

钧达股份 (002865.SZ)

强烈推荐 (维持)

TOPCon 产业化提速, 有望在技术变革中重回领先

7月捷泰滁州一期8GW TOPCon 电池投产, 调试爬坡期 24.8-25.1%的转换效率超预期。9月滁州二期项目开工, 产能由此前8GW调整至10GW, 10月9日公告与涟水新签署26GW TOPCon 扩产协议, 扩产再提速。此外自2021年下半年以来上市公司已完成了捷泰科技股权收购及原有饰件业务置出, 业务聚焦光伏电池。目前公司9.5GW大尺寸 PERC 电池盈利领先, TOPCon 产业化领先, 同时积极储备新技术方案, 在未来2-3年由P向N的技术变革期, 有望重回领先三方电池厂行列。调整公司盈利预测, 调升目标价至245-260元。

- TOPCon 产业化再提速, 规模量产后有望带来更强的业绩贡献。公司滁州一期8GW 电池片在年中投产, 效率达到 24.8-25.1%, 量产硅片厚度 130 μm, 提效降本进度超预期, 9月末如期满产。二期产能规模由8GW调至10GW, 考虑一期积累且部分设施共用, 建设节奏会更快些, 预计2023年年中公司滁州基地将形成18GW N型产能。10月9日, 公司公告与江苏涟水政府签署26GW TOPCon 扩产协议, 结合项目建设节奏估算, 一期13GW也有望在2023年下半年开始贡献。现阶段N型组件端招标溢价在0.1元/W上下, 随电池降本增效、封装工艺优化, 其理论溢价会进一步放大。考虑TOPCon 发电量增益需要时间验证, 以及硅料产能释放后产业链价格的整体下调, 2023年TOPCon 实际溢价会更充分。过去公司在N型领域进行了长期布局, 成为全球第二家实现TOPCon大规模量产的企业, 在N型红利期有望有更强的业绩表现。
- PERC 产能均为大尺寸, 电池盈利向上。过去一段时间盈利压力、技术方向分歧等造成电池产能扩张节奏温和和节制, 存量产能结构中大尺寸比例更低。2022年硅料价格高位背景下, 小尺寸产能加速退出, 182、210较为紧俏。4月以来, 硅料、硅片、电池价格涨幅在24%、11%、15%左右, 电池盈利修复2分以上。公司在Q1完成3.x GW 166改造182, Q1、Q2单W净利超过3分、5分, 盈利持续改善且好于行业均值。7月以来硅片调涨, 大尺寸电池顺利传导, 依然维持高盈利, Q4国内需求释放电池可能会持续吃紧。目前捷泰上饶PERC产线技改后产能扩至9.5GW, 预计仍将有较好的收益。
- 专业电池供应商, 有望在这一轮技术变革中重回领先。捷泰是老牌的电池供应商, 历史出货领先。过去几年受到融资渠道、路线选择等因素的影响, 公司扩产节奏偏缓, 市场份额有所下降。而今年以来, 上市公司完成捷泰100%股权收购, 解决融资问题, 长期投入布局的TOPCon 电池开始迎来收获, 在产能结构(大尺寸、TOPCon 比例)、成本控制、技术储备上具备优势, 在这一轮电池技术由P向N变革的过程中, 公司有望重回领跑。
- 投资建议: 上市公司已完成对捷泰100%股权收购, 加速N型扩张, 调整公司盈利预测, 2022、2023年分别实现归母净利润7.4、18.7亿, 调升目标价至245-260元, 维持强烈推荐评级。
- 风险提示: 政策调整风险, 新产线扩张不及预期, 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	12707	26324	36898
同比增长	4%	234%	344%	107%	40%
营业利润(百万元)	6	(101)	921	2138	3058
同比增长	-74%	-1705%	-1013%	132%	43%
归母净利润(百万元)	14	(179)	739	1866	2666
同比增长	-21%	-1419%	-514%	153%	43%
每股收益(元)	0.11	-1.30	5.22	13.18	18.84
PE	1893.1	-153.0	38.1	15.1	10.6
PB	24.5	27.3	16.1	8.3	5.1

资料来源: 公司数据、招商证券

中游制造/电力设备及新能源
目标估值: 245.00 - 260.00 元
当前股价: 199.1 元

基础数据

总股本(万股)	14152
已上市流通股(万)	13815
总市值(亿元)	282
流通市值(亿元)	275
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

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	159	578
相对表现	2	168	602

资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《钧达股份(002865)一电池片盈利超预期, TOPCon 新产能逐步开始贡献》2022-07-20
- 2、《钧达股份(002865)一拟收购捷泰科技剩余股权, 有望显著增厚业绩》2022-06-20
- 3、《钧达股份(002865)一Q1符合预期, 聚焦光伏电池》2022-05-01

游家训 S1090515050001
youjx@cmschina.com.cn
张伟鑫 S1090521070003
zhangweixin@cmschina.com.cn
赵旭 S1090519120001
zhaoxu2@cmschina.com.cn

正文目录

一、TOPCon 产业化进度超预期，PERC 盈利向上	4
1、TOPCon 进度领先，产能扩张提速	4
2、大尺寸 PERC 产线盈利向上	5
二、专业三方电池企业，有望在技术变革中重回领先	7
1、历史出货领先，技术工艺积淀扎实	7
2、有望在本轮技术变革中重回领先	8
2.1 重组上市聚焦光伏电池，拓宽融资渠道	8
2.2 N 型红利期公司盈利表现、市场份额都将受益	10
2.3 定位专业化电池厂，有清晰的发展规划	11
盈利预测	13

图表目录

图 1 部分 TOPCon 产线投产进度	4
图 2: 产业链各环节价格走势 (元/W)	5
图 3: 主产业链环节价差走势 (元/W)	5
图 4: 4 月以来主产业链价格涨幅	5
图 5: 电池分尺寸产能统计 (GW)	5
图 6: 公司产能结构 (GW)	6
图 7: 公司电池片平均单 W 盈利 (元/W)	6
图 8 捷泰科技产能及结构变化	7
图 9 捷泰科技发展历程	7
图 10 公司专利结构	8
图 11 2021、2022H1 钧达股份及捷泰科技盈利对比 (亿元)	9
图 12 公司股权结构	10
图 13 TOPCon/PERC 累计发电量及溢价估算	10
图 14: TOPCon 提效路径清晰	12
图 15: 技术路线进展规划	12
图 16: 光伏电池技术迭代路线	12
图 17: 电池效率趋势图	12

图 18: 钧达股份历史 PE Band	14
图 19: 钧达股份历史 PB Band	14
表 1: 涟水项目情况	4
表 2: 电池厂出货排名 (不含一体化)	8
表 3: 公司部分 PERC 订单情况	8
表 4: 捷泰剩余 49% 股权交易情况	9
表 5: 公司定增募投项目	9
表 6: TOPCon 组件溢价测算 (元/W)	11
表 7: 盈利预测 (万元)	13
附: 财务预测表	15

一、TOPCon 产业化进度超预期，PERC 盈利向上

1、TOPCon 进度领先，产能扩张提速

随着 N 型 TOPCon 技术关键难点的突破以及通过重组实现上市，公司扩张加速。2021 年末，公司披露拟在滁州投资建设 8+8GW TOPCon 电池产能，今年上半年公司如期实现一期 8GW 量产，9 月底满产。8 月末提前开启二期项目建设，并将产线由 8GW 调整为 10GW。10 月 9 日，公司公告与涟水政府新签署 26GW TOPCon 扩产计划，按照项目建设节奏估算一期 13GW 也有望在明年下半年开始贡献。

- **滁州一期 8GW:** 7 月，公司滁州一期 8GW 的 TOPCon 产线顺利投产，爬坡期批量生产效率分布于 24.8-25.1%，硅片厚度降至 130 μm，9 月 30 日已实现满产。
- **滁州二期 10GW:** 8 月公司调整二期 8GW TOPCon 设计产能至 10GW，考虑一期项目积累且部分设施共用，二期项目建设节奏更快些，预计在 2023H1 投产贡献。
- **涟水基地 26GW:** 10 月 9 日公司公告与涟水政府新签署 26GW TOPCon 扩产计划，依据合同内容项目由涟水政府负责厂房及配套设施代建，优惠租赁给上市公司使用 6 年。项目一期 13GW 将在年内开工，结合建设节奏估算有望在明年下半年开始贡献，而公司投产+在建+规划 TOPCon 电池产能合计已达到 44GW。

表 1: 涟水项目情况

分期	产能 (GW)	总投资 (亿元)	进度安排
涟水一期	13	70	年内开工，6-8 个月内竣工投产，12 个月内达产
涟水二期	13	60	建设时间另行约定

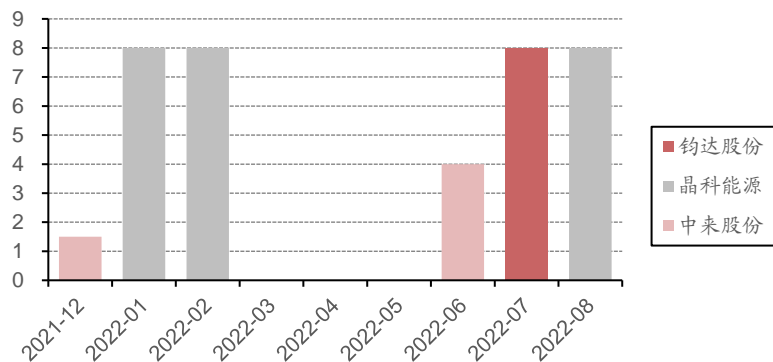
注：1) 依据公告协议生效后，公司应在 30 日内提供项目建设全套图纸给涟水政府，涟水政府负责按照所提供的厂房及其他配套设施图纸，提供市场化代建服务，并优惠租赁给公司使用 6 年，第七年至第九年乙方每年回购建设内容不低于 25%，第十年一次性回购完毕。2) 尚需股东大会批准后生效。

资料来源：公司公告、招商证券

公司过去在 N 型领域长期投入和布局，在 TOPCon 产业化过程中领先。

- **率先实现 TOPCon 大规模量产，抓住窗口期提速扩产:** 2022 年开始组件、电池供应商以及新进入企业公布了大规模的 TOPCon 扩产规划，但从落实进度看，目前形成有效产出的仍是少数，公司是第二家实现 8-10GW 量级产能的企业。
- **转换效率、量产良率处于领先地位:** 滁州一期 TOPCon 量产效率在 25% 左右，对应 182 × 72pc 组件功率较 PERC 提升 15-20W，提效进度超预期。实际目前产线良率已经和 PERC 接近。

图 1 部分 TOPCon 产线投产进度



资料来源：公司公告、招商证券

2、大尺寸 PERC 产线盈利向上

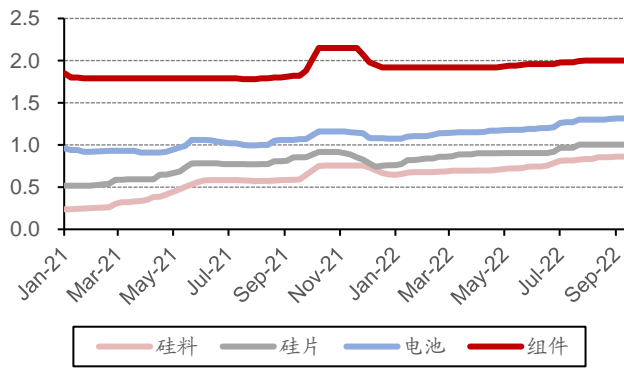
过去几年盈利差、技术方向分歧，造成电池产能扩张节奏温和节制。硅料紧张，价格大幅上涨背景下，电池环节盈利承压，2021 年大部分电池企业处于盈亏平衡附近。除了盈利因素外，过去 1-2 年电池环节正处在 P 型向 N 型的储备期，关于技术路线的分歧很大，前几年没有明确的行业共识，出于规避技术迭代风险的考虑，扩产电池产能的力度都比较温和。2020 年开始产业链新产能大部分兼容至 210，由于电池扩产相对更少，大尺寸产能比例更低。

大尺寸结构性紧张，电池盈利修复。今年如果以 240GW 中性装机预测估算全年电池需求量超过 300GW。供给端，年初大尺寸电池产能在 240-260GW，即便考虑改造及下半年的部分 TOPCon 产能，在小尺寸加速退出的背景下，大尺寸电池仍然相对吃紧，其议价能力在变强。

二季度硅料/硅片/电池涨价幅度分别为 8%/2%/4%，电池片单 W 盈利环比实现 1-2 分的修复。7 月以来电池片在传导上游涨价的基础上继续上涨，尤其进入 9 月主流电池片企业报价持续提升，目前单 W 售价已经到 1.31-1.33 元，电池片-硅片价差仍在拉开，估算电池片当前盈利在 6-7 分上下。

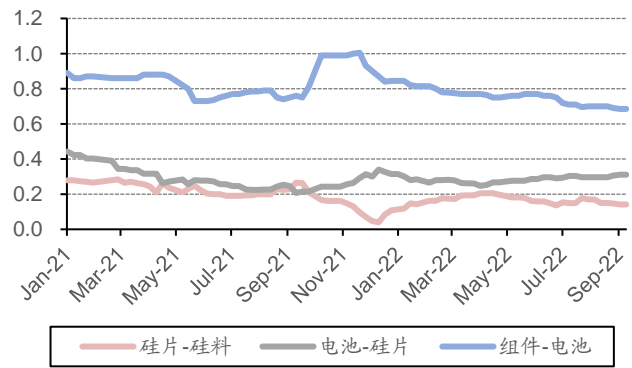
考虑到新产能更多在下半年开工，且大部分企业是首次调试 N 型产线，大尺寸较吃紧的情况会有一些的持续性。

图 2: 产业链各环节价格走势 (元/W)



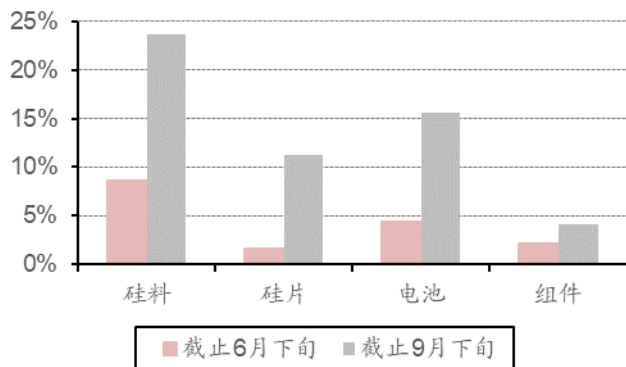
资料来源: 盖锡咨询、招商证券

图 3: 主产业链环节价差走势 (元/W)



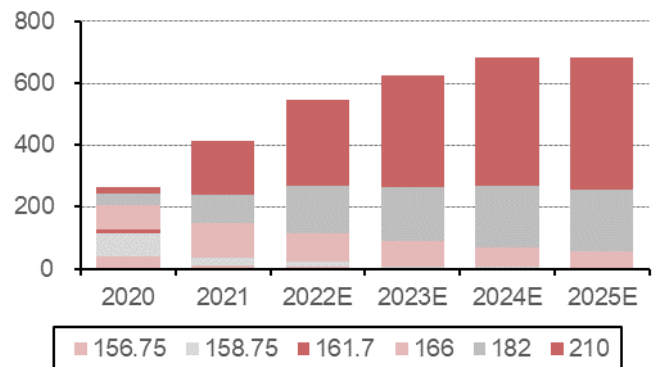
资料来源: 盖锡咨询、招商证券

图 4: 4 月以来主产业链价格涨幅



资料来源: 盖锡咨询、招商证券

图 5: 电池分尺寸产能统计 (GW)



资料来源: PVinfolink、招商证券

捷泰电池片非硅成本有优势，盈利回暖向上。

捷泰过去因为融资能力有限、新技术迭代未落地等原因，扩产不快，2021 年才从 3.xGW 扩到 8.xGW。既有的 8.xGW PERC 产线分别于 2019 年 7 月 (3GW)、2021 年 5 月 (5GW) 投产。其中 2019 年产线设计面向 166，今年一季度已改为 182。2021 年 5GW 产线直接面向 182/210 大尺寸。

由于公司产线新且包袱轻，当前非硅成本约 0.14-0.15 元/W，低于行业均值。2022Q1、2022Q2 分别实现利润 0.6、1.06 亿元，估算单瓦盈利 3 分、5 分，盈利持续向上且领先同期行业水平。上半年，公司通过技改将上饶 PERC 产线扩至 9.5GW，仍将持续贡献丰厚盈利。

图 6: 公司产能结构 (GW)

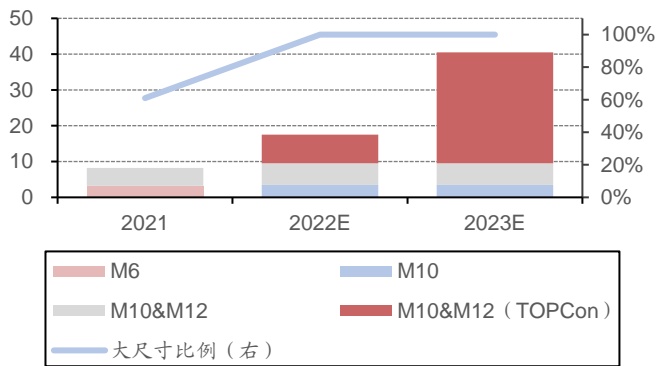
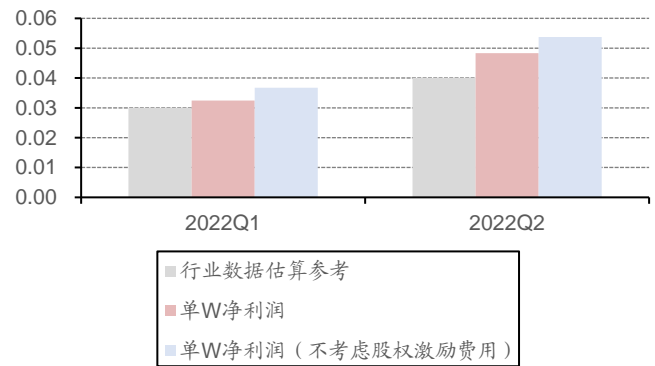


图 7: 公司电池片平均单 W 盈利 (元/W)



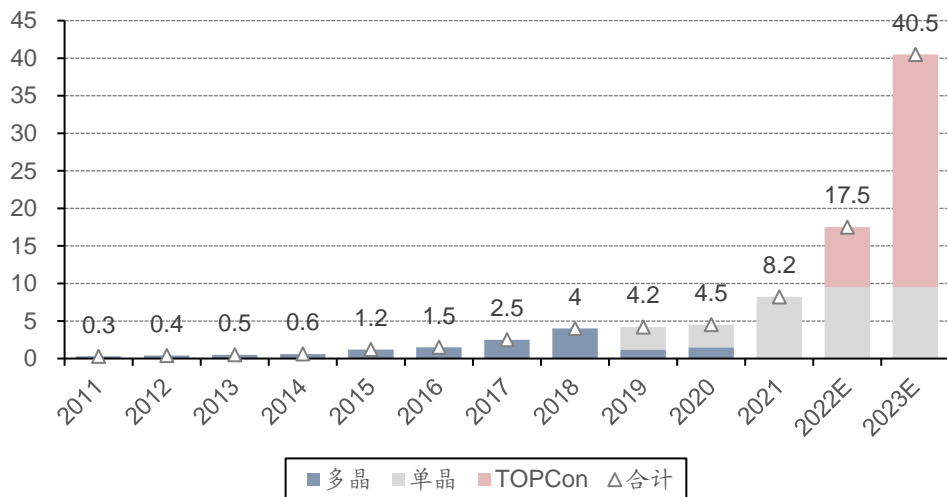
资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、Solarzoom、招商证券

二、专业三方电池企业，有望在技术变革中重回领先

捷泰是老牌的电池供应商，历史出货领先。在过去几年受到融资渠道、路线选择等因素的影响，公司扩产节奏偏缓，市场份额有所下降。而今年以来，公司通过重组上市解决融资的问题，长期投入布局的 TOPCon 电池开始迎来收获，在产能结构（大尺寸、TOPCon 比例）、成本控制、技术储备上具备优势，在这一轮电池技术由 P 向 N 变革的过程中，公司有望重新回到电池环节的领跑位置。

图 8 捷泰科技产能及结构变化



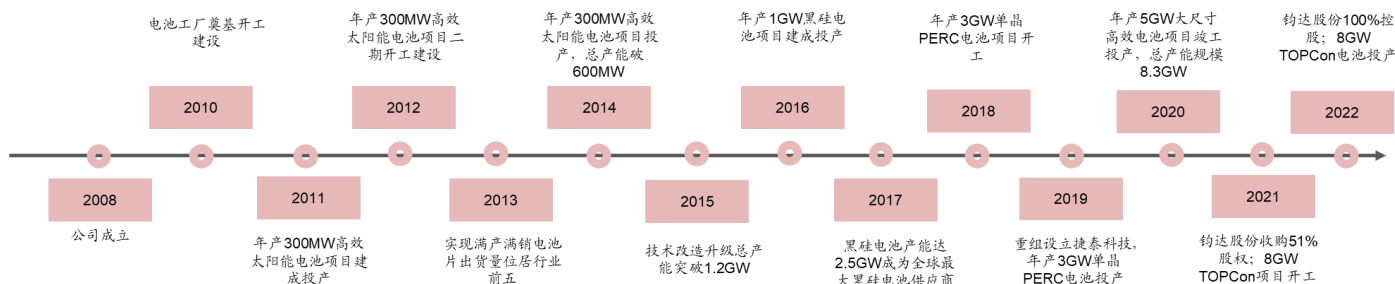
资料来源：公司公告、Solarzoom、招商证券

1、历史出货领先，技术工艺积淀扎实

捷泰科技为专业的三方电池供应商。公司由展宇新能源电池业务分拆构建，展宇成立于 2008 年，公司在 2010 年设立电池工厂，2011 年首期 300MW 电池项目投产，2015 年产能突破 GW，据 PVinfolink 统计，2018-2019 年公司电池出货排名至第三、第四。2017 年前后光伏行业开始单晶替代进程，展宇/捷泰在 2020 年公司停产所有多晶产线，截止 2021 年末公司单晶电池产能合计达到 8.2GW。今年年初公司完成对 166 产线技改，目前全部产能为大尺寸，合计 9.5GW。

技术工艺积淀扎实。捷泰产品覆盖 M10、M12 主流尺寸，PERC 量产转换效率达到 23.5%。围绕光伏降本增效，持续投入精力突破电池技术门槛，截至 2022H1，捷泰获取专利 109 项（发明专利 29 项、实用新型 67 项），且公司研发和生产深度融合，立项产业化率超过 90%。

图 9 捷泰科技发展历程



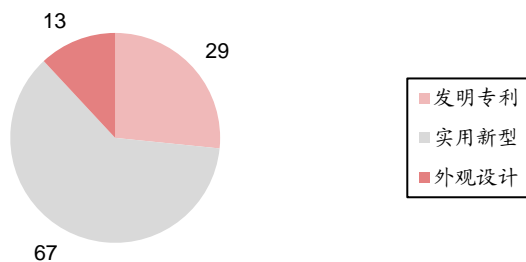
资料来源：公司官网，招商证券

表 2: 电池厂出货排名 (不含一体化)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
1	通威	通威	通威	通威	通威	通威
2	茂迪	爱旭	爱旭	爱旭	爱旭	爱旭
3	昱晶	捷泰	中宇	润阳	润阳	润阳
4	爱旭	联合再生	捷泰	潞安	中宇	中润
5	英稳达	茂迪	润阳	中宇	潞安	捷泰

资料来源: PVinfolink、招商证券

图 10 公司专利结构



资料来源: 公司公告、招商证券 (截止 2022H1)

产能扩张后, 客户结构更多元化。过去几年公司单晶产能下游客户相对集中, 2020、2021、2022H1 公司前五大客户占比分别为 77.1%、70.3%、61.0%。产能扩张后, 公司客户更加多元化, 目前已经同晶科、晶澳、阿特斯、尚德、阳光能源、英利能源等建立供应关系, 预计在 N 型批量产出后, 有望进入更多组件厂供应体系。

表 3: 公司部分 PERC 订单情况

客户名称	数量 (GW)	订单起止日期
阳光能源	1.7	2022 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日
晶澳科技	1.8	2022 年 1 月至 2022 年 12 月
腾晖光伏	0.6	2022 年 2 月至 2022 年 12 月
英利能源	1.19	2022 年 2 月 14 日至 2022 年 12 月 31 日
尚德电力	1.03	2022 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日
晶科能源	以实际每月合同数量	2021 年 8 月 1 日至 2022 年 7 月 31 日
合计	6.32	

资料来源: 公司公告、招商证券

2、有望在本轮技术变革中重回领先

2.1 重组上市聚焦光伏电池, 拓宽融资渠道

过去一年, 公司完成捷泰科技股权收购、汽车饰件业务剥离, 主业变更为光伏制造:

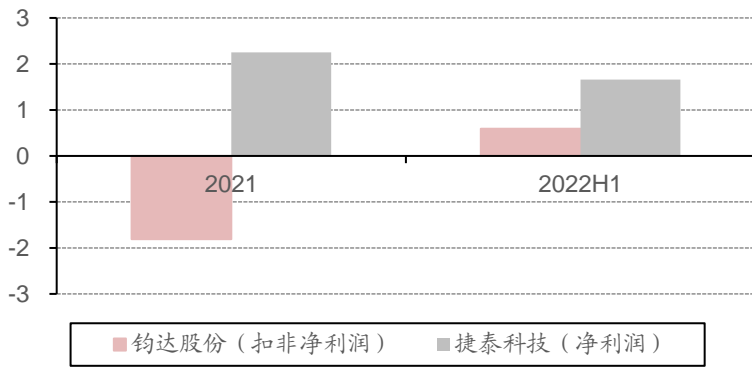
- 1) 捷泰 51% 股权收购: 2021 年 9 月公司完成重组, 钧达通过江西产交所以支付现金的方式受让宏富光伏持有的捷泰科技 47.35% 股权, 交易金额为 13.3 亿元; 以协议转让方式受让上饶展宏持有的捷泰科技 3.65% 股权, 交易金额为 1.03 亿元。重组完成后, 公司持股捷泰达到 51%, 捷泰成为钧达控股子公司。

钧达股份控股股东锦迪科技将持有 11.14% 股权转让给上饶宏富光伏 (原捷泰科技股东) 的间接控股股东上饶产投, 一致行动人杨氏家族科技将所持有的 3% 股权转让给上饶产投, 5% 转让给捷泰科技管理层持股平台上饶展

宏。

- **2) 汽车饰件业务置出:** 2022 年 3 月公司公告将剥离汽车资产给原大股东杨氏投资, 上述资产包括苏州钧达、海南新苏 100% 股权, 以及该两公司外与汽车饰件业务相关资产。该业务 2021 年经营亏损, 按资产基础法估价约 10.57 亿元。5 月份完成业务剥离。杨氏投资以借给上市公司的 6 亿元借款抵偿第一期转让款, 后续分两批支付 2.5、2.07 亿元余款。出售亏损的汽车相关业务后, 上市公司主业聚焦光伏电池。

图 11 2021、2022H1 钧达股份及捷泰科技盈利对比 (亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券

- **3) 捷泰 49% 剩余股权收购:** 2022 年 6 月, 公司通过产交所以支付现金的方式受让宏富光伏持有的捷泰科技 33.97% 股权, 交易金额 10.53 亿; 2) 通过协议转让方式受让苏泊尔集团持有的捷泰科技 15.03% 股权, 交易金额为 4.66 亿元。6 月 15 日, 公司收到产交所成交签约的通知, 被确定为捷泰科技 33.97% 股权的受让方, 并与宏富光伏签订《产权交易合同》, 首期转让价款为交易金额 30%, 剩余款项 1 年内完成支付。同日, 公司与苏泊尔集团签署《资产购买协议》, 首期交易价款为交易金额 10%, 剩余款项交割后一年内完成支付。7 月公司支付首期转让价款后, 已完成剩余 49% 股权工商变更, 捷泰科技成为公司全资子公司。

表 4: 捷泰剩余 49% 股权交易情况

交易对方	股权比例	转让价格 (亿元)	首付比例	首付金额 (亿元)
宏富光伏	33.97%	10.53	30%	3.16
苏泊尔集团	15.03%	4.66	10%	0.47

资料来源: 公司公告、招商证券

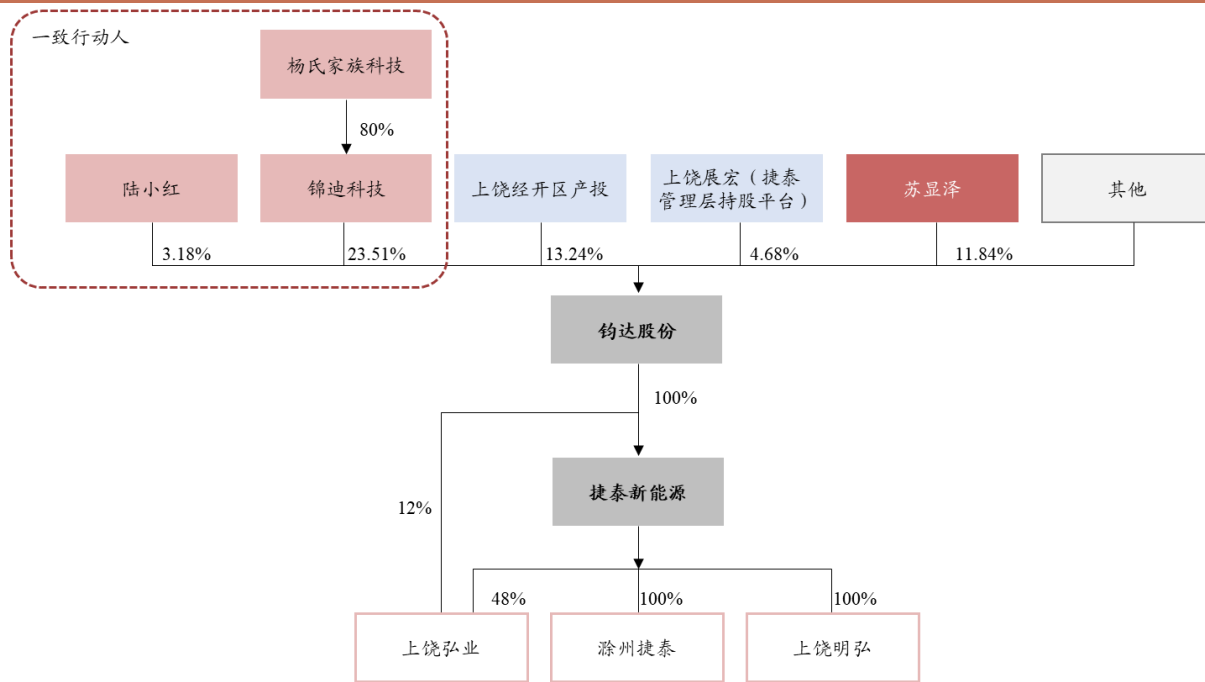
在重组进入上市公司平台后, 捷泰融资渠道优化, 更好支撑公司的扩张。6 月公司公告拟通过非公开发行股票募集资金不超过 28.3 亿元, 其中 15.19 亿用于收购捷泰科技 49% 股权, 5 亿投向高效 N 型电池研发中试项目, 其余 8.11 亿用于补流及偿债。

表 5: 公司定增募投项目

序号	项目名称	拟使用募集资金金额 (万元)
1	收购捷泰科技 49% 股权	151,900
2	高效 N 型太阳能电池研发中试项目	50,000
3	补充流动资金及偿还银行借款	81,100
合计		283,000

资料来源: 公司公告、招商证券

图 12 公司股权结构



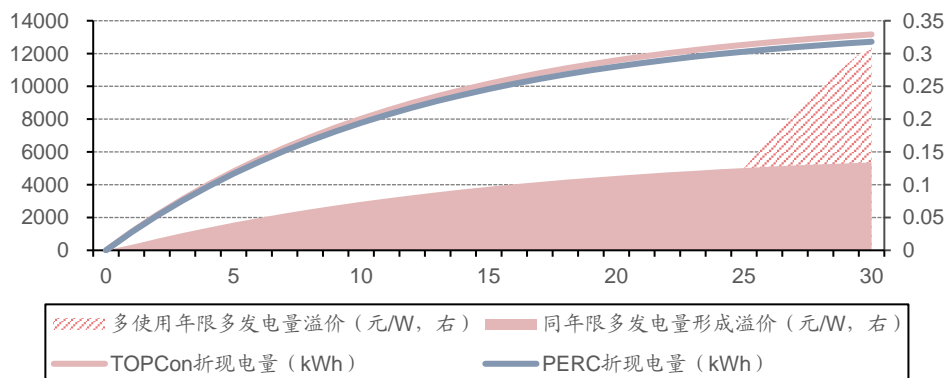
资料来源：公司公告、招商证券

2.2 N 型红利期公司盈利表现、市场份额都将受益

基于当前的成本、效率估算，TOPCon 理论溢价在 0.1-0.2 元/W（市场目前还没接受这么高），并且随其降本提效及下游验证，溢价空间可能还会扩大。

- **较 PERC 的理论溢价会进一步拉开。**基于当前的工艺、效率水平测算，TOPCon 从上游硅料到组件端，各环节合计的成本与 PERC 快速接近，理论上能够提供的溢价合理区间 0.1-0.2 元/W（考虑高功率摊薄、高电量收入）。1-2 年的维度看，若 TOPCon 量产效率进一步提升至 25.5-26% 上下，设备投资、工艺技术进一步优化，其相对 PERC 会有更高的溢价，预计可能在 0.15-0.35 元/W。
- **发电量溢价会在明后年逐渐体现。**年初以来，已有国电投、中核汇能、华电等多个项目开始 N 型项目招标，从实际招标情况看，TOPCon 组件价格较同版型 PERC 已经享受一定的溢价，售价端单 W 高 0.1 元左右，大致反应了高功率带来的成本摊薄收益。而发电量提高带来的收益需要一定时间验证，因此这部分溢价尚未完全在招投标中反应。

图 13 TOPCon/PERC 累计发电量及溢价估算



资料来源：公司公告、招商证券

表 6: TOPCon 组件溢价测算 (元/W)

电池效率假设		TOPCon	24.0%	24.5%	25.0%	25.5%	26.0%
		PERC	23.0%	23.2%	23.3%	23.5%	23.7%
单面	组件效率	TOPCon	22.3%	22.8%	23.3%	23.7%	24.2%
		PERC	21.4%	21.5%	21.7%	21.9%	22.0%
		效率差	0.9%	1.2%	1.5%	1.9%	2.2%
	BOS 成本假设 (元/W)	1.5	0.06	0.08	0.10	0.12	0.13
		1.6	0.07	0.09	0.11	0.12	0.14
		1.7	0.07	0.09	0.11	0.13	0.15
		1.8	0.08	0.10	0.12	0.14	0.16
		1.9	0.08	0.10	0.13	0.15	0.17
	2	0.08	0.11	0.13	0.16	0.18	
	双面	双面综合效率折算 (BSI 取 13.5%)	TOPCon (Bifi85%)	24.9%	25.4%	25.9%	26.4%
PERC (Bifi70%)			23.4%	23.6%	23.8%	23.9%	24.1%
效率差			1.5%	1.8%	2.2%	2.5%	2.9%
BOS 成本假设 (元/W)		1.5	0.09	0.11	0.13	0.14	0.16
		1.6	0.09	0.11	0.13	0.15	0.17
		1.7	0.10	0.12	0.14	0.16	0.18
		1.8	0.11	0.13	0.15	0.17	0.19
		1.9	0.11	0.14	0.16	0.18	0.20
2		0.12	0.14	0.17	0.19	0.21	

资料来源: 公司公告、企业官网等、招商证券

从市场份额看, 大尺寸 TOPCon 需求会更好。

- 2022 年底 TOPCon 产能预计超过 50GW, 2023 年进一步扩张, 而光伏行业整体维持高景气度, 尤其 2023 年上游供给瓶颈突破后, 增长确定性高, 相较需求总量, TOPCon 仍然是稀缺的优质产能, 有希望维持较高的利用率。
- 此外, 对下游组件企业而言, 基本上无需做产线的调整即可顺利切换到 N 型, 考虑到新增的 TOPCon 电池产能很大比例在一体化企业内, 能够外供的三方优质产能更为有限, 这部分产能将处于供不应求的状态。

公司产线新, 大尺寸、新电池比例更高。目前公司产能全部为大尺寸, TOPCon 等新电池的比例最高, 在接下来 1-2 年的推广期, 公司的 TOPCon 电池应该有较好的消纳空间, 伴随其产能投放, 有望带来相应较强的业绩贡献。

2.3 定位专业化电池厂, 有清晰的发展规划

TOPCon 进度领先, 进一步提效路径清晰。 TOPCon 在原有 PERC 基础上增加若干工序, 相对更复杂, 同时目前距离 28% 的极限效率仍有较大的优化空间, 处于快速的升级过程中。公司 TOPCon 产业化进度更快, 在未来 SE、金属化优化等技术升级过程可能会持续领先。

储备前沿电池技术方案。 电池环节按产业化成熟度分, 可以大致分为 1) PERC 主流成熟期路线; 2) TOPCon、HJT、IBC 等发展导入期路线; 3) 钙钛矿等前沿方案。

除 TOPCon 外, 公司也在前瞻储备多样化的技术方案。6 月定增项目中包含“高效 N 型太阳能电池研发中试项目”, 对 TOPCon 生产工艺、SE、正背面钝化介质制备工艺、全背面接触钝化等方向进行研究, 持续研发投入和产业化推进, 有望维持公司在新电池领域的竞争力。

图 14: TOPCon 提效路径清晰

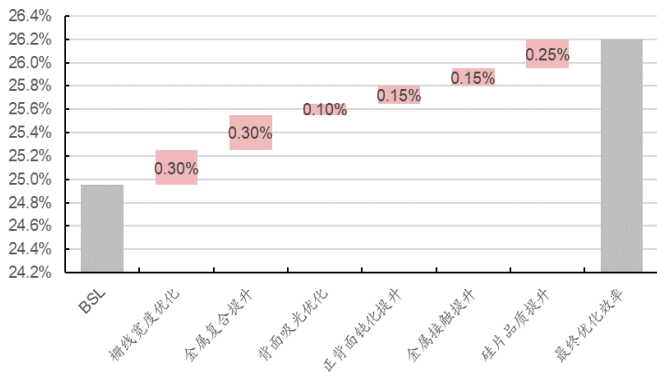
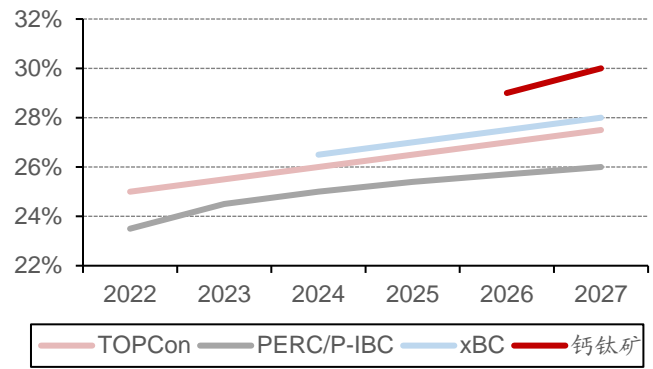


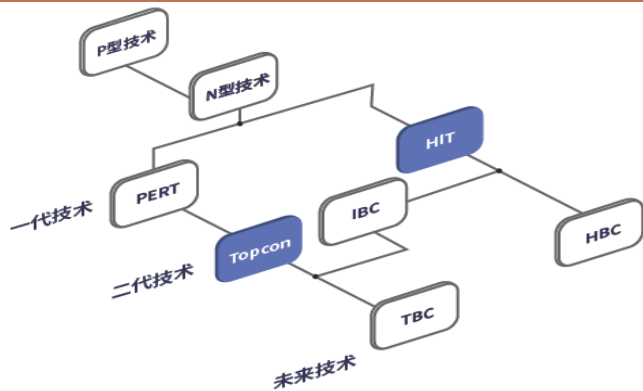
图 15: 技术路线进展规划



资料来源: Continuously Evolving Tech、企业官网、公司公告等、招商证券

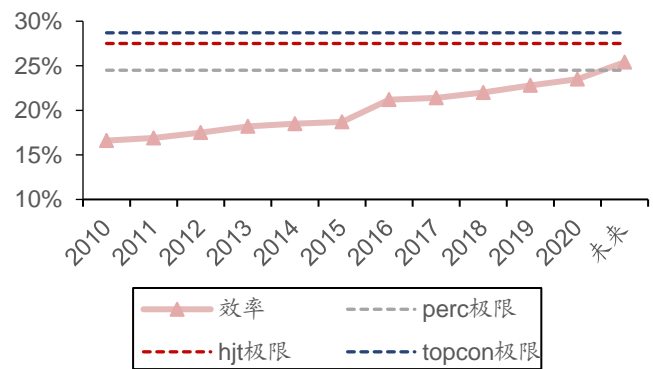
资料来源: 企业官网、公司公告、招商证券

图 16: 光伏电池技术迭代路线



资料来源: Jinko、招商证券

图 17: 电池效率趋势图



资料来源: Jinko、摩尔光伏、招商证券

盈利预测

7月捷泰滁州一期 8GW TOPCon 电池投产，调试爬坡期 24.8-25.1%的转换效率超预期。9月滁州二期项目开工，产能由此前 8GW 调整至 10GW，10月9日公告与涟水新签署 26GW TOPCon 扩产协议，扩产再提速。

此外自 2021 年下半年以来上市公司已完成了捷泰科技股权收购及原有饰件业务置出，业务聚焦光伏电池。目前公司 9.5GW 大尺寸 PERC 电池盈利领先，TOPCon 产业化领先，同时积极储备新技术方案，在未来 2-3 年由 P 向 N 的技术变革期，有望重回领先三方电池厂行列。

调整公司盈利预测，2022、2023 年分别实现归上净利润 7.4、18.7 亿，调升目标价至 245-260 元，维持强烈推荐。

表 7: 盈利预测 (万元)

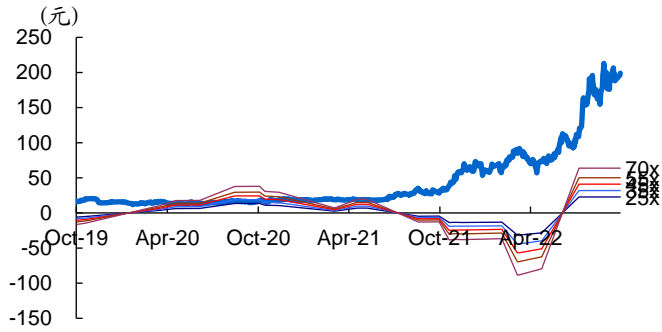
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
合计					
收入	85,847	286,339	1,270,702	2,632,400	3,689,793
yoy	3.8%	234%	344%	107%	40%
成本	64,769	252,066	1,123,100	2,266,496	3,169,533
毛利	21,079	34,273	146,077	365,904	520,261
毛利率	24.6%	12.0%	11.5%	13.9%	14.1%
汽车零部件/饰件					
收入	83,404	115,634	46,732		
yoy	3.0%	38.6%	-17.9%		
成本	63,407	103,761	39,968		
毛利	19,997	11,873	6,764		
毛利率	24.0%	10.3%	14.5%		
光伏电池片					
收入	278,304	505,500	1,222,041	2,632,400	3,689,793
yoy	8.5%	81.6%	141.7%	115.4%	40.2%
成本	239,997	452,423	1,082,728	2,266,496	3,169,532
毛利	38,307	53,078	139,313	365,904	520,261
毛利率	13.8%	10.5%	11.4%	13.9%	14.1%

资料来源：公司公告、招商证券（注：饰件业务现已剥离）

风险提示

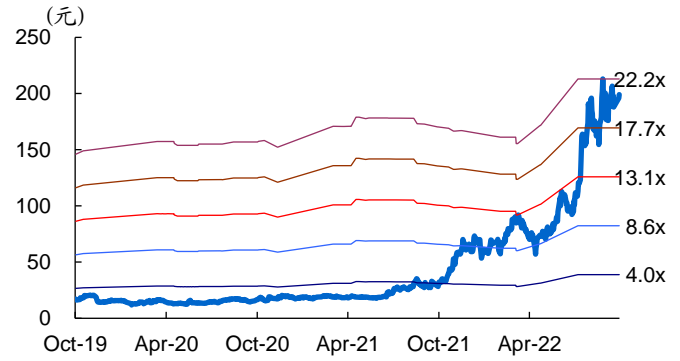
- 1) 政策调整或造成光伏装机不及预期，影响公司电池片出货。
- 2) 新产线扩张不及预期。
- 3) 上游硅料、硅片等原材料价格波动可能造成公司盈利能力的波动。

图 18: 钧达股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 19: 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): 电池片盈利超预期, TOPCon 新产能逐步开始贡献, 2022.7.20
- 2、 钧达股份 (002865): Q1 符合预期, 聚焦光伏电池, 2022.4.30
- 3、 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
- 4、 钧达股份 (002865): 将剥离汽车业务, 聚焦光伏电池, 2022.3.15
- 5、 钧达股份 (002865): 电池业务量利齐升, 领先发力 TOPCon 电池, 2022.1.26
- 6、 光伏系列报告 (56): TOPCon 正在进入新技术推广的红利期, 2022.9.8
- 7、 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
- 8、 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	3775	6703	9005
现金	333	491	968	1693	1806
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	51	225	395	738
应收款项	214	166	366	758	1063
其它应收款	9	14	61	126	176
存货	189	438	1103	2225	3112
其他	112	522	1052	1506	2110
非流动资产	1000	4333	4588	5474	6187
长期股权投资	56	44	44	44	44
固定资产	375	2416	2844	3780	4433
无形资产商誉	141	1163	1047	1042	1138
其他	428	711	654	609	572
资产总计	1858	6015	8364	12177	15191
流动负债	579	3018	4505	6555	7366
短期借款	50	177	1281	1272	0
应付账款	369	1417	2583	4080	5705
预收账款	49	93	416	840	1174
其他	111	1331	225	364	486
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	5916	8066	8947
股本	129	137	142	142	142
资本公积金	541	672	672	672	672
留存收益	378	193	932	2576	4682
少数股东权益	0	602	703	722	749
归属于母公司所有者	1048	1002	1745	3389	5496
负债及权益合计	1858	6015	8364	12177	15191

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	50	581	212	2253	3216
净利润	14	(179)	739	1866	2666
折旧摊销	124	156	392	408	483
财务费用	38	43	79	123	167
投资收益	(21)	8	(250)	(25)	(25)
营运资金变动	(107)	449	(860)	(181)	(135)
其它	2	104	111	62	60
投资活动现金流	20	(562)	(400)	(1275)	(1175)
资本支出	(120)	(154)	(650)	(1300)	(1200)
其他投资	139	(408)	250	25	25
筹资活动现金流	21	(112)	665	(254)	(1928)
借款变动	24	(1242)	802	91	(1202)
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	(222)	(560)
其他	(118)	997	(141)	(123)	(167)
现金净增加额	91	(93)	477	724	113

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	858	2863	12707	26324	36898
营业成本	648	2521	11231	22665	31695
营业税金及附加	9	15	64	132	184
营业费用	34	20	51	26	37
管理费用	86	132	229	474	664
研发费用	53	123	381	790	1107
财务费用	38	45	79	123	167
资产减值损失	(16)	(103)	(2)	(2)	(10)
公允价值变动收	0	0	0	0	0
其他收益	13	4	20	20	20
投资收益	20	(9)	230	5	5
营业利润	6	(101)	921	2138	3058
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)	922	2139	3060
所得税	2	33	82	254	367
少数股东损益	0	44	101	19	27
归属于母公司净利	14	(179)	739	1866	2666

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	4%	234%	344%	107%	40%
营业利润	-74%	-1705%	-1013%	132%	43%
归母净利润	-21%	-1419%	-514%	153%	43%
获利能力					
毛利率	24.6%	12.0%	11.6%	13.9%	14.1%
净利率	1.6%	-6.2%	5.8%	7.1%	7.2%
ROE	1.3%	-17.8%	42.3%	55.1%	48.5%
ROIC	4.9%	-3.3%	22.4%	35.0%	42.8%
偿债能力					
资产负债率	43.6%	73.3%	70.7%	66.2%	58.9%
净负债比率	7.8%	11.5%	17.8%	13.0%	2.5%
流动比率	1.5	0.6	0.8	1.0	1.2
速动比率	1.2	0.4	0.6	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	1.5	2.2	2.4
存货周转率	3.2	8.0	14.6	13.6	11.9
应收账款周转率	3.4	13.3	31.4	30.2	25.0
应付账款周转率	1.8	2.8	5.6	6.8	6.5
每股资料(元)					
EPS	0.11	-1.30	5.22	13.18	18.84
每股经营净现	0.39	4.23	1.49	15.92	22.73
每股净资产	8.14	7.30	12.33	23.95	38.83
每股股利	0.05	0.00	1.57	3.96	5.65
估值比率					
PE	1893.1	-153.0	38.1	15.1	10.6
PB	24.5	27.3	16.1	8.3	5.1
EV/EBITDA	254.8	917.0	17.7	9.3	6.7

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。