

钧达股份 (002865)

转型光伏盈利向好，N型扩产迅速前景广阔 买入（首次）

2022 年 12 月 28 日

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

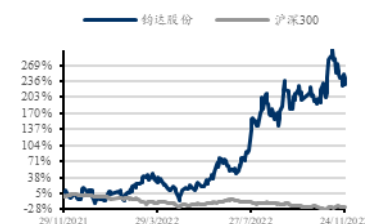
chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,863	12,813	23,096	24,885
同比（%）	234%	347%	80%	8%
归母净利润（百万元）	-179	943	2,500	3,304
同比（%）	-1419%	628%	165%	32%
每股收益（元/股）	-1.26	6.66	17.67	23.35
P/E（倍）	-	31.14	11.75	8.89

投资要点

- **剥离汽车业务专注光伏，N型时代迎高速增长：**钧达已实现全资控股捷泰科技，剥离原有汽车业务，全面转型专业光伏电池厂商，核心人员均为光伏老将，经验丰富。捷泰科技 2010 年起建设首个光伏电池工厂，2013 年电池出货量位居行业前五，2017 年成为全球最大黑硅电池供应商；2021 年 8.5GW PERC 满产，启动 N 型电池开工建设。2022Q1-3 捷泰科技营收 69.46 亿元，同增 106%；净利润 3.75 亿元，同增 192%；同时公司 8GW TOPCON 已投产，进度行业领先，N 型时代有望高速增长。
- **光伏需求高景气，N 型变革成行业趋势：**2023 年硅料产能释放，中美欧市场旺盛，我们预计全球装机 370-380GW，同增 50%，后续至 2025 年保持 20%+ 增长。2022 年以来大尺寸电池供需紧缺，盈利持续修复；N 型电池步入量产元年，TOPCON 渗透率持续提升，我们预计 2022 年占比 7-10%，2023 年提升至 20-30%，后续成为市场主流。**1) 盈利：**供需紧缺+新技术超额收益，电池盈利持续改善，我们预计 PERC 2022 年单瓦盈利 5-8 分，2023 年供应缓解但整体偏紧；TOPCON 成本 P/N 同价在即，单瓦享约 1 毛盈利红利。**2) 效率：**2023 年导入 SE 提效，效率目标 25.5%+，后续叠加双面 Poly 等技术量产潜力达 27%+，产业经济性持续提升。**3) 产业化：**N 型变革中百舸争流，晶科、钧达等量产进展领先，有望脱颖而出享受新技术红利。
- **TOPCON 量产领先，盈利持续受益：**公司 TOPCON 量产进度行业领先，紧跟晶科能源位列行业第一梯队。**1) 效率：**公司 TOPCON 电池量产效率已达 25.0%，良率达 97-98%，后续导入 SE 提效等技术后我们预计 2023H2 达 25.5%+，TOPCON 技术 know-how 积累塑造动态护城河；**2) 产能：**公司布局上饶 9.5GW PERC 及滁州 18GW+淮安 26GW TOPCON 产能基地；其中滁州一期 8GW 已满产，我们预计二期 10GW 2023Q1 投产，淮安一期 13GW 于 2023Q2 投产，二期 2023 年启建。**3) 出货：**公司电池出货快速提升，我们预计公司 2022-24 年出货 11.4/30.5/44GW，同增 100%/167%/44%，其中 TOPCON 出货 2.4/21/36GW，N 型占比行业领先。**4) 盈利：**电池盈利持续修复，我们预计 2022Q4 公司 PERC 盈利 1 毛+/W，TOPCON 享 4 分左右超额收益。2023 年整体盈利向好，我们预计 PERC 单瓦 6 分/W，TOPCON 实现 P/N 同价，单瓦盈利达 1 毛/W，公司 TOPCON 占比高、弹性大，盈利能力持续受益！
- **盈利预测与投资评级：**基于公司 TOPCON 产业化提速，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 9.4/25.0/33.0 亿元，同增 628%/165%/32%，对应 EPS 为 6.7/17.7/23.3 元。考虑公司是业内首批实现 TOPCON 规模化量产的企业，我们给予公司 2023 年 20xPE，对应目标价 353 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧、技术导入不及预期、光伏政策超预期变化等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	207.50
一年最低/最高价	53.43/267.23
市净率(倍)	41.36
流通 A 股市值(百万元)	28,665.97

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.02
资产负债率(%LF)	91.22
总股本(百万股)	141.52
流通 A 股(百万股)	138.15

相关研究

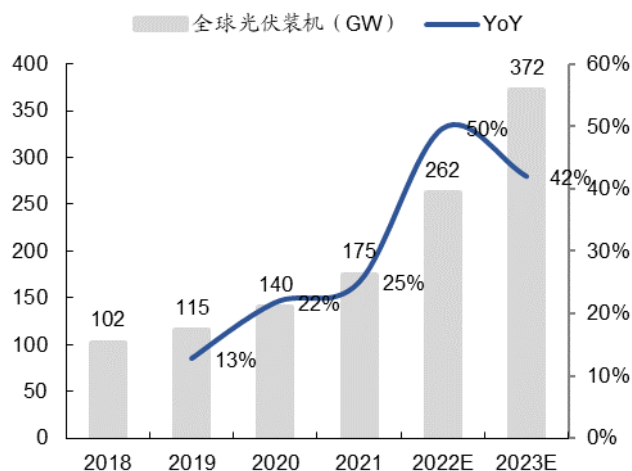
特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢曾朵红、陈琛和郭亚男的指导。

1. 光伏需求持续高增，N型电池为未来趋势

光伏将从辅助能源逐步成长为主力能源，带来行业广阔增量空间。远期看，光伏资源禀赋优异，成本仍在快速下降，且匹配储能发展，光储有望从辅助能源成长为主力能源，带来行业广阔增量空间。全球范围来看，我们预计 2025 年光伏新增装机达 583GW，2030 年光伏新增装机达 1434GW。

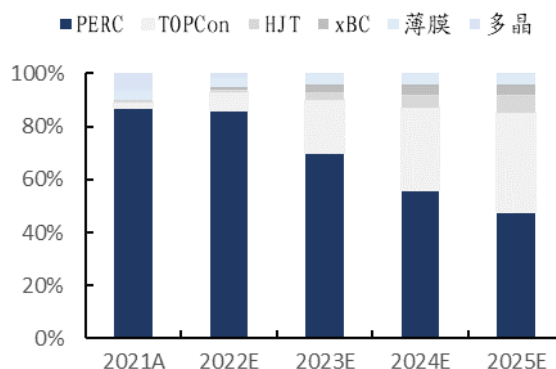
电池技术多点开花，TOPCON 规模化已至！随着业内对 N 型技术的持续验证，多家企业在生产技术上先后取得突破，市场呈现出了以 P 型单晶 PERC 电池为主流，TOPCON、HJT 和 IBC 等 N 型技术为代表的多样化发展局面。2022 年光伏 N 型电池逐步步入量产时代，其中 TOPCON 率先达成规模化量产，我们预计 2022 年底 TOPCON 产能将达 70GW+，全年有效产能约 30GW，渗透率 7-10%，2023 年大规模 TOPCON 产能将持续落地，2023 年底产能将近 280GW，全年有效产能超 150GW，渗透率提升至 20-30%。

图1：全球光伏年度装机情况及预测（GW，%）



数据来源：BNEF，东吴证券（香港）

图2：N型技术将占据更大的市场份额（%）



数据来源：PvinfoLink，东吴证券（香港）

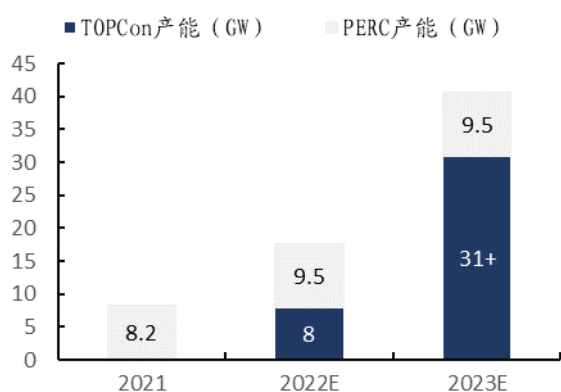
2. TOPCON 蓄势待发，量利双升可期

P 型全线兼容大尺寸，受益大尺寸紧缺盈利弹性大。公司针对 P 型电池产品持续开展降本增效工作，目前公司已通过技改将单晶 PERC 产能全线升级至 182mm，部分可兼容 210mm，技改后单晶 PERC 电池年产能提升至 9.5GW，助力公司优化出货结构，在大尺寸产能较紧缺的 2022 年业绩弹性较大。

TOPCON 效率第一梯队，产能扩张提速。N 型 TOPCON 方面，公司目前共规划产能 44GW，2022Q3 已投产 8GW 产能（LPCVD 路线），目前量产转换效率已达 25%，良率 97-98%，位于业内第一梯队；2023 年公司 TOPCON 产能预计投放 23-36GW，总计产能达到 31GW 以上，产能规模将位列行业第一梯队。

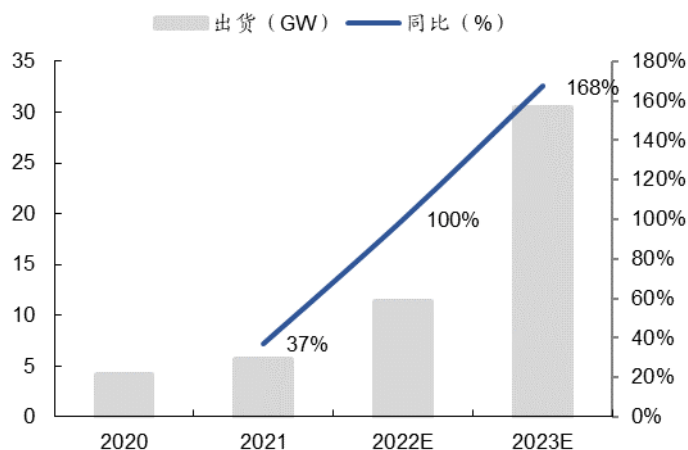
公司在手订单充足。截至 2022 年 8 月 31 日，公司与尚德电力、英利能源、晶科能源等多家公司签订了电池相关合作框架协议合计 12.28GW，订单覆盖至 2023 年底，稳定保障公司出货增长。我们预计公司 2022-2023 年电池出货 11.4/30.5/44GW，同增 100%/168%/44%，其中 TOPCON 出货 2.4/21.0/36.0GW，分别占总出货的 21%/69%/82%，新技术出货占比提升显著，受益新技术溢价盈利弹性大。

图3: 钧达股份产能 (GW)



数据来源: 公司公告, 东吴证券 (香港)

图4: 公司电池片出货情况及预测 (GW, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券 (香港)

3. 盈利预测与投资评级

考虑公司在 TOPCON 电池的领先地位，以及能源转型背景下全球光伏装机需求的高速发展，我们预计 2022-2024 年公司营业总收入分别为 128.1/231.0/248.9 亿元，其中 PERC 电池 2022-2024 年销量预期分别为 9.0/9.5/8.0GW，贡献收入 93.7/68.5/42.4 亿元，毛利率分别为 10.9%/14.2%/14.3%；TOPCON 电池 2022-2024 年销量预期分别为 2.4/21.0/36.0GW，贡献收入 29.4/161.8/205.2 亿元，毛利率分别为 16.3%/19.7%/22.1%。

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 9.4/25.0/33.0 亿元，同增 628%/165%/32%，对应 EPS 为 6.7/17.7/23.3 元。基于公司全面转型光伏电池，并且 TOPCON 已实现规模化量产，我们分别给予 TOPCON 电池龙头晶科能源 30%权重，专业化电池厂商通威股份、爱旭股份 20%权重，组件电池厂商晶澳科技、天合光能、东方日升 10%权重。如下图所示，可比公司的 2023 年动态 PE 加权均值为 19 倍。考虑公司是业内首批实现 TOPCON 规模化量产的企业，同时行业地位提升迅速，我们给予公司 2023 年 20xPE，对应目标价 353 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

4. 风险提示

竞争加剧，技术导入不及预期，光伏政策超预期变化等。

钩达股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,682	13,268	23,409	26,960	营业收入	2,863	12,813	23,096	24,885
现金	491	6,971	13,851	16,113	减:营业成本	2,521	11,237	18,917	19,722
应收账款	605	3,580	5,611	6,455	营业税金及附加	15	44	74	75
存货	438	2,556	3,731	4,128	销售费用	20	26	58	62
其他流动资产	148	161	216	264	管理费用	132	167	300	316
非流动资产	4,333	4,725	5,476	5,745	研发费用	123	320	577	622
长期股权投资	44	0	0	0	财务费用	45	78	213	162
固定资产	2,418	3,036	3,619	3,711	资产减值损失	103	62	142	187
在建工程	237	196	186	173	加:投资净收益	-8	218	7	10
无形资产	300	394	521	631	其他收益	4	92	81	87
其他非流动资产	1,334	1,099	1,150	1,230	资产处置收益	-2	-5	7	7
资产总计	6,015	17,993	28,885	32,704	营业利润	-101	1,184	2,909	3,843
流动负债	3,018	9,744	17,435	17,551	加:营业外净收支	0	-1	-1	-1
短期借款	559	382	382	382	利润总额	-101	1,183	2,907	3,842
应付账款	1,417	6,286	10,609	11,046	减:所得税费用	33	169	407	538
其他流动负债	1,042	3,076	6,444	6,123	少数股东损益	44	71	0	0
非流动负债	1,393	2,831	3,531	3,931	归属母公司净利润	-179	943	2,500	3,304
长期借款	130	1,630	2,330	2,730	EBIT	41	1,020	3,169	4,088
其他非流动负债	1,263	1,201	1,201	1,201	EBITDA	197	1,956	4,445	5,559
负债合计	4,411	12,575	20,966	21,481	重要财务及估值指标				
少数股东权益	602	673	673	673	每股收益(元)	-1.26	6.66	17.67	23.35
归属母公司股东权益	1,002	4,745	7,245	10,549	每股净资产(元)	7.22	1.61	2.46	3.59
负债和股东权益	6,015	17,993	28,885	32,704	发行在外股份(百万股)	142	142	142	142
现金流量表 (百万元)					ROIC(%)	2.91	17.86	30.18	28.16
经营活动现金流	581	3,633	8,366	3,790	ROE(%)	-17.83	19.88	34.51	31.32
投资活动现金流	-562	-1,138	-2,048	-1,751	毛利率(%)	11.97	12.3	18.09	20.75
筹资活动现金流	-112	3,984	561	223	销售净利率(%)	-6.24	7.36	10.83	13.28
现金净增加额	-93	6,479	6,880	2,262	资产负债率(%)	43.59	73.33	69.89	72.59
折旧和摊销	156	936	1,276	1,471	收入增长率(%)	233.54	347.47	80.25	7.75
资本开支	-152	-1,350	-1,984	-1,660	净利润增长率(%)	-1419	627.93	165.11	32.16
其他经营资金	344	264	1,264	-830	P/E	-	31.14	11.75	8.89
					P/B	28.74	128.74	84.25	57.83

注: 货币单位为人民币元

数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

