

钧达股份 (002865.SZ)

增持**半年度业绩预告点评：业绩表现亮眼，TOPCon 电池出货量及盈利水平环比提升****公司研究 · 公司快评****◆ 电力设备 · 光伏设备****◆ 投资评级：增持（维持评级）**

证券分析师：王蔚祺	010-88005313	wangweiqi2@guosen.com.cn	执证编码：S0980520080003
证券分析师：李恒源	021-60875174	lihengyuan@guosen.com.cn	执证编码：S0980520080009

事项：

7月12日，公司发布2023年中报业绩预告，2023上半年实现归母净利润9-11亿元，同比增长230%-300%；扣除非经常损益后净利润8.5-10.5亿元，同比增长1330%-1670%。2023Q2归属母公司净利润5.46-7.46亿元，同比增长117%-197%，环比增长54%-111%，扣除非经常损益后净利润5.06-7.06亿元，同比增长101%-181%，环比增长47%-105%。

国信电新观点：

- 1) 全球光伏市场持续增长，公司持续深耕N型光伏电池业务。我们预计2023-2025年全球组件需求约为432/564/672GW，同比增长57%/31%/19%。公司为光伏电池供应商，预计2023-2025年公司N型TOPCon电池出货量有望分别达到23.5/36.0/45.1GW，同比增长1075%/53%/25%。
- 2) 23年二季度公司电池出货量环比增长，盈利能力提升。2023上半年公司电池片出货量为11.4GW，同比增长181%。2023Q2单季度电池片出货6.59GW，环比增长37.0%，其中N型TOPCon出货4.06GW，环比增长62.4%；P型PERC出货2.53GW，环比增长9.5%。根据产业链价格测算，预计23Q2公司TOPCon电池单瓦盈利约0.12元/W（23Q1约为0.09元/W），23Q2公司PERC电池单瓦盈利约0.06元/W（23Q1约为0.06元/W）。公司上半年净利润实现大幅增长，主要系公司N型TOPCon电池出货量及单位盈利均大幅提升所致。
- 3) 公司电池产能持续扩张，N型产能占比快速提升。截至2022年底，公司拥有P型电池产能9.5GW，N型产能8GW，N型电池产能占比为46%；截止目前，公司滁州二期年产10GW的N型TOPCon电池已达产、淮安一期年产13GW的N型TOPCon电池已投产爬坡，预计2023年底公司总产能可达40.5GW，其中31GW为N型TOPCon产能，N型电池产能占比提升至77%。
- 4) 考虑到公司TOPCon电池产能加速投放及单位盈利水平提升，我们上调公司盈利预测，预计公司2023-2025年实现归母净利润26.0/32.2/37.0亿元（原预测值为20.2/26.9/31.5亿元），同比增长263%/24%/15%，当前股价对应PE分别为10.5/8.5/7.4倍，维持“增持”评级。

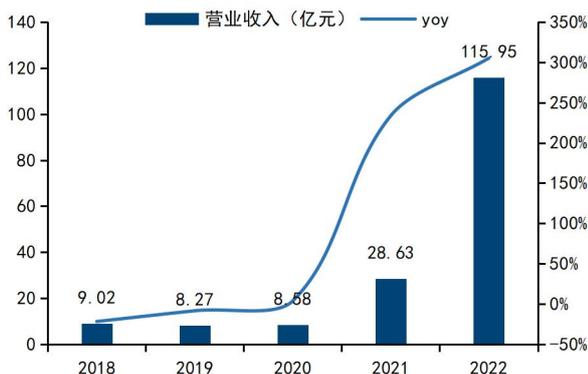
风险提示：

光伏政策及需求不达预期；公司N型TOPCon电池导入市场不及预期；行业竞争加剧。

公司发布 2023 年中报业绩预告，2023H1 实现归母净利润 9-11 亿元，同比增长 230%-300%；扣除非经常损益后净利润 8.5-10.5 亿元，同比增长 1330%-1670%。2023Q2 归属母公司净利润 5.46-7.46 亿元，同比增长 117%-197%，环比增长 54%-111%，扣除非经常损益后净利润 5.06-7.06 亿元，同比增长 101%-181%，环比增长 47%-105%。

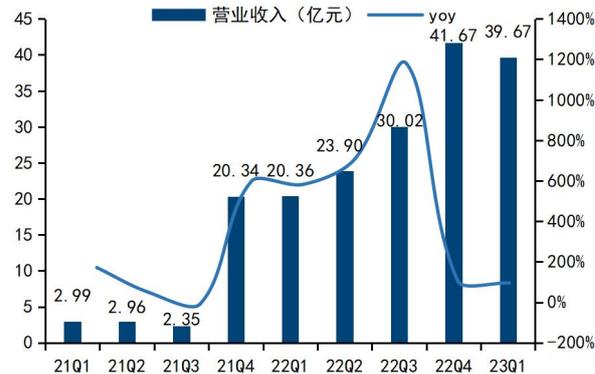
2022 年公司实现营收 115.95 亿元，同比增长 304.95%；实现归母净利润 7.17 亿元，同比 501.35%；2022 全年毛利率 11.60%，同比-0.37 pct，净利率 7.08%，同比+11.8pct。

图1：钧达股份各年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



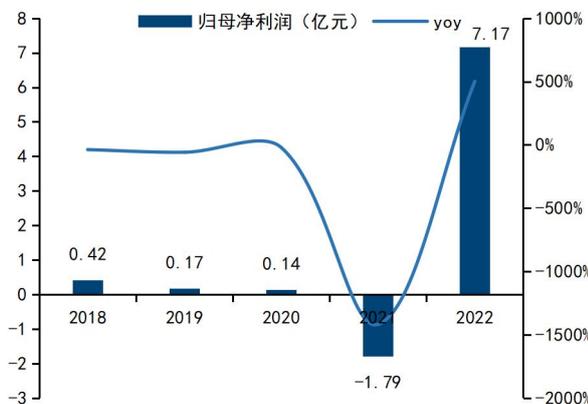
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：钧达股份单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



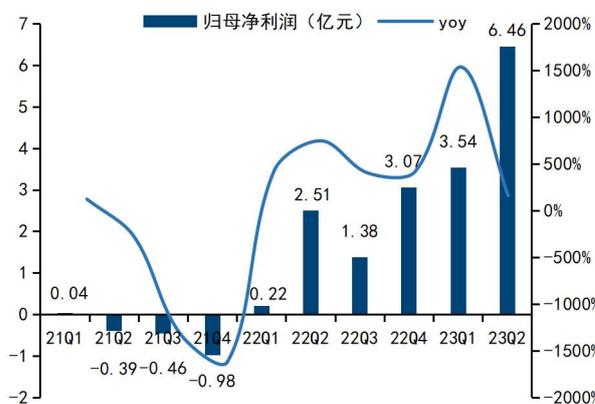
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：钧达股份各年度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

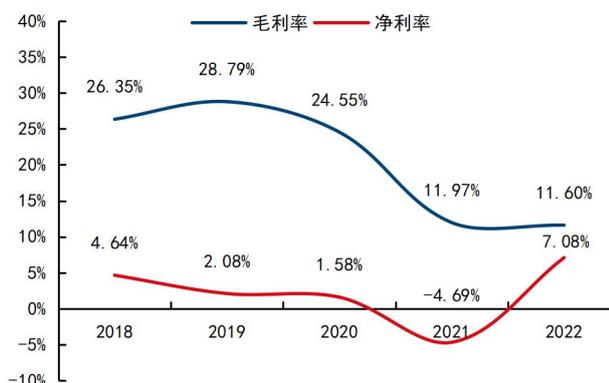
图4：钧达股份单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理，注：钧达股份 2023Q2 归母净利润取业绩预告中值。

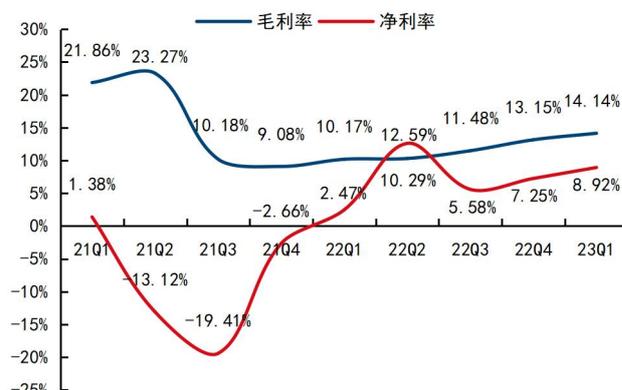
盈利能力方面，公司 2022 年实现毛利率 11.6%，同比下降 0.37pct；实现净利率 7.08%，同比上升 11.77pct。分季度来看公司 2023Q1 实现毛利率 14.14%，同比增长 3.97pct，环比增长 1pct；实现净利率 8.92%，同比增长 6.45pct，环比增长 1.67pct。

图5: 钧达股份各年度毛利率及净利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

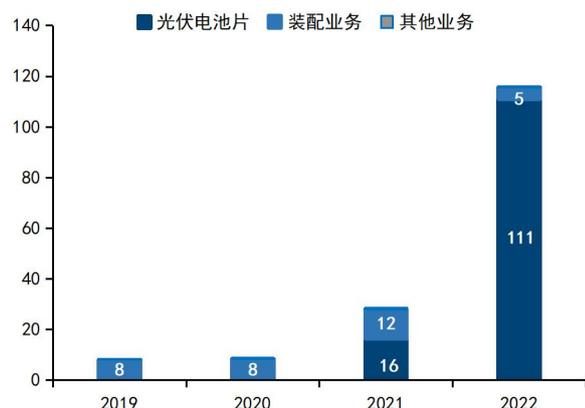
图6: 钧达股份单季度毛利率及净利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

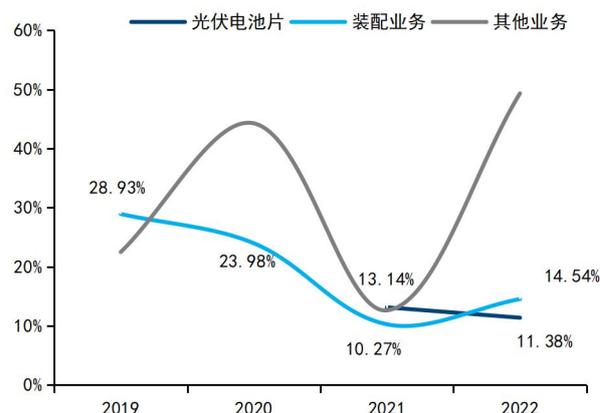
分业务来看, 公司 2022 年光伏电池片业务营收 111 亿元, 营收占比 95.7%, 为公司第一大业务, 装配业务营收 4.65 亿元, 营收占比 4%, 其他业务营收 0.28 亿元, 占比 0.2%。各业务毛利率方面, 光伏电池片业务 2022 年毛利率 11.38%, 同比下降 1.8pct, 装配业务 2022 年毛利率 14.54%, 同比增长 4.27pct

图7: 钧达股份各业务营业结构 (单位: 亿元)



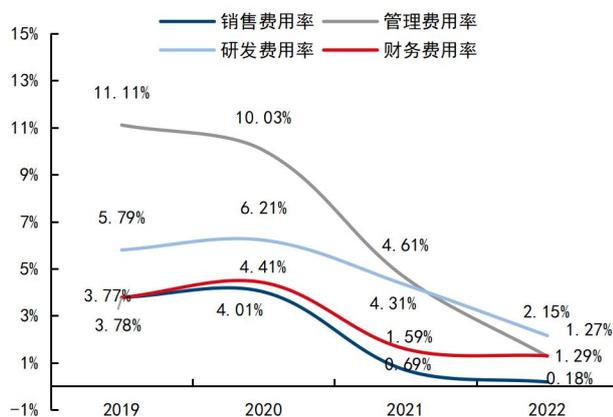
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 钧达股份各业务毛利率 (单位: %)

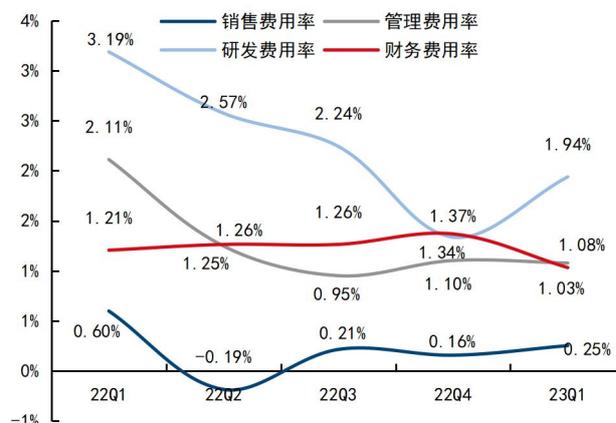


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

费用率来看, 2022 年公司期间费用率合计为 4.89%, 同比下降 6.3pct, 其中销售/管理/研发/财务费用分别为 0.18%/1.27%/2.15%/1.29%; 分季度来看, 23Q1 期间费用率合计 4.3%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.25%/1.08%/1.94%/1.03%。

图9：钧达股份各年度费用率（单位：%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：钧达股份单季度费用率（单位：%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“增持”的评级

我们认为，公司在 N 型 TOPCon 电池技术路线具备一定竞争优势，拥有的产能在尺寸和 N 型方面结构更优，未来 N 型电池出货占比有望快速提升，带来公司业绩的快速增长。考虑到公司 TOPCon 电池产能加速投放及单位盈利水平提升，我们上调公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 26.0/32.2/37.0 亿元（原预测值为 20.2/26.9/31.5 亿元），同比增长 263%/24%/15%，当前股价对应 PE 分别为 10.5/8.5/7.4 倍，维持“增持”评级。

风险提示：

光伏政策及需求不达预期；公司 N 型 TOPCon 电池导入市场不及预期；行业竞争加剧。

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	1973	2073	2173	营业收入	2863	11595	27308	32737	33529
应收款项	217	54	2244	2691	2756	营业成本	2521	10250	22901	27326	27494
存货净额	438	339	1870	2242	2296	营业税金及附加	15	39	82	98	101
其他流动资产	442	1188	1832	2186	2200	销售费用	20	21	82	98	101
流动资产合计	1682	3559	9047	10523	10744	管理费用	132	147	328	393	402
固定资产	2653	4463	5782	10080	12172	研发费用	123	249	683	818	838
无形资产及其他	300	159	183	207	230	财务费用	45	150	160	211	229
其他长期资产	1337	1307	2731	2946	2682	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	17743	23756	25829	其他收入	106	83	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	559	1216	2548	4496	3683	营业利润	(101)	892	3062	3783	4354
应付款项	1417	1536	3395	4012	3977	营业外净收支	(0)	0	0	0	0
其他流动负债	949	1308	3900	4339	4034	利润总额	(101)	892	3062	3783	4354
流动负债合计	3018	4377	10117	13175	12029	所得税费用	33	71	459	567	653
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	2603	3215	3701
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	14178	17236	16090	净利润	(179)	717	2603	3215	3701
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	3565	6520	9739	折旧摊销	87	317	367	699	1104
负债和股东权益总计	6015	9489	17743	23756	25829	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	160	211	229
每股收益	(1.30)	5.07	11.49	14.19	16.34	营运资本变动	1325	206	(980)	(267)	(453)
每股红利	0.00	0.63	1.15	2.13	3.27	其它	(553)	(1027)	170	221	239
每股净资产	11.69	7.43	15.74	28.78	42.99	经营活动现金流	581	156	2151	3858	4580
ROIC	4%	27%	52%	38%	31%	资本开支	(154)	(525)	(1710)	(5020)	(3220)
ROE	-10%	62%	113%	64%	46%	其它投资现金流	(408)	(208)	(1424)	(216)	264
毛利率	12%	12%	16%	17%	18%	投资活动现金流	(562)	(733)	(3134)	(5236)	(2956)
EBIT Margin	2%	8%	12%	12%	14%	权益性融资	139	(571)	0	0	0
EBITDA Margin	5%	10%	13%	14%	17%	负债净变化	(199)	2328	1332	1948	(813)
收入增长	234%	305%	136%	20%	2%	支付股利、利息	(7)	0	(88)	(260)	(482)
净利润增长率	-1419%	-501%	263%	24%	15%	其它融资现金流	(178)	862	1332	1948	(813)
资产负债率	73%	89%	80%	73%	62%	融资活动现金流	(112)	1607	1083	1478	(1524)
股息率	0.0%	0.5%	1.0%	1.8%	2.7%	现金净变动	(93)	1030	100	100	100
P/E	(92.9)	23.9	10.5	8.5	7.4	货币资金的期初余额	333	491	1873	1973	2073
P/B	10.3	16.3	7.7	4.2	2.8	货币资金的期末余额	491	1873	1973	2073	2173
EV/EBITDA	150.3	21.2	11.5	9.5	7.6	企业自由现金流	1328	816	425	(1185)	1334
						权益自由现金流	1185	3069	1621	584	327

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提及的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