

## 节能业务周期向上，国网综能协同发展

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1. 公司是国网旗下唯一节能业务平台，我们测算每年国网节能项目投资额空间或可超过 20 亿元，公司节能业务目前年投资额下降至 5 亿元以内，同时参考南网能源的节能业务收入体量。公司节能业务未来有很大上升空间。2. 公司重要高管人员来自国网综能集团各部门。新型储能业务是国网综能集团下又一个重要业务板块。以类似节能业务的市场化的经营机制去推动新型储能业务的发展是其最优选择。公司储能业务有望快速起量。3. 相比南网相关上市公司，国网上市平台公司估值有提升空间。
- 国网控股上市公司，旗下唯一节能业务平台。**公司是一家从事输、配、售电业务一体化经营的电力企业，供电区域主要集中于重庆市涪陵区行政区域；重庆川东电力集团为公司控股股东，持股占比 41.65%，国网综能持有重庆川东电力 100% 股权，公司最终实际控制人为国务院国资委和国家电网，是国网旗下唯一配网节能平台。
- 节能业务市场空间广阔，新业务模式有望带动收入增长。**公司通过 2016 年及 2020 年两次资产收购后，目前是国网管理范围内主要实施节能业务的经营主体，公司业务已覆盖全国 20 个省、市、自治区。公司的配网节能改造业务主要采用合同能源管理模式 (EMC)。
- 2025 年 5 月，公司公告了拟与安徽综能合作，通过联合投资、分工协作、优势互补方式，共同开展安徽项目。根据双方约定，公司作为安徽项目牵头方，负责统筹项目全过程工作，投资、收益占比将超过 50%。我们认为，这将有力调动相关省公司的积极性，该模式有望在国网其他省公司进行推广，从而带来业务增量。
- 国网综合能源业务协同发展，有望开拓新兴业务。**公司重要高管人员来自国网综能集团各部门，为公司推动业务结构优化和长期高质量发展提供重要支撑。新型储能业务是国网综能集团下又一个重要业务板块。从国网角度看，相比其传统电网业务，以类似节能业务的市场化的经营机制去推动新型储能业务的发展是其最优选择。公司将积极探索储能业务与主营业务的协同效应和有机结合，以期实现更大的商业价值。
- 盈利预测与投资建议。**公司为国网公司综合能源业务唯一上市公司，随着电网投资增长及各地方节能业务的发展，公司未来有望收入快速增长；另外节能业务以外，在新型储能、虚拟电厂等新兴领域展现出强劲的增长潜力，有望借助综能平台，获取更多业务订单。预计公司 25-27 年归母净利润分别为 5.4 亿元/6.1 亿元/6.5 亿元，对应 EPS 分别为 0.35/0.40/0.42 元。给予公司 2026 年 35 倍 PE，对应目标价 14.00 元，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 宏观经济大幅波动风险，行业竞争加剧风险，用电增速不及预期风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3116.62	3424.93	3768.34	4151.35
增长率	-9.46%	9.89%	10.03%	10.16%
归属母公司净利润 (百万元)	514.46	540.34	612.11	651.75
增长率	-2.07%	5.03%	13.28%	6.48%
每股收益 EPS (元)	0.33	0.35	0.40	0.42
净资产收益率 ROE	9.69%	5.86%	6.31%	6.39%
PE	31.1	29.6	26.2	24.6
PB	3.01	1.74	1.65	1.57

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



### 基础数据

总股本(亿股)	15.37
流通 A 股(亿股)	15.37
52 周内股价区间(元)	8.98-12.36
总市值(亿元)	160.11
总资产(亿元)	64.10
每股净资产(元)	3.56

### 相关研究

- 涪陵电力 (600452): 基本盘稳固，新项目拓展是关键 (2025-09-09)

## 目 录

<b>1 背靠国家电网，电网运营与配电网节能双轮驱动</b>	<b>1</b>
1.1 国网控股上市公司，旗下唯一节能业务平台	1
1.2 深耕涪陵电力市场，布局全国节能业务	1
1.3 财务分析：短期业绩承压，新项目拓展是关键	2
<b>2 节能业务市场空间广阔，新业务模式有望带动收入增长</b>	<b>4</b>
2.1 节能业务持续受益于配网投资增长	4
2.2 节能业务周期向上，新业务模式提升客户积极性	5
<b>3 国网综合能源业务协同发展，有望开拓新兴业务</b>	<b>9</b>
3.1 电力改革持续推进，电网新产业务需求增加	9
3.2 从政策转向市场化调节，新型储能业务或成为下一个增量	11
<b>4 盈利预测与估值</b>	<b>12</b>
4.1 盈利预测	12
4.2 相对估值	13
<b>5 风险提示</b>	<b>13</b>

## 图 目 录

图 1: 公司股权结构图 .....	1
图 2: 公司配电网节能业务服务模式.....	2
图 3: 公司电网运营业务服务模式.....	2
图 4: 25 年前三季度公司实现营业收入 22.8 亿元 (同比-5.4%) .....	3
图 5: 25 年前三季度公司实现归母净利润 3.0 亿元 (同比-29.6%) .....	3
图 6: 25 年上半年公司节能服务收入达 4.9 亿元 .....	3
图 7: 25 年上半年公司节能服务收入占比达 34.8%.....	3
图 8: 25 年前三季度公司销售净利率达 13.0%.....	4
图 9: 2021-2025 年前三季度公司费用端整体较为稳健.....	4
图 10: 国网、南网电网总投资情况 (亿元) .....	5
图 11: 公司固定投资情况.....	8
图 12: 25 年上半年公司节能服务收入达 4.9 亿元 (同比-17.9%) .....	8
图 13: 25 年上半年公司节能服务毛利率达 36.4%.....	8
图 14: 25 年上半年南网能源节能服务收入达 13.7 亿元 (同比+17.0%) .....	9
图 15: 25 年上半年南网能源节能服务毛利率达 36.0%.....	9

## 表 目 录

表 1: 配网节能技术介绍 .....	4
表 2: 公司电网节能业务投资情况 (百万元) .....	6
表 3: 2021 年国网节能资产收购情况 .....	6
表 4: 各省电力公司节能投资分析.....	7
表 5: 公司多位高管来自国网综能集团 .....	10
表 6: 南网上市公司情况 .....	10
表 7: 国网上市公司情况 .....	11
表 8: 分业务收入及毛利率 .....	13
表 9: 可比公司估值 (2026/01/14) .....	13
附表: 财务预测与估值 .....	14

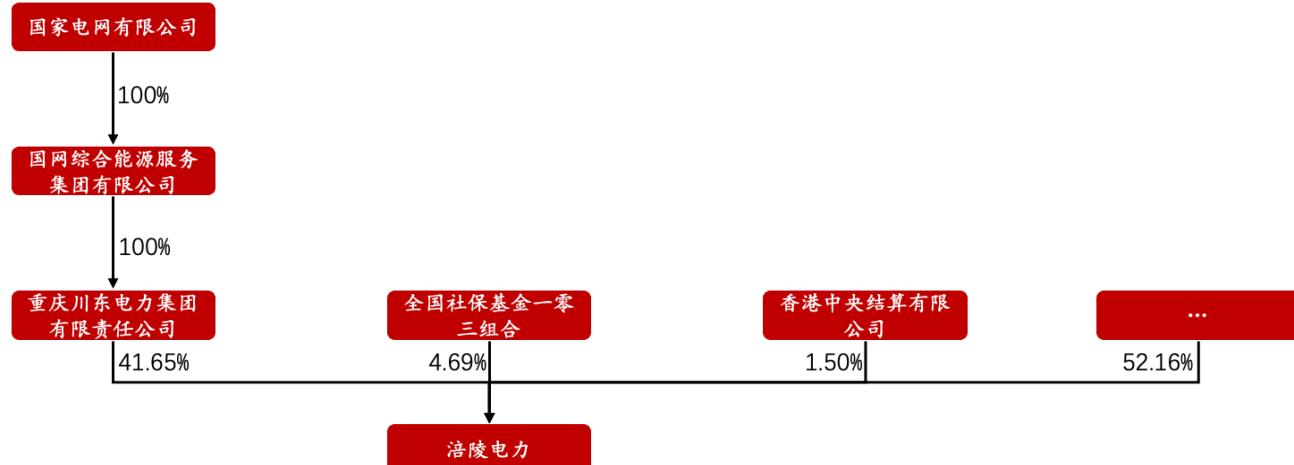
## 1 背靠国家电网，电网运营与配电网节能双轮驱动

### 1.1 国网控股上市公司，旗下唯一节能业务平台

公司是国网控股上市公司，受益于涪陵地区城镇化进程。公司是一家从事输、配、售电业务一体化经营的电力企业，主要从事电力供应、销售，属于电力生产供应行业，供电区域主要集中于重庆市涪陵区行政区域，以 110KV 输电线路为骨干网架，以 35KV、10KV 线路为配电网。在重庆市五大功能区域划分中，涪陵和另外 11 区县一起组成“城市发展新区”，定位为重庆市工业化、城镇化主战场以及重要的制造业基地。公司拥有完整的供电网络，能够为供电辖区提供优质、可靠的供电服务，保证了对辖区电力供应的市场优势。

国家电网及下属综合能源服务集团为实控人。重庆川东电力集团为公司控股股东，持股占比 41.65%，国网综能持有重庆川东电力 100% 股权，公司最终实际控制人为国务院国资委和国家电网，是国网旗下唯一配网节能平台。

图 1：公司股权结构图



数据来源: Wind, 西南证券整理

### 1.2 深耕涪陵电力市场，布局全国节能业务

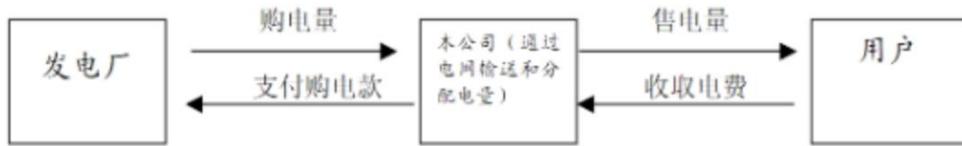
**配电网节能业务：**电网节能以节能降损为目标，是电网公司提质增效，落实“双碳”要求的专业化业务，也是实现“两个千分之三”节约电力电量等考核要求的关键抓手。电网节能服务以合同能源管理为主要业务实施模式，坚持“立足电网、依托电网、服务电网”的工作主基调，深入挖掘各省电力公司在新型电力系统建设中配网薄弱环节及发展掣肘，提供专业节能改造和能效综合治理解决方案，有效解决末端电压低、线损率高等突出问题，着力提升供电可靠性和电网能效水平，助力电网节能减排与电力保供。公司主要采用合同能源管理（简称 EMC）模式，为用户提供节能诊断、改造等服务，并以节能效益分享等方式回收投资和获得合理利润。

**图 2：公司配电网节能业务服务模式**


数据来源：公司官网，西南证券整理

**国网唯一平台优势，新项目稳步推进。**公司作为国家电网旗下配电网节能服务领域的唯一平台，在项目获取上具备天然优势，这是公司长期发展的核心竞争力；新疆三期及五期项目已全面竣工投运，山西一期项目收官，陕西二期项目启动，中标安徽新项目，公司仍在积极拓展新项目。

**电网运营业务：**公司电网运营业务主要集中于重庆市涪陵区行政区域，通过购销差价实现盈利，公司电力来源主要是通过联网线路从国网重庆市电力公司、重庆川东电力集团有限公司等单位趸购电量。

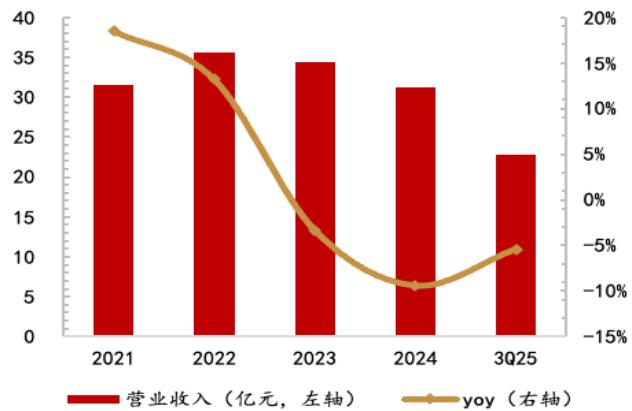
**图 3：公司电网运营业务服务模式**


数据来源：公司官网，西南证券整理

**基本盘稳固，积极拥抱新能源转型。**公司加快推动电网转型升级，积极服务新能源并网。公司2025年上半年累计接入分布式光伏项目992个，总容量达9.4万千瓦，同比增长796.4%；消纳新能源上网电量1257.2万千瓦时，同比增长573.82%。这不仅顺应了“双碳”目标和新型电力系统建设的趋势，也为公司向综合能源服务转型奠定了基础。

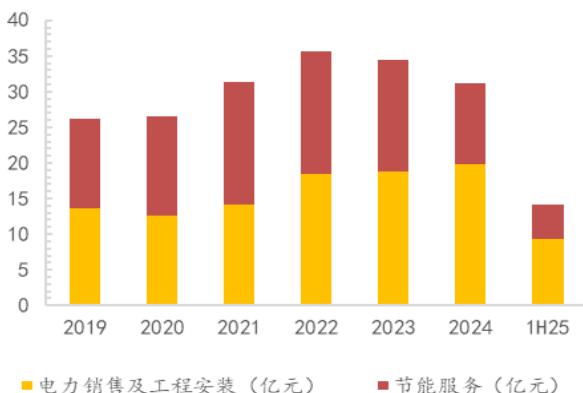
### 1.3 财务分析：短期业绩承压，新项目拓展是关键

**短期业绩受节能业务下滑拖累。**25年前三季度公司实现营收22.8亿元，同比下滑5.4%；实现归母净利润3.0亿元，同比下滑29.6%；扣非归母净利润2.9亿元，同比下滑30.2%。

**图 4: 25 年前三季度公司实现营业收入 22.8 亿元 (同比-5.4%)**


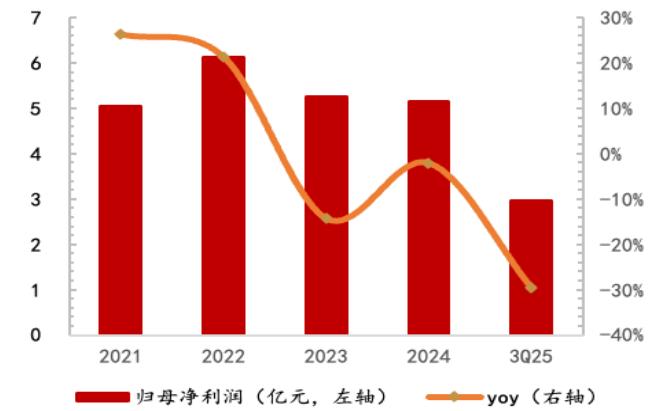
数据来源: Wind, 西南证券整理

分业务看, 公司传统电力业务在 25 年上半年表现稳健, 成为业绩的“压舱石”, 25 年上半年公司电力业务实现收入 9.2 亿元, 占总收入的 65.2%, 售电量稳步增长, 营收占比有所提升; 配电网节能业务是公司主要的利润来源, 该业务在 2016-2021 年完成资产收购后达到峰值, 当前随着部分前期项目运营期满退出, 而新建项目增速放缓, 导致收入规模下滑。25 年上半年公司节能业务实现收入 4.9 亿元, 同比-17.9%, 毛利率高达 36.4%, 同比+0.6pp。

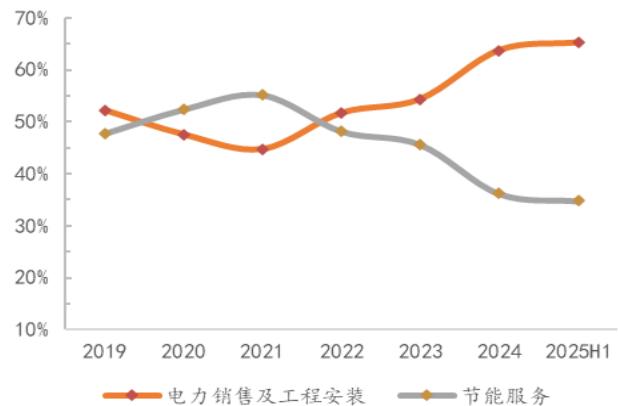
**图 6: 25 年上半年公司节能服务收入达 4.9 亿元**


数据来源: Wind, 西南证券整理

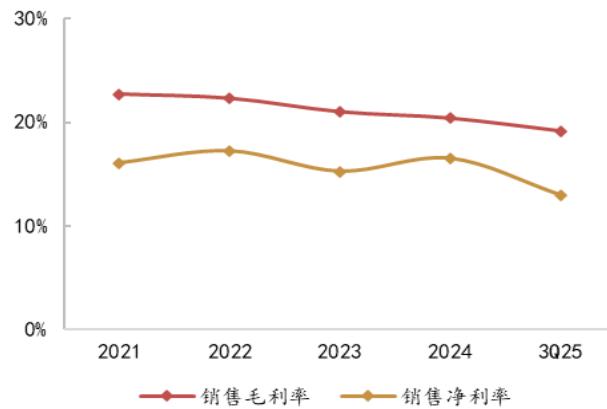
费用端整体较稳健, 管控能力突出。25 年前三季度公司销售毛利率达 19.2%, 同比下降 1.5 个百分点, 销售净利率达 13.0%, 同比下降 4.5 个百分点, 期间费用率达 1.8%, 其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 0.1%/3.1%/-1.4%。

**图 5: 25 年前三季度公司实现归母净利润 3.0 亿元(同比-29.6%)**


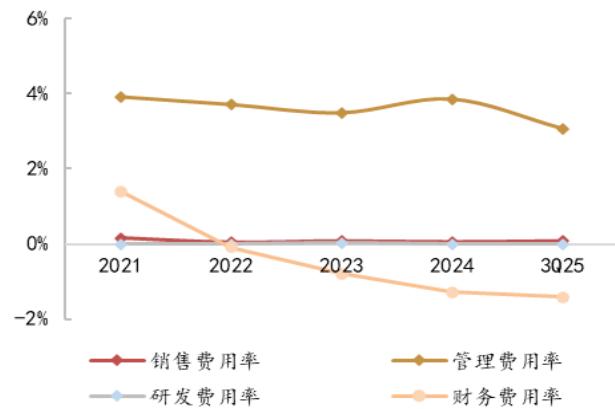
数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 7: 25 年上半年公司节能服务收入占比达 34.8%**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 8：25 年前三季度公司销售净利率达 13.0%**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 9：2021-2025 年前三季度公司费用端整体较为稳健**


数据来源: Wind, 西南证券整理

## 2 节能业务市场空间广阔，新业务模式有望带动收入增长

### 2.1 节能业务持续受益于配网投资增长

配电网是连接输电网与末端用户的电力通路。配电网存在负荷不匹配、线路过长、部分线路线径偏小、无功补偿不足等问题，会造成配电网线损，从而提高了配电网运行成本，同时也会降低线路的使用寿命，因而配电网节能改造除了体现了电网的重要公用属性，也有着巨大的经济效益。配网节能主要分为规划建设减损节能、生产运行降损节能以及需求侧节能三种形态，技术主要包括变压器节能改造、线路节能改造、无功补偿、电网升压改造、三相负荷不平衡治理、需求侧管理等。综合应用上述技术管理配电网能有效实现节能降损，促进能源、经济与环境协调发展。

**表 1：配网节能技术介绍**

技术类别	主要内容
变压器节能改造	淘汰低效变压器;加大高效节能变压器推广力度;加快电网企业变压器能效提升
线路节能改造	缩短线路长度、架空绝缘导线、合理规划电网、采用导磁率较低的新型材料
无功补偿	安装无功优化配置软件、低压补偿配电柜、低压无功就地补偿装置
电网升压改造	提高配电网络电压等级,将 10KV 配电电压提升至 20KV
三相负荷不平衡治理	加装无功补偿装置分相补偿
需求侧管理	电价制度激励、负荷管理、选用高效用电设备、能源代替等方式提高终端用电效率

