

2025 年 09 月 05 日

证券研究报告·2025 年半年报点评

太阳能 (000591) 公用事业

当前价: 4.90 元

目标价: ——元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

组件销售暂承压，装机规模增量可期

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年半年度报告, 1H25 实现营业收入 26.97 亿元, 同比下降 16.8%; 实现归属于上市公司股东的净利润 6.77 亿元, 同比下降 16.9%; 扣除非经常性损益后归母净利润 6.28 亿元, 同比下降 21.0%。
- **中国节能唯一太阳能业务平台。** 公司是中国节能环保集团有限公司的控股子公司, 是国内第一家以太阳能发电为主、太阳能电池组件制造为辅的 A 股上市公司, 2015 年通过资产置换借壳桐君堂实现上市。
- **组件业务大幅下滑拖累整体业绩, 发电业务基本盘稳固。** 2025 年上半年公司业绩下滑, 主要原因在于太阳能产品制造板块受行业技术迭代及市场行情影响, 销量与单价均出现下降。分业务看, 组件业务实现收入 4.1 亿元, 同比大幅下降 61.6%, 毛利率为 -1.4%, 同比大幅下降 10.2 个百分点, 由盈转亏, 成为侵蚀利润的主要因素; 公司核心的太阳能发电业务实现收入 22.8 亿元, 同比增长 4.7%, 发电量同比增长 22.3% 至 41.6 亿千瓦时, 保持稳健增长, 是公司业绩的压舱石, 毛利率为 58.4%, 同比下降 5.1 个百分点, 主要系运营电站规模增长, 国补电站占比降低导致平均售电价格被摊薄所致。
- **发电业务规模持续扩张, 积极布局电力交易与海外市场。** 报告期内, 公司光伏电站业务稳步扩张, 截至报告期末, 运营电站规模达 6.5GW, 在建电站 2.4GW, 项目储备充足。公司积极适应电力市场化改革, 市场化交易电量达 21.7 亿千瓦时, 占总售电量 52.1%, 且市场化交易平均电价 (不含补贴) 同比增长 7.3%, 显示出较强的市场竞争力。公司正积极向综合能源服务商转型, 已有 2 家子公司取得售电资质并签订合同, 同时积极开拓海外光伏发电项目, 已在中亚、东南亚等地区挖掘潜在项目。
- **盈利预测:** 公司作为国内光伏发电领域的领军央企, 短期虽受光伏组件业务行业性困境拖累, 但核心发电业务凭借规模扩张依然保持稳健, 预计公司 25-27 年归母净利润分别为 11.5/11.7/12.5 亿元, 对应 EPS 分别为 0.29/0.30/0.32 元。
- **风险提示:** 宏观经济大幅波动风险, 行业竞争加剧风险, 上网电价下滑及补贴不及预期风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	6039.10	5350.72	5379.22	5739.17
增长率	-36.70%	-11.40%	0.53%	6.69%
归属母公司净利润 (百万元)	1225.39	1148.92	1168.27	1246.57
增长率	-22.38%	-6.24%	1.68%	6.70%
每股收益 EPS (元)	0.31	0.29	0.30	0.32
净资产收益率 ROE	5.22%	4.77%	4.72%	4.89%
PE	15.7	16.7	16.4	15.4
PB	0.82	0.80	0.77	0.75

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 韩晨

执业证号: S1250520100002

电话: 021-58351923

邮箱: hch@swsc.com.cn

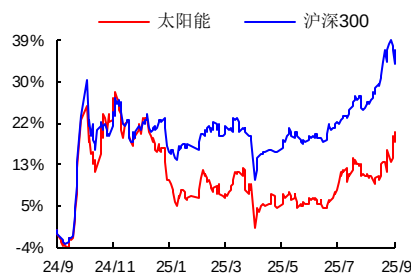
分析师: 巢语欢

执业证号: S1250524090002

电话: 021-58351923

邮箱: cyh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	39.19
流通 A 股(亿股)	39.18
52 周内股价区间(元)	4.02-5.36
总市值(亿元)	192.01
总资产(亿元)	541.84
每股净资产(元)	6.11

相关研究

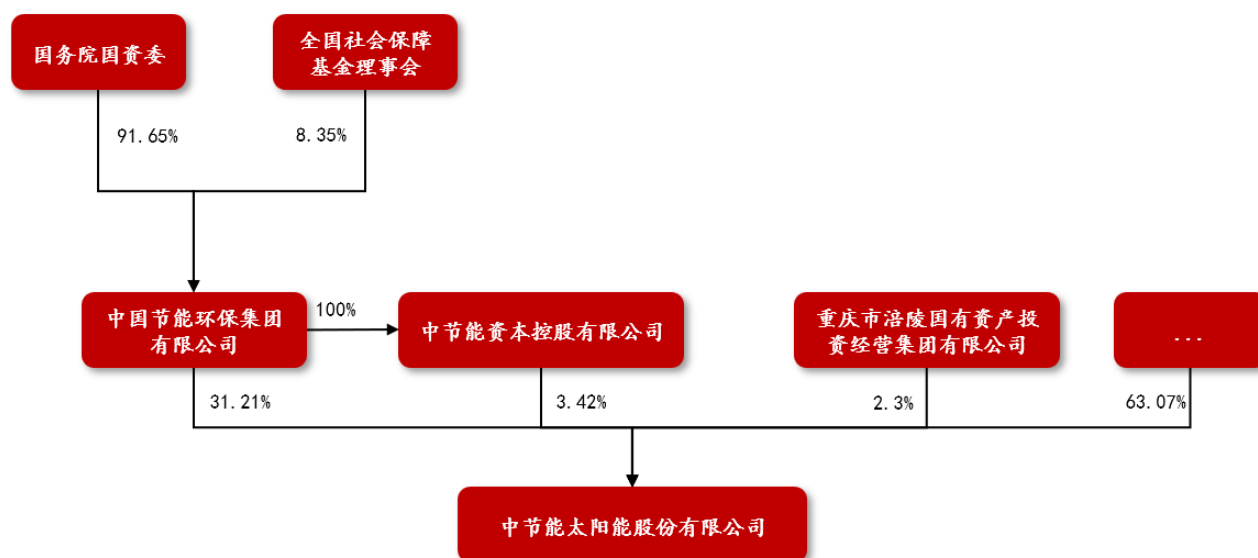
1 中节能光伏平台，从事电站运营及组件销售

1.1 国资委实控，中节能唯一太阳能业务平台

中国节能唯一太阳能业务平台。公司是中国节能环保集团有限公司的控股子公司，是国内第一家以太阳能发电为主、太阳能电池组件制造为辅的 A 股上市公司，2015 年通过资产置换借壳桐君堂实现上市。

国资委实控，控股股东为中国节能。截至报告期内，公司控股股东为中国节能，实控人为国资委。截至 2025 年 9 月 5 日，中国节能直接持有太阳能 31.21% 的股份，并通过子公司中节能资本间接持有 3.42% 股份，合计持股比例为 34.63%，为太阳能第一大股东。

图 1：公司股权结构图（仅列示持股占比 2.0% 以上股东）

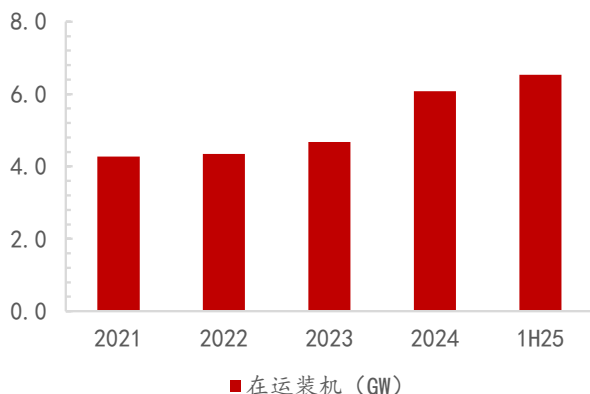


数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 光伏发电为主业，装机规模持续增长

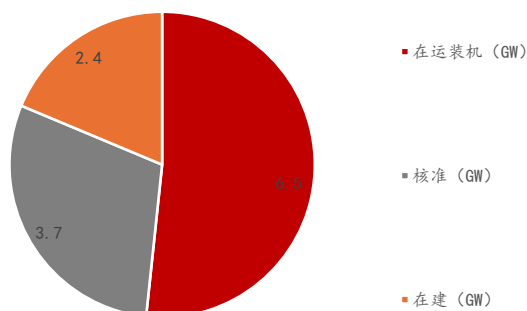
光伏发电为核心主业，在运装机集中在华东和西北区。公司的光伏电站业务分布于全国 24 个省、直辖市、自治区，分别由 7 个大区 and 1 个子公司进行运维管理。公司装机规模区域主要分布在华东区、新疆区和西北区，分别运营光伏 1424MW、1180MW、984MW，在建电站 230MW、528MW、20MW，其余地区西中区运营电站 792MW（在建 500MW），华北区运营电站 870MW（在建 450MW），华中区运营电站 657MW（在建 358MW），华南区运营电站 621MW（在建 279MW），镇江公司运营电站 6.4MW。

图 2：2021-1H25 公司在运装机持续增长



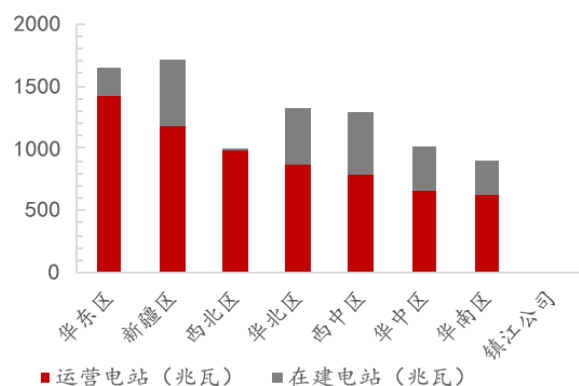
数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：截至 1H25 公司总装机结构



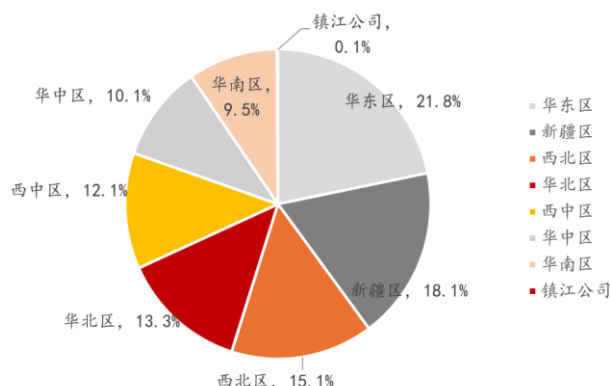
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：截至 1H25 华东区运营电站 1424 兆瓦



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：截至 1H25 华东区运营电站占比 21.8%



数据来源：Wind，西南证券整理

加大资源储备深度，聚焦光伏发电优质项目。截至 2025 年 6 月底，公司运营电站约 6.5GW、在建电站约 2.4GW、拟建设项目电站约 2.2GW、已签署预收购协议的电站规模约 1.5GW，合计约 12.6GW；海外方面，公司已开始积极开发海外光伏发电项目，已挖掘东南亚和中亚等地潜在海外项目；已与斯里兰卡能源部、乌兹别克斯坦能源部以及吉尔吉斯斯坦总统下属投资署建立合作关系，2025 年上半年，对中亚地区开展了深入现场调研，为后续优质项目投资奠定了基础。

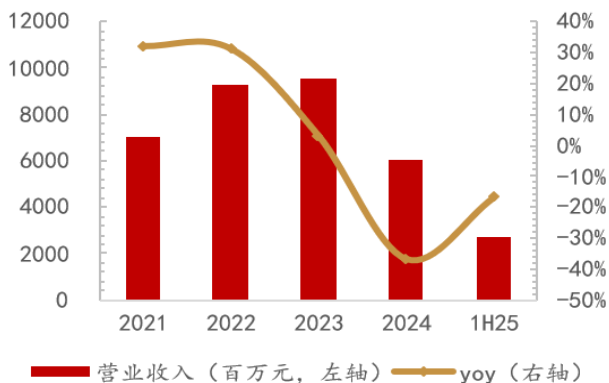
光伏产业链延伸，组件产能合计 5GW。公司向产品制造领域延伸，从事晶硅太阳能电池、光伏组件的研究、制造和销售业务，截至报告期末，公司太阳能产品产能合计 5GW，其中光伏高效电池年产能 1.5GW，光伏高效组件年产能 3.5GW。

电价受平价项目影响下滑，市场化交易电量占比 52.1%。2025 年上半年公司市场化交易总电量 21.7 亿千瓦时，同比增加 5.3 亿千瓦时，约占公司上半年总销售电量的 52.1%（2024 年为 47%），市场化交易电量占比提升；公司参与市场化交易的平均电价约 0.2234 元/度（不含补贴），同比增长 7.3%，比 2024 年度平均交易电价增加 0.0062 元/度，增长 2.9%，平均上网电价 0.624 元/千瓦时（含税），同比下滑 0.1 元/千瓦时，售电均价下降主要系公司运营电站规模增长，国补电站规模占比降低，国补电价被摊薄所致。

1.3 财务分析：盈利能力企稳回升，组件业务承压

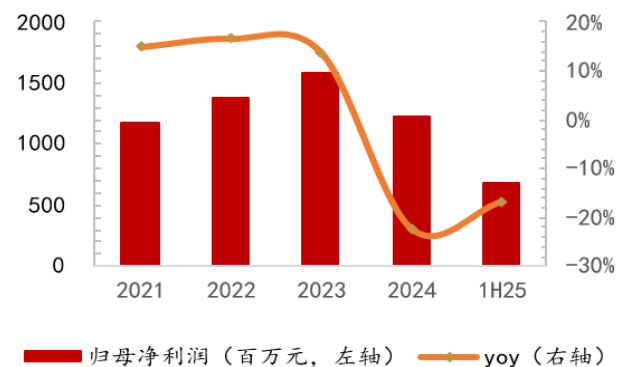
业绩下滑系受太阳能产品量价齐降拖累。1H25 公司实现营收 27.0 亿元，同比下降 16.8%；实现归母净利润 6.8 亿元，同比下降 16.9%；扣非归母净利润 6.3 亿元，同比下降 21.0%；2Q25 公司实现营收约 14.0 亿元，同比下降约 23.8%，归母净利润为 3.9 亿元，同比下降 16.3%，业绩下滑主要系太阳能产品本期销量及销售单价均较上年同期下降。

图 6：1H25 公司实现营业收入 27.0 亿元（同比-16.8%）



数据来源：Wind，西南证券整理

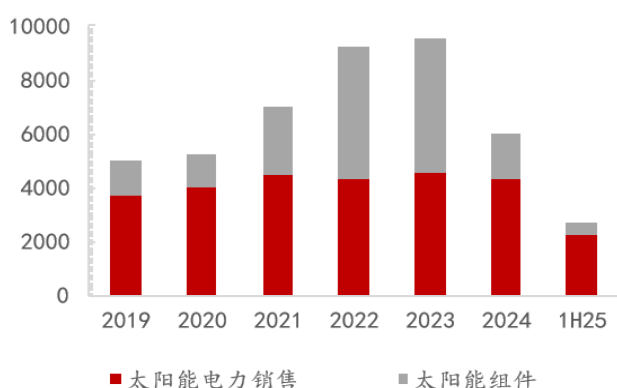
图 7：1H25 公司实现归母净利润 6.8 亿元（同比-16.9%）



数据来源：Wind，西南证券整理

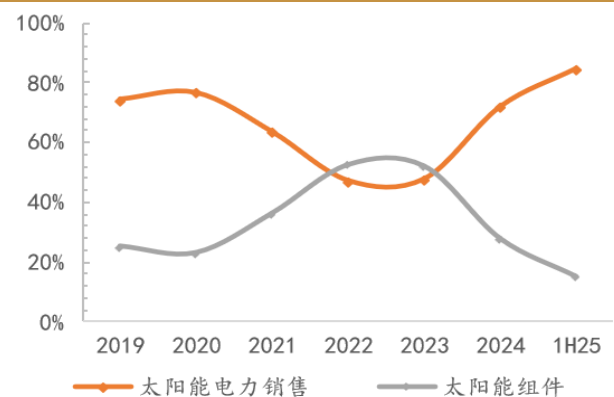
分业务看，发电业务同比增长，组件业务承压。报告期内，发电业务实现营业收入 22.8 亿元，同比增长 4.7%，全部销售电量约 41.6 亿千瓦时，同比增加约 7.6 亿千瓦时，增幅约 22.3%，上半年平均售电含税均价为 0.624 元/千瓦时，同比下滑 0.1 元/千瓦时，售电均价下降主要系公司运营电站规模增长，国补电站规模占比降低，国补电价被摊薄所致；组件业务方面，实现收入 4.1 亿元，同比下滑 61.6%，1H25 组件收入占比 15.1%（2024 年占比为 27.9%），毛利率同比下降 10.2pp，达 -1.36%，处于亏损状态。

图 8：1H25 公司发电收入达 22.8 亿元（同比+4.7%）



数据来源：Wind，西南证券整理

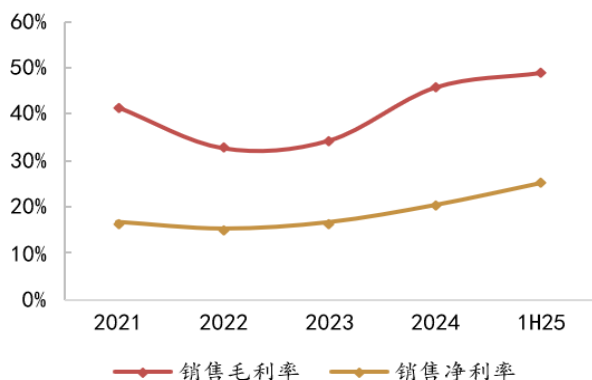
图 9：组件业务占比持续下滑



数据来源：Wind，西南证券整理

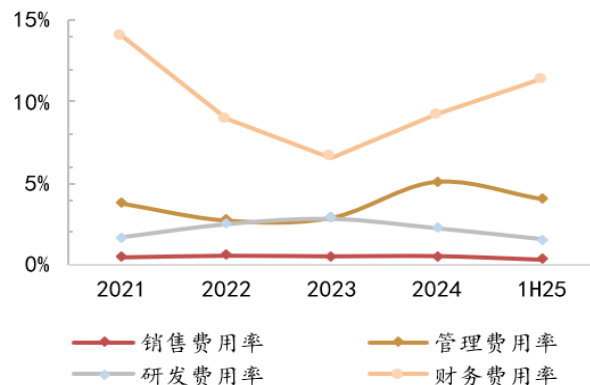
盈利能力企稳，利息支出增加。1H25 公司销售毛利率达 49.0%，同比提升 3.7 个百分点，销售净利率达 25.2%，同比提升 0.1 个百分点，期间费用率达 17.4%，同比提升 2.3 个百分点，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 0.3%/4.1%/1.6%/11.4%，主要系利息支出增长导致。

图 10：1H25 公司销售净利率达 25.2%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：1H25 公司利息支出增长



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

太阳能发电业务：根据公司装机规划，我们假设公司 25-27 年运营装机分别为 7.6/8.6/9.6GW，假设 25-27 年发电利用小时分别为 1156/1146/1106 小时；

太阳能组件业务：由于光伏产品制造板块受光伏行业技术迭代及市场行情影响，因此我们假设该业务 25-27 年分别为 -50%/-15%/0% 的收入增速，假设 25-27 年毛利率为稳定在 5.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
太阳能发电	收入	4333	4486	4640	5000
	增速	-4.7%	3.5%	3.4%	7.8%
	毛利率	61.0%	58.0%	57.0%	55.0%
太阳能组件	收入	1682	841	715	715
	增速	-66.2%	-50.0%	-15.0%	0.0%
	毛利率	7.8%	5.0%	5.0%	5.0%
其他	收入	24	24	24	24
	增速	30.3%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	-17.4%	-17.4%	-17.4%	-17.4%
合计	收入	6039	5351	5379	5739
	增速	-36.7%	-11.4%	0.5%	6.7%
	毛利率	45.9%	49.3%	49.8%	48.5%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取了主业相近的三峡能源、银星能源、中绿电作为可比公司。从 PE 的角度看，2025-2027 年三家公司平均 PE 为 22、20 和 18 倍。预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 53.5、53.8、57.4 亿元，归母净利润分别为 11.5、11.7、12.5 亿元，对应 PE 为 17、16、15 倍。公司作为国内光伏发电领域的领军央企，短期虽受光伏组件业务行业性困境拖累，但核心发电业务凭借规模扩张依然保持稳健，建议关注公司装机增量带来的成长空间。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			24A/E	25E	26E	27E	24A/E	25E	26E	27E
600905.SH	三峡能源	4.27	0.21	0.24	0.26	0.28	20.46	17.95	16.62	15.25
000862.SZ	银星能源	5.75	0.09	0.17	0.19	0.21	52.17	34.49	30.86	27.93
000537.SZ	中绿电	9.05	0.49	0.65	0.73	0.89	18.69	13.93	12.36	10.22
平均值							30.44	22.12	19.95	17.80
000591.SZ	太阳能	4.90	0.31	0.29	0.30	0.32	15.22	16.71	16.44	15.40

数据来源：Wind，西南证券整理（截至9月5日收盘数据）

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6039.10	5350.72	5379.22	5739.17	净利润	1227.46	1151.57	1170.37	1249.00
营业成本	3269.83	2711.16	2702.68	2957.46	折旧与摊销	1424.46	1894.45	2002.08	2101.89
营业税金及附加	102.47	90.79	91.27	97.38	财务费用	557.17	674.17	673.79	657.09
销售费用	33.84	29.98	30.14	32.16	资产减值损失	-194.99	-199.00	-201.00	-200.00
管理费用	310.42	267.54	268.96	286.96	经营营运资本变动	-1320.60	3198.01	-430.56	-644.39
财务费用	557.17	674.17	673.79	657.09	其他	196.32	107.99	190.51	199.23
资产减值损失	-194.99	-199.00	-201.00	-200.00	经营活动现金流净额	1889.83	6827.20	3405.18	3362.82
投资收益	20.58	20.00	20.00	20.00	资本支出	-2080.03	-2000.00	-2000.00	-2000.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-32.46	-506.67	195.56	-38.52
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2112.49	-2506.67	-1804.44	-2038.52
营业利润	1527.52	1398.08	1431.37	1528.12	短期借款	600.16	590.43	-897.23	-389.99
其他非经营损益	37.34	45.20	43.78	43.18	长期借款	2753.98	500.00	500.00	500.00
利润总额	1564.86	1443.29	1475.16	1571.31	股权融资	40.97	1.44	0.00	0.00
所得税	337.40	291.72	304.79	322.30	支付股利	-793.82	-529.20	-509.77	-525.26
净利润	1227.46	1151.57	1170.37	1249.00	其他	-2797.11	-3059.16	-673.79	-657.09
少数股东损益	2.07	2.65	2.10	2.43	筹资活动现金流净额	-195.82	-2496.48	-1580.79	-1072.34
归属母公司股东净利润	1225.39	1148.92	1168.27	1246.57	现金流量净额	-417.00	1824.05	19.95	251.96
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1921.45	3745.51	3765.45	4017.42	成长能力				
应收和预付款项	12957.69	8932.67	9433.17	10279.23	销售收入增长率	-36.70%	-11.40%	0.53%	6.69%
存货	126.45	106.48	104.50	116.74	营业利润增长率	-19.24%	-8.47%	2.38%	6.76%
其他流动资产	33.45	529.52	354.20	413.10	净利润增长率	-22.29%	-6.18%	1.63%	6.72%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-9.52%	13.04%	3.54%	4.38%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	30495.00	30631.51	30660.39	30589.45	毛利率	45.86%	49.33%	49.76%	48.47%
无形资产和开发支出	673.32	646.92	620.53	594.14	三费率	14.93%	18.16%	18.09%	17.01%
其他非流动资产	2776.50	2771.94	2767.37	2762.81	净利率	20.33%	21.52%	21.76%	21.76%
资产总计	48983.87	47364.55	47705.62	48772.88	ROE	5.22%	4.77%	4.72%	4.89%
短期借款	1100.53	1690.96	793.73	403.74	ROA	2.51%	2.43%	2.45%	2.56%
应付和预收款项	2581.86	1721.22	1800.08	1998.84	ROIC	3.80%	3.97%	4.16%	4.26%
长期借款	15190.57	15690.57	16190.57	16690.57	EBITDA/销售收入	58.11%	74.13%	76.35%	74.70%
其他负债	6592.24	4119.32	4118.17	4152.90	营运能力				
负债合计	25465.20	23222.06	22902.54	23246.05	总资产周转率	0.13	0.11	0.11	0.12
股本	3917.13	3918.57	3918.57	3918.57	固定资产周转率	0.23	0.19	0.19	0.20
资本公积	11862.57	11862.57	11862.57	11862.57	应收账款周转率	0.48	0.48	0.58	0.57
留存收益	7618.28	8238.00	8896.50	9617.81	存货周转率	13.02	19.94	20.59	21.83
归属母公司股东权益	23451.71	24072.88	24731.37	25452.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	75.92%	—	—	—
少数股东权益	66.96	69.61	71.71	74.14	资本结构				
股东权益合计	23518.67	24142.49	24803.08	25526.83	资产负债率	51.99%	49.03%	48.01%	47.66%
负债和股东权益合计	48983.87	47364.55	47705.62	48772.88	带息债务/总负债	70.38%	81.87%	81.28%	80.55%
					流动比率	2.30	3.52	4.61	5.28
					速动比率	2.29	3.49	4.58	5.24
					股利支付率	64.78%	46.06%	43.63%	42.14%
					每股指标				
					每股收益	0.31	0.29	0.30	0.32
					每股净资产	6.00	6.16	6.33	6.51
					每股经营现金	0.48	1.74	0.87	0.86
					每股股利	0.20	0.14	0.13	0.13
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	3509.15	3966.71	4107.25	4287.10					
PE	15.67	16.71	16.44	15.40					
PB	0.82	0.80	0.77	0.75					
PS	3.18	3.59	3.57	3.35					
EV/EBITDA	9.94	7.88	7.55	7.19					
股息率	4.13%	2.76%	2.65%	2.74%					

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

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。

西南证券研究院

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
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn