

钧达股份 (002865.SZ)

无评级

盈利能力显著改善，N 型 TOPCon 电池开始量产

核心观点

前三季度完成原汽车饰件业务剥离，和捷泰科技 100%并表。公司前三季度实现营业收入 74.28 亿元，实现归母净利润 1.38 亿元，实现扣非归母净利润 15.16 亿元。由于公司进行资产重组，同比、环比数据不具备参考性，去年同期均为亏损，今年 Q2 有原业务剥离带来的非经常性收益约 2.1 亿元。并且公司今年 1-7 月份对捷泰科技持股 51%，从 8 月开始 100%并表，对少数股东损益带来一定的影响。

公司光伏电池业务主要由子公司捷泰科技运营。捷泰科技前三季度实现营业收入 69.46 亿元，同比增长 106%；实现净利润 3.75 亿元，同比增长 192%。其中 Q3 实现营业收入 30.0 亿元，同比增长 83%；Q3 实现净利润 2.09 亿元，同比增长 415%。

出货量快速增长，盈利能力显著提升。出货方面，捷泰科技前三季度出货量 6.91GW，同比增长 76%；其中 Q3 出货 2.86GW（含 0.43GW 的 N 型 TOPCon 电池出货），同比增长 61%。从表现单瓦净利（净利润/出货量）指标来看，2021 全年和 2022 上半年均在 0.04 元/W 左右，2022 年三季度大幅提升至 0.073 元/W，大尺寸先进电池片产能阶段性紧缺，盈利能力得到明显改善。

捷泰科技电池产能持续扩张，N 型产能占比提升。捷泰科技目前电池片产能为位于江西上饶的 PERC 产能 9.5GW，和位于安徽滁州的 N 型 TOPCon 项目一期产能 8GW，合计 17.5GW，预计 2023 年底产能可达 40.5GW，其中 31GW 为 N 型 TOPCon 产能。

N 型 TOPCon 技术先驱者，有望享受技术红利。捷泰科技是 N 型 TOPCon 电池技术较早投入量产的企业，目前产品转换效率 24.9%以上，在行业内处于相对领先水平。在 N 型电池技术变革初期，先驱企业有望享受更高的产品溢价，并且我们认为较早投入的资产，后期加速折旧风险也较小。

风险提示：原材料价格下降不及预期；原材料供应紧缺对产能利用率的影响；光伏硅片行业竞争加剧的风险；局部地区疫情影响企业生产经营的风险。

投资建议：考虑到公司新增扩产计划，TOPCon 电池产能加速投放，我们上调公司 2022-2024 年的盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润为 5.9/14.6/23.2 亿元（原预测为 4.68/11.24/17.48 亿元），同比增速 -428.6%/148.0%/59.7%，当前股价对应 PE 为 52.5/21.2/13.3x。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	858	2,863	11,685	20,354	29,619
(+/-%)	3.8%	233.5%	308.1%	74.2%	45.5%
净利润(百万元)	14	-179	587	1455	2324
(+/-%)	-21.4%	-1418.7%	-428.6%	148.0%	59.7%
每股收益(元)	0.11	-1.30	4.15	10.28	16.42
EBIT Margin	3.2%	1.8%	5.7%	9.1%	9.9%
净资产收益率 (ROE)	1.4%	-10.1%	34.9%	48.4%	48.5%
市盈率 (PE)	2069.9	-167.3	52.5	21.2	13.3
EV/EBITDA	341.5	245.4	40.5	17.6	11.7
市净率 (PB)	26.76	18.63	13.34	8.31	5.23

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·光伏设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cnwangxinyu6@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：王昕宇

021-60375422

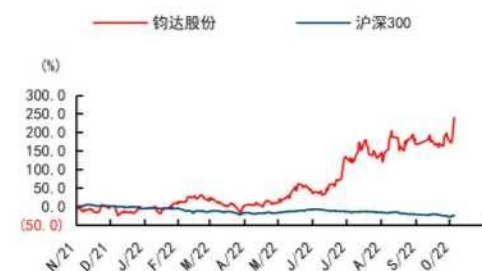
021-60375422

S0980522090002

基础数据

投资评级	无评级
合理估值	
收盘价	238.20 元
总市值/流通市值	33824/32872 百万元
52 周最高价/最低价	239.46/39.16 元
近 3 个月日均成交额	851.71 百万元

市场走势



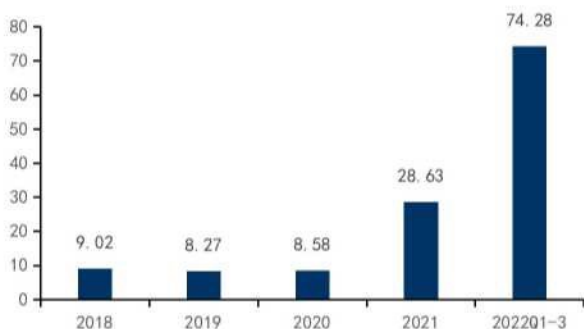
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《钧达股份 (002865.SZ) - 定增获证监会受理，全面转型光伏电池业务》——2022-09-07

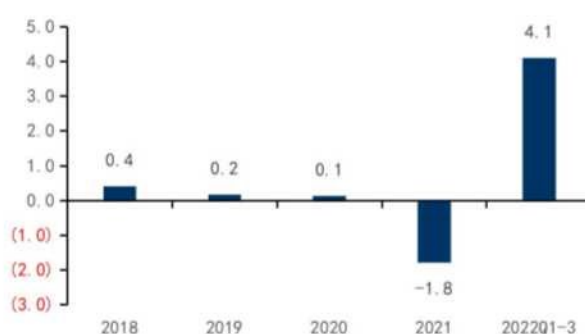
前三季度完成汽车饰件业务剥离，以及对捷泰科技的 100% 持股。公司前三季度实现营业收入 74.28 亿元，实现归母净利润 1.38 亿元，实现扣非归母净利润 15.16 亿元。由于公司进行资产重组，同比、环比数据不具备参考性，去年同期均为亏损，今年 Q2 有原业务剥离带来的非经常性收益约 2.1 亿元。并且公司今年 1-7 月份对捷泰科技持股 51%，从 8 月开始 100% 并表，并表比例的变化对环比数据口径亦有扰动。

图1：钧达股份营业收入（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：钧达股份归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

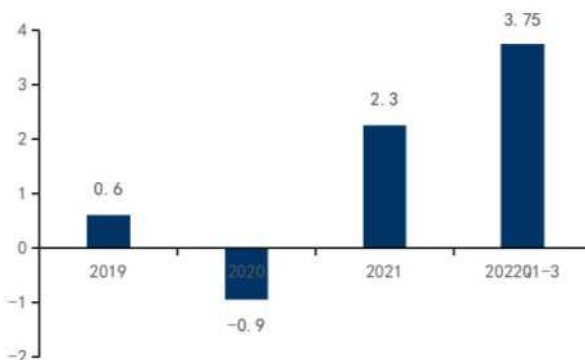
公司光伏电池业务主要由子公司捷泰科技运营。捷泰科技前三季度实现营业收入 69.46 亿元，同比增长 106%；实现净利润 3.75 亿元，同比增长 192%。其中 Q3 实现营业收入 30.0 亿元，同比增长 83%；Q3 实现净利润 2.09 亿元，同比增长 415%。

图3：捷泰科技营业收入（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：捷泰科技净利润（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

捷泰科技电池产能持续扩张，N 型占比快速提升，N 型 TOPCon 电池从 Q4 开始进入放量阶段。捷泰科技目前电池片产能为位于江西上饶的 PERC 产能 9.5GW，和位于安徽滁州的 N 型 TOPCon 项目一期产能 8GW，合计 17.5GW，预计 2022 年底没有新增产能投放。未来新增产能将全部为 N 型 TOPCon 电池技术路线，滁州二期 10GW 预计于明年上半年投产，淮安基地一期 13GW 计划于年底开工，预计 2023 年内投产，预计捷泰科技 2023 年底产能可达 40.5GW，其中 31GW 为 N 型 TOPCon 产能。

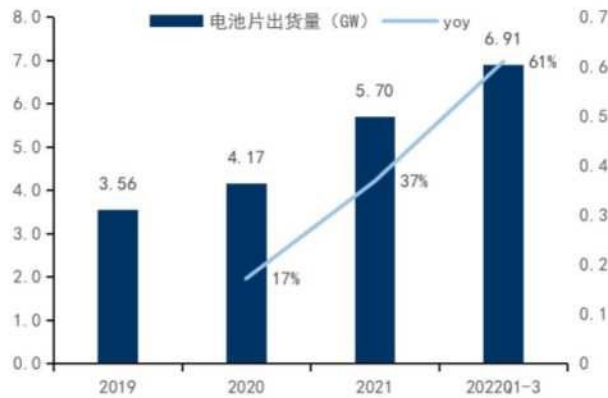
出货方面，捷泰科技前三季度出货量 6.91GW，同比增长 76%；其中 Q3 出货 2.86GW（含 0.43GW 的 N 型 TOPCon 电池出货），同比增长 61%。

图5：捷泰科技光伏电池产能（GW）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

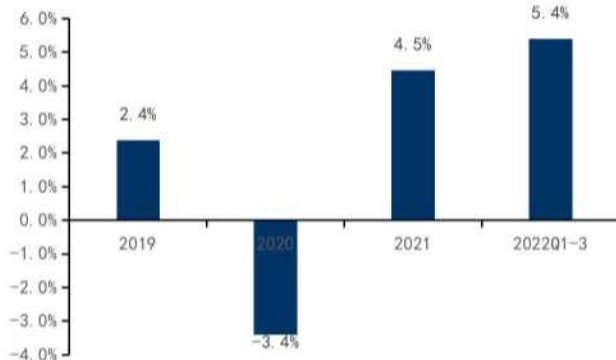
图6：捷泰科技光伏电池出货（GW）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

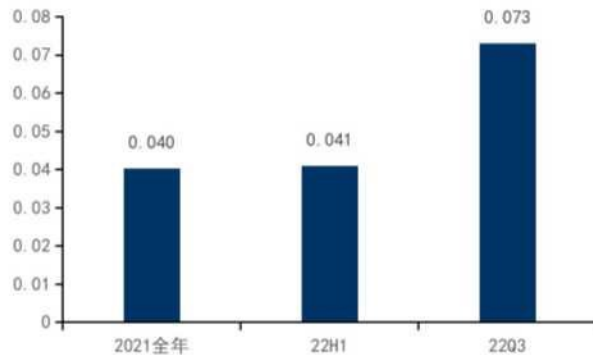
公司净利润率持续改善，2020年净利率为负，主要是公司从2020年12月开始全面停产多晶电池并处置相关固定资产，造成资产减值损失3.33亿元。2021年盈利能力全面展现，净利率回升至4.5%，2022年前三进度进一步提升至5.4%。从表观单瓦净利（净利润/出货量）指标来看，2021全年和2022上半年均在0.04元/W左右，2022年三季度大幅提升至0.073元/W，大尺寸先进电池片产能阶段性紧缺，盈利能力得到明显改善。

图7：捷泰科技净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：捷泰科技2021年、22H1、22Q3单瓦净利（元/W）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司在 N 型 TOPCon 电池领域具备明显的先发优势，N 型产能将快速扩张，而 P 型存量产能规模不大，未来出货结构中将以 N 型为主，推动公司整体单瓦盈利的提升。我们预计 2022/2023/2024 年出货量为 10.6/23.3/41.0GW，同比增速 85.0%/120.6%/76.3%。随着 N 型产品占比提升，预计公司毛利率未来三年持续提升，并且预计由于 2023 年产业链价格从高位回落，带来公司原材料和产品价格的下降，不考虑单位毛利的变化，毛利率也有较大提升幅度，所以 2023 年公司毛利率改善显著。

表1：公司营收毛利拆分

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
PERC 电池片					
出货量 (GW)	5.7	8.6	9.0	8.6	8.6
增速	36.9%	49.9%	5.6%	-5.3%	0.0%
收入 (百万元)	4864	9405	7671	5900	5814
增速	97.2%	93.4%	-18.4%	-23.1%	-1.4%
毛利 (百万元)	513	1026	993	684	684
增速		99.9%	-3.2%	-31.1%	0.0%
毛利率	10.5%	10.9%	12.9%	11.6%	11.8%
单瓦毛利 (元)	0.09	0.12	0.11	0.08	0.08
N 型 TOPCon 电池片					
出货量 (GW)	0	2.0	14.3	32.5	41.9
增速			612.5%	128.0%	28.9%
收入 (百万元)	0	2280	12683	23719	30151
增速			456.3%	87.0%	27.1%
毛利 (百万元)	0	200	1995	3899	5025
增速			897.5%	95.4%	28.9%
毛利率	0.0%	8.8%	15.7%	16.4%	16.7%
单瓦毛利 (元)		0.10	0.14	0.12	0.12
合计					
出货量 (GW)	5.7	10.6	23.3	41.0	50.4
增速	36.9%	85.0%	120.6%	76.3%	22.9%
主营业务收入 (百万元)	4864	11685	20354	29619	35965
增速		140.2%	74.2%	45.5%	21.4%
毛利 (亿元)	513	1226	2988	4583	5709
增速		138.9%	143.7%	53.4%	24.6%
毛利率	10.5%	10.5%	14.7%	15.5%	15.9%

资料来源：公司公告、wind，国信证券经济研究所整理和预测

投资建议：我们上调公司 2022-2024 年的盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润为 5.9/14.6/23.2 亿元（原预测为 4.68/11.24/17.48 亿元），同比增速 -428.6%/148.0%/59.7%，当前股价对应 PE 为 52.5/21.2/13.3x。

表2：同类公司估值比较（11月2日）

代码	简称	收盘价	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
002865.SZ	钧达股份	217.69	4.15	10.28	16.42	52.5	21.2	13.3	43.4	308
688223.SH	晶科能源	17.78	0.28	0.55	0.71	63.5	32.3	25.0	7.0	1,778
600732.SH	爱旭股份	39.99	1.04	1.69	2.32	38.4	23.7	17.2	7.0	455

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测（其中爱旭股份预期 EPS 数据来自 Wind 一致预期，其他公司预期 EPS 为国信证券经济研究所预测）

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	333	491	591	691	791	营业收入	858	2863	11685	20354	29619
应收款项	214	217	480	836	1217	营业成本	648	2521	10459	17366	25036
存货净额	189	438	800	1394	2029	营业税金及附加	9	15	35	61	89
其他流动资产	108	442	837	1389	2003	销售费用	34	20	35	61	89
流动资产合计	858	1682	3219	5150	7242	管理费用	86	132	140	305	444
固定资产	471	2653	4088	8501	10710	研发费用	53	123	351	712	1037
无形资产及其他	141	300	318	336	354	财务费用	38	45	64	126	180
其他长期资产	332	1337	1168	1832	2369	投资收益	21	(8)	0	0	0
长期股权投资	56	44	44	44	44	资产减值及公允价值变动	(16)	(103)	203	(10)	(10)
资产总计	1858	6015	8837	15863	20719	其他收入	29	106	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	111	559	1297	4600	4848	营业利润	6	(101)	804	1712	2734
应付款项	369	1417	1957	3218	4611	营业外净收支	9	(0)	0	0	0
其他流动负债	51	949	1764	2743	3686	利润总额	15	(101)	804	1712	2734
流动负债合计	579	3018	5135	10764	13441	所得税费用	2	33	121	257	410
长期借款及应付债券	214	192	192	192	192	少数股东损益	0	44	96	0	0
其他长期负债	17	1200	1200	1200	1200	归属于母公司净利润	14	(179)	587	1455	2324
长期负债合计	230	1393	1393	1393	1393	现金流量表（百万元）					
负债合计	810	4411	6527	12156	14834	净利润	14	(179)	587	1455	2324
少数股东权益	0	602	699	699	699	资产减值准备	(10)	(100)	203	(10)	(10)
股东权益	1048	1002	1611	3008	5186	折旧摊销	57	87	257	589	993
负债和股东权益总计	1858	6015	8837	15863	20719	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	38	45	64	126	180
每股收益	0.11	(1.30)	4.15	10.28	16.42	营运资本变动	119	1325	(59)	495	437
每股红利	0.05	(0.16)	0.41	1.03	2.46	其它	(129)	(553)	(42)	136	190
每股净资产	8.14	11.69	16.32	26.19	41.59	经营活动现金流	50	581	946	2665	3935
ROIC	2%	4%	21%	29%	29%	资本开支	(120)	(154)	(1710)	(5020)	(3220)
ROE	1%	-10%	35%	48%	48%	其它投资现金流	139	(408)	168	(663)	(538)
毛利率	25%	12%	10%	15%	15%	投资活动现金流	20	(562)	(1542)	(5683)	(3758)
EBIT Margin	3%	2%	6%	9%	10%	权益性融资	127	139	0	0	0
EBITDA Margin	10%	5%	8%	12%	13%	负债净变化	(56)	(199)	738	3303	248
收入增长	4%	234%	308%	74%	46%	支付股利、利息	(12)	(7)	22	(59)	(146)
净利润增长率	-21%	-1419%	-429%	148%	60%	其它融资现金流	39	(178)	738	3303	248
资产负债率	44%	73%	74%	77%	72%	融资活动现金流	21	(112)	696	3118	(77)
股息率	0.0%	-0.1%	0.2%	0.5%	1.1%	现金净变动	91	(93)	100	100	100
P/E	2069.9	(167.3)	52.5	21.2	13.3	货币资金的期初余额	241	333	491	591	691
P/B	26.8	18.6	13.3	8.3	5.2	货币资金的期末余额	333	491	591	691	791
EV/EBITDA	341.5	245.4	40.5	17.6	11.7	企业自由现金流	80	1328	(947)	(2365)	696
						权益自由现金流	85	1185	(263)	831	792

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032