数据来源: Wind, 西南证券整理

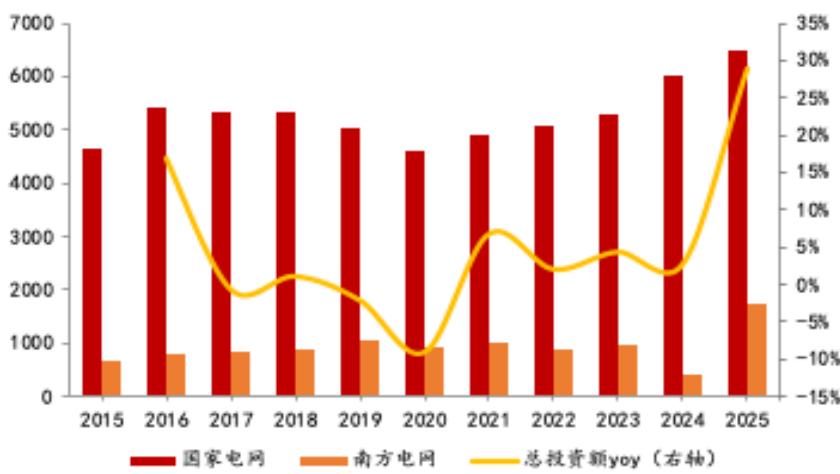
公司通过 2016 年及 2020 年两次资产收购后，目前是国网管理范围内主要实施节能业务的经营主体，公司业务已覆盖全国 20 个省、市、自治区。公司的配网节能改造业务主要采用合同能源管理模式 (EMC)，公司与省电网公司签订能源管理合同，以项目产生的节能量折合的市场价值确定合同金额 (即节能效益)。

公司需要提供设计、设备改造、运行管理等节能服务，在项目完工后每年按比例分享节能效益等方式收回设备投资款、安装调试费、技术服务费以及合理利潤合同年限 6-8

年，通常在合同结束后需要将资产所有权无偿移交给省网公司。省网公司前期无需资本开支，项目建成后与节能服务公司共同分享节能效益，该模式有助于其降低风险和用能成本。在效益分享期内，项目收入为年效益分享额，成本来自资产折旧和项目运维，盈利水平稳定，可预见性强。

新能源渗透率提升带来配电网改造需求，投资持续增长。2025 年是中国电力系统转型的关键之年，电网投资规模在这一年创下了历史新高。随着“十四五”规划进入收官阶段，为了支撑大规模新能源并网和提升配电网的智能化水平，电网投资呈现出“高总量，重结构”的特点。2025 年，中国两大电网公司（国家电网和南方电网）的投资计划总额突破了 8250 亿元，相比 2024 年显著增长。其中，国家电网首次突破 6500 亿元，同比增长约 8%-10%，南方电网投资 1750 亿元，创历史新高，重点投向粤港澳大湾区和设备更新。

图 10：国网、南网电网总投资情况（亿元）



数据来源：中国能源报，北极星，西南证券整理

在国家电网的“十四五”规划中，配电网投资占比已提升至 60%以上。这意味着 2025 年配电网层面的投资规模估算在 3000 亿-4000 亿元左右。配网节能业务作为配网投资的主要方向之一，未来充分受益于配网投资的增长。

《中国电力行业年度发展报告 2025》显示，2024 年，全国电网线损率 4.36%，同比降低 0.18 个百分点。2024 年全国发电量 100869 亿千瓦时，据此测算，全国线损量约为 4398 亿千瓦时。按供电标准煤耗 302.4 克/千瓦时计算，每年多耗煤 13299 万吨，按平均电价 0.3 元/千瓦时计算，经济损失约为 1320 亿元。我们假设未来每年线损率平均下降 0.15 个百分点，在发电量 10 万亿度的基础上，可带来年均新增节能效益超过 45 亿元。

## 2.2 节能业务周期向上，新业务模式提升客户积极性

2016 年，公司收购国家电网配网节能资产，开始涉足节能业务。2021 年，公司收购省公司配网节能项目，彻底解决同业竞争问题，成为国网旗下唯一配网节能业务平台。配网节能市场对参与公司有较高资质要求，需要熟悉配网节能服务产业的大量技术标准及规范，具备完善的生产和服务体系以满足下游电网公司的需求，目前市场主要参与者为国家电网和南方电网下属企业。

**表 2：公司电网节能业务投资情况 (百万元)**

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	投资额
江西配电网	√	√									143.26
安徽配电网	√	√									197.42
安徽配电网 (二期)										√	487.81
浙江配电网	√	√									522.7
浙江配电网 (二期)				√	√	√	√	√			570.36
福建配电网 (一期)	√										676.97
福建配电网 (二期)		√	√								513.724
山东配电网 (二期)	√										258.3
山东青岛、烟台配电网		√	√								629.334
冀北廊坊配电网	√										687.923
河北正定、宁晋配电网		√									30.607
湖北鄂东地区配电网		√	√								240.296
湖北配电网			√	√							310.758
河南配电网		√	√								153.543
河南配电网 (二期)				√	√						405.17
辽宁沈阳配电网		√	√								150.302
甘肃配电网 (二期)		√									23.812
新疆配电网 (二期)				√	√						179.418
新疆配电网 (三期)						√	√	√	√		357.61
新疆配电网 (四期)						√					148.12
新疆配电网 (五期)								√	√		148.778
陕西配电网 (一期)						√	√				197.56
山西配电网								√	√		360.828

数据来源：公司公告，西南证券整理

2020年8月14日，公司与9家省综合能源服务公司签订了附条件生效的《支付现金购买资产协议》，2021年1月完成收购，资产收购金额合计约为13.22亿元。

**表 3：2021年国网节能资产收购情况**

	收购金额 (万元)	项目情况	年效益分享额测算 (万元)
北京	806.22	2个项目	192.43
甘肃	10665.86	15个项目	3572.02
河北	59142.71	3个项目	17901.53
河南	8144.52	11个项目	3295
江苏	8610.19	1个项目	2814.6
辽宁	5173.02	4个项目	2619
蒙东	894.42	4个项目	234.36
四川	24386.2	61个项目	7218.24
浙江	14351.84	22个项目	3669.08
<b>合计</b>	<b>132175</b>		<b>41516.26</b>

数据来源：公司公告，西南证券整理

参考公司项目情况分析，国网各省电力公司对于节能项目的投资有着不同的投资强度。我们不完全统计了公司在各省近 10 年的节能项目投资额，并且按该地区 2024 年用电量进行单位电量的投资额分析节能投资强度，单位投资强度从 0.1 到 3.6 万元/亿度·年不等。以此作为参考，每年国网节能项目投资额空间或可超过 20 亿元，相比涪陵电力目前节能项目投资，还有很大的提升空间。

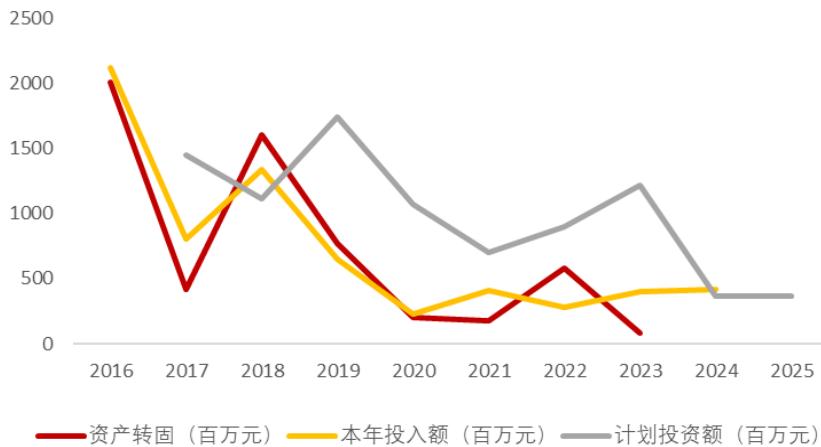
表 4：各省电力公司节能投资分析

	节能项目投资（百万元，10年）	用电量（亿度，2024年）	投资强度（万元/亿度·年）
江西配电网	143	2180	0.66
安徽配电网	685	3598	1.90
北京配电网	8	1389	0.06
浙江配电网	1237	6780	1.82
江苏配电网	86	8487	0.10
福建配电网	1191	3331	3.57
四川配电网	244	4000	0.61
山东配电网	888	8320	1.07
河北配电网	1310	4957	2.64
湖北配电网	551	2944	1.87
河南配电网	640	4320	1.48
辽宁配电网	202	2734	0.74
甘肃配电网	130	1746	0.75
新疆配电网	834	4233	1.97
陕西配电网	198	2600	0.76
山西配电网	361	2972	1.21

数据来源：公司公告，西南证券整理

**市场潜力巨大，提升地方积极性是关键。**从公司 2016 年到 2025 年近 10 年的国网节能项目情况分析(含收购资产)，节能项目在 2017 年出现投资高峰后，出现了明显的下滑趋势。按公司年报中的每年的投资计划，资产转固及投入额看，实际每年发生的投资在 2019-2023 年都小于年初的计划。近两年的投资计划都低于 5 亿元，远低于我们测算的 20 亿元的市场空间。我们认为，从节能项目的市场空间看，国网内部仍有较大潜力挖掘，如果能够提升省电力公司节能项目开发的积极性，涪陵电力节能业务的投资将会快速提升。

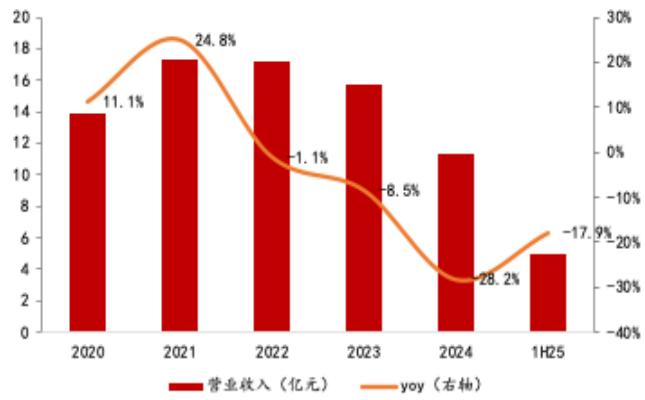
图 11：公司固定投资情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

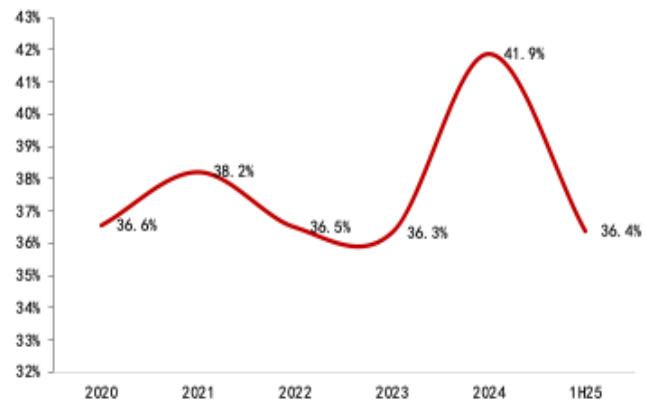
短期下滑、穷则思变，提升项目开发积极性。由于后续新节能项目的减少，及之前项目的陆续到期（一般收益期为 6-8 年）。公司节能业务收入出现了逐步下滑。穷则思变，2021 年，公司完成了国网综合能源剩余节能业务的完全收购，维持了公司这 5 年的相关节能业务收入。从 2024 年及 2025 年的公司投资数据看，公司又面临了之前遇到的问题，我们认为，目前正是涪陵电力进行变化的最好时机。

图 12: 25 年上半年公司节能服务收入达 4.9 亿元(同比-17.9%)



数据来源：Wind，西南证券整理

图 13: 25 年上半年公司节能服务毛利率达 36.4%

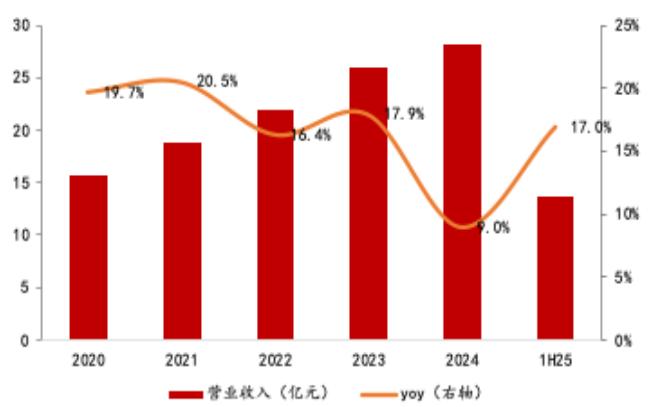


数据来源：Wind，西南证券整理

我们看到，2025 年 5 月，公司公告了拟与安徽综能合作，通过联合投资、分工协作、优势互补方式，共同开展安徽项目，通过对配电网进行升级改造实现约定的节能目标，双方基于项目产生的效益公平分配项目收益，预计该项目整体投资金额约为 48,781 万元，项目收益约为 78,990 万元，项目运营期限为 8 年。根据双方约定，公司作为安徽项目牵头方，负责统筹项目全过程工作，投资、收益占比将超过 50%。此次合作相比之前完全由涪陵电力独资开发节能业务模式不同，公司主动和安徽省电力公司进行合作及收益分成，我们认为，这将有力调动相关省公司的积极性，该模式有望在国网其他省公司进行推广，从而带来业务增量。

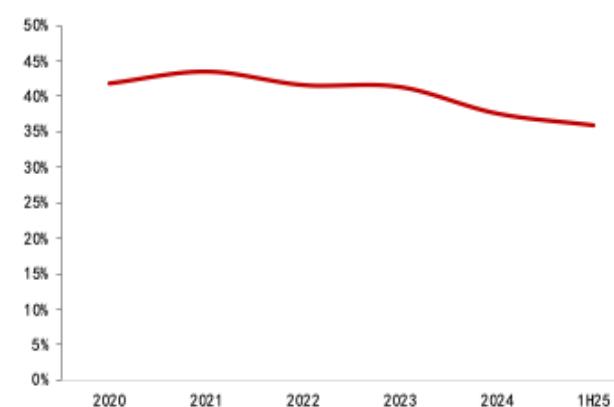
我们也从另一维度测算涪陵电力未来的节能业务收入空间，相比同样开展节能业务的南网能源，其2024年节能收入为28.25亿元，远远高于涪陵电力。2024年，国网公司完成固定资产投资6326亿元，售电量达6.24万亿千瓦时。南方电网公司完成固定资产投资1663亿元，售电量1.45万亿千瓦时。参考南网能源的节能业务收入体量，涪陵电力业务提升有着巨大的空间。

图 14：25年上半年南网能源节能服务收入达13.7亿元  
(同比+17.0%)



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 15：25年上半年南网能源节能服务毛利率达36.0%



数据来源: Wind, 西南证券整理

### 3 国网综合能源业务协同发展，有望开拓新兴业务

#### 3.1 电力改革持续推进，电网新产业务需求增加

涪陵电力作为国网旗下上市公司，其大股东为国网综合能源服务集团有限公司，以下简称“国网综能”。国网综能成立于2013年1月，是国家电网公司全资子公司，资产总额500多亿元，以电网节能、电力需求侧管理、新型储能、公共机构能源托管、多能互补协同供应为核心业务，是承担国家电网公司综合能源服务战略性新兴产业发展主体责任的直属产业单位。目前国网综能的电网节能业务已经完全由涪陵电力经营。

公司重要高管人员来自国网综能集团各部门，涪陵电力从2019年之后，先后任命了多位来自国网综能的高管。公司副总经理王楠上任前为国网综能储能事业部总经理；副总经理徐臣上任前为国网综能新能源事业部副总经理。相关高管的引入，有利于将国网综合能源在技术路线、项目管理、客户资源及合规运营方面的成功经验快速复制到公司，提升公司新兴产业业务的专业化水平和规模化拓展能力，同时增强与国家电网体系内资源的协同效应，为公司推动业务结构优化和长期高质量发展提供重要支撑。

**表 5：公司多位高管来自国网综能集团**

高管姓名	现任职位	履历
陈磊	涪陵电力副总经理、节能事业部总经理	硕士研究生，高级工程师，中共党员。曾任国网节能服务有限公司发展建设部(招投标管理中心)副主任、发展策划部副主任、发展策划部主任、办公室(党委办公室)副主任。2019年8月至今，任重庆涪陵电力实业股份有限公司副总经理、节能事业部总经理
王楠	涪陵电力副总经理	博士研究生，正高级工程师，中共党员。曾任国家电网公司国家电力调度通信中心燃料处副处长、电力交易中心燃料处副处长；国网节能服务有限公司技术支持中心副主任，安全生产部副主任、主任，北京生物质能源技术中心主任，科技研发中心主任；国网综合能源服务集团有限公司科技研发中心主任、科技信息部主任兼科技研发中心主任、储能事业部总经理。2023年5月至今，任重庆涪陵电力实业股份有限公司副总经理
徐臣	涪陵电力副总经理	博士研究生，正高级工程师，中共党员。曾任国网冀北电力公司供电服务中心营销技术支持部主任兼营销发展部主任；国网节能服务有限公司技术支持中心主任助理，发展策划部主任助理、副主任；国网(北京)节能设计研究院有限公司副总经理；国网(北京)综合能源规划设计研究院有限公司副总经理；国网综合能源服务集团有限公司东北事业部总经理、综合能源(新能源)事业部副总经理。2023年5月至今，任重庆涪陵电力实业股份有限公司副总经理

数据来源：公司公告，西南证券

**电力改革持续推进，电网新兴产业需要更市场化的运营。**电力市场化改革是政府通过引入市场机制优化电力资源配置的体制改革，以2002年国务院《电力体制改革方案》为起点，实施厂网分开、电价改革等措施。2015年《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》部署“管住中间、放开两头”架构，建立多层次统一市场体系。2024年《电力市场运行基本规则》施行，明确新型经营主体参与市场机制，覆盖电能量、辅助服务及容量交易类型。由于电改的持续推进，电网企业不仅作为国内电网系统的建设运维主体，更需要积极的参与到市场机制下出现的相关新业务，诸如储能、虚拟电厂等已经成为电力行业布局的主要方向。

**融入资本市场助力新兴业务发展。**作为电网企业，除了承担电网建设、运营业务的同时，通过融入资本市场，为新兴业务发展可以提供有力支撑。上市公司平台有助于公司通过股权融资、并购整合和市场化激励机制，持续加大在综合能源等新兴领域的资源投入与能力建设。在国家整体战略引导下，依托资本市场赋能，电网相关企业有望更好地孵化和放大非电网业务等新兴业务，增强盈利模式多元化和长期可持续发展能力。

**南方电网将旗下非电网业务陆续上市，**目前四家上市公司基本涵盖了所有的新兴产业业务。南方电网旗下有四家上市公司：南网能源(003035)，2021年上市；南网科技(688248)，2021年上市；南网储能(600995)，2022年重组上市；和近期上市的南网数字(301638)，主要业务覆盖综合能源、电力科技、储能及数字电网等领域，是南方电网积极融入资本市场、推动数字化智能化转型的体现。

**表 6：南网上市公司情况**

上市公司代码	上市公司	主要业务
301638.SZ	南网数字	专注于电网、企业数字化及数字基础设施，2025年11月在创业板上市，增长迅速
003035.SZ	南网能源	南方电网综合能源股份有限公司，提供综合能源服务
688248.SH	南网科技	南方电网电力科技股份有限公司，致力于电力科技创新
600995.SH	南网储能	专注于电力储能业务，是南方电网在新型电力系统建设中的重要布局

数据来源：Wind，西南证券

同样，国家电网旗下拥有多家上市公司，主要包括国电南瑞(600406)、国网英大(600517)、国网信通(600131)、涪陵电力(600452)、明星电力(600101)、西昌电力(600505)和远光软件(002063)，它们覆盖电力设备、金融、信息通信、区域供电等领域。国网仅仅在 2020 年前后，对 3 家上市公司进行了相关资产的注入，近 5 年没有重大资本市场运作。

表 7：国网上市公司情况

上市公司代码	上市公司	主要业务
600406.SH	国电南瑞	能源互联网整体解决方案提供商
600517.SH	国网英大	国家电网金融板块上市平台，包含信托、证券、期货等业务。
600131.SH	国网信通	通信与信息领域，原四川岷江水利电力股份有限公司
600452.SH	涪陵电力	电网运营与配电网节能业务
600101.SH	明星电力	主营电力、自来水生产与供应
600505.SH	西昌电力	供电业务
002063.SZ	远光软件	软件与信息化服务

数据来源：Wind, 西南证券

### 3.2 从政策转向市场化调节，新型储能业务或成为下一个增量

储能装机规模占全球总装机比例超过 40%。国家能源局发布的《中国新型储能发展报告(2025)》显示，截至 2024 年底，全国已建成投运新型储能 7376 万千瓦 / 1.68 亿千瓦时，装机规模占全球总装机比例超过 40%。中国新型储能规模已跃居世界第一。

新型储能定位是在新型电力系统中发挥调节作用。“发展新型储能”首次写入 2025 年的政府工作报告，明确新型储能功能定位是发挥其在新型电力系统中的调节作用。此外，《加快构建新型电力系统行动方案(2024—2027 年)》《关于支持电力领域新型经营主体创新发展的指导意见》等多项政策文件，则不断促进健全电力市场机制，引导其实现科学发展。

电力负荷创新高期间新型储能顶峰保供能力得到有效验证。根据国家能源局信息，目前，新型储能应用效果逐步显现，2024 年全年新型储能调用情况相较 2023 年大幅提升，浙江、江苏、重庆、新疆等多省份年均等效利用小时数达到 1000 小时以上，成为促进新能源开发消纳的重要手段。迎峰度夏期间，新型储能充分发挥‘超级充电宝’功效，为顶峰时段电力保供贡献了关键力量。

2025 年入夏以来，全国最大电力负荷屡刷新高，36 次刷新 16 个省级电网历史纪录。而国家电力调度控制中心组织的新型储能度夏集中调用试验，有效验证并发挥了新型储能的顶峰保供能力。截至 25 年 7 月底，国家电网经营区内新型储能可调最大电力达 64.23 吉瓦，实时最大放电电力达 44.53 吉瓦，较 24 年同期峰值增长 55.7%。试验期间，新型储能展现的顶峰能力，相当于近 3 座三峡水电站容量，在夏季晚高峰时段平均顶峰时长约 2.4 小时，有力支撑了用电高峰时段的电力供应。

新型储能市场化机制逐步推进，区域间存在发展不平衡的现象。据中关村储能产业技术联盟信息，当前，新型储能正逐步演进为以独立主体身份参与辅助服务市场、现货市场和中长期市场。“2024 年颁布的《电力市场运行基本规则》，正式将储能确立为新型经营主体，赋予其公平参与电力市场交易的权利。”也就是说，储能企业参与电力市场调节，可以根据相关电量获得相应收益。这为储能企业提供了清晰稳定的市场参与预期，为产业规模化、商业化发展奠定了坚实的制度基础。

以国家电网经营区域为例，国家电网公司率先构建新型储能市场化机制，支撑 22 省(区)出台市场规则，在山东、内蒙古、新疆、河北探索容量补偿机制；江苏建立“电能量市场价差+顶峰补贴+辅助服务”综合收益模式；甘肃推行独立储能竞价补偿机制；湖北实施现货市场优先出清机制。2024 年，国家电网经营区新型储能交易电量达 71.2 亿千瓦时，同比增长 2.7 倍。

不过，当前电力市场改革虽加速推进，但区域间发展不均衡问题突出，各地对新型储能的开放程度存在显著差异。比如，在已实现现货市场连续运行的区域，独立储能普遍已进入现货市场；在非现货市场区域，仍有相当一部分储能项目，难以通过参与中长期市场获取电能量收益。

对于进一步健全新型储能参与市场机制，《中国新型储能发展报告（2025）》也明确了相关要求：将研究完善包括新型储能在内的调节性资源价格机制，合理引导新型储能投资。科学评估新型储能输变电设施投资替代收益，鼓励在配电网扩建受限或偏远地区推广电网替代型储能。

综能集团储能业务优势明显，新型储能有望成为公司第二增量。新型储能业务是国网综能集团下又一个重要业务板块，国家已经明确新型储能功能定位是发挥其在新型电力系统中的调节作用，并且以市场化机制推动相关产业发展。从国网角度看，相比其传统电网业务，以类似节能业务的市场化的经营机制去推动新型储能业务的发展是其最优选择。

涪陵电力背靠综能集团，能够共享电网侧对新型储能的技术标准、应用场景和政策理解，在配电网侧储能、用户侧储能及源网荷储协同方面具备天然的场景优势。此外，公司长期深耕配电网运营与节能服务，对负荷特性、用能结构和削峰填谷需求理解深入，有利于精准匹配储能需求侧响应、容量管理和综合能源服务中的商业化应用。根据公司公告，公司将依托电网运营和配电网节能领域的深厚积累，作为核心业务方向的稳固基石，积极探索储能业务与主营业务的协同效应和有机结合，以期实现更大的商业价值，从而推动公司整体业务向更加绿色、低碳、高效的方向转型升级。

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

关键假设：

**电力销售及工程安装业务：**公司售电业务主要集中在重庆市涪陵区，售电量变化受当地用电需求及经济发展增速影响。在重庆市五大功能区域划分中，涪陵和另外 11 区县一起组成“城市发展新区”，定位为重庆市工业化、城镇化主战场以及重要的制造业基地。工业化和城镇化发展是涪陵区近几年经济发展的主旋律，公司既能直接受益于城镇化进程。因此我们假设公司该业务板块保持 7% 的增速，假设 25-27 年毛利率稳定在 8.2%；

**配电网节能业务：**考虑到公司作为国家电网旗下配电网节能服务领域的唯一平台，在项目获取上具备天然优势，目前公司新疆三期及五期项目已全面竣工投运，山西一期项目收官，陕西二期项目启动。因此我们假设该业务保持 15% 的收入增速，假设 25-27 年毛利率稳定在 41.9%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入如下表：

表 8：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
电力销售及工程安装业务	收入	1986	2125	2274	2433
	增速	6.2%	7.0%	7.0%	7.0%
	毛利率	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
配电网节能业务	收入	1127	1297	1491	1715
	增速	-28.2%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	41.9%	41.9%	41.9%	41.9%
其他业务	收入	3	3	3	3
	增速	-	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	57.2%	57.2%	57.2%	57.2%
合计	收入	3117	3425	3768	4151
	增速	-9.5%	9.9%	10.0%	10.2%
	毛利率	20.4%	21.0%	21.5%	22.1%

数据来源: Wind, 西南证券

## 4.2 相对估值

我们选取行业内 3 家可比公司, 2025 年可比公司平均 PE 为 41 倍。公司为国网公司综合能源业务唯一上市公司, 随着电网投资增长及各地方节能业务的发展, 公司未来有望收入快速增长。另外节能业务以外, 在新型储能, 虚拟电厂等新兴领域展现出强劲的增长潜力, 有望借助综能平台, 获取更多业务订单。给予公司 2026 年 35 倍 PE, 对应目标价 14.00 元, 给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值 (2026/01/14)

证券代码	公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
003035.SZ	南网能源	4.79	-0.02	0.13	0.16	0.18	-313.07	35.61	30.24	26.09
688248.SH	南网科技	53.22	0.65	0.84	1.10	1.40	82.33	63.27	48.29	38.12
600131.SH	国网信通	17.79	0.57	0.75	0.89	1.02	31.33	23.85	19.95	17.41
平均值							40.91	32.83	27.21	
600452.SH	涪陵电力	10.62	0.33	0.35	0.40	0.42	32.18	30.10	26.78	24.45

数据来源: Wind, 西南证券整理

## 5 风险提示

**宏观经济大幅波动风险:** 宏观经济波动可能企业的应收账款增加, 对公司回款及现金流造成风险。

**行业竞争加剧风险:** 随着市场参与者逐渐增多, 市场可能面临竞争加剧的风险, 会对公司的市占率、盈利能力等因素产生影响。

**用电增速不及预期风险:** 用电量增速不及预期, 供需失衡可能导致售电量增速不及预期。

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	3116.62	3424.93	3768.34	4151.35	净利润	514.46	540.34	612.11	651.75
营业成本	2481.20	2707.31	2957.11	3233.45	折旧与摊销	790.94	459.44	460.57	461.13
营业税金及附加	6.55	7.20	7.92	8.73	财务费用	-39.75	-34.89	-44.32	-2.31
销售费用	2.21	2.43	2.67	2.94	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	119.63	131.46	144.64	159.35	经营营运资本变动	-116.28	142.45	10.91	60.21
财务费用	-39.75	-34.89	-44.32	-2.31	其他	440.64	18.11	-1.47	-0.64
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1590.00	1125.46	1037.79	1170.14
投资收益	4.55	5.00	5.00	5.00	资本支出	295.40	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-2860.28	5.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2564.87	5.00	5.00	5.00
<b>营业利润</b>	<b>606.81</b>	<b>616.41</b>	<b>705.31</b>	<b>754.19</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	8.25	9.23	9.23	9.07	长期借款	0.00	50.00	50.00	50.00
<b>利润总额</b>	<b>615.06</b>	<b>625.64</b>	<b>714.54</b>	<b>763.26</b>	股权融资	488.21	3494.14	0.00	0.00
所得税	100.61	85.29	102.43	111.51	支付股利	-235.97	-128.61	-135.09	-153.03
<b>净利润</b>	<b>514.46</b>	<b>540.34</b>	<b>612.11</b>	<b>651.75</b>	其他	-502.14	30.04	44.32	2.31
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-249.89	3445.57	-40.76	-100.72
归属母公司股东净利润	514.46	540.34	612.11	651.75	<b>现金流量净额</b>	<b>-1224.77</b>	<b>4576.03</b>	<b>1002.03</b>	<b>1074.43</b>
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	2751.41	7327.44	8329.48	9403.90	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	544.73	727.50	778.03	843.63	销售收入增长率	-9.46%	9.89%	10.03%	10.16%
存货	1.34	1.27	1.43	1.58	营业利润增长率	-1.81%	1.58%	14.42%	6.93%
其他流动资产	21.69	19.34	23.25	24.98	净利润增长率	-2.07%	5.03%	13.28%	6.48%
长期股权投资	126.28	126.28	126.28	126.28	EBITDA 增长率	-14.40%	-23.35%	7.74%	8.15%
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	2947.53	2490.43	2032.20	1573.41	毛利率	20.39%	20.95%	21.53%	22.11%
无形资产和开发支出	40.89	38.70	36.51	34.31	三费率	2.63%	2.89%	2.73%	3.85%
其他非流动资产	72.06	71.91	71.77	71.62	净利率	16.51%	15.78%	16.24%	15.70%
<b>资产总计</b>	<b>6505.94</b>	<b>10802.87</b>	<b>11398.93</b>	<b>12079.71</b>	ROE	9.69%	5.86%	6.31%	6.39%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.91%	5.00%	5.37%	5.40%
应付和预收款项	1003.99	1348.83	1405.57	1524.04	ROIC	14.09%	16.90%	22.52%	30.35%
长期借款	0.00	50.00	100.00	150.00	EBITDA/销售收入	43.57%	30.39%	29.76%	29.22%
其他负债	190.75	186.98	199.27	212.87	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1194.74</b>	<b>1585.81</b>	<b>1704.84</b>	<b>1886.90</b>	总资产周转率	0.47	0.40	0.34	0.35
股本	1536.54	1536.54	1536.54	1536.54	固定资产周转率	1.12	1.28	1.68	2.32
资本公积	2024.37	5518.51	5518.51	5518.51	应收账款周转率	4.07	5.01	4.64	4.75
留存收益	1748.42	2160.15	2637.17	3135.89	存货周转率	2036.66	2073.66	2191.87	2153.79
归属母公司股东权益	5311.19	9217.07	9694.09	10192.81	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.28%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5311.19</b>	<b>9217.07</b>	<b>9694.09</b>	<b>10192.81</b>	资产负债率	18.36%	14.68%	14.96%	15.62%
负债和股东权益合计	6505.94	10802.87	11398.93	12079.71	带息债务/总负债	0.00%	3.15%	5.87%	7.95%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	流动比率	2.91	5.45	5.89	6.10
EBITDA	1357.99	1040.97	1121.55	1213.01	速动比率	2.91	5.45	5.89	6.10
PE	31.12	29.63	26.16	24.57	股利支付率	45.87%	23.80%	22.07%	23.48%
PB	3.01	1.74	1.65	1.57	<b>每股指标</b>				
PS	5.14	4.67	4.25	3.86	每股收益	0.33	0.35	0.40	0.42
EV/EBITDA	9.72	8.32	6.88	5.51	每股净资产	3.46	6.00	6.31	6.63
股息率	1.47%	0.80%	0.84%	0.96%	每股经营现金	1.03	0.73	0.68	0.76
					每股股利	0.15	0.08	0.09	0.10

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
行业评级	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
	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。

## 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	yliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyf@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	jyj@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
北京	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	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
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn