

发电量再创新高，重组方案细化优化

投资要点

- **投资要件：**1) 公司2019年实现营收13亿元，同比增长0.7%；归母净利润2亿元，同比下降10.3%，每股收益为0.19元/股。2) 发布调整后重组方案，拟发行股份及支付现金购买资产合计65.4亿元，同时配套募资5亿元。
- **售电量创历史新高，来水波动拖累自发电下降。**公司收入略有增长主要系售电量创历史新高，全年实现上网电量20.7亿千瓦时（+2.7%），完成售电量19.4亿千瓦时（+3.1%），均创历史新高，带动收入增长。由于年内流域降水不均及同比减少，导致公司自发电量下降，完成发电量6.5亿千瓦时，同比下降6%，上网电量6.4亿千瓦时，同比下降5.8%，高成本外购电外购电量14.3亿千瓦时，同比上升7.15%，导致电力利润下滑，拖累整体利润。其他收益占比较高，对农网升级改造等补助及广告站台稳健的投资收益在未来使用期内持续存在，形成稳健营业利润。2019年公司受自发电降低及改造成本提升影响，综合毛利率下降2.2pp至18.3%；期间费用率略有提升至11.3%，费用管控良好。
- **改革方案细化优化，明确公司为集团配售电业务平台。**本次调整后的重组方案做出更加细化优化说明，对整合标的盈利要求更为明确。我们认为主要补充亮点有：1) 明确重组的必要性及优势，量化资产注入后公司收入、扣非后利润、资产规模及收益率具体优化程度。重组后公司资产规模由51.5亿元扩大至197.1亿元，归母净资产由28.5亿元扩大至90.2亿元，营业收入由13亿元增加至54.2亿元，扣非后每股收益指标从2020年开始增厚超过90%，扣非后净资产收益率指标优于此前。2) 优化业绩对赌方案，商誉额度明确。原业绩承诺中联合能源收益法部分资产的预测扣非后归母净利润合计2020-2022年不低于4.2亿元、4.4亿元及4.7亿元，在保留此基础上补充合并口径下核算的扣除合并口径下应分摊的公允价值后的净利润数，业绩承诺不低于3.8亿元、4亿元和4.2亿元，确保重组后增厚上市公司盈利能力。3) 集团明确公司定位及对未来支持，未来公司将作为三峡集团旗下配售电为主业的唯一上市平台，推动“三峡电”入渝、长江大保护等，试点践行国改和混改。
- **盈利预测与投资建议。**不考虑重组，预计2020-2022年EPS分别为0.24、0.26和0.28元，估值37X、34X和31X。考虑资产注入、长电入渝替代外购以及依靠电网和低成本扩大售电体量，考虑并表预计公司20年有望达7亿净利润，给予电网电改估值溢价水平27X，目标价10.6元，“买入”评级。
- **风险提示：**来水波动风险、电力改革进展缓慢风险、重组不确定性风险等。

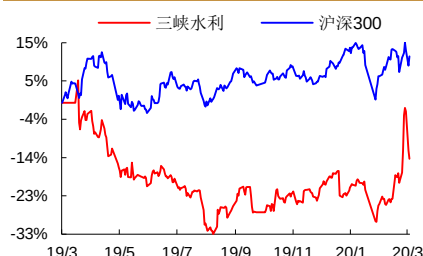
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1306.91	1385.85	1470.07	1559.90
增长率	0.65%	6.04%	6.08%	6.11%
归属母公司净利润（百万元）	191.67	233.95	255.69	276.24
增长率	-10.26%	22.06%	9.29%	8.04%
每股收益EPS（元）	0.19	0.24	0.26	0.28
净资产收益率ROE	6.20%	7.15%	7.46%	7.68%
PE	45	37	34	31
PB	2.88	2.73	2.60	2.48

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)	9.93
52周内股价区间(元)	6.61-10.52
总市值(亿元)	84.01
总资产(亿元)	51.42
每股净资产(元)	3.08

相关研究

1 发电量持续提升，自发电下降拖累利润

公司收入略有增长主要系售电量创历史新高，全年实现上网电量 20.7 亿千瓦时(+2.7%)，完成售电量 19.4 亿千瓦时 (+3.1%)，均创历史新高，带动收入增长。由于年内流域降水不均及同比减少，导致公司自发电量下降，完成发电量 6.5 亿千瓦时，同比下降 6%，上网电量 6.4 亿千瓦时，同比下降 5.8%，高成本外购电外购电量 14.3 亿千瓦时，同比上升 7.15%，导致电力利润下滑，拖累整体利润。其他收益占比较高，对农网升级改造等补助及广告站台稳健的投资收益在未来使用期内持续存在，形成稳健营业利润。2019 年公司受自发电降低及改造成本提升影响，综合毛利率下降 2.2pp 至 18.3%；期间费用率略有提升一个百分点至 11.3%，费用管控良好。

2019 年，公司发电量 6.47 亿千瓦时，比上年同期 6.88 亿千瓦时下降 5.96%；上网电量为 20.69 亿千瓦时，比上年同期 20.14 亿千瓦时增长 2.73%；完成售电量 19.41 亿千瓦时，比上年同期 18.83 亿千瓦时上升 3.08%；实现营业收入 13.07 亿元，比上年同期 12.98 亿元上升 0.69%；营业总成本 12.27 亿元，比上年同期 11.77 亿元上升 4.25%；截止 2019 年 12 月 31 日，公司总资产 51.42 亿元，比年初下降 0.14%；总负债 21.54 亿元，比年初下降 8.69%；股东权益（归属于母公司）30.56 亿元，比年初增长 7.15%。资产负债率 41.90%，同比下降 3.92 个百分点。实现净利润 1.92 亿元，同比下降 10.26 %。

公司营业利润 22,112 万元，主要由以下部分构成：1) 实现电力业务利润 4193 万元，占营业利润 18.96%。2) 实现电力工程勘察设计安装业务利润 3257 万元，占营业利润 14.73%。3) 实现其他收益 8166 万元，占营业利润 36.93%，主要是公司对农网升级改造等项目投入的补助，在未来资产使用期内会持续存在，用以弥补公司投入电力资产项目带来的折旧、财务费用等成本增加。4) 公允价值变动收益 3031 万元，占营业利润 13.71%，主要系自 2019 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则对三峡银行股权投资按公允价值计量，确认公允价值变动收益 2998 万元。5) 实现投资收益 2040 万元，占营业利润 9.23%。主要是重庆公用站台设施投资开发(集团)有限公司投资收益 1754 万元。6) 资产处置收益 1484 万元，占营业利润 6.71%。

表 1：2019 年公司电量、收入情况

类型	发电量 (万千瓦时)	同比	售电量 (万千瓦时)	同比	收入 (万元)	上年同期	变化比例 (%)
水电	64,713	-5.95%	60,600	-5.59%	30,433	32,768	-7.12
外购电 (如有)	—	—	—	—	67,016	63,334	5.81
合计	64,713	-5.95%	60,600	-5.59%	97,449	96,102	1.4

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 2：2019 年公司供电情况

地区/发电类型	发电量 (万千瓦)			上网电量 (万千瓦时)			售电量 (万千瓦时)		
	今年	上年同期	同比	今年	上年同期	同比	今年	上年同期	同比
重庆市	60,707	64,405	-5.74%	60,371	63,997	-5.67%	190,064	183,884	3.36%
水电	60,707	64,405	-5.74%	60,371	63,997	-5.67%	190,064	183,884	3.36%
云南省	4,006	4,402	-9.00%	3,982	4,371	-8.90%	3,981	4,371	-8.92%
水电	4,006	4,402	-9.00%	3,982	4,371	-8.90%	3,981	4,371	-8.92%
合计	64,713	68,807	-5.95%	64,353	68,368	-5.87%	194,045	188,255	3.08%

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 3：2019 公司外购电量电价情况

外购电量（如有）（万千瓦时）			上网电价（元/兆瓦时）			售电价（元/兆瓦时）		与上年同期相比
今年	上年同期	同比	今年	上年同期	同比	今年	上年同期	
142,503	132,992	7.15%	337	339	-0.59%	509	519	-1.93%
			377	359	5.01%			
			156	157	-0.64%	156	157	-0.64%
			156	157	-0.64%	156	157	-0.64%
142,503	132,992	7.15%	354	335	5.67%	502	510	-1.57%

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 重大资产重组概述

公司拟向新禹投资、涪陵能源、嘉兴宝亨、两江集团、长江电力、长兴水利、渝物兴物流、东升铝业、宁波培元、西藏源瀚、淄博正杰、周泽勇、重庆金罗盘、刘长美、周淋、谭明东、鲁争鸣、三盛刀锯、吴正伟、倪守祥、颜中述发行股份及支付现金购买其持有的联合能源 88.41%股权，同时拟向三峡电能、两江集团、聚恒能源、中涪南热电发行股份及支付现金购买其持有的长兴电力 100%股权（长兴电力持有联合能源 10.95%股权）。

表 4：重组的标的资产（单位：亿元）

序号	标的资产	标的资产交易作价
1	联合能源 88.41%股权	55.2
2	长兴电力 100%股权	10.2
合计		65.4

数据来源：公司公告，西南证券整理

本次交易上市公司在发行股份及支付现金购买资产的同时，拟向不超过 10 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，募集资金总额不超过 5 亿元，不超过本次交易中发行普通股购买资产交易价格的 100%；募集配套资金发行的普通股不超过本次重组前上市公司总股本的 20%。

表 5：募集资金的用途

序号	项目名称	投资总额（亿元）	募集资金拟投资额（亿元）
1	支付本次交易现金对价	3.6	3.6
2	补充上市公司流动资金	1.0	1.0
3	支付本次交易的中介机构费用及交易税费	0.4	0.4
合计		5.0	5.0

数据来源：公司公告，西南证券整理

3 发行股份及支付现金情况

本次交易中拟发行的股票种类为境内上市人民币 A 股普通股，每股面值为人民币 1.00 元，上市地点为上海证券交易所。本次交易前，上市公司总股本为 9.9 亿股。以股份发行价格 7.32 元/股计算，公司将发行 8.4 亿股普通股用于购买资产。

表 6：发行股份及支付现金

序号	交易对方	标的资产	现金支付对价 (万元)	股份支付对价 (万元)	股份支付数量 (万股)
1	新禹投资	联合能源 23.01%股权	7,997	135,571	18,521
2	涪陵能源	联合能源 18.83%股权	6,544	110,934	15,155
3	嘉兴宝亨	联合能源 10.00%股权	3,476	58,914	8,048
4	两江集团	联合能源 9.29%股权	3,228	54,724	7,476
5	长江电力	联合能源 8.06%股权	2,799	47,444	6,481
6	长兴水利	联合能源 6.52%股权	2,265	38,399	5,246
7	渝物兴物流	联合能源 3.43%股权	1,192	20,199	2,759
8	东升铝业	联合能源 3.13%股权	1,088	18,435	2,518
9	宁波培元	联合能源 2.95%股权	1,025	17,368	2,373
10	西藏源瀚	联合能源 1.26%股权	438	7,410	1,012
11	淄博正杰	联合能源 0.60%股权	210	3,551	485
12	周泽勇	联合能源 0.39%股权	137	2,322	317
13	重庆金罗盘	联合能源 0.25%股权	88	1,479	202
14	刘长美	联合能源 0.14%股权	50	835	114
15	周淋	联合能源 0.14%股权	50	841	115
16	谭明东	联合能源 0.11%股权	39	650	89
17	鲁争鸣	联合能源 0.11%股权	39	650	89
18	三盛刀锯	联合能源 0.10%股权	35	592	81
19	吴正伟	联合能源 0.03%股权	11	186	25
20	倪守祥	联合能源 0.03%股权	11	186	25
21	颜中述	联合能源 0.03%股权	11	186	25
22	三峡电能	长兴电力 36% 股权	2,044	34,640	4,732
23	两江集团	长兴电力 34% 股权	1,930	32,716	4,469
24	聚恒能源	长兴电力 20% 股权	1,136	19,244	2,629
25	中涪南热电	长兴电力 10% 股权	568	9,622	1,314
合计			36,411	617,097	84,303

数据来源：公司公告，西南证券整理

截至 2020 年 2 月 28 日，长电资本通过进一步增持，股份数量已达 0.4 亿股，长江电力及其一致行动人合计持股 2.5 亿股，占本次交易前上市公司总股本的 24.91%。

本次交易完成后，在不考虑募集配套资金情况下，长江电力及其一致行动人合计持有上市公司 3.6 亿股股份，占本次交易完成后上市公司总股本的 19.58%，长江电力仍为上市公司控股股东，国务院国资委仍为实际控制人。本次交易不会导致上市公司实际控制人发生变化。

表 7：交易前后股权变动

股东名称	本次重组前		本次重组后	
	持股数量 (万股)	持股比例	持股数量 (万股)	持股比例
长江电力	15,966	16.08%	22,448	12.23%
三峡资本	4,053	4.08%	4,053	2.21%
长电资本	4,314	4.34%	4,314	2.35%
三峡电能	—	—	4,732	2.58%
新华发电	401	0.40%	401	0.22%
新华水利	11,100	11.18%	11,100	6.05%
水利部综管中心	9,821	9.89%	9,821	5.35%
中国水务	3,000	3.02%	3,000	1.63%
新禹投资	—	—	18,521	10.09%
涪陵能源	—	—	15,155	8.25%
两江集团	—	—	11,945	6.51%
嘉兴宝亨	—	—	8,048	4.38%
长兴水利	—	—	5,246	2.86%
渝物兴物流	—	—	2,759	1.50%
聚恒能源	—	—	2,629	1.43%
东升铝业	—	—	2,518	1.37%
宁波培元	—	—	2,373	1.29%
中涪南热电	—	—	1,314	0.72%
西藏源瀚	—	—	1,012	0.55%
淄博正杰	—	—	485	0.26%
周泽勇	—	—	317	0.17%
重庆金罗盘	—	—	202	0.11%
刘长美	—	—	114	0.06%
周淋	—	—	115	0.06%
谭明东	—	—	89	0.05%
鲁争鸣	—	—	89	0.05%
三盛刀锯	—	—	81	0.04%
吴正伟	—	—	25	0.01%
倪守祥	—	—	25	0.01%
颜中述	—	—	25	0.01%
其他股东	50,646	51.00%	50,646	27.58%
合计	99,301	100%	183,603	100%

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 双口径业绩承诺，确保增厚并购利润

本次重组中，股东方在原业绩承诺基础上增加合并口径业绩承诺，确保本次交易能够增厚上市公司盈利能力，增强对上市公司股东的利益保障。

1) 原业绩承诺继续执行

目前以联合能源收益法估值部分资产的预测扣非后归母净利润合计值取整确定业绩承诺金额，即 2020 年至 2022 年不低于 42,210 万元、44,030 万元、46,640 万元，该业绩承诺继续保留。

2) 补充合并口径下核算的业绩承诺

补充的合并口径业绩承诺为原业绩承诺指标扣除合并口径下应分摊的公允价值后的净利润数，即 2020 年至 2022 年不低于 37,830 万元、39,700 万元和 42,310 万元。各业绩承诺期末，专项审计复核联合能源所实现净利润触发上述两个业绩补偿条件任何之一的，全体交易对方均按照应补偿金额孰高值进行业绩补偿。

表 8：调整后优化业绩对赌方案（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
原方案的业绩承诺金额：联合能源收益法部分资产的预测扣非后归母净利润计值取整	4.2	4.4	4.7
合并口径下的公允价值分摊调整（相关折旧、摊销对净利润影响额的估算）	-0.4	-0.4	-0.4
补充对赌方案的业绩承诺金额：联合能源合并报表利润	3.8	4.0	4.2

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 9：业绩承诺补偿

	长江电力、三峡电能	其他
条件	当年《业绩承诺补偿协议补充协议》约定的两个口径之一承诺利润	承诺利润的 90%
金额的确认	当期补偿金额=（当期承诺净利润数-当期实现净利润数÷利润补偿期内各期承诺净利润数总和×业绩承诺资产交易价格×长江电力及三峡电能承担的补偿金额比例；业绩承诺方当期补偿股份数量=业绩承诺方当期补偿金额/本次发行价格；股份补偿不足的部分，业绩补偿方应当继续以现金进行补偿，现金补偿金额=当期应补偿金额-当期已补偿股份数量×本次发行价格。	各方当期补偿金额=（截至当期期末累积承诺净利润数-截至当期期末累积实现净利润数）÷利润补偿期内各期承诺净利润数总和×业绩承诺资产交易价格×该方承担的补偿金额比例-该方实际累积已补偿金额；
补偿方式	如利润补偿期间内触发补偿义务，交易对方应优先以股份方式补偿，按照前款计算确定的补偿金额对上市公司予以补偿。	

数据来源：公司公告，西南证券整理

5 重大资产重组的影响

5.1 突破瓶颈，拓展发展空间

三峡水利、聚龙电力和乌江实业均为发供电一体的配售电公司，其优先向网内自有电站采购电力，不足部分向国家电网或南方电网采购，网内自有电站供电部分毛利较高，确保稳定而持续的盈利，外购电部分主要为了满足客户用电量的快速增长，也为公司盈利水平提供了增量保障。长兴电力配售电业务不存在网内自有电站，销售电量全部来源于向国家电网采购。

四网整合后将使得公司本部业务突破重庆市万州区范围，自有电站装机规模进一步扩大，自发电保障能力提高；同时电网销售电量和用户数量大幅增长，对外采购电量议价能力提高；通过本次成功的整合经验，未来三峡水利将进一步走出重庆，进一步做大做强。

此次重大资产重组后，公司供电范围扩大，供电范围由原来的万州区，增加了涪陵三大工业园区、黔江及国家级新区两江新区，大大拓宽了发展的区域空间。供电区域由电力监督部门的明确许可，具有一定的区域垄断性。新增供区的售电价格低于重庆市政府核定的目录电价，电价方面的优势将进一步吸引优质电力用户入驻供区，发展能力提升。

配售电量、售电收入、财务指标将会得到较大改善，突破目前发展的电量、收入不足的瓶颈。

表 10：四家地方电网的基本情况

电网企业	供电区域	售电规模（亿千瓦时）	业务特点
三峡水利	万州区	19.0	1、承担了万州地区约 80%的居民及工商业用电（全用户结构）；2、按照目录电价进行配售电业务
长兴电力	两江新区	59.3	1、重庆市售电侧改革增量配网首批试点企业；2、目前市场化售电经纪业务已经于重庆地区取得较大优势；3、立足拥有广阔电力市场前景的两江新区工业区内进行市场化配售电业务；4、业务范围涵盖电力工程、配售电、电力运维、综合能源
聚龙电力	涪陵区	57.9	1、涪陵区招商引资电力能源保障平台，主要为涪陵三大工业园区供电；2、以“自发电+外购电”的业务模式赚取购售电价差；3、以物价局及政府定价为基础，可进行一定市场化协商，电价更具竞争力
乌江实业	黔江区	22.3	1、主要为黔江区工商业用户供电；2、拥有 35.85 万千瓦水电资源，盈利核心是销售低成本的水电；3、以物价局及政府定价为基础，可进行一定市场化协商，电价更具竞争力

数据来源：公司公告，西南证券整理

本次重组整合的标的企业在物价局及地方政府定价的基础上，一定程度上引入市场化协商定价机制，可根据招商引资政策及工业企业用电需求，以低于目录电价水平供电，市场竞争力较强。标的公司电价方面的优势为更多的工业企业落地供区范围创造了条件，为整合后的上市公司业绩可持续增长奠定了坚实基础。

重组后三峡水利资产、收入、利润等规模指标实现翻倍，盈利质量提升。根据 2018 年度备考财务数据，重组前后，上市公司资产规模由 51.5 亿元扩大至 197.1 亿元，归属于母公司股东的净资产由 28.5 亿元扩大至 90.2 亿元，营业收入由 13.0 亿元增加至 54.2 亿元。

表 11：未来三年部分财务指标估计

财务指标		2020 年	2021 年	2022 年
重组前上市公司 扣非后指标	归母净利润 (亿元)	1.37	1.37	1.37
	每股收益 (元/股)	0.1354	0.1354	0.1354
	净资产收益率 (%)	4.49%	4.49%	4.49%
重组模拟备考	归母净利润 (亿元)	4.81	4.99	5.25
	每股收益 (元/股)	0.262	0.2719	0.2861
	净资产收益率 (%)	4.77%	4.76%	4.82%
重组前后扣非每股收益增幅 (%)		95.86%	103.40%	114.03%
重组前后扣非净资产收益率增幅 (%)		6.36%	6.12%	7.33%

数据来源：公司公告，西南证券整理

5.2 整合重庆地方电网，支持三峡库区经济发展，电改混改试点推进

重庆作为全国首批增量配售电业务改革试点省市之一（广东、重庆），率先开展增量配网改革试点。三峡集团积极响应政策推进电改，与重庆地方国企共同成立的长兴电力成为首批取得电力业务许可证的增量配网改革试点企业，也是电改标杆企业，通过本次重组将在更大范围形成改革示范，有利于进一步促进电力体制改革。

本次重组三峡集团明确了对公司中长期的定位及支持，定位公司为集团配售电为主业的唯一上市平台，也是践行国家电力体制改革和混合所有制改革的时点平台，将通过多种方式，支持公司发展。包括：

- 1) 推动落实本集团与重庆市政府签订的战略合作协议内容，共同推动“三峡电”入渝，支持降低综合供电成本，并通过投资并购及电力市场交易等多种方式，提供优质低价的电源支撑。
- 2) 支持三峡水利发挥专业优势，参与本集团开展实施的长江大保护（水环境治理、水污染防治、水生态修复）项目，对其中涉及的配售电、微网、分布式能源等项目投资、建安及运维等业务，在履行相应合规程序后，支持公司按照市场化方式优先参与实施。
- 3) 积极支持三峡水利按照市场化方式参与本集团范围内的水电检修、维护业务。
- 4) 集团范围内的存量配售电资产及托管运营等业务，在履行相应合规程序后，按市场化方式逐步注入或优先交由三峡水利参与实施。
- 5) 在资金、管理、技术、人才等方面全力支持三峡水利，提升运营效益、降低资金成本、增强核心能力，做强做优做大配售电业务。

中长期，公司有望引长电入渝，替换四网高成本的外购电，带来边际的大幅改善，弹性将大幅提升；未来公司依靠电网和集团低成本电源优势，扩大售电体量，积极开拓三峡库区及全国范围内配售电业务，若成功实现电源替换及配售电业务开拓，公司未来发展空间巨大。

6 盈利预测与估值分析

1) 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 2020-2022 年稳定小幅增长，增速假设为 6%、6%和 6%；随公司在建水电站投产，来水电恢复正常，毛利率提升，自发电毛利率维持过去三年平均水平约 26%。

2) 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 8%，毛利率保持稳定假设为 20%。

3) 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 12：分业务收入及毛利率

单位：万元		2019A	2020E	2021E	2022E
电力	收入	97,449.0	103,295.98	109,493.74	116,063.37
	增速	1.4%	6.00%	6.00%	6.00%
	毛利率	17.74%	26.00%	26.00%	26.00%
设计安装	收入	27,119.43	29,288.98	31,632.10	34,162.67
	增速	-1.8%	8.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	20.41%	20.00%	20.00%	20.00%
蒸汽销售	收入	4,508.52	4,418.35	4,329.98	4,243.38
	增速	1.2%	-2.00%	-2.00%	-2.00%
	毛利率	-2.33%	-2.00%	-2.00%	-2.00%
节水产品销售	收入	17.67	17.67	17.67	17.67
	增速	-	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	-0.06%	6.00%	6.00%	6.00%
其他和分部间抵消	收入	1,564.49	1,533.20	1,502.54	1,564.49
	增速	-2.00%	-2.00%	-2.00%	-2.00%
	毛利率	77.97%	40.00%	40.00%	40.00%
合计	收入	130,691.08	138,585.48	147,006.70	155,989.63
	增速	0.65%	6.04%	6.08%	6.11%
	毛利率	18.34%	23.99%	24.03%	24.06%

数据来源：Wind，西南证券

重大资产重组尚有不不确定性，暂不考虑重大资产重组影响，预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.24、0.26 和 0.28 元，对应估值 37X、34X 和 31X，相对于同行业上市公司，公司估值水平较高，蕴含一定估值溢价及未来重组预期。

若考虑资产注入盈利大幅提升影响，中长期电入渝有望替代高成本大比例的四网外购电，以及长期来看公司三峡电网整合完成后，能依靠电网优势和低成本电源优势扩大售电体量，布局配售电业务，作为电改售电侧排头兵享有一定估值溢价，维持中长期“买入”评级，我们测算考虑并表预计公司 20 年有望达 7 亿净利润，给予电网电改估值溢价水平 27X，对应 189 亿市值，重组后备考股本约 18 亿股，目标价 10.6 元。

表 13: 同行业相对估值情况

代码	证券简称	总市值	市盈率 PE			市净率
		(亿元)	TTM	19E	20E	PB
600900	长江电力	3,881	18.0	17.7	17.0	2.7
600886	国投电力	529	10.4	12.6	10.1	1.6
600674	川投能源	405	13.8	13.1	12.5	1.6
600236	桂冠电力	353	15.1	15.5	13.4	2.4
600025	华能水电	697	8.3	15.0	13.1	1.6
2039	黔源电力	42	14.5	13.1	10.6	1.5
600995	文山电力	36	10.4	13.3	0.0	0.0
平均数			12.9	14.3	11.0	1.6
600116	三峡水利	84	43.8	45	37	2.0

数据来源: Wind, 西南证券整理

7 风险提示

水电来水波动风险、电价下滑风险、疫情影响风险、重组进展不及预期风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1306.91	1385.85	1470.07	1559.90	净利润	185.18	226.02	247.03	266.88
营业成本	1067.25	1053.32	1116.84	1184.63	折旧与摊销	168.29	319.90	323.54	327.04
营业税金及附加	11.94	11.92	12.50	12.48	财务费用	46.85	40.35	36.31	33.24
销售费用	0.09	0.08	0.06	0.08	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	100.61	91.47	91.14	93.59	经营营运资本变动	-141.16	-17.47	79.02	20.61
财务费用	46.85	40.35	36.31	33.24	其他	97.56	-68.93	-70.54	-70.42
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	356.72	499.86	615.35	577.34
投资收益	20.40	40.00	40.00	40.00	资本支出	23.84	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	30.31	30.31	30.31	30.31	其他	4.48	70.31	70.31	70.31
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	28.32	20.31	20.31	20.31
营业利润	221.12	259.04	283.53	306.17	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.07	0.76	0.41	0.59	长期借款	-76.49	0.00	0.00	0.00
利润总额	221.20	259.79	283.94	306.76	股权融资	4.50	0.00	0.00	0.00
所得税	36.02	33.77	36.91	39.88	支付股利	-99.30	-74.48	-94.11	-104.36
净利润	185.18	226.02	247.03	266.88	其他	-35.57	-132.35	-36.31	-33.24
少数股东损益	-6.50	-7.93	-8.67	-9.36	筹资活动现金流净额	-206.86	-206.83	-130.42	-137.60
归属母公司股东净利润	191.67	233.95	255.69	276.24	现金流量净额	178.18	313.34	505.24	460.05
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	638.86	952.21	1457.44	1917.49	成长能力				
应收和预付款项	142.07	139.55	150.25	160.21	销售收入增长率	0.65%	6.04%	6.08%	6.11%
存货	46.49	45.64	45.60	50.32	营业利润增长率	-6.12%	17.15%	9.45%	7.99%
其他流动资产	26.09	123.40	69.01	81.09	净利润增长率	-8.27%	22.06%	9.29%	8.04%
长期股权投资	58.53	58.53	58.53	58.53	EBITDA 增长率	-1.69%	41.95%	3.89%	3.59%
投资性房地产	28.26	28.26	28.26	28.26	获利能力				
固定资产和在建工程	3810.65	3542.44	3270.59	2995.25	毛利率	18.34%	23.99%	24.03%	24.06%
无形资产和开发支出	23.99	22.30	20.61	18.92	三费率	11.29%	9.52%	8.67%	8.14%
其他非流动资产	366.95	366.95	366.95	366.95	净利率	14.17%	16.31%	16.80%	17.11%
资产总计	5141.89	5279.28	5467.25	5677.02	ROE	6.20%	7.15%	7.46%	7.68%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.60%	4.28%	4.52%	4.70%
应付和预收款项	476.82	558.23	577.06	607.01	ROIC	7.71%	9.16%	10.92%	13.23%
长期借款	828.31	828.31	828.31	828.31	EBITDA/销售收入	33.38%	44.69%	43.76%	42.72%
其他负债	848.56	733.66	749.88	767.20	营运能力				
负债合计	2153.69	2120.21	2155.26	2202.52	总资产周转率	0.25	0.27	0.27	0.28
股本	993.01	993.01	993.01	993.01	固定资产周转率	0.36	0.39	0.45	0.52
资本公积	783.67	783.67	783.67	783.67	应收账款周转率	16.86	16.46	17.26	16.99
留存收益	1286.86	1446.33	1607.91	1779.79	存货周转率	25.10	22.53	23.82	24.15
归属母公司股东权益	3056.20	3235.01	3396.59	3568.46	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.67%	—	—	—
少数股东权益	-68.00	-75.93	-84.60	-93.96	资本结构				
股东权益合计	2988.20	3159.07	3311.99	3474.50	资产负债率	41.89%	40.16%	39.42%	38.80%
负债和股东权益合计	5141.89	5279.28	5467.25	5677.02	带息债务/总负债	38.46%	39.07%	38.43%	37.61%
					流动比率	0.99	1.52	2.00	2.43
					速动比率	0.94	1.47	1.94	2.37
					股利支付率	51.81%	31.84%	36.81%	37.78%
					每股指标				
					每股收益	0.19	0.24	0.26	0.28
					每股净资产	3.01	3.18	3.34	3.50
					每股经营现金	0.36	0.50	0.62	0.58
					每股股利	0.10	0.08	0.09	0.11
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	436.26	619.28	643.37	666.45					
PE	44.92	36.80	33.67	31.17					
PB	2.88	2.73	2.60	2.48					
PS	6.59	6.21	5.86	5.52					
EV/EBITDA	19.39	12.97	11.70	10.61					
股息率	1.15%	0.87%	1.09%	1.21%					

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
持有：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-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 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情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn