

中信证券股份有限公司

关于

《重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司对导致前次未通过并购重组委事项的落实情况说明》 的核查意见

2020年1月17日，重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司（以下简称“三峡水利”或“上市公司”）收到中国证监会核发的《关于不予核准公司向重庆新禹投资（集团）有限公司等发行股份购买资产并募集配套资金申请的决定》（证监许可〔2020〕36号）。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。2019年12月27日，上市公司已经召开了第九届董事会第十一次临时会议，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》，经慎重研究后，决定继续推进本次交易。中信证券股份有限公司（以下简称“中信证券”、“本独立财务顾问”）作为本次交易的独立财务顾问，就上市公司对导致前次未通过并购重组委事项的落实情况进行核查并发表如下意见：

一、上市公司对导致前次未通过并购重组委事项的落实情况

根据并购重组委2019年第72次会议审核结果公告，“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。”具体落实情况如下：

（一）本次重组的必要性

1、本次重组是三峡集团积极响应国家电力体制改革的重大举措

2015年3月15日，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(中发〔2015〕9号)文》后，三峡集团、长江电力积极响应电力体制改革政策号召，将配售电业务作为公司重要的战略发展方向进行培育，并在全国范围内布局。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。

本次重组涉及的四家地方电网的业务特点介绍如下：

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	18	(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	78.27	(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园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	53	(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	27.9	(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

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。四网整合后将使得三峡水利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。

2、本次重组是三峡集团推进落实混合所有制改革试点方案的关键一步

从 2015 年至 2017 年，三峡集团所属企业通过“投资增量+并购存量”的模式，先后参股了增量配网长兴电力及重庆区域存量地方电网乌江实业、三峡水利等，与重庆四个地方电网企业建立了股权纽带。2016 年底，三峡集团与重庆市政府就共同推进地方电网整合达成合作共识，并于 2017 年 2 月参与设立联合能源，列为全国混合所有制改革第二批试点。按照国家发改委批复的混改试点方案，联合能源于 2018 年 2 月整合了乌江实业和聚龙电力；2019 年 3 月，三峡集团控股三峡水利，并随即启动了通过三峡水利重大资产重组整合联合能源和长兴电力有关工作。本次重组是落实混改试点方案的关键一步。

3、本次重组是三峡集团支持三峡库区经济发展的最新成果

上市公司电网供区所在地为重庆市万州区，地处重庆东北部、三峡库区腹心，是重庆主城以外最大的中心城市。本次重组积极践行党中央以及国务院关于建设现代三峡库区的指示，通过整合重庆地方电网，切实降低电力要素价格，提高电力服务质量，为三峡库区经济发展提供动力保障，促进地方经济健康发展；可助推上市公司做大做强，对当地形成较大的利税贡献，带动相关产业链的布局 and 投入，支持地区加快改革开放，增强发展能力，改善人民生活。

4、本次重组有利于三峡水利突破发展瓶颈，拓展发展空间，进一步做优做强做大

重组前的三峡水利主要保障万州约 80%的居民及工商业用电需求，受供电区域限制及区域经济发展速度影响，公司用户增速缓慢，售电量及售电收入增长潜力不足，自 2013 年以来营业收入长期徘徊在 13 亿元上下，发展空间受限。重组完成后，三峡水利的配售电区域扩大、配售电总量提升、结构优化，经营风险降低，财务指标较大幅度改善。

(1) 配售电区域扩大，电价竞争力提升

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。供电区域是通过电力监管部门颁发的电力业务许可证予以明确，区域内的存量用户及新增用户的电力供应均由区域性地方

电网负责，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。

三峡水利及国网重庆电力公司目前均按照政府物价部门确定的目录电价开展电力销售业务，该政策一定程度上增加了三峡水利保持业绩持续增长的压力。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。

(2) 客户质量优化，配售电量增加，议价能力提升

重组后负荷相对稳定的优质工商业用户的用电量占比由原来的 60% 提高至 96%，电力用户质量进一步优化。配售电量由原来的 18 亿千瓦时增加至 99 亿千瓦时，电力销售规模增长 4 倍。售电规模的扩张有利于提升外采电量的议价能力和上市公司抗风险能力。

(3) 优质资产注入后规模翻倍，财务指标大幅度改善

重组后三峡水利资产、收入、利润等规模指标实现翻倍（根据 2018 年度备考财务数据，重组前后，上市公司资产规模由 51.49 亿元扩大至 197.20 亿元，净资产由 28.52 亿元扩大至 90.23 亿元，营业收入由 12.98 亿元增加至 54.16 亿元。）；根据下表测算，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也优于本次重组前。

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）	0.2620	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%
-------------------	-------	-------	-------

备注：1、假设上市公司 2020 年至 2022 年主要财务数据与 2017 年-2019 年 3 年平均数据一致；长兴电力 2020 年至 2022 年与 2019 年未经审计财务数据保持一致；联合能源 2019 年为未审实现数，2020 年至 2022 年为合并口径业绩承诺数。2、上市公司 2021 年至 2022 年分红率为 2009 年至 2019 年分红率平均值，2020 年分红金额根据实际分红方案确定；3、以上数据均为扣非后口径。

(4) 三峡水利作为三峡集团配售电业务的唯一上市平台，战略协同效应突出

一是三峡电入渝将进一步发挥“发-配-售电”业务的战略协同。根据重庆市政府和三峡集团达成的战略协定，重组后的三峡水利作为三峡集团实施配售电业务的唯一上市平台，随着电力体制改革的推进，三峡集团的大水电消纳与地方电网形成协同效用，引入低价电将大大促进企业和区域经济发展。

二是依托三峡集团，加快优质资产整合。重组完成后，三峡水利资产并购能力及经验进一步提升，将对网内及周边优质低价电源实施并购，同时筛选全国范围内优质的增量配网试点实施并购，并逐步整合三峡集团的优质配售电资产。

三是长江大保护战略实施，促进产业链业务延伸。三峡水利与三峡集团正在大力实施主导的“长江大保护”发展战略形成良好的业务合作，业务范围将随着长江大保护项目的推进持续延伸，实现配售电业务沿江布局的战略协同；两江新区的继续开发，工业客户逐步落地，长兴电力开创的“电力设施金融服务、工程建设、运维及参与电力市场化交易业务模式”的系统性业绩增长方式，将为上市公司的发展提供广阔的空间。

4、本次重组增强了地方电网能源供应保障平台作用，有利于三峡库区经济社会发展

本次重组完成后，三峡水利供区范围覆盖重庆库区核心区及多个工业经济区，成为当地经济发展的重要能源保障平台。三峡水利网内的电价优势，将进一步吸引优质企业落地，能有力地促进招商引资、居民就业、地方税收等，为三峡库区地方经济社会发展作出重大贡献。

本次重组标的是国家电力体制改革试点和混合所有制改革试点企业，也是重庆地方重要的能源供应和保障平台。项目推进过程中得到了国家发改委、重庆市

政府的大力支持。

（二）调整优化业绩对赌方案

为进一步明确对上市公司业绩的增厚，维护上市公司中小投资者的利益，标的公司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。具体方案如下：

单位：万元

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合计 值取整	42,210.00	44,030.00	46,640.00
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）	-4,375.31	-4,336.20	-4,328.24
补充对赌方案的业绩承诺金 额： 联合能源合并报表利润	37,830.00	39,700.00	42,310.00

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。

3、双口径业绩承诺下的考核对赌条件

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。详见本节“七、业绩承诺补偿安排”部分披露。

（三）盈利预测可实现性及保障措施

1、盈利预测与历史期数据相比具有合理性

（1）历史期与盈利预测主要指标对比

本次盈利预测中，标的公司盈利主要源于联合能源电力板块，非电板块资产体量占比较小。报告期内，联合能源电力板块经营情况如下表所示：

项目	2017年	2018年	2019年
发电量（亿千瓦时）	19.53	18.00	12.73 ^{注1}
售电量（亿千瓦时）	84.22	76.94	80.22
售电价格（含税，元/千瓦时）	0.4627	0.4798	0.4908
电力板块毛利率	21.16%	23.18%	21.73%
联合能源电力板块扣非后净利润（亿元）	2.65	2.53	2.86
剔除偶发性因素联合能源电力板块扣非后净利润（亿元） ^{注2}	2.65	3.07	3.60

注 1：2019 年受来水偏枯影响（如乌江电力所属电站所在流域来水量仅为多年平均水平的 72.78%），联合能源发电量有所下降；

注 2：剔除偶发性因素具体分析详见本节“3、历史期实际经营业绩可支撑盈利预测”

联合能源电力板块财务预测情况如下表所示：

项目	2020年	2021年	2022年
发电量（亿千瓦时）	16.95	17.04	17.04
售电量（亿千瓦时）	111.23	115.12	121.37
电力板块毛利率	18.47%	18.21%	17.94%
联合能源电力板块扣非后净利润（亿元）	4.03	4.12	4.39
合并报表层面公允价值分摊（亿元）	0.44	0.43	0.43
联合能源电力板块扣非后净利润（考虑合并报表公允价值分摊调整的影响，亿元）	3.59	3.69	3.96

注 1：联合能源电力板块扣非后净利润预测数为电力板块预测数据；

（2）核心参数预测具有合理性的说明

联合能源电力板块的盈利预测数据具备合理性，核心参数具体说明如下：

自发电量。与报告期经营情况相比，联合能源电力板块预测的自发电量保持

稳定，参考 2006 年联合调度以来自发电量平均值进行预测。

售电量。2019 年至 2021 年根据公司提供的明细供电用户售电量及相应支撑材料确定，并履行了核实确认程序，2022 年及以后年度参考重庆市和全国历史工业用电增长率确定。

毛利率。2019 年与报告期水平相当，并随着外购电量占比的增加逐年下降，符合实际情况。

(3) 历史期实际经营业绩可支撑盈利预测

①2018 年影响盈利特殊因素分析

联合能源 2017 年、2018 年、2019 年 1-9 月个别认定计提减值准备发生金额为 1,236.16 万元、7,486.73 万元、0 万元，主要系联合能源在 2018 年 2 月 28 日完成对乌江实业和聚龙电力并表后清理完善乌江实业和联合能源的财务情况，对部分存在减值迹象的应收账款通过单独认定的方式计提了减值准备。

其中乌江电力直供用户京宏源实业电解车间在 2017 年底由于暂未获得产能指标出现政策性停产。此后京宏源实业及重庆市经济信息委、发展改革委等部门为复产做了大量工作，终因本地条件及市场原因未能复产。联合能源对京宏源实业的复工复产工作进行了持续关注，对其回款风险进行持续评价，经了解京宏源实业公司经过 1 年以上的沟通工作，复工复产尚无进展，认为京宏源实业所欠电费的回收风险显著增加，在 2018 年对其采用个别认定的方式计提坏账准备。因京宏源所欠电费有相应的机器设备等资产作为抵押，在考虑其可回收金额时，以抵押物变现的经济性以及可能性作为参考依据，在 2017 年计提坏账准备的基础上补充计提了 5,446.59 万的坏账准备。

②2019 年影响盈利特殊因素分析

2019 年联合能源旗下乌江电力所在流域因来水偏枯导致自发电量偏离平均值较多。乌江电力下属电站所在流域历史来水量统计情况如下：

单位：万立方米

流域	2019 年	最近 10 年均值	占年均值的比例
----	--------	-----------	---------

阿蓬江	272,541.00	355,404.00	76.68%
梅江河	202,184.00	243,727.00	82.96%
酉水河	287,218.00	447,792.00	64.14%
合计	761,943.00	1,046,923.00	72.78%

数据来源：上述流域水文站观测值

受来水偏枯影响，乌江电力 2019 年实际完成上网电量 10.02 亿千瓦时，较评估预测 2019 年上网电量 12.61 亿千瓦时减少 25,899.16 万千瓦时。假设 2019 年上网电量达到评估预测值，即再增发 25,899.16 万千瓦时，以 2019 年预测不含税外购电采购成本 0.3510 元/千瓦时测算，综合考虑自发电的水资源费及库区基金等相关成本费用，预计增加净利润 7,448.04 万元。

综上所述，剔除偶发性因素影响后，2017 年至 2019 年联合能源电力板块净利润年平均增长率为 12.85%，而根据盈利预测 2019 年至 2022 年联合能源电力板块净利润年平均增长率为 6.59%。因此联合能源历史业绩可以支撑盈利预测的可实现性。

2、预测净利润可实现性

联合能源电力板块主要由乌江电力和聚龙电力构成，盈利的核心驱动因素为价差带来的度电利润和售电规模。由于两者自发电量占比、客户基数、用电规模等不同，乌江电力和聚龙电力盈利的驱动因素有一定差异。

联合能源电力板块 2020 年可实现净利润的结构分析								
电源结构		乌江电力			聚龙电力			合计 (亿元)
		电量(亿 千瓦时)	度电净 利(元/ 千瓦时)	净利润 (亿元)	电量(亿 千瓦时)	度电净 利(元/ 千瓦时)	净利润 (亿元)	
自发电		13.2	0.13	1.72	3.60	0.14	0.5	2.22
外购 电	存量	12	0.03	0.36	55	0.024	1.32	1.68
	增量	9		0.27	18.35		0.44	0.71
合计		34	-	2.35	76.95	-	2.26	4.61

注：1、度电净利系根据乌江电力和聚龙电力 2017 年至 2019 年平均数据；2、上述增量电量是评估机构根据现有用户的用电需求情况进行预测，并履行了现场走访、调查核实程序，取得了相应的支持材料。

(1) 乌江电力 2020 年盈利预测可实现性

乌江电力 2020 年预测的净利润为 2.40 亿元，其可实现性分析如下：

①按照自联合调度以来多年平均流域来水预测的自发电销售是 2020 年预测净利润的主要保障

乌江电力的自发电主要来自于装机容量 36.14 万千瓦的 9 座全资水电站。根据乌江电力水电站自 2006 年联合调度以来多年来水量均值测算，2020 年可实现的自发电上网电量为 13.2 亿千瓦时，自发电均通过现有自有电网实现消纳。根据报告期财务数据测算，自发电量 2017 年至 2019 年的度电平均毛利为 0.28 元/千瓦时，度电平均净利润为 0.13 元/千瓦时（不考虑资产减值及坏账因素），自发电量可实现毛利 3.70 亿元，净利润 1.72 亿元。

从 1-2 月目前发电情况来看，明显优于去年同期，截至目前，据乌江电力统计，其自发电情况如下：

项目 (单位：万千瓦时)	年、月份	2019 年 1-2 月	2020 年 1-2 月
	经营报表统计时间段	1 月 1 日零时至 2 月 25 日 24 时	1 月 1 日零时至 2 月 19 日 24 时
	统计天数	56	50
1、自发电量	-	8,781.17	15,499.96
2、自发电上网电量	-	8,605.47	15,213.73

②存量外购配售电量是 2020 年预测净利润的有力支持

乌江电力 2019 年存量外购配售电量约 12 亿千瓦时，该部分用户基础及用电需求稳定可持续，按照外购配售电量 2017 年至 2019 年的度电平均毛利为 0.06 元/千瓦时、度电平均净利润为 0.03 元/千瓦时（不考虑资产减值及坏账因素），可实现净利润 0.36 亿元。

③已确认的增量用电需求将带来增量配售电利润

乌江电力目前已经确认的 2020 年增量用电需求约 9 亿千瓦时，主要来自于酉阳湘龙硅业、花垣、三润矿业、湘西、武陵锰业、三磊玻纤、嘉源电解锰等客户。中介机构对用电需求情况履行了现场走访、调查核实程序，取得了相应的支持材料。

上述客户新增的 9 亿千瓦时用电需求，按照乌江电力外购配售电量 2017 年至 2019 年的度电平均毛利为 0.06 元/千瓦时、度电平均净利润为 0.03 元/千瓦时，可增加净利润 0.27 亿元。

④疫情对 2020 年业绩实现影响相对有限，截至目前售电规模已恢复至去年同期水平

从 1-2 月售电情况来看，虽然近期受疫情影响，部分企业复工较晚，但售电水平依然达到了去年同期水平

年、月份	2019 年 1 月	2019 年 2 月	2020 年 1 月	2020 年 2 月
经营报表统计时间段	1 月 1 日零时至 1 月 25 日 24 时	1 月 26 日零时 至 2 月 25 日 24 时	1 月 1 日零时至 1 月 25 日 24 时	1 月 26 日零时 至 2 月 25 日 24 时
统计天数	25	31	25	31
售电量（万千瓦时）	14,920.18	14,059.24	15,275.16	14,416.77
小计（万千瓦时）	28,979.41		29,691.93	

(2) 聚龙电力 2020 年盈利预测可实现性

聚龙电力 2020 年预测的净利润为 1.69 亿元，其可实现性分析如下：

①自发电上网销售是 2020 年预测净利润的坚实基础

聚龙电力的自发电主要来自于装机容量 11.5 万千瓦的石板水电站。根据聚龙电力水电站多年历史数据预计，2020 年可实现的自发电上网电量为 3.6 亿千瓦时，自发电上网电量 2017 年至 2019 年的度电平均毛利为 0.27 元/千瓦时，度电平均净利润为 0.14 元/千瓦时，据此测算自发电量可实现毛利 0.97 亿元，净利润 0.50 亿元。

②存量外购配售电量基数较大，且高度稳定

聚龙电力 2019 年存量外购配售电量约 55 亿千瓦时，该部分用户基础及用电需求稳定可持续，按照外购配售电量 2017 年至 2019 年的度电平均毛利为 0.045 元/千瓦时、度电平均净利润为 0.024 元/千瓦时（不考虑资产减值及坏账因素），可实现利润 1.32 亿元。

③已核实确认的增量用电需求带来增量配售电利润

聚龙电力已经确认的 2020 年增量用电需求约 18.35 亿千瓦时，主要来自于赛特钢玉、万凯、龙冉等客户及中涪南热电厂电力销售。中介机构对用电需求情况履行了现场走访、调查核实程序，取得了相应的支持材料。

上述客户新增的 18.35 亿千瓦时用电需求，按照聚龙电力外购配售电量 2017 年至 2019 年的度电平均毛利为 0.045 元/千瓦时、度电平均净利润为 0.024 元/千瓦时，可实现利润增加 0.44 亿元。

④疫情对 2020 年业绩实现影响相对有限，截至目前售电规模已恢复至去年同期水平

从聚龙电力 2020 年 1-2 月售电情况来看，虽然近期受疫情影响，部分企业复工较晚，但售电水平超过了去年同期。

年、月份	2019.1.1-2019.2.19	2020.1.1-2020.2.19
小计（万千瓦时）	62,780.84	60,748.48

（3）非电资产体量较小，整体影响有限

联合能源的非电板块主要是锰业资产，包括锰矿开采、加工及电解锰生产的相对完整锰业产业链，其体量较小。该部分资产均以资产基础法评估，估值占整体对价 3.69%，整体影响有限。

（4）2021 年和 2022 年盈利预测较 2020 年增长有限，具备可实现性

根据本次财务预测情况，联合能源 2021 年售电量较 2020 年增长 3.50%，电力板块盈利增长 2.23%；2022 年售电量较 2021 年增长 5.36%，电力板块盈利增长 6.55%。整体而言，联合能源 2021 年和 2022 年盈利预测较 2020 年增长有限，在 2020 年盈利预测具备可实现性的基础上，2021 年和 2022 年的增长率符合区域经济发展和用电量增长情况，具备合理性和可实现性。

3、未纳入预测的盈利增长点进一步保障业绩实现

除上述可实现的预测业绩外，根据实际情况，还有四个未纳入盈利预测的利润增长点，将进一步增强标的资产的盈利能力。一是“三峡电”优质电源的入渝

可进一步丰富优质电源来源；二是支持存量用户复工复产（如京宏源、乌江硅业等），推动增量用户尽快落地（如大朗二期等）；三是发挥“四网融合”协同效应，通过规模效应和协同优势降低购电成本和财务费用；四是开展用户运维、检修等增值服务，拓展产业链延伸业务。

（四）商誉的合理性及减值风险分析

1、商誉产生的原因及合理性

本次重组中，标的公司联合能源合并报表因前次收购产生商誉 306,238.07 万元，三峡水利备考合并报表商誉金额为 328,909.08 万元。具体情况如下：

（1）联合能源因前次资产收购产生商誉的原因及合理性分析

①联合能源前次收购商誉的产生原因

联合能源以 2016 年 12 月 31 日为定价评估基准日，购买乌江实业、渝新通达、聚龙电力股权，上述三个公司交易作价 577,399.63 万元，其合并日可辨认净资产公允价值 271,161.56 万元，产生 306,238.07 万元商誉。收购形成商誉的具体情况如下：

单位：万元

项目	乌江实业	渝新通达	聚龙电力	小计
交易作价（合并成本）①	229,094.12	127,970.94	220,334.57	577,399.63
可辨认净资产公允价值②	218,347.77	80,491.27	49,071.76	347,910.80
购买比例③	64.85%	100%	100%	-
取得的可辨认净资产公允价值份额④=②*③	141,598.53	80,491.27	49,071.76	271,161.56
商誉=①-④	87,495.59	47,479.67	171,262.81	306,238.07
商誉占交易作价比例	28.57%	15.50%	55.92%	100.00%

渝新通达无实体经营业务，主要资产为持有乌江实业 35.15%的股权，收购渝新通达过程中产生的商誉主要由乌江实业产生。因此，该次收购产生的商誉本质来源于乌江实业和聚龙电力。

②联合能源商誉产生合理性分析

A、收购交易作价以经相关国资主管部门备案的评估报告为依据，该次评估合理

a、评估方法及参数预测符合资产特性，具有合理性

a) 评估基本情况

该次评估以 2016 年 12 月 31 日为基准日，对乌江实业、渝新通达及聚龙电力进行评估。其主要评估结论如下：

单位：亿元

主要资产	选取评估方法	评估值	估值占比
聚龙电力	收益法	220,334.57	38.41%
乌江实业	-	353,313.26	61.59%
其中：电力板块（含乌江实业本部）	收益法	330,576.49	57.63%
锰业板块	成本法	22,736.77	3.96%
合计		57.36	100.00%

注：渝新通达无实体经营业务，主要资产为持有乌江实业 35.15%的股权。故上表中不再展示渝新通达评估情况

由上表可知，该次收购的核心资产为聚龙电力及乌江实业电力板块，两者均采用收益法评估结论。

b) 评估方法选取符合资产特性，具有合理性

乌江电力及聚龙电力为发电和电网业务综合经营的主体，其经营所依赖的主要资源除了固定资产、营运资金等有形资源之外，还包括客户资源、管理能力、地理优势、线路管网优势等重要的无形资产，且由于电网资产的不可替代，两家公司在其工业园区供区内电力供应上形成了一定的独享权益。上述非账面无形资产及各项资产的综合协同效应，对企业价值产生的贡献，在收益法评估结果中可得到充分体现。因此，乌江电力及聚龙电力具备采用收益法评估的条件，并最终选择收益法评估结果。

在核心参数预测方面，水电站发电量按照行业预测通用方法，选取自投产及联合调度以来多年平均发电量作为预测期发电量；售电量以评估机构实地走访主要客户并结合客户未来的生产用电需求预测；售电单价则参考企业最近一年对各

客户的平均售电价格逐一预测。

整体而言，评估方法的选择及核心参数的预测符合标的企业评估基准日实际经营情况及发展预期，具有合理性。

b、交易作价与当时市场价格对比，谨慎合理

选取中信电网指数（CI005223.WI）全部成分股进行比较，以该次收购协议签署日 2017 年 12 月 25 日可比上市公司及该次收购交易的市盈率及市净率比较如下：

证券代码	证券简称	2017年12月25日总市值（亿元）	2016年12月31日归属母公司股东的净利润（亿元）	2016年12月31日归属母公司股东的权益（亿元）	市盈率（倍）	市净率（倍）
600101.SH	明星电力	28.98	0.84	19.78	34.69	1.40
600116.SH	三峡水利	88.58	2.31	24.52	38.29	3.42
600131.SH	岷江水电	34.84	1.64	10.46	21.23	3.23
600310.SH	桂东电力	43.29	2.09	26.63	20.67	1.83
600452.SH	涪陵电力	55.52	1.68	8.91	33.06	5.13
600505.SH	西昌电力	26.03	0.56	10.31	46.46	2.43
600644.SH	乐山电力	38.28	2.11	12.21	18.10	2.86
600969.SH	郴电国际	32.59	1.00	32.41	32.52	0.99
600979.SH	广安爱众	51.75	2.14	32.72	24.24	1.51
600995.SH	文山电力	43.40	1.59	15.93	27.23	2.46
中信电网指数全部成分股平均值					29.65	2.52
中信电网指数全部成分股中值					29.88	2.44
可比上市公司平均值					31.22	2.40
可比上市公司中值					32.52	2.46
聚龙电力					15.25	6.50
乌江实业电力板块					16.25	2.02

注：1、数据来源：wind 资讯；

2、可比上市公司为中信电网指数全部成分股剔除电力板块收入占比不到 60%的桂东电力、涪陵电力和广安爱众三家公司；

3、市盈率=上市公司市值或交易作价/2016 年归属于母公司所有者的净利润；

4、市净率=上市公司市值或交易作价/2016年归属于母公司所有者权益。

聚龙电力及乌江实业电力板块的交易作价对应的静态市盈率分别为 15.25 倍、16.25 倍，低于可比上市公司的平均值和中位数。因聚龙电力以电网资产为主、属于轻资产经营模式，且在以往年份分红比例较高，导致市净率相对较高；乌江实业电力板块水电资产占比较高、属于重资产经营模式，其市净率低于可比上市公司的平均值和中位数。

总体来看，联合能源该次收购的电力板块资产整体市盈率低于可比上市公司平均水平，整体市净率处于行业平均水平，交易作价具有公允性。

B、重组入账可辨认资产公允价值评估合理

重组入账可辨认资产公允价值系采用重置成本法进行评估。乌江实业入账时，账面净资产为 15.91 亿元，可辨认净资产公允价值 21.83 亿元；聚龙电力入账时，账面净资产为 1.83 亿元，可辨认净资产公允价值 4.91 亿元。

上述资产增值是电力板块大坝、房屋和发电机组等固定资产和土地使用权的增值。该部分资产按照评估当期同类资产造价标准采用重置成本并考虑成新率后评估确认其公允价值。由于前述资产形成时间较早，所用材料、人工等成本的造价标准随着物价指数多年复利式增长，重置后资产的建造成本增长迅速，在考虑成新率以后的价值与已计提大部分折旧摊销后的账面价值相比仍然形成了较大幅度增值。

综上所述，联合能源前次重组收购作价公允，入账可辨认资产公允价值评估合理，因此形成的商誉是合理的。

(2) 三峡水利备考报表商誉的合理性分析

①三峡水利备考报表商誉产生原因

三峡水利本次重组中，标的资产累计评估作价为 653,507.60 万元。上述资产合并日可辨认净资产公允价值 328,319.00 万元，产生 325,188.59 万元商誉，本次交易商誉较联合能源以 2016 年 12 月 31 日为定价评估基准日的收购商誉 306,238.06 万元增加 18,950.53 万元。其明细如下：

单位：万元

项目	长兴电力 (不含联合 能源股 权)(A)	联合能源 (B)	其中: 乌江实业	渝新通达 (不含乌江 实业股权)	聚龙电力	小计 (C=A+B)
交易作价(合并成本) ①	33,582.74	619,924.86	368,052.38	4,494.97	260,838.33	653,507.60
可辨认净资产公允 价值②	29,527.94	299,381.15	248,273.84	4,503.85	52,191.25	328,909.08
购买比例③	100%	99.80%	99.80%	99.80%	99.80%	
取得的可辨认净资 产公允价值份额④= ②*③	29,527.94	298,791.06	247,784.49	4,494.97	52,088.38	328,319.00
商誉=①-④	4,054.80	321,133.79	120,267.89	-	208,749.95	325,188.59

②三峡水利备考合并报表商誉合理性分析

A、本次重组标的资产作价与同期市场价格相比，交易作价公允

本次重组标的公司联合能源交易作价对应的 2018 年 12 月 31 日的静态市盈率为 27.11 倍，市净率为 1.13 倍，市盈率和市净率均低于地方电网同行业其他可比上市公司的平均值（市盈率 43.16 倍，市净率 2.45 倍）和中位数（市盈率 42.27 倍，市净率 2.40 倍）。联合能源作价公允。

长兴电力除持有的联合能源长期股权投资外的其他资产均采用资产基础法评估，该部分资产的市净率为 1.18 倍，低于可比上市公司的平均值（市净率 2.45 倍）和中位数（市净率 2.40 倍）。长兴电力作价公允。

③三峡水利备考报表入账可辨认资产公允价值评估合理

本次备考报表编制过程中，可辨认净资产公允价值采用标的公司资产基础法评估结果，本次重组资产基础法评估的合理性分析如下：

序号	单位名称	联合能源实 际持股比例 (连乘)	增减值（按公司，万元）		主要增减值科目（万元）			
			不考虑股 权比例	考虑股权比 例	房屋建筑 物	构筑物	机器设备	土地使用 权
0	联合能源本部	100%	-1.55	-1.55	-	-	-	-
1	渝新通达	100%	-	-	-	-	-	-
2	乌江实业	100%	3,418.92	3,418.92	1,966.37	-	-	722.74

序号	单位名称	联合能源实际持股比例 (连乘)	增减值(按公司, 万元)		主要增减值科目(万元)			
			不考虑股权比例	考虑股权比例	房屋建筑物	构筑物	机器设备	土地使用权
2.1	乌江电力	100%	23,286.48	23,286.48	1,478.43	15,266.22	2,313.69	2,644.79
2.1.1	石堤	100%	31,808.81	31,808.81	3,582.39	18,342.36	546.4	7,731.84
2.1.2	梯子洞	100%	9,299.75	9,299.75	8.9	7,405.59	1,591.73	286.4
2.1.3	宋龙	100%	265.18	265.18	454.34	-594.41	-45.44	450.56
2.1.4	舟白	100%	9,538.08	9,538.08	3,247.90	2,676.48	431.37	3,182.34
2.1.5	渔滩	100%	6,933.26	6,933.26	3,018.08	3,228.04	485.18	200.97
2.1.6	深渝	100%	15,464.51	15,464.51	5,882.76	6,945.93	-138.51	2,770.47
2.1.7	三角滩	100%	3,102.25	3,102.25	267.23	2,604.71	-158.16	386.31
2.1.8	朝阳寺	33%	-	-	-	-	-	-
2.1.9	正阳供电	100%	0.09	0.09	-	-	-	-
2.1.10	乌江电力工程	100%	-15.45	-15.45	-	-	-7.72	-
2.2	贵锰	96%	8,456.24	8,117.99	94.27	2,777.49	641.39	5,074.34
2.2.1	重锰	96%	2,342.50	2,248.80	1,032.95	897.94	130.36	287.83
2.2.2	贵矿	58%	2,014.61	1,160.42	20.37	2,101.34	-151.89	-
2.3	乌江贸易	100%	35.13	35.13	-	-	-	-
2.3.1	锰都工贸	100%	-3.08	-3.08	-	-	-	-
2.3.2	西藏中渝	100%	-0.02	-0.02	-	-	-	-
3	聚龙电力	100%	5,253.95	5,253.95	-1,721.41	1,348.14	4,681.31	912.37
3.1	水资源	52.53%	46,345.78	24,345.44	4,664.51	19,165.60	2,676.45	19,673.91
合计			167,545.46	144,258.97	23,997.08	82,165.43	12,996.15	44,324.89

根据上表分析, 评估增值超过 5,000 万的公司为乌江电力、石堤、梯子洞、舟白、渔滩、深渝、贵锰、聚龙电力和水资源等九家公司, 其评估增值额占总增值约 93%; 按科目统计, 主要的增值科目为房屋及构筑物、土地使用权和机器设备。

房屋及构筑物评估增值合理性分析:

水电站建(构)筑物的建成时间较早(大部分集中在 2000 年前后建成),

近年来由于人工、机械、材料费的持续上涨造成评估基准日较建成日的工程造价有大幅度提高，重置价值高于账面原值。本次对各水电站建（构）筑物主要采用了成本法进行评估，重置成本中建（构）筑物工程费是按照重庆市水利局、重庆市发展和改革委员会关于发布《重庆市水利建筑工程概算定额》《重庆市中小型机电设备安装工程概算定额》及《重庆市水利工程设计概（估）算编制规定》（2011年版）的通知（渝水基[2011]97号）的编制规定，套用定额计算确定；重置成本中临时工程费、独立费用等系根据《重庆市水利工程设计概（估）算编制规定》，国家计委、建设部计价格[2002]10号文以及国家发改委、建设部发改价格[2006]1352号等文件计算确定，合计重置成本较建成时账面原值出现较大增幅。

成新率有较大幅度提高。评估中各水电站大坝及附属水工工程的耐用年限系根据《水利水电工程合理使用年限及耐久性设计规范（SL654-2014）》确定，其中大河口、石提、水资源三座电站为二级电站，其耐用年限为100年，而上述电站的会计折旧年限为50年，因此本次评估中电站的成新率有较大幅度提高。

土地使用权评估增值合理性分析：

联合能源所属土地使用权评估增值的主要原因为土地使用权取得入账时间较早，其账面价值较低。本次评估中对土地使用权主要采用了市场比较法和成本逼近法进行评估。市场比较法采用的实例均为与待估宗地属于同一供求圈内的相邻地区，土地用途相同，土地条件基本一致且交易日未超过3年的正常交易实例，所选测算相关参数是依据中国城市地价动态监测网公布的地价增长率和当地基准地价体系确定取值，由于近年来经济发展迅速，土地地价有较大的增长，因此导致土地使用权评估增值；成本逼近法采用的相关征地补偿文件为与评估基准日相近的、由重庆市及各区政府公布的有效征地补偿文件，所选测算相关参数也是依据当地相关文件确定取值，由于重庆市近年来经济发展迅速，征地补偿文件多次进行了更新，征地补偿标准有较大幅度的提高，土地取得成本有较大的增长，因此导致土地使用权评估增值。

综上所述，本次重组标的公司收购作价公允，入账可辨认资产公允价值评估合理，因此形成的商誉是合理的。

2、商誉未计提减值的合理性分析

商誉计提减值的决定因素是相关资产组的盈利能力，截至审计报告出具日，标的公司经营情况及经营环境未出现重大变化，因此未计提商誉减值。未计提减值的核心依据如下：

(1) 商誉主要是系乌江电力和聚龙电力等联合能源电力板块资产形成。联合能源电力板块拥有一定规模的清洁水电装机容量和安全、经济、高效的区域配电网，资产质量优质；其供电业务的客户群稳定，构建了稳固的供电合作关系，生产及经营管理稳定。据 2019 年未经审计数据，电力板块资产等联合能源收益法评估资产完成净利润 33,276.57 万元，较本次交易的盈利预测净利润 33,210.00 万元的完成度为 100.20%。

(2) 根据 2019 年标的资产商誉相关资产组的经营情况及盈利情况判断，商誉未出现明显减值迹象。经专业评估师预测，在评估基准日 2018 年 12 月 31 日、2019 年 6 月 30 日及 2019 年 9 月 30 日，包括商誉的资产组的未来现金流入的现值均高于包含商誉的资产组的账面价值，商誉未减值。

(3) 结合标的资产经营数据和下游客户情况，并经中介机构核实确认，乌江电力和聚龙电力未来盈利预测可实现的保障程度较高，具体可参见“三、补充说明盈利预测可实现性及保障措施”。

因此，相关商誉未计提减值具有合理性。

3、商誉减值风险及分析

(1) 商誉减值主要风险因素

可能引发商誉减值的风险点主要包括以下几个方面：

①若预测期内经营环境出现重大变化，客户出现不可恢复的大幅减少，售电量长期不及预期，将降低标的资产的营收及盈利规模。

②若预测期内因国家政策重大调整、市场情况重大变化导致售电均价下降或外购电成本上升，将导致标的公司毛利率下跌，影响其盈利能力。

③流域来水情况影响自发电量规模，而自发电量成本低于外购电成本。自发电量直接影响公司整体营业成本及毛利率。因此，若自发电水电站所在流域气候

条件出现重大变化，长期来水偏枯，将导致自发电量下降，并通过增加外购电量采购方式满足下游用户需求，导致公司整体盈利水平下降。

(2) 上述可能造成商誉减值的风险整体可控

售电量：标的公司下属乌江电力及聚龙电力为地区重要能源保障平台及区域内主要工业企业的唯一供电方，市场地位稳定。历史期内，伴随着地区工业经济的持续发展及用电量的增长，标的公司售电量稳步提升，预测期售电量不达预期的风险相对较小。

电价：联合能源 2018 年平均含税销售电价为 0.4798 元/千瓦时，低于重庆市国家电网（即重庆电力公司）平均售电价格及重庆市《关于贯彻落实降低企业用电成本的工作措施》（渝发改能源[2019]529 号）要求的“工业企业综合用电均价逐步降低至 0.6 元/千瓦时左右”，预测电价水平大幅下滑风险较小。

来水及自发电：预测期来水及自发电量采用各电站自联合调度以来多年的平均水平作为预测依据，所在流域气候条件出现重大变化的可能性较小，未来长期大幅低于预测电量的风险较小。

(五) 三峡集团对保障业绩实现给予充分支持

三峡集团就保障上市公司业绩出具了《中国长江三峡集团有限公司关于支持重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司未来发展的有关意见》，具体如下：

“配售电业务是中国三峡集团实施“两端延伸”发展的重要战略布局，基于对本次交易完成后上市公司盈利预测合理性的认可，为进一步确保上市公司未来业绩可实现、可持续，本集团明确了本次交易完成后的三峡水利为本集团以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，积极支持三峡水利后续发展。具体措施如下：

1、全力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、积极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,支持三峡水利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、本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。”

二、独立财务顾问核查意见

经核查,独立财务顾问认为:

经核查,独立财务顾问认为上市公司及其他中介机构已对并购重组委就本次交易提出的审核意见认真进行了核查分析,上市公司已对导致前次未通过并购重组委的事项进行了有效落实。

(以下无正文)

(本页无正文，为《中信证券股份有限公司关于<重庆三峡水利电力(集团)股份有限公司对导致前次未通过并购重组委事项的落实情况说明>的核查意见》之签章页)

财务顾问主办人：

王楠楠

王楠楠

冯新征

冯新征

赵欣欣

