

分析师：唐俊男
登记编码：S0730519050003
tangjn@ccnew.com 021-50586738

转型后业绩快速增长，TOPCon 电池产能进入加速释放阶段

——钧达股份(002865)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(首次)

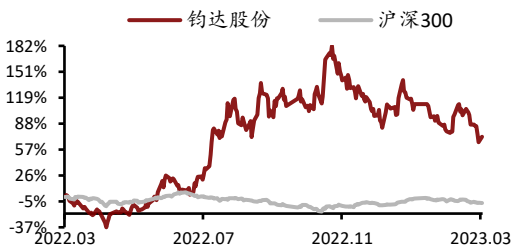
市场数据(2023-03-20)

收盘价(元)	154.74
一年内最高/最低(元)	253.00/57.00
沪深 300 指数	3,939.08
市净率(倍)	20.84
流通市值(亿元)	213.77

基础数据(2022-12-31)

每股净资产(元)	7.43
每股经营现金流(元)	1.10
毛利率(%)	11.60
净资产收益率_摊薄(%)	68.23
资产负债率(%)	88.93
总股本/流通股(万股)	14,152.43/13,814.93
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：Wind，中原证券

相关报告

联系人：马焱琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

发布日期：2023 年 03 月 21 日

事件：

公司发布 2022 年年报，全年实现营业总收入 115.95 亿元，同比增长 304.95%；归属于上市公司股东的净利润 7.17 亿元，同比增长 501.35%；经营活动产生的现金流量净额 1.56 亿元，同比下滑 73.19%；加权平均净资产收益率 65.37%，基本每股收益 5.08 元/股。

点评：

- **捷泰科技电池放量，全年业绩高速增长。**2022 年，公司剥离亏损的汽车装饰业务并收购捷泰科技剩余 49% 的股权，业绩取得高速增长主要得益于子公司捷泰科技的电池业务快速发展。捷泰科技 2022 年电池出货量 10.72GW(PERC 产品出货量 8.85GW, N 型 TOPCon 产品出货量 1.87GW)，同比增长 88%；电池单瓦毛利 0.12 元，单瓦净利 0.07 元。值得关注的是，2022 电池片环节供需紧张，尤其是大尺寸、高效率电池得到市场青睐，公司盈利能力呈逐季改善趋势。公司业务转型，出售汽车装饰业务全部资产，确认 2.12 亿元投资收益。
- **公司三大生产基地加紧 TOPCon 电池产能建设，2023、2024 出货有望保持较高增速。**面临光伏行业较好的市场机遇，捷泰科技凭借技术优势不断扩大新产能。公司建成及规划中的生产基地有 3 处，合计年产能 53.5GW。其中，上饶基地拥有 9.5GW 的大尺寸 PERC 产能，处于运营状态。滁州基地规划 18GW 的 TOPCon 电池产能，一期 8GW 的产线于 2022 年三季度达产，二期 10GW 的产线处于调试中，预计于 2023 年 5-6 月实现达产。淮安基地规划 26GW 的 TOPCon 电池，一期 13GW 项目计划 2023 年下半年达产。2023 年底，公司产能规模将达 40.5GW，N 型产能超过七成。
- **TOPCon 电池产业化进程加快，2023 年市场渗透率提升。**随着 PERC 电池转换效率和降本逼近极限，太阳能电池厂商均积极寻找下一代电池技术。截至 2022 年底，经不完全统计，国内光伏企业披露的已投产、在建和规划的 TOPCon 产能超过 150GW。其中，晶科能源、捷泰科技等企业均逐渐形成批量供货。2023 年，随着 TOPCon 电池生产工艺的简化，设备成熟度提升、银浆国产化以及用量降低，TOPCon 电池性价比将进一步提升。目前，TOPCon 电池相对于 PERC 电池存在明显溢价，行业先行者将获得产品差异化红利。
- **公司非公开发行股票募集资金，推动企业快速发展。**本次向特定对象发行股票募集资金总额不超过 27.76 亿元，扣除相关发行费用后

的募集资金净额拟用于收购捷泰科技 49% 股权、高效 N 型太阳能电池研发中试项目和补充流动资金及偿还银行借款。本次发行募集资金到位前，公司将根据项目进度的实际情况以自有资金或自筹资金先行投入，并在募集资金到位之后予以置换。本次定增有利于提升公司的业务规模，扩充资金实力，降低资产负债率和财务风险。目前，公司非公开发行股票处于证监会反馈意见回复阶段。

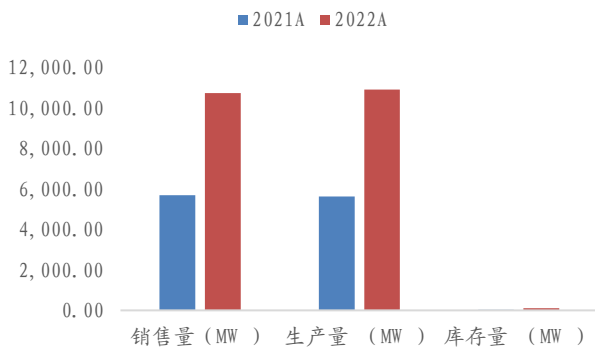
- **投资建议：**暂时不考虑公司非公开发行股票的摊薄效应，预计公司 2023、2024 年、2025 年归属于上市公司股东的净利润分别为 21 亿元、26 亿元和 32 亿元，对应每股收益为 14.55、18.08 和 22.47 元/股，按照 3 月 20 日 154.74 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 10.64、8.56 和 6.89 倍。市场对光伏行业连续扩产以及海外市场自建产业链加剧竞争存在担忧，光伏板块估值持续走低，公司估值处于历史偏低位置。考虑到子公司捷泰科技在 TOPCon 电池领域深厚的技术积累和产能规模的快速增长，2023 年公司有望享受量利齐升的行业红利。首次覆盖，给予公司“增持”投资评级。

风险提示：行业扩产过快，竞争加剧，盈利能力下滑风险；技术迭代较快，产品被迭代风险。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	29	116	217	285	330
增长比率	233.5%	305.0%	87.3%	31.2%	15.9%
净利润(亿元)	-2	7	21	26	32
增长比率	-1418.7%	501.3%	187.2%	24.3%	24.3%
每股收益(元)	-1.35	5.08	14.55	18.08	22.47
市盈率(倍)	—	30.46	10.64	8.56	6.89

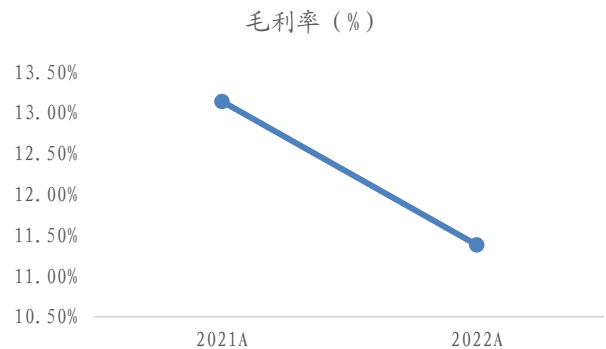
资料来源：聚源数据，中原证券

图 1：公司电池片产量、销量和库存情况



资料来源：公司公告，中原证券

图 2：公司电池片业务毛利率走势



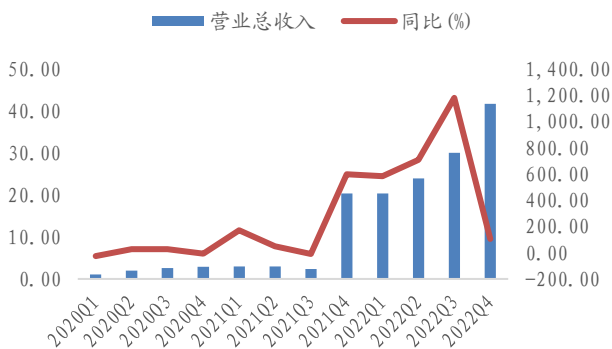
资料来源：公司公告，中原证券

表 1：公司电池基地情况

基地	建成和规划产能 (GW)	产品类型	投产进程
上饶基地	9.5	P 型	已投产
滁州基地	18	N 型	一期年产 8GW 产线已于 2022 年第三季度建成达产，二期年产 10GW 产线正在调试中，预计 2023 年上半年达产。
淮安基地	26	N 型	一期年产 13GW 产线已于 2022 年年底开工建设，预计 2023 年下半年投产。

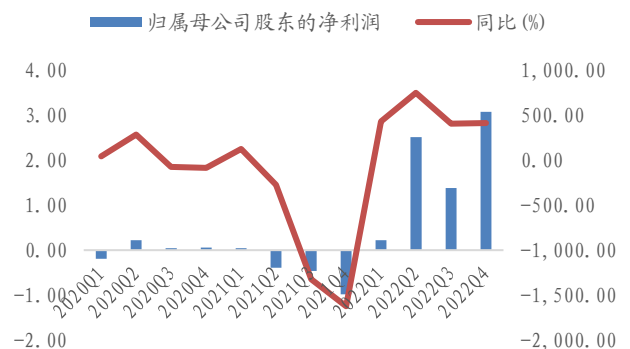
资料来源：公司公告，中原证券

图 3：公司营业总收入和同比增长



资料来源：Wind，中原证券

图 4：公司归母净利润和同比增长



资料来源：Wind，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (亿元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	17	36	41	52	72
现金	5	19	10	5	10
应收票据及应收账款	2	1	7	13	19
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	1	1	7	10	11
存货	4	3	14	21	28
其他流动资产	4	12	3	3	3
非流动资产	43	59	94	121	142
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	24	42	71	94	109
无形资产	3	2	2	2	2
其他非流动资产	16	16	21	26	31
资产总计	60	95	135	174	214
流动负债	30	44	60	76	88
短期借款	2	6	9	9	12
应付票据及应付账款	14	15	40	53	61
其他流动负债	14	23	12	13	14
非流动负债	14	41	51	61	71
长期借款	1	17	27	37	47
其他非流动负债	13	24	24	24	24
负债合计	44	84	111	136	158
少数股东权益	6	0	0	0	0
股本	1	1	1	1	1
资本公积	7	1	1	1	1
留存收益	2	8	22	35	54
归属母公司股东权益	10	11	24	38	56
负债和股东权益	60	95	135	174	214

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6	2	28	34	39
净利润	-1	8	21	26	32
折旧摊销	2	4	5	8	9
财务费用	0	1	2	3	4
投资损失	0	-2	0	0	0
营运资金变动	3	-11	-1	-4	-9
其他经营现金流	2	1	2	2	3
投资活动现金流	-6	-7	-40	-35	-30
资本支出	-2	-5	-40	-35	-30
长期投资	-4	-2	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-1	16	3	-5	-4
短期借款	1	4	3	1	3
长期借款	1	15	10	10	10
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1	-6	0	0	0
其他筹资现金流	-5	2	-10	-15	-17
现金净增加额	-1	10	-8	-5	5

资料来源: 携宁, 中原证券

利润表 (亿元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	29	116	217	285	330
营业成本	25	102	181	239	274
营业税金及附加	0	0	1	1	1
营业费用	0	0	0	1	1
管理费用	1	1	3	4	5
研发费用	1	2	4	6	7
财务费用	0	1	2	3	4
资产减值损失	-1	-1	-1	-2	-2
其他收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	2	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	-1	9	24	29	36
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	-1	9	24	29	36
所得税	0	1	3	4	5
净利润	-1	8	21	26	32
少数股东损益	0	1	0	0	0
归属母公司净利润	-2	7	21	26	32
EBITDA	2	13	31	40	50
EPS (元)	-1.35	5.08	14.55	18.08	22.47

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	233.54%	304.95%	87.29%	31.23%	15.92%
营业利润	-1705.14%	984.01%	163.89%	24.29%	24.29%
归属母公司净利润	-1418.7%	501.3%	187.17%	24.29%	24.29%
获利能力					
毛利率	11.97%	11.60%	16.47%	16.00%	16.92%
净利率	-6.24%	6.18%	9.48%	8.98%	9.63%
ROE	-17.8%	68.2%	86.0%	68.2%	56.5%
ROIC	2.3%	19.6%	34.5%	31.6%	29.1%
偿债能力					
资产负债率	0.73	0.89	0.82	0.78	0.74
净负债比率	2.75	8.03	4.64	3.63	2.81
流动比率	0.56	0.81	0.68	0.69	0.83
速动比率	0.38	0.71	0.33	0.28	0.38
营运能力					
总资产周转率	0.48	1.22	1.61	1.64	1.54
应收账款周转率	17.20	249.50	314.75	268.45	252.15
应付账款周转率	2.60	9.98	22.81	22.81	22.81
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-1.35	5.08	14.55	18.08	22.47
每股经营现金流 (最新摊薄)	4.11	1.10	20.09	24.36	27.71
每股净资产 (最新摊薄)	7.08	7.43	16.91	26.52	39.80
估值比率					
P/E	—	30.46	10.64	8.56	6.89
P/B	21.86	20.84	9.15	5.84	3.89
EV/EBITDA	109.40	18.24	1421.27	1108.49	890.05

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。