

钧达股份 (002865)

2023 年中报业绩预告点评：量升利增逐步显现，TOPCon 保持领跑

买入 (维持)

2023 年 07 月 13 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

guoyn@dwzq.com.cn

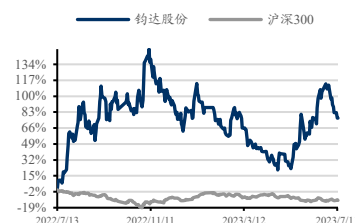
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	11,595	22,230	24,131	28,217
同比	305%	92%	9%	17%
归属母公司净利润 (百万元)	717	2,501	3,326	3,822
同比	501%	249%	33%	15%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	3.16	11.04	14.68	16.87
P/E (现价&最新股本摊薄)	40.21	11.53	8.67	7.54

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年中报业绩预告，2023H1 实现归属于母公司净利润 9~11 亿元，同增 230%~300%；扣除非经常损益后净利润 8.5~10.5 亿元，同增 1330%~1670%。2023Q2 归属于母公司净利润 5.46~7.46 亿，同增 117%~197%，环增 54%~111%；扣除非经常损益后净利润 5.06~7.06 亿，同增 101%~181%，环增 47%~105%。计算 2023Q2 归属于母公司净利润预告中值为 6.46 亿，业绩符合预期。
- **2023Q2 盈利兑现，量升利增明显。**公司公告 2023Q2 电池片出货量为 6.59GW，同增 198.19%，环增 37.01%；其中 PERC/TOPCon 出货量 2.53GW/4.06GW，环增 9.52%/62.4%。由于 2023Q2 滁州二期满产，N 型上量明显叠加上游原材料降价，我们测算公司 PERC 单瓦盈利约 6 分，TOPCon 单瓦净利约 12 分，N 型超额盈利拉大，公司量利双升明显。展望 2023Q3，上游硅料价格跌至底部，电池盈利有望保持坚挺；公司淮安三期已于 2023Q2 末满产，2023Q3 起贡献业绩增量，我们预计 2023Q3 N 型出货 7GW+。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%+，公司在 N 型时代持续领跑！
- **N 型产能行业领先，降本增效持续迭代！**公司 N 型扩产效率高，滁州两期 18GW 在产，淮安一期 13GW 于 2023Q2 末满产，二期 13GW 提前启动建设，公司预计 2023 年底投产。整体产能投放速度快，公司预计 2023 年底 N 型产能提升至 44GW！目前公司 TOPCon 量产效率达 25.5% 以上，目标 2023 年底达 25.8%；成本上，TOPCon 当前良率持平 PERC，银耗约 100mg/片，量产后导入 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！
- **盈利预测与投资评级：**基于公司 N 型产能落地加速，我们维持公司盈利预测，我们维持 2023-2025 年归属于母公司净利润 25.0/33.3/38.2 亿元，同增 249%/33%/15%，基于公司光伏电池龙头地位，我们给予公司 23 年 15 倍 PE，对应目标价 165.59 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不及预期，竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	127.25
一年最低/最高价	87.10/267.23
市净率(倍)	12.61
流通 A 股市值(百万元)	24,682.23
总市值(百万元)	28,831.93

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)	226.58
流通 A 股(百万股)	193.97

相关研究

《钧达股份(002865): 2023Q1 业绩点评：N 型盈利逐步拉大，TOPCon 扩产提速》

2023-04-28

《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	11,415	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	8,545	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	26,327	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)	3.16	11.04	14.68	16.87
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	26,327					

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	79.84
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)	227	227	227	227
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)	40.21	11.53	8.67	7.54
营运资本变动	(1,199)	(153)	(163)	(498)	P/B (现价)	17.14	3.34	2.21	1.59

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>