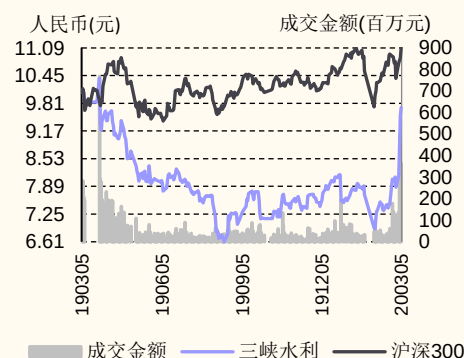


三峡水利 (600116.SH) 买入 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 9.71 元

发配售一体化龙头, 增量配网改革**市场数据 (人民币)**

总股本(亿股)	9.93
已上市流通 A 股(亿股)	9.93
总市值(亿元)	96.42
年内股价最高最低(元)	9.71/7.18
沪深 300 指数	4207
上证指数	3072

**公司基本情况 (人民币)**

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,218	1,298	1,364	1,424	1,485
营业收入增长率	-3.17%	6.64%	5.03%	4.40%	4.32%
归母净利润(百万元)	343	214	175	211	254
归母净利润增长率	48.45%	-37.80%	-18.04%	20.53%	20.50%
摊薄每股收益(元)	0.346	0.215	0.176	0.212	0.256
每股经营性现金流净额	0.35	0.43	0.37	0.49	0.55
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.51%	7.49%	6.03%	7.06%	8.25%
P/E	25.74	34.03	43.06	35.72	29.64
P/B	3.22	2.55	2.59	2.52	2.44

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **三峡水利——重庆市发配售一体的电力公司。**三峡水利是重庆市万州区最大的供电公司, 主营业务为电力和勘探设计安装, 业务范围涵盖电力生产、输配、销售上下游全产业链环节。公司所售电量为自发电量及外购电量, 自发电成本约为 0.1-0.2 元/千瓦时, 外购电度电成本在 0.33 元/千瓦时左右。随着公司售电量的不断增长, 自发电量增速不及总售电量增速, 外购电的比例逐渐提升, 整体售电业务毛利受到一定程度的侵蚀。
- **新一轮电改推进四网融合, 发配售一体化实现生态闭环。**短期内没有新增电源的情况下, 公司业绩难以提振。2016 年三峡集团和重庆市政府响应发改委新一轮电力改革、混合所有制改革的号召, 顺势而为意图以三峡水利为载体, 推动重庆市地方电网“四网融合”。并购完成后三峡水利有望成为增量配网第一个破局者, 成为国网、南网之外第三张网。
- **两江新区将成新的增长极, 外来电比例增加是大势所趋。**重庆市目前正处于经济转型期, 两江新区为重庆新型产业集中地, 2012-2018 年 GDP 年均增速 14.3%, 已形成的汽车、智能、高端装备、生物医药四大产业集群不断带动重庆用电量较高速增长。“十四五”期间, 即便重庆维持 3% 的用电增速, 仍存在每年约 35 亿千瓦时的用电缺口, 三峡电量加大入渝是大势所趋。
- **三峡电入渝为并购核心价值, 协同效应大幅提升公司经营效率。**三峡电入渝系重庆经济发展必然需求, 两江新区的经济排头兵角色及三峡集团的大股东地位使得三峡水利有望获得大量三峡电, 如能替代三峡水利当前外购电, 将提升度电毛利达 8 分左右, 对应 2020 年 80 亿度外购电将提升毛利 6.4 亿元。同时, 三峡集团入主后, 公司有望凭借其低廉的资金成本、优质的信用评级、先进的管理经验, 实现经营效益大幅提升。

投资建议

- 我们预计公司 2019-2021 年实现归母净利润 1.75、2.11 和 2.54 亿元; 实现 EPS 为 0.18、0.21 和 0.26 元, 对应 PE 分别为 43、36 和 30 倍。若并购完成且 40 亿三峡电入渝, 2020、2021 年 EPS 分别为 0.41、0.43 元。我们给予 2020 年 30 倍 PE, 对应股价 12 元, 首次覆盖给与“买入”评级。

风险提示

- 并购失败风险、三峡电入渝不及预期风险、来水不及预期风险等。

李蓉 联系人
lirong@gjzq.com.cn

娜敏 联系人
namin@gjzq.com.cn

孙春旭 分析师 SAC 执业编号: S1130518090002
sunchunxu@gjzq.com.cn

杜旷舟 联系人
dukz@gjzq.com.cn

内容目录

三峡水利：重庆市发配售一体的电力公司	4
立足万州，布局重庆的一体化电力公司	4
受外购电比例影响，归母净利润波动大	5
新一轮电改推进四网融合，发配售一体化实现生态闭环	7
短期内无新增电源，业绩增长进入瓶颈期	7
新一轮电改风起，重庆市推动四网融合	7
拟并购标的：联合能源	12
拟并购标的：长兴电力	15
两江新区将成为新的增长极，外来电比例增加是大势所趋	16
产业转型升级阵痛期，两江新区将成为新的增长极	16
用电量稳定增长，近期增速有所回落	18
火力发电为主，未来增长靠外电	19
三峡电入渝为并购核心价值，协同效应大幅提升公司经营效率	21
首次上会被否，积极准备再次冲刺	21
电源缺乏侵蚀毛利，三峡电入渝成核心价值	21
巨擘入主三峡水利，协同效应大幅增强	23
盈利预测	24
风险提示	25

图表目录

图表 1：三峡水利重要子公司	4
图表 2：2018 年公司营业收入构成	4
图表 3：2013-1H2019 公司营业收入（亿元）	4
图表 4：2015-1H2019 公司历年装机容量	5
图表 5：公司在运水电站并网情况	5
图表 6：2014—2019 年公司历年发电量	5
图表 7：售电量稳步增长	5
图表 8：2013—1H2019 公司分业务毛利（百万元）	6
图表 9：2013—1H2019 公司分业务毛利率（%）	6
图表 10：电力业务毛利率和外购电比例呈显著负相关	6
图表 11：2013—2019Q3 年公司归母净利润	6
图表 12：2013—2019Q3 资本开支	7
图表 13：在建工程大幅度减少	7
图表 14：新一轮电改顶层设计文件明确提出推进配售电改革	7
图表 15：发改委发布省级电网输配电价指导文件	9
图表 16：发改委发布区域电网输配电价指导文件	9
图表 17：增量配电试点项目累计达 404 个	9

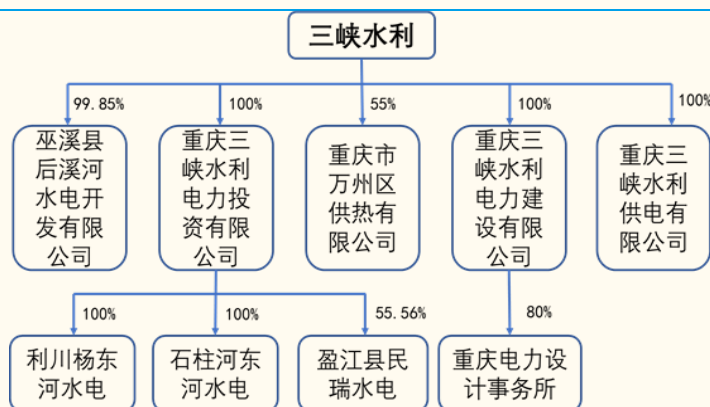
图表 18: 各地均已出台增量配网支持文件	10
图表 19: 三种存在配网类型	10
图表 20: 发配售一体化模式可实现生态闭环	11
图表 21: 并购出资设计方案	11
图表 22: 4 网融合示意图	12
图表 23: 联合能源前五大股东持股情况	13
图表 24: 联合能源所有水电机组	13
图表 25: 联合能源两大板块业务概况	14
图表 26: 联合能源分业务营收及产品单价	14
图表 27: 联合能源主要经营指标	14
图表 28: 长兴电力股权结构	15
图表 29: 两江新区三大支柱产业	16
图表 30: 长兴电力主要经营指标	16
图表 31: 重庆市分产业 GDP (亿元)	17
图表 32: 重庆市历年 GDP 及增速	17
图表 33: 重庆市支柱产业 2018 年增速	17
图表 34: 重庆市 2019 年 GDP 增速超过全国增速	17
图表 35: 重庆市历年用电量及增速	18
图表 36: 重庆市历年分产业用电量 (亿千瓦时)	18
图表 37: 重庆市分产业用电增速	19
图表 38: 重庆市历年装机容量及增速 (万千瓦)	19
图表 39: 重庆市历年分类装机容量 (万千瓦)	19
图表 40: 重庆市历年发电量及增速	20
图表 41: 重庆市分类发电量占比	20
图表 42: 重庆市分设备利用小时 (小时)	20
图表 43: 重庆市电力自给率 (%)	20
图表 44: 重庆市电力交易用户 (户)	21
图表 45: 重庆市电力成交量	21
图表 46: 外购电侵蚀毛利	22
图表 47: 三峡电送 4 个省市电价	22
图表 48: 三峡电送重庆与三峡水利、联合能源外购电价差	22
图表 49: 三峡水利完成并购且三峡电入渝可实现 EPS 大幅增厚	23
图表 50: 三峡集团历年营收及税后净利润	23
图表 51: 三峡集团历年装机规模及发电量	23
图表 52: 三峡集团及其子公司参股众多 A 股上市电力公司	24
图表 53: 三峡水利并购助力集团发-配-售上下游一体化发展	24
图表 54: 三峡水利分业务毛利拆分	25

三峡水利：重庆市发配售一体的电力公司

立足万州，布局重庆的一体化电力公司

- **重庆万州最大的电力公司，大股东长江电力持股比例为 16.08%。**三峡水利有限公司成立于 1994 年，总部位于重庆市万州区，1997 年实现上市。公司目前是重庆市万州区最大的电力供应公司，供电区域覆盖重庆市万州区国土面积的 80%。公司第一大股东为长江电力，持股比例为 16.08%
- **供电上下游一体化，竞争优势明显。**公司目前拥有完整的发、配、供电网络，是上市公司中少数拥有“厂网合一”的电力企业，该特征保障了公司对区域电力供应的绝对市场优势。三峡水利下辖众多子公司，业务范围涵盖上游的水电站开发、建设；中游的配电网设备生产、规划设计、修建维护；下游的配电设计、售电，供电产业链上下游完整。

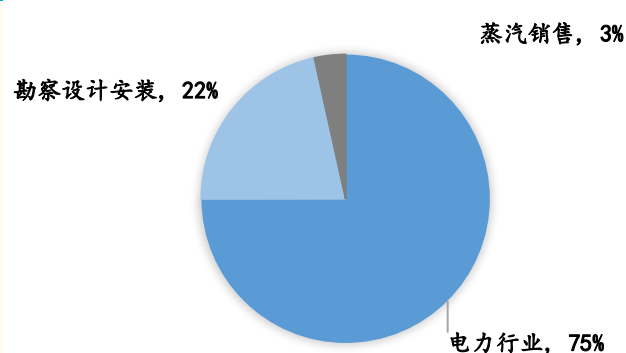
图表 1：三峡水利重要子公司



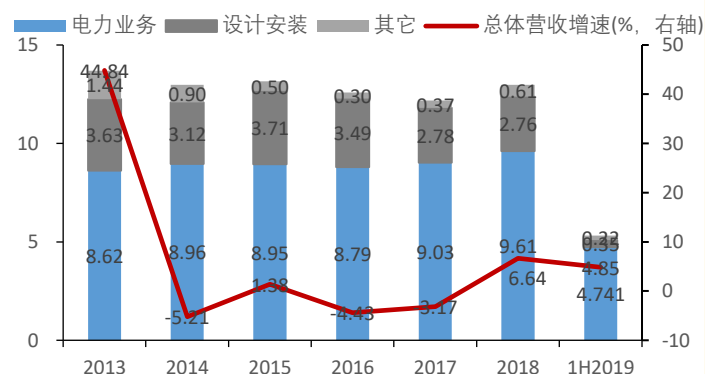
来源：公司年报，国金证券研究所

- **电力是主营业务，2018 年营收占比 75%。**公司的业务包含电力、勘察设计安装和蒸汽销售，其中电力业务是公司的主营业务，电力与勘察设计安装 2018 年的占比分别为 74.98%和 21.54%。公司所售电力来源一是自有水电站发电通过自有电网销售给终端客户，实现网内消纳；二是通过联网线路从国家电网重庆市电力公司、湖北省电力公司等购买。
- **合理处置存量资产，电力业务营收稳定增长。**2015 年以来公司其它业务营收有所下降，主要原因是三峡水利于 2013、2014 年对沱口电厂、康乐电厂在内的部分存量资产（主要是土地使用权）进行了合理的处置，该板块当年分别实现营收 1.25、0.6 亿元。公司电力业务营业收入稳步增长，2018 年公司实现营收 12.98 亿元，同比增速为 6.64%。2018 年公司在售电业务开拓方面成功代理 3 家企业参与重庆市电力直接交易，取得售电业务电力市场化交易的突破。在勘察设计安装业务方面采用“技术、管理输出”模式，全年累计中标外部市场项目 27 个。

图表 2：2018 年公司营业收入构成



图表 3：2013-1H2019 公司营业收入（亿元）

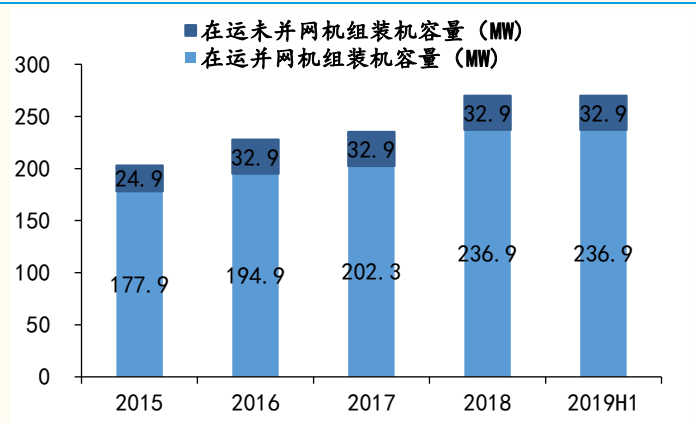


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

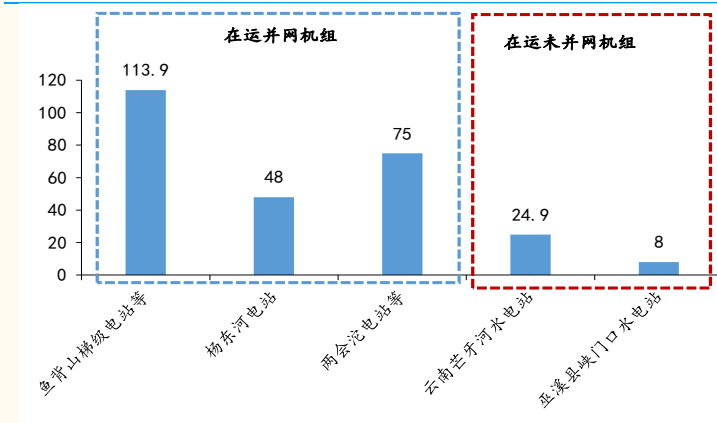
- **水电装机容量稳步增长，2019 年 6 月底装机达 269.5MW。**公司的发电机组全部为水电站，近年来其投产的水电装机容量稳步增长，截至 2019 年 6 月底公司水电装机容量共计 269.8MW，相比 2015 年增长 33.16pct，实现连续四年保持增长。2018 年新长滩电站和金盆电站投产发电，在运装机容量增加 34.6MW。公司在运水电站中未并网机组共计 32.9MW，占比 12.19%。
- **发电量持续增长，近期受来水影响较大。**2014 年至 2017 年公司总发电量实现了连续 4 年增长，由期初的 5.8 亿千瓦时增长至 2017 年的 10.1 亿千瓦时，CAGR 达 20.31%。近两年因来水较差，在 2018 年公司装机容量增长 14.73%的情况下，2018、1H2019 发电量均较 2017 年大幅下降 30% 以上，主要原因系来水情况差。
- **售电量稳定增加，2019H1 增长 5.59%。**公司是重庆市万州区最大的供电公司，经营范围覆盖万州区 80% 的国土面积。随着经济不断增长，万州区用电量随之增加，公司售电量由 2013 年的 15.31 亿千瓦时增长至 2018 年的 18.83 亿千瓦时。2019 年上半年，公司售电量为 8.88 亿千瓦时，同比增长 5.59%。

图表 4：2015-1H2019 公司历年装机容量



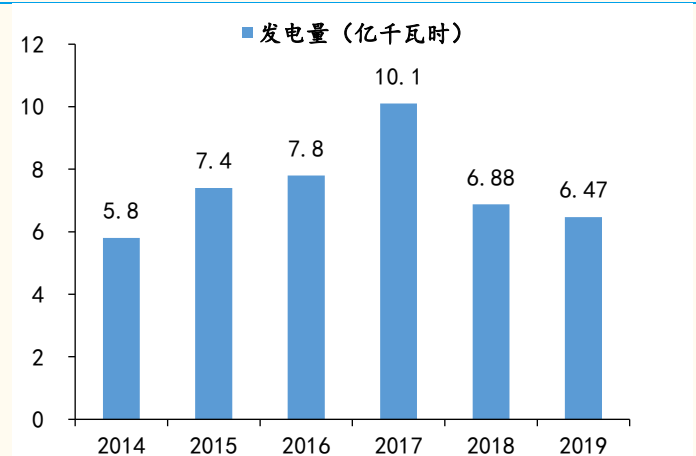
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：公司在运水电站并网情况



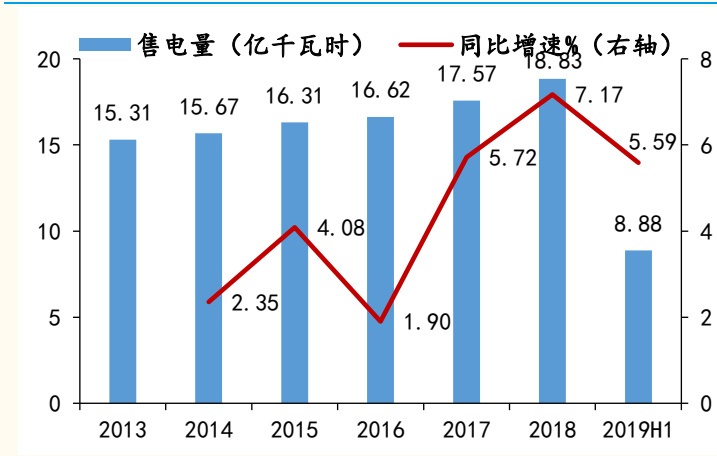
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：2014—2019 年公司历年发电量



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：售电量稳步增长

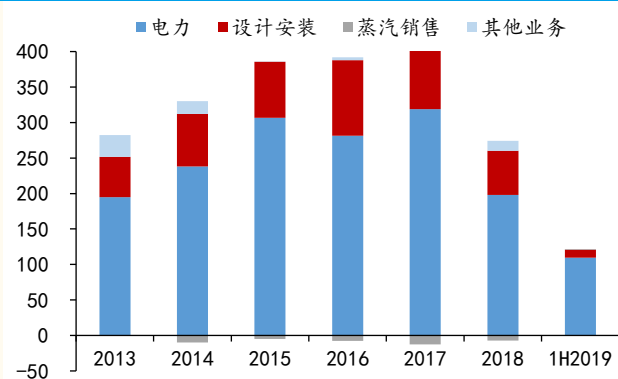


来源：公司公告，国金证券研究所

受外购电比例影响，归母净利润波动大

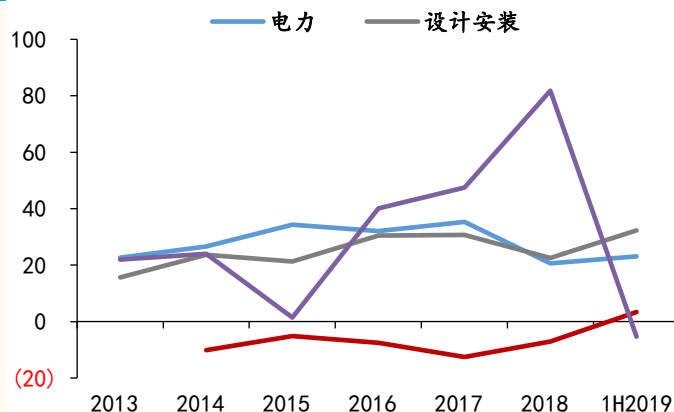
- **毛利逐年增长，2018 年有所回落。**2013-2017 年公司毛利逐年提升，由 2013 年的 2.73 亿元增长至 2017 年的 3.94 亿元，CAGR 达 9.61%。2018 年公司整体毛利为 2.67 亿元，相较于 2017 年大幅下降 32.28%；毛利大幅下降主要原因系自发电电量大幅减少导致购电成本增加。购电成本增加一方面减少了电力业务毛利，另一方面增加对外拓展电力安装市场成本，从而减少了设计安装业务毛利。
- **毛利率不断上升，2018 年受外购电影响下行。**2013 年至 2017 年公司两大主营业务电力和设计安装毛利率不断上行，分别由期初的 22.61%/15.63% 上升至 2017 年的 35.31%/30.70%，同比分别提升 12.7、15.07pct。2018 年电力和设计安装的毛利率分别为 20.61% 和 22.58%，同比减少 14.70% 和 8.12%。来水大幅减少、高成本外购电增加是毛利率下滑的主要原因，来水属于正常波动，长期来看将呈现均值回归特征。

图表 8：2013—1H2019 公司分业务毛利（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

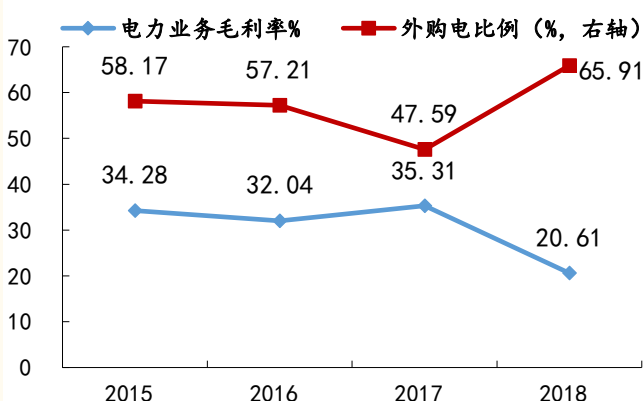
图表 9：2013—1H2019 公司分业务毛利率（%）



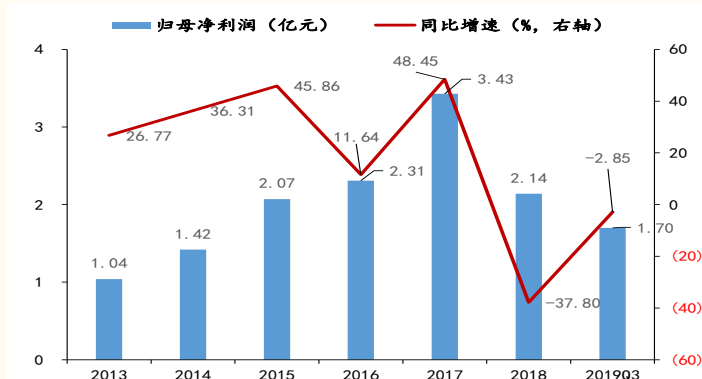
来源：公司公告，国金证券研究所

- **外购电成本较高，拉低电力业务毛利率。**目前公司的发电机组装机容量有限，无法全部满足公司的售电需求，每年仍需向国网和南网采购大量的外来电。外来电成本较贵，度电上网成本在 0.33 元左右；自发电成本仅为折旧加上少数人工费用，度电成本仅为 0.1-0.2 元（来水波动造成度电成本变动），和外来电相比成本较低。上述因素造成了当外购电占比提升时，电力业务毛利率将受到较大影响而降低。
- **归母净利润稳步提升，近期受来水影响有所下行。**2013 年至 2017 年公司归母净利润逐步上行，由期初的 1.04 亿元增长至 2017 年的 3.43 亿元，CAGR 达 35%，实现跨越式增长。2018 年来水较差，外购电比例由 2017 年的 47.59% 增长至 2018 年的 65.91%，高成本的外来电大幅侵蚀了电力业务利润。2019 年来水情况仍然较差，在 2018 年新增 34.6MW (14.71%) 的情况下，发电量仍然下降 0.41 亿度 (5.96%)，前三季度归母净利润为 1.7 亿元，同比小幅下降 2.85%。

图表 10：电力业务毛利率和外购电比例呈显著负相关



图表 11：2013—2019Q3 年公司归母净利润



来源：公司公告，国金证券研究所

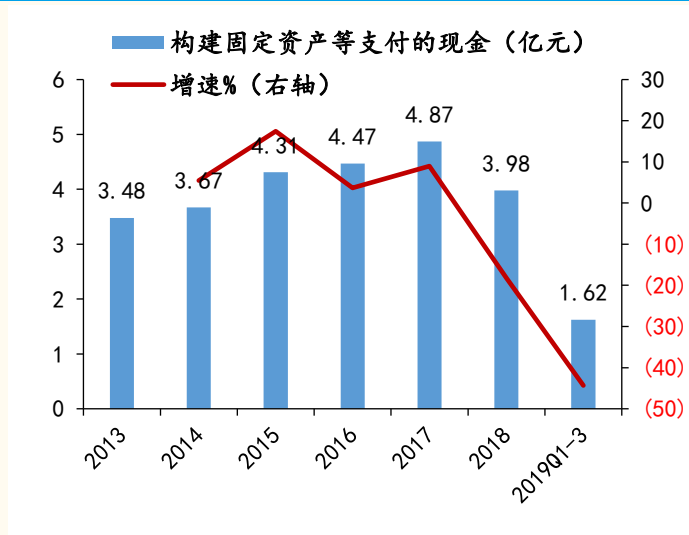
来源：公司公告，国金证券研究所

新一轮电改推进四网融合，发配售一体化实现生态闭环

短期内无新增电源，业绩增长进入瓶颈期

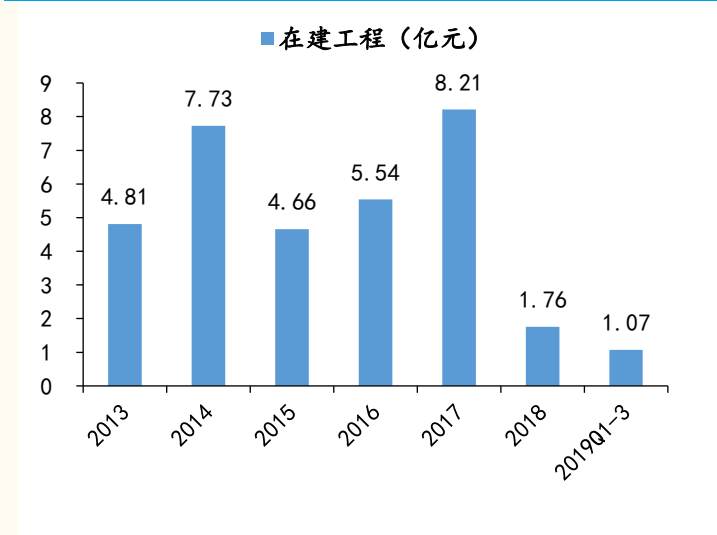
- **资本开支下行，在建工程大幅减少。**2013-2017 年，公司水电站、电网线路设备方面的业务对资金要求较多，构建固定资产、无形资产和其它长期资产方面的开支逐年增加，由 2013 年的 3.48 亿元增加至 2017 年的 4.87 亿元。同期公司在建工程始终保持在 4 亿元以上的较高水平。2018 年上半年新长滩电站和金盆电站投产发电，随后在建工程和资本开支均大幅下降。
- **短期内无新增电源，制约自供电能力。**2018 年上半年两座新的电站的投产，此后公司没有新的在建水电站项目，预计 2020-2022 年内公司将不会有新增自建电源投产。而公司的售电量年均增速保持在 4%-7% 左右的较高增速，预计公司外购电量比例将持续上升，拖累售电毛利，引入外来电源成为公司持续发展的不二选择。2019 年初公司开始推进资产重组，着手并购联合能源和两江长兴公司，打造电网平台联合，积极引三峡电入重庆。

图表 12：2013—2019Q3 资本开支



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：在建工程大幅度减少



来源：公司公告，国金证券研究所

新一轮电改风起，重庆市推动四网融合

- **顶层设计文件出台，新一轮电改拉开序幕。**2002 年我国开始着手进行电力体制改革，一定程度上改善了计划性体制、政企不分、厂网不分等现状，但市场交易机制缺失、资源利用效率不高、售电侧有效竞争不足等问题仍然存在。2015 年 3 月国务院出台《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，从顶层设计的角度提出总体规划，新一轮的电改拉开序幕。
- **新电改“管住中间、放开两头”，开放输配电以外竞争性环节。**新一轮电改的重点和路径是：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、公益性和调节性以外的发用电计划，向社会资本放开配售电业务；推进交易机构相对独立，规范运行等。

图表 14：新一轮电改顶层设计文件明确提出推进配售电改革

《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》	
有序推进电价改革，理顺电价形成机制	单独核定输配电价

	妥善处理电价交叉补贴
推进电力交易体制改革，完善市场化交易机制	规范市场主体准入标准
	引导市场开展多方直接交易
	鼓励建立长期稳定的交易机制
	建立辅助服务市场机制
	完善跨省、跨区电力市场交易机制
建立相对独立的电力交易机构	合理定位电网企业功能
	改革和规范电网企业运营模式
	组件和规范运行电力交易机构
	完善电力交易机构市场功能
推进发用电计划改革，更多发挥市场机制作用	有序缩减发用电计划
	完善政府公益性调节性服务功能
	提升需求侧为主的供需平衡保障水平
稳步推进售电侧改革，有序向社会资本放开配售电业务	鼓励社会资本投资配电业务
	建立市场主体准入和退出机制
	多途径培育市场主体
	赋予市场主体相应的权责
开放电网公平接入，建立分布式电源发展新机制	积极发展分布式电源
	完善并网运行服务
	加强和规范自备电厂监督管理
	全面放开用电测分布式电源市场

来源：政府文件，国金证券研究所

- **输配电价指导文件出台，助力配售电侧改革。**2020 年 2 月发改委发布了《省级电网输配电价定价办法》和《区域电网输配电价定价办法》两份文件，输配电价改革迈出实质性一步。输配电价改革是新一轮电改“管住中间”的践行者，同时也是“放开两边”的布道者。两份文件明确提出电网企业要定期报送定价基础材料和相关数据；规定了电网企业的输配服务定价加成办法，各项收费内容计算公式；今后电网企业定价核算的黑匣子有望变得更加透明。输配电价机制的理顺，有助于提升新型配售电公司的市场地位和独立性，激发市场活力。
- **增量配网改革步履艰难，但未来可期。**新一轮电改中，增量配售电主体的参与力求通过打破电网垄断格局，分享电力工业红利，同时一定程度降低配电网用户的用电成本。2016 年至 2019 年 6 月，国家发改委和国家能源局共批复四批共计 404 个增量配电试点项目。然而，受资产不清晰、电价不好定及各方利益博弈等因素影响，增量配电网项目推进困难，截止 2019 年 10 月初仅 106 个项目获得了电力业务许可证。尽管增量配电网步履为艰，但电力市场化改革的本质是打破垄断，建立多元化主体的市场。因此，陆续出台相关方案更好推进增量配电网改革，保证增量配电网项目的健康发展；如《关于增量配电业务改革第一批试点项目进展情况的通报》（发改经体〔2018〕1460 号）中强调，不建议电网及地方投资平台控股；四川省政府已经明确“国家电网公司（包括国网四川省电力公司）不得控股增量配电网运营企业”。类似股权规定保证了增量配电网公司成为电网的对标企业地位，促进我国配电领域的有效竞争，还原增量配电业务改革的初心。

图表 15：发改委发布省级电网输配电价指导文件

《省级电网输配电价定价办法》	
核定输配电价步骤	准许收入+分电压、用户输配电价
核定周期	三年为周期，在期初核定
数据及材料报送	要求电网企业对各电压等级的资产、费用、收入、输配售电量、负荷等数据进行收集，并于每年5月底前报送相关价格管理部门。
准许收入计算方法	准许成本+准许收益+税金
输配电价计算方法	含税准许收入/省级电网输配电量

来源：政府文件，国金证券研究所

图表 16：发改委发布区域电网输配电价指导文件

《区域电网输配电价定价办法》	
核定周期	三年为周期，在期初核定
数据及材料报送	要求电网企业对各电压等级的资产、费用、收入、输配售电量、负荷等数据进行收集，并于每年5月底前报送相关价格管理部门。
准许收入计算方法	准许成本+准许收益+税金
准许收入回收方式	容量电费、电量电费
容量电费：电量电费	折旧费+人工费：运行维护费（不含人工费）

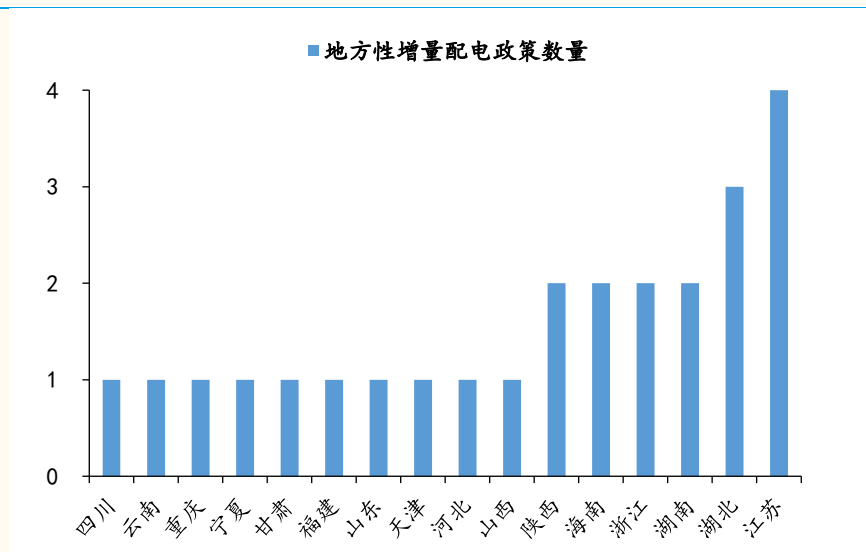
来源：政府文件，国金证券研究所

图表 17：增量配电试点项目累计达 404 个

	时间	数量	备注
第一批	2016 年 12 月	106	实现地级以上城市覆盖
第二批	2017 年 11 月	89	
第三批	2018 年 4 月、7 月	125	
第四批	2019 年 6 月	84	覆盖县域地区

来源：政府文件，国金证券研究所

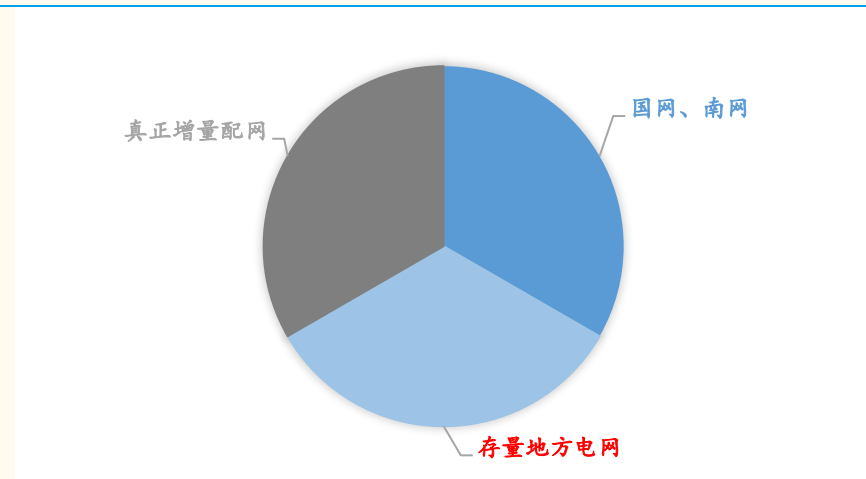
图表 18: 各地均已出台增量配网支持文件



来源：政府文件，国金证券研究所

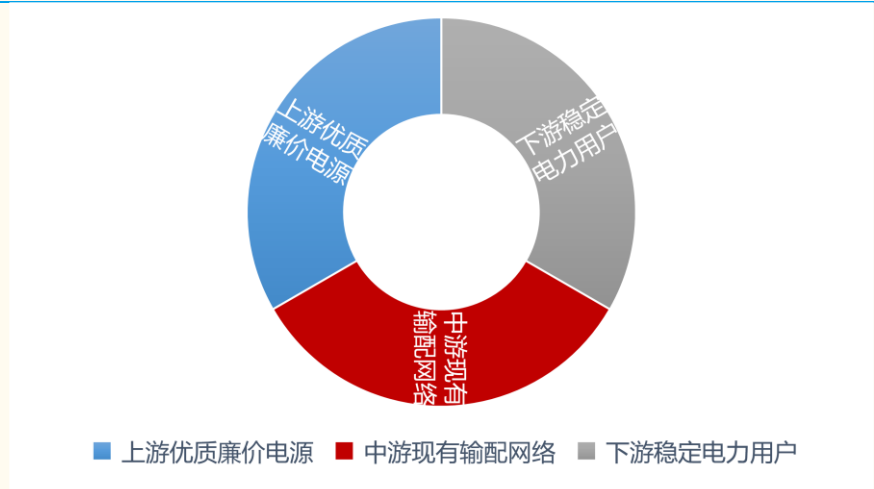
- **发配售一体化竞争力强，实现整个生态闭环。**目前的配网共计分为三种：国网、南网的存量资产，新增配网，以及存量改增量的地方配网。**存量地方电网具备电网资产、丰富管理经验、稳定电力用户等优势使得其成为未来增量配网最有可能成功的先例。**三峡水利拥有上游优质电源、中游先进输电配资产及管理经验、下游稳定电力用户及多年售电经验，使得该模式能形成完整生态闭环，竞争实力较强。
- **公司拟作价 65.44 亿元，收购标的资产。**为达成四网融合目标，三峡集团拟以三峡水利为电网资产平台，并购重庆市其它两家电网企业。据公司 2019 年 12 月发布的资产购买交易报告书，公司拟作价 55.25 亿元、10.19 亿元分别购买联合能源 88.55% 的股权、长兴电力 100% 的股权。考虑到两江长兴拥有联合能源 10.95%，剔除该因素后，联合能源 100% 股权对价约 62.39 亿元，长兴电力（不含联合能源 10.95% 股权）对价为 3.05 亿元。
- **现金支付对价 3.65 亿元，股份支付对价 61.79 亿元。**并购对价支付方案中，公司打算以非公开发行股份的方式募集配套资金 5 亿元，其中 3.65 亿元用来支付并购现金对价，剩余资金用于补充流动资金和支付本次交易费用。采用公开发行股份支付的对价金额为 61.79 亿元，为主要对价支付方式。按照公司计划发行价格 7.32 元/股计算，发行股数为 8.44 亿股，发行成功后公司股本将增加 85%。

图表 19: 三种存在配网类型



来源：国金证券研究所

图表 20：发配售一体化模式可实现生态闭环



来源：国金证券研究所

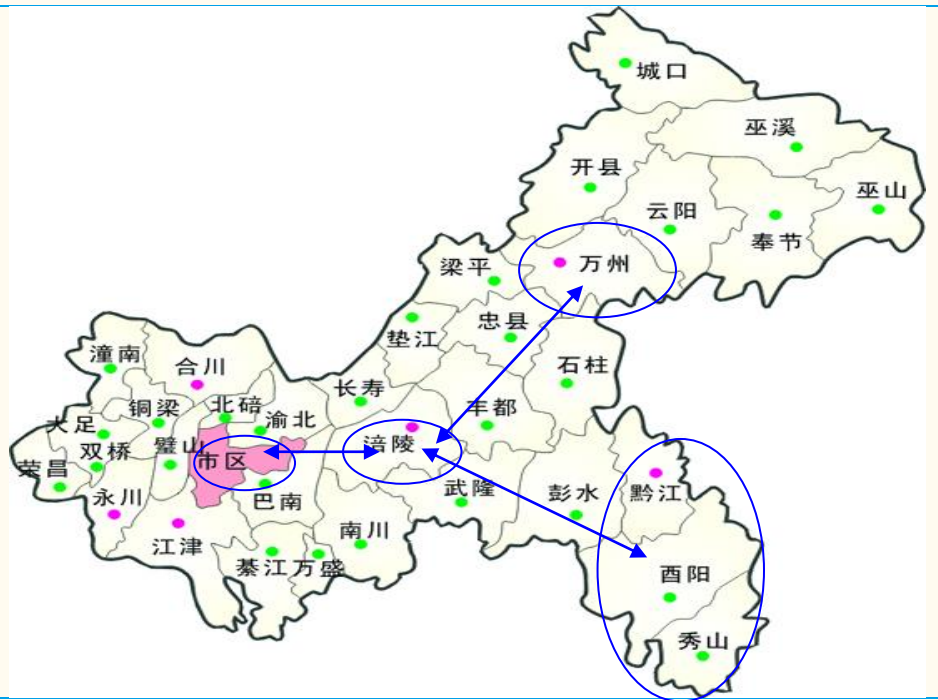
图表 21：并购出资设计方案

标的资产对价支付情况			
标的资产	标的资产作价（亿元）	现金支付对价（亿元）	股份支付对价（亿元）
联合能源 88.55%股权	55.25	3.65	61.79
长兴电力 100%股权	10.19		
合计	65.44		

来源：公司公告，国金证券研究所 注：长兴电力持有联合能源 10.95%的股权

- **重庆市四网融合，新兴大型地方电网企业呼之欲出。**三峡水利公司供电地区为万州区，联合能源旗下主要子公司乌江实业、聚龙电力供电区域分别为黔江区及周边秀山等县、涪陵区；长兴电力公司供电区域主要为两江新区内的三个工业园区（水土、龙兴和鱼复）。整合完成后，三峡水利供电区域将大幅增加，售电用户、售电量将实现质的增长。

图表 22: 4 网融合示意图



来源：百度地图，国金证券研究所

拟并购标的：联合能源

- **响应改革号角，整合重庆存量配售电业务。**为响应发改委深化电力体制改革的号召，重庆市与三峡集团达成合作共识，由长江电力、涪陵能源、新禹投资等 5 名法人于 2017 年 2 月份发起设立联合能源公司，意图以联合能源为整合平台、按照“突出主业”的原则整合重庆区域存量配售电企业。目前新禹投资是联合能源第一大股东，持股占比达 21.03%。
- **发配售一体化的电力公司，水电装机容量超 20 万千瓦。**联合能源是集电力发、配、售为一体的地方电力企业，拥有优质、稳定的电力市场。骨干电网覆盖重庆市多个区县，并与重庆市、贵州省、湖南省、湖北省等电网联网运行，主要满足工业用户的用电需求。截至 2019 年 6 月底，联合能源所有发电机组均为水电机组，装机容量共计 20.055 万千瓦。公司还具有众多输变电设备资产，具备对供电区域良好的输配供电能力。
- **电矿一体化发展，从事电解锰业务。**在公司设立初期，为保障电力消纳，公司还开拓了电解锰业务。联合能源通过子公司贵州锰业开展锰矿开采及电解锰生产加工业务，并由乌江贸易统一对外销售。贵州锰业利用自有锰矿及外购锰矿为主要原料，生产包括电解锰、锰基新型材料及锰基下游精深加工产品。乌江贸易向贵州锰业及外部电解锰生产加工企业采购电解锰产品，作为冶炼工业的重要添加剂销售给钢铁等行业客户。

图表 23：联合能源前五大股东持股情况

序号	股东名称	股权比例
1	新禹投资	21.03%
2	涪陵能源	18.83%
3	长兴电力	10.95%
4	嘉兴宝亨	10.00%
5	两江集团	9.29%

来源：公司公告，国金证券研究所 注：截至 2019 年 12 月 12 日

图表 24：联合能源所有水电机组

所属公司	电站名称	装机容量（万千瓦）	继续安全运行时间（年）
乌江实业	大河口	2.75	6
	双泉	0.125	17
	梯子洞	1.2	10
	宋农	0.48	25
	舟白	1.2	12
	石堤	6	14
	渔滩	1.1	14
	箱子岩	1.6	14
	三角滩	1.1	17
聚龙电力	涪陵水资源	4.5	6
合计		20.055	

来源：公司公告，国金证券研究所

- **售电量稳定，电解锰销量不断增长。**2017、2018 年公司售电量分别为 84.22、76.94 亿千瓦时，外购电量分别为 65.67、60.35 亿度；2019 年上半年公司售电量为 37.11 亿度，外购电量为 30.51 亿度。公司电解锰业务近些年来规模不断扩大，产销两旺，产量和销售量不断增长。2019 年上半年公司电解锰销量为 4.39 万吨，产量为 3.58 万吨，预计有一定的外购电解锰比例。
- **营业收入稳定，锰业营收占比不断提升。**2017—2019H1 公司分别实现营业收入 40.78、39.95、20.93 亿元，营收较为稳定。从营收结构上来看，公司锰业发展迅速，营收增长较快，2017—2019H1 分别实现营业收入 7.69、8.77、5.32 亿元，占比由期初的 18.86%提升至 2019 年上半年的 25.43%，提升 6.57 个 pct。

图表 25：联合能源两大板块业务概况

业务	项目	2017	2018	2019H1
电力板块（亿千瓦时）	发电量	19.53	18	7.28
	上网电量	19.29	17.76	7.18
	外购电量	65.67	60.35	30.51
	聚龙售电量	46.59	49.14	26.67
	乌江售电量	37.63	27.8	10.45
	合计售电量	84.22	76.94	37.11
锰业板块（万吨）	锰矿石产能			30
	锰矿石产量	10.2	19.09	17.46
	电解锰产能	10.6	10.6	5.3
	电解锰产量	4.66	5.73	3.58
	电解锰销量	6.48	6.6	4.39

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 26：联合能源分业务营收及产品单价

项目	2017	2018	2019H1
主营业务营收（亿元）	40.78	39.95	20.93
电力业务营收（亿元）	30	31.07	15.6
电力营收占比%	80.94%	77.78%	74.56%
锰业板块营收（亿元）	7.69	8.77	5.32
锰业营收占比%	18.86%	21.95%	25.43%
售电均价（元/度，含税）	0.4627	0.4798	0.4785
电解锰销售价格（元/吨，不含税）	10146.56	12220.55	11708.18

来源：公司公告，国金证券研究所

- **非经常性损益额较大，但均与主营业务高度相关。**2017 年—2019 年 H1，公司归母净利润分别为 1.57、2.32、1.08 亿元，总体实现较快增长。联合能源作为发、配、售一体的电力公司，与电网相关的政府补助、电费延期收取的资金占用费数额较大，这些科目属于公司经常性的非经常损益，但囿于现有会计准则，将拉低公司扣非归母净利。
- **长江沿岸搬离企业入驻，售电量有望持续增长。**2017 年政府发布了《长江经济带生态环境保护规划》，中央政府高度重视长江沿岸的生态环境保护，重庆市地处几大重要河流上游区域。随着环保政策的不断落实，重庆市区沿岸的高污染企业将陆续搬离。聚龙电力供电区域所在的涪陵区，有望接纳长江沿岸搬离的企业，供电用户将进一步增长。2017—2019 年上半年，聚龙电力售电量分别达 46.59、49.14、26.67 亿千瓦时，均保持较快增速。

图表 27：联合能源主要经营指标

类型	科目	2017	2018	1H2019
利润表简表（亿元）	营业收入	41	40.13	21.09

	营业利润	1.99	3.09	1.15
	利润总额	1.95	3	1.16
	净利润	1.75	2.41	1.04
	归母净利	1.57	2.32	1.08
资产负债表简表 (亿元)	流动资产	25.75	26.55	17.59
	非流动资产	100.94	103.26	103.18
	资产合计	126.69	129.81	120.77
	流动负债	38.6	47.53	41.42
	非流动负债	28.72	23.92	19.95
	负债合计	67.33	71.45	61.38
	所有者权益合计	59.37	58.36	59.39
非经常性损益 (万元)	非流动性资产处置	630.13	1632.44	-19.89
	政府补助	2773.26	2060.93	33.07
	资金占用费	2948.72	4214.4	1823.31
	金融资产处置等	-156.1	-1109.5	—
	其它营收和支出	-393.79	-387.53	97.86
	减: 所得税影响	1017.44	1122.89	23.54
	少数股东权益影响	-14.87	-67.35	-3.43
	合计	4799.65	5355.21	1914.26

来源: 公司公告, 国金证券研究所

拟并购标的: 长兴电力

- **从事新型配售电等业务, 背靠三峡集团和重庆市政府。**长兴电力通过子公司两江城电、长兴渝、两江综合能源、两江供电, 主要从事电力工程建筑安装、智慧电力运维、配售电等业务。截至 2019 年 12 月 12 日, 长兴电力第一大股东是三峡电能, 持股比例为 36%。长兴电力背靠三峡集团和重庆市政府, 是真正意义上的增量配网售电公司之一。
- **两江新区三大支柱产业良好, 用电量有望持续快速增长。**两江新区是由国务院直接批复的第三个国家级开发开放新区; 于 2010 年 6 月 18 日成立, 辖江北区、渝北区、北碚区 3 个行政区部分区域。该区未来重点发展三大优势支柱产业: 汽车产业、电子信息产业、装备制造业发展良好。2018 年域内新能源汽车、智能手机、液晶显示屏、工业机器人产量分别增长 33.0%、59.4%、56.2%和 68.8%, 带动区内用电量随之增长。

图表 28: 长兴电力股权结构

序号	股东名称	持股比例
1	三峡电能	36%
2	两江集团	34%
3	聚恒能源	20%
4	中涪南热电	10%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 29：两江新区三大支柱产业

两江新区三大支柱产业			
支柱产业	代表企业	2018 年产值规模 (亿元)	2021 年产值规划 (亿元)
汽车产业	长安、福特、现代等	4200	5000
电子信息产业	京东方、奥特斯、康宁等	1850	3000
装备制造业	川崎、华数、中船重工等	800	1500

来源：两江新区官网，国金证券研究所

- **与国网合作成立两江供电，从事市场化售电业务。**配售电业务主要包括配电业务与市场化售电经纪业务。长兴电力通过与国家电网战略合作，于 2018 年 3 月分别出资 50% 成立两江供电公司。两江供电经过两年的不懈努力，已拥有 220kV 观音堂变电站，并正在实施接入程序。未来随着两江新区入驻企业的增加以及相应企业的发展，变电站设施的接入投产以及未来增量配网的持续建设，预计配电业务将取得可观收益。
- **轻资产运营模式，归母净利迅速提升。**与联合能源以及三峡水利运营模式不同的是，长兴电力主要以轻资产模式运营，电网资产较少且没有发电电源。随着两江新区新的企业不断入驻，公司代理售电量有望持续增加，未来盈利有望爆发式增长。

图表 30：长兴电力主要经营指标

报表类型	科目名称	2017	2018	1H2019
利润表简表（万元）	营业收入	12647.4	10489.55	5155.88
	营业利润	-563.92	816.58	1602.47
	利润总额	-462.16	816.94	1602.22
	净利润	138.25	960.37	1173.46
	归母净利	-600.41	994.53	1315.78
资产负债表简表（亿元）	流动资产合计	4.68	4.21	4.24
	非流动资产合计	8.19	9.12	8.83
	资产合计	12.87	13.33	13.07
	流动负债合计	2.48	2.47	2.08
	非流动负债合计	1.51	1.91	1.9
	负债合计	3.99	4.38	3.98
	所有者权益合计	8.88	8.95	9.09

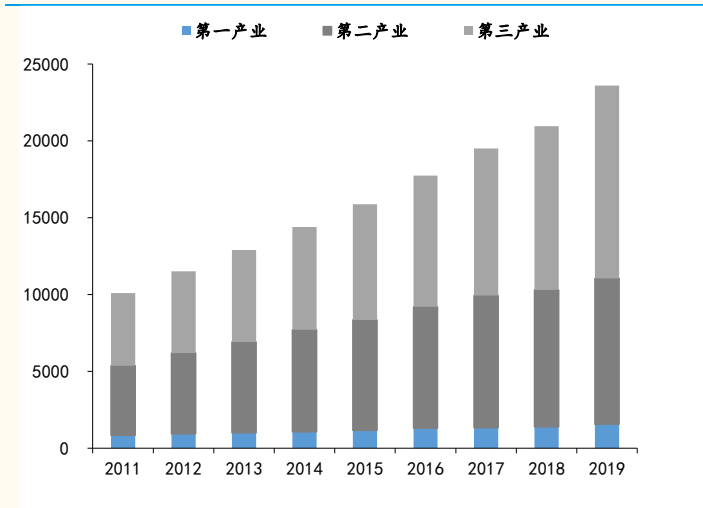
来源：公司公告，国金证券研究所

两江新区将成为新的增长极，外来电比例增加是大势所趋

产业转型升级阵痛期，两江新区将成为新的增长极

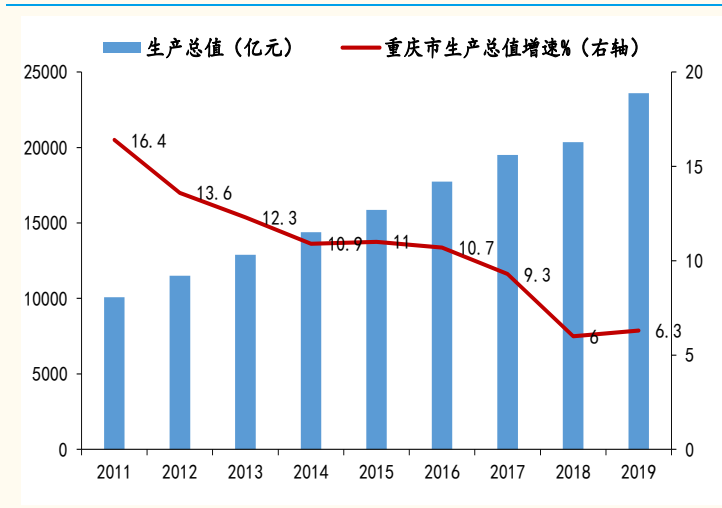
- **国家中心城市重庆，新兴支柱产业齐头并进。**2019 年全国 GDP 增速预计值为 6.1%，重庆市再次增速超全国平均水平，GDP 为 23605.77 亿元，同比增长 6.3%；其中三次产业增速依次为 3.6%/6.4%/6.4%，分别较去年同期变化-0.8%/3.4%/-2.7%。2019 年三产增速略微下滑 2.7 个 pct，但是二产增速同比提升 3.4 个 pct，拉动总体增速上行 0.3 个 pct。二产增速回升反映了工业生产状况改善。当年重庆全市规模以上工业增加值比 2018 年增长 6.2%，较上年提升了 5.7 个百分点。几大支柱产业中，材料产业和电子产业实现两位数的较快增长，增速分别为 14.7%、14.3%；汽车产业下降 4.1%，降幅较上年收窄 13.2 个百分点。

图表 31：重庆市分产业 GDP（亿元）



来源：重庆市、国家统计局，国金证券研究所

图表 32：重庆市历年 GDP 及增速



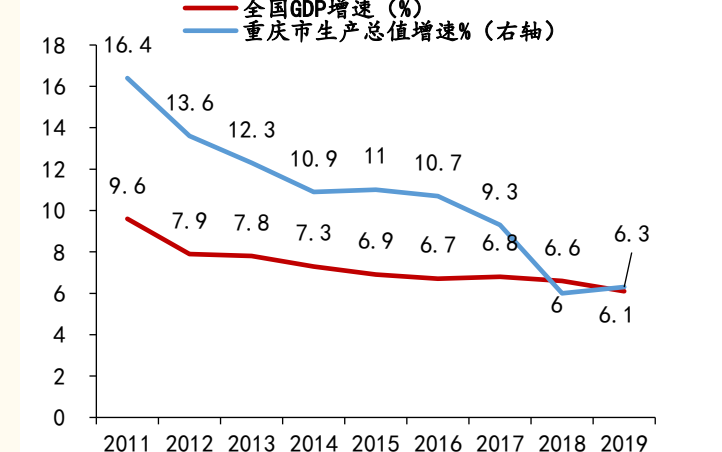
来源：重庆市、国家统计局，国金证券研究所

图表 33：重庆市支柱产业 2018 年增速

6+1 支柱产业 2018 年产值增速	
电子制造业	13.60%
材料行业	11.00%
化学医疗	4.90%
装备制造	3.20%
消费品行业	1.90%
能源工业	1.70%
汽车制造业	-17.30%

来源：重庆市统计局，国家统计局，国金证券研究所

图表 34：重庆市 2019 年 GDP 增速超过全国增速



来源：重庆市统计局，国家统计局，国金证券研究所

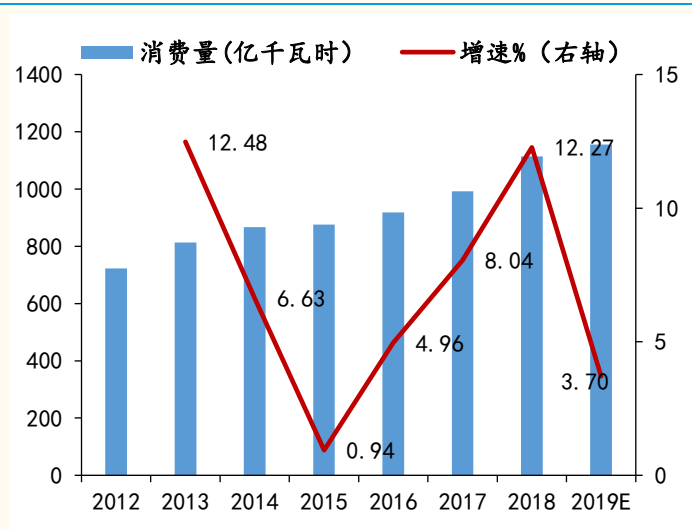
- **有利资源吸引新产业，两江新区成就重庆经济增长。**两江新区具有极佳的区位优势与政策倾斜，是重庆市经济增长的“火车头”，在加快构建重庆国家中心城市，形成内陆重要城市群中发挥着重要地位和作用。两江新区综合经济实力显著上升，GDP 从 2012 年的 1002 亿元增长至 2018 年的 2933 亿元，年均增速 14.3%；依托江北机场、两路寸滩保税港区、果园港 B 保区及一批国家指定进口口岸的枢纽优势，初步构建了园区主导产业，

形成了汽车、智能、高端装备、生物医药四大产业集群；同时不断升级产业园区，形成包括两江云计算产业园、江北嘴金融中心在内的国家自主创新示范区核心区和首批国家双创示范基地。

用电量稳定增长，近期增速有所回落

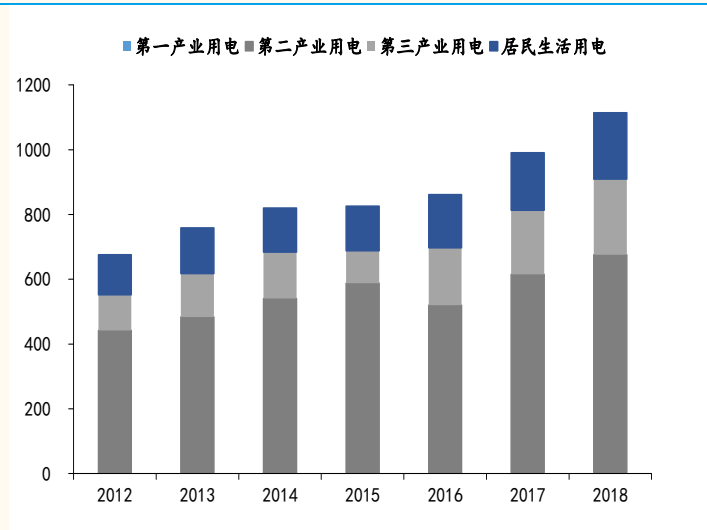
- **用电量稳定增长，二产是用电主力。**预计 2019 年重庆市全社会用电量将达到 1156 亿千瓦时，同比增速为 3.7%，较 2018 年增速有所回落。分产业用电来看，2018 年二产仍然是用电主力，用电量占比为 60.37%。三产和居民用电占比分别为 20.94%、18.40%。未来工业制造业仍将是用电主力，决定着用电增速。
- **二产用电增速有所放缓，三产、居民用电增速较高。**2018 年二产用电增速为 9.9%，增速同比下降 8.5 个 pct，降幅较大。三产和居民用电增速较高，分别为 18.1%、15.3%；拉动当年整体用电增速增长 12.27，创下近 5 年历史新高。受 2018 年用电量基数较高以及夏季（6、7、8 月）气温偏低因素影响，2019 年用电增速预计将降低至 3.7%，大幅回落。随着重庆市产业转型升级，其用电量有望持续较快增长。

图表 35：重庆市历年用电量及增速



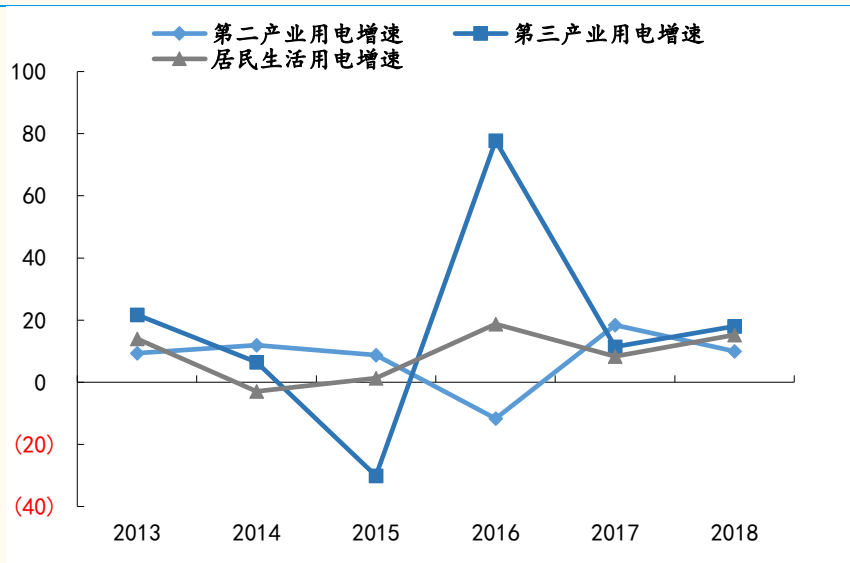
来源：重庆市统计年鉴，Wind，国金证券研究所

图表 36：重庆市历年分产业用电量（亿千瓦时）



来源：重庆市统计年鉴、Wind，国金证券研究所

图表 37: 重庆市分产业用电增速

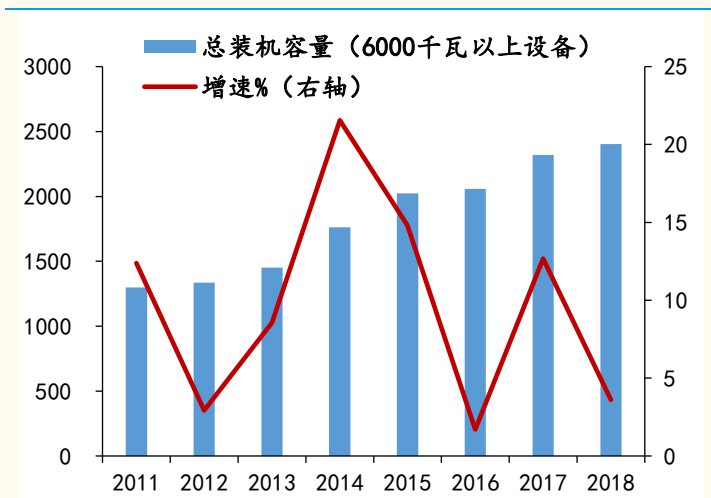


来源: Wind、重庆市统计年鉴, 国金证券研究所

火力发电为主, 未来增长靠外电

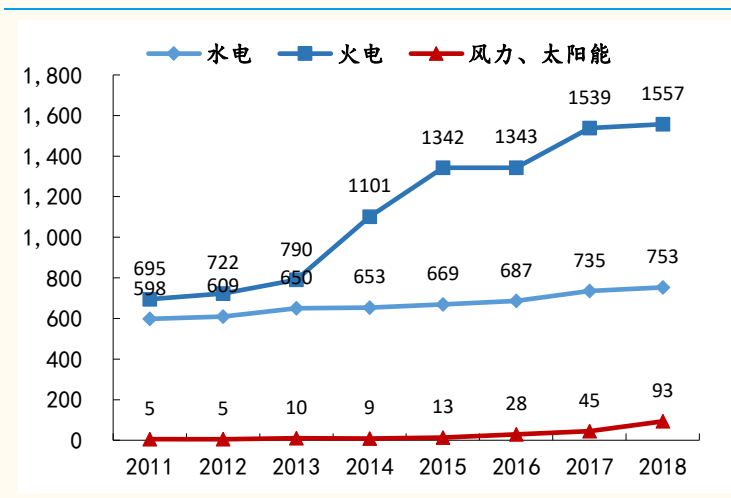
- **装机容量稳步增长, 风电装机增长较快。**截至 2018 年底, 重庆市全口径 6000KW 以上发电设备容量共计 2403 万千瓦, 较 2011 年增长 85.13%, CAGR 达 9.20%。2018 年发电设备装机容量增速大幅放缓, 仅增长 3.62%, 增速回落 9 个 pct 左右。装机结构来看, 截至 2018 年底, 火电装机容量为 1557 万千瓦, 占比 64.79%; 水电装机 753 万千瓦, 占比 31.34%; 风电装机共计 93 万千瓦, 近 7 年 CAGR 达 51.8%, 增长较快。
- **火电是主要发电电源, 2018 年发电量占比为 71.25%。**2012—2019 年重庆市发电量逐渐提升, 由 2012 年的 548.02 亿千瓦时增长至 2019 年的 761.6 亿千瓦时, 同比增长 38.97%。发电量增速低于装机容量增速的原因主要系新增的风电电源, 利用小时数低于火电、水电。发电结构来看, 2018 年火电发电量占比提升至 71.25%, 是主要发电电源; 水电电源受来水等因素影响, 2018 年发电量占比下降 6.77 个 pct 至 27.7%, 降幅较大。

图表 38: 重庆市历年装机容量及增速 (万千瓦)



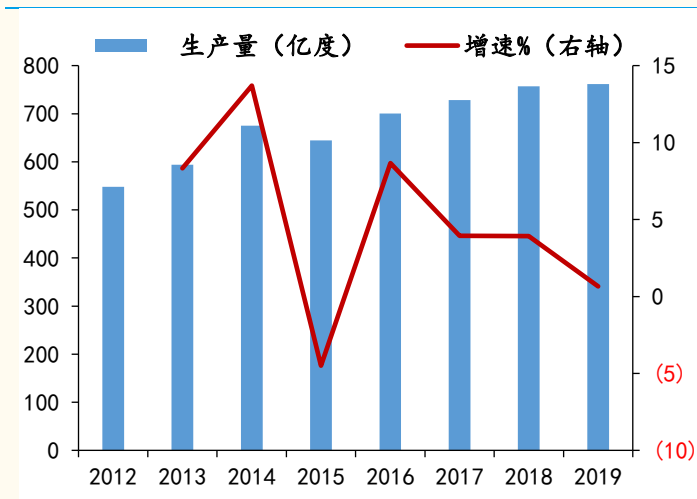
来源: 重庆市统计年鉴, Wind, 国金证券研究所

图表 39: 重庆市历年分类装机容量 (万千瓦)



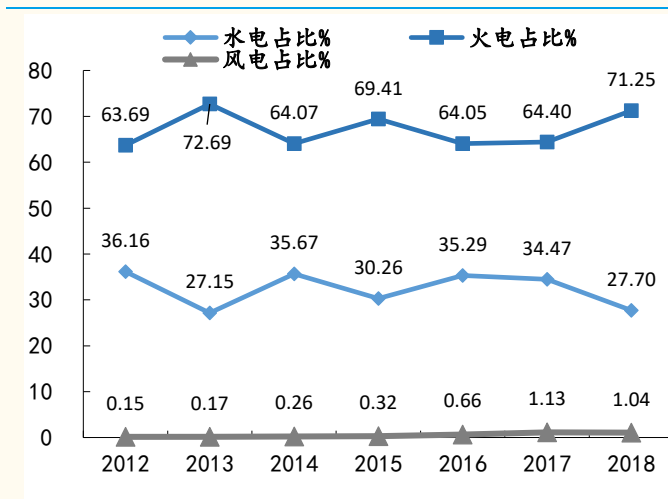
来源: 重庆市统计年鉴, Wind, 国金证券研究所

图表 40: 重庆市历年发电量及增速



来源: 重庆市统计年鉴, Wind, 国金证券研究所

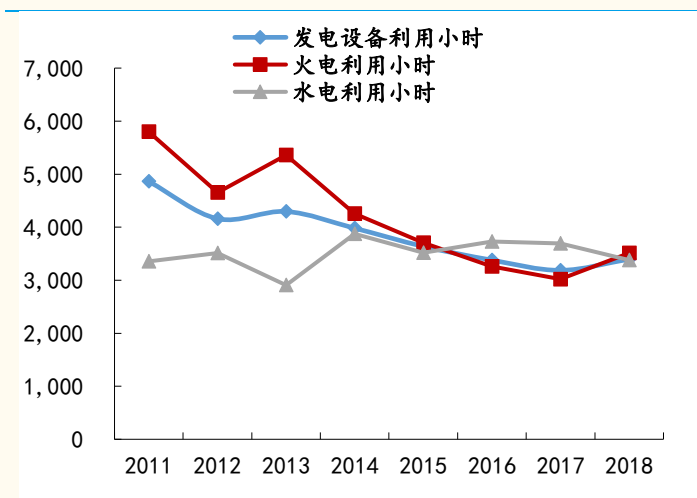
图表 41: 重庆市分类发电量占比



来源: 重庆市统计年鉴, Wind, 国金证券研究所

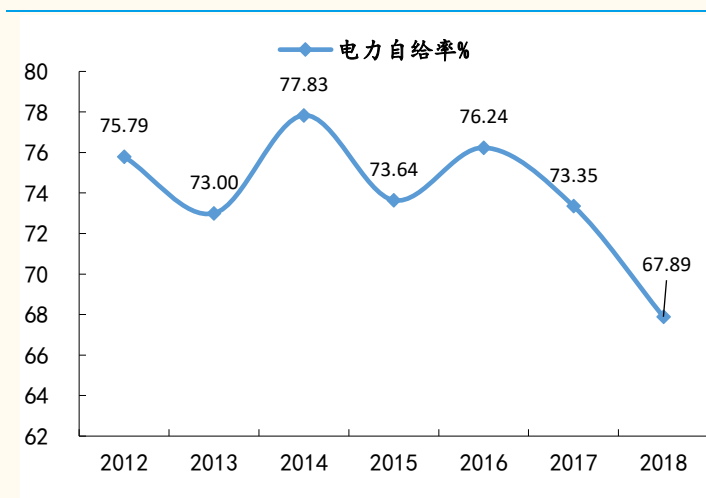
- **火电利用小时数有所回升, 电力自给率持续下行。**总体发电设备利用小时数来看, 呈现下降趋势。水电利用小时呈周期性波动, 火电利用小时数不断下行, 2018 年有所回升, 为 3510 个小时。2018 年来水较差, 因此水电利用小时数下降, 火电利用小时数进而上升。重庆市电力自给率在 65%—80% 区间, 近三年来由于新增电源中风电利用小时较低, 叠加来水较差, 电力供给自给率不断下降至 67.89%。在当前新增装机增速放缓的背景下, 重庆市将更多比例的引入外来电, 三峡电进入重庆的电量或将进一步增长。
- **电力市场化交易用户不断增加, 交易电量逐年增长。**截至 2019 年 6 月底, 重庆市已经进入电力交易市场的电力用户共计 2637 户, 较 2017 年大幅增长 1709 户; 进入市场的发电企业共计 37 家, 售电公司共计 126 家; 市场化交易电量稳步增长, 2019 年上半年交易电量达 254 亿千瓦时, 已经超过 2018 年全年的市场化交易电量。
- **“十四五”用电维持中低速增长, 用电缺口不断扩大。**随着新兴产业的不断发展, 2020-2025 年期间, 即便重庆市全社会用电量维持 3%, 每年需引入约 35 亿千瓦时新增电量, 在四川省考虑自身发展需求的背景下, 川电入渝的电量有限, 重庆市政府欲引进三峡电与新疆电作为补充电源。

图表 42: 重庆市分设备利用小时 (小时)



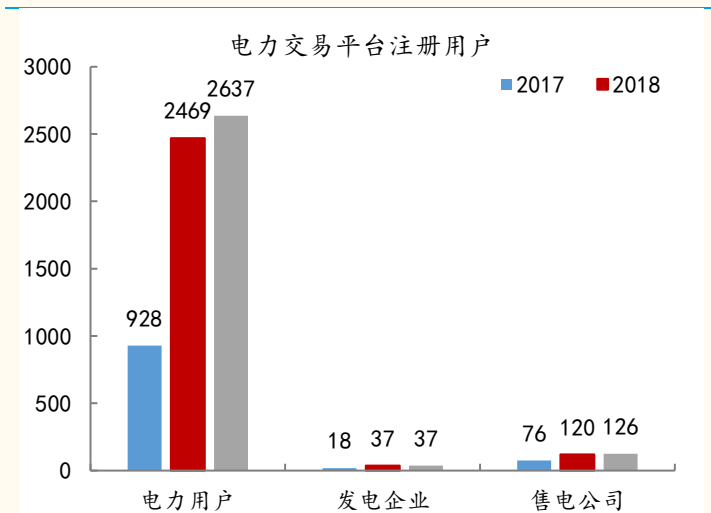
来源: 重庆市统计年鉴, Wind, 国金证券研究所

图表 43: 重庆市电力自给率 (%)



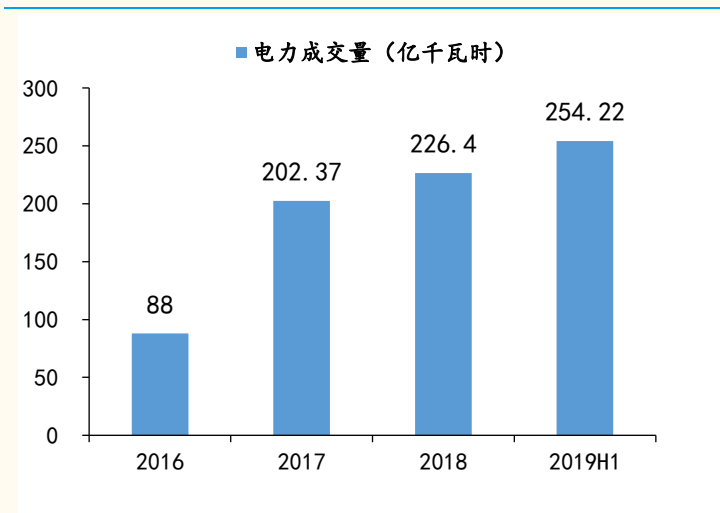
来源: 重庆市统计年鉴, Wind, 国金证券研究所

图表 44：重庆市电力交易用户（户）



来源：中电联，国金证券研究所

图表 45：重庆市电力成交量



来源：中电联，国金证券研究所

三峡电入渝为并购核心价值，协同效应大幅提升公司经营效率

首次上会被否，积极准备再次冲刺

- **未能充分说明盈利改善前景，首次上会被否。**证监会上市公司并购重组审核委员会于 2019 年 12 月 26 日举行 2019 年第 72 次并购重组委会议，依法对公司发行股份购买资产并募集配套资金方案进行了审核。并购重组委认为，申请人未能充分说明并披露本次交易有利于提高上市公司资产质量、改善财务状况和增强持续盈利能力，不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第四十三条的相关规定，三峡水利首次上会被否。
- **快马加鞭完成修订工作，争取早日再次上会。**三峡水利 2020 年 1 月 18 日发布公告称，该公司已经于 2019 年 12 月 27 日召开了第九届董事会第十一次会议，审议通过了《关于继续推进公司本次重大资产重组事项的议案》，决定根据并购重组委的审核意见并结合公司实际情况，协调相关各方积极推动本次重大资产重组涉及的各方面工作，对本次重大资产重组事项申请材料进行补充、修订和完善，待相关工作完成后尽快提交中国证监会审核。我们预计年后公司将再次冲刺上会。

电源缺乏侵蚀毛利，三峡电入渝成核心价值

- **外购电比例逐年增加，毛利受到侵蚀。**三峡水利、联合能源 2018 年售电量分别为 18.83、76.94 亿千瓦时，合计 95.77 亿千瓦时。其中两者外购电量分别为 13.3、60.35 亿千瓦时，合计 73.65 亿千瓦时。外购电占比为 77% 左右。自发电度电成本约为 0.10-0.2 元/千瓦时（主要为折旧及少数人工），三峡水利外购电度电成本约 0.33 元，联合能源外购电度电价格约为 0.3985 元（含税）。按照保守估计，自发电成本为 0.2 元，则三峡水利、联合能源采用外购电分别减少度电毛利为 0.13/度、0.1435 元/度。
- **外购电成本昂贵，三峡电入渝度电价差高达 8 分。**长江电力旗下三峡电站，装机容量达 2240 万千瓦，2018 年发电量为 1016 亿千瓦时，距离重庆市万州区约 400 公里，物理距离较短。国家发展改革委发改价格[2011]1101 号文件约定，三峡电落地湖北上网电价为 0.2506 元/千瓦时，送重庆落地电价不含税落地电价约 0.2508 元/千瓦时。则三峡电入渝与三峡水利、联合能源外购电价差分别为 0.0792、0.0927 元/千瓦时。

图表 46：外购电侵蚀毛利

项目	三峡水利	联合能源
自发电量（亿千瓦时）	5.53	16.59
外购电量（亿千瓦时）	13.3	60.35
售电量（亿千瓦时）	18.83	76.94
自发电度电成本（元）	0.1-0.2	0.1-0.2
外购电度电成本（元）	0.33	0.3435
最小价差（元）	0.13	0.1435

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 47：三峡电送 4 个省市电价

省份	上网电价（元/千瓦时，含税）	落地电价（元/千瓦时，含税）
湖北	0.2506	0.3127
湖南	0.2416	0.304
江西	0.2569	0.3198
重庆	0.2289	0.2909

来源：政府网站，国金证券研究所

图表 48：三峡电送重庆与三峡水利、联合能源外购电价差

科目	备注	价格（元/千瓦时）
三峡水电送重庆电价	不含税	0.2508
三峡水利外购电价格	不含税	0.33
联合能源外购电价格	不含税	0.3435
与三峡水利购电价差	不含税	0.0792
与联合能源购电价差	不含税	0.0927

来源：政府网站，公司公告，国金证券研究所

三峡电入渝符合各方利益原则，为此次并购核心价值。三峡电入渝符合多方利益原则，对重庆市政府而言，可以增加外来低价电源，保障电力供给，一方面保障经济增长所需能源，另一方面降低用户能源成本。对于三峡集团而言，可以在重庆打造自己的发、配、售一体化的平台，完成上下游产业链，进一步增强竞争力和盈利能力。对于三峡水利而言，将有希望成长为独立于国网、南网外的第三大售电公司。尽管当前，三峡电入渝的电量及电量分配方案尚未确定，但基于能源分配主要服务于经济发展的历年，

根据两江新区为重庆市经济增长排头兵的地位及大股东三峡集团的背景，我们对三峡电入渝考虑了三种情景：悲观、基准与乐观情景下，分别有 20 亿、40 亿与 60 亿三峡电替代三峡水利原本外购电，在基准情景下，2020、2021 年 EPS 增厚幅度分别为 93%、67%。

图表 49：三峡水利完成并购且三峡电入渝可实现 EPS 大幅增厚

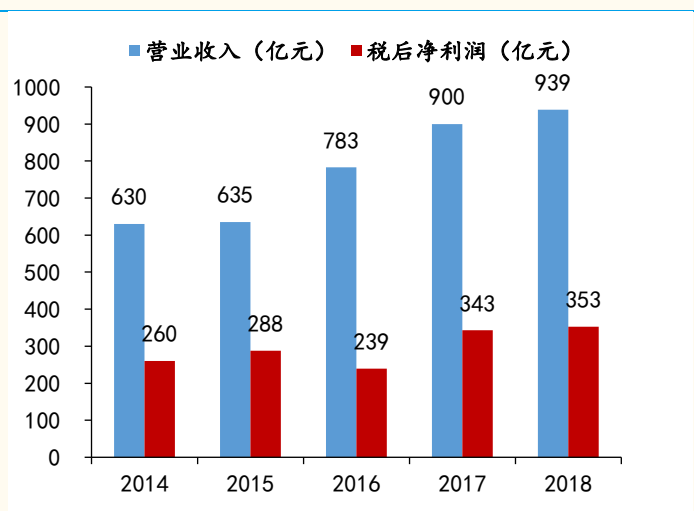
项目	2019E	2020E	2021E
两江长兴归母净利（亿元）	0.26	0.312	0.3744
联合能源归母净利（亿元）	2.32	2.32	2.32
三峡水利归母净利（亿元）	1.75	2.11	2.54
并购后三峡水利归母净利（亿元）	4.33	4.742	5.2344
20 亿三峡电入渝后归母净利（亿元）	5.69	6.102	6.5944
40 亿三峡电入渝后归母净利（亿元）	7.05	7.462	7.9544
60 亿三峡电入渝后归母净利（亿元）	8.41	8.822	9.3144
并购前 EPS	-	0.21	0.26
并购后无三峡电 EPS	-	0.26	0.28
并购后考虑 40 亿度三峡电 EPS	-	0.41	0.43

来源：公司公告，国金证券研究所 注：两江长兴 2019 归母净利使用上半年 2 倍值，2020、2021 年使用 20% 年增长率；联合能源使用 2018 年归母净利润值；三峡电入渝考虑 0.08 元与外购电价差。

巨擘入主三峡水利，协同效应大幅增强

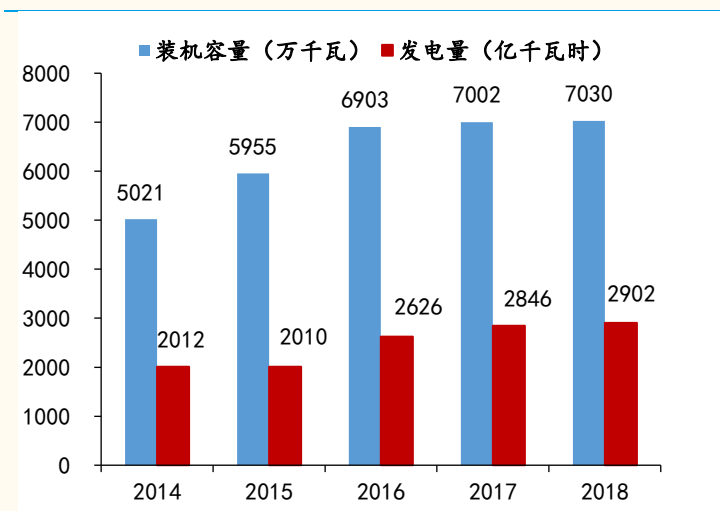
- **三峡集团实力雄厚，可控装机超过 7000 万千瓦。**全球已建在建的前 10 大水电站中，有 5 座在三峡集团；全球单机容量 70 万千瓦以上的大型水轮发电机组中，超过 2/3 在三峡集团。截至 2018 年底，公司可控装机容量超过 7000 万千瓦，年发电量突破 2900 亿千瓦时。2018 年三峡集团实现营收 939 亿元，税后净利润 353 亿元，已经成为全球电力生产巨头企业之一。
- **参股多家水电上市公司，拥有千万千瓦级调度能力。**三峡集团拥有长江、清江流域上的众多大型水电站资产，另外还参股多家 A 股上市电力企业。三峡集团通过对所属巨型电站和大型机组实施高标准、精细化的运行管理，目前已经形成了联合调度运营千万千瓦级流域梯级电站能力，机组可靠性指标达到国际一流电厂标准。参股众多水电上市公司，有望在未来进一步优化集团在整个大流域的调节能力，为社会提供更多、更优质的稳定电力产品。

图表 50：三峡集团历年营收及税后净利润



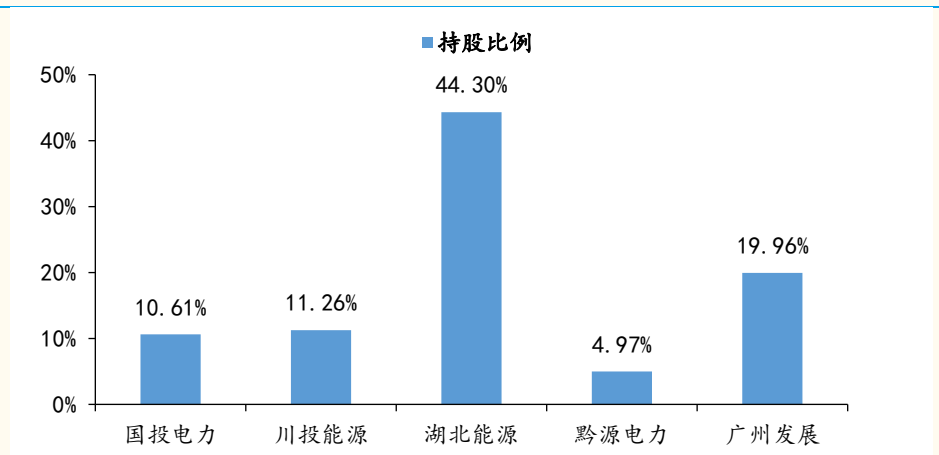
来源：集团年报，国金证券研究所

图表 51：三峡集团历年装机规模及发电量



来源：集团年报，国金证券研究所

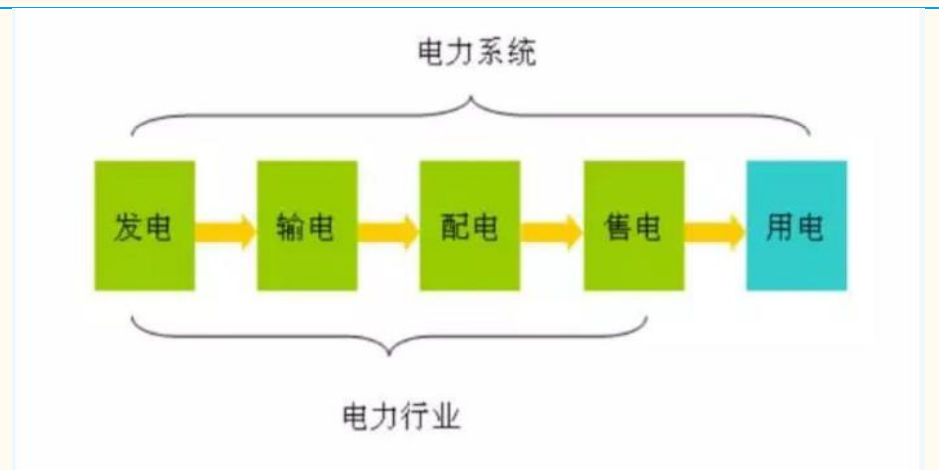
图表 52：三峡集团及其子公司参股众多 A 股上市电力公司



来源：Wind，国金证券研究所 注：截至 2019 年三季度

- **以三峡水利为突破口，实现电力上下游一体化延伸。**近年来三峡集团在业务一体化方面不断发力，与子公司长江电力共同成立三峡电能，深度参与增量配网改革，全面进军配售电业务，延伸发电-配网-售电产业链，并取得了一系列成绩。2019 年 10 月长江电力出资 35.9 亿美元收购桑普拉能源在秘鲁的配售电公司，国际化拓展更进一步。此次推动三峡水利并购重组，如果成功将成为三峡集团配售电业务发展史上里程碑事件。
- **协同效应发挥作用，利好公司效率提升。**上游优质电源、中游先进输配资产及管理经验、下游稳定电力用户及多年售电经验，使得该模式形成完整生态闭环。三峡水利背靠三峡集团，拥有全国最大量、最廉价的水电资源，A+（标普给出，等同中国主权信用评级）优质信用评级，低廉资金成本，先进管理经验。协同效应的发挥，将有助于三峡水利降低各环节运行成本，实现整体经营效率提升。未来三峡水利可以借助母公司的良好信用评级降低发债成本，改善内部经营，实现业绩持续改善。

图表 53：三峡水利并购助力集团发-配-售上下游一体化发展



来源：北极星售电网，国金证券研究所

盈利预测

- **电力业务：**2019 年来水较差，连续两年来水差，预计 2020、2021 年来水将向均值回归有所上升，利用小时数将分别上升至 2800、3300 小时。假设 2019—2021 年售电量增速为 4%，售电单价和外购电单价保持平稳不变

(上下游价差传导是顺畅的)。预计 2019—2021 年售电业务板块营收分别为 9.99/10.39/10.80 亿元。

- 勘探设计安装业务：假设 2019-2021 年安装设计业务将分别实现营收 3.0、3.1、3.2 亿元，毛利率维持在中间值 25%。
- 我们预计公司 2019-2021 年实现归母净利润 1.75、2.11 和 2.54 亿元；实现 EPS 为 0.18、0.21 和 0.26 元，对应 PE 分别为 43、36 和 30 倍。若并购完成且 40 亿三峡电入渝，2020、2021 年 EPS 分别为 0.41、0.43 元。我们给予 2020 年 30 倍 PE，对应股价 12 元，首次覆盖给与“买入”评级。

图表 54：三峡水利分业务毛利拆分

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
电力业务营收（百万）	878.5	902.61	961.02	998.74	1038.69	1080.24
营业成本（百万）	597.07	583.85	762.93	830.67	822.93	807.67
毛利率	32.04%	35.32%	20.61%	16.83%	20.77%	25.23%
装机容量（万千瓦）	22.78	23.52	26.98	26.98	26.98	26.98
利用小时数	3424	4363	2725	2398	2800	3300
自有发电量（亿千瓦时）	7.8	10.1	6.88	6.47	7.55	8.90
上网电量（亿千瓦时）	7.77	10.06	6.83	6.44	7.52	8.86
外购电量（亿千瓦时）	10.43	9.17	13.3	14.83	14.60	14.14
总上网电量（亿千瓦时）	18.19	19.24	20.14	21.26	22.11	23.00
售电量（亿千瓦时）	16.62	17.57	18.83	19.58	20.37	21.18
售电单价（元/千瓦时，不含税）	0.5286	0.5137	0.5104	0.5100	0.5100	0.5100
外购电成本	334.77	303.96	443.45	494.41	486.68	471.41
外购电度电费用	0.3210	0.3315	0.3334	0.3334	0.3334	0.3334
折旧	110.17	122.65	156.2	172.98	172.98	172.98
人工费	107.83	110.59	109.29	109.29	109.29	109.29
其他	44.31	46.65	53.99	53.99	53.99	53.99
设计安装营收（百万）	348.71	278.25	276.09	300	310	320
营业成本（百万）	242.3	192.83	213.75	225	232.5	240
毛利率	30.52%	30.70%	22.58%	25%	25%	25%
其它业务营收（百万）	30.3	36.76	61.36	65	75	85
营业成本（百万）	33.79	48.13	55.06	58.33	67.30	76.27
营业收入总计（百万）	1257.51	1217.62	1298.47	1363.74	1423.69	1485.24
营业成本总计（百万）	873.16	824.81	1031.74	1113.99	1122.73	1123.94
毛利（百万）	384.35	392.81	266.73	249.75	300.96	361.30
毛利率	30.56%	32.26%	20.54%	18.31%	21.14%	24.33%

来源：公司公告，国金证券研究所

风险提示

- **并购失败风险：**公司二次重组上会存在较大不确定性，如果此次仍未将并购后盈利改善前景说明，公司再次上会极有可能失败。
- **三峡电入渝不及预期风险：**三峡电目前进入重庆的电量、电价、输配电价核定、电量分配等问题都没有明确结果，存在较大风险。
- **来水不及预期风险：**公司自有水电站来水已经连续两年不及预期，随着公司售电量的自然增长，若是来水情况持续较差，公司外购电占比将进一步扩大，毛利率将进一步下滑。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,258	1,218	1,298	1,364	1,424	1,485	货币资金	626	522	460	796	857	967
增长率		-3.2%	6.6%	5.0%	4.4%	4.3%	应收账款	102	116	128	134	142	150
主营业务成本	-873	-825	-1,032	-1,114	-1,123	-1,124	存货	110	41	36	61	62	62
% 销售收入	69.4%	67.7%	79.5%	81.7%	78.9%	75.7%	其他流动资产	237	446	362	41	40	41
毛利	384	393	267	250	301	361	流动资产	1,074	1,125	985	1,032	1,101	1,220
% 销售收入	30.6%	32.3%	20.5%	18.3%	21.1%	24.3%	% 总资产	23.1%	22.7%	19.1%	20.2%	21.2%	22.6%
营业税金及附加	-20	-12	-11	-12	-12	-13	长期投资	252	255	255	257	281	320
% 销售收入	1.6%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	3,232	3,532	3,836	3,749	3,764	3,808
销售费用	0	0	0	0	0	0	% 总资产	69.5%	71.2%	74.5%	73.6%	72.4%	70.6%
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	32	25	24	23	23	23
管理费用	-110	-95	-86	-95	-100	-104	非流动资产	3,578	3,837	4,164	4,064	4,098	4,176
% 销售收入	8.7%	7.8%	6.7%	7.0%	7.0%	7.0%	% 总资产	76.9%	77.3%	80.9%	79.8%	78.8%	77.4%
研发费用	0	0	0	0	0	0	资产总计	4,652	4,962	5,149	5,095	5,199	5,396
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	266	225	107	189	169	219
息税前利润 (EBIT)	254	286	169	143	189	245	应付款项	700	688	757	809	836	855
% 销售收入	20.2%	23.5%	13.0%	10.5%	13.3%	16.5%	其他流动负债	129	149	132	42	46	51
财务费用	-44	-45	-48	-44	-38	-38	流动负债	1,095	1,061	996	1,040	1,050	1,125
% 销售收入	3.5%	3.7%	3.7%	3.2%	2.6%	2.5%	长期贷款	770	854	905	835	855	885
资产减值损失	-4	-78	-4	0	0	0	其他长期负债	318	333	458	362	337	316
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0	0	负债	2,183	2,248	2,359	2,237	2,242	2,325
投资收益	38	28	38	22	23	24	普通股股东权益	2,452	2,745	2,852	2,905	2,987	3,083
% 税前利润	14.6%	7.4%	16.2%	10.1%	8.8%	7.7%	其中：股本	993	993	993	993	993	993
营业利润	243	383	236	211	260	317	未分配利润	610	865	946	1,012	1,093	1,189
营业利润率	19.3%	31.4%	18.1%	15.5%	18.2%	21.3%	少数股东权益	17	-31	-62	-47	-30	-12
营业外收支	15	-3	-3	6	1	-5	负债股东权益合计	4,652	4,962	5,149	5,095	5,199	5,396
税前利润	258	379	233	217	261	312	比率分析						
利润率	20.5%	31.2%	17.9%	15.9%	18.3%	21.0%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-39	-85	-31	-27	-33	-40	每股指标						
所得税率	15.1%	22.3%	13.4%	12.7%	12.7%	12.7%	每股收益	0.233	0.346	0.215	0.176	0.212	0.256
净利润	219	295	202	189	228	273	每股净资产	2.469	2.764	2.872	2.926	3.008	3.104
少数股东损益	-12	-49	-12	14	17	18	每股经营现金净流	0.437	0.351	0.434	0.365	0.488	0.548
归属于母公司的净利润	231	343	214	175	211	254	每股股利	0.070	0.110	0.100	0.110	0.130	0.160
净利率	18.4%	28.2%	16.4%	12.8%	14.8%	17.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.43%	12.51%	7.49%	6.03%	7.06%	8.25%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	4.97%	6.92%	4.15%	3.44%	4.06%	4.71%
净利润	219	295	202	189	228	273	投入资本收益率	6.16%	5.87%	3.81%	3.18%	4.12%	5.08%
少数股东损益	-12	-49	-12	14	17	18	增长率						
非现金支出	132	224	164	188	196	206	主营业务收入增长率	-4.43%	-3.17%	6.64%	5.03%	4.40%	4.32%
非经营收益	20	-96	15	51	38	50	EBIT 增长率	-3.10%	12.58%	-41.03%	-15.52%	32.59%	29.34%
营运资金变动	63	-74	50	-65	23	16	净利润增长率	11.64%	48.45%	-37.80%	-18.04%	20.53%	20.50%
经营活动现金净流	434	348	431	363	485	544	总资产增长率	7.26%	6.67%	3.77%	-1.05%	2.04%	3.79%
资本开支	-443	-485	-376	-94	-209	-255	资产管理能力						
投资	122	29	66	313	-25	-39	应收账款周转天数	10.5	15.0	18.0	21.0	22.0	22.5
其他	108	58	22	22	23	24	存货周转天数	48.7	33.3	13.6	20.0	20.0	20.0
投资活动现金净流	-214	-398	-288	241	-211	-270	应付账款周转天数	104.3	133.9	128.3	123.0	125.0	126.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	777.3	812.6	1,029.0	972.5	927.5	887.9
债权募资	-105	45	-67	-84	-21	60	偿债能力						
其他	-82	-98	-138	-184	-191	-224	净负债/股东权益	10.52%	14.63%	8.49%	8.00%	5.63%	4.44%
筹资活动现金净流	-187	-53	-206	-268	-212	-164	EBIT 利息保障倍数	5.8	6.4	3.6	3.3	5.0	6.5
现金净流量	34	-104	-63	336	61	110	资产负债率	46.93%	45.31%	45.81%	43.90%	43.13%	43.10%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	2	8
增持	0	0	0	1	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.33	1.33

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH