

投资评级：强烈推荐（首次）
分析师

杨洁 010-88366060-8865

Email: yangj@cgws.com

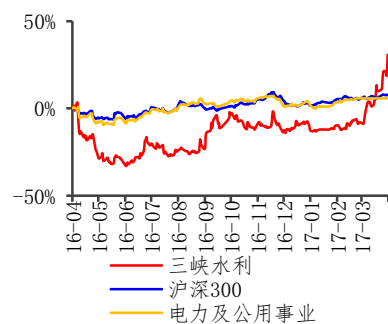
执业证书编号: S1070515020001

市场数据

目前股价	13.68
总市值(亿元)	135.84
流通市值(亿元)	121.48
总股本(万股)	99,301
流通股本(万股)	88,801
12个月最高/最低	13.68/6.88

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,646	2,324	3,282
(+/-%)	30.9%	41.2%	41.2%
净利润	242	360	521
(+/-%)	4.8%	48.5%	44.7%
摊薄 EPS	0.24	0.36	0.52
PE	56.1	37.7	26.1

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

三峡入驻，配售电平台想像空间打开

——三峡水利（600116）公司深度报告

投资建议

公司通过协调降低外购电成本及新增装机的陆续投产有望大大增强公司的盈利能力，暂不考虑三峡直供电和其他扩张，预计公司 2017-2019 年实现归母净利润为 2.42、3.6、5.21 亿元，对应 EPS0.24 元、0.36 和 0.52 元，对应 PE56.1 倍、37.7 倍和 26.1 倍，维持公司“强烈推荐”评级。

投资要点

- 重庆万州区厂网合一的电力企业：** 公司为发供电一体的地方电力企业。截止 2016 年年底，公司投产及在建的水电装机容量共计 262.4MW：其中，公司自有及控股在运水电机组装机容量共 227.8MW，公司无火电机组。公司供电区域覆盖重庆市万州区国土面积的 80%，是三峡库区重要的电力负荷支撑点，为万州区社会经济发展和居民生产生活用电提供着重要的电力能源保障。
- 公司发电量供给不足，新增产能促盈利改善：** 公司是地方性小电网，外购电力采购和自发电水是公司的主要电力来源，发电和售电有巨大缺口，公司自发电量供给明显不足：2015 电量缺口为 8.9 亿千瓦时，2016 年存在电量缺口为 8.8 亿千瓦时，缺口占比均在 60% 以上。为提升自有发电量，公司在 2014 年通过非公开发行方式投资后溪河、新长滩两个项目。目前两会沱、镇泉引 1、2 号机组已投产，机组容量较投产前增长 24.6%，项目建成投产后将显著提高公司供电能力和调峰能力。根据 2016 年年报，自发电度电成本为 0.15 元/千瓦时，外购电度电成本为 0.32 元/千瓦时。2015-2016 年新增募投机组为 4.5 万千瓦，2017 年累计新增 7 万千瓦，2018 年累计新增 7.96 万千瓦，按此测算，2016 年新增装机增厚公司业绩每股 0.01 元，2017 年每股增厚 0.04 元，2018-2019 年预计每股增厚 0.07 元，新增装机产能将提高盈利 30% 以上。
- 三峡入驻晋升二股东，引入低价电源降低公司供电成本：** 三峡电站拥有低价电源，有望与公司配售电资源相结合，优势互补，优化公司供电成本；三峡电站外送重庆落地电价为 0.28 元每千瓦时，相对与 2016 年公司外购电成本 0.35，价差为 0.07 元。我们认为，此次三峡深度参与，有望大大降低公司的供电成本结构，增强公司的盈利能力。
- 三峡有望深度参与重庆电改，打造“四网融合”及配售电布局：** 在重庆市电力体制改革持续推进的大环境下，三峡水利有望成为三峡集团在重庆区域第一个具备输配电网资产的售电平台。今年 2 月，三峡集团与涪陵、黔江区政府签订框架协议，拟于重庆市实现“四网融合”（三峡水利、乌江电力、聚龙电力及两江长兴）加强配售电布局，公司目前作

为其中唯一的上市公司，未来有望成为重庆市地方电网资产整合及售电业务上市平台。

- **风险提示：**三峡配售电整合推进低于预期，来水情况低于预期

目录

1. 重庆市“厂网合一”电力企业.....	5
1.1 在运并网机组为 194.9MW,均为水电机组	5
1.2 公司业务范围及经营模式	6
2. 营收自 2013 年以来保持稳定,净利润 2016 年创出历史最高水平	7
3. 公司发电量供给不足,新增产能促盈利改善	8
4. 外购电成本降低改善公司盈利能力	11
5. 三峡入住晋升二股东,打造重庆配售电平台	13
6. 三峡集团着力布局重庆电改,动作频繁	14
6.1 重庆售电侧改革概况	14
6.2 三峡入驻,有望优化公司供电成本结构	17
6.3 三峡布局“四网融合”及重庆电改,公司有望成为电改的集大成者	18
7. 投资建议	19
8. 风险提示	19
附: 盈利预测表	20

图表目录

图 1: 三峡水利收入构成.....	6
图 2: 营业总收入及增长率.....	7
图 3: 归母公司股东净利润及增长率.....	7
图 4: 经营利润率.....	7
图 5: 投资回报率.....	7
图 6: 电力和设计安装营收增速.....	8
图 7: 电力和设计安装毛利率增速.....	8
图 8: 公司 2015-2016 年发、购、售电量情况 (万千瓦时).....	10
图 9: 外购电电量占比 (亿千瓦时).....	12
图 10: 2016 年外购电成本占比 75%.....	13
图 11: 2015 年外购电成本占比 79%.....	13
表 1: 2014 年-2016 年在运并网装机容量统计表.....	5
表 2: 2015-2016 年在运并网机组发电效率统计表.....	5
表 3: 2016 年未并网机组(32.9MW)发电效率统计表.....	6
表 4: 募投项目新增装机盈利预测表.....	9
表 5: 公司投产及在建机组.....	10
表 6: 近两年自发电和外购电成本收入情况.....	12
表 7: 重庆中节能股权转让前后情况.....	13
表 8: 三峡系股本增持情况.....	13
表 9: 股权转让前后第一二大股东持股情况.....	14
表 10: 电力改革核心文件发布历程.....	15
表 11: 重庆售电侧改革进程.....	16
表 12: 三峡水电站送各区域电价 (单位: 元/千瓦时).....	17
表 13: 用三峡低价电源增厚业绩测算情况.....	18

1. 重庆市“厂网合一”电力企业

1.1 在运并网机组为 194.9MW,均为水电机组

公司为重庆市首家电力上市公司。公司主要从事发、供电业务，是一家集电力开发、多种经营为一体的企业集团。公司拥有鱼背山、双河、赶场、长滩、灩渡以及在建的杨东河等水力发电站和沱口火电厂等直属电站，并控股向家嘴水电站、奉节康乐发电厂。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，努力将企业打造为以电力为主业的“能源型、资源型”企业集团。近年来，公司治理不断完善，经营业绩显著提升，并于 2010 年 6 月成功实现上市后资本市场首次再融资，2015 年 2 月顺利完成第二次再融资，两次增发共计募集资金近 13 亿元，为公司加快发展步伐奠定了坚实基础。公司总股本 3.31 亿，总资产达 44 亿元，净资产 21 亿元，在岗员工约 2000 人。

公司为发供电一体的地方电力企业。截止 2016 年年底，公司投产及在建的水电装机容量共计 262.4MW：其中，公司自有及控股在运水电机组装机容量共 227.8MW，其中在运并网机组装机容量为 194.9MW(含 2016 年新投运的镇泉电站 25MW)，在运未并网机组装机容量 32.9MW（云南芒牙河水电站 24.9MW，巫溪县峡门口水电站 8MW）。公司在建水电机组装机容量为 34.6MW(巫溪县金盆水电站 25MW，万州区新长滩电站 9.6MW)。公司无火电机组。

公司供电区域覆盖重庆市万州区国土面积的 80%,是三峡库区重要的电力负荷支撑点，为万州区社会经济发展和居民生产生活用电提供着重要的电力能源保障。

表 1: 2014 年-2016 年在运并网装机容量统计表

电源种类	电站名称	所在地区	装机容量 (MW)		
			2016 年	2015 年	2014 年
水电	鱼背山梯级电站	重庆市万州区	101.9	101.9	101.9
	杨东河电站	湖北省利川市	48	48	48
	两会沱电站 镇泉电站 (25MW,2016 年新投运)	重庆市巫溪县	45	20	0
合计			194.9	169.9	149.9

资料来源：公司 2016 年年报，长城证券研究所

表 2: 2015-2016 年在运并网机组发电效率统计表

	2015 年	2016 年	同比变动 (%)
装机容量 (MW)	169.9	194.9	14.71
发电量 (万 KWH)	66, 628	71, 607	7.74
厂用电量 (万 KWH)	311.77	270.2	-13.33
厂用电率 (%)	0.47	0.38	减少 19 个百分点
利用小时数 (小时)	3, 920	3, 674	-6.28

资料来源：公司 2016 年年报，长城证券研究所

表 3: 2016 年末并网机组(32.9MW)发电效率统计表

	云南芒牙河电站	重庆巫溪峡门口水电站
装机容量 (MW)	24.9	8
发电量 (万 KWH)	4, 351	2,080
厂用电量 (万 KWH)	12.61	6.65
厂用电率 (%)	0.29%	0.32%
利用小时数 (小时)	1,747	2,600

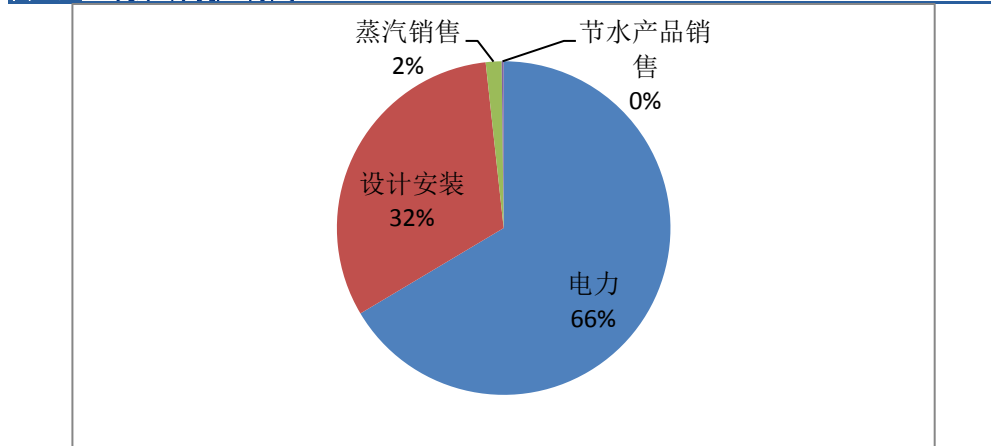
资料来源: 公司 2016 年年报, 长城证券研究所

1.2 公司业务范围及经营模式

- **业务范围:** 发电、供电、勘察设计安装、节水安装销售以及蒸汽销售。其中, 发电、供电是公司的核心业务
- **经营模式:**
 - ✓ 发供电业务: 公司拥有完整的发、供电网络, 是上市公司中少数拥有“厂网合一”的电力企业, 公司的厂网一体化保证了对区域电力供应的市场优势。公司电力来源为, 一是所属水电站发电量通过自有电网销售给终端客户, 实现网内全额消纳; 二是通过联网线路从国家电网重庆市电力公司、国家电网湖北省电力公司等单位趸购电量。
 - ✓ 电力工程勘察设计安装业务: 为电力工程建设提供咨询、勘察设计及设备安装等工程施工的全过程技术及管理服务。公司通过招投标方式与电力工程发包方签订工程合同并组织工程的勘察、设计、施工等工作, 以此获得相应工程价款作为收益。
- **主要业绩驱动因素:**

公司业绩主要来源于电力业务及电力工程勘察设计安装业务。电力业务利润主要源于自发电量的增加及购电成本等成本的控制; 电力工程勘察设计安装业务利润主要源自对外拓展电力安装市场。2016 年公司电力业务实现营收 8.79 亿元, 占比 66%, 设计安装实现营收 4.2 亿元, 占比 32%, 这两项业务占公司总收入的 98%。

图 1: 三峡水利收入构成



资料来源: 长城证券研究所整理

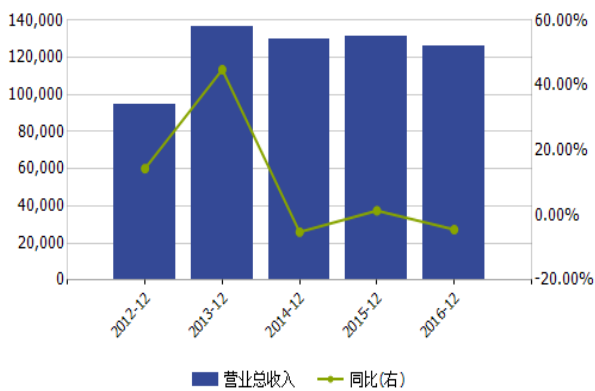
2. 营收自 2013 年以来保持稳定，净利润 2016 年创出历史最高水平

总体来看，公司除 2013 年实现营收 44.84% 的增长外，2014 年以来增速迅速回落至负增长 5.21%，2015 年增速为 1.38%，2016 年增速为负的 4.43%。营收从 2013 年开始一直保持在 13 亿元左右。2014-2015 年归属于母公司的净利润增速达到最高为 45.86%，之后迅速回落，2016 年净利润增速为 11.64% 为 2.3 亿元，创出历史最高水平。2016 年毛利率达到 30.56%。

分产品来看，电力销售收入增速 2013 年为 15%，2014 年以来增速迅速放缓为 4%，0%，-2%。一直稳定在 8.9 亿；电力设计安装收入 2013 年增速为 113%，但进入 2014 年以来增速迅速放缓跌至 -0.14%，19%，13%。

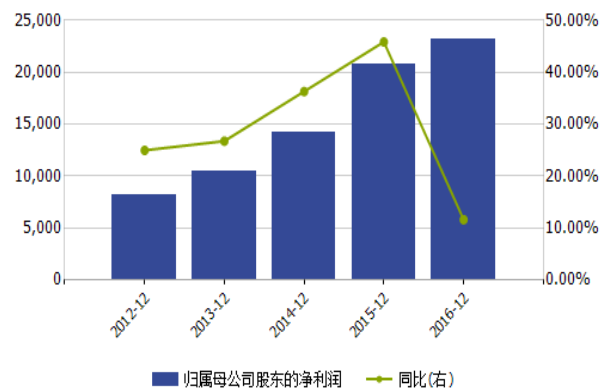
电力毛利率为 2015 年实现 34.28%，2016 年为 32.04%，设计安装毛利率 2015 年为 21.22%，2016 年为 26.32%。

图 2: 营业总收入及增长率



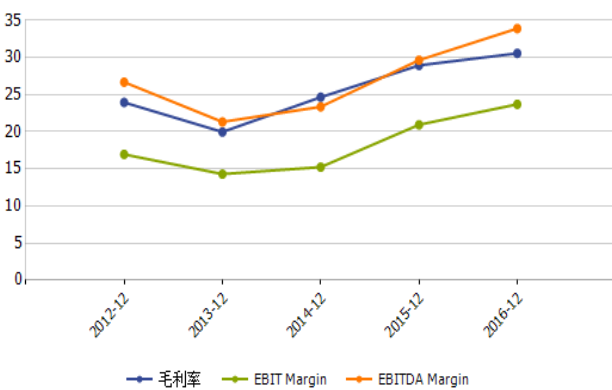
资料来源: 长城证券研究所

图 3: 归母公司股东净利润及增长率



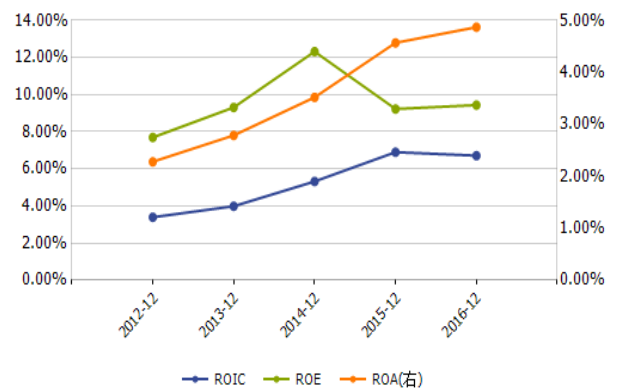
资料来源: 长城证券研究所

图 4: 经营利润率



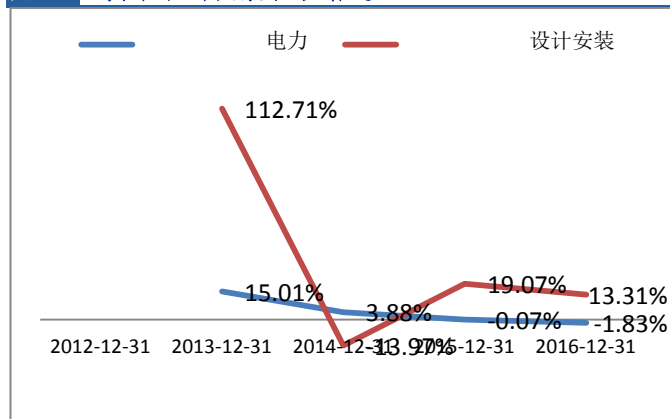
资料来源: 长城证券研究所

图 5: 投资回报率



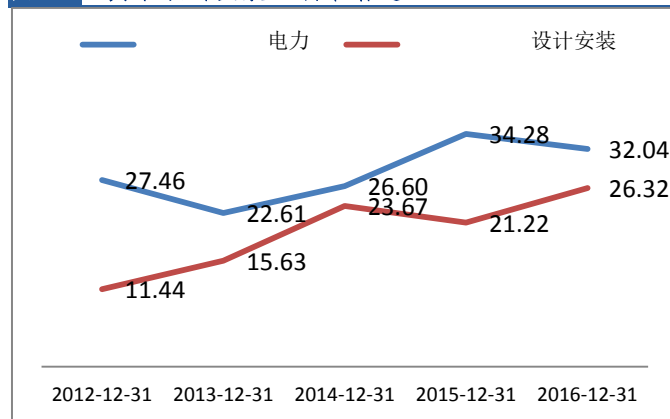
资料来源: 长城证券研究所

图 6: 电力和设计安装营收增速



资料来源: 长城证券研究所

图 7: 电力和设计安装毛利率增速



资料来源: 长城证券研究所

3. 公司发电量供给不足, 新增产能促盈利改善

- 公司是地方性小电网, 外购电力采购和自发电是公司的主要电力来源: 降低成本有几种方式, 包括: 取得低价优质电源, 降低外部电力采购成本; 降低企业自身发电成本; 提升自发电的占比, 优化电源结构。
- 发电和售电有巨大缺口, 公司自发电量供给明显不足: 2015 年公司自发电量为 7.4 亿千瓦时, 售电量为 16.3 亿千瓦时, 存在电量缺口为 8.9 亿千瓦时, 2016 年自发电量为 7.8 亿千瓦时, 售电量为 16.6 亿千瓦时, 存在电量缺口为 8.8 亿千瓦时, 缺口占比均在 60% 以上。
- 募投小水电陆续投产提升业绩 30%: 为提升自有发电量, 公司在 2014 年通过非公开发行方式投资后溪河、新长滩两个项目, 用于建设两会沱、金盆、镇泉引以及新长滩四处共计 7.96 万千瓦水电机组。目前两会沱、镇泉引 1、2 号机组已投产, 机组容量较投产前增长 24.6%, 项目建成投产后将显著提高公司供电能力和调峰能力。
- 根据 2016 年年报, 自发电度电成本为 0.15 元/千瓦时, 外购电度电成本为 0.32 元/千瓦时。2015-2016 年新增募投机组为 4.5 万千瓦, 2017 年累计新增 7 万千瓦, 2018 年累计新增 7.96 万千瓦, 按此测算, 2016 年新增装机增厚公司业绩每股 0.01 元, 2017 年每股增厚 0.04 元, 2018-2019 年预计每股增厚 0.07 元, 新增装机产能将提高盈利 30% 以上。

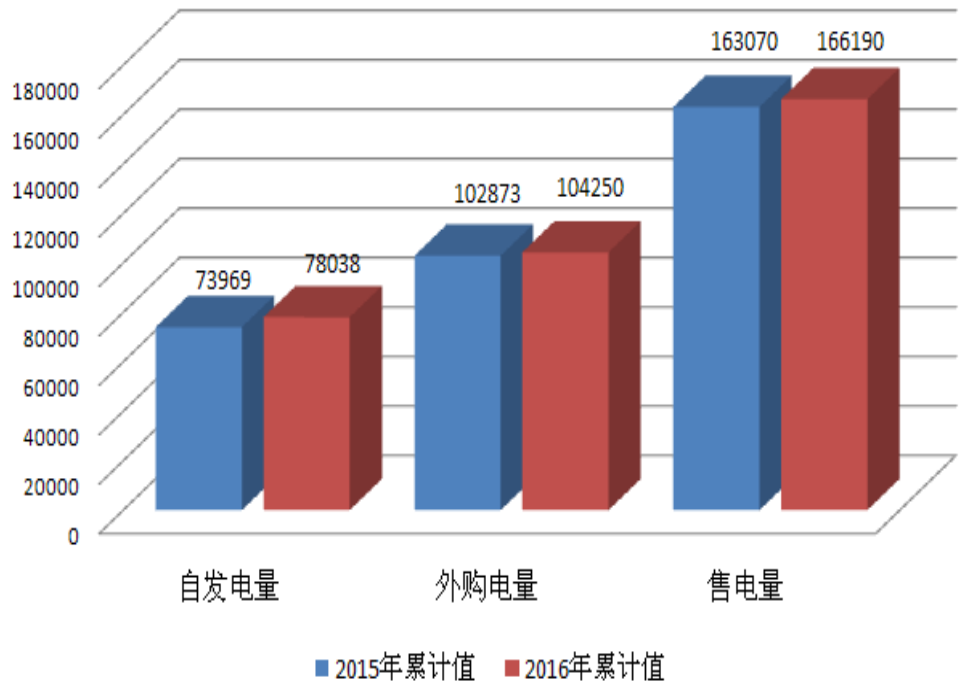
表 4: 募投项目新增装机盈利预测表

		2016	2017	2018	2019	2020
累计新增投产装机容量 (万千瓦)		4.50	7.00	7.96	7.96	7.96
新增机组利用小时		2600	2800	3920	3920	3920
两会沱水电站	发电量 (亿千瓦时)	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42
	上网电量 (亿千瓦时)	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42
股权比例		1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
镇泉引水电站	发电量 (亿千瓦时)	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
	上网电量 (亿千瓦时)	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
股权比例		1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
金盆水电站	发电量 (亿千瓦时)		0.47	0.47	0.47	0.47
新长滩	发电量 (亿千瓦时)			0.28		
新增发电量(亿千瓦时)		0.48	1.96	3.12	3.12	3.12
新增上网电量 (亿千瓦时)		0.48	1.96	3.12	3.12	3.12
电价 (含税)		0.37	0.37	0.37	0.37	0.37
新增营收(亿元)		0.18	0.73	1.15	1.15	1.15
自发电度电成本 (元/千瓦时)		0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
新增成本 (亿元)		0.07	0.29	0.47	0.47	0.47
新增营业利润(亿元)		0.11	0.43	0.69	0.69	0.69
新增净利润 (亿元)		0.11	0.43	0.69	0.69	0.69
股本(亿股)		9.93	9.93	9.93	9.93	9.93
新增 EPS		0.01	0.04	0.07	0.07	0.07

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所测算

图 8: 公司 2015-2016 年发、购、售电量情况 (万千瓦时)

公司 2015-2016 年发、购、售电量情况 (单位: 万千瓦时)



资料来源: 长城证券研究所整理, 公司年报

表 5: 公司投产及在建机组

序号	电厂及所属公司名称	装机容量 (万千瓦时)	持股比例 (%)	发电量 (亿千瓦时)			上网电量 (亿千瓦时)			状态
				2016 年度	2015 年度	变动比例 (%)	2016 年度	2015 年度	变动比例 (%)	
1	鱼背山电厂	1.7	100	0.6464	0.6555	-1.39	0.64389	0.6529	-1.39	投产
2	双河电厂	2.69	100	1.4260	1.3451	6.01	1.42250	1.3420	6.00	投产
3	赶场电厂	3.75	100	1.9480	1.8263	6.66	1.94486	1.8226	6.7	投产
4	长滩电厂	0.52	100	0.2936	0.3470	-15.39	0.29223	0.3453	-15.38	投产
5	灆渡电厂	0.15	100	0.0222	0.0370	-40.00	0.02220	0.0370	-40.00	投产
6	重庆市万州区恒丰水电设备工程有限公司	0.12	100	0.0865	0.1067	-18.93	0.08657	0.1067	-18.93	投产

7	向家嘴电厂	1.26	88.89	0.3467	0.3384	2.45	0.3381	0.3384	-0.09	投产
8	杨东河水电站	4.8	100	1.9064	1.6533	15.31	1.8952	1.6397	15.58	投产
9	峡门口电站	0.8	99.81	0.2080	0.2162	-3.79	0.2052	0.2134	-3.84	投产
10	两会沱水电站	2.00	99.81	0.4245	0.3535	20.08	0.4240	0.3535	19.94	投产 (2015年8月)
11	镇泉引水电站#1	1.25	99.81	0.0604	0.0000		0.0596	0.0000		2016年9月投产
12	芒牙河二级电站	2.49	55.56	0.4351	0.5177	-15.96	0.4321	0.4928	-12.32	2014年12月投产
13	镇泉引水电站#2	1.25	99.81							2016年11月投产
	投运合计	22.78		7.8038	7.3967	5.5	7.7662	7.3443	5.74	
14	金盆水电站	2.5	在建。2017年5月投产							
15	新长滩项目	0.96	在建，2018年4月投产							
	在建合计	3.46								
	水电站总共装机容量	26.24								

资料来源：公司公告，长城证券研究所 备注：。鱼背山电厂、双河电厂、赶场电厂、长滩电厂及濮渡电厂为公司自有电厂未核定上网电价，其他电站发电上网均价为0.37元（含税）

4. 外购电成本降低改善公司盈利能力

- 公司自发电和售电量存在较大缺口，外购电规模占比大：**2014年公司自发电为5.25亿千瓦时，售电量15.67亿千瓦时，外购电占比为66.5%，2015年公司自发电7.4亿千瓦时，售电量为16.3亿千瓦时，外购电占比63%，2016年自发电为7.8亿千瓦时，售电量为16.6亿千瓦时，外购电量为10.43亿千瓦时，外购电占比为62.8%。
- 外购电成本占比高：**2015年自发电成本为9717万元，占比21%，外购电成本为3.7亿元，占比79%。2016年外购电成本占比为75%为3.3亿元，自发电成本占比25%，为1.13亿元。
- 外购电度电成本逐年降低：**公司外购电的渠道主要是国家电网重庆电力公司，公司加强与外购电单位的协调，争取到外购电价格一定幅度的优惠，2016年减少外购电成本3658万元，同比下降9.85%。2015年度电成本为0.39元，2016年为0.35元。

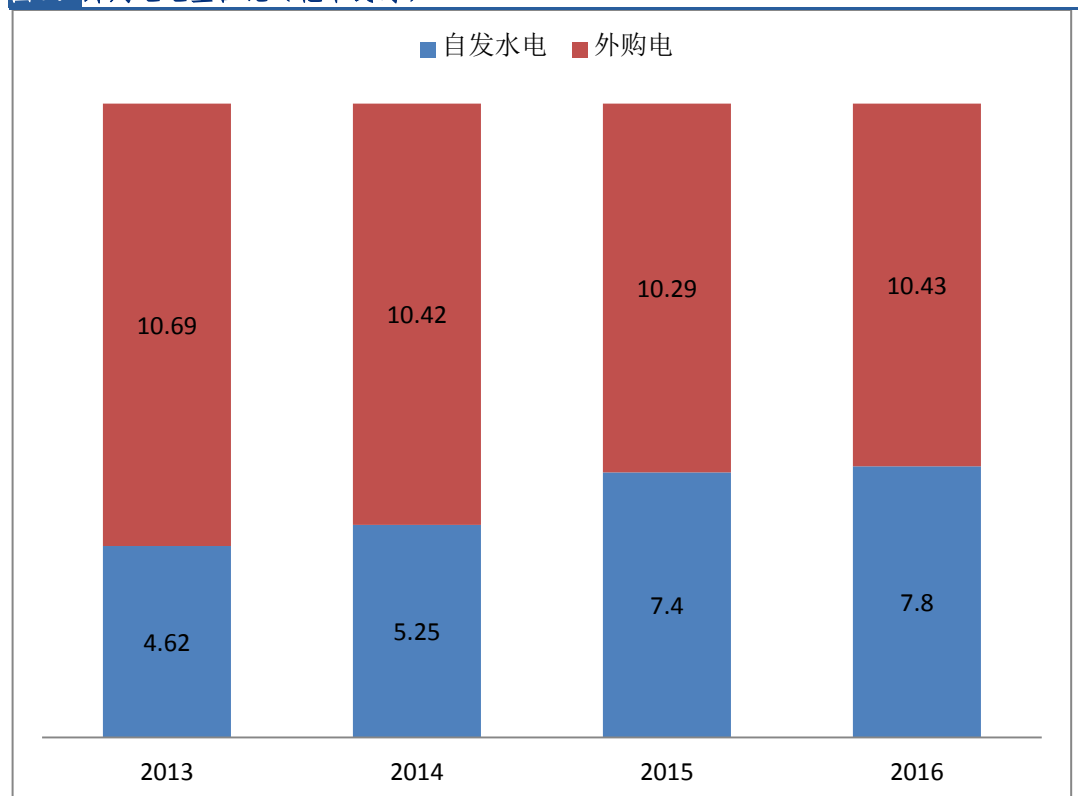
- 外购电毛利率为自发电毛利率的一半，：2016年自发电度电毛利率为69.87%，外购电度电毛利率为33.37%，自发电度电毛利为0.37元，外购电度电毛利为0.18元，外购电毛利只有自发电毛利的一半；而自发电度电成本为0.16元，外购电度电成本为0.35元，外购电成本高了一倍。

表 6: 近两年自发电和外购电成本收入情况

	2016年			2015		
	自发电	外购电	合计	自发电	外购电	合计
发电量/外购电 (万千瓦时)	78,038	104,250	182,288	73,969	102,873	176,842
售电量(万千瓦时)	71,146	95,044	166,190	67,925	95,145	163,070
收入	37,609	50,241	87,850	37,195	52,100	89,295
成本(万元)	11,333	33,477	44,810	9,717	37,135	46,852
毛利(万元)	26,276	16,764	43,040	27,478	14,965	42,443
毛利率	69.87%	33.37%	32.04%	73.88%	28.72%	34.28%
度电成本	0.16	0.35		0.14	0.39	
度电毛利	0.37	0.18		0.40	0.16	

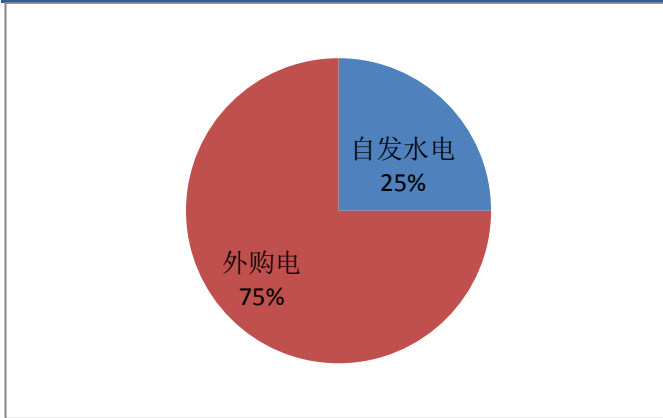
资料来源：公司年报，长城证券研究所

图 9: 外购电电量占比(亿千瓦时)



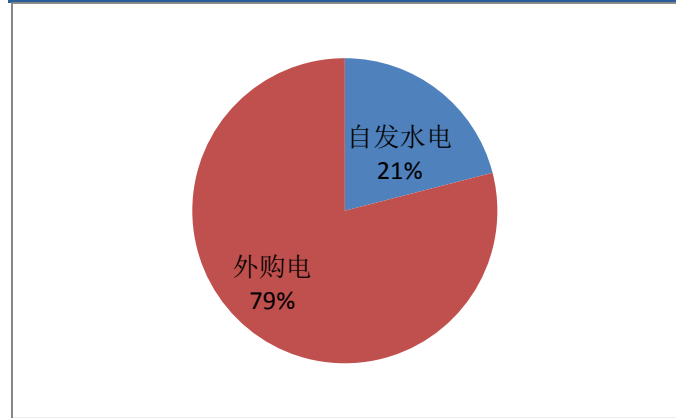
资料来源：长城证券研究所整理

图 10: 2016 年外购电成本占比 75%



资料来源: 长城证券研究所

图 11: 2015 年外购电成本占比 79%



资料来源: 长城证券研究所

5. 三峡入住晋升二股东, 打造重庆配售电平台

- 公司于 2016 年 12 月 29 日收到股东重庆中节能《关于重庆三峡水利电力(集团)股份有限公司股权变更的函》。重庆中节能拟通过协议转让的方式, 将其持有的本公司 1.01 亿股无限售流通股股份转让给长江电力, 本次权益变动后, 重庆中节能不再持有公司股份, 长江电力持有公司无限售流通股 1.01 亿股, 占公司总股本的 10.20%。
- 同受中国长江三峡集团公司控制, 长江电力及其一致行动人三峡资本控股有限责任公司(以下简称: 三峡资本)、长电创新投资管理有限公司(以下简称: 长电创新)合计持有公司股份 1.53 亿股, 占公司总股本的 15.40%。三峡集团晋升公司的第二大股东。
- 股权转让后, 公司的实际控制人仍为水利部综合事业局, 持股比例为 24.09%。

表 7: 重庆中节能股权转让前后情况

股东名称	本次股份转让前		本次股份转让后	
	持股数量(亿股)	持股比例	持股数量(亿股)	持股比例
重庆中节能	1.01	10.2%	0	0
长江电力	0	0	1.01	10.2%
三峡资本	0.41	4.08%	0.4	4.08%
长电创新	0.11	1.12%	0.11	1.12%
合计	0.52	5.2%	1.53	15.4%

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

表 8: 三峡系股本增持情况

股东名称	时间	交易方式	买入数量(股)	交易价格(元)
三峡资本	2016 年 6 月	二级市场	3715 万	7-7.79
三峡资本	2016 年 7 月	二级市场	320 万	8.23-8.48
三峡资本	2016 年 9 月	二级市场	18.26 万	8.01-8.04
长电创投	2016 年 8 月	二级市场	913 万	7.66-8.16
长电创投	2016 年 9-12 月	二级市场	197 万股	8.8-10.57

股东名称	时间	交易方式	买入数量(股)	交易价格(元)
长江电力	2016年9-12月	协议受让重庆中节能1.01亿股,待国资委批复	1.01亿	9.425
长江电力	2017年3月17日	收到国资委的协议转让批复	1.01亿	9.425

资料来源:公司公告,长城证券研究所

表 9: 股权转让前后第一二大股东持股情况

股东名称		本次股份转让前		本次股份转让后	
		持股数量 (亿股)	持股比例	持股数量 (亿股)	持股比例
水利部综合事 业局	新华水利控股 集团公司	1.11	11.18%	1.11	11.18%
	水利部综合开 发管理中心	0.98	9.89%	0.98	9.89%
	中国水务投资 有限公司	0.3	3.02%	0.3	3.02%
合计		2.39	24.09%	2.39	24.09%
三峡集团	重庆中节能	1.01	10.2%	0	0
	三峡资本	0.4	4.08%	0.4	4.08%
	长电创投	0.11	1.12%	0.11	1.12%
	长江电力	0	0	1.01	10.2%
合计		0.51	5.2%	1.52	15.4%

资料来源:公司公告,长城证券研究所

6. 三峡集团着力布局重庆电改,动作频繁

6.1 重庆售电侧改革概况

- 重庆市电力概况:** 重庆全市 38 个区县, 供电面积 8.2 万平方公里。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, 其中, 国家电网公司供电面积占全市面积 90% 左右, 供电服务人口约 3000 万人; 涪陵聚龙电力在涪陵区内与国家电网形成竞争, 供区包括白涛、龙桥、清溪三大工业园区。
- 新电改进入深水区, 售电侧改革打破原有发展屏障:** 2015 年 3 月中共中央国务院发布的 9 号文是电力体制改革纲领性文件, 文件明确国家电力改革的重点和路径, 可归纳为“三放开、一独立、三强化”, 其核心为按照管住中间、放开两头的体制架构, 有序放开输配以外的竞争性环节电价、有序向社会资本放开售电业务。此后陆续推出电改配套政策, 形成我国新一轮电改体系。
- 电改取得阶段性成果:** 新一轮电改推进已满两年, 改革正在循序渐进的颠覆传统电力市场。两年时间内, 启动电力体制综改试点有 23 个省、电力交易机构注册成立 33 家、31 个省级电网输配电价全面覆盖、6000 多家售电公司成立、105 家增量配网改革启动。

- **重庆是本轮电改首批售电侧改革试点之一:**重庆市售电侧改革试点于2015年12月9日获得国家发改委及国家能源局批复,一年多时间以来一直在持续推进,截至目前,已有8家售电公司纳入重庆市售电公司名录,另有8家售电公司正在公示中。
- **三峡有望深度参与重庆电改:**在重庆市电力体制改革持续推进的大环境下,三峡水利有望成为三峡集团在重庆区域第一个具备输配电网资产的售电平台。在本次长江电力受让重庆中节能10.2%的股权之前,早在2015年8月13日与重庆两江集团、涪陵聚龙电力、中涪热电(民营)共同投资成立重庆两江长兴电力公司。公司立足重庆两江新区工业开发区(鱼复、龙兴、水土工业园区),以及万盛平山工业园区、中石化涪陵页岩气示范区等改革试点核心区域,发展新型配售电业务。

表 10: 电力改革核心文件发布历程

发布时间	核心文件
2015/3	《中共中央、国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》
2015/4	《关于贯彻中发【2015】9号文件精神,加快推进输配电价改革的通知》
	《关于完善跨省跨区电能交易价格形成机制有关问题的通知》
	《关于完善电力应急机制做好电力需求侧管理城市综合试点》
2015/6	《输配电价成本监审办法》
	《电力中长期交易基本规则》
	《电力市场监管办法》
	《电力市场运营基本规则》
2015/11	《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》
	《关于推进售电侧改革的实施意见》
	《关于有序放开用电计划的实施意见》
	《关于电力交易机构组建和规范运行的实施意见》
	《关于推进电力市场建设的实施意见》
2016/3	《关于推进输配电价改革的实施意见》
	《关于征求做好电力市场建设有关工作的通知(征求意见稿)》
2016/7	《关于扩大输配电价改革试点范围有关事项的通知》
	《关于有序放开用电计划的工作的通知》
2016/8	《关于请报送增量配电业务试点项目的通知》
	《有序放开配电业务管理办法》
2016/10	《售电公司准入及退出管理办法》
	《省级电网输配电价定价办法(试行)》(征求意见稿)
2016/11	《关于规范开展增量配电业务改革试点的通知》

资料来源: 发改委, 长城证券研究所

表 11: 重庆售电侧改革进程

日期	事件
2015/11/28	国家发改委、能源局批复同意重庆市开展售电侧改革试点
2015/12/18	重庆市委市政府在举行重庆两江长兴电力有限公司、重庆能投售电有限公司、重庆渝西港桥电力有限公司 3 家试点售电公司授牌仪式
2015 年底	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 25%, 此次直接交易输配电价按 2010 年核定的执行, 电网公司过网费下调 3-5 分/千瓦时, 电厂让利幅度在 3 分/千瓦时
2016/2/3	重庆市首批 12 家企业与重庆两江长兴电力有限公司签订售电协议
2016/2/5	重庆市人民政府办公厅下发《关于印发重庆市售电侧改革试点工作实施方案的通知》, 明确售电侧改革范围、暂行输配电价、结算开票模式等
2016/2/15	两江新区首批 12 家企业近日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。首家用电企业将于 3 月由重庆两江长兴售电公司正式供电
2016/4/22	《重庆市售电侧该国市场主体进入与退出的指导意见》正式印发, 确定售电公司注册资本额度与售电业务规模关系
2016/5/30	重庆市第二个园区实现售电公司向用户售电, 重庆港桥电力公司售电实现零突破, 售电业务正式开展
2016/6/21	第三个园区实现售电公司向用户售电, 重庆能投万州经开区售电有限公司向入园企业重庆共锯科技有限公司锯切设备产业园正式送电
2016/7/11	《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》发布, 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; 允许售电公司代理用户参与直接交易。
2016/9/1	重庆电力交易中心挂牌成立, 采取股份制形式, 由电网企业、发电企业、售电企业、地方能源企业及第三方机构共同出资组建。重庆电力交易中心为国家电网供区内首家采用股份制形式组建的交易中心。
2016/9/5	重庆电力交易中心有限公司挂牌后交易成交超过 30 亿千瓦时, 交易成交发电企业 9 家、成交电力用户 145 家。通过交易, 减少客户用电成本 3.3 亿元。
2016/9/14	公示拟列入重庆市售电公司目录第一批企业名单, 拟纳入 5 家新售电公司

日期	事件
2016/9/30	重庆印发《重庆电力直接交易规则》
2016/10	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
2016/10/21	重庆发改委网站公布公示第一批售电企业，分别是：重庆寒阳售电股份有限公司、重庆彤运售电有限公司、重庆科陆售电有限公司、重庆英菲葆尔电力销售有限公司、华能重庆能源销售有限责任公司
2017/1/4	重庆发改委网站公布公示第二批售电企业
2017/3/2	重庆发改委网站公布公示第三批售电企业
2017/3/29	重庆发改委网站公布拟列入第四批售电企业名单

资料来源：重庆市发改委，长城证券研究所

6.2 三峡入驻，有望优化公司供电成本结构

- **三峡电站拥有低价电源，有望与公司配售电资源相结合，优势互补，优化公司供电成本：**三峡水利作为重庆万州地区的地方电网公司，长期深耕配售电领域，在技术、网架和渠道具备明显优势。
- **三峡集团、三峡水利及重庆市政府的合作在推进售电侧改革的同时，有利于三方：**三峡集团为其下属水电打造新的消纳通道，重庆市政府实现降低电价优化招商引资环境，三峡水利则有望扩张供电业务并优化供电成本结构。
- **三峡电站外送重庆落地电价为 0.28 元每千瓦时，相对与 2016 年公司外购电成本 0.35，价差为 0.07 元。**我们认为，此次三峡深度参与，有望大大降低公司的供电成本结构，增强公司的盈利能力。

表 12: 三峡水电站送各区域电价（单位：元/千瓦时）

输送区域	上网电价（含税）	落地电价（含税）
送湖北	0.21693	0.27833
送湖南	0.22864	0.29042
送河南	0.22581	0.28750
送江西	0.26787	0.33089
送上海	0.25751	0.36782
送江苏	0.23193	0.33990
送浙江	0.27509	0.387
送安徽	0.21736	0.324
送广东	0.29531	0.390
送重庆	0.21845	0.27990

资料来源：国家发改委，长城证券研究所

表 13: 用三峡低价电源增厚业绩测算情况

项目	2016
外购电量 (亿千瓦时)	10.43
外购度电成本 (元每千瓦时)	0.35
用三峡电价 (元每千瓦时)	0.28
价差 (元每千瓦时)	0.07
增量业绩 (亿元)	0.7301
增厚 EPS	0.074

资料来源: 长城证券研究所

6.3 三峡布局“四网融合”及重庆电改, 公司有望成为电改的集大成者

2017年2月, 三峡集团与涪陵区、黔江区政府签订框架协议, 拟于重庆市实现“四网融合”(三峡水利、乌江电力、聚龙电力及两江长兴)加强配售电布局, 公司目前作为其中唯一的上市公司, 未来有望成为重庆市地方电网资产整合及售电业务上市平台。借力三峡集团多地配售电业务布局, 公司有望实现配售电业务从无到有、从重庆走向全国, 在三峡集团的支持下具备售电行业龙头潜质。

■ 四网共筑“三峡电网”雏形, 公司或可成为供电资产整合平台

■ **区域互补带来更大增长空间:** 此次三峡集团增持三峡水利之后, 我们预计三峡集团将整合三峡水利、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”, 扩大供电和售电的范围, 一步提高三峡电站增发电量入渝规模, 同时深度参与重庆电改, 协同作战打造重庆地区的配售电平台。

■ **乌江电力基本情况:** 乌江电力是重庆乌江实业(集团)股份有限公司将其全部电力资产剥离成立的全资子公司。公司经营电网地处渝、湘、黔、鄂四省市交界处, 负责渝东南地区的电力供应, 电网覆盖重庆黔江、酉阳、秀山和湖南花垣“一区三县”, 供电面积约 1.2 万平方公里、总人口 200 万人。

截至目前, 乌江电力拥有可控装机容量 35.85 万千瓦, 电站均为水电机组, 所发电量全部上公司自发电网, 不足则从南方电网贵州供电公司购入电量。售电方面, 公司主要直供辖区内电解锰用户、工业硅用户和铁合金用户, 以及趸售湖南花垣。公司不对居民直接供电。

乌江电力 2015 年实现销售电量 31.92 亿千瓦时, 发电量为 11.81 亿千瓦时, 全年实现营业收入 13.07 亿元, 净利润 1.43 亿元。截止 2016 年三季度, 乌江电力资产总额为 56.17 亿元, 负债总额为 36.58 亿元, 资产负债率为 65.12%。

■ **聚龙电力基本情况:** 重庆涪陵聚龙电力有限公司成立于 2007 年 5 月 23 日, 注册资本为 2.356 亿元。当前公司装机包括 11 万千瓦火电和 11.5 万千瓦水电, 重庆涪陵能源实业集团有限公司和重庆市东升铝业股份有限公司分别持有公司 47.54% 和 42.44% 的股权, 其余股东均为自然人。公司作为一家地方电力公司, 当前变电站包括油房、荣桂、清溪、平原变电站, 主要在涪陵区内与国家电网形成竞争, 供区主要包括白涛、龙桥、清溪三大工业园区。

三峡集团与聚龙电力此前便有合作：聚龙电力于 2015 年 8 月参与成立重庆两江长兴电力有限公司，是两江长兴股东之一。2 月 22 日，三峡集团与涪陵区政府签订《战略合作框架协议》，为双方第二次合作打下基石。

- **两江长兴电力基本情况：**重庆两江长兴电力有限公司是于 2015 年 8 月中旬成立的国有绝对控股的混合所有制企业，由中国三峡集团控股，是三峡集团参与重庆市电力体制改革的前哨站。公司于 12 月 18 日获市委市政府授予试点售电公司牌照，成为重庆最早获得牌照的三家售电公司之一。
- **区域互补带来更大增长空间：**此次三峡集团增持三峡水利之后，我们预计三峡集团将整合三峡水利、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”，扩大供电和售电的范围，一步提高三峡电站增发电量入渝规模，同时深度参与重庆电改，协同作战打造重庆地区的配售电平台。
- **四网融合一大亮点在于整合后供区范围有望实现大幅增长，而供区的区域互补也有望带来更大增长空间。**目前，乌江电力主供黔江、酉阳、秀山及湖南花垣“一区三县”，聚龙电力主供涪陵区白涛、龙桥、清溪三大工业园区，两江长兴主供两江工业区、万盛经济开发区、中石化页岩气勘探区。未来在四网融合的基础上，有望搭建区域内输配电通道连接，使四网电网资产实现互补，并依据各自所在地辐射周边，实现更加广阔的增长潜力。

7. 投资建议：公司通过协调降低外购电成本及新增装机的陆续投产有望大大增强公司的盈利能力，暂不考虑三峡直供电和其他扩张，预计公司 2017-2019 年实现归母净利润为 2.42、3.6、5.21 亿元，对应 EPS0.24 元、0.36 和 0.52 元，对应 PE56.1 倍、37.7 倍和 26.1 倍，维持公司“强烈推荐”评级。。

8. 风险提示：三峡配售电整合推进低于预期，来水情况低于预期

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,316	1,258	1,646	2,324	3,282	成长性					
营业成本	935	873	1,205	1,701	2,402	营业收入增长	1.38%	-4.43%	30.90%	41.20%	41.20%
销售费用	0	0	1	2	3	营业成本增长	-4.38%	-6.61%	37.98%	41.20%	41.20%
管理费用	98	110	126	178	251	营业利润增长	98.87%	24.30%	-9.96%	56.12%	49.14%
财务费用	56	44	40	36	35	利润总额增长	71.09%	15.25%	-1.91%	48.53%	44.66%
投资净收益	25	38	0	0	0	净利润增长	45.86%	11.64%	4.75%	48.53%	44.66%
营业利润	196	243	219	342	509	盈利能力					
营业外收支	28	15	34	34	34	毛利率	28.94%	30.56%	26.81%	26.81%	26.81%
利润总额	224	258	253	376	544	销售净利率	13.79%	17.41%	13.23%	13.92%	14.26%
所得税	42	39	35	52	76	ROE	9.23%	9.43%	9.18%	12.35%	15.70%
少数股东损益	-26	-12	-24	-36	-53	ROIC	8.71%	10.17%	8.22%	11.31%	15.60%
净利润	207	231	242	360	521	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	0.02%	0.01%	0.08%	0.08%	0.08%
					(百万)	管理费用/营业收入	7.48%	8.72%	7.64%	7.64%	7.64%
流动资产	1,225	1,074	731	1,037	1,436	财务费用/营业收入	4.27%	3.50%	2.43%	1.54%	1.07%
货币资金	601	626	174	299	457	投资收益/营业利润	12.91%	15.52%	0.00%	0.00%	0.00%
应收账款	32	40	50	71	100	所得税/利润总额	18.93%	15.15%	13.92%	13.92%	13.92%
应收票据	48	29	37	52	73	应收账款周转率	16.41	18.04	18.94	18.94	18.94
存货	123	110	154	218	308	存货周转率	7.59	7.96	7.81	7.81	7.81
非流动资产	3,112	3,578	3,708	4,019	4,497	流动资产周转率	1.28	1.57	2.25	2.24	2.29
固定资产	2,354	2,678	3,174	3,301	3,605	总资产周转率	0.32	0.29	0.37	0.46	0.55
资产总计	4,337	4,652	4,440	5,055	5,933	偿债能力					
流动负债	1,055	1,095	911	1,286	1,816	资产负债率	41.96%	40.60%	38.48%	41.22%	44.05%
短期借款	120	200	0	0	0	流动比率	1.10	0.83	0.80	0.81	0.79
应付款项	205	294	287	405	572	速动比率	0.83	0.64	0.55	0.55	0.54
非流动负债	1,007	1,088	798	798	798	每股指标 (元)					
长期借款	756	770	770	770	770	EPS	0.63	0.23	0.24	0.36	0.52
负债合计	2,062	2,183	1,708	2,084	2,613	每股净资产	6.87	2.49	2.65	2.89	3.24
股东权益	2,275	2,469	2,630	2,871	3,219	每股经营现金流	1.15	0.44	0.50	0.83	1.10
股本	331	993	993	993	993	每股经营现金/EPS	1.84	1.88	2.04	2.28	2.09
留存收益	696	882	882	1,159	1,559	估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	29	17	-8	-44	-96	PE	21.86	58.73	56.06	37.75	26.09
负债和权益总计	4,337	4,652	4,339	4,954	5,832	PEG	1.43	5.04	11.80	0.78	0.58
现金流量表					(百万)	PB	6.05	5.54	5.15	4.66	4.10
经营活动现金流	382	434	495	820	1,089	EV/EBITDA	11.88	32.31	27.17	19.55	15.01
其中营运资本减少	66	42	39	188	279	EV/SALES	3.56	11.06	8.42	5.90	4.12
投资活动现金流	-687	-214	-376	-576	-776	EV/IC	1.95	5.01	4.75	4.51	4.17
其中资本支出	-434	-448	-400	-600	-800	ROIC/WACC	1.17	1.36	1.10	1.51	2.09
融资活动现金流	537	-187	-296	-119	-156	REP	1.67	3.68	4.32	2.98	2.00
净现金总变化	232	34	-177	125	157						

研究员介绍及承诺

杨洁: 清华大学经济管理学院 MBA, 2010 年 10 月加入长城证券, 2014 年 8 月起担任电力及公用事业行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证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他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com
杨锦明: 0755-83515567, 13822272352, yangjm@cgws.com
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com
申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xiew@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编: 200126 传真: 021-31829681
网址: <http://www.cgws.com>