



民生领域品牌价值愈发彰显

—乐山电力（600644）深度报告

所属部门：行业公司部

报告类别：公司研究报告

报告时间：2022年8月15日

分析师：贺潇翔宇

执业证书：S1100522040001

联系方式：hexiaoxiangyu@cczq.com

北京：东城区建国门内大街28号民生金融中心A座6层，100005

深圳：福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000

上海：陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

成都：高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

❖ 公司简介及股权情况

公司发展电力等核心业务由来已久，以民生能源服务为主导的发展主线较为清晰，电站、水厂等民生服务资产稳健运营，并不断完善综合能源服务体系。公司股权结构较为分散，无控股股东和实际控制人。

❖ 公司主营及行业分析

2021年公司整体稳步发展，电力和天然气业务贡献主要的业绩增长。2022H1公司稳步增长态势持续，上半年实现营收14.89亿元，同比增长18.46%；实现归属母公司净利润0.86亿元，同比增长2.38%。四川省水电行业近年稳步发展，供应能力不断增强，乐山市产业经济发展的加快更带动了用电需求的增长。此外，天然气行业短期发展有所放缓，但长期来看仍具有相对较稳定的增长前景；自来水行业增长前景相对较弱，其业务上升空间或受制约。

❖ 公司竞争优势分析

公司的核心竞争优势是形成了较为稳固的以电力、燃气、自来水为主导的综合民生服务体系，品牌价值愈发彰显。电站、水厂、燃气管网等基础设施的投资积累为公司逐渐成为地方性的综合民生服务企业奠定了重要基础。

❖ 盈利预测

预计公司2022-2024年实现营业收入29.28/33.44/38.01亿元，实现归属母公司净利润1.37/1.59/1.82亿元，对应EPS分别为0.25/0.30/0.34元，对应2022年8月12日股价6.63元/股的PE分别为26.02/22.46/19.64倍。

❖ 风险提示

疫情波动程度超过预期、业务增长幅度低于预期、乐山地区发展前景低于预期

盈利预测与估值

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	2571.15	2927.58	3344.03	3801.16
+/-%	12.22%	13.86%	14.22%	13.67%
归属母公司净利润(百万)	117.61	137.21	158.93	181.72
+/-%	14.71%	16.66%	15.83%	14.34%
EPS(元)	0.22	0.25	0.30	0.34
PE	30.35	26.02	22.46	19.64

资料来源：iFind，川财证券研究所 注：预测参考日期为2022年8月12日

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



正文目录

一、	公司简介与股权情况.....	4
二、	主营分析.....	5
三、	行业情况分析.....	7
四、	公司竞争优势分析.....	9
五、	盈利预测.....	11
	风险提示.....	13

图表目录

图 1: 公司股权结构.....	4
图 2: 公司营业收入 (亿元) 及同比增速.....	6
图 3: 公司归属于母公司所有者的净利润 (亿元) 及同比增速.....	6
图 4: 公司扣除非经常性损益后的归属母公司净利润 (亿元) 及同比增速.....	6
图 5: 公司每股收益 (元/股) 及同比增速.....	6
图 6: 公司净资产收益率 (%) 及同比增速.....	6
图 7: 公司总资产 (亿元) 及同比增速.....	6
图 8: 乐山市 GDP (亿元) 及同比增速.....	7
图 9: 乐山市工业用电量 (亿千瓦时) 及同比增速.....	7
图 10: 四川近年各类能源发电量占比.....	7
图 11: 四川近年水力发电装机容量 (万千瓦) 及同比增速.....	7
图 12: 近年全国天然气消费量 (万吨标准煤) 及同比增速.....	8
图 13: 全国房地产开发投资累计同比 (%).....	8
图 14: 全国用水总量 (亿立方米) 及同比增速.....	8
图 15: 全国城市人均生活用水量 (升) 及同比增速.....	8
图 16: 近年我国节能服务业总产值 (亿元) 及同比增速.....	9
图 17: 近年我国光伏电站运维和检修市场规模 (亿元) 及同比增速.....	9
图 18: 近年公司售电量 (万千瓦时) 及同比增速.....	10
图 19: 近年公司发电量 (万千瓦时) 及同比增速.....	10
图 20: 公司近年电力销售收入 (亿元) 及其同比增速.....	9
图 21: 公司近年天然气销售收入 (亿元) 及其同比增速.....	9
图 22: 公司近年公司售气量 (万立方米) 及同比增速.....	10
图 23: 公司近年公司售水量 (万立方米) 及同比增速.....	10
表 1: 公司最新前十大股东情况.....	4
表 2: 公司 2021 年主营业务业绩情况.....	5



根据公司的股权结构、董事会、监事会人员组成情况，会议认为公司已不存在控股股东与实际控制人。截至2022年一季度，公司第一大股东为乐山国有资产投资运营（集团）有限公司，持股比例为19.24%；第二、第三大股东分别为天津渤海信息产业结构调整股权投资基金有限公司和天津中环资产管理有限公司，持股比例均为14.76%，与第一大股东相差不大。

二、 主营分析

2021年公司整体稳步发展，电力和天然气业务贡献主要的业绩增长。公司2021年电力业务实现营收17.54亿元，同比增长24.17%。公司在电力业务方面拥有水力发电站和独立的电力网络，受益于区域用电需求增长，2021年售电量同比增长了25.03%。公司2021年天然气业务实现营收4.55亿元，同比增长3.94%，公司天然气业务通过购销价差和安装服务获取收益，2021年售气量同比增长了7.19%。公司2021年电力和天然气业务收入合计占公司营收的85.92%，为公司主要的业绩来源。此外，公司综合能源业务在2021年实现营收1.28亿元，同比增长23.94%，为公司发展注入了新动力。公司自来水业务2021年实现营收1.61亿元，同比下降40.62%，主要是受房地产等关联性行业景气度不高的影响，公司自来水安装工程数量相应减少。

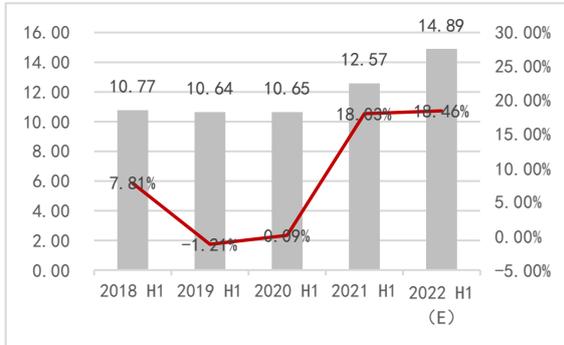
表 2： 公司 2021 年主营业务业绩情况

主营业务分行业情况						
分行业	营业收入（亿元）	YOY (%)	营业成本（亿元）	YOY (%)	毛利率 (%)	毛利率同比
电力业务	17.54	24.17	13.76	30.34	21.56	减少3.71个百分点
天然气业务	4.55	3.94	3.67	9.15	19.40	减少3.85个百分点
自来水业务	1.61	-40.62	1.21	-42.67	25.10	增加2.68个百分点
综合能源	1.28	23.94	0.90	23.94	29.58	减少1.36个百分点
主营业务分地区情况						
分地区	营业收入（亿元）	YOY (%)	营业成本（亿元）	YOY (%)	毛利率 (%)	毛利率同比
乐山（电力）	16.80	24.85	13.13	32.79	21.86	减少4.67个百分点
眉山（电力）	0.74	10.48	0.63	-5.80	14.72	增加14.74个百分点
乐山（天然气）	4.55	3.94	3.67	9.15	19.40	减少3.85个百分点
乐山（自来水）	1.61	-40.62	1.21	-42.67	25.10	增加2.68个百分点
乐山（综合能源）	1.28	23.94	0.90	23.94	29.58	减少1.36个百分点

资料来源：公司年报，川财证券研究所

2022H1公司业绩整体稳步增长态势持续。公司2022H1实现营业收入14.89亿元，同比增长18.46%；实现归属母公司净利润0.86亿元，同比增长2.38%；实现每股收益0.16元/股，同比增长2.63%。公司2022H1完成发电量26284万千瓦时，同比增长9.50%；完成售电量204901万千瓦时，同比增长14.61%；完成售气量9285万立方米，同比增长3.24%；完成售水量2918万立方米，同比增长21.14%。上半年受电价政策调整影响，公司电力业务利润端较为承压；但公司自来水业务市场拓展稳步开展，使得供应量和销售量齐增，其安装业务的精细化管理也得到提升，促使企业整体利润仍实现了小幅上涨。此外，公司投资布局的新兴业务如综合能源业务规模不断扩大，对公司业绩发展也做出了一定程度的贡献。

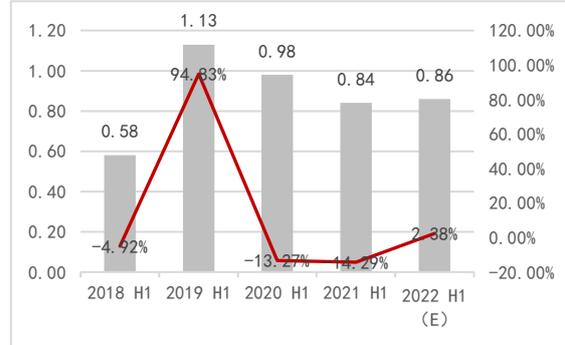
图 2：公司营业收入（亿元）及同比增速



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

注：22H1 数据来源为公司半年度业绩快报

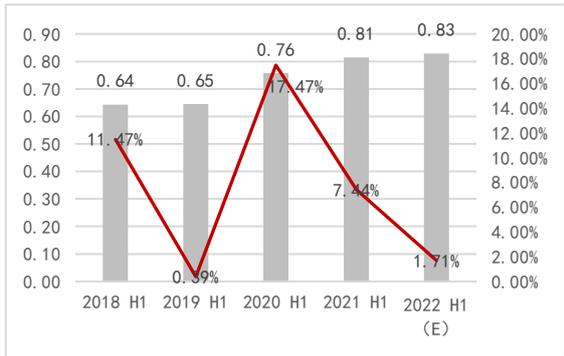
图 3：公司归属于母公司所有者的净利润（亿元）及同比增速



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

注：22H1 数据来源为公司半年度业绩快报

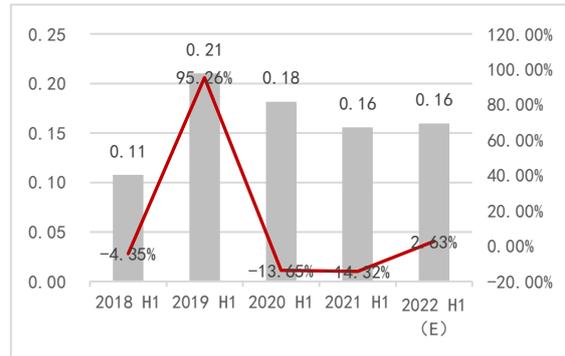
图 4：公司扣除非经常性损益后的归属母公司净利润（亿元）及同比增速



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

注：22H1 数据来源为公司半年度业绩快报

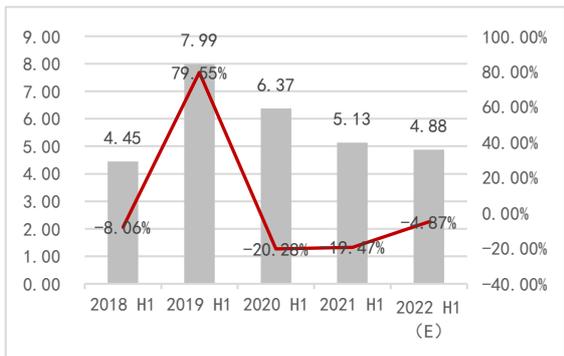
图 5：公司每股收益（元/股）及同比增速



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

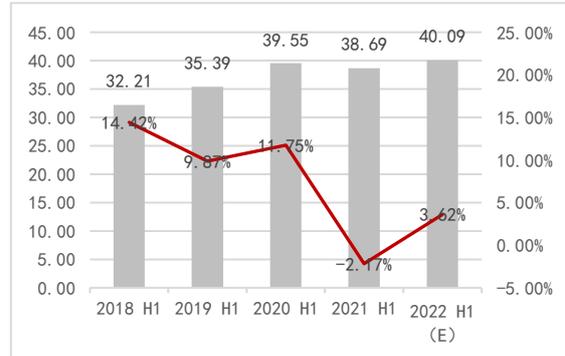
注：22H1 数据来源为公司半年度业绩快报

图 6：公司净资产收益率（%）及同比增速



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 7：公司总资产（亿元）及同比增速



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

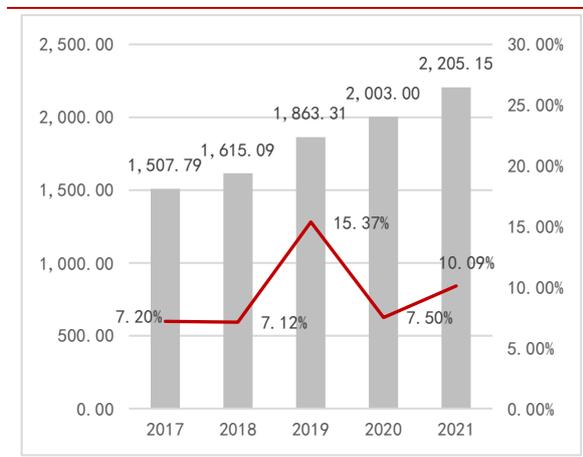
注：22H1 数据来源为公司半年度业绩快报

注：22H1 数据来源为公司半年度业绩快报

三、行业情况分析

乐山市近年产业经济稳健发展带动用电需求相应增长。近年乐山市在国内宏观经济环境较为承压的背景下，经济发展仍然实现了较为顽强的增长，2021年GDP增长至2205.15亿元，同比增速为10.09%，较2020年7.50%的增速实现了进一步提升。良好的经济发展势头带动乐山市工业用电量实现较快增长，2021年乐山市工业用电量上涨至217.63亿千瓦时，同比增幅为17.2%。近年来乐山市政府着力推动成渝双城经济圈互动发展，积极向外拓展开放，使得乐山地区的招商引资力度不断加大，对犍为、夹江、五通、峨眉等辖区用电量的增长起到了重要推动作用。

图 8：乐山市 GDP（亿元）及同比增速



资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 9：乐山市工业用电量（亿千瓦时）及同比增速

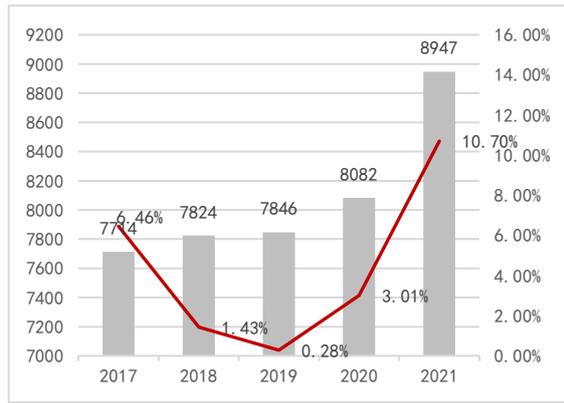


资料来源：乐山市统计局，川财证券研究所

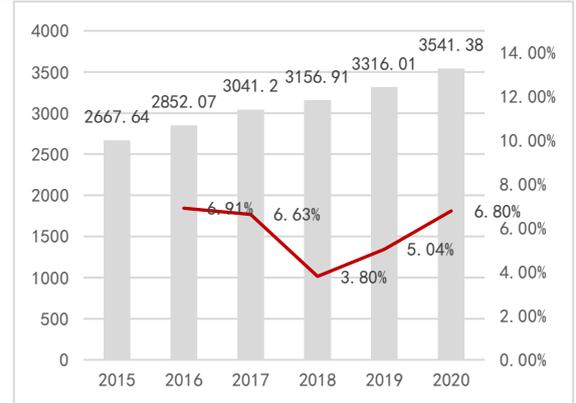
四川省水电行业发展近年呈现稳步增长态势。2021年四川省水力发电装机容量上涨至8947万千瓦，同比增长幅度显著提高至10.70%；2020年四川省水力发电量上涨至3541.38亿千瓦时，同比增长幅度同样提升至6.80%。四川省是我国水力发电资源较为丰富的省份之一，其得天独厚的自然资源优势结合我国推动碳中和发展的战略方针，预计四川省水力发电产业未来将实现进一步增长。

图 10：四川近年水力发电装机容量（万千瓦）及同比增速

图 11：四川近年水力发电量（亿千瓦时）及同比增速



资料来源: iFinD, 四川省统计局, 川财证券研究所

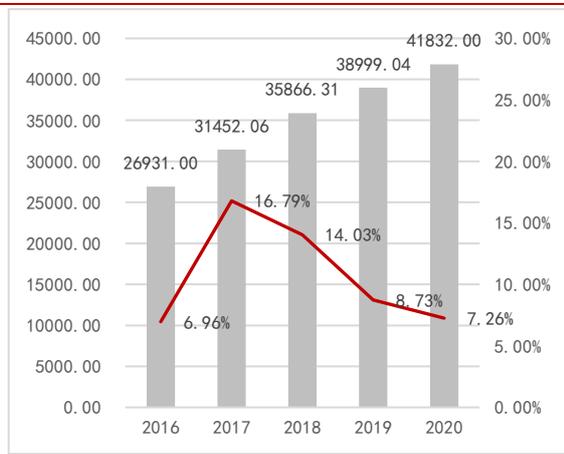


资料来源: iFinD, 川财证券研究所

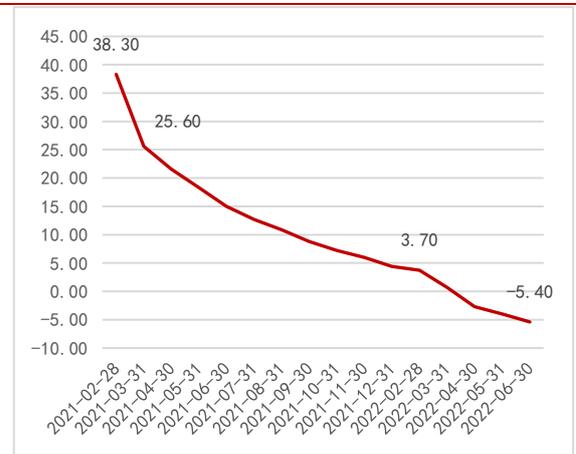
天然气行业短期发展有所放缓,但长期来看仍具有相对较稳定的增长前景。天然气具备热值较高、有害物含量较低、碳排放较低等特性,是重要的清洁能源之一。2020年我国天然气消费量的同比增速为7.26%,相比2019年涨幅有所下降。从短期来看,受近年疫情和房地产行业景气度不高等因素影响,天然气安装市场有所萎缩,对相关业务的盈利空间形成了一定程度的压缩。从长期来看,天然气作为清洁能源满足我国绿色经济发展的时代需要,对实现碳中和目标有着重要推动作用,为其行业长期发展奠定了重要逻辑支撑。

图 12: 近年全国天然气消费量 (万吨标准煤) 及同比增速

图 13: 全国房地产开发投资累计同比 (%)



资料来源: iFinD, 川财证券研究所

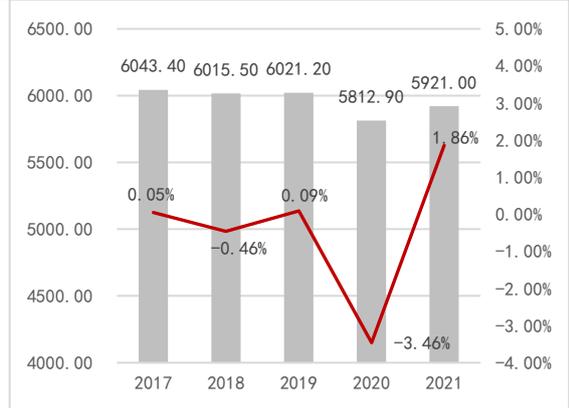


资料来源: iFinD, 川财证券研究所

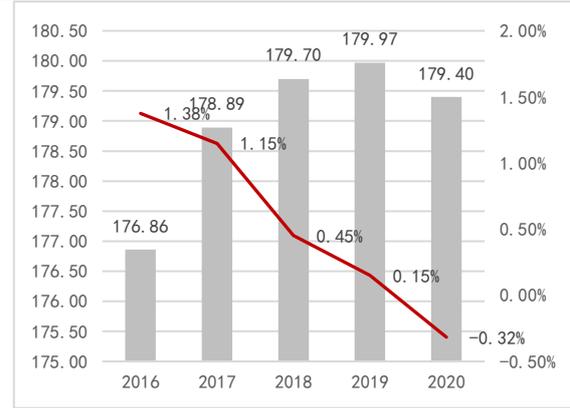
自来水行业增长相对较缓,对业务上升前景形成一定程度的制约。2021年我国社会用水总量为5921亿立方米,同比增长虽仅有1.86%,已是近五年增速的峰值水平;2020年我国城市人均生活用水量为179.40升,同比下降0.32%,增速延续近年持续下滑之势。系列数据反映出自来水行业扩张动能的缺乏,这主要是由于我国近年资源节约型社会的推动和城镇化渗透速度相对放缓所致,使得供水市场增长趋于平缓,相关业务发展空间相应收窄。

图 14: 全国用水总量 (亿立方米) 及同比增速

图 15: 全国城市人均生活用水量 (升) 及同比增速



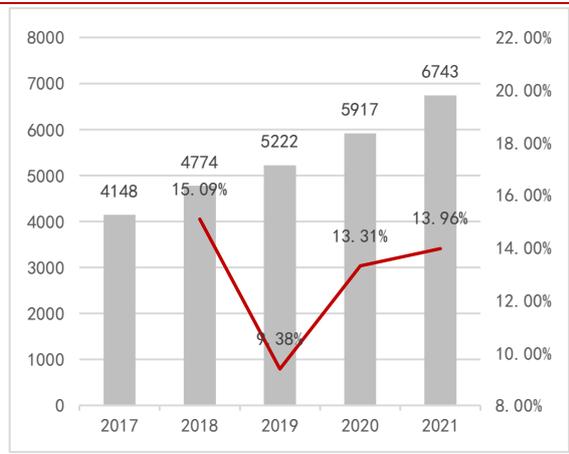
资料来源：iFinD，川财证券研究所



资料来源：iFinD，川财证券研究所

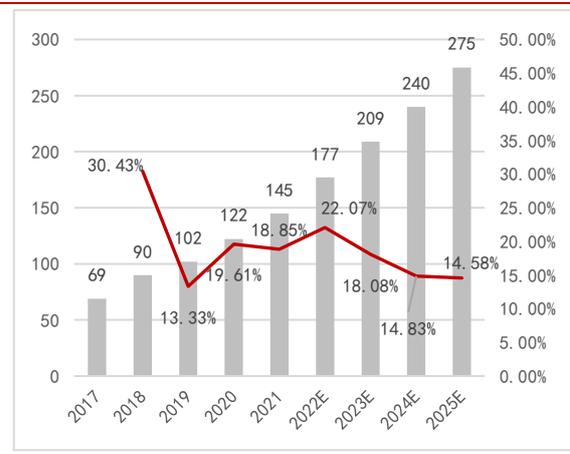
随着清洁能源重要性不断提升，我国综合能源服务行业迎来了加速发展阶段。据华经产业研究院数据统计，我国节能服务业总产值位居世界第一，2021年产值达到6743亿元，同比增速为13.96%；我国光伏电站运维和检修的市场规模近年来也不断提升，2021年的同比增速为18.85%，预计到2025年仍可保持在14.58%的规模增速。我国近年来坚定推动“碳达峰碳中和”国家战略目标的实现，显著推动了清洁能源替代、工业节能减排等领域业态的加速发展，促进了综合能源服务市场的扩张。

图 16：近年我国节能服务业总产值（亿元）及同比增速



资料来源：华经产业研究院，川财证券研究所

图 17：近年我国光伏电站运维和检修市场规模（亿元）及同比增速



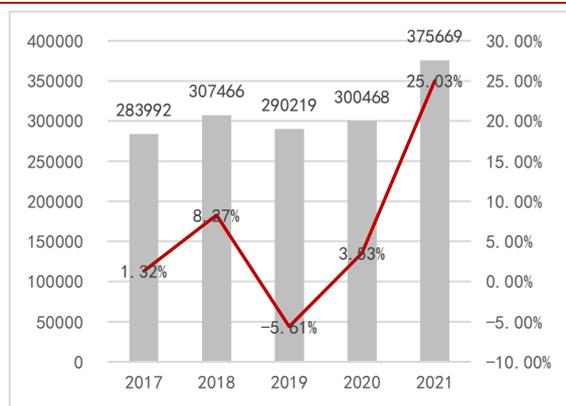
资料来源：华经产业研究院，川财证券研究所

四、 公司竞争优势分析

公司的核心竞争优势是形成了较为稳固的以电力、燃气、自来水为主导的综合民生服务体系，品牌价值愈发彰显。1) 在电力业务方面，公司依托自然资源优势及电力基础设施优势，正愈发表现出稳健增长态势。公司自有及并网的电站装机容量共71.67万千瓦，其中水电装机容量40.83万千瓦，占总装机容量的56.97%。水能资源是重要的可再生能源，乐山靠近岷江、大渡河、青衣江，水资源较为丰富。公司通过多年积累已拥有较为成熟的骨干电网，其中110千伏的线路44条、35千伏的线路94条，截止2021年末拥有电力用户49.45万户。公司2021年售电量达375669万千瓦时，同比增速为25.03%，增长幅

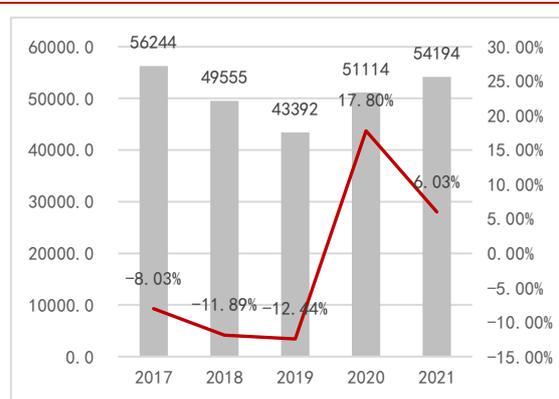
度创近五年新高。公司2021年发电量达54194万千瓦时，同比增速为6.03%。公司2021年电力销售收入达17.54亿元，同比增速显著反弹至24.13%。乐山区域内稳固的电力事业基础为公司持续提供较为稳定的收入来源。

图 18：近年公司售电量（万千瓦时）及同比增速



资料来源：iFinD, 川财证券研究所

图 19：近年公司发电量（万千瓦时）及同比增速



资料来源：iFinD, 川财证券研究所

图 20：公司近年电力销售收入（亿元）及其同比增速



资料来源：iFinD, 川财证券研究所

图 21：公司近年天然气销售收入（亿元）及其同比增速

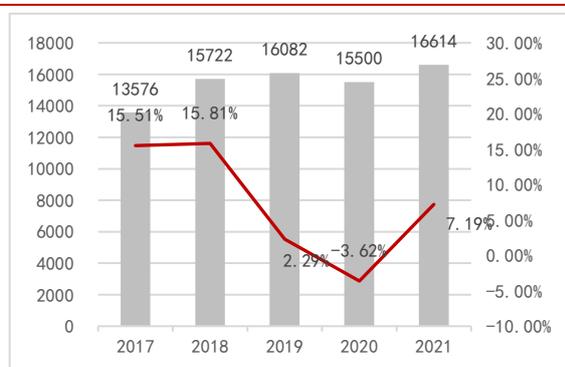


资料来源：iFinD, 川财证券研究所

2) 在燃气业务方面，公司依托成熟的燃气管网体系服务辖区内广大终端用户，推动公司能源服务业务实现拓展。公司拥有城市燃气输供管线逾1200公里、调压站7座、燃气

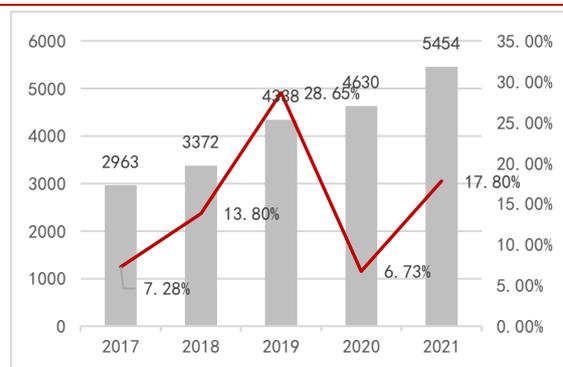
用户38.11万户。2021年公司天然气销售收入为4.55亿元，同比增长3.88%，增速水平较2017年的18.34%有明显下降但仍高于2020年-5.19%的增速。2021年公司售气量达16614万立方米，同比增长7.19%。

图 22：公司近年公司售气量（万立方米）及同比增速



资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 23：公司近年公司售水量（万立方米）及同比增速



资料来源：iFinD，川财证券研究所

3) 在自来水业务方面，公司依托稳定运营的水厂设施等资源进一步加深了其作为综合型民生服务企业的品牌价值和形象。公司拥有四座水厂，供水能力可达24万立方米/日，DN75以上的供水管道逾662公里，自来水用户24.04万户。2021年公司售水量达5454万立方米，同比增长17.80%，延续了近年持续上涨的态势并且增长速度有所反弹。

五、盈利预测

公司是以电力、天然气、自来水供应为主营业务的地方性民生能源服务企业。受益于用电需求增长，公司电力业务稳步增长趋势较为明显。天然气和自来水相关业务受行业周期等因素影响，增长动能相对较平缓。我们预计公司2022-2024年实现营业收入29.28/33.44/38.01亿元，实现归属母公司净利润1.37/1.59/1.82亿元，对应EPS分别为0.25/0.30/0.34元，对应2022年8月12日股价6.63元/股的PE分别为26.02/22.46/19.64倍。



风险提示

疫情波动程度超过预期：当前我国虽然疫情管控总体较为平稳，但仍有局部地区存在疫情起伏，若后续再次出现病毒的变异及大规模扩散，或将影响产业经济发展势头，进而影响社会用电需求。

业务增长幅度低于预期：公司主营业务所处的行业为电力、天然气和自来水供应，而天然气和自来水行业近来增长趋势均较缓慢，或对公司整体业务增长幅度形成一定程度的制约。

乐山地区发展前景低于预期：电力是公司第一大核心业务，其需求增长与乐山地区工业、社会经济活跃度高度相关，因此若乐山市的发展前景不及预期，或将对公司电力业务增长的持续性形成一定程度的影响。

川财证券

川财证券有限责任公司成立于 1988 年 7 月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。



分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明