

# TOPCon 产能加速落地，全年出货有望进一步提升

## 核心观点

公司淮安一期 TOPCon 电池项目超计划建成投产，淮安二期计划将于 2023 年 4 月 28 日奠基开工，并于 2023 年完成项目建设。根据规划，2023 年底公司 TOPCon 电池产能将达到 44GW，同时 PERC 电池产能 9.5GW，TOPCon 产能占比在电池企业中居于领先地位。当前 TOPCon 电池处于供不应求的状态，盈利保持在较高水平。公司作为 TOPCon 电池龙头企业，在效率、良率、成本方面均位于行业领先水平。2023 年公司 TOPCon 电池出货预计 23-24GW，有望充分受益于 TOPCon 电池景气度提升。

## 事件

### 公司淮安一期项目建成投产，淮安二期项目开工奠基

根据公司公告，淮安一期项目超计划建成投产，即将迎来首片电池片成功下线。同时，淮安二期项目将于 2023 年 4 月 28 日奠基开工，计划 2023 年完成项目建设。下一阶段，公司将继续加快淮安一期项目爬坡期进度以及淮安二期的项目建设进度，争取早日实现新增产能的满产状态。

## 简评

### 淮安项目加速投产，预计 2023 年底电池产能将达 53.5GW

公司滁州 18GW TOPCon 电池产能 4 月已基本全部满产，淮安 13GW 投产后，公司 TOPCon 产能已达 31GW。另外，淮安二期项目后续逐步投产后公司 TOPCon 总产能将达到 44GW，同时公司 PERC 电池产能 9.5GW，TOPCon 产能占比在电池片企业中居于领先地位。我们预计公司全年 TOPCon 电池出货有望达到 23-24GW，PERC 电池出货 9.5GW，2024 年 TOPCon 出货占比有望进一步提升。

### TOPCon 电池紧缺有望延续，看好公司全年盈利能力维持高位

在下游需求快速放量的背景下，组件企业外采 TOPCon 电池需求较为旺盛。年初以来，国内央企组件招标中对 N 型需求的占比已达 30%-40%，相较于 2022 年明显提升，而 TOPCon 电池产能建设需要时间，TOPCon 电池供给短期无法满足行业快速释放的需求。根据我们测算，2023 年 TOPCon 电池有效供给预计在 100-120GW，相对行业总需求来说较为紧张。随着组件企业外采电池需求增多，TOPCon 相较 PERC 电池溢价持续扩大，看好公司 TOPCon 电池全年盈利弹性。

## 钧达股份 (002865.SZ)

维持

买入

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

010-8513-0588

SAC 编号:s1440521100008

任佳玮

renjiawei@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:s1440520070012

发布日期：2023 年 04 月 28 日

当前股价：100.53 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-31.45/-32.07	-47.09/-47.73	76.37/62.53

12 月最高/最低价 (元) 253.00/62.70

总股本 (万股) 19,881.71

流通 A 股 (万股) 19,396.64

总市值 (亿元) 199.87

流通市值 (亿元) 194.99

近 3 月日均成交量 (万) 459.96

#### 主要股东

海南锦迪科技投资有限公司 23.51%

### 股价表现



### 相关研究报告

2023-02-27 【中信建投电力设备及新能源】钧达股份(002865):光伏 TOPCon 需求井喷，电池龙头业绩弹性有望增强

2022-10-30 【中信建投光伏设备】钧达股份(002865):Q3 业绩超预期，PERC 盈利

**盈利预测：**公司作为 TOPCon 头部电池企业，电池效率、良率等参数在行业中处于领先地位。我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 27.48、34.95、40.77 亿元，对应 4 月 27 日收盘价 PE 分别为 6.8、5.3、4.6 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**1、**TOPCon 扩产不及预期：**目前公司规划 TOPCon 扩产规模较大，如果后续涟水项目投产时间延后，将对公司 2023 年盈利造成负面影响；2、**光伏终端需求不及预期。**电池需求可能受到疫情反复、需求疲软影响而不及预期；产量端可能受到上游原材料价格大幅波动、限电、疫情反复等影响不及预期，进而影响公司相关业务出货量及盈利能力；3、**行业竞争加剧的风险：**目前行业 TOPCon 扩产计划较多，后续公司可能面临行业竞争加剧的风险。

## 报表预测

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1682	3559	19251	11315	29411
现金	491	1873	8663	7308	16685
应收票据及应收账款合计	217	54	6056	606	7056
其他应收款	14	10	51	28	63
预付账款	94	104	400	256	499
存货	438	339	1595	936	1971
其他流动资产	428	1178	2486	2179	3137
<b>非流动资产</b>	4333	5930	10120	11261	11353
长期投资	44	0	-44	-88	-132
固定资产	2416	4155	8164	9323	9518
无形资产	300	159	173	183	194
其他非流动资产	1574	1616	1827	1843	1772
<b>资产总计</b>	6015	9489	29371	22576	40763
<b>流动负债</b>	3018	4377	20367	10877	24601
短期借款	177	589	600	600	600
应付票据及应付账款合计	1417	1536	15050	6662	18278
其他流动负债	1425	2252	4717	3615	5723
<b>非流动负债</b>	1393	4061	4048	3731	3308
长期借款	130	1658	1646	1329	906
其他非流动负债	1262	2403	2403	2403	2403
<b>负债合计</b>	4411	8438	24416	14608	27910
少数股东权益	602	0	0	0	0
股本	137	142	142	142	142
资本公积	661	96	96	96	96
留存收益	193	813	3287	6432	10101
归属母公司股东权益	1002	1051	4956	7968	12853
<b>负债和股东权益</b>	6015	9489	29371	22576	40763

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	581	156	12002	1078	10947
净利润	-134	821	2748	3495	4077
折旧摊销	156	419	627	951	1114
财务费用	45	150	87	47	-55
投资损失	8	-212	0	0	0
经营性应收项目的减少	96	-1080	-6298	5595	-6692
经营性应付项目的增加	272	203	16195	-9514	13721
其他经营现金流	411	58	14837	-9009	12503
<b>投资活动现金流</b>	-562	-733	-4823	-2092	-1205
资本支出	154	525	4250	1185	135
长期投资	0	0	44	45	44
其他投资现金流	-408	-208	-529	-862	-1026
<b>筹资活动现金流</b>	-112	1607	-389	-340	-365
短期借款	127	412	11	0	0
长期借款	95	1528	-13	-317	-423
普通股增加	8	4	0	0	0
资本公积增加	148	-565	0	0	0
其他筹资现金流	-491	228	-388	-24	58
<b>现金净增加额</b>	-93	1030	6790	-1354	9377

### 利润表 (百万元)

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	2863	11595	29568	38439	44205
营业成本	2521	10250	25517	33403	38370
营业税金及附加	15	39	99	129	148
销售费用	20	21	53	69	79
管理费用	132	147	376	488	562
研发费用	123	249	636	827	951
财务费用	45	150	87	47	-55
资产减值损失	-100	-57	-147	-190	-219
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	4	14	10	10	10
投资净收益	-8	212	0	0	0
<b>营业利润</b>	-101	892	2991	3722	4432
营业外收入	0	2	0	77	0
营业外支出	1	2	4	0	0
<b>利润总额</b>	-101	892	2987	3799	4432
所得税	33	71	239	304	355
<b>净利润</b>	-134	821	2748	3495	4077
少数股东损益	44	104	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	-179	717	2748	3495	4077
EBITDA	59	1399	3547	4595	5259
EPS (元)	-1.30	5.07	19.42	24.69	28.81

### 主要财务比率

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	233.5	305.0	155.0	30.0	15.0
营业利润(%)	-1705.1	984.0	235.5	24.4	19.1
归属于母公司净利润(%)	-1418.7	-501.3	283.3	27.2	16.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	12.0	11.6	13.7	13.1	13.2
净利率(%)	-6.2	6.2	9.3	9.1	9.2
ROE(%)	-8.4	78.1	74.0	48.5	36.1
ROIC(%)	-5.8	26.1	-320.9	89.1	-199.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	73.3	88.9	83.1	64.7	68.5
净负债比率(%)	84.8	238.9	-121.1	-47.7	-117.2
流动比率	0.6	0.8	0.9	1.0	1.2
速动比率	0.4	0.7	0.9	1.0	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	1.5	1.5	1.5	1.4
应收账款周转率	15.0	108.9	10.0	12.0	12.0
应付账款周转率	4.2	10.3	5.0	5.0	5.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-1.30	5.07	19.42	24.69	28.81
每股经营现金流(最新摊薄)	3.24	0.46	84.80	7.62	77.35
每股净资产(最新摊薄)	7.30	7.43	26.25	50.94	79.75
<b>估值比率</b>					
P/E	-100.8	25.9	6.8	5.3	4.6
P/B	18.0	17.7	5.0	2.6	1.6
EV/EBITDA	346.6	15.1	4.0	3.3	1.0

资料来源: 公司公告, 中信建投

## 分析师介绍

### 朱玥

中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021 年加入中信建投证券研究发展部，8 年证券行业研究经验，曾就职于兴业证券、方正证券，《财经》杂志，专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，在 2019 至 2022 年期间带领团队多次在新财富、金麒麟，水晶球等行业权威评选中名列前茅。

### 任佳玮

中信建投证券电力设备及新能源分析师，南京大学经济学学士，复旦大学金融硕士，研究方向为光伏。2022 年所在团队荣获新财富最佳分析师评选第四名，2022 年上证报最佳电力设备新能源分析师第二名，金麒麟评选光伏设备第二名，水晶球新能源行业第三名，水晶球电力设备行业第五名。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：(8610) 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南  
 塔 2103 室  
 电话：(8621) 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交  
 汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：(86755) 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：(852) 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk