



# 天时地利人和，四海八荒发电侧改革第一股

## 投资要点

- **推荐逻辑:** 1、电改加速，行业变革大势所趋。2、公司为重庆稀缺厂网合一资源，独具区域优势。实际控制人水利部综合事业局需政企分家，公司发展核心逻辑在三峡集团入驻为二股东后重置，二次飞跃启动，背靠三峡集团公司剑指国内一流售电企业。目前三峡集团全力推进重庆四网融合，打造“三峡电网”，三峡水利作为其在重庆唯一上市平台，想象空间巨大。若核心逻辑兑现，公司将有望从地方小水电企业转型为售电平台，开拓万州、重庆及外地市场，成为发电侧改革第一股。3、基本面重置后公司盈利弹性巨大，中短期外购电替代后利润弹性约 1 亿 (40%弹性)，中长期有 5-10 倍以上利润空间，格局高远，有潜力成长为重庆区域乃至全国性售电企业龙头，长期 300 亿市值可期。
- **地方厂网合一稀缺资源，基本面扎实盈利能力持续提升。** 公司为重庆稀缺地方厂网合一小水电公司，现有装机 22.8 万千瓦时，在建 3.46 万千瓦装机，覆盖重庆市万州区 80% 以上面积，50% 以上供电，为三峡库区重要电力支撑点，内生基本面扎实，近几年利润持续创新高。受制于电源不足，公司高成本的外购电占比超过 60%，制约盈利水平，现有业务在装机逐步投产后达发展天花板。
- **电改大势所趋，解决弃水问题及市场化电力交易等带来新机遇。** 电改加速，售电业绩逐步放开，清洁能源如水电发展迎来新契机，具市场化竞争优势。重庆经济和电力消费基础雄厚，电力缺口大，电改启动较早，市场化交易逐步放开，政府背书支持电改以期降低电价、壮大工商业基础，外环境天时地利人和。
- **三峡集团入驻，踏电改+国改春风，二次飞跃剑指一流售电企业。** 我们假设测算基本面，四阶段讨论后我们认为 1) 若三峡电站水电替代公司外购电，利润弹性 1.06 亿元 (2016 年净利润 2.3 亿元)，对应公司净利润达 3.25 亿元 (+40%空间); 2) 四网融合若顺利整合进入公司，则对应聚龙电力和乌江电力约 3.5 亿盈利增量，公司净利润预计提升至 5.7 亿元，若考虑乌江和聚龙的外购电源置换，尚有 2.6 亿以上的利润空间，预计净利润提高至 8 亿元以上。3) 后续万州、重庆市场空间若进一步开拓，万州潜在利润空间约 2.5 亿元，公司净利润总量有望超 10 亿元，重庆电力市场若进一步放开，潜在 30 亿-60 亿的售电利润空间。4) 未来背靠三峡集团，剑指国内一流售电企业，有望全国范围开拓市场，转型纯售电企业，空间和市场更大，将有望成为国内售电企业龙头公司之一。综上，中短期我们看 3.3 亿元净利润，长期看 10 亿乃至更高净利润。
- **盈利预测与投资建议。** 现有条件下预计 2017-2019 年 EPS 为 0.28 元、0.33 元和 0.39 元，PE 为 48X、41X 和 34X。考虑短则 40%弹性，长则 5-10 倍利润空间及以上，四海八荒电改第一股的先发优势，长期看 300 亿市值，暂给予 17 年 60X 估值溢价，目标价 16.8 元/股。维持“买入”评级。

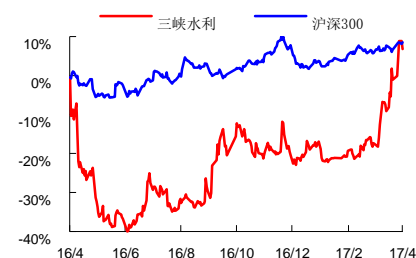
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1257.51	1345.95	1497.42	1680.41
增长率	-4.43%	7.03%	11.25%	12.22%
归属母公司净利润 (百万元)	231.31	276.77	325.72	388.27
增长率	11.64%	19.66%	17.68%	19.20%
每股收益 EPS (元)	0.23	0.28	0.33	0.39
净资产收益率 ROE	8.87%	9.74%	10.51%	11.41%
PE	57	48	41	34
PB	5.37	4.92	4.52	4.11

数据来源: Wind, 西南证券

## 西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷  
执业证号: S1250515090004  
电话: 023-67610701  
邮箱: wyting@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)	9.93
流通 A 股(亿股)	8.88
52 周内股价区间(元)	7.02-32.06
总市值(亿元)	132.47
总资产(亿元)	46.52
每股净资产(元)	2.47

## 相关研究

1. 三峡水利 (600116): 开启涅槃之旅，剑指国内一流售电企业 (2017-03-26)
2. 三峡水利 (600116): 国资委批复股权转让，有望打造为重庆售电平台 (2017-03-19)
3. 三峡水利 (600116): 股权理顺迈出关键一步，发展天花板有望打开 (2017-01-03)
4. 三峡水利 (600116): 前三季度利润微增，持续关注三峡集团后续动作 (2016-10-24)
5. 三峡水利 (600116): 三峡集团变相举牌，重点关注后续进展 (2016-09-18)
6. 三峡水利 (600116): 电力利润提升，勘察设计业务增长显著 (2016-08-14)

## 投资要件

### 关键假设

1、公司在建金盆水电站 2017 年投产，新长滩水电站 2018 年投产，来水良好。

2、电改加速推进，两江新区增量配网、乌江电力、聚龙电力等“四网融合”顺利，三峡水利作为集团重庆唯一上市公司，合理假设公司为四网合一的平台，三峡集团市场开拓的思路得到良好的执行和推进。

3、四张地方电网电源的高成本外购电得以顺利替换为低成本的三峡电力。

### 我们区别于市场的观点

1、市场已陆续认识到三峡集团的布局意图，但仍存在三峡集团推进四网融合后对公司潜在的利润弹性、市场空间分析不足。2、三峡集团能否成功切入重庆市场，布局重庆售电业务，从国网处获得利润和市场份额上市场仍存质疑，对公司能否成功转型为售电平台信心不足。3、对于公司股东水利部、重庆电力改革进度以及重庆政府态度等多方的动力和诉求认识不足。4、市场上普遍以简单 PE 估值法测算公司盈利预测，业绩预测高低不一，不足以反应公司价值，对于公司未来格局、三峡集团格局，发展定位预估不足。

综上，我们区别与市场观点主要表现在 1) 系统性梳理和测算了三峡集团入驻后公司潜在的盈利弹性和市场空间，分阶段讨论公司将能达到的盈利能力和规模，对潜在市场空间合理进行测算。2) 系统性分析了重庆政府、三峡集团及水利部各自诉求，鉴于涉及的央企及部委均存在迫切合作和改革需求，在电改加速、售电逐步放开趋势分明的大背景下，我们认为国网有可能退让部分利益，从而使三峡水利在电改启动下实现二次飞跃，背靠三峡集团及重庆市政府逐步成为全国一流的售电公司。3) 我们认为成长为平台的三峡水利有望在重庆地区与国网平分秋色，成为区域乃至全国性的售电龙头，前途光明，可行长远，以潜在 10 亿元以上利润考虑，市值空间看到 300 亿以上，给予估值溢价。

分四阶段讨论后我们认为：1) 外购电替换则 40% 净利润弹性；2) 四网融合后提高至 8 亿元以上净利。3) 测算万州潜在利润空间约 2.5 亿元，重庆潜在工业利润空间为 30 亿-60 亿元，即便 20% 以上份额均有巨大弹性。4) 未来全国范围开拓市场则空间更为巨大。综上，中短期看公司 3.3 亿元净利润，长期看到 10 亿元以上利润空间。

### 股价上涨的催化因素

四网合一实质推进；水利部国企改革推进；混改催化；电力改革启动催化。

### 估值和目标价格

现有条件下预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.28 元、0.33 元和 0.39 元，对应 PE 为 48X、41X 和 34X。考虑短则 40% 弹性，长则 5-10 倍利润空间，四海八荒发电侧改革第一股，有特殊意义和地位，长期具有成长为售电龙头的价值，我们长期看到 300 亿市值，暂时给予 17 年 60X 估值溢价，目标价 16.8 元/股。维持“买入”评级。

### 投资风险

来水波动风险；在建电站建设进度不及预期风险；三峡集团重庆资源整合不及预期风险；电力改革进展缓慢风险。

## 目 录

<b>1 公司概况：重庆地区小水电企业，厂网合一独具特色</b> .....	<b>1</b>
1.1 厂网合一，资质稀缺，区位优势显著 .....	1
1.2 公司业绩扎实稳健，盈利能力持续提升 .....	2
1.3 核心股权理顺，借三峡集团资源二次飞跃 .....	4
<b>2 电改大势所趋，行业红利持续释放</b> .....	<b>6</b>
2.1 多种因素推动电力改革 .....	6
2.2 电力改革配套政策落地，行必长远 .....	7
2.3 售电业务启动，犹待完善，道阻且长 .....	7
2.4 重庆经济基础佳，且存在较大电力生产缺口 .....	10
2.5 重庆电改起步较早，政府支持推进电力改革 .....	11
<b>3 背靠三峡集团剑指国内一流售电企业，潜在空间巨大</b> .....	<b>14</b>
3.1 三峡电站电力资源丰富，成本极具优势 .....	14
3.2 高成本外购电置换后利润空间显著 .....	14
3.3 四网合一顺利融合下，一次性打开潜在的数倍以上利润空间 .....	15
3.4 未来万州、重庆等地拓展市场后潜在规模更大 .....	18
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>20</b>
4.1 盈利预测 .....	20
4.2 绝对估值 .....	21
4.3 相对估值 .....	22
<b>5 风险提示</b> .....	<b>22</b>

## 图 目 录

图 1: 万州区生产总值增速.....	2
图 2: 万州经济开发区规划示意图.....	2
图 3: 公司营业收入增长情况.....	3
图 4: 公司归母净利润增长情况.....	3
图 5: 公司主营业务收入构成（单位：亿元）.....	3
图 6: 2016 年收入占比.....	3
图 7: 公司各业务毛利率水平.....	4
图 8: 公司期间费用率情况.....	4
图 9: 公司的股权结构.....	5
图 10: 全社会用电量变化情况.....	6
图 11: 工业用电量变化情况.....	6
图 12: 发电装机容量变化情况.....	6
图 13: 发电设备平均利用小时情况.....	6
图 14: “十三五”期间电力市场建设时间表.....	8
图 15: 售电公司的竞争力分析.....	9
图 16: 重庆市 GDP 增长良好.....	10
图 17: 第二、第三产业发展迅速（单位：亿元）.....	10
图 18: 工业用电增长较快.....	10
图 19: 工业用电占比较高.....	10
图 20: 重庆市电力结构（2015 年）.....	11
图 21: 重庆市存在较大电力缺口.....	11
图 22: 四网区域结构.....	15
图 23: 乌江电力股权结构.....	17
图 24: 涪陵聚龙电力股权结构.....	18

## 表 目 录

表 1: 公司电网资产情况 .....	1
表 1: 2011 年以来公司发售电量情况 .....	3
表 3: 公司前 10 大股东情况时间（2016 年年报） .....	5
表 4: 电力中长期交易的主要交易类型 .....	8
表 5: 重庆市电力改革进程 .....	11
表 6: 重庆市参与电力直接交易试点工作的电力用户和重庆已成立的售电公司 .....	13
表 7: 重庆市电价标准（单位：元/千瓦时） .....	13
表 8: 三峡电站外送电价 .....	14
表 9: 电力置换后公司利润空间 .....	14
表 10: 乌江电力、聚龙电力与公司资产和营收对比 .....	16
表 11: 乌江电力与三峡水利装机和上网电量对比 .....	17
表 12: 乌江电力利润弹性测算 .....	17
表 13: 售电量增长后公司利润空间 .....	18
表 14: 利润空间 .....	19
表 15: 公司业务收入预测（百万元） .....	20
表 16: 绝对估值假设条件 .....	21
表 17: FCFF 估值结果 .....	21
表 18: FCFF 估值敏感性分析 .....	21
表 19: 可比公司估值情况 .....	22
附表: 财务预测与估值 .....	23

## 1 公司概况：重庆地区小水电企业，厂网合一独具特色

公司于 1994 年注册成立，1997 年上市，是重庆市首家电力上市公司，从事发、供电业务，属地方创办的厂网合一的地电公司，为重庆最后一张上市电网，独具地方特色。公司拥有鱼背山、双河、赶场、长滩、杨东河等多个水力发电站，是三峡库区重要的电力负荷支撑点。公司还经营有水利水电工程勘察设计安装、节水设备安装销售、蒸汽销售业务。公司以“立足万州、面向全国，电为主业、多元发展”为总体发展战略，未来致力于打造“能源型、资源型”企业集团。

### 1.1 厂网合一，资质稀缺，区位优势显著

地方发供电企业，在建水电站陆续投产。截至目前，公司投产及在建的水电装机容量共计 26.24 万千瓦。其中，投产的水力发电厂总装机容量 22.78 万千瓦，在建金盆水电站、新长滩电站等电站总装机容量为 3.46 万千瓦，后续随在建电站陆续投产，装机容量和自发电量有望进一步提升，持续改善公司供电能力和调峰能力。

表 1：公司电网资产情况

电厂	装机容量 (万千瓦)	持股比例 (%)
鱼背山电厂	1.7	100
双河电厂	2.69	100
赶场电厂	3.75	100
长滩电厂	0.52	100
浓渡电厂	0.15	100
重庆市万州区恒丰水电设备工程有限公司	0.12	100
向家嘴电厂	1.26	88.89
杨东河水电站	4.8	100
峡门口电站	0.8	99.81
两会沱水电站	2	99.81
镇泉引水电站	2.5	99.81
芒牙河二级电站	2.49	55.56
投产合计	22.78	
金盆水	2.5	预计 2017 年 5 月投产
新长滩	0.96	预计 2018 年 4 月投产
在建合计	3.46	-

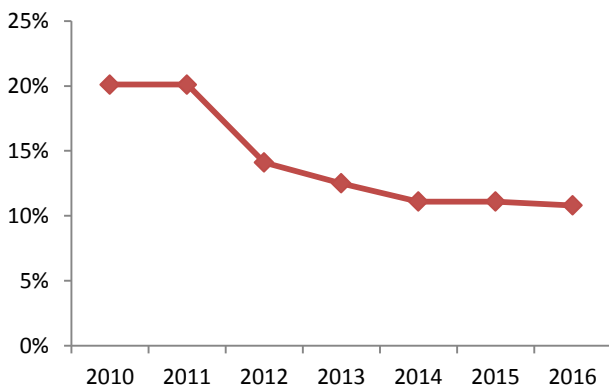
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司地方电网资产稀缺。截止 2015 年 3 月公司自有 10 千伏及以上电网线路合计 4199.9 公里，其中 110KV 主干网线路合计 471.7 公里；公司总变电能力为 1132.7 兆伏安。公司已基本形成了以 110KV 为主网架，35KV 为输电线路的地方电网络局，并实现了与重庆电网 110KV 线路联网，与恩施州 220KV 线路联网，并与地方小水电及周边的奉节、巫溪等县实现联网运行，与其他外部电网的连接使公司具备调峰和电力保障能力。目前公司自有电网覆盖万州区辖区内 10 个街办及 42 个乡镇，负责万州区 631 个村、社区居民委员会的电力供应，

供电覆盖面积占万州区的 80%，是三峡库区重要的电力负荷支撑点。

**区位优势显著，售电业务持续增长。**万州位重庆东北部，处三峡库区腹心，是三峡库区交通主要枢纽，重点拓展盐气化工、新材料、新能源、纺织服装、食品药品、机械电子等行业。近年来万州地区经济增长显著，年均 GDP 增速超过 10%，十二五期间地区生产总值年均增长 13.7%，达到 828.2 亿元，是十一五末的 1.7 倍，经济基础良好，增速强劲。根据万州区十三五规划，十三五期间万州地区生产总值年均增长 9% 左右，建成长江上游重要临港经济产业基地，长江上游滨水宜居旅游城市，渝东北地区科教文卫高地，三峡库区生态安全重要屏障。万州地区经济将有望延续较快增长态势，带动售电业务的稳步发展。

**图 1：万州区生产总值增速**



数据来源：统计局，西南证券整理

**图 2：万州经济开发区规划示意图**

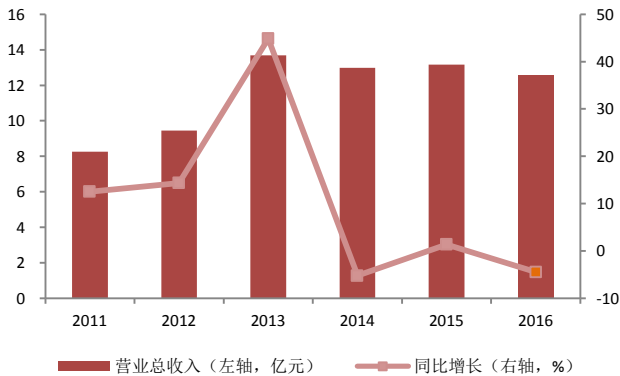


数据来源：官方网站，西南证券整理

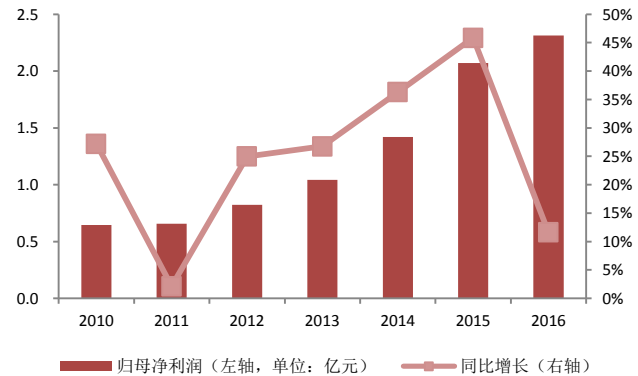
## 1.2 公司业绩扎实稳健，盈利能力持续提升

**公司业绩扎实，盈利能力不断提升。**2014-2016 年公司营业收入分别为 13.0 亿元、13.2 亿元和 12.6 亿元，同比分别增长-5.2%、1.4%和-4.4%；实现归母净利润 1.4 亿元、2.1 亿元和 2.3 亿元，同比增长 36.3%、45.9%和 11.6%，盈利水平持续增长，不断刷新新高。

2015 年公司业绩实现较大幅度主要系重庆地区来水量非常丰富，自发电量的提升以及外购成本的降低，导致电力盈利能力显著提高所致。2016 年公司盈利情况在收入略有下滑的基础上（主要系政策性电价下调等因素），通过降本增效、费用管控、提升公司电力利润及电力勘察设计利润等实现了盈利水平的再创新高。

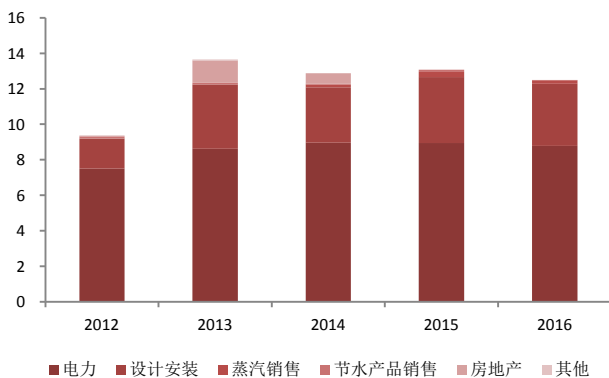
**图 3: 公司营业收入增长情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

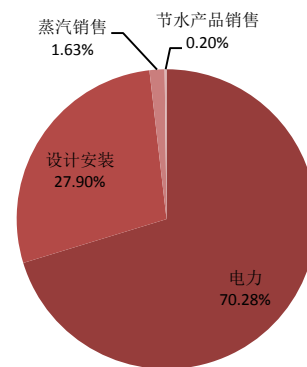
**图 4: 公司归母净利润增长情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司业务范围较广, 包括发电业、勘察设计与安装、蒸汽销售等业务, 历史上从事部分房地产业务 (2013-2014 年剥离), 总体以水力发电和售电为公司最主要业务。

**图 5: 公司主营业务收入构成 (单位: 亿元)**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 6: 2016 年收入占比**


数据来源: wind, 西南证券整理

电力销售业务为公司最主要的收入和利润来源, 2014-2016 年实现收入为 8.96 亿元、8.95 亿元和 8.79 亿元, 收入占比达 69%、68%和 70%, 贡献毛利 2.3 亿元、3.1 亿元和 2.8 亿元, 构成公司最主要的收入和利润来源。其中, 2016 年公司共完成上网电量 18.2 亿千瓦时, 同比增长 3.18%, 完成售电量 16.62 亿千瓦时, 同比增长 1.9%。在万州经济增速放缓情况下, 公司售电量和上网电量仍保持一定增长, 主营业务扎实。

**表 1: 2011 年以来公司发售电量情况**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
上网电量 (亿千瓦)	13.90	14.92	16.87	17.28	17.63	18.19
同比增长率 (%)	8.76	7.34	13.07	2.43	0.81	3.18
售电量 (亿千瓦)	12.57	13.39	15.31	15.67	16.31	16.62
增长率 (%)	8.27	6.52	12.99	2.35	2.64	1.9
电力收入 (亿元)	6.77	7.50	8.62	8.96	8.94	8.79
增长率 (%)	8.65	10.71	15.01	3.88	-0.07	-1.83

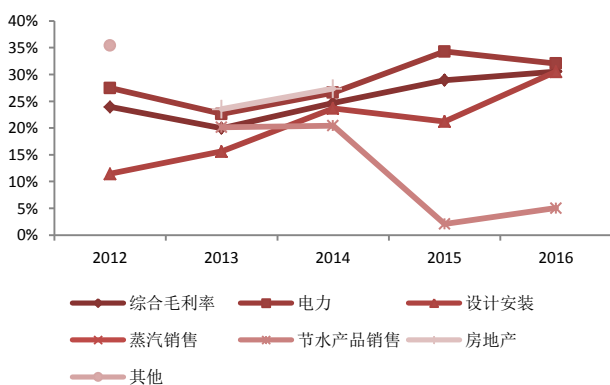
数据来源: 公司公告, 西南证券整理



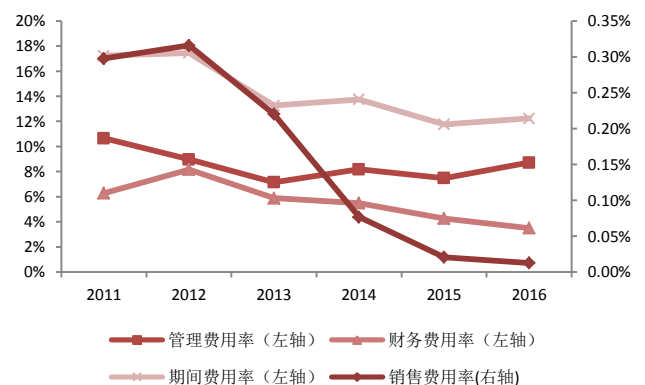
**电力勘察设计与安装业务为重要的利润增长点。**公司电力勘察设计与安装业务主要由公司全资子公司三峡水利电力建设公司承接，主要从事变电站、电网等配套资源的建设业务，与公司的项目建设相匹配。2014-2016 年该项业务实现收入为 3.1 亿元、3.7 亿元和 3.5 亿元，收入占比为 24%、28%和 28%，贡献毛利 0.7 亿元、0.8 亿元和 1.1 亿元，利润逐步提升，构成公司第二大收入和利润来源。

同时，农网建设推进带动该业务良好增长。国家发改委、能源局组织国家电网公司、南方电网公司以及地方电网企业，承担新增的农网投资项目的实施。国家能源局给予重庆市下达 2015 年中央新增农网改造升级中央预算内投资额 30 亿元，分别为国网重庆公司供区 26 亿、万州三峡水利供区 4 亿元，公司将是万州地区农网改造的设计、建造主体。农网升级改造建设工程，将对公司电力设计安装业务带来显著提升。叠加公司电网和配套电力设备的后续建设，该项业务将有望延续良好增长情况，成为公司重要的利润增长点和业绩弹性点。

**盈利能力和费用管控方面**，公司 2014-2016 年的综合毛利率分别为 24.7%、28.9%和 30.6%，盈利能力持续上升，主要系公司近几年电力销售业务自发电量的不断提升和外购成本降低、电力勘察业务利润上升等因素所致。公司 2014-2016 年的期间费用率为 13.8%、11.8%和 12.2%，期间费用率水平持续控制在非常低水平，费用管控能力强劲。

**图 7：公司各业务毛利率水平**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 8：公司期间费用率情况**


数据来源: wind, 西南证券整理

### 1.3 核心股权理顺，借三峡集团资源二次飞跃

公司目前总股本 9.93 亿股，其中无限售条件的流通股 8.88 亿股。第一大股东为新华水利控股集团，水利部综合事业局是公司实际控制人，持股比例为 24.09%。

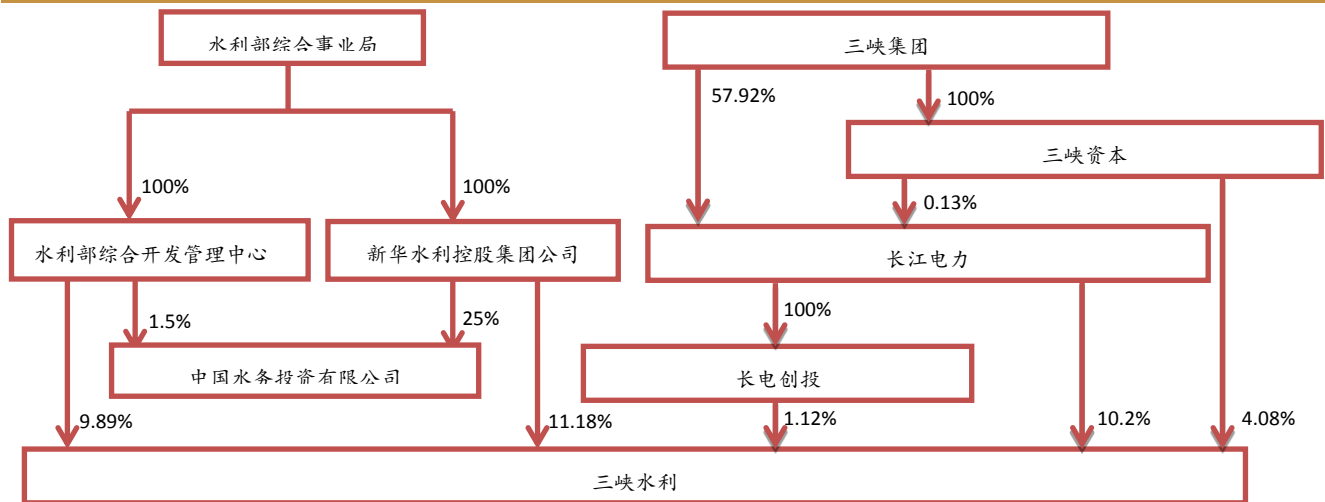
**公司历史上股权分散，近三年股权梳理持续推进。**公司实际控制人水利部综合事业局存在机制及运作不规范问题，有国企改革需求。2014-2015 年公司股东新华水利控股集团有限公司实际控制人易主为中国核建，下属新华水力发电近两年有所减持等，股权持续在梳理，但从大格局看，水利部综合事业局改制需求显著，国企改革、政企分开是必然趋势。

**2016 年起三峡集团入驻，股权整合完成关键一步，公司大格局清晰。**2016 年 9 月 12 日，三峡集团通过三峡资本和长电创新累计持股 5%，举牌三峡水利，举牌价格为每股 7.00-8.48 元，随后又增持 0.2% 股份。2016 年 12 月 29 日，重庆中节能将其持有的三峡水

利 10.2%股权转让给长江电力，每股转让价格 9.425 元，合计转让价格为 9.5 亿元。股权转让于 2017 年 3 月 17 日获得国资委批复，于 2017 年 3 月 31 日成功交割。三峡集团累计持股比例达到 15.4%，成为公司第二大股东，公司大格局清晰，目前主要有三峡集团及水利部两方为核心股东。我们认为水利部内生存在改革因素和需求，未来不排除三峡集团进一步提升在公司的股权比例，从而解决水利部控股的问题，也为三峡集团长远的售电业务布局，市场化推进电改奠定基础。

三峡集团格局高远，借力三峡集团公司开启二次飞跃。三峡集团是全国乃至全世界最大水电公司，规模体量庞大且格局高远，积极在全国布局售电业务力图电改启动后获得先发优势，在长江上游重庆地区介入三峡水利，一方面为三峡水利带来基本面重大变化，集团有能力为其提供丰富且低成本电源，为三峡水利后续开拓万州、重庆乃至全国市场给予重大资源、背景等支持，为三峡水利二次飞跃，剑指国内一流售电公司奠定基础。另一方面为三峡集团整合长江上下游电力业务，消纳其多余水电打开途径，解决其弃水的问题。此外，在三峡水利二次飞跃后也将分享其成长红利，因此对于双方而言符合各自核心利益和诉求。

图 9：公司的股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 3：公司前 10 大股东情况时间（2016 年年报）

排名	股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	新华水利控股集团公司	11100.0	11.18	限售流通 A 股,A 股流通股
2	中国长江电力股份有限公司	10125.6	10.20	A 股流通股
3	水利部综合开发管理中心	9820.8	9.89	A 股流通股
4	三峡资本控股有限责任公司	4053.1	4.08	A 股流通股
5	中国水务投资有限公司	3000.0	3.02	限售流通 A 股
6	长江水利水电开发总公司(湖北)	1479.4	1.49	A 股流通股
7	北京长电创新投资管理有限公司	1110.4	1.12	A 股流通股
8	新华水力发电有限公司	707.3	0.71	A 股流通股
9	高明明	482.2	0.49	A 股流通股
10	香港中央结算有限公司(沪股通)	447.4	0.45	A 股流通股
	合计	42326.2	42.63	

数据来源：公司公告，西南证券整理

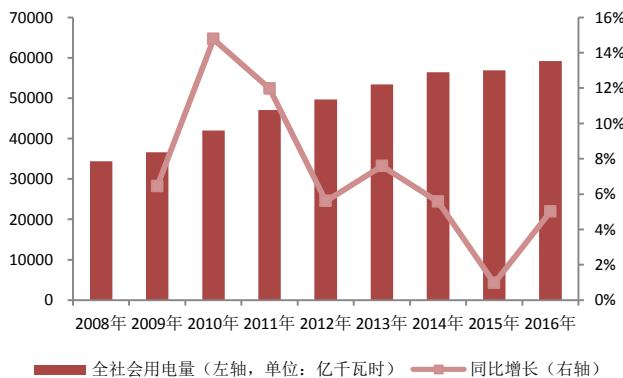
## 2 电改大势所趋，行业红利持续释放

我国目前电力环境具有结构复杂，电力供给过剩、供需不平衡、用电成本高企、弃水弃风弃光、电价不透明等多种问题，在此背景下电力改革一直持续推进，“9号文”出台后，本轮电改再次启动，一系列配套文件和试点快速落实，意在优化能源结构、还原电力商品、构建完善的电力市场。电改之路道阻且长，但长期趋势不变，存在迫切性，行业的红利将不断释放，为相关产业链公司带来新的发展机遇。

### 2.1 多种因素推动电力改革

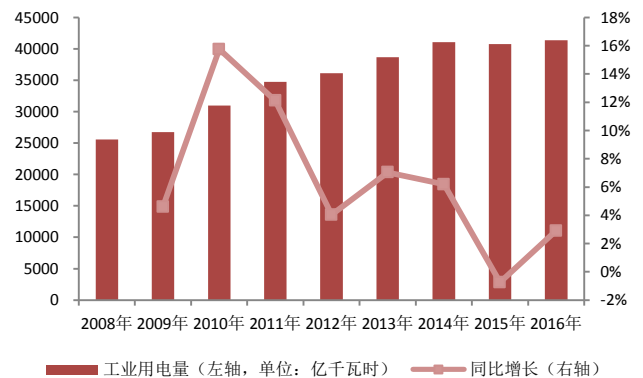
**电力需求增长放缓，供给相对过剩。**2015年全社会用电量56933亿千瓦时，同比增长0.96%，创出近年来增长率新低，2015年工业用电量40743亿千瓦时，同比增长-0.74%，首次出现工业用电负增长的情况，而发电装机容量保持在8%以上增速，显著高于用电增速。发电设备平均利用小时数逐年下滑，2016年发电设备利用小时3785小时，同比降低203小时，电力供给相对过剩的问题逐步显现。根据中电联发布的《2016-2017年度全国电力供需形势分析预测报告》，预计2017年全社会用电量同比增长3.0%，发电装机容量同比增长6.7%，合理预计全国电力市场仍将维持供需失衡状态。

图 10：全社会用电量变化情况



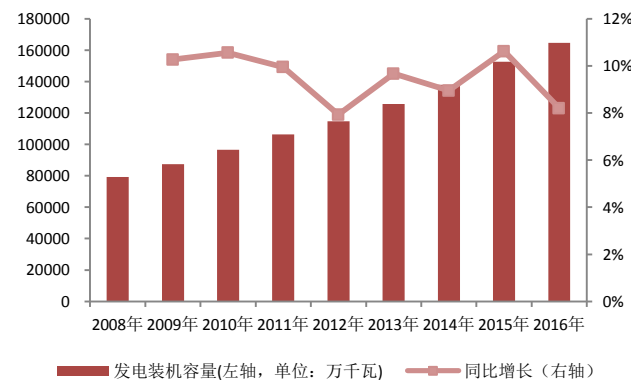
数据来源：中电联，西南证券整理

图 11：工业用电量变化情况



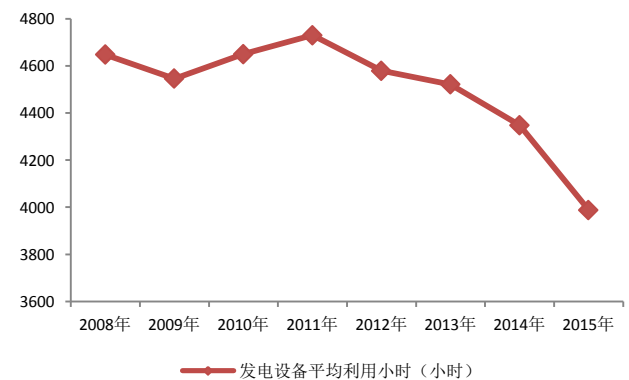
数据来源：中电联，西南证券整理

图 12：发电装机容量变化情况



数据来源：中电联，西南证券整理

图 13：发电设备平均利用小时情况



数据来源：中电联，西南证券整理

**市场化资源配置难以发挥作用。**我国东部地区用电需求大但电力资源相对匮乏，西部地区用电需求小但电力资源较为丰富，而发电企业和用户之间市场交易有限，市场配置资源的决定性作用难以发挥。从发电结构来看，节能高效环保机组难以充分利用，弃水、弃风、弃光现象时有发生。由于缺乏统计数据，仅以 2016 年为例，水电装机容量居全国第一的四川省弃水量达 260 亿千瓦时，同比增长 155%。我们认为对于新能源行业而言，本次电改是很好的契机，新能源将从单纯依靠政策补贴转向直接参与市场竞争，极大有利于行业的战略发展。

## 2.2 电力改革配套政策落地，行必长远

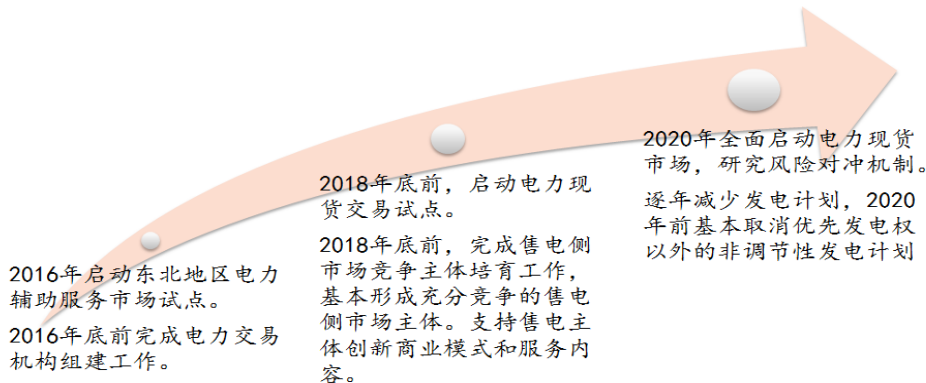
2015 年 3 月中共中央国务院印发《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》“9 号文”，新一轮电力改革正式启动。本轮电力体制改革的重点和路径可总结为“管住中间、放开两头”，主要体现为“3+1+1”。其中，“3”表示 3 个有序放开，即有序放开输配以外的竞争性环节电价，有序向社会资本开放配售电业务，有序放开公益性和调节性以外的发用电计划；两个“1”分别为推进交易机构相对独立和加强区域电网规划。

该文件是本轮电改的纲领性文件，提出重点要解决的问题包括：1) 还原电力商品属性，形成由市场决定电价的机制，以价格信号引导资源有效开发和合理利用；2) 构建电力市场体系，促进电力在更大范围内优化配置；3) 支持清洁能源发展，促进能源结构优化；4) 逐步打破垄断，有序放开竞争性业务，调动社会投资的积极性。5) 转变政府职能进一步简政放权，加强电力统筹规划。2015 年 11 月，6 部核心配套文件下发，标志着电改进入政策落地第二阶段。6 份文件重点回答了电网企业是否可以参与竞争性售电、发（配）售一体售电模式是否可行、如何界定增量配网等关键问题，进一步搭建起发、配、售侧的市场框架。其后的 2016 年，诸多细则陆续颁布，持续的催化行业结构性调整和电力服务升级。

电力商品具有较大的社会外部性，地方政府的调控在中短期内仍将存在，各方博弈或影响电改进程。电力作为一种商品具有很大的社会外部性。参考 Randall Spalding-Fecher 等学者 2003 年发表在《Enrgy Policy》上的研究成果，如果考虑到环境污染等外部成本，火电的用电成本将显著提升，工业用电成本提升约 40%，居民用电成本将提升约 20%。目前，尽管我国已有排污费制度，但随着雾霾天气的频繁爆发，火电的环境等社会成本正逐渐高升。因此，需要在电力交易制度上进行设计，来支持水电、风电等环境成本较小的清洁能源并网，而其中如何平衡好各个利益集团之间的利益，要求交易规则的设计者有较高的智慧。目前电力改革正步入深水区，观察各个试点地区，可以发现火电厂、水电厂、工业用电大户、地方政府财政间的博弈愈发明显，未来各地公布的电力交易规则值得关注。

## 2.3 售电业务启动，犹待完善，道阻且长

截止 2016 年底，电力市场建设的大方向和时间节点已确立。按照 2016 年 11 月国家发改委、能源局发布的《电力发展“十三五”规划》，我们整理了 2016-2020 年间电力市场建设相关目标的时间表。

**图 14：“十三五”期间电力市场建设时间表**


数据来源：《电力发展“十三五”规划》，西南证券整理

2015年11月，发改委发布了新电改六大配套文件中的4份（《关于推进售电侧改革的实施意见》、《关于推进电力市场建设的实施意见》、《关于电力交易机构组建和规范运行的实施意见》、《关于推进售电侧改革的实施意见》）都与电力市场交易有关，首次较为全面地规定了电力市场交易的主体、业务等。2016年12月，国家发改委、能源局印发了《电力中长期交易基本规则（暂行）》，提出电力中长期交易方式、偏差电量的处理方式及结算机制、辅助服务提供者的补偿方式等。

近期2017年4月10日，国家发展和改革委员会、国家能源局正式披露关于有序放开发用电计划，将1) 加快组织发电企业与购电主体签订发购电协议；2) 逐年减少既有燃煤发电企业计划电量；3) 新核准发电机组积极参与市场交易；4) 规范和完善市场化交易电量价格调整机制；5) 有序放开跨省跨区送受电计划；6) 认真制定优先发电计划；7) 允许优先发电计划指标有条件市场化转让；8) 引导其他购电主体参与市场交易；9) 参与市场交易的电力用户不再执行目录电价；10) 采取切实措施落实优先发电、优先购电制度。

**表 4：电力中长期交易的主要交易类型**

交易类型	概述
年度优先发电合同签订	根据确定的跨省跨区优先发电（含年度以上优先发电合同），相关电力企业在每年年度双边交易开始前协商签订次年年度交易合同（含补充协议），约定年度电量规模及分月计划、送受电曲线、交易价格等。
年度双边交易	每年12月初，电力交易机构通过交易平台发布次年度双边交易相关市场信息。市场主体经过双边协商形成年度双边交易的意向协议，并在年度双边交易闭市前，向电力交易机构提交意向协议。
年度集中竞价交易	每年12月中旬，电力交易机构通过技术支持系统发布次年度集中竞价市场相关信息。年度集中竞价交易开始后，发电企业、售电企业和电力用户通过技术支持系统申报分月电量、分月电价。年度集中竞价交易原则上分月申报、分月成交。
月度双边交易	每月上旬，电力交易机构应通过交易平台发布次月双边交易相关市场信息。市场主体经过双边协商形成月度双边交易，并且在月度双边交易市场闭市前，通过技术支持系统向电力交易机构提交意向协议。
月度集中竞价交易	每月中下旬，电力交易机构通过技术支持系统发布次月集中竞价市场相关信息。月度集中竞价交易开始后，发电企业、售电企业和电力用户通过技术支持系统申报电量、电价。电力交易机构于每月月底前发布汇总后的交易结果。

数据来源：《电力中长期交易基本规则（暂行）》，西南证券整理

广东省是全国首批售电侧改革试点城市，其进度走在全国前列。在目前其他省市具体细则不明朗的情况下，可通过管中窥豹，观察出我国未来电力市场建设的可能的形态。

2017年1月17日，《广东电力市场交易基本规则（试行）》正式印发，对2016年的交易规则进行修正。相对于老规则，最大的亮点在于一定程度上放开了对于“量”和“价”的管制：

市场集中竞价交易的规模由市场主体决定，不再由官方框定。具体操作方式为：市场主体通过技术支持系统申报电量、电价，采取双向报价的形式，电力交易机构进行市场出清后，确定最终的成交对象、成交电量等。在2017年1月底的月度竞价交易中，供给方总申报电量约为28.04亿度，需求方总申报电量约为12.99亿度，最终成交电量为12.99亿度。

简化竞价机制，用“边际出清”代替原有以“双边撮合、价差返还”为核心的月度集中交易竞价机制。具体操作方式为：系统分别对供需双方的申报价差和电量排序，简单来说，对供方来说，报价低者电量优先成交；对需方来说，报价高者电量优先成交。最终成交价差统一为成交电量中供方报出的最高价差与需方报出的最低价差的平均数。我们认为竞价机制的简化将使得火电企业放弃通过博弈改变市场边际价格的动机，而是转向“发电成本+合理收益（合理收益大于等于0即可）”的报价策略，在不亏本的前提下追求更多发电量。在2017年1月底的月度竞价交易中，约35%的电厂的报价明显低于正常发电成本，反映出“价格交由市场决定”的心态。

电力市场的建设是一个长期的过程，在广东电力市场中，市场“无形的手”正渐渐地浮现，中长期看我们对市场化售电持有信心。

目前国内的售电公司的盈利模式为，利用用户和发电厂之间的信息不对称赚取价差。我国电力市场供远大于求，作为买方的售电公司拥有一定的议价权，因此其利润空间得到保证。然而长期来看，随着更多社会资本进入该行业，竞争将日趋激烈，那些没有资源禀赋或其他优势的公司可能会被市场淘汰。未来售电公司的竞争能力也将不仅体现在电价上，品牌优势、先期布局、电力需求侧管理、节能服务、个性化解决方案都将成为影响企业能否争夺更多用户资源、异地扩张的重要因素。

图 15：售电公司的竞争力分析

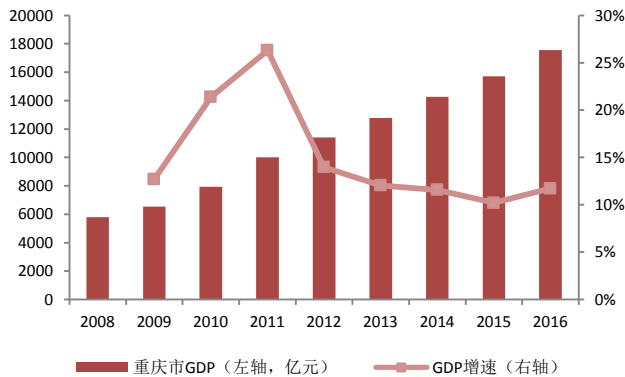


数据来源：西南证券

## 2.4 重庆经济基础佳，且存在较大电力生产缺口

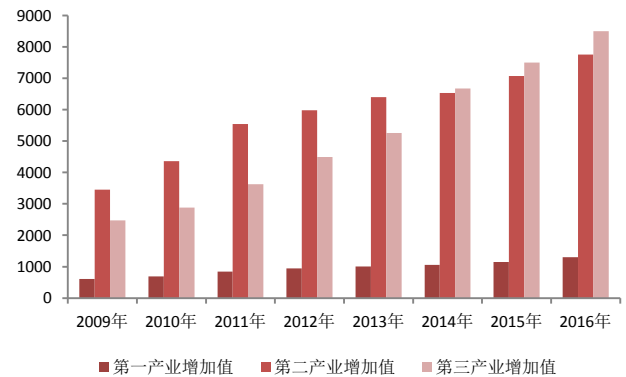
重庆市为四大直辖市之一，经济基础良好，经济增速领跑全国。2016年重庆市GDP总量17558.8亿元，同比增长10.7%，增速全国第一。其中第二产业增加值7755.2亿元，同比增长11.3%；第三产业增加值8500.4亿元，同比增长11.0%。存在良好的工业用电基础和较快的用电增速。

图 16：重庆市 GDP 增长良好



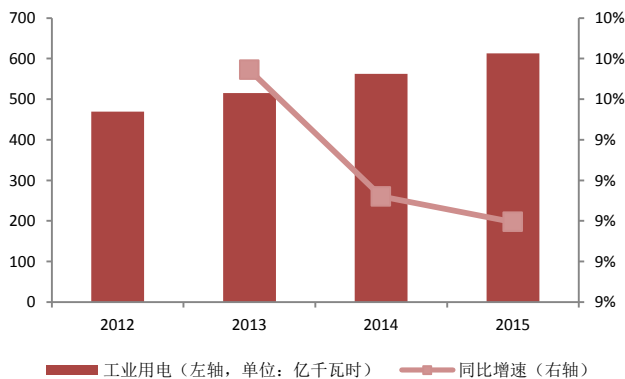
数据来源：重庆统计局，西南证券整理

图 17：第二、第三产业发展迅速（单位：亿元）



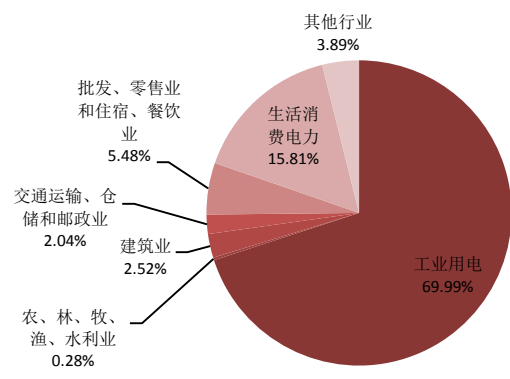
数据来源：重庆统计局，西南证券整理

图 18：工业用电增长较快



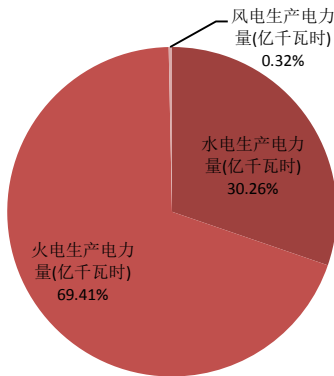
数据来源：重庆统计局，西南证券整理

图 19：工业用电占比较高

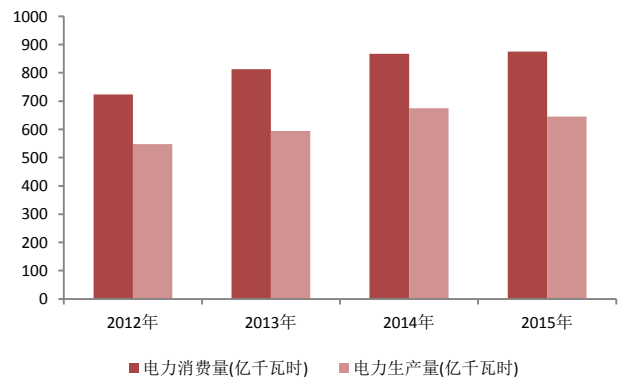


数据来源：重庆统计局，西南证券整理

电力消费大于生产，外购电力占比约3成，存在较大电力缺口。重庆全市38个区县，供电面积8.2万平方公里，截至2015年底，全市发电量682.6亿千瓦时，同比下降4.5%，而全市用电量875亿千瓦时，同比增长0.9%。电力结构看，电力消费量大于电力生产量，2015年外省(区、市)电力调入量(亿千瓦时)259.8亿千瓦时，占总消费量的29.7%，存在较大电力生产缺口。

**图 20：重庆市电力结构（2015 年）**


数据来源：重庆统计局，西南证券整理

**图 21：重庆市存在较大电力缺口**


数据来源：重庆统计局，西南证券整理

重庆电网以国家电网为主，地方电网已经稀缺。重庆的电网由国家电网公司和涪陵聚龙电力、乌江电力等地方电网公司构成，其国家电网公司供电面积占全市面积 90% 左右，供电人口约 3000 万，国网供电垄断明显，这与历史因素地方电网收归国网有关，现有地方电网在重庆属于稀缺资源。

## 2.5 重庆电改起步较早，政府支持推进电力改革

重庆为首批售电侧改革试点市，起步较早，稳步推进。2015 年 11 月发改委、国家能源局同意重庆市开展售电侧改革试点，2016 年 2 月两江新区首批 12 家企业与重庆两江长兴电力有限公司签订购售电协议，售电侧改革启动。根据重庆经信委、发改委公告统计，目前全市共 896 家用电企业取得电力直接交易准入资格，占大中型工业企业数量的比例超过 60%。同时，已成立的售电公司达 46 家，2016 年全年电力市场交易总量超过 80 亿千瓦时，售电侧改革稳步推进。

电价较高，重庆政府有电改诉求以降低电价，促进招商引资，提升核心竞争力。2016 年重庆市物价局调整工商业用电价格，电价调整后，要继续对高耗能行业、产能严重过剩行业实施差别电价、阶梯电价和惩罚性电价政策，加大上述电价政策的执行力度，促进产业结构升级和淘汰落后产能。推进电价市场化，鼓励有条件的电力用户与发电企业直接交易，自愿协商确定电价。由下表可见，重庆一般工商业及其他用电在 0.76 元以上，大工业用电普遍在 0.61 元以上，电力价格较高，为重庆工商业企业发展，打造高端制造业，招商引资等带来一定影响，重庆政府有动力推进电力改革，促进产业结构优化升级，降低整体电价，提高核心竞争优势。

**表 5：重庆市电力改革进程**

时间	事件	主要内容和影响
2015 年 11 月 28 日	发改委、国家能源局批复同意重庆市、广东省开展售电侧改革试点，并要求进一步细化试点方案	重庆市成为首批售电侧改革试点城市
2015 年 11 月	重庆市经济信息委下发《关于做好 2016 年电力用户与发电企业直接交易试点工作的通知》	通知明确提出 2016 年重庆市电力直接交易确定为 80 亿千瓦时，约占全省工业用电量的 14%
2015 年 12 月 18 日	重庆市委市政府为三家试点售电公司—重庆两江长兴电力有限公司、重庆能投售电有限公司、重庆渝	首批试点售电公司成立



时间	事件	主要内容和影响
	西港桥电力有限公司举办了授牌典礼	
2016年2月5日	重庆市人民政府下发《关于印发重庆市售电侧改革试点工作实施方案的通知》	方案明确售电侧改革试点范围为支柱产业和战略性新兴产业重点项目集聚区,包括两江新区水土、鱼复、龙兴三个园区,长寿经开区晏家、江南、八颗三个组团,万州经开区,万盛平山工业园区,永川港桥工业园区,以及中石化页岩气开发、管输、利用领域,输电价格暂执行该市限行大用户直供输配电费用标准,220千伏、110千伏、其它电压等级输配电价分别为每千瓦时0.1942元,0.2132元,0.2372元。并暂免征收0.025元城市公用事业附加费
2016年2月15日	两江新区首批12家企业与重庆两江长兴电力有限公司签订购售电协议	标志着重庆市售电侧改革试点迈入了实质性实施阶段
2016年4月11日	重庆市发展和改革委员会、重庆市经济和信息化委员会、华中能源监管局、重庆市物价局发布关于重庆市售电侧改革市场主体准入与退出的指导意见	详细规定售电企业、用电企业、发电企业的准入条件
2016年5月30日	重庆永川港桥园区在售电侧改革后第一家通过售电商购电的用户顺利用电	标志重庆港桥电力公司售电实现零的突破
2016年6月29日	重庆市发布《重庆市人民政府办公厅关于降低电气价格支持工业经济发展的通知》	火电大用户直接交易电量规模确保80亿千瓦时。参与直接交易电力用户年用电量准入门槛放宽至500万千瓦时(原要求为年用电量3000万千瓦时)。允许售电公司代理用户参与直接交易,允许组织年用电量300万千瓦时的用户“打捆”参与直接交易;全市市级及以上工业园区全部纳入售电侧改革试点范围,不再区分存量和增量用户等。
2016年9月1日	重庆电力交易中心成立	国家电网出资70%,重庆电力市场主体代表和第三方机构共同出资30%。挂牌首日交易量突破30亿千瓦时,交易成交发电企业9家,成交电力用户145家。通过直接交易,减少客户用电成本3.3亿元,达成市场化交易合同电量34亿千瓦时
2016年9月5日	重庆电力交易中心有限公司挂牌后首日交易成交超过30亿千瓦时,交易成交发电企业9家,成交电力用户145家	通过直接交易,减少客户用电成本3.3亿元
2016年9月30日	重庆市印发《重庆市电力直接交易规则(试行)》	明确输配电价110千伏用户为0.091元/千瓦时,220千伏用户为0.07元/千瓦时,其他用户暂按0.113元/千瓦时(不含线损),线损电价=直接交易价格×线损率/(1-线损率),线损率按6.87%计算
2016年10月19日	重庆市公布关于组织开展2017年度电力直接交易试点工作的通知	对2017年电力直接交易试点工作进行工作安排
2016年10月21日	重庆发改委网站公布公示5家第一批新增售电企业	市场参与主体-售电企业进一步增加
2017年4月5日	重庆市能源局关于做好重庆市增量配电业务改革试点工作的通知	两江新区工业开发区等项目纳入增量配电业务试点

数据来源:重庆发改委、经信委,西南证券整理

**表 6: 重庆市参与电力直接交易试点工作的电力用户和重庆已成立的售电公司**

审核批次	新增电力用户 (家数)	审核批次	新增售电企业 (家数)
2015 年第一批	43	首批试点	3
2015 年第二批	35	第一批新增售电公司	5
2016 年第一批	14	第二批新增售电公司	16
2016 年第二批	57	第三批新增售电公司	14
2016 年第三批	489	第四批新增售电公司	8
2017 年第一批	161	-	-
2017 年第二批	97	-	-

数据来源: 重庆发改委、经信委, 西南证券整理

**表 7: 重庆市电价标准 (单位: 元/千瓦时)**

	不满 1 千伏	1-10 千伏	35-110 千伏 以下	110 千伏	220 千伏 及以上
一、居民生活用电					
其中: 城乡“一户一表”居民用户年用电量 2400 度 (含) 以内	0.52	0.51			
城乡“一户一表”居民用户年用电量 2401 度-4800 度 (含)	0.57	0.56			
城乡“一户一表”居民用户年用电量 4801 度 (含) 以上	0.82	0.81			
居民合表用户	0.54	0.53	0.53	0.53	
二、一般工商业及其他用电	0.82	0.8	0.78	0.765	
三、大工业用电		0.6643	0.6393	0.6243	0.6143
其中: 电炉铁合金、电解烧碱、合成氨、电炉钙镁磷肥、电炉黄磷、电石生产用电		0.6098	0.5868	0.5738	0.5648
电解铝生产用电		0.6248	0.5998	0.5848	0.5748
四、农业生产用电	0.568	0.553	0.538		
其中: 贫困县农业排灌用电	0.336	0.321	0.306		

数据来源: 政府官网, 西南证券整理

### 3 背靠三峡集团剑指国内一流售电企业，潜在空间巨大

#### 3.1 三峡电站电力资源丰富，成本极具优势

长江电力 2016 年全年发电量 2060.6 亿千瓦时，是全国最大水电公司，规模和装机庞大，其中三峡电站发电量 935.3 亿千瓦时，水电资源丰富；另有葛洲坝等大型水电站。根据发改价格[2003]1028 号文件，三峡电站向重庆市送电价格为 0.229 元/千瓦时，落地电价为重庆市 0.291 元。随后发布的发改委[2011]1101 号文件，上调三峡电站上网电价，三峡电站送湖北上网电价调整为每千瓦时 0.2506 元，送其他地区上网电价每千瓦时提高 0.19 分钱，三峡电站送电至各地的落地电价相应调整。

因此，从现有政策来看，目前三峡电站外送重庆电价为 0.2309 元/千瓦时，落地电价为 0.2929 元/千瓦时，相较于重庆火电上网电价 0.3796 元/千瓦时，价差为 0.1487 元/千瓦时，具备较大成本优势。

表 8：三峡电站外送电价

	上网电价	落地电价	当地火电标杆电价	价差
湖北省	0.2506	0.3127	0.3981	0.1475
湖南省	0.2416	0.304	0.4471	0.2055
江西省	0.2569	0.3198	0.3993	0.1424
河南省	0.2408	0.3031	0.3551	0.1143
重庆市	0.2309	0.2929	0.3796	0.1487

数据来源：政府官网，西南证券整理

#### 3.2 高成本外购电置换后利润空间显著

公司为小水电企业，总装机容量 22.78 万千瓦，自发电量有限，售电结构中成本较高的外购电占比较高。2016 年公司售电量中外购电量 9.51 亿千瓦时，占销售电量 16.62 亿千瓦时的 57.2%，电源不足成为制约公司发展的重要因素。

若取得水电资源丰富的三峡集团支持，实现长江电力的低成本水电对公司的高成本外购电进行电源替代，利润空间显著。假设长江电力落地电价成本 0.33 元/度，我们测算电源置换后售电净利润预计提高 1.06 亿元。

表 9：电力置换后公司利润空间

项目	2014A	2015A	2016A	2016 备考
售电量 (亿千瓦时)	15.67	16.31	16.62	16.62
售电量增长率 (%)	2.35%	4.08%	1.91%	1.91%
售电量总成本 (亿元)	6.57	5.88	5.97	5.97
其中：售电量中的外购电量 (亿千瓦时)	10.41	9.52	9.51	9.51
外购电占比 (亿元)	66.43%	58.37%	57.22%	57.22%
外购电收入 (亿元)	5.97	5.21	5.02	5.02
推算的外购电售电价格 (元/度)	0.57	0.55	0.53	0.53
外购电落地成本平均成本	0.51	0.46	0.44	0.33

项目	2014A	2015A	2016A	2016 备考
外购电毛利（亿元）	0.68	0.80	0.82	1.88

注：外购电落地平均成本估计来源为三峡电站上网电价 0.29 元/度加上平均输配电价 0.04 元/度。此外，外购电置换没有考虑售电量的增长，费用方面理论上没有变化，因此我们假设毛利大范围为净利润增加。数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.3 四网合一顺利融合下，一次性打开潜在的数倍以上利润空间

#### 2015 年成立长兴电力，开展售电业务和增量配网建设

2015 年三峡集团布局重庆，成立控股子公司重庆两江长兴电力有限公司，注册资本 5 亿元，开展售电业务，并获得了重庆两江新区工业开发区内新增配网的优先建设权。根据公司官网介绍，长兴电力正在启动相关配电网项目的建设，三年内有望建成自己的配电网和供电区域。

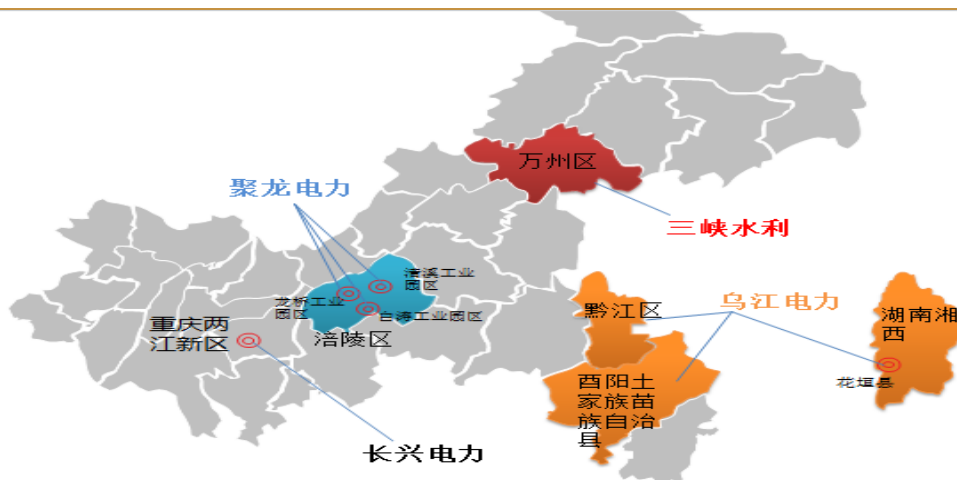
#### 成立长电联合+三峡兴盛能源产业投资基金，计划打造全新三峡电网

2017 年 2 月 22 日，三峡集团分别成立控股子公司重庆长电联合能源有限责任公司和重庆两江三峡兴盛能源产业股权投资基金管理有限公司。三峡集团计划整合涪陵聚龙电力、黔江乌江电力等地方电网和两江新区增量配网打造全新的重庆“三峡电网”。此次三峡集团在渝子公司的成立揭牌仪式有重庆市政府高层领导、三峡集团董事长等的参与，意义重大有政府背书和支持。且长江电力与涪陵区、黔江区政府就参与乌江电力和聚龙电力发展达成一致意见，签订了《战略合作框架协议》，市政府背书下有望助力全面推进“三峡电网”。

#### 在渝优质资产整合大幕或已拉开，“四网融合”可期

重庆地区地方电网企业包括三峡水利、乌江电力和涪陵聚龙电力等，目前三峡集团控股长兴电力、长电联合、乌江电力，深度介入聚龙电力和公司股权，而四网之中仅有公司一个上市公司平台，从迅速扩大售电规模、消除重庆子公司间电力交易阻碍的角度考虑，三峡集团有望在电网资产整合后将其整体注入公司，实现四网的完全融合，届时，公司将走出万州，借助“四网”优势和三峡集团的优质水电资源迅速扩大售电区域，有望成为国内一流售电企业，想象空间巨大。

图 22：四网区域结构



数据来源：西南证券

从资产端和营收端来看：四网之中除在建两江新区增量配网外，乌江电力、聚龙电力和三峡水利均为发输配售一体化企业，其中乌江电力和聚龙电力总资产合计约为 81 亿元（乌江以 2016.09，聚龙以天眼查 2016 年报核算），约为三峡水利的近 2 倍；净资产合计约为 24 亿元，与三峡水利基本持平；净利润合计超过 3 亿元，高于三峡水利的 2.3 亿元。若资产整合存在巨大弹性。

表 10：乌江电力、聚龙电力与公司资产和营收对比

		总资产 (亿元)	所有者权益合计 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)
2013	乌江电力	48.07	17.19	11.67	1.54
	聚龙电力	16.02	3.67	13.22	0.65
	乌江+聚龙	64.09	20.86	24.89	2.19
	三峡水利	35.23	11.19	13.69	1.04
	<b>合计</b>	<b>99.32</b>	<b>32.05</b>	<b>38.58</b>	<b>3.23</b>
2014	乌江电力	52.3	18	14.81	2.21
	聚龙电力	19.84	4.18	17.76	1.03
	乌江+聚龙	72.14	22.18	32.57	3.24
	三峡水利	36.07	11.53	12.98	1.42
	<b>合计</b>	<b>108.21</b>	<b>33.71</b>	<b>45.55</b>	<b>4.66</b>
2015	乌江电力	49.58	17.45	13.07	1.43
	聚龙电力	25.75	4	18.88	0.86
	乌江+聚龙	75.33	21.45	31.95	2.29
	三峡水利	43.37	22.45	13.16	2.07
	<b>合计</b>	<b>118.7</b>	<b>43.9</b>	<b>45.11</b>	<b>4.36</b>
2016	*乌江电力	56.17	19.59	2.61	2.13
	聚龙电力	25.08	4.53	17.42	1.30
	*乌江+聚龙	81.25	24.12	20.03	3.43
	三峡水利	46.52	24.52	12.58	2.31
	<b>合计</b>	<b>127.77</b>	<b>48.64</b>	<b>32.61</b>	<b>5.74</b>

\*注：乌江电力 2016 年业绩尚未披露，本表中的数据为 2016 年前三季度数据。数据来源：WIND、天眼查，西南证券整理

从发电端来看。由于长兴电力和聚龙电力公开信息有限，我们仅对比乌江电力和三峡水利情况。乌江电力拥有水电站 9 座，联营电站 1 座，主要分布在乌江流域，可控装机容量 35.85 万千瓦，权益装机容量 38.33 万千瓦，超过三峡水利的 22.78 万千瓦。2015 年乌江电力实现销售电量 31.92 亿千瓦时，上网电量 32.43 亿千瓦时，其中外购电量 20.62 亿千瓦时，占比 63.6%，自发电量 11.81 亿千瓦时，占比 36.4%，发售电量上均超过三峡水利，体量较大。同时，若乌江电力的外购电替换为三峡集团的低价水电，我们粗略测算净利润弹性超过 1.5 亿元。

**表 11: 乌江电力与三峡水利装机和上网电量对比**

	乌江电力 (2015 年数据)	三峡水利 (2016 年数据)
装机量 (万千瓦)	38.33	22.78
上网电量 (亿千瓦时)	32.43	18.19
其中: 自发电量 (亿千瓦时)	11.81	7.34
其中: 外购电量 (亿千瓦时)	20.62	10.85

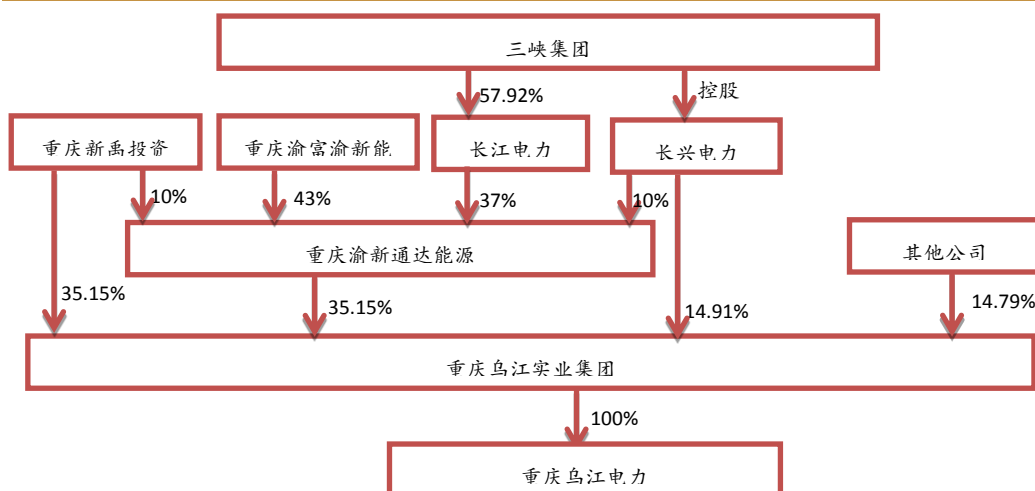
数据来源: WIND、西南证券整理

**表 12: 乌江电力利润弹性测算**

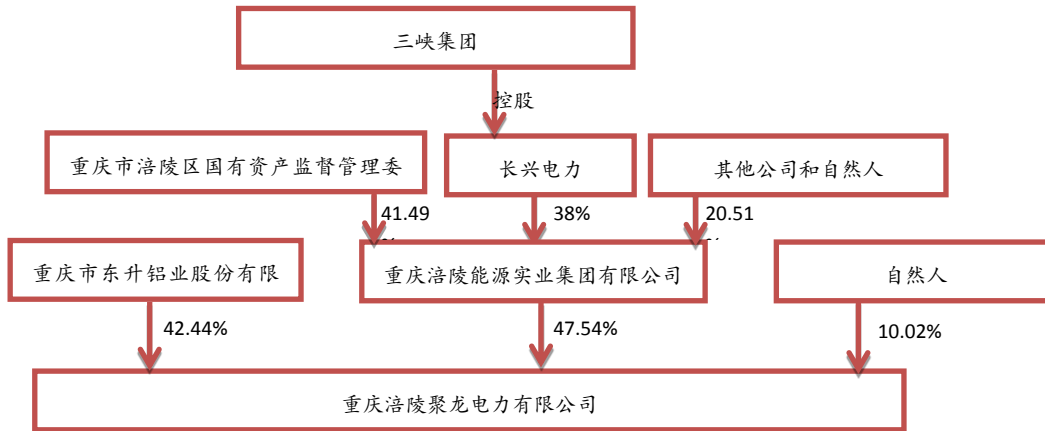
指标	2013	2014	2015	2016.3	2015 年备考
并网容量 (万千瓦)	35.85	35.85	50.00	60.00	50.00
上网电量 (亿千瓦时)	28.88	35.75	32.43	6.78	32.43
其中: 外购电量 (亿千瓦时)	17.62	22.74	20.62	4.77	20.62
售电量 (亿千瓦时)	28.04	35.13	31.92	6.70	31.92
根据线损率测算的售电量中的外购电量	17.27	22.34	20.30	4.71	20.30
平均销售含税电价 (元/千瓦时)	0.48	0.49	0.48	0.45	0.48
平均外购含税电价 (元/千瓦时)	0.42	0.42	0.42	0.39	0.33
外购电售电毛利 (亿元)	1.09	1.62	1.23	0.28	2.97
线损率 (%)	1.97	1.75	1.55	1.17	1.55

数据来源: WIND、西南证券整理

**股权结构来看**, 天眼查上的最新股权结构显示, 目前三峡集团已通过长江电力和长兴电力等实现了对乌江电力的控股。聚龙电力目前第一大股东为重庆涪陵能源实业集团, 实际控制人为重庆市涪陵区国有资产监督管理委员会。三峡集团通过长兴电力持有重庆涪陵能源实业集团 38% 股权, 距离实际控制人的股权差距仅为 3.49%, 已然深度介入聚龙电力股

**图 23: 乌江电力股权结构**


数据来源: 天眼查, 西南证券整理

**图 24：涪陵聚龙电力股权结构**


数据来源：天眼查，西南证券整理

### 3.4 未来万州、重庆等地拓展市场后潜在规模更大

万州市场空间尚有 30% 以上弹性，对应约 2.5 亿净利润空间

根据公司公告和调研情况，公司供电区域覆盖重庆市万州区国土面积的 80%，但电源不足、外购电成本较高等问题导致公司售电量仅为万州区用电量的 50% 左右，若取得三峡集团支持，公司外购电成本将显著降低，在万州区工业用电领域的竞争力有望提高。假设目前公司售电量占万州用电量的 50%，**若三峡集团支持下公司售电量占比提高到 80%，以 2016 年为备考，我们测算毛利将提高 3.03 亿元，粗略核算净利润约提高 2.5 亿元，增量空间可观。**

**表 13：售电量增长后公司利润空间**

	2014	2015	2016	2016 备考
售电量（亿千瓦时）	15.67	16.31	16.62	16.62
推算万州区用电量（假设为售电量的 50%，亿千瓦时）	31.34	32.62	33.24	33.24
售电量占比提高到 80% 后的公司售电量（亿千瓦时）	15.67	16.31	16.62	26.592
售电量中的自发电量（亿千瓦时）	5.26	6.79	7.11	7.11
推算的自发电力度电成本（元/度）	0.24	0.22	0.25	0.25
推算的自发电力售电均价（元/度）	0.56	0.55	0.53	0.53
自发电收入（亿元）	2.94	3.73	3.77	3.77
自发电毛利（亿元）	1.66	2.26	2.00	2.00
售电量占比提高到 80% 后的外购电量（亿千瓦时）	10.41	9.52	9.51	19.48
推算的外购电售电价格（元/度）	0.57	0.55	0.53	0.53
推算的外购电购电落地成本（元/度）	0.51	0.46	0.44	0.33
售电量占比提高到 80% 后的外购电收入（亿元）	5.97	5.21	5.02	10.28
售电量占比提高到 80% 后的外购电毛利（亿元）	0.68	0.80	0.82	3.85
售电量占比提高到 80% 后的售电毛利合计（亿元）	2.34	3.06	2.82	5.85

数据来源：公司公告，西南证券整理

### 重庆电力业务市场化放开后空间更大，测算工业用电超过 30 亿元利润空间

2015 年全重庆市工业电力消费总量 612.7 亿千瓦时，同比增长 9.0%，占到电力消费总量的 70%。此轮售电侧改革购电方主要为工业用户，重庆市良好的工业用电基础和较快的用电增速将为此轮电改中的售电企业带来巨大红利。目前重庆大工业用电价在 0.58 元/千瓦时到 0.66 元/千瓦时之间，一般工商业用电在 0.76 元/千瓦时以上。

参考广东经验，假设重庆电改推动下售电企业让利 3 分/千瓦时，工业用电平均电价下降到 0.55 元/千瓦时-0.63 元/千瓦时，一般工商业用电在 0.63 元/千瓦时以上，则重庆地区仅工业用电的售电侧市场空间约为 337 亿元-386 亿元，若让利更多如 6 分/千瓦时，则对应工业用电的售电侧市场空间约为 674 亿元-772 亿元，潜在利好更巨大。

我们测算售电企业利润，以售电企业度电利润 0.05 元测算，对应售电企业利润空间至少超过 30 亿元，但若考虑成本优势，售电企业度电利润可达 0.1 元测算，则利润弹性可达 60 亿元，假设公司在国网主要垄断的背景下打破部分市场份额，获得 20% 市场份额将有 6-12 亿利润弹性。

#### 市场空间和利润弹性测算：

综合上述推算，我们主要分析三峡集团优质电源替换和四网资产整合后的公司利润弹性，四阶段讨论后我们认为：

1) 若三峡电站水电替代公司外购电，利润弹性 1.06 亿元（2016 年净利润 2.3 亿元），对应公司净利润达 3.25 亿元（+40% 空间）。

2) 四网融合若顺利整合进入公司，则对应聚龙电力和乌江电力约 3.5 亿盈利总量；不考虑乌江及聚龙的电源置换，公司净利润预计提升至 5.7 亿元，考虑电源置换，尚有 2.6 亿以上的利润空间，预计净利润提高至 8 亿元以上。

3) 后续万州、重庆市场空间若进一步开拓，万州潜在利润空间约 2.5 亿元，公司净利润总量有望超 10 亿元，重庆电力市场若进一步放开，潜在 30 亿-60 亿的售电利润空间。

4) 未来背靠三峡集团，剑指国内一流售电企业，有望全国范围开拓市场，转型纯售电企业，空间巨大。

综上，中短期我们看到 3.3 亿元净利润，长期看到 10 亿元以上净利润，更远 5-10 倍空间。

表 14：利润空间

项目	利润弹性（单位：亿元）	备注
三峡集团低成本电源替换公司外购电	1.06	-
不考虑电源置换的四网融合	3.5	乌江电力+聚龙电力盈利体量
考虑电源置换的四网融合	6.06	三峡水利弹性 1.06+乌江电力弹性 1.5+注入资产盈利 3.5
万州区市场进一步拓展	2.5	-
重庆市仅售电侧利润空间	30	以 5 分/度电利润测算

数据来源：西南证券



## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

**电力业务:** 暂不考虑三峡集团支持下的利润弹性, 在重庆电力需求持续增长和公司参与售电侧改革背景下, 假设公司不断拓展用电客户, 售电量 2017-2019 年稳定小幅增长, 增速假设为 7%、8%和 9%; 随公司在建水电站投产, 低成本自发电量有望提升, 同时, 电改背景下公司外购电成本有所降低, 假设 2017-2019 年毛利率因此增长为 34%、36%和 38%。

**设计安装业务:** 农网升级改造建设工程以及公司电网和配套电力设备的后续建设, 有望促进设计安装业务延续良好增长, 假设该业务收入增长为 10%、20%和 20%, 毛利率保持稳定假设为 31%。

**其他业务:** 蒸汽销售和节水产品销售为公司非主营业务, 业绩影响有限, 假设维持现状。

表 15: 公司业务收入预测 (百万元)

项目	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计收入	1,297.83	1,315.75	1,257.51	1,345.95	1,497.42	1,680.41
yoy	-5.21%	1.38%	-4.43%	7.03%	11.25%	12.22%
合计成本	977.87	935.00	873.16	906.30	988.14	1,087.58
毛利率	24.65%	28.94%	30.56%	32.66%	34.01%	35.28%
<b>电力业务</b>						
收入	895.51	894.89	878.50	940.00	1,015.19	1,106.56
yoy	-	-0.1%	-1.8%	7.00%	8.00%	9.00%
成本	657.34	588.13	597.07	620.40	649.72	686.07
毛利率	26.60%	34.28%	32.04%	34.00%	36.00%	38.00%
<b>设计安装业务</b>						
收入	311.89	371.38	348.71	383.58	460.30	552.36
yoy	-	19.1%	-6.1%	10.00%	20.00%	20.00%
成本	238.07	292.58	242.3	264.67	317.61	381.13
毛利率	23.67%	21.22%	30.52%	31.00%	31.00%	31.00%
<b>蒸汽销售</b>						
收入	15	27.93	20.32	19.91	19.52	19.13
yoy	-	86.2%	-27.2%	-2.00%	-2.00%	-2.00%
成本	25.13	33.07	27.8	18.92	18.54	18.17
毛利率	-67.53%	-18.40%	-36.81%	5.00%	5.00%	5.00%
<b>节水产品销售</b>						
收入	5.42	12.44	2.51	2.46	2.41	2.36
yoy	-	129.5%	-79.8%	-2.00%	-2.00%	-2.00%
成本	4.31	12.18	2.38	2.31	2.27	2.22
毛利率	20.48%	2.09%	5.18%	6.00%	6.00%	6.00%

数据来源: wind, 西南证券

## 4.2 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 永续期增长率为 3%；
- 2)  $\beta$  系数选用电力（申万）最近 12 个月  $\beta$  值的算术平均；
- 3) 税率：保持 15% 稳定税率。

表 16：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	5
永续期增长率	3%
无风险利率 Rf	2.75%
市场组合报酬率 Rm	10%
有效税率 Tx	15.00%
过渡期增长率	15.00%
$\beta$ 系数	0.58
债务资本成本 Kd	3.9%
债务资本比重 Wd	6.06%
股权资本成本 Ke	6.96%
WACC	6.73%

数据来源：wind，西南证券

表 17：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）
核心企业价值	9666.95
净债务价值	-1012.61
股票价值	10679.56
每股价值	10.75 元/股

数据来源：wind，西南证券

表 18：FCFF 估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率	WACC				
	12.95%	13.45%	13.95%	14.45%	14.95%
2.0%	11.27	10.74	10.26	9.82	9.41
2.5%	11.57	11.01	10.50	10.03	9.60
3.0%	11.90	11.30	10.75	10.26	9.80
3.5%	12.27	11.62	11.04	10.51	10.03
4.0%	12.68	11.98	11.35	10.78	10.27

数据来源：wind，西南证券

从绝对估值看，公司每股内在价值约 10.75 元。

### 4.3 相对估值

我们选取了拥有电网的 9 家电力企业作为可比公司，分别为桂东电力、广安爱众、西昌电力、涪陵电力、乐山电力、岷江水电、明星电力、郴电国际和文山电力。可比公司市值和估值情况如下表。

表 19：可比公司估值情况

排名	代码	证券简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	市盈率 PE			市净率 PB
					TTM	17E	18E	
	600116.SH	三峡水利	125.81	112.51	54.39	45.00	39.00	5.13
	可比公司	最高值	80.00	80.00	50.55	41.31	38.26	8.33
		中位值	56.31	44.59	40.91	34.30	32.84	2.73
		平均值	58.11	52.48	43.14	35.05	29.94	3.80
1	600310.SH	桂东电力	72.60	72.60	34.67	28.87	18.66	2.73
2	600979.SH	广安爱众	75.07	56.86	40.91	33.90	30.51	2.32
3	600505.SH	西昌电力	40.10	40.10	66.29	41.31	38.26	3.87
4	600452.SH	涪陵电力	80.00	80.00	40.17	34.30	26.46	8.33
5	600644.SH	乐山电力	52.22	31.67	24.70	35.12	32.84	4.28
6	600131.SH	岷江水电	56.31	44.39	45.82	-	-	5.37
7	600101.SH	明星电力	38.77	38.77	50.55	-	-	1.94
8	600969.SH	郴电国际	44.59	44.59	45.43	30.13	23.97	1.41
9	600995.SH	文山电力	63.36	63.36	39.75	41.69	38.87	3.98

数据来源：wind，西南证券整理

从估值水平来看，不考虑三峡集团变数，预计公司 17 年估值水平为 48X，高于行业平均水平。考虑三峡集团入驻后低成本电源置换外购电带来的利润弹性，公司存在 1 亿以上利润空间，再考虑到三峡集团在渝整合电网资源，存在资产注入预期，长期存在 5-10 倍利润空间，格局高远，有潜力成长为重庆区域乃至全国性售电企业龙头，长期 300 亿市值可期。暂时给予 17 年 60X 估值，对应目标价 16.8 元/股。维持“买入”评级。

## 5 风险提示

公司电站来水不及预期风险，在建电站建设进度不及预期风险，三峡集团重庆资源整合不及预期风险，电力改革进展缓慢风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1257.51	1345.95	1497.42	1680.41	净利润	218.91	261.93	308.26	367.46
营业成本	873.16	906.30	988.14	1087.58	折旧与摊销	128.50	359.71	382.50	396.27
营业税金及附加	20.14	21.06	23.41	26.39	财务费用	44.01	59.58	55.09	53.36
销售费用	0.16	0.35	0.31	0.35	资产减值损失	3.74	1.57	0.00	-0.26
管理费用	109.61	111.76	126.40	141.07	经营营运资本变动	256.01	-61.09	59.67	56.63
财务费用	44.01	59.58	55.09	53.36	其他	-216.95	-38.92	-39.80	-40.64
资产减值损失	3.74	1.57	0.00	-0.26	<b>经营活动现金流净额</b>	434.22	582.78	765.72	832.81
投资收益	37.71	39.00	40.00	41.00	资本支出	-419.12	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	-1.36	-0.09	-0.20	-0.36	其他	205.40	38.91	39.80	40.64
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-213.72	-11.09	-10.20	-9.36
<b>营业利润</b>	243.02	284.25	343.87	412.55	短期借款	80.00	-200.00	0.00	0.00
其他非经营损益	14.96	22.35	20.88	20.38	长期借款	13.29	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	257.98	306.60	364.75	432.93	股权融资	21.01	0.00	0.00	0.00
所得税	39.07	44.66	56.49	65.48	支付股利	-49.65	-55.43	-66.33	-78.06
净利润	218.91	261.93	308.26	367.46	其他	-251.43	-110.63	-55.09	-53.36
少数股东损益	-12.40	-14.84	-17.46	-20.81	<b>筹资活动现金流净额</b>	-186.78	-366.06	-121.42	-131.42
归属母公司股东净利润	231.31	276.77	325.72	388.27	<b>现金流量净额</b>	33.72	205.63	634.10	692.04
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	625.52	831.15	1465.24	2157.28	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	112.08	134.57	140.89	159.84	销售收入增长率	-4.43%	7.03%	11.25%	12.22%
存货	109.64	112.24	122.52	135.26	营业利润增长率	24.30%	16.96%	20.97%	19.97%
其他流动资产	226.76	232.12	241.32	252.43	净利润增长率	20.63%	19.66%	17.68%	19.20%
长期股权投资	50.21	50.21	50.21	50.21	EBITDA 增长率	13.47%	69.31%	11.08%	10.33%
投资性房地产	31.03	31.03	31.03	31.03	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	3229.39	2923.61	2595.02	2252.67	毛利率	30.56%	32.66%	34.01%	35.28%
无形资产和开发支出	31.99	28.08	24.16	20.24	三费率	12.23%	12.76%	12.14%	11.59%
其他非流动资产	235.05	235.05	235.05	235.05	净利率	17.41%	19.46%	20.59%	21.87%
<b>资产总计</b>	4651.68	4578.06	4905.45	5294.02	ROE	8.87%	9.74%	10.51%	11.41%
短期借款	200.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.71%	5.72%	6.28%	6.94%
应付和预收款项	508.18	466.94	522.32	584.95	ROIC	9.77%	12.15%	16.00%	22.90%
长期借款	769.61	769.61	769.61	769.61	EBITDA/销售收入	33.04%	52.27%	52.19%	51.31%
其他负债	705.24	651.48	681.56	718.10	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	2183.03	1888.03	1973.48	2072.65	总资产周转率	0.28	0.29	0.32	0.33
股本	993.01	993.01	993.01	993.01	固定资产周转率	0.50	0.51	0.59	0.74
资本公积	762.90	762.90	762.90	762.90	应收账款周转率	34.84	35.11	38.15	37.33
留存收益	710.67	932.01	1191.40	1501.61	存货周转率	7.35	8.11	8.31	8.35
归属母公司股东权益	2451.69	2687.91	2947.30	3257.52	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.64%	—	—	—
少数股东权益	16.95	2.12	-15.34	-36.16	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	2468.65	2690.03	2931.96	3221.36	资产负债率	46.93%	41.24%	40.23%	39.15%
负债和股东权益合计	4651.68	4578.06	4905.45	5294.02	带息债务/总负债	44.42%	40.76%	39.00%	37.13%
					流动比率	0.98	1.64	2.22	2.75
					速动比率	0.88	1.50	2.09	2.61
					股利支付率	21.47%	20.03%	20.36%	20.10%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.23	0.28	0.33	0.39
					每股净资产	2.49	2.71	2.95	3.24
					每股经营现金	0.44	0.59	0.77	0.84
					每股股利	0.05	0.06	0.07	0.08
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	415.53	703.53	781.46	862.18					
PE	57.27	47.86	40.67	34.12					
PB	5.37	4.92	4.52	4.11					
PS	10.53	9.84	8.85	7.88					
EV/EBITDA	31.71	18.06	15.45	13.20					
股息率	0.37%	0.42%	0.50%	0.59%					

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 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 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn