

钧达股份 (002865.SZ)

电池片盈利超预期, TOPCon 新产能逐步开始贡献

公司公告上半年实现营业收入 44.3 亿, 归上净利润 2.73 亿, 扣非归上净利润 0.59 亿, 实现扭亏 (去年同期上市公司主营业务为汽车零部件)。

- **电池片盈利表现超预期。** 子公司捷泰科技上半年实现净利润 1.66 亿, 其中 Q2 实现约 1.1 亿, 业绩环比大幅增长一方面由于公司在 Q1 进行 3.x GW 166 产线改造, 影响出货, 而 Q2 公司 8.8GW PERC 电池产线满产满销, 另一方面电池环节盈利也在不断改善, 估算公司 Q2 单 W 盈利约 5 分, 上半年平均单 W 盈利约 4 分。上述盈利考虑了股权激励费用影响 (两期股权激励费用计入子公司捷泰报表), 电池实际盈利表现可能更好。
- **汽车零部件业务顺利剥离, 形成大额投资收益。** 公司已剥离汽车零部件相关资产给原大股东杨氏投资。汽车业务相关资产评估基准日为 2021 年 10 月 31 日, 后续亏损实际应由资产购买方承担, 因而去年 11 月至今年 6 月完成交割期间, 汽车零部件业务亏损对应形成投资收益约 2.15 亿。目前上市公司主业就只有光伏电池及相关业务, 更聚焦。
- **拟收购捷泰科技剩余股权, 有望大幅增厚业绩。** 公司已收到产交所成交签约的通知, 确定为捷泰科技 33.97% 股权的受让方, 首期转让价款为交易金额 30%。与苏泊尔集团持签订捷泰 15.03% 股权交易协议, 交易金额 4.66 亿元, 首付 10%。公司将以自有资金先行支付首期款项, 完成股权划转, 后续如果定增项目顺利完成, 再由募集资金支付余款等。2021 年、2022H1, 子公司捷泰科技分别实现净利润 2.25、1.66 亿, 贡献上市公司主要盈利。考虑目前钧达仅持有捷泰科技 51% 股权, 若未来顺利整合, 公司业绩将大幅增厚。
- **TOPCon 产线已投产调试。** 滁州一期 8GW TOPCon 产线进展顺利, 本月已开始调试, 二期 8GW 的 N 型电池项目在一年内也有望开工投运。从目前的招标情况看, TOPCon 溢价明显, 公司过去在 N 型领域长期布局和投入, N 型电池投产有望带来较强的业绩贡献。
- **投资建议:** 估算 2022-2023 年捷泰科技盈利 5.5、12 亿元, 上市公司今年实现归上净利润 4.5、6.1 亿。如果上市公司能整合捷泰体外 49% 股权, 今年也将有相应的备考利润。维持强烈推荐。
- **风险提示:** 政策调整风险, 新产线爬坡不及预期, 原材料价格波动。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	858	2863	10513	16618	21450
同比增长	4%	234%	267%	58%	29%
营业利润(百万元)	6	(101)	757	1363	1801
同比增长	-74%	-1705%	-851%	80%	32%
归母净利润(百万元)	14	(179)	451	613	809
同比增长	-21%	-1419%	-352%	36%	32%
每股收益(元)	0.11	-1.30	3.19	4.33	5.72
PE	1032.5	-83.5	34.1	25.1	19.0
PB	13.3	14.9	10.5	7.9	6.0

资料来源: 公司数据、招商证券

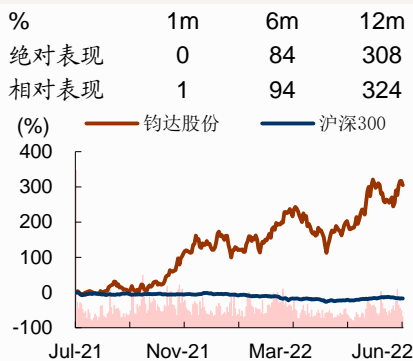
强烈推荐 (维持)

中游制造/电力设备及新能源
目标估值: 135.00 - 140.00 元
当前股价: 108.59 元

基础数据

总股本 (万股)	14152
已上市流通股 (万股)	13815
总市值 (亿元)	154
流通市值 (亿元)	150
每股净资产 (MRQ)	9.6
ROE (TTM)	9.5
资产负债率	66.2%
主要股东	海南锦迪科技投资有限公司
主要股东持股比例	23.51%

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《钧达股份 (002865) — 拟收购捷泰科技剩余股权, 有望显著增厚业绩》2022-06-20
- 《钧达股份 (002865) — Q1 符合预期, 聚焦光伏电池》2022-05-01
- 《钧达股份 (002865) — 光伏电池业务 2021 年超预期, 聚焦布局 N 型电池》2022-03-22

游家训 S1090515050001

✉ youjx@cmschina.com.cn

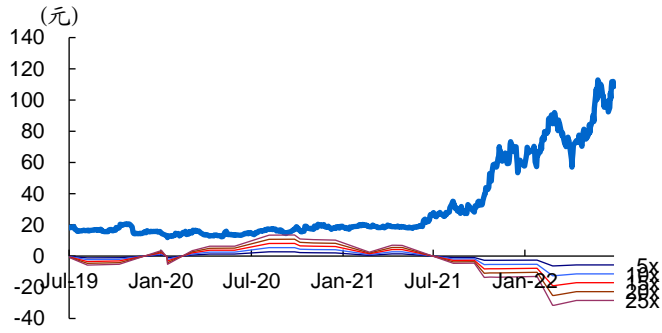
张伟鑫 S1090521070003

✉ zhangweixin@cmschina.com.cn

赵旭 S1090519120001

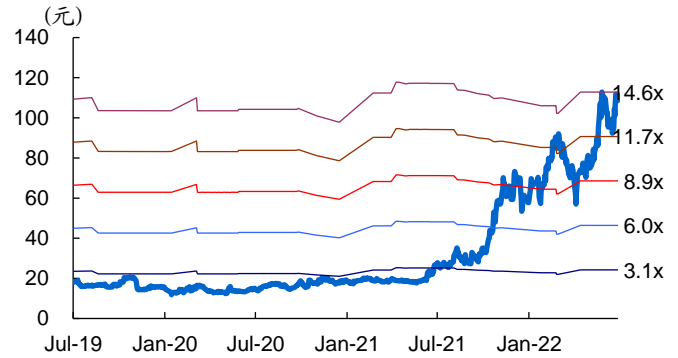
✉ zhaoxu2@cmschina.com.cn

图 1: 钧达股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 钧达股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、 钧达股份（002865）：拟收购捷泰科技剩余股权，有望显著增厚业绩，2022.6.19
- 2、 钧达股份（002865）：Q1 符合预期，聚焦光伏电池，2022.4.30
- 3、 光伏系列报告（48）：TOPCon 溢价未充分反应，规模化应用进度可能显著超预期，2022.4.6
- 4、 钧达股份（002865）：光伏电池业务 2021 年超预期，聚焦布局 N 型电池，2022.3.21
- 5、 钧达股份（002865）：将剥离汽车业务，聚焦光伏电池，2022.3.15
- 6、 钧达股份（002865）：电池业务量利齐升，领先发力 TOPCon 电池，2022.1.26
- 7、 光伏系列报告（44）：TOPCon 开始规模应用，优势企业可能提前开始收获，2022.3.8

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	858	1682	2926	4149	5100
现金	333	491	611	983	915
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	51	187	249	429
应收款项	214	166	303	479	618
其它应收款	9	14	50	79	103
存货	189	438	907	1407	1809
其他	112	522	868	951	1226
非流动资产	1000	4333	4588	4878	5644
长期股权投资	56	44	44	44	44
固定资产	375	2416	2844	3184	3890
无形资产商誉	141	1163	1047	1042	1138
其他	428	711	654	609	572
资产总计	1858	6015	7514	9028	10744
流动负债	579	3018	3801	4148	4391
短期借款	50	177	1134	774	68
应付账款	369	1417	2124	2580	3316
预收账款	49	93	342	531	683
其他	111	1331	201	263	325
长期负债	230	1393	1411	1511	1581
长期借款	35	130	210	310	380
其他	195	1262	1200	1200	1200
负债合计	810	4411	5212	5659	5972
股本	129	137	142	142	142
资本公积金	541	672	672	672	672
留存收益	378	193	644	1122	1747
少数股东权益	0	602	845	1434	2212
归属于母公司所有者权益	1048	1002	1457	1935	2560
负债及权益合计	1858	6015	7514	9028	10744

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	50	581	44	1556	2094
净利润	14	(179)	451	613	809
折旧摊销	124	156	392	408	429
财务费用	38	43	107	113	167
投资收益	(21)	8	(235)	(25)	(25)
营运资金变动	(107)	449	(918)	(161)	(82)
其它	2	104	247	608	796
投资活动现金流	20	(562)	(415)	(675)	(1175)
资本支出	(120)	(154)	(650)	(700)	(1200)
其他投资	139	(408)	235	25	25
筹资活动现金流	21	(112)	491	(509)	(987)
借款变动	24	(1242)	656	(261)	(636)
普通股增加	8	8	4	0	0
资本公积增加	119	131	0	0	0
股利分配	(12)	(6)	0	(135)	(184)
其他	(118)	997	(169)	(113)	(167)
现金净增加额	91	(93)	120	372	(68)

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	858	2863	10513	16618	21450
营业成本	648	2521	9235	14335	18424
营业税金及附加	9	15	53	83	107
营业费用	34	20	42	17	21
管理费用	86	132	226	233	300
研发费用	53	123	326	499	644
财务费用	38	45	107	113	167
资产减值损失	(16)	(103)	(2)	(2)	(10)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	13	4	20	20	20
投资收益	20	(9)	215	5	5
营业利润	6	(101)	757	1363	1801
营业外收入	9	0	4	4	4
营业外支出	0	1	2	2	2
利润总额	15	(101)	759	1364	1803
所得税	2	33	65	162	216
少数股东损益	0	44	243	589	778
归属于母公司净利润	14	(179)	451	613	809

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	4%	234%	267%	58%	29%
营业利润	-74%	-1705%	-851%	80%	32%
归母净利润	-21%	-1419%	-352%	36%	32%
获利能力					
毛利率	24.6%	12.0%	12.2%	13.7%	14.1%
净利率	1.6%	-6.2%	4.3%	3.7%	3.8%
ROE	1.3%	-17.8%	30.9%	31.7%	31.6%
ROIC	4.9%	-3.3%	20.9%	29.2%	33.2%
偿债能力					
资产负债率	43.6%	73.3%	69.4%	62.7%	55.6%
净负债比率	7.8%	11.5%	17.9%	12.0%	4.2%
流动比率	1.5	0.6	0.8	1.0	1.2
速动比率	1.2	0.4	0.5	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	1.4	1.8	2.0
存货周转率	3.2	8.0	13.7	12.4	11.5
应收账款周转率	3.4	13.3	29.8	27.3	24.2
应付账款周转率	1.8	2.8	5.2	6.1	6.2
每股资料(元)					
EPS	0.11	-1.30	3.19	4.33	5.72
每股经营净现金	0.39	4.23	0.31	10.99	14.79
每股净资产	8.14	7.30	10.30	13.67	18.09
每股股利	0.05	0.00	0.96	1.30	1.72
估值比率					
PE	1032.5	-83.5	34.1	25.1	19.0
PB	13.3	14.9	10.5	7.9	6.0
EV/EBITDA	149.2	537.1	11.5	7.7	6.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

刘珺涵：美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，覆盖新能源汽车中游产业，现为招商证券电气设备与新能源行业联席首席分析师。

刘巍：德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷汽车、沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源车汽车产业链、工控自动化。

赵旭：中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、光伏产业。

张伟鑫：天津大学电气工程硕士，曾就职于国金证券，2021 年加入招商证券，覆盖新能源发电产业。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。