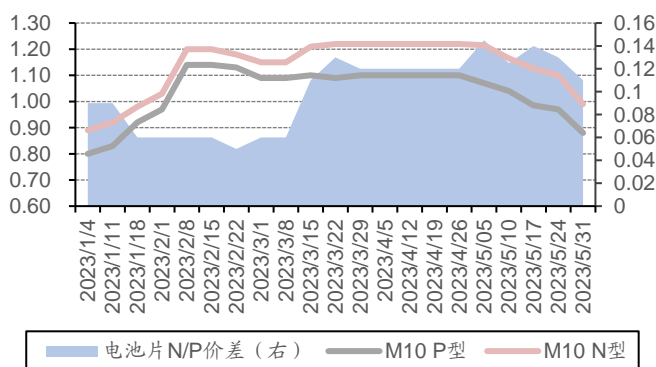
资料来源：企业官网、北极星光伏、公司公告等、招商证券

图 4：部分规模量产 TOPCon 产线统计 (GW)



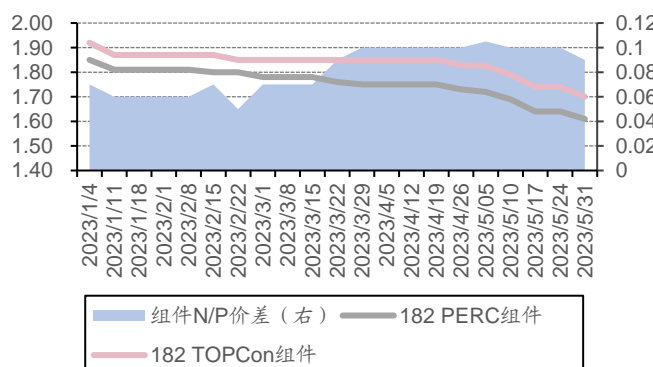
资料来源：公司公告、招商证券

图 5：N/P 电池单 W 价差 (元/W)



资料来源：盖锡咨询、招商证券

图 6：N/P 组件单 W 价差 (元/W)



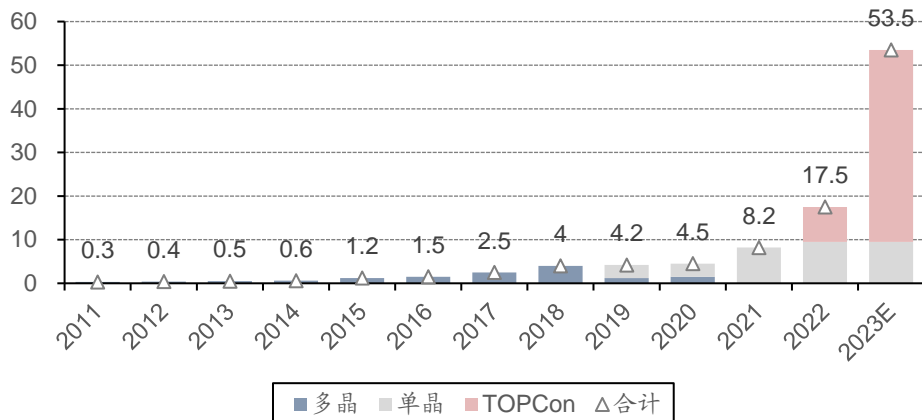
资料来源：盖锡咨询、招商证券

2、在 N 型电池三方供应上保持领先，后续扩张将提速

公司是继晶科能源后全球第二家大规模量产，也是当前较稀缺的能上量供应 TOPCon 电池的三方公司。当前公司滁州二期 10G TOPCon 电池产线达产，量产效率近 25.5%，涟水一期 13GW 今年 4 月末出片，并提前启动涟水二期 13GW 产线建设，预计年内投产，2023 年底公司 N 型电池产能将扩充到 44GW，公司有 PERC 产能约 9.xGW，今年 Q4 公司 N 型产能占比将超 80%。

Q1 公司电池出货 4.8GW，其中 P 型 PERC 约 2.3GW，估算单 W 盈利 6-7 分，TOPCon 2.5GW，估算单 W 盈利超 9 分，N 型产品盈利溢价已比较明显。从 2 季度公开价格走势看，盈利溢价将进一步放大。

图 7 捷泰科技产能及结构变化 (GW)



资料来源：公司公告、招商证券

3、壁垒被低估，领先企业有望在较长时期维持优势

2022 年业内企业纷纷公布了大规模的 TOPCon 扩产规划，然而从落实进度看，大部分仍未形成有效产出，实际投运进度大幅低于预期，且爬坡进程将还会有良率、效率、成本等问题。

TOPCon 目前是无人区产业，在现有的工艺之外，后续还有较多微创新，在较长的时期，都还会有较明显的差异化，领先企业产业进度领先，供应链把控、工艺积累更深，有望在效率、成本上保持长时间领先。

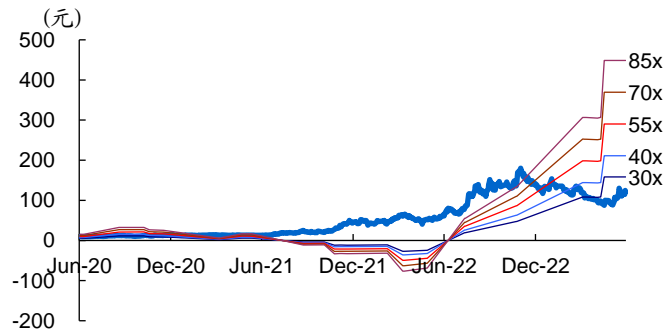
投资建议

光伏进入 N 型时代，而公司是较稀缺的能批量供应 N 型 TOPCon 电池的企业，在第三方供应市场保持领先。公司提前启动新产能建设加速扩张，有望在此轮技术变革中重回领先。考虑 N 型产品溢价提高，调升公司盈利预测并提高目标价至 155-160 元，维持强烈推荐评级。

风险提示

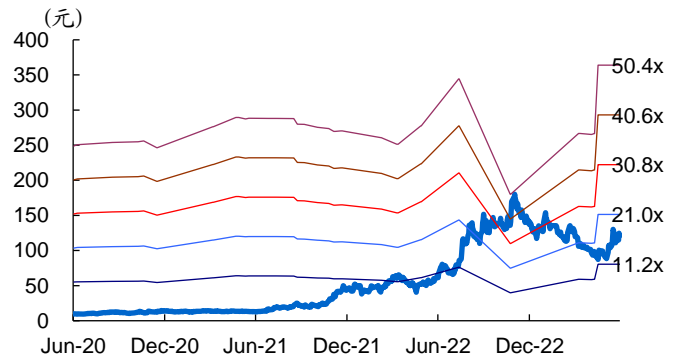
- 1) 政策调整或造成光伏装机不及预期，影响公司电池片出货。
- 2) 新产线扩张不及预期。
- 3) 上游硅料、硅片等原材料价格波动可能造成公司盈利能力的波动。

图 8: 钧达股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 9: 钧达股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、钧达股份（002865）：TOPCon 溢价放大，N 型产能扩张再提速，2023-05-05
- 2、钧达股份（002865）：业绩高增长，在 TOPCon 产业化进程中继续领先，2023.3.21
- 3、钧达股份（002865）：TOPCon 产业化提速，有望在技术变革中重回领先，2022.10.13
- 4、钧达股份（002865）：电池片盈利超预期，TOPCon 新产能逐步开始贡献，2022.7.20
- 5、钧达股份（002865）：Q1 符合预期，聚焦光伏电池，2022.4.30
- 6、钧达股份（002865）：光伏电池业务 2021 年超预期，聚焦布局 N 型电池，2022.3.21
- 7、钧达股份（002865）：将剥离汽车业务，聚焦光伏电池，2022.3.15
- 8、钧达股份（002865）：电池业务量利齐升，领先发力 TOPCon 电池，2022.1.26
- 9、光伏系列报告（56）：TOPCon 正在进入新技术推广的红利期，2022.9.8
- 10、光伏系列报告（48）：TOPCon 溢价未充分反应，规模化应用进度可能显著超预期，2022.4.6
- 11、光伏系列报告（44）：TOPCon 开始规模应用，优势企业可能提前开始收获，2022.3.8

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1682	3559	10235	14501	18420
现金	491	1873	4955	6700	8967
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	51	8	446	851	1029
应收款项	166	46	624	894	1081
其它应收款	14	10	26	37	45
存货	438	339	2487	3585	4348
其他	522	1283	1697	2435	2949
非流动资产	4333	5930	7158	8279	9301
长期股权投资	44	0	0	0	0
固定资产	2416	4155	5386	6409	7343
无形资产商誉	1163	1020	1018	1116	1204
其他	711	755	755	754	754
资产总计	6015	9489	17393	22780	27721
流动负债	3018	4377	6741	9162	10840
短期借款	177	589	0	0	0
应付账款	1417	1536	4584	6607	8013
预收账款	93	317	788	1136	1377
其他	1331	1935	1369	1419	1450
长期负债	1393	4061	4161	4231	4231
长期借款	130	1658	1758	1828	1828
其他	1262	2403	2403	2403	2403
负债合计	4411	8438	10902	13393	15071
股本	137	142	227	227	227
资本公积金	672	96	2806	2806	2806
留存收益	193	813	3431	6291	9509
少数股东权益	602	0	27	64	108
归属于母公司所有者	1002	1051	6464	9323	12542
负债及权益合计	6015	9489	17393	22780	27721

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	581	156	3200	4242	5189
净利润	(179)	717	2703	3670	4320
折旧摊销	156	419	467	575	674
财务费用	43	147	123	167	230
投资收益	8	(212)	(110)	(110)	(110)
营运资金变动	449	(1072)	(313)	(242)	(71)
其它	104	157	331	183	146
投资活动现金流	(562)	(733)	(1590)	(1590)	(1590)
资本支出	(154)	(525)	(1700)	(1700)	(1700)
其他投资	(408)	(208)	110	110	110
筹资活动现金流	(112)	1607	1471	(908)	(1331)
借款变动	(1242)	1443	(1116)	70	0
普通股增加	8	4	85	0	0
资本公积增加	131	(575)	2710	0	0
股利分配	(6)	0	(85)	(811)	(1101)
其他	997	736	(123)	(167)	(230)
现金净增加额	(93)	1030	3082	1745	2268

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2863	11595	29701	42526	51467
营业成本	2521	10250	25466	36706	44515
营业税金及附加	15	39	149	213	257
营业费用	20	21	59	43	51
管理费用	132	147	356	468	566
研发费用	123	249	594	893	1081
财务费用	45	150	123	167	230
资产减值损失	(103)	(71)	(30)	(40)	(40)
公允价值变动收	0	0	0	0	0
其他收益	4	14	20	20	20
投资收益	(9)	210	90	90	90
营业利润	(101)	892	3034	4108	4836
营业外收入	0	2	4	4	4
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	(101)	892	3035	4109	4838
所得税	33	71	305	402	475
少数股东损益	44	104	27	37	44
归属于母公司净利	(179)	717	2703	3670	4320

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	234%	305%	156%	43%	21%
营业利润	-1705%	-984%	240%	35%	18%
归母净利润	-1419%	-501%	277%	36%	18%
获利能力					
毛利率	12.0%	11.6%	14.3%	13.7%	13.5%
净利率	-6.2%	6.2%	9.1%	8.6%	8.4%
ROE	-17.8%	68.2%	41.8%	39.4%	34.4%
ROIC	-3.3%	23.8%	34.3%	34.3%	31.5%
偿债能力					
资产负债率	73.3%	88.9%	62.7%	58.8%	54.4%
净负债比率	11.5%	30.3%	10.1%	8.0%	6.6%
流动比率	0.6	0.8	1.5	1.6	1.7
速动比率	0.4	0.7	1.1	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	1.2	1.7	1.9	1.9
存货周转率	8.0	26.4	18.0	12.1	11.2
应收账款周转率	13.3	85.4	52.8	30.2	26.7
应付账款周转率	2.8	6.9	8.3	6.6	6.1
每股资料(元)					
EPS	-1.30	5.07	11.93	16.20	19.06
每股经营净现	4.23	1.10	14.13	18.72	22.90
每股净资产	7.30	7.43	28.53	41.15	55.35
每股股利	0.00	0.60	3.58	4.86	5.72
估值比率					
PE	-92.9	23.9	10.1	7.5	6.3
PB	16.6	16.3	4.2	2.9	2.2
EV/EBITDA	493.2	10.0	3.7	2.7	2.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

刘巍：德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷汽车、沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源车汽车产业链、工控自动化。

赵旭：中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、光伏产业。

张伟鑫：天津大学电气工程硕士，曾就职于国金证券，2021 年加入招商证券，覆盖新能源发电产业。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。