

2026 年 08 月 24 日

证券研究报告·2026 年半年报点评

涪陵电力（600452）公用事业

当前价：9.03 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

应收回款释放减值压力，利润增长提速

投资要点

- **事件：**公司发布 2026 年半年度报告，1H26 实现营收 13.01 亿元，同比下降 8.17%；实现归母净利润 2.07 亿元，同比增长 23.91%；扣非归母净利润 2.04 亿元，同比增长 27.00%；26Q2 公司实现营业收入 6.55 亿元，同比下降 7.5%；归母净利润 7838 万元，同比上升 1.9%；扣非归母净利润为 7641 万元，同比上升 1.5%。
- **节能业务阶段性下滑，毛利率显著提升。**分业务看，配电网节能业务实现收入 4.17 亿元，下降 15.3%，主要系部分前期项目到期退出，新建项目增速同比放缓，收入规模略有下滑，从盈利能力看，节能业务毛利率 45.6%，同比+9.2pp，显示公司项目结构持续优化，高毛利项目占比提升，盈利质量进一步改善；传统电网业务方面，实现收入 8.83 亿元，同比小幅下降 4.4%，基本盘保持稳固。
- **应收款回款带动信用减值改善，Q1 贡献较为明显。**1H26 公司信用减值损失为 449.9 万元，同比改善 3379.8 万元。其中，Q1 信用减值损失为 637.5 万元，主要系节能业务应收款回款带动坏账准备冲回；Q2 信用减值损失转为-187.5 万元，较 Q1 有所回落，较上年同期仍明显改善。整体来看，随着前期长账龄节能业务应收款持续回收，公司信用减值压力较去年同期显著减轻，对上半年利润增长形成重要支撑。
- **电网业务稳健运营，深化和省电力、综能公司协同联动。**电网业务方面，公司加强主网规划，积极对接涪陵区国土空间规划，高质量完成“十五五”电网规划重点项目储备；配电网节能业务方面，公司正积极从单一配网节能向综合能源服务商转型，探索配微网、新型储能、零碳园区等新型业务，持续拓宽业务应用场景，加快项目储备，深挖市场增量空间。
- **盈利预测。**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 26-28 年归母净利润分别为 5.74 亿元/6.96 亿元/8.06 亿元，对应 EPS 分别为 0.37/0.45/0.52 元。
- **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	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	2996.22	3406.72	3892.76	4471.08
增长率	-3.86%	13.70%	14.27%	14.86%
归属母公司净利润（百万元）	393.27	574.17	695.94	805.52
增长率	-23.56%	46.00%	21.21%	15.75%
每股收益 EPS（元）	0.26	0.37	0.45	0.52
净资产收益率 ROE	7.00%	9.43%	10.48%	11.07%
PE	35.3	24.2	19.9	17.2
PB	2.47	2.28	2.09	1.91

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)	15.37
流通 A 股(亿股)	15.37
52 周内股价区间(元)	8.88-16.32
总市值(亿元)	138.75
总资产(亿元)	64.34
每股净资产(元)	3.72

相关研究

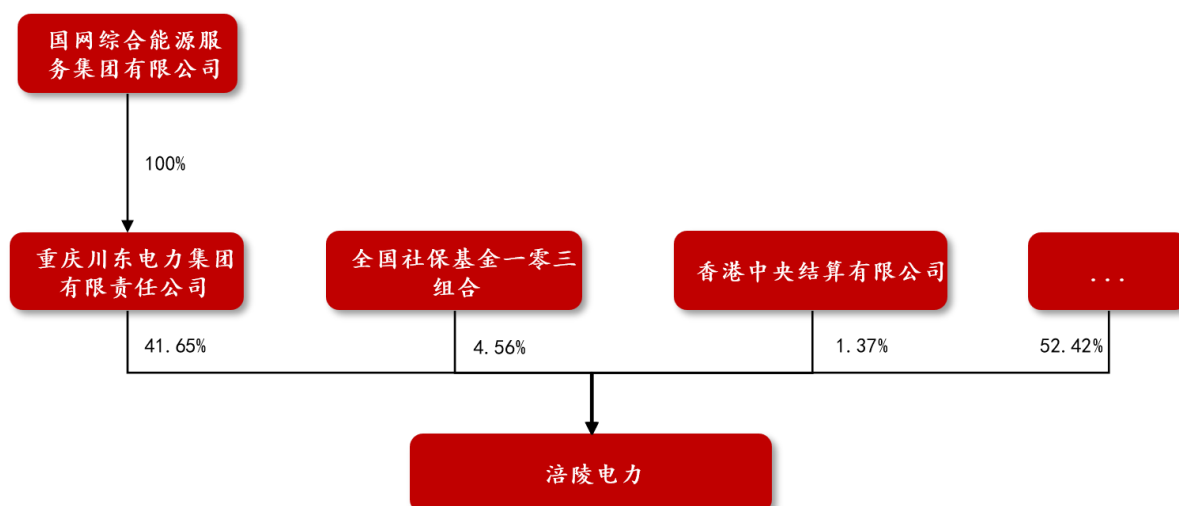
1 背靠国家电网，电网运营与配电网节能双轮驱动

1.1 国网控股上市企业，旗下唯一节能业务平台

公司是国网控股上市企业，受益于涪陵地区城镇化进程。公司主要从事为电网运营业务、配电网节能业务，公司供电区域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、重庆川东电力集团有限责任公司等单位趸购电量。配电网节能业务主要包括配电网能效管理系统、多级联动与区域综合治理、配电网节能关键设备改造等，目前已覆盖全国 20 个省、市、自治区。

国务院国资委为最终实控人。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（截至 2026 年半年报）

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

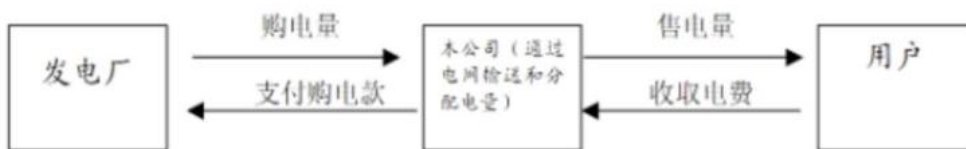


数据来源：公司公告，西南证券整理

深化和省电力、综能公司协同联动。配电网节能业务方面，公司积极探索配微网、新型储能、零碳园区等新型业务实施路径，及时跟进响应客户需求，持续拓宽业务应用场景，加快项目储备，深挖市场增量空间。深化与省电力公司、省综合能源公司协同联动，聚力推进重点区域项目前期工作。

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。

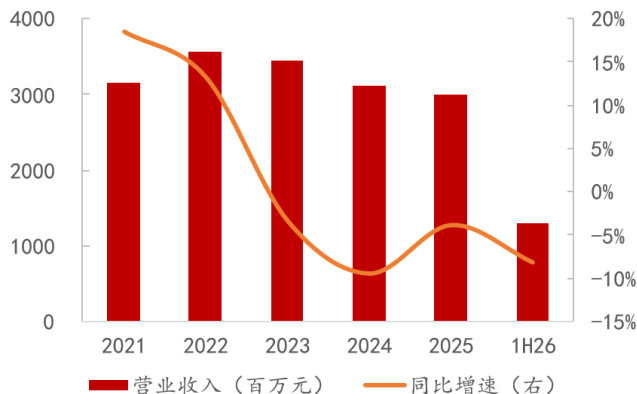
图 3：公司电网运营业务服务模式



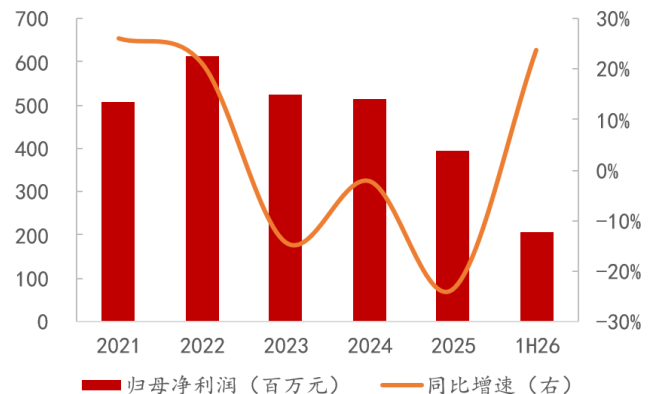
数据来源：公司官网，西南证券整理

1.3 财务分析：短期业绩承压，新项目拓展是关键

收入阶段性下滑，业绩显著提升。1H26 公司实现营收 13.01 亿元，同比下降 8.17%；实现归母净利润 2.07 亿元，同比增长 23.91%；扣非归母净利润 2.04 亿元，同比增长 27.00%；其中 26Q2 公司实现营业收入 6.55 亿元，同比下降 7.5%；归母净利润 7838 万元，同比上升 1.9%；扣非归母净利润为 7641 万元，同比上升 1.5%。

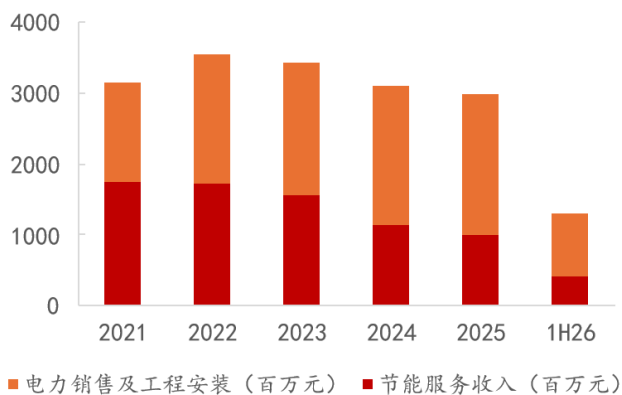
图 4：1H26 公司实现营业收入 13.0 亿元（同比-8.2%）


数据来源：Wind，西南证券整理

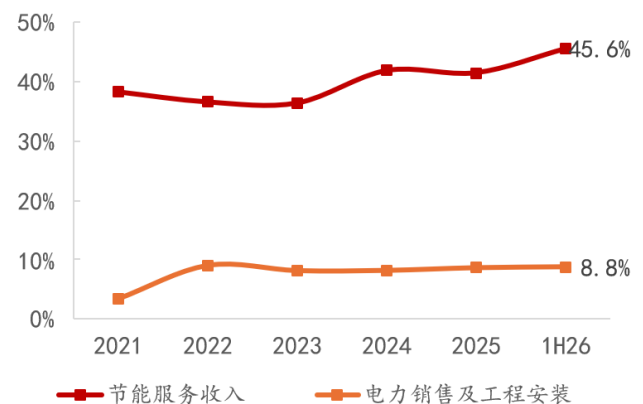
图 5：1H26 公司实现归母净利润 2.1 亿元（同比+23.9%）


数据来源：Wind，西南证券整理

分业务看，配电网节能业务是公司主要的利润来源，该业务完成资产收购后在 2021 年达到峰值，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。1H26 公司配电网节能业务实现收入 4.17 亿元，下降 15.3%，从盈利能力看，节能业务毛利率 45.6%，同比+9.2pp，显示公司项目结构持续优化，高毛利项目占比提升，盈利质量进一步改善；传统电网业务方面，实现收入 8.83 亿元，同比小幅下降 4.4%，毛利率 8.8%，同比+0.4pp，基本盘保持稳固。

图 6：1H26 公司实现节能服务收入 4.2 亿元（同比-15.3%）


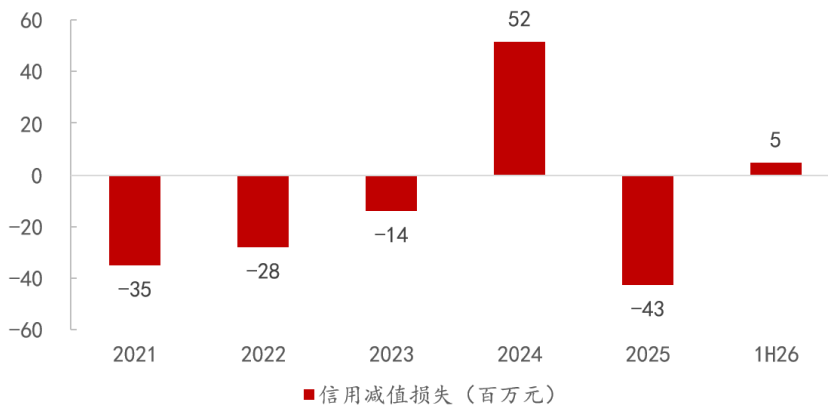
数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：1H26 公司节能服务毛利率达 45.6%（同比+9.2pp）


数据来源：Wind，西南证券整理

应收款回款带动信用减值改善，Q1 贡献较为明显。1H26 公司信用减值损失为 449.9 万元，同比改善 3379.8 万元。其中，Q1 信用减值损失为 637.5 万元，主要系节能业务应收款回款带动坏账准备冲回；Q2 信用减值损失转为-187.5 万元，较 Q1 有所回落，较上年同期仍明显改善。整体来看，随着前期长账龄节能业务应收款持续回收，公司信用减值压力较去年同期显著减轻，对上半年利润增长形成重要支撑。

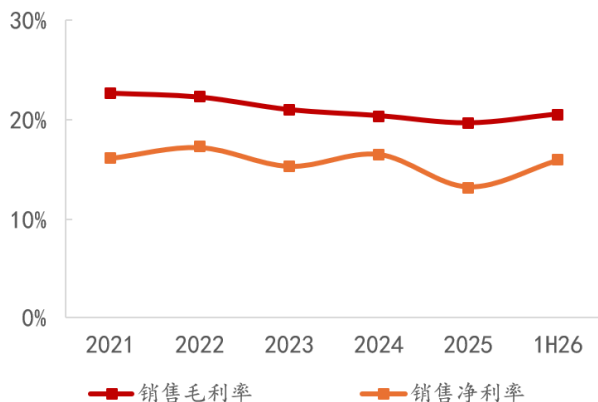
图 8：1H26 公司信用减值损失为 449.9 万元（同比改善 3379.8 万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

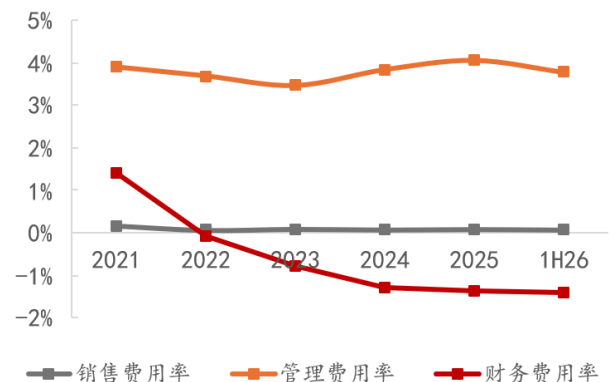
期间费用率较稳定，盈利能力回升。1H26 公司销售毛利率达 20.6%，同比+2.5pp，销售净利率达 15.9%，同比+4.11pp，期间费用率达 2.5%，同比提升 0.6pp，整体费用率保持稳定，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 0.1%/3.8%/-1.4%。

图 9：1H26 公司盈利能力回升



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：2021-1H26 公司费用端整体较为稳健



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 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，该区域经济高质量发展势头强劲，地方经济规模持续壮大、产业结构加速升级、城乡用电需求稳步提升，因此我们假设公司该业务板块保持 8% 的增速，假设 26-28 年毛利率稳定在 9.5%。

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，“十五五”期间，国家电网公司规划固定资产投资达 4 万亿元，电网投资力度持续加大，配电网作为能源流向终端用户的关键环节，其节能降损、高效运行、智慧升

级成为行业发展重点方向。因此我们假设该业务保持 25%的收入增速，假设 26-28 年毛利率稳定在 46%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 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		2025A	2026E	2027E	2028E
电力销售及工程安装业务	收入	1989	2148	2320	2506
	增速	0.1%	8.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	8.6%	9.5%	9.5%	9.5%
节能服务	收入	1005	1256	1570	1963
	增速	-10.9%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	41.5%	46.0%	46.0%	46.0%
其他	收入	2	2	2	2
	增速	-24.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	2996	3407	3893	4471
	增速	-3.9%	13.7%	14.3%	14.9%
	毛利率	19.6%	23.0%	24.2%	25.5%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取了主业相近的南网储能、南网能源作为可比公司。从 PE 的角度看，2026-2027 年两家公司平均 PE 为 34、30 倍。预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 34.1、38.9、44.7 亿元，归母净利润分别为 5.74、6.96、8.06 亿元，对应 PE 为 24、20、17 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。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
600995.SH	南网储能	12.24	0.53	0.57	0.62	0.69	23.79	21.40	19.77	17.82
003035.SZ	南网能源	5.73	0.09	0.12	0.14	0.17	50.07	47.08	40.47	34.13
平均值							36.93	34.24	30.12	25.97
600452.SH	涪陵电力	9.03	0.26	0.37	0.45	0.52	35.29	24.17	19.94	17.22

数据来源：Wind，西南证券整理（截至 8 月 24 日收盘数据）

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2996.22	3406.72	3892.76	4471.08	净利润	393.27	574.17	695.94	805.52
营业成本	2407.59	2624.09	2949.30	3329.35	折旧与摊销	680.19	434.78	466.00	507.67
营业税金及附加	6.92	7.86	8.99	10.32	财务费用	-41.12	-35.48	-44.87	-2.83
销售费用	2.43	2.76	3.15	3.62	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	121.41	138.05	157.74	181.18	经营营运资本变动	-512.40	248.85	-36.41	-14.24
财务费用	-41.12	-35.48	-44.87	-2.83	其他	409.09	-12.13	6.15	11.97
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	929.04	1210.19	1086.81	1308.08
投资收益	4.60	5.00	5.00	5.00	资本支出	372.31	-876.00	-1223.00	-1043.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1647.73	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	-1275.42	-871.00	-1218.00	-1038.00
营业利润	465.94	674.44	823.45	954.44	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	7.68	6.40	6.45	6.64	长期借款	0.00	50.00	50.00	50.00
利润总额	473.62	680.84	829.91	961.08	股权融资	47.78	0.00	0.00	0.00
所得税	80.35	106.67	133.97	155.56	支付股利	-138.29	-98.32	-143.54	-173.99
净利润	393.27	574.17	695.94	805.52	其他	-61.11	23.75	44.87	2.83
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-151.62	-24.57	-48.67	-121.15
归属母公司股东净利润	393.27	574.17	695.94	805.52	现金流量净额	-498.00	314.61	-179.86	148.93
资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2956.87	3271.48	3091.62	3240.55	成长能力				
应收和预付款项	580.34	671.34	748.92	868.15	销售收入增长率	-3.86%	13.70%	14.27%	14.86%
存货	1.33	1.38	1.58	1.78	营业利润增长率	-23.22%	44.75%	22.09%	15.91%
其他流动资产	34.30	21.88	24.57	28.26	净利润增长率	-23.56%	46.00%	21.21%	15.75%
长期股权投资	128.01	128.01	128.01	128.01	EBITDA 增长率	-18.63%	-2.83%	15.91%	17.25%
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	2574.59	3018.15	3777.48	4315.14	毛利率	19.65%	22.97%	24.24%	25.54%
无形资产和开发支出	38.31	36.12	33.93	31.73	三费率	2.76%	3.09%	2.98%	4.07%
其他非流动资产	82.52	82.38	82.24	82.10	净利率	13.13%	16.85%	17.88%	18.02%
资产总计	6396.27	7230.73	7888.35	8695.73	ROE	7.00%	9.43%	10.48%	11.07%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.15%	7.94%	8.82%	9.26%
应付和预收款项	595.70	918.89	959.70	1068.71	ROIC	10.78%	15.58%	16.02%	16.34%
长期借款	0.00	50.00	100.00	150.00	EBITDA/销售收入	36.88%	31.52%	31.97%	32.64%
其他负债	186.03	171.44	185.85	202.69	营运能力				
负债合计	781.72	1140.33	1245.55	1421.40	总资产周转率	0.46	0.50	0.51	0.54
股本	1536.54	1536.54	1536.54	1536.54	固定资产周转率	1.12	1.37	1.43	1.42
资本公积	2072.14	2072.14	2072.14	2072.14	应收账款周转率	4.83	4.85	4.94	4.97
留存收益	2003.40	2479.25	3031.65	3663.18	存货周转率	1801.40	1936.55	1993.57	1978.18
归属母公司股东权益	5614.55	6090.40	6642.80	7274.33	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.51%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	5614.55	6090.40	6642.80	7274.33	资产负债率	12.22%	15.77%	15.79%	16.35%
负债和股东权益合计	6396.27	7230.73	7888.35	8695.73	带息债务/总负债	0.00%	4.38%	8.03%	10.55%
					流动比率	4.92	3.83	3.55	3.40
					速动比率	4.92	3.83	3.54	3.40
					股利支付率	40.24%	17.12%	20.63%	21.60%
					每股指标				
					每股收益	0.26	0.37	0.45	0.52
					每股净资产	3.65	3.96	4.32	4.73
					每股经营现金	0.60	0.79	0.71	0.85
					每股股利	0.10	0.06	0.09	0.11
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	1105.01	1073.74	1244.58	1459.27					
PE	35.28	24.17	19.94	17.22					
PB	2.47	2.28	2.09	1.91					
PS	4.63	4.07	3.56	3.10					
EV/EBITDA	9.82	9.85	8.68	7.34					
股息率	1.00%	0.71%	1.03%	1.25%					

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。

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	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn