

钧达股份 (002865.SZ)

N 型产能加速释放, TOPCon 高溢价红利尽显

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,863	11,595	24,872	29,871	33,605
增长率 yoy (%)	233.5	305.0	114.5	20.1	12.5
归母净利润 (百万元)	-179	717	2,162	2,701	3,036
增长率 yoy (%)	-1418.7	501.3	201.5	25.0	12.4
ROE (%)	-8.4	78.1	70.4	47.5	35.2
EPS 最新摊薄 (元)	-0.90	3.61	10.87	13.59	15.27
P/E (倍)	-103.4	25.8	8.5	6.8	6.1
P/B (倍)	18.6	17.6	5.9	3.2	2.1

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 24 日收盘价

事件: 公司发布 2023 年一季度报告, 报告期内实现营收 39.67 亿元, 同比增长 94.84%; 实现归母净利润 3.54 亿元, 同比增加 1535.94%; 实现扣非净利润 3.44 亿元, 同比增加 1493.26%, 业绩符合预期。

全面聚焦光伏电池片, 业务转型成果显现。 2023Q1 公司业绩爆发主要受益于光伏电池片出货放量, 单季度销售电池片 4.81GW, 同比增长达 160.78%, 其中 N 型 TOPCon 出货 2.5GW, P 型 PERC 出货 2.31GW, 预计一季度 TOPCon 单瓦净利约为 0.09 元, PERC 单瓦净利约为 0.05 元, 增厚公司利润。公司于 2022 年完成对捷泰科技剩余 49% 股权收购, 实现对捷泰科技 100% 控股, 加码光伏电池片业务, 实现全面转型, N 型电池布局厚积薄发, 电池片业务助力公司焕发新生。

N 型 TOPCon 性价比凸显, 先进产能享受溢价红利。 根据国内外多个电站项目数据实测, TOPCon 电池片已能稳定实现发电增益, 相较于 PERC 电站发电量可提升约 5%, 叠加降本迅速, TOPCon 电池年内或将实现与 PERC 电池相当的成本、良率水平, 产品性价比凸显, 下游需求火热。目前 TOPCon 双玻组件对于 PERC 双玻组件的溢价在 0.1 元/W 左右, 结合行业内 TOPCon 产能规划以及各大厂商的出货指引, 我们预计 2023 年全年 TOPCon 出货占比约为 30%, 有效、高质量的供给将持续紧缺, 领先、可靠的 TOPCon 产能将有望全年享受价格、盈利溢价红利。

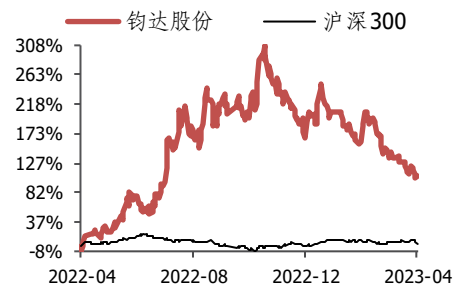
技术领先、成本优势明显, 高盈利持续改善业绩表现。 钧达股份为行业内首家掌握 N 型 TOPCon 电池量产技术的专业化电池厂商, 在 2022 年末, 公司已率先实现 N 型 TOPCon 电池的成本、良率与 PERC 相当, 转化效率达 25% 以上, 后续积极推进激光 SE 项目、LPCVD 项目等研发应用, 预计激光 SE 应用后将实现 0.3% 的效率提高, 降本增效并行。产业化方面, 截至 2022 年底, 公司产能规模已达 17.5GW, 后续新建产能投产持续提速, 滁州二期 10GW 项目、淮安涟水一期 13GW 项目有望在 Q2-Q3 稳定贡献出货, 2023 年年底产能规模将有望提升至 40.5GW, 且产品结构以 N 型为主, 我们预计公司全年 TOPCon 出货量达 20-21GW, 领跑行业。虽然下游组件厂商自配电池产能比例持续提升, 但在 TOPCon 产品渗透初期, 我们认为以钧达为首的专业电

增持 (首次评级)

股票信息

行业	汽车
2023 年 4 月 24 日收盘价 (元)	92.22
总市值 (百万元)	18,334.91
流通市值 (百万元)	17,887.58
总股本 (百万股)	198.82
流通股本 (百万股)	193.97
近 3 月日均成交额 (百万元)	675.78

股价走势



作者

分析师 于夕朦

执业证书编号: S1070520030003

邮箱: yuximeng@cgws.com

联系人 于振洋

执业证书编号: S1070122080010

邮箱: yuzhenyang@cgws.com

联系人 吴念峻

执业证书编号: S1070122070011

邮箱: wunianjun@cgws.com

相关研究

池厂商在成本、规模、良率等方面都存在显著优势，下游客户的 TOPCon 组件出货仍将对专业电池供应商保持较高的依赖度。随着电池技术转型大势所趋，N 型 TOPCon 电池高景气度有望延续，公司不断通过技术改进、产品降本加深护城河，产能规模领跑行业，优质客户充足，供货维持高水平，驱动业绩持续改善。

投资建议：预计公司 2023-2025 年实现营收分别为 248.87 亿元、298.71 亿元和 336.05 亿元，实现归母净利润分别为 21.62 亿元、27.01 亿元和 30.36 亿元，同比增长 201.5%、25%、12.4%，对应 EPS 分别为 10.87、13.59、15.27，当前股价对应的 PE 倍数分别为 8.5X、6.8X、6.1X。TOPCon 电池正处于渗透率迅速提升阶段，行业高增速、产品高溢价，公司转型成功，TOPCon 电池片产能规模、转换效率、性价比全面领先，兼备行业高贝塔与阿尔法属性，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：产能扩张不及预期；上游原材料波动；市场竞争加剧；下游需求不及预期；新技术开发进度不及预期。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1682	3559	6226	8626	12549
现金	491	1873	2487	6800	8015
应收票据及应收账款	217	54	277	329	285
其他应收款	14	10	71	4	92
预付账款	94	104	478	269	543
存货	438	339	2094	226	2705
其他流动资产	428	1178	818	998	908
非流动资产	4333	5930	5945	6963	7791
长期投资	44	0	-47	-93	-140
固定资产	2416	4155	4244	5264	6245
无形资产	300	159	171	180	190
其他非流动资产	1574	1616	1576	1612	1496
资产总计	6015	9489	12170	15590	20339
流动负债	3018	4377	5693	6238	8299
短期借款	177	589	1571	264	318
应付票据及应付账款	1417	1536	2887	3439	5257
其他流动负债	1425	2252	1235	2535	2724
非流动负债	1393	4061	3155	3304	2916
长期借款	192	1658	1354	1202	964
其他非流动负债	1200	2403	1802	2102	1952
负债合计	4411	8438	8848	9542	11214
少数股东权益	602	0	138	280	440
股本	137	142	198	198	198
资本公积	661	96	96	96	96
留存收益	193	813	2658	5202	7949
归属母公司股东权益	1002	1051	3184	5767	8685
负债和股东权益	6015	9489	12170	15590	20339

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	581	156	1375	7352	3153
净利润	-134	821	2300	2843	3196
折旧摊销	156	419	289	346	436
财务费用	45	150	231	434	258
投资损失	8	-212	2	2	2
营运资金变动	344	-1199	-1328	3864	-608
其他经营现金流	163	176	-119	-137	-131
投资活动现金流	-562	-733	-416	-1313	-1295
资本支出	154	525	609	1281	1375
长期投资	0	0	47	46	47
其他投资现金流	-408	-208	146	-78	34
筹资活动现金流	-112	1607	-1674	-397	-642
短期借款	127	412	982	-1307	54
长期借款	-21	1466	-305	-152	-238
普通股增加	8	4	56	0	0
资本公积增加	148	-565	0	0	0
其他筹资现金流	-374	290	-2408	1061	-458
现金净增加额	-93	1030	-716	5642	1216

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2863	11595	24872	29871	33605
营业成本	2521	10250	20950	25301	28598
营业税金及附加	15	39	160	150	202
营业费用	20	21	164	188	205
管理费用	132	147	323	358	420
研发费用	123	249	622	448	504
财务费用	45	150	231	434	258
资产减值损失	-100	-57	-50	-45	-34
其他收益	4	14	10	12	12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-8	212	-2	-2	-2
资产处置收益	-2	-2	-1	-2	-2
营业利润	-101	892	2581	3192	3589
营业外收入	0	2	4	4	3
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	-101	892	2584	3195	3591
所得税	33	71	284	351	395
净利润	-134	821	2300	2843	3196
少数股东损益	44	104	138	142	160
归属母公司净利润	-179	717	2162	2701	3036
EBITDA	63	1399	2955	3527	3882
EPS (元/股)	-0.90	3.61	10.87	13.59	15.27

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	233.5	305.0	114.5	20.1	12.5
营业利润 (%)	-1705.1	984.0	189.5	23.7	12.4
归属母公司净利润 (%)	-1418.7	501.3	201.5	25.0	12.4
获利能力					
毛利率 (%)	12.0	11.6	15.8	15.3	14.9
净利率 (%)	-4.7	7.1	9.2	9.5	9.5
ROE (%)	-8.4	78.1	70.4	47.5	35.2
ROIC (%)	-4.2	14.9	29.5	30.0	25.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	73.3	88.9	72.7	61.2	55.1
净负债比率 (%)	89.4	297.1	74.2	-51.1	-50.1
流动比率	0.6	0.8	1.1	1.4	1.5
速动比率	0.3	0.7	0.6	1.3	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	1.5	2.3	2.2	1.9
应收账款周转率	15.0	108.9	200.0	120.0	140.0
应付账款周转率	4.2	10.3	12.0	10.0	7.8
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-0.90	3.61	10.87	13.59	15.27
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.92	0.78	6.92	36.98	15.86
每股净资产 (最新摊薄)	4.98	5.29	15.73	28.72	43.40
估值比率					
P/E	-103.4	25.8	8.5	6.8	6.1
P/B	18.6	17.6	5.9	3.2	2.1
EV/EBITDA	322.4	15.4	7.1	4.4	3.7

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为2023年4月24日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044

传真：86-10-88366686