

钧达股份 (002865)

2023 年业绩预告: N 型外销行业第一, 盈利承压待涨价修复

买入 (维持)

2024 年 02 月 23 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 郭亚男

执业证书: S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn

研究助理 徐毓嵘

执业证书: S0600122080018
xucr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,863	11,595	18,295	22,536	26,318
同比	233.54%	304.95%	57.78%	23.18%	16.78%
归母净利润 (百万元)	-178.64	716.95	831.65	1,037.88	1,356.14
同比	-1,418.69%	501.35%	16.00%	24.80%	30.67%
EPS-最新摊薄 (元/股)	-0.79	3.15	3.66	4.56	5.96
P/E (现价&最新摊薄)	-	18.94	16.33	13.09	10.02

股价走势



投资要点

- **事件:** 公司预告 2023 年归母净利润 8.32 亿元, 同增 16.00%; 扣非净利润 5.75 亿元, 同增 16.64%, 其中 2023Q4 归母净利润-8.07 亿元, 同减 367.02%; 扣非净利-9.97 亿元, 同减 425.29%。Q4 非经损益为电费补贴, PERC 电池计提减值准备约 9 亿元, 业绩略低于预期。
- **产业价格下行+P 型减值、短期盈利承压。** 公司 2023 年电池出货 29.96GW, 同增 179%; 其中 P 型出货 9.38GW, N 型出货 20.58GW。2023Q4 出货 10.4GW, 环增 27%; 其中 P 型出货 2.04GW, 减值冲回后测算单瓦亏损约 5 分, 是 P 型组件甩货去库, 产业价格加速下跌所致; N 型出货 8.37GW, 环增 47%, 占比约 80%; 考虑电费补贴扣除, 测算单瓦盈亏平衡。2024Q1 看 1-2 月电池价格处于低位, 盈利持续承压; 我们预计 2024 年 2 月底随需求提升, N 型电池有望回涨, 带动盈利修复。我们预计 2024 年 N 型出货 40-50GW, N 型外销行业领先。
- **N 型技术领跑行业、BC 中试规划投产。** 随滁州+淮安产能释放, 2023 年底公司 N 型产能约 40GW, 占比 80%+。公司新技术持续推进, 通过 LP 双插、激光改进、J-Rpoly、霓虹 poly、J-STF 等技术, 将 TOPCon 量产效率提升至 26%+; 同时 TBC 已研发出简化工艺, 2023 年中试线投产, 并储备钙钛矿叠层等技术。
- **筹划港股上市、募资产能出海。** 公司 2024 年 1 月 19 日发布公告, 拟 H 股挂牌上市, 首期海外产能约 7GW, 计划 2025 年前投产。海外市场需求旺盛+高壁垒下抬升溢价, 公司 2023 年外销占比约 5%; 随港股募资后海外产能落地, 有望享受海外高溢价市场。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到产业价格下行+P 型减值, 短期盈利承压, 我们下调盈利预期, 预计公司 2023-2025 年归母净利润 8.3/10.4/13.6 亿元 (前值为 22.3/29.0/32.6 亿元), 同增 16%/25%/31%, 基于公司光伏电池龙头地位, 我们给予公司 2024 年 18 倍 PE, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策不及预期, 竞争加剧。

市场数据

收盘价(元)	63.99
一年最低/最高价	49.97/192.99
市净率(倍)	2.65
流通 A 股市值(百万元)	14,236.96
总市值(百万元)	14,550.98

基础数据

每股净资产(元,LF)	24.19
资产负债率(% ,LF)	72.24
总股本(百万股)	227.39
流通 A 股(百万股)	222.49

相关研究

《钧达股份(002865): 2023 年三季度报
点评: Q3 盈利坚挺, 技术加速迭代》

2023-10-31

《钧达股份(002865): 2023 年中报点
评: 产能技术双领先, 受益 N 型盈利
高增》

2023-08-31

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,559	7,888	8,878	8,396	营业总收入	11,595	18,295	22,536	26,318
货币资金及交易性金融资产	1,873	4,886	5,281	3,838	营业成本(含金融类)	10,250	15,517	20,070	23,391
经营性应收款项	1,174	2,021	2,380	2,967	税金及附加	39	55	68	79
存货	339	715	891	1,180	销售费用	21	56	68	79
合同资产	0	0	0	0	管理费用	147	274	316	355
其他流动资产	174	266	326	411	研发费用	249	293	349	395
非流动资产	5,930	7,980	9,963	11,810	财务费用	150	187	189	176
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	14	13	11	18
固定资产及使用权资产	4,160	6,071	7,876	9,694	投资净收益	212	4	5	5
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)	(958)	(279)	(295)
商誉	861	861	861	861	资产处置收益	(2)	(4)	(7)	8
长期待摊费用	3	45	120	42	营业利润	892	968	1,208	1,578
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	15,868	18,841	20,205	利润总额	892	967	1,207	1,577
流动负债	4,377	5,729	7,092	8,316	减:所得税	71	135	169	221
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	832	1,038	1,356
经营性应付款项	1,536	2,489	3,113	3,544	减:少数股东损益	104	0	0	0
合同负债	317	528	652	725	归属母公司净利润	717	832	1,038	1,356
其他流动负债	1,308	2,400	2,826	3,245	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.15	3.66	4.56	5.96
非流动负债	4,061	5,284	5,857	4,640	EBIT	889	2,100	1,666	2,018
长期借款	1,658	2,881	3,214	1,681	EBITDA	1,310	3,107	3,073	3,885
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	11.60	15.18	10.94	11.12
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	6.18	4.55	4.61	5.15
其他非流动负债	2,400	2,401	2,640	2,957	收入增长率(%)	304.95	57.78	23.18	16.78
负债合计	8,438	11,014	12,949	12,957	归母净利润增长率(%)	501.35	16.00	24.80	30.67
归属母公司股东权益	1,051	4,854	5,892	7,249					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,051	4,854	5,892	7,249					
负债和股东权益	9,489	15,868	18,841	20,205					

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	3,669	3,421	3,513	每股净资产(元)	7.43	28.35	34.41	42.33
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)	227	227	227	227
筹资活动现金流	1,607	3,224	499	(1,136)	ROIC(%)	26.06	30.16	16.23	17.95
现金净增加额	1,030	3,013	394	(1,442)	ROE-摊薄(%)	68.23	17.13	17.61	18.71
折旧和摊销	420	1,007	1,407	1,867	资产负债率(%)	73.33	88.93	69.41	68.73
资本开支	(525)	(3,769)	(3,350)	(3,832)	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.94	16.33	13.09	10.02
营运资本变动	(1,149)	880	501	(132)	P/B(现价)	8.04	2.11	1.74	1.41

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>