

钧达股份 (002865)

2023Q1 业绩点评：N 型盈利逐步拉大，TOPCon 扩产提速

买入 (维持)

2023 年 04 月 28 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书：S0600520070006

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书：S0600121070058

guoyan@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	11,595	22,230	24,131	28,217
同比	305%	92%	9%	17%
归属母公司净利润 (百万元)	717	2,501	3,326	3,822
同比	501%	249%	33%	15%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	3.61	12.58	16.73	19.22
P/E (现价&最新股本摊薄)	27.38	7.85	5.90	5.14

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- **事件：**1) 公司发布 2023 一季报，实现归属母公司净利润 3.5 亿元，同增 1536%，环增 15.5%；实现扣非归母净利润 3.4 亿元，同增 1493%，环增 15.6%。业绩符合预期；2) 公司公告淮安一期 13GW 超计划建成投产，二期 13GW 将于 4 月 28 日开工，计划于 2023 年完成建设；3) 4 月 27 日公司定增获证监会同意注册，N 型中试线项目等顺利推进。
- **2023Q1 盈利承压、N 型放量+硅片降价 2023Q2 有望改善。**2023Q1 公司电池出货 4.81GW，同增 161%，环增 27%，其中 PERC/TOPCon 分别 2.31/2.5GW，环增-3%/74%；由于产业博弈+硅片紧张价格上行，测算 PERC 单瓦盈利约 5-6 分/W，TOPCon 单瓦净利约 0.09-0.1 元/W，N 型超额收益逐步拉大。2023Q2 硅料供给充足带动硅片逐步降价，电池盈利有望修复；公司新产能逐步投放，N 型进一步放量。随公司扩产提速，我们预计全年电池出货约 32-33GW，其中 TOPCon 约 23GW，占比达 70%+，受益于 (1) 2023H1 大电池供应相对较紧；(2) 硅料供给增加带动硅片降价 (3) 2023H2 新技术加速放量，贡献盈利弹性！
- **扩产进一步加速、降本增效持续迭代！**公司 N 型扩产加速，滁州一期 8GW 在产，二期 10GW 于 4 月底满产；淮安一期 13GW 将于近期超计划投产，二期 13GW 提前启动建设，我们预计 2023 年底投产。整体规划加速落地，我们预计 2023 年底 N 型产能提升至 44GW！目前公司 TOPCon 量产效率达 25%以上，我们预计 2023 年导入激光 SE 后将有 0.2-0.3%效率提升，目标年底达 25.8%；成本上，当前良率持平 PERC、银耗约 100mg，量产导入 LP 双插技术，叠加持续提效，后续成本有望持平 PERC，盈利持续坚挺！
- **投资评级：**我们维持 2023-2024 年归母净利润预测 25/33 亿元，我们预计 2025 年归母净利润 38 亿元，对应 2023-2025 年同比 +249%/+33%/+15%，基于公司 TOPCon 电池龙头地位，给予公司 23 年 13 倍 PE，目标价 164 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不及预期，竞争加剧，硅料降价超预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	100.53
一年最低/最高价	64.54/267.23
市净率(倍)	9.96
流通 A 股市值(百万元)	19,499.45
总市值(百万元)	19,987.08

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.09
资产负债率(% ,LF)	87.68
总股本(百万股)	198.82
流通 A 股(百万股)	193.97

相关研究

《钧达股份(002865): 2023 年 1 季度业绩预告点评: N 型加速放量, 超额盈利逐步拉大》

2023-04-18

《钧达股份(002865): 2022 年年报点评: 新技术需求旺盛, TOPCon 持续落地》

2023-03-17

钧达股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,559	9,593	11,414	13,217	营业总收入	11,595	22,230	24,131	28,217
货币资金及交易性金融资产	1,873	6,080	7,731	8,544	营业成本(含金融类)	10,250	18,214	19,056	22,410
经营性应收款项	1,174	2,430	2,502	3,122	税金及附加	39	78	84	93
存货	339	813	853	1,137	销售费用	21	44	53	68
合同资产	0	0	0	0	管理费用	147	278	297	339
其他流动资产	174	270	328	413	研发费用	249	489	543	635
非流动资产	5,930	8,880	11,063	13,110	财务费用	150	120	128	96
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	14	16	12	20
固定资产及使用权资产	4,160	6,971	8,976	10,994	投资净收益	212	4	5	6
在建工程	308	249	245	226	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	159	168	103	74	减值损失	-71	-113	-89	-113
商誉	861	861	861	861	资产处置收益	-2	-4	-7	8
长期待摊费用	3	45	120	42	营业利润	892	2,910	3,891	4,497
其他非流动资产	438	586	760	912	营业外净收支	0	-1	-1	-1
资产总计	9,489	18,473	22,478	26,326	利润总额	892	2,908	3,890	4,496
流动负债	4,377	6,664	6,772	8,015	减:所得税	71	407	564	674
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,216	314	502	803	净利润	821	2,501	3,326	3,822
经营性应付款项	1,536	2,921	2,956	3,395	减:少数股东损益	104	0	0	0
合同负债	317	619	619	695	归属母公司净利润	717	2,501	3,326	3,822
其他流动负债	1,308	2,810	2,695	3,122	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.61	12.58	16.73	19.22
非流动负债	4,061	5,284	5,857	4,640	EBIT	835	3,127	4,098	4,673
长期借款	1,658	2,881	3,214	1,681	EBITDA	1,256	4,134	5,505	6,540
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	11.60	18.07	21.03	20.58
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	6.18	11.25	13.78	13.54
其他非流动负债	2,400	2,401	2,640	2,957	收入增长率(%)	304.95	91.71	8.55	16.93
负债合计	8,438	11,949	12,628	12,655	归母净利润增长率(%)	501.35	248.87	32.96	14.91
归属母公司股东权益	1,051	6,524	9,850	13,671					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,051	6,524	9,850	13,671					
负债和股东权益	9,489	18,473	22,478	26,326					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	156	4,863	4,678	5,768	每股净资产(元)	7.43	38.10	57.52	79.83
投资活动现金流	-733	-3,880	-3,526	-3,819	最新发行在外股份(百万股)	199	199	199	199
筹资活动现金流	1,607	3,224	499	-1,136	ROIC(%)	24.47	39.40	30.09	26.73
现金净增加额	1,030	4,207	1,651	814	ROE-摊薄(%)	68.23	38.34	33.76	27.95
折旧和摊销	420	1,007	1,407	1,867	资产负债率(%)	73.33	88.93	64.68	56.18
资本开支	-525	-3,770	-3,350	-3,831	P/E(现价&最新股本摊薄)	27.38	7.85	5.90	5.14
营运资本变动	-1,199	-153	-163	-498	P/B(现价)	13.30	2.59	1.72	1.24

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>

