

2026年03月29日

涪陵电力 (600452.SH)

投资评级：买入（首次）

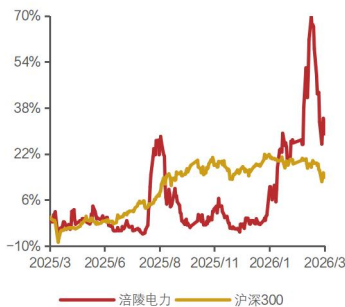
——国网综能核心平台，“源网荷储”释放增长新动能

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
蔡思
SAC: S1350524070005
caisi@huayuanstock.com

联系人

市场表现:



基本数据 2026年03月27日

收盘价(元)	12.40
一年内最高/最低(元)	16.80/8.88
总市值(百万元)	19,053.12
流通市值(百万元)	19,053.12
总股本(百万股)	1,536.54
资产负债率(%)	14.63
每股净资产(元/股)	3.56

资料来源:聚源数据

投资要点:

- **国网综能旗下电网节能平台，主营电网运营和配电网节能两大业务。**公司成立于1999年，由重庆川东电力集团发起，后通过股权无偿划转成为国家电网旗下电网节能平台。公司深耕电力行业多年，已成长为国网综能旗下重点配网节能平台，主营电网运营和配电网节能两大业务。2024年度，公司完成售电量34.64亿千瓦时，实现营业收入31.17亿元，其中电网运营/配电网节能收入占比分别为64%/36%，毛利占比分别为26%/74%，毛利率分别为8.16%/41.9%。
- **资产负债率逐年下降，重视股东分红。**公司资产结构健康稳健，资产负债率由2018年末的69.01%持续优化至2024年末的18.36%，2025年三季度末进一步降至14.63%，财务风险较低；账面货币资金逐年增长，2025年三季度末增至29.26亿元，占总资产比重超45%，充裕现金既保障资本开支与产业扩张顺利推进，也支撑分红能力持续提升，2024年现金分红总额1.61亿元、股利支付率升至31.36%，同比提升1.07个百分点，股东回报意愿突出。
- **国网综能作为国家电网全资子公司，承担国家电网综合能源服务战略性新兴产业发展主体责任。**国网综合能源服务集团有限公司成立于2013年1月，是国家电网公司全资子公司，2025年末，集团管理31家全资和控股子公司，资产总额近400亿元，具备综合能源服务规划设计、系统集成、投资建设、运行维护、评估评价的全产业链能力。2025年以来，集团围绕能效服务、节能降碳、电碳融合、新型储能等重点领域快速发展，推动资产运营、能源交易、新兴服务业务落实落地。
- **电网运营：主要供电重庆涪陵区，电量有望持续增长。**涪陵电力拥有完善的供电网络，电网运营主要集中于重庆市涪陵区行政区域，电力来源主要是通过联网线路从国网重庆市电力公司等单位趸购电量。2024年公司售电量34.64亿千瓦时，同比增长7.3%，售电价0.6437元/千瓦时（2023年为0.6489元/千瓦时）。涪陵区为重庆主要工业基地，“十五五”期间区域工业有望较快增长，预计带动电力需求稳步提升，为公司电网业务盈利提供支撑。
- **配电网节能：类债模式为用户提供节能效益，未来新增项目有望逐步落地。**公司配电网节能业务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，截至2024年底已覆盖全国20个省、市、自治区。
- **背靠国网体系，在新型电力系统建设浪潮中具备广阔业务空间。**公司积极布局新型储能业务，该行业正处于高速发展阶段，公司凭借集团平台资源优势，在新兴业务领域具备扎实发展基础。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为5.2、6.1、6.9亿元，同比增速分别为0.17%、18.54%、13.13%，当前股价对应的PE分别为37、31、28倍。我们选取南网能源、三峡水利、南网储能作为可比公司，2026年可比公司最新平均PE为36倍。考虑到涪陵电力未来成长性较高，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**供电量存在不确定性；供电电价存在波动；新增项目进展存在不确定性。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,442	3,117	3,195	3,633	4,031
同比增长率（%）	-3.36%	-9.46%	2.52%	13.71%	10.97%
归母净利润（百万元）	525	514	515	611	691
同比增长率（%）	-14.32%	-2.07%	0.17%	18.54%	13.13%
每股收益（元/股）	0.34	0.33	0.34	0.40	0.45
ROE（%）	10.54%	9.69%	9.10%	10.04%	10.54%
市盈率（P/E）	36.27	37.04	36.97	31.19	27.57

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,751	3,346	3,882	4,504
应收票据及账款	542	713	811	900
预付账款	1	1	1	1
其他应收款	5	7	8	9
存货	1	1	1	1
其他流动资产	18	12	14	15
流动资产总计	3,319	4,080	4,717	5,431
长期股权投资	126	131	135	140
固定资产	2,898	2,599	2,563	2,488
在建工程	69	351	328	305
无形资产	41	43	50	56
长期待摊费用	3	3	2	2
其他非流动资产	49	59	67	73
非流动资产合计	3,187	3,186	3,145	3,065
资产总计	6,506	7,266	7,862	8,496
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	959	1,352	1,508	1,647
其他流动负债	182	196	218	239
流动负债合计	1,141	1,548	1,726	1,886
长期借款	8	7	6	5
其他非流动负债	46	46	46	46
非流动负债合计	54	53	52	51
负债合计	1,195	1,601	1,778	1,937
股本	1,537	1,537	1,537	1,537
资本公积	2,024	2,024	2,024	2,024
留存收益	1,750	2,104	2,523	2,998
归属母公司权益	5,311	5,665	6,084	6,558
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5,311	5,665	6,084	6,558
负债和股东权益合计	6,506	7,266	7,862	8,496

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	514	501	597	677
折旧与摊销	806	626	665	705
财务费用	-40	-10	-12	-15
投资损失	-5	-5	-5	-5
营运资金变动	326	240	78	68
其他经营现金流	-12	16	16	16
经营性现金净流量	1,590	1,368	1,339	1,447
投资性现金净流量	-2,565	-622	-622	-622
筹资性现金净流量	-250	-152	-180	-203
现金流量净额	-1,225	594	537	622

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,117	3,195	3,633	4,031
营业成本	2,481	2,561	2,855	3,118
税金及附加	7	7	8	8
销售费用	2	2	3	3
管理费用	120	89	127	173
研发费用	0	0	0	0
财务费用	-40	-10	-12	-15
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	52	53	60	67
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	5	5	5	5
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	4	4	4	4
营业利润	607	608	722	818
营业外收入	14	14	14	14
营业外支出	6	6	6	6
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	615	616	730	826
所得税	101	101	119	135
净利润	514	515	611	691
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	514	515	611	691
EPS(元)	0.33	0.34	0.40	0.45

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-9.46%	2.52%	13.71%	10.97%
营业利润增长率	-1.81%	0.17%	18.79%	13.28%
归母净利润增长率	-2.07%	0.17%	18.54%	13.13%
经营现金流增长率	40.83%	-13.93%	-2.16%	8.10%
盈利能力				
毛利率	20.39%	19.86%	21.43%	22.65%
净利率	16.51%	16.13%	16.81%	17.14%
ROE	9.69%	9.10%	10.04%	10.54%
ROA	7.91%	7.09%	7.77%	8.13%
估值倍数				
P/E	37.04	36.97	31.19	27.57
P/S	6.11	5.96	5.24	4.73
P/B	3.59	3.36	3.13	2.91
股息率	0.85%	0.85%	1.01%	1.14%
EV/EBITDA	-2	13	11	10

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。