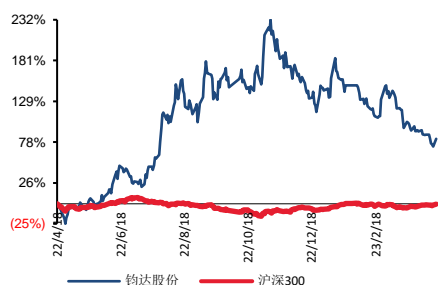




电力设备 光伏设备

TOPCon 电池片放量加速，营收与盈利迎来高速增长

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 199/194 |
| 总市值/流通(百万元) | 19,627/19,148 |
| 12 个月最高/最低(元) | 253.00/57.00 |

相关研究报告：

钧达股份(002865)《技术迭代中实现转型，TOPCon 新产能凸显阿尔法》—2022/12/04

证券分析师：刘强

电话：

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522080001

事件：公司公布 2023 年第一季度业绩预告，2023 年一季度，公司实现归母净利润 3.3-3.8 亿元，同比+1425%-1656%；扣非归母净利润 3.2-3.7 亿元，同比+1382%-1613%。

N 型产品占比快速提升，N、P 盈利能力分化凸显公司阿尔法。1) 2023 年 Q1 实现电池片出货 4.81GW，Perc 出货 2.31GW，TOPCon 出货 2.5GW，其中 Perc 盈利在 5-6 分/瓦，TOPCon 盈利在 9-10 分/瓦；2) 根据 Info_link 产业链报价，N 型产品终端需求快速提升，电池片报价坚挺，2023 年 Q2 与 H2 盈利能力有望保持；3) 根据产能规划以及建设进度，我们预计 Perc/TOPCon 出货约为 9.3/19GW，N 型产品出货占比大幅提升，营收与盈利将迎来高速增长。

产能投建顺利，效率引领行业。1) 公司 8GW 项目已实现达产，投产经验丰富，预计 2023 年年底 Perc/TOPCon 电池片产能将达到 9.5/31GW；2) 已实现达产项目：上饶基地 9.5GW 的 Perc 产能，效率达到 23.5%+；滁州一期 8GW 的 TOPCon 产能 2022Q3 达产，效率 25%+，效率引领行业；3) 爬坡以及建设中项目，滁州二期 10GW 产能设备调试中，预计 5-6 月份实现达产；淮安一期 13GW 产能开工建设，预计 4-5 月会开始进设备，2023 年三季度达产，预计这些项目将直接导入 SE 设备，实现 0.2-0.3 个百分点的增效。

市场对于 N 型产品的接受度强于预期，N 型电池片报价持续坚挺。1) 海外市场对于 N 型产品订单量较大，N 型电池片供应紧缺，因此体现出 N 型与 P 型价差拉大；2) 在终端市场上，N 型产品收益率优于 P 型产品，N 型组件能卖高价，随之传导到 N 型电池片；3) 从近几月产业链报价看，N 型 TOPCon 电池片报价较为坚挺。

投资建议：我们预计 2023-2025 年营业收入分别为 228.38 亿元、302.30 亿元、324.72 亿元；归母净利润分别为 22.20 亿元、28.60 亿元、31.64 亿元，对应 EPS 分别为 11.17 元、14.38 元、15.91 元，维持“买入”评级。

■ 盈利预测和财务指标:

| | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 11595.39 | 22838.14 | 30229.84 | 32471.79 |
| (+/-%) | 304.95% | 96.96% | 32.37% | 7.42% |
| 归母净利润(百万元) | 716.95 | 2219.99 | 2859.86 | 3163.78 |
| (+/-%) | 501.35% | 209.65% | 28.82% | 10.63% |
| 摊薄每股收益(元) | 5.08 | 11.17 | 14.38 | 15.91 |
| 市盈率(PE) | 36.44 | 8.69 | 6.74 | 6.10 |

资料来源: Wind, 太平洋证券, 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

利润表 (百万元)

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 11595 | 22838 | 30230 | 32472 |
| %同比增速 | 305% | 97% | 32% | 7% |
| 营业成本 | 10250 | 19204 | 25526 | 27312 |
| 毛利 | 1346 | 3634 | 4703 | 5160 |
| %营业收入 | 12% | 16% | 16% | 16% |
| 税金及附加 | 39 | 53 | 91 | 97 |
| %营业收入 | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 销售费用 | 21 | 46 | 60 | 65 |
| %营业收入 | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 管理费用 | 147 | 297 | 387 | 409 |
| %营业收入 | 1% | 1% | 1% | 1% |
| 研发费用 | 249 | 571 | 756 | 812 |
| %营业收入 | 2% | 3% | 3% | 3% |
| 财务费用 | 150 | 139 | 153 | 173 |
| %营业收入 | 1% | 1% | 1% | 1% |
| 资产减值损失 | -57 | 0 | 0 | 0 |
| 信用减值损失 | -14 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 14 | 23 | 30 | 32 |
| 投资收益 | 212 | 0 | 0 | 0 |
| 净敞口套期收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 892 | 2552 | 3287 | 3637 |
| %营业收入 | 8% | 11% | 11% | 11% |
| 营业外收支 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 892 | 2552 | 3287 | 3637 |
| %营业收入 | 8% | 11% | 11% | 11% |
| 所得税费用 | 71 | 332 | 427 | 473 |
| 净利润 | 821 | 2220 | 2860 | 3164 |
| %营业收入 | 7% | 10% | 9% | 10% |
| 归属于母公司的净利润 | 717 | 2220 | 2860 | 3164 |
| %同比增速 | 501% | 210% | 29% | 11% |
| 少数股东损益 | 104 | 0 | 0 | 0 |
| EPS (元/股) | 5.08 | 11.17 | 14.38 | 15.91 |

基本指标

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EPS | 5.08 | 11.17 | 14.38 | 15.91 |
| BVPS | 7.43 | 16.02 | 30.41 | 46.32 |
| PE | 36.44 | 8.69 | 6.74 | 6.10 |
| PEG | 0.07 | 0.04 | 0.23 | 0.57 |
| PB | 24.93 | 6.05 | 3.19 | 2.09 |
| EV/EBITDA | 21.66 | -0.41 | 1.50 | -2.81 |
| ROE | 68% | 70% | 47% | 34% |
| ROIC | 20% | 37% | 32% | 25% |

资料来源: WIND, 太平洋证券

资产负债表 (百万元)

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 1873 | 23465 | 17577 | 33866 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款及应收票据 | 54 | 0 | 0 | 0 |
| 存货 | 339 | 0 | 0 | 0 |
| 预付账款 | 104 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 1188 | 164 | 164 | 164 |
| 流动资产合计 | 3559 | 23629 | 17740 | 34030 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产合计 | 4155 | 4155 | 4155 | 4155 |
| 无形资产 | 159 | 159 | 159 | 159 |
| 商誉 | 861 | 861 | 861 | 861 |
| 递延所得税资产 | 261 | 261 | 261 | 261 |
| 其他非流动资产 | 494 | 494 | 494 | 494 |
| 资产总计 | 9489 | 29559 | 23670 | 39960 |
| 短期借款 | 589 | 669 | 919 | 1219 |
| 应付票据及应付账款 | 1536 | 18735 | 8919 | 21428 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付职工薪酬 | 60 | 96 | 128 | 137 |
| 应交税费 | 32 | 46 | 60 | 65 |
| 其他流动负债 | 2160 | 2646 | 3297 | 3481 |
| 流动负债合计 | 4377 | 22192 | 13323 | 26330 |
| 长期借款 | 1658 | 1658 | 1658 | 1658 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延所得税负债 | 280 | 280 | 280 | 280 |
| 其他非流动负债 | 2123 | 2243 | 2363 | 2483 |
| 负债合计 | 8438 | 26373 | 17624 | 30751 |
| 归属于母公司的所有者权益 | 1051 | 3186 | 6046 | 9210 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 1051 | 3186 | 6046 | 9210 |
| 负债及股东权益 | 9489 | 29559 | 23670 | 39960 |

现金流量表 (百万元)

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流净额 | 156 | 21616 | -6106 | 16043 |
| 投资 | -208 | 0 | 0 | 0 |
| 资本性支出 | -525 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流净额 | -733 | 0 | 0 | 0 |
| 债权融资 | 2632 | 200 | 370 | 420 |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付股利及利息 | -129 | -224 | -153 | -173 |
| 其他 | -895 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流净额 | 1607 | -24 | 217 | 247 |
| 现金净流量 | 1030 | 21592 | -5889 | 16290 |

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%。

销售团队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---------|-----|--------------|--------------------|
| 全国销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 华北销售总监 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 常新宇 | 13269957563 | changxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 佟宇婷 | 13522888135 | tongyt@tpyzq.com |
| 华北销售 | 王辉 | 18811735399 | wanghui@tpyzq.com |
| 华东销售总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 华东销售 | 徐丽闵 | 17305260759 | xulm@tpyzq.com |
| 华东销售 | 胡亦真 | 17267491601 | huyz@tpyzq.com |
| 华东销售 | 李昕蔚 | 18846036786 | lixw@tpyzq.com |
| 华东销售 | 张国锋 | 18616165006 | zhanggf@tpyzq.com |
| 华东销售 | 胡平 | 13122990430 | huping@tpyzq.com |
| 华东销售 | 周许奕 | 021-58502206 | zhouxuyi@tpyzq.com |
| 华东销售 | 丁锬 | 13524364874 | dingkun@tpyzq.com |
| 华南销售副总监 | 查方龙 | 18565481133 | zhaf@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 华南销售 | 何艺雯 | 13527560506 | heyw@tpyzq.com |
| 华南销售 | 陈宇 | 17742876221 | cheny@tpyzq.com |
| 华南销售 | 李艳文 | 13728975701 | liyw@tpyzq.com |



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。