

钧达股份 (002865)

2022 年年报点评: 新技术需求旺盛, TOPCon 持续落地

买入 (维持)

2023 年 03 月 17 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	22,549	24,104	28,218
同比	305%	94%	7%	17%
归属母公司净利润 (百万元)	717	2,500	3,304	3,822
同比	501%	249%	32%	16%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	5.07	17.66	23.34	27.01
P/E (现价&最新股本摊薄)	30.99	8.89	6.73	5.81

关键词: #业绩符合预期

投资要点

■ **事件:** 公司发布 2022 年报, 2022 年公司实现归母净利润 7.17 亿元, 同增 501%, 扣非归母净利润 4.93 亿元, 同增 373%, 差额主要系 2022 年 6 月剥离汽车资产收益 2.15 亿元所致。2022 年 Q4 公司实现归母净利润 3.07 亿元, 同增 412%, 环增 123%, 扣非归母净利润 2.98 亿元, 同增 401%, 环增 119%。公司 2022 年 Q4 计提费用增加, 导致表观业绩低于预期, 实际经营业绩符合市场预期。

■ **新技术需求旺盛、盈利有望坚挺。** 2022 年公司电池出货 10.7GW, 同增 88%, PERC/TOPCon 分别出货 8.85/1.87GW; 2022 年 Q4 公司电池出货 3.8GW, PERC/TOPCon 分别出货 2.37/1.44GW, Q4 由于组件厂去库存导致 TOPCon 出货略低于预期; 考虑计提费用回冲, 我们测算公司整体盈利约 0.12 元/W, 环增约 4 分, 其中 PERC/TOPCon 盈利分别约 0.11/0.13 元/W, 单瓦盈利持续提升。展望 2023 年 Q1, 我们预计公司电池出货约 4.5-5GW, 其中 P 型/N 型占比各 50%, 受益于 N 型电池需求旺盛, 超额盈利将逐渐拉大。我们预计 2023 年公司电池出货约 30GW, 其中 TOPCon 出货约 20GW, 占比达 67%, 受益于①2023 年 H1 大电池供应相对较紧+②2023 年 H2 新技术加速放量, 公司享新技术溢价, 贡献盈利弹性!

■ **TOPCon 持续落地、降本增效持续迭代!** 产能上, 公司 TOPCon 滁州一期 8GW 在产, 二期 10GW 于 2023 年 Q1 投产调试, 我们预计 Q2 达产; 我们预计公司淮安一期 13GW 于 2023 年 Q2 投产 Q3 满产, 后续二期 13GW 在 2023 年开工建设, 后续产能推进迅速! 目前公司 TOPCon 量产效率达 25%以上, 我们预计 2023 年导入激光 SE 后将有 0.2-0.3% 的效率提升, 技术进步叠加银耗降本, 未来成本有望持平 PERC, 盈利能力持续坚挺!

■ **盈利预测与投资评级:** 我们维持 2023-2024 年归母净利润预测 25/33 亿元, 预计 2025 年归母净利润 38 亿元, 对应 2023-2025 年同比 +249%/+32%/+16%, 基于公司 TOPCon 电池龙头地位, 我们给予公司 2023 年 15 倍 PE, 目标价 265 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)	156.99
一年最低/最高价	53.85/267.23
市净率(倍)	21.14
流通 A 股市值(百万元)	21,688.05
总市值(百万元)	22,217.90

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.43
资产负债率(% ,LF)	88.93
总股本(百万股)	141.52
流通 A 股(百万股)	138.15

相关研究

《钧达股份(002865): 2022 年业绩预告点评: 单瓦盈利持续改善, 看好 23 年新技术加速提升!》

2023-01-20

《钧达股份(002865): 转型光伏盈利向好, N 型扩产迅速前景广阔》

2022-11-27

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	9,698	11,391	13,194	营业总收入	11,595	22,549	24,104	28,218
货币资金及交易性金融资产	1,873	6,134	7,710	8,522	营业成本(含金融类)	10,250	18,523	19,056	22,410
经营性应收款项	1,174	2,465	2,500	3,123	税金及附加	39	79	84	93
存货	339	828	853	1,137	销售费用	21	45	53	68
合同资产	0	0	0	0	管理费用	147	282	296	339
其他流动资产	174	270	328	413	研发费用	249	496	542	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	5	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	-5	-7	8
长期待摊费用	3	45	120	42	营业利润	892	2,908	3,865	4,498
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	18,578	22,454	26,304	利润总额	892	2,907	3,864	4,497
流动负债	4,377	6,771	6,771	8,015	减:所得税	71	407	560	675
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	2,500	3,304	3,822
经营性应付款项	1,536	2,971	2,956	3,395	减:少数股东损益	104	0	0	0
合同负债	317	630	619	695	归属母公司净利润	717	2,500	3,304	3,822
其他流动负债	1,308	2,857	2,695	3,122	每股收益-最新股本摊薄(元)	5.07	17.66	23.34	27.01
非流动负债	4,061	5,284	5,857	4,640	EBIT	889	3,125	4,072	4,674
长期借款	1,658	2,881	3,214	1,681	EBITDA	1,310	4,132	5,479	6,541
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	11.60	17.86	20.94	20.58
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	6.18	11.08	13.71	13.55
其他非流动负债	2,400	2,401	2,640	2,957	收入增长率(%)	304.95	94.47	6.89	17.07
负债合计	8,438	12,055	12,628	12,655	归母净利润增长率(%)	501.35	248.65	32.16	15.70
归属母公司股东权益	1,051	6,522	9,826	13,648					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,051	6,522	9,826	13,648					
负债和股东权益	9,489	18,578	22,454	26,304					

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	4,916	4,603	5,766	每股净资产(元)	7.43	38.09	57.38	79.70
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)	142	142	142	142
筹资活动现金流	1,607	3,224	499	-1,136	ROIC(%)	26.06	39.38	29.93	26.77
现金净增加额	1,030	4,260	1,576	812	ROE-摊薄(%)	68.23	38.32	33.62	28.01
折旧和摊销	420	1,007	1,407	1,867	资产负债率(%)	73.33	88.93	64.89	56.24
资本开支	-525	-3,770	-3,350	-3,831	P/E (现价&最新股本摊薄)	30.99	8.89	6.73	5.81
营运资本变动	-1,199	-144	-170	-501	P/B (现价)	21.14	4.12	2.74	1.97

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

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>