

重组过审，新起点新机遇

投资要点

- **事件：**重大资产重组通过中国证监会并购重组审核委员会审核。拟通过发行股份及支付现金购买联合能源88.41%股权及长兴电力100%股权，合计65.4亿元，同时拟向不超过10名特定投资者非公开发行股份配套募资5亿元。
- **电力业务范围大幅扩张，资产业绩优化，**重组后新的三峡水利将管理重庆万州区、两江新区、涪陵区和黔江区四张区域四个区域性电网，其供电范围覆盖重庆多个区县，年供电量、服务人口、大工业用户数进一步提高。上市公司资产、经营规模和效益均实现大幅增长，发展能力和竞争力也将进一步增强，促进上市公司做强做优做大。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。
- **业绩对赌方案优化，增厚上市公司利润。**本次重组方案中减少了交易对象并相应减少了交易对价，且减少的交易对价占比较小，未对标的生产经营构成实际影响。此外业绩承诺进行双重承诺，业绩承诺中联合能源收益法部分资产的预测为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，后在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、4.0亿元和4.2亿元，确保重组后增厚上市公司盈利能力。
- **电网改革排头兵，长电入渝+三峡电网打开新成长空间。**四网融合的落地将有望打造独立于国网南网的第三张配售电网“三峡电网”，将成为电网改革的排头兵，为更为市场化的电改奠定良好基础。中长期看，三峡集团明确表示，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、长江大保护项目等，试点践行国改和混改。若推进顺利，低成本的三峡电有望年内入渝，支持降低综合供电成本，带动三峡库区经济加快发展，大幅扩大用电范围和售电量，未来市场扩张可期。
- **盈利预测与投资建议。**暂不考虑并表影响，预计2020-2022年EPS分别为0.24、0.26和0.28元，对应估值37X、34X和31X。考虑资产注入预计公司2020年净利润加总约7亿元，考虑长电入渝及替代公司高额外购电后空间更大，维持“买入”评级。
- **风险提示：**来水波动风险，电力改革进展缓慢风险，重组进度或不及预期等。

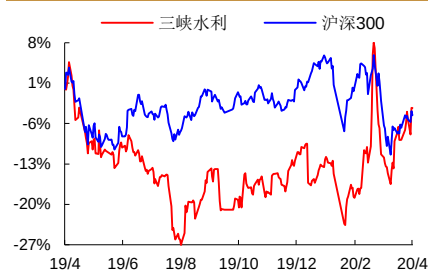
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1306.91	1385.85	1470.07	1559.90
增长率	0.65%	6.04%	6.08%	6.11%
归属母公司净利润（百万元）	191.67	233.95	255.69	276.24
增长率	-10.26%	22.06%	9.29%	8.04%
每股收益 EPS（元）	0.19	0.24	0.26	0.28
净资产收益率 ROE	6.20%	7.15%	7.46%	7.68%
PE	45	37	34	31
PB	2.89	2.73	2.61	2.49

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)	6.61-9.71
总市值(亿元)	86.39
总资产(亿元)	51.42
每股净资产(元)	3.08

相关研究

1. 三峡水利（600116）：发电量再创新高，重组方案细化优化（2020-03-11）

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	45.07	36.93	33.79	31.27					
PB	2.89	2.73	2.61	2.49					
PS	6.61	6.23	5.88	5.54					
EV/EBITDA	19.46	13.02	11.75	10.65					
股息率	1.15%	0.86%	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 指数涨幅介于-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
	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