

钧达股份 (002865.SZ)

盈利能力显著提升, N 型 TOPCon 加速投产

增持

核心观点

2022 年完成资产重组, 彻底转型光伏电池业务。公司 2022 年度实现营业收入 116.0 亿元, 实现归母净利润 7.2 亿元。公司进行资产重组, 由原有业务剥离带来的非经常性收益约 2.1 亿元。公司今年 1-7 月份对捷泰科技持股 51%, 从 8 月开始 100%并表, 并表比例的变化对上市公司合并报表的数据口径有一定扰动, 同比、环比数据参考性较低。

公司光伏电池业务主要由子公司捷泰科技运营。捷泰科技 2022 年度实现营业收入 111.1 亿元, 同比增长 120%; 实现净利润 7.29 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%。

出货量大幅增长, 盈利能力显著提升。出货方面, 捷泰科技 2022 年光伏电池出货量 10.72GW (含 N 型 1.87GW), 同比增加 88%; 其中四季度 3.8GW (含 N 型 1.44GW), 环比增加 33%。从表观单瓦净利 (净利润/出货量) 指标来看, 2022 年为 0.068 元/W, 较 2021 年的 0.040 元/W 显著提升, 从 2022 年下半年开始, 行业内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 型产能占比快速提升。截至 2022 年底, 捷泰科技拥有 P 型电池产能 9.5GW, N 型产能 8GW, 此后投产均为 N 型。目前公司滁州二期 10GW 项目已经投产, 预计于 2023 年二季度达产, 淮安基地一期 13GW 计划于 2023 年内投产。预计 2023 年底产能可达 40.5GW, 其中 31GW 为 N 型 TOPCon 产能。

N 型 TOPCon 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 25%以上, 在行业内处于相对领先水平有望享受更多的技术红利。

风险提示: 原材料价格下降不及预期, 新产能投放进展不及预期, 行业竞争加剧的风险。

投资建议:考虑到公司 TOPCon 电池产能加速投放, 我们上调公司 2023-2025 年的盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润为 20.2/26.9/31.5 亿元 (原预测为 14.6/23.2/30.0 亿元), 同比增速 181%/33%/17%, 当前股价对应 PE 为 10.8/8.1/6.9x, 给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,863	11,595	24,390	30,003	34,923
(+/-%)	233.5%	305.0%	110.3%	23.0%	16.4%
净利润 (百万元)	-179	717	2015	2687	3152
(+/-%)	-1418.7%	-501.3%	181.0%	33.4%	17.3%
每股收益 (元)	-1.30	5.07	14.23	18.99	22.27
EBIT Margin	1.8%	7.7%	10.3%	11.1%	11.2%
净资产收益率 (ROE)	-10.1%	61.8%	100.0%	63.7%	46.1%
市盈率 (PE)	-118.3	30.4	10.8	8.1	6.9
EV/EBITDA	182.7	25.0	12.1	9.4	7.7
市净率 (PB)	13.17	20.73	7.32	3.99	2.65

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

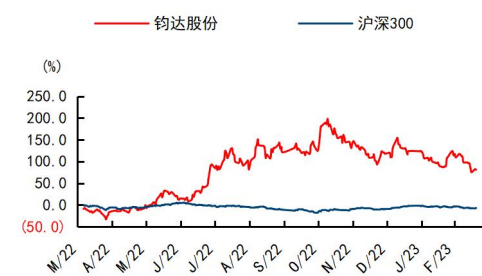
021-60375422

S0980522090002

基础数据

投资评级	增持 (首次评级)
合理估值	
收盘价	153.90 元
总市值/流通市值	21781/21261 百万元
52 周最高价/最低价	267.23/53.85 元
近 3 个月日均成交额	728.81 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

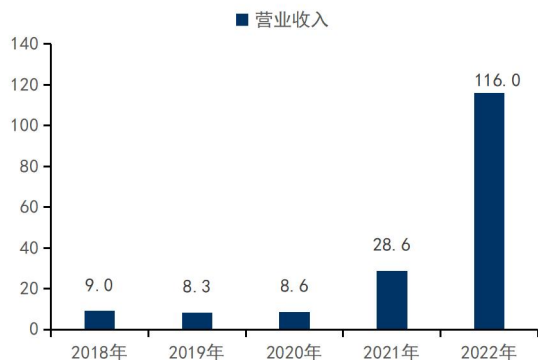
相关研究报告

《钧达股份 (002865.SZ) - 盈利能力显著改善, N 型 TOPCon 电池开始量产》——2022-11-04

《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

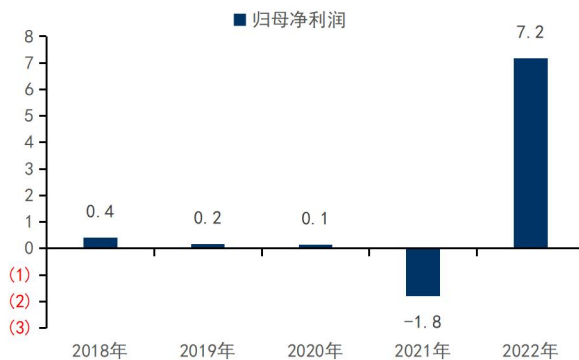
2022 年完成汽车饰件业务剥离，以及对捷泰科技的 100%持股。公司 2022 年度实现营业收入 116.0 亿元，实现归母净利润 7.2 亿元。公司进行资产重组，由有原业务剥离带来的非经常性收益约 2.1 亿元。并且公司今年 1-7 月份对捷泰科技持股 51%，从 8 月开始 100%并表，并表比例的变化对环比数据口径亦有扰动。因此，上市公司层面营收利润的同比、环比变动不具备参考性，

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

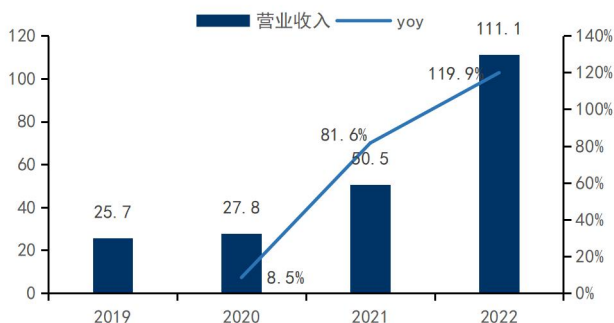
图2：钧达股份归母净利润（亿元）



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 2022 年度实现营业收入 111.1 亿元，同比增长 120%；实现净利润 7.29 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）

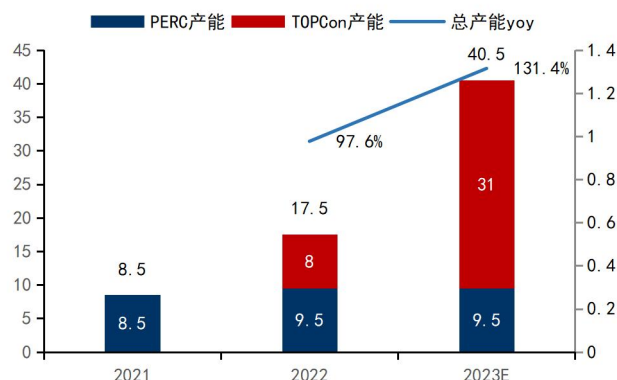


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

捷泰科技电池产能持续扩张，N 型占比快速提升。截至 2022 年底，捷泰科技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。此外，滁州二期 10GW 目前已经投产，预计于 2023 年二季度达产，淮安基地一期 13GW 计划于 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。

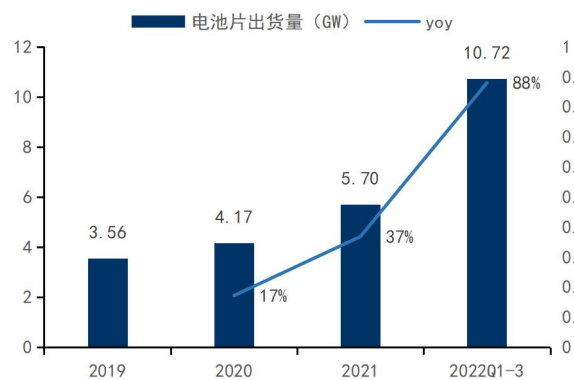
捷泰科技 2022 年光伏电池出货量 10.72GW（其中 N 型出货 1.87GW），同比增加 88%，其中四季度 3.8GW（其中 N 型出货 1.44GW），环比增加 33%。

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

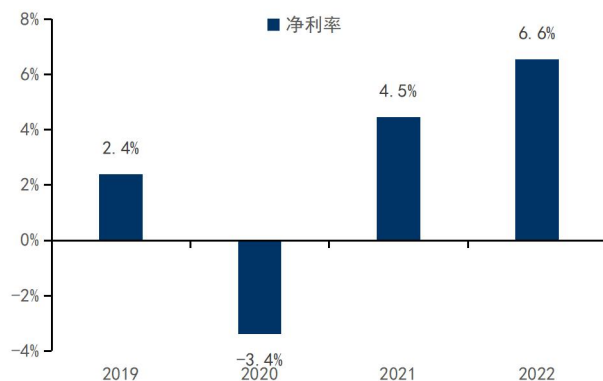
图6：捷泰科技光伏电池出货（GW）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

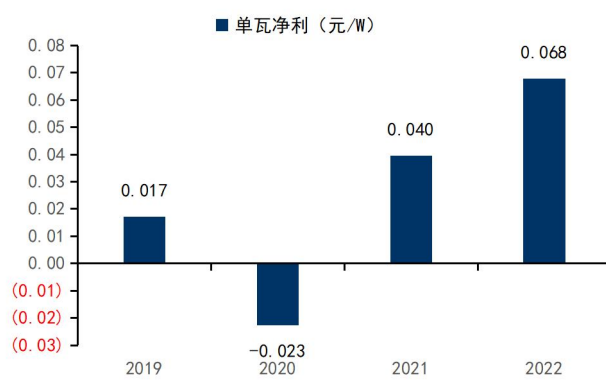
捷泰科技净利润率持续改善，2020年净利率为负，主要是公司从2020年12月开始全面停产多晶电池并处置相关固定资产，造成资产减值损失3.33亿元。2021年盈利能力全面展现，净利率回升至4.5%，2022年进一步提升至6.6%。2022年公司单瓦净利（净利润/出货量）指标为0.068元/W，较2021年的0.040元/W显著提升，从2022年下半年开始，行业内大尺寸先进电池片产能阶段性紧缺，盈利能力得到明显改善。未来随着N型TOPCon产销量占比快速提升，捷泰科技单瓦盈利有望进一步提高。

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 2023/2024/2025 年出货量为 28/42/49GW，同比增速 161%/49%/18%。预计公司毛利率未来三年稳中有升，分别为 15.4%/15.5%/15.6%。

表1：公司营收毛利拆分

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
PERC 电池片					
出货量 (GW)	8.9	9.0	8.6	8.6	8.6
增速	55.2%	2.0%	-5.3%	0.0%	0.0%
收入 (亿元)	97.4	76.7	59.0	58.1	58.1
增速	100.1%	-21.2%	-23.1%	-1.4%	0.0%
毛利 (亿元)	10.6	9.9	7.7	6.8	6.8
毛利率	10.9%	12.9%	13.0%	11.8%	11.8%
单瓦毛利 (元/W)	0.12	0.11	0.09	0.08	0.08
N 型 TOPCon 电池片					
出货量 (GW)	1.9	19.0	33.1	40.4	45.6
增速		916.0%	74.1%	22.3%	12.8%
收入 (亿元)	21.3	172.9	248.1	299.3	337.6
增速		711.1%	43.5%	20.6%	12.8%
毛利 (亿元)	1.9	26.6	39.7	48.5	54.7
毛利率	8.8%	15.4%	16.0%	16.2%	16.2%
单瓦毛利 (元/W)	0.10	0.14	0.12	0.12	0.12
合计					
出货量 (GW)	10.7	28.0	41.6	49.0	54.2
增速	87.9%	161.4%	48.5%	17.7%	10.6%
主营业务收入 (亿元)	118.7	249.6	307.1	357.4	395.8
增速	144.0%	110.3%	23.0%	16.4%	10.7%
毛利 (亿元)	12.5	36.5	47.4	55.4	61.6
毛利率	10.5%	14.6%	15.4%	15.5%	15.6%
单瓦毛利 (元/W)	0.12	0.13	0.11	0.11	0.11

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 2023-2025 年的盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 20.2/26.9/31.5 亿元（原预测为 14.6/23.2/30.0 亿元），同比增速 181%/33%/17%，当前股价对应 PE 为 10.8/8.1/6.9x，给予“增持”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	491	1873	2294	2073	2173	营业收入	2863	11595	24390	30003	34923
应收款项	217	54	1002	1233	1435	营业成本	2521	10250	20821	25373	29513
存货净额	438	339	1671	2055	2392	营业税金及附加	15	39	73	90	105
其他流动资产	442	1188	1666	2030	2361	销售费用	20	21	73	90	105
流动资产合计	1682	3559	7656	8625	9782	管理费用	132	147	293	360	419
固定资产	2653	4463	5782	10080	12172	研发费用	123	249	610	750	873
无形资产及其他	300	159	183	207	230	财务费用	45	150	140	169	190
其他长期资产	1337	1307	2439	2700	2794	投资收益	(8)	212	0	0	0
长期股权投资	44	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(103)	(71)	(10)	(10)	(10)
资产总计	6015	9489	16060	21611	24978	其他收入	106	83	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	559	1216	1316	3036	2568	营业利润	(101)	892	2370	3161	3709
应付款项	1417	1536	3923	4732	5448	营业外净收支	(0)	0	0	0	0
其他流动负债	949	1308	3539	4020	4340	利润总额	(101)	892	2370	3161	3709
流动负债合计	3018	4377	9022	12088	12705	所得税费用	33	71	356	474	556
长期借款及应付债券	192	1658	1658	1658	1658	少数股东损益	44	104	0	0	0
其他长期负债	1200	2403	2403	2403	2403	归属于母公司净利润	(179)	717	2015	2687	3152
长期负债合计	1393	4061	4061	4061	4061	现金流量表（百万元）					
负债合计	4411	8438	13083	16149	16766	净利润	(179)	717	2015	2687	3152
少数股东权益	602	0	0	0	0	资产减值准备	(100)	(57)	(10)	(10)	(10)
股东权益	1002	1051	2977	5463	8212	折旧摊销	87	317	367	699	1104
负债和股东权益总计	6015	9489	16060	21611	24978	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	45	150	140	169	190
每股收益	(1.30)	5.07	14.23	18.99	22.27	营运资本变动	1325	206	869	156	29
每股红利	0.00	0.63	1.42	2.85	4.45	其它	(553)	(1027)	150	179	200
每股净资产	11.69	7.43	21.03	38.60	58.02	经营活动现金流	581	156	3392	3711	4475
ROIC	4%	27%	51%	42%	33%	资本开支	(154)	(525)	(1710)	(5020)	(3220)
ROE	-10%	62%	100%	64%	46%	其它投资现金流	(408)	(208)	(1132)	(261)	(94)
毛利率	12%	12%	15%	15%	15%	投资活动现金流	(562)	(733)	(2842)	(5281)	(3314)
EBIT Margin	2%	8%	10%	11%	11%	权益性融资	139	(571)	0	0	0
EBITDA Margin	5%	10%	12%	13%	14%	负债净变化	(199)	2328	100	1719	(468)
收入增长	234%	305%	110%	23%	16%	支付股利、利息	(7)	0	(88)	(201)	(403)
净利润增长率	-1419%	-501%	181%	33%	17%	其它融资现金流	(178)	862	100	1719	(468)
资产负债率	73%	89%	81%	75%	67%	融资活动现金流	(112)	1607	(129)	1349	(1061)
股息率	0.0%	0.4%	0.9%	1.9%	2.9%	现金净变动	(93)	1030	421	(221)	100
P/E	(118.3)	30.4	10.8	8.1	6.9	货币资金的期初余额	333	491	1873	2294	2073
P/B	13.2	20.7	7.3	4.0	2.7	货币资金的期末余额	491	1873	2294	2073	2173
EV/EBITDA	182.7	25.0	12.1	9.4	7.7	企业自由现金流	1328	816	1669	(1326)	1235
						权益自由现金流	1185	3069	1650	250	605

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。本报告仅供我公司客户使用，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