

## 光储协同发展，逆境彰显韧性

### 投资要点

- 事件:** 公司2024H1实现营业收入429.68亿元，同比下降12.99%；实现归母净利润5.26亿元，同比下降85.14%。2024Q2实现营业收入247.12亿元，同比下降11.95%；实现归母净利润0.10亿元，同比下降99.41%。
- 组件出货延续增长，毛利率继续承压。** 2024H1公司组件出货量为34GW，同比增长超过25%。其中2024Q2组件出货约20GW，环比2024Q1有40%以上增长。受制于产业链供需失衡、光伏产品市场价格大幅下降的影响，公司组件业务盈利能力有所下降。2024H1组件毛利率为11.13%，同比下降5.52pp。2024Q1、2024Q2组件毛利率分别为13.34%、9.49%，毛利率继续承压。
- 支架、分布式系统、光伏电站、储能协同发展，业绩彰显韧性。** 得益于公司在分布式光伏系统、光伏电站等多元化业务的前瞻性布局，2024H1公司依然实现了整体盈利。上半年，公司支架业务实现出货3.2GW（其中跟踪支架出货1.4GW），分布式系统业务出货超3.2GW。2024H1系统产品营收83.19亿元，毛利率18.36%，同比提升5.08pp。系统业务整体实现净利润6.02亿元。电站业务实现营收25.28亿元，毛利率18.65%，贡献净利润0.86亿元，同比扭亏。储能业务实现出货1.7GWh，同比增长293.3%。储能业务营收7.78亿元，由于规模效率暂未体现，毛利率为-7.66%。此外，发电业务及运维实现营收7.52亿元，毛利率55.17%，保持较高水平。截至2024年6月底，天合富家运维的光伏电站规模达到14GW，较去年同期提升超80%。智慧能源业务整体净利润亏损0.39亿元，主要受储能业务亏损影响。
- 24Q2现金流大幅转正，减值、汇兑影响业绩。** 2024H1公司经营活动产生的现金流量净额为-1.57亿元，其中2024Q2为42.34亿元，体现出公司较好现金管理能力。上半年公司财务费用同比增加较多，主要受汇兑损益影响。2024H1公司利息支出增加2.5亿元，汇兑收益减少约4亿元。公司投资收益为-3.04亿元，同比大幅减少，主要因与通威合资的硅片、电池片项目亏损所致，二者分别确认投资损失0.92、0.91亿元。此外，公司计提存货跌价损失5.02亿元、信用减值损失1.83亿元。
- 前瞻布局海外产能，下半年投产有望贡献超额盈利。** 上半年美国商务部对从东南亚四国（柬埔寨、马来西亚、泰国、越南）进口的光伏产品发起双反调查，增加了行业的不确定性，而天合光能在2023年已经前瞻性地布局了印尼基地（1GW电池、1GW组件）和美国基地（5GW组件），预计将于2024年下半年投产，可以有效应对全球贸易环境变化的风险，保持天合光能在高盈利市场的领先地位。
- 盈利预测与投资建议。** 公司光伏、分布式、支架、储能业务协同发展，储能一体化布局构建成本竞争力，预计将成为公司新增长点。下半年马来西亚、美国产能投产后将维持高盈利市场领先地位。预计2024-2026年公司归母净利润分别为7.22亿元、27.45亿元、41.76亿元，对应PE分别为51倍、13倍、9倍。维持“持有”评级。
- 风险提示:** 新产能投放不及预期；美国贸易政策风险；汇率波动风险；海外经营风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	113391.78	97816.81	121200.44	143422.12
增长率	33.32%	-13.74%	23.91%	18.33%
归属母公司净利润(百万元)	5531.30	722.35	2745.01	4175.63
增长率	50.26%	-86.94%	280.01%	52.12%
每股收益EPS(元)	2.54	0.33	1.26	1.92
净资产收益率ROE	16.41%	2.17%	7.31%	10.08%
PE	7	51	13	9
PB	1.16	1.20	1.11	1.00

数据来源: Wind, 西南证券

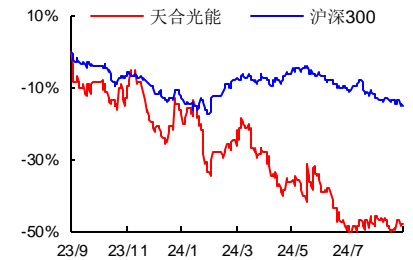
### 西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨  
执业证号: S1250520100002  
电话: 021-58351923  
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨  
执业证号: S1250521080001  
电话: 021-58351917  
邮箱: ayc@swsc.com.cn

分析师: 谢尚师  
执业证号: S1250523070001  
电话: 021-68416923  
邮箱: xss@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	21.79
流通A股(亿股)	21.79
52周内股价区间(元)	15.23~33.99
总市值(亿元)	366.13
总资产(亿元)	1407.30
每股净资产(元)	13.80

### 相关研究

- 天合光能(688599): 24Q1业绩超预期, 盈利表现优于同行(2024-05-10)
- 天合光能(688599): 一体化产能推进, 光储协同发展(2023-11-06)
- 天合光能(688599): 一体化产能提升, 储能腾飞在即(2023-09-02)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：公司组件销量随行业保持增长，预计未来三年组件对外销售量分别为 80GW、100GW、120GW（不包含自用量）。未来组件价格保持一定降幅，随着公司降本增效推进，成本同步下降，假设 2024~2026 年毛利率分别为 9.54%、11.33%、11.12%。

假设 2：光伏系统产品方面，2024~2026 年，跟踪支架销量分别为 10GW、15GW、20GW；分布式系统出货分别为 6GW、8GW、10GW。跟踪支架价格随着组件功率增长保持稳步下降，分布式系统价格保持稳定。

假设 3：电站业务方面，公司电站采用滚动开发模式，发电及运维业务收入保持稳定，每年获得稳定的电站转让收益，2024~2026 年收入体量保持 50 亿元，毛利率保持 20%。

基于以上假设，我们预测公司 2024~2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
光伏组件	收入	76,449.01	71,504.42	86,725.66	100,884.96
	增速	21.15%	-6.47%	21.29%	16.33%
	毛利率	15.54%	9.54%	11.33%	11.12%
系统产品	收入	27,588.12	16,600.00	22,550.00	28,400.00
	增速	93.63%	-39.83%	35.84%	25.94%
	毛利率	13.46%	15.20%	15.22%	15.23%
电站业务	收入	4,438.11	5,000.00	5,000.00	5,000.00
	增速	22.60%	12.66%	0.00%	0.00%
	毛利率	19.59%	20.00%	20.00%	20.00%
发电业务及运维	收入	983.80	1,500.00	1,500.00	1,500.00
	增速	240.22%	52.47%	0.00%	0.00%
	毛利率	50.46%	50.00%	50.00%	50.00%
智能微网及多能系统	收入	1,804.14	2,212.39	4,424.78	6,637.17
	增速	-21.67%	22.63%	100.00%	50.00%
	毛利率	18.02%	-7.00%	5.00%	10.00%
其他业务	收入	2,128.60	1,000.00	1,000.00	1,000.00
	增速	43.17%	-53.02%	0.00%	0.00%
	毛利率	32.69%	40.00%	40.00%	40.00%
合计	收入	113,391.78	97,816.81	121,200.44	143,422.12
	增速	33.32%	-13.74%	23.91%	18.33%
	毛利率	15.86%	11.60%	12.89%	12.80%

数据来源：Wind，西南证券

预计 2024~2026 年公司归母净利润分别为 7.22 亿元、27.45 亿元、41.76 亿元，对应 PE 分别为 51 倍、13 倍、9 倍。可比公司 2025 年平均 PE 为 10.15 倍，维持公司“持有”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				23A	24E	25E	23A	24E	25E
002459.SZ	晶澳科技	341.89	10.33	2.12	0.55	1.24	4.87	18.62	8.36
688223.SH	晶科能源	700.36	7	0.74	0.38	0.56	9.41	18.33	12.59
688472.SH	阿特斯	403.86	10.95	0.79	0.84	1.15	13.91	13.10	9.50
平均值							9.40	16.68	10.15

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	113391.78	97816.81	121200.44	143422.12	净利润	5997.70	772.35	2795.01	4225.63
营业成本	95409.17	86472.90	105574.19	125070.25	折旧与摊销	3244.30	2635.09	3074.86	3289.48
营业税金及附加	443.60	391.27	787.80	860.53	财务费用	379.86	1406.04	1779.24	1876.38
销售费用	3288.52	3325.77	4363.22	4876.35	资产减值损失	-3257.39	-1500.00	-550.00	-500.00
管理费用	4743.65	3912.67	5090.42	5593.46	经营营运资本变动	-2204.18	-2695.49	-3796.61	-4406.60
财务费用	379.86	1406.04	1779.24	1876.38	其他	19836.15	812.08	-200.57	902.28
资产减值损失	-3257.39	-1500.00	-550.00	-500.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>23996.44</b>	<b>1430.06</b>	<b>3101.93</b>	<b>5387.19</b>
投资收益	1259.01	0.00	0.00	0.00	资本支出	-12577.15	-8000.00	-3000.00	-2000.00
公允价值变动损益	13.47	0.00	0.00	0.00	其他	-6092.31	-68.80	33.49	-2.18
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-18669.46</b>	<b>-8068.80</b>	<b>-2966.51</b>	<b>-2002.18</b>
<b>营业利润</b>	<b>6954.62</b>	<b>808.16</b>	<b>3055.57</b>	<b>4645.15</b>	短期借款	-3263.53	6664.79	5295.83	2373.62
其他非经营损益	-421.98	50.00	50.00	50.00	长期借款	7746.31	5000.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>6532.64</b>	<b>858.16</b>	<b>3105.57</b>	<b>4695.15</b>	股权融资	654.60	0.00	0.00	0.00
所得税	534.94	85.82	310.56	469.51	支付股利	-1038.81	-1106.26	-144.47	-549.00
净利润	5997.70	772.35	2795.01	4225.63	其他	-5353.38	-13596.83	-1779.24	-1876.38
少数股东损益	466.40	50.00	50.00	50.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1254.81</b>	<b>-3038.31</b>	<b>3372.13</b>	<b>-51.76</b>
归属母公司股东净利润	5531.30	722.35	2745.01	4175.63	<b>现金流量净额</b>	<b>4879.11</b>	<b>-9677.05</b>	<b>3507.54</b>	<b>3333.25</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	24349.57	14672.52	18180.07	21513.32	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	22822.93	20314.65	24787.53	30411.32	销售收入增长率	33.32%	-13.74%	23.91%	18.33%
存货	23403.83	24827.10	29535.77	31242.56	营业利润增长率	70.56%	-88.38%	278.09%	52.02%
其他流动资产	5883.50	5006.31	6142.00	7255.26	净利润增长率	64.21%	-87.12%	261.89%	51.18%
长期股权投资	4428.35	4428.35	4428.35	4428.35	EBITDA 增长率	61.64%	-54.16%	63.11%	24.04%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	27123.24	32861.44	33159.87	32243.68	毛利率	15.86%	11.60%	12.89%	12.80%
无形资产和开发支出	3197.41	2837.86	2478.32	2118.77	三费率	7.42%	8.84%	9.27%	8.61%
其他非流动资产	9103.46	9089.71	9075.97	9062.22	净利率	5.29%	0.79%	2.31%	2.95%
<b>资产总计</b>	<b>120312.29</b>	<b>114037.96</b>	<b>127787.88</b>	<b>138275.48</b>	ROE	16.41%	2.17%	7.31%	10.08%
短期借款	6454.86	13119.64	18415.48	20789.10	ROA	4.99%	0.68%	2.19%	3.06%
应付和预收款项	42094.73	39115.63	43391.07	46268.74	ROIC	18.07%	4.12%	7.84%	9.38%
长期借款	11318.54	16318.54	16318.54	16318.54	EBITDA/销售收入	9.33%	4.96%	6.53%	6.84%
其他负债	23899.74	9899.22	11427.32	12987.01	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>83767.87</b>	<b>78453.04</b>	<b>89552.41</b>	<b>96363.39</b>	总资产周转率	1.08	0.83	1.00	1.08
股本	2173.56	2179.37	2179.37	2179.37	固定资产周转率	6.40	3.65	3.88	4.50
资本公积	17878.93	17873.13	17873.13	17873.13	应收账款周转率	6.89	5.81	7.52	7.34
留存收益	11243.57	10859.65	13460.20	17086.83	存货周转率	4.29	3.38	3.80	4.11
归属母公司股东权益	31521.76	30512.26	33112.80	36739.43	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.07%	—	—	—
少数股东权益	5022.66	5072.66	5122.66	5172.66	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>36544.42</b>	<b>35584.92</b>	<b>38235.47</b>	<b>41912.10</b>	资产负债率	69.63%	68.80%	70.08%	69.69%
负债和股东权益合计	120312.29	114037.96	127787.88	138275.48	带息债务/总负债	31.39%	37.52%	38.79%	38.51%
					流动比率	1.25	1.10	1.12	1.17
					速动比率	0.87	0.68	0.70	0.77
					股利支付率	18.78%	153.15%	5.26%	13.15%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	2.54	0.33	1.26	1.92
					每股净资产	14.46	14.00	15.19	16.86
					每股经营现金	11.01	0.66	1.42	2.47
					每股股利	0.48	0.51	0.07	0.25
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	10578.78	4849.29	7909.67	9811.01					
PE	6.62	50.69	13.34	8.77					
PB	1.16	1.20	1.11	1.00					
PS	0.32	0.37	0.30	0.26					
EV/EBITDA	3.07	8.72	5.58	4.40					
股息率	2.84%	3.02%	0.39%	1.50%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分



## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

---

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn

---