（上接A11版）

（1）自股份发行结束之日起十二个月届满且本承诺人已履行相应2020年度全部标的公司业绩补偿承诺之日（以较晚发生的为准）起可转让不超过其持有的本次交易获得的股份的40%，并减去已用于业绩补偿的股份数。

（2）自股份上市日起二十四个月届满且本承诺人已履行相应2021年度全部标的公司业绩补偿承诺之日（以较晚发生的为准）起可转让累计不超过其持有的本次交易获得的股份的70%，并减去已用于业绩补偿的股份数。

（3）自股份上市日起三十六个月届满且本承诺人已履行完约定应承担的全部业绩补偿承诺之日（以较晚发生的为准）起可转让累计不超过其持有的本次交易获得的股份的100%，并减去已用于业绩补偿的股份数。

上述股份解锁需(A)自股份上市之日起至12个月届满及(B)其履行完毕上述补偿义务（如需）并实现分期解锁两项条件同时具备，如时间冲突，以较晚者为准。

3、渝物兴物流及周淋

渝物兴物流及周淋于2019年3月取得联合能源股权，若取得的该等标的公司股权时间与本承诺人通过本次交易取得的上市公司股份时间间隔不足12个月的，自本次发行股份上市之日起36个月届满之日及本承诺人履行完毕在《业绩承诺补偿协议》及《附生效条件的发行股份及支付现金购买资产协议、业绩承诺补偿协议之补充协议》项下的补偿义务（如需）并实现分期解锁之日前（以较晚者为准）不得转让。补偿义务分期解锁期间及解锁比例如下：

（1）自股份发行结束之日起十二个月届满且本承诺人已履行相应2020年度全部标的公司业绩补偿承诺之日（以较晚发生的为准）起可转让不超过其持有的本次交易获得的股份的40%，并减去已用于业绩补偿的股份数。

（2）自股份上市日起二十四个月届满且本承诺人已履行相应2021年度全部标的公司业绩补偿承诺之日（以较晚发生的为准）起可转让累计不超过其持有的本次交易获得的股份的70%，并减去已用于业绩补偿的股份数。

（3）自股份上市日起三十六个月届满且本承诺人已履行完约定应承担的全部业绩补偿承诺之日（以较晚发生的为准）起可转让累计不超过其持有的本次交易获得的股份的100%，并减去已用于业绩补偿的股份数。

上述股份解锁需(A)自股份上市之日起至36个月届满及(B)其履行完毕上述补偿义务（如需）并实现分期解锁两项条件同时具备，如时间冲突，以较晚者为准。

若渝物兴物流、周淋取得的标的公司股权时间与通过本次交易取得上市公司股份时间间隔超过12个月的，锁定期安排按照前述除长江电力、三峡电能、渝物兴物流及周淋之外交易对方的分期解锁条件实施。

本次重组结束后，上述全体交易对方基于本次认购而享有的上市公司派送红股、转增股本等股份，亦遵守相应限售期的约定。

若上述交易对方基于本次认购所取得股份的限售期承诺与证券监管机构的最新监管意见不相符，上述交易对方将根据相关证券监管机构的监管意见进行相应调整。上述限售期届满后，将按照中国证监会及上交所的有关规定执行。

（五）提供股东大会网络投票平台

根据中国证监会《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》等有关规定，在表决本次交易方案的股东大会中，已采用现场投票与网络投票相结合的表决方式，充分保护中小股东行使投票权的权益。

（六）业绩承诺补偿安排

本次交易拟采用双口径业绩承诺方式，保障上市公司股东利益，具体如下：

根据上市公司与交易对方签署的《业绩承诺补偿协议》和《购买资产协议、业绩承诺补偿协议之补充协议》，如果本次交易在2020年完施完毕，利润补偿期间为2020年、2021年、2022年。交易对方确认，2020年度、2021年度和2022年度经审计的联合能源收益法评估部分净利润合计数分别不低于人民币42,210万元、44,030万元和46,640万元。

上述承诺金额为联合能源收益法评估部分【即联合能源母公司（不包括评估基准日联合能源现有子公司未来利润分配部分）、聚龙电力合并、乌江实业母公司（不包括评估基准日乌江实业现有子公司未来利润分配部分）、乌江电力合并及武陵矿业持有的李家湾矿业权相应权益】，在利润补偿期间各年度预测实现的扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者的净利润汇总合计额并相应取整后金额。由于上述净利润为各标的公司母公司、子公司及矿业权单体报表数据口径，未考虑本次交易中标的资产按本次交易评估值进行公允价值分摊后未来在上市公司合并范围内的折旧、摊销调整，因此上述业绩承诺实现金额预计高于未来上市公司按照合并报表口径审计核算的相应净利润金额。

为消除上述因素对合并报表净利润金额的影响，便于公众投资者理解，强化业绩承诺力度，上市公司与交易对方签署《业绩承诺补偿协议补充协议》，业绩承诺拟在保留原《业绩承诺补偿协议》及《购买资产协议、业绩承诺补偿协议之补充协议》业绩承诺金额及方法的基础上，增加联合能源合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润的业绩承诺补充口径，该补充口径下的业绩承诺金额按照联合能源收益法评估资产在业绩承诺期间的盈利预测合计数扣减联合能源合并报表因2018年2月28日收购乌江实业、聚龙电力和渝新通达股权每年产生的公允价值分摊金额（可辨认净资产公允价值较账面净资产增值所对应的每年应折旧摊销金额）取整确定，该补充口径下的业绩承诺实现金额按照各业绩承诺期联合能源合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润金额核算。即业绩承诺采用双口径：

口径一（保留口径）：2020年度、2021年度和2022年度经审计的联合能源收益法评估部分净利润合计数分别不低于人民币42,210万元、44,030万元和46,640万元。该等净利润指经甲方聘请的会计师事务所审计的联合能源收益法评估部分扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的汇总合计净利润。与前述口径一致。

口径二（补充口径）：2020年度、2021年度和2022年度经审计的联合能源合并报表净利润金额分别不低于人民币37,830万元、39,700万元和42,310万元。该等净利润指经甲方聘请的会计师事务所审计的联合能源合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润。

各业绩承诺期末，专项审计同时按照上述两个口径复核业绩实现情况，任一口径业绩实现情况触发相应业绩承诺补偿条件的，交易对方均应按照上述两个口径下所触发的当期业绩补偿最大值进行业绩补偿。

具体补偿方式及安排详见报告书"第七章 本次交易主要合同"之"二、业绩承诺补偿协议"与"七、业绩承诺补偿协议补充协议"。

（七）确保资产定价公允、公平、合理

上市公司为本次交易聘请的评估机构是具备证券业务资格的专业评估机构，除业务关系外，与上市公司及本次交易的其他交易主体无其他关联关系，亦不存在现实的及预期的利益或冲突，具有独立性，且选聘程序符合法律及《公司章程》的规定。本次交易相关评估报告的假设前提能按照国家有关法规和规定执行，遵循了市场通用的惯例或准则，符合评估对象的实际情况，评估假设前提具有合理性。评估机构实际评估的资产范围与委托评估的资产范围一致；评估机构在评估过程中实施了相应的评估程序，遵循了独立性、客观性、科学性、公正性等原则，运用了合规且符合评估目的及委托评估资产实际情况的评估方法，选用的参照数据、资料可靠；资产评估价值公允、准确，评估结论合理。

（八）本次重组摊薄即期回报情况及相关填补措施

根据上市公司2018年度和2019年1-9月财务报表以及大华会计师事务所出具的2018年度和2019年1-9月备考审阅报告，本次交易不存在导致上市公司即期回报被摊薄的情形。

（九）三峡集团出具支持意见以进一步保障上市公司未来业绩

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试点平台，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。"

（十）其他保护投资者权益的措施

本次重组交易对方承诺，保证所提供的信息真实、准确、完整，不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏；如因提供的信息存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给上市公司或者投资者造成损失的，将依法承担赔偿责任。

上市公司提醒投资者到指定网站（www.sse.com.cn）浏览本报告书的全文及中介机构出具的意见。

十四、本次重组方案不构成重大调整

（一）重组方案调整的具体情况

在补充披露方面，从评估预测核心参数的合理性、实际经营业绩情况、自发电量情况及增量用电需求等情况，进一步补充披露了盈利预测可实现性及保障措施。从商誉的形成原因、估值的合理性等角度，进一步补充披露了商誉的合理性，并丰富了减值风险分析的披露内容。

在强化保障措施方面，调整优化了业绩承诺方案，增加了联合能源合并口径的业绩承诺。同时，三峡集团对保障上市公司业绩实现出具了支持意见。上市公司从前述方面进一步论证了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。

上市公司本次继续推进的重组方案与上市公司2019年第一次临时股东大会审议通过的重组方案相比，作出以下调整：

项目	调整前	调整后	调整内容/幅度
补充信息披露			
盈利预测的可实现性	–	结合评估预测核心参数的合理性、实际经营业绩情况，自发电量情况及增量用电需求等情况，进行了补充披露	补充披露
商誉合理性及减值风险	–	从商誉的形成原因、估值的合理性等角度进一步分析商誉的合理性，并对商誉减值风险进行补充披露	补充披露
保障措施			
强化业绩承诺安排	2020年度、2021年度和2022年度经审计的联合能源收益法评估部分净利润合计数分别不低于人民币42,210万元、44,030万元和46,640万元。	保留原业绩承诺的基础上，增加以下内容：2020年度、2021年度和2022年度经审计的联合能源合并报表净利润金额分别不低于人民币37,830万元、39,700万元和42,310万元。各业绩承诺期末，专项审计同时按照上述两个口径复核业绩实现情况，任一口径业绩实现情况触发相应业绩承诺补偿条件的，交易对方均应按照上述两个口径下所触发的当期业绩补偿最大值进行业绩补偿。	增强业绩承诺力度，增加了合并口径的业绩承诺方式，便于公众投资者理解联合能源的实际盈利能力，以联合能源合并口径扣非归母净利润核算业绩实现情况，则相当于联合能源全部资产均承担业绩承诺，而非仅收益法评估资产承担业绩承诺
股东保障	–	补充三峡集团对保障业绩实现给予充分支持的措施	三峡集团出具了支持意见，明确上市公司为三峡集团以配售电为主业的唯一上市平台，并通过积极推动"三峡电"入渝，支持上市公司参与长江大保护相关项目等多方面方式，保障标的公司的业绩实现。
方案要素			
交易对象	联合能源交易对方：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、杨军、刘长美、周淋、谭明东、鲁争鸣、三盛刀锯、吴正伟、倪守祥、颜中述；长兴电力交易对方：三峡电能、两江集团、聚恒能源、中涪南热电	联合能源交易对方：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；长兴电力交易对方：三峡电能、两江集团、聚恒能源、中涪南热电	杨军不再参与交易
交易标的	联合能源88.55%股权，长兴电力100%股权	联合能源88.41%股权，长兴电力100%股权	杨军持有的联合能源0.14189%股权不再参与交易
审计基准日	2019年6月30日	2019年9月30日	–
评估基准日	2018年12月31日	2018年12月31日	以2019年6月30日为基准日，对本次交易标的资产进行了加期评估，交易作价不变
标的资产作价	联合能源88.55%股权的交易作价确认为552,493.17万元，长兴电力100%股权的交易作价确认为101,899.68万元，本次重组标的资产的整体作价合计为654,392.85万元	联合能源88.41%股权的交易作价确认为551,607.92万元，长兴电力100%股权的交易作价确认为101,899.68万元，本次重组标的资产的整体作价合计为653,507.60万元	标的资产整体作价减少0.14%
支付对价发行的股份数量	844,169,175	843,028,123	发行数量减少0.14%
募集配套资金金额和发行股份数量	募集资金总额不超过50,000.00万元	募集资金总额不超过50,000.00万元	无调整

（二）本次重组方案的调整不构成重大调整

根据证监会于2015年9月18日公布的《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》第六条：

"股东大会作出重大资产重组的决议后，根据《上市公司重大资产重组管理办法》第二十八条规定，对于如何认定是否构成对重组方案的重大调整问题，明确审核要求如下：

（一）关于交易对象

1、拟增加交易对象的，应当视为构成对重组方案重大调整。

2、拟减少交易对象的，如交易各方同意将该交易对象及其持有的标的资产份额剔除出重组方案，且剔除相关标的资产后按照下述第2条的规定不构成重组方案重大调整的，可以视为不构成重组方案重大调整。

3、拟调整交易对象所持标的资产份额的，如交易各方同意交易对象之间转让标的资产份额，且转让份额不超过交易作价20%的，可以视为不构成重组方案重大调整。

（二）关于交易标的

拟对标的资产进行变更，如同时满足以下条件，可以视为不构成重组方案重大调整。

1、拟增加或减少的交易标的的交易作价、资产总额、资产净额及营业收入占原标的资产相应指标总量的比例均不超过20%；

2、变更标的资产对交易标的的生产经营不构成实质性影响，包括不影响标的资产及业务完整性等。

（三）关于配套募集资金

1、调减或取消配套募集资金不构成重组方案的重大调整。重组委会议可以审议通过申请人的重组方案，但要求申请人调减或取消配套募集资金。

2、新增配套募集资金，应当视为构成重组方案重大调整。

本次重组的交易方案调整仅涉及交易对象的减少，且该交易对象所持标的资产对应的交易作价、资产总额、资产净额及营业收入占原标的资产相应指标总量的比例均不超过20%，该调整对交易标的的生产经营不构成实质性影响。本次重组交易方案的调整不涉及配套募集资金的情况。"

根据上述规定，本次交易方案的调整不构成重大调整。

（三）与本次重组方案调整有关的程序

综上所述，本次交易方案不构成重大调整，无需召开股东大会重新审议。

2019年10月18日，公司召开2019年第一次临时股东大会，审议通过了《关于提请股东大会授权董事会办理本次发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易相关事宜的议案》。根据该议案，股东大会授权董事会全权办理的范围包括：

"1. 根据法律法规、规范性文件的规定及股东大会决议，制定、实施本次交易的具体方案，包括但不限于根据具体情况确定或调整相关资产价格、发行时机、发行数量、发行价格等事项；

2. 根据中国证监会的批准情况和市场情况，按照股东大会审议通过的方案，全权负责办理和决定本次交易的具体相关事宜；

3. 应审批部门的要求或根据监管部门出台的新的相关规定对本次交易方案进行相应调整；

4. 授权董事会办理本次重组的申报事宜，包括但不限于根据监管部门的要求，制作、修改、签署、补充、递交、呈报、执行和公告本次重组的相关申报文件及其他法律文件。授权董事会签署、修改、补充、递交、呈报、执行与本次重组有关的各项文件和协议（包括与本次重组相关方签署补充协议或其他相关法律文件）；

5. 在股东大会决议有效期内，若审批部门、监管部门政策要求或市场条件发生变化，授权董事会根据新的政策规定和证券市场的实际情况，在股东大会决议范围内对本次交易的具体方案作出相应调整；

6. 本次交易完成后，修改公司章程的相关条款，办理相关工商变更登记手续；

7. 本次交易完成后，办理本次交易所发行的股票在证券登记结算机构登记和在证券交易所上市事宜；

8. 在法律、法规、有关规范性文件及《公司章程》允许范围内，办理与本次交易有关的其他事宜。

上述授权自公司股东大会审议通过之日起12个月内有效。如果公司于该有效期内取得中国证监会对本次交易的核准文件，则上述授权的有效期自动延长至本次交易实施完成日。"

根据上述股东大会授权，2020年3月6日，上市公司第九届董事会第十二次会议、第九届监事会第十一次会议审议通过了经调整后的本次交易方案。

十五、对导致前次未通过并购重组委事项的落实情况说明

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。"会后上市公司认真总结分析并购重组委相关意见，进一步补充说明了盈利预测可实现性及保障措施、商誉的合理性及减值风险分析，调整优化了业绩对赌方案，同时三峡集团对保障上市公司业绩实现出具了支持意见，上市公司从前述方面进一步论证了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。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	19.01	（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	59.27	（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	57.88	（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	22.34	（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自发水电；（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

注：1、售电规模为2019年全年数据，其中长兴电力、聚龙电力及乌江实业为经营报表口径；2、长兴电力数据为经纪售电量及增量配网供电量之和，其以经纪售电量为主

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和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，促进地区经济健康发展；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和投入，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197.14亿元，归属于母公司股东的净资产由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、以上数据均为扣非口径。

（4）三峡水利作为三峡集团以配售电为主业的唯一上市平台，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以配售电为主业的唯一上市平台，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的业绩承诺，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，全体交易对方均应按照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）历史期与盈利盈测主要指标对比

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	0.4828
联合能源电力板块扣非后归母净利润（考虑合并报表公允价值分摊调整的影响，亿元）	2.65	2.53	2.79
剔除偶发性因素联合能源电力板块扣非后归母净利润（考虑合并报表公允价值分摊调整的影响，亿元）注2	2.65	3.07	3.53

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
联合能源电力板块扣非后归母净利润（亿元）	4.03	4.12	4.39
其中：乌江电力及聚龙电力扣非后归母净利润合计数（亿元）	4.33	4.38	4.61
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归母净利润（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：联合能源电力板块扣非后净利润预测数为评估报告中电力板块预测数据和母公司管理费用预测合计

上述盈利预测，是根据联合能源以2018年12月31日为基准日的收益法评估预测经营情况做出的。

（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5,446.59万元的坏账准备。

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%
西水河	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，预计影响净利润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11.03%，而根据剔除偶发因素影响后即盈利预测2019年至2022年联合能源电力板块净利润年平均增长率为3.91%。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自发电量、外购电量和度电利润。由于两者自发电量占比、客户基数、售电规模等不同，乌江电力和聚龙电力盈利的驱动因素有一定差异。

为便于投资者理解的资产盈利能力，管理层从经营和产业角度按照度电净利和售电规模对标的资产电力板块2020年盈利预测的可实现性进行了分析和验证，具体如下：

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 电量(亿千瓦时)	乌江电力 度电净利(元/千瓦时)	乌江电力 净利润(亿元)	聚龙电力 电量(亿千瓦时)	聚龙电力 度电净利(元/千瓦时)	聚龙电力 净利润(亿元)	合计(亿元)
自发电	13.02	0.13	1.69	3.48	0.14	0.49	2.18
外购电	16.62	0.03	0.50	72.44	0.024	1.74	2.24
合计	29.64	–	2.19	75.92	–	2.23	4.42

（1）联合能源电力板块2020年可实现净利润结构分析的依据和合理性

联合能源的电力板块2020年可实现净利润主要是基于自发电和外购电的售电量，及其各自对应的度电净利计算得到。

自发电量和外购电量与本次加期评估的预测数据是一致的，其中自发电量的取值依据是水电站所属流域近10年剔除极值的发电利用小时数中位数对应的发电量，外购电量的取值依据是经核实确认的下游用户用电需求量减去自发电量的数量。详见本报告书"第六章 标的资产评估情况"之"四、董事会对标的资产评估合理性以及定价公允性的分析"之"（十三）乌江电力及聚龙电力2019年度发电量、售电量实现情况，及预测期发电量、售电量的可实现性和保障业绩完成的措施和可行性"。

在预测公司2020年盈利能力时，管理层对度电净利的取值依据是乌江电力和聚龙电力2017至2019年自发电和外购电的度电净利平均值，且在计算历史年度度电净利时剔除了资产减值损失、营业外收入、营业外支出等非经常性偶发性因素后所得，使用2017-2019年度电净利的均值，可以充分均衡售电价差和期间费用的年间波动影响，使得预测结果具有合理性。

①度电净利的取数依据及可实现性

预测2020年乌江电力和聚龙电力可实现净利润时使用的度电净利数据如下：

单位：元/千瓦时

电源结构		乌江电力	聚龙电力
自发电		0.13	0.14
外购电	存量	0.03	0.024
	增量		

度电净利数据系乌江电力和聚龙电力2017至2019年自发电和外购电的度电净利平均值，且在计算历史年度度电利润时剔除了资产减值损失、营业外收入、营业外支出等非经常性的偶发性因素。

度电净利的关键影响因素主要是公司电力售电价差、资产经营发生的期间费用。在预测公司2020年盈利能力时，使用2017-2019年度电净利的均值，可以充分均衡售电价差和期间费用的年间波动影响，使得预测结果是合理的。

从行业角度看，影响度电净利的售电价差未来将保持稳定，并有上升可能。一方面，鉴于乌江电力和聚龙电力的销售电价采用市场化机制，目前的售电价格在重庆地区具有较强竞争力，预计未来售电价格稳定性较高；另一方面随着电力市场改革推进，乌江电力和聚龙电力未来可以获取低于目前外购电价的电源，购电价格存在下行空间。同时，鉴于电站和电网资产固定成本相对稳定的资产特性，在2020年乌江电力和聚龙电力售电总量增加的情况下，将有适当摊薄乌江电力和聚龙电力售电的单位成本，度电净利亦可有所提升。综上，使用2017-2019年度电净利的均值预测的度电净利具有较高的可实现性。

②预测度电净利与同行业上市公司对比情况及合理性

A、预测自发电度电净利与水电行业上市公司对比情况及合理性

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，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。由于自发电度电成本较低，对应的度电净利较高，因此自发电将保障优先上网消纳。

以水电为主的可比上市公司2017-2019年的度电净利数据如下：

	上网电量（亿千瓦时）2019年	上网电量 2018年	上网电量 2017年	净利润（亿元）2019年	净利润 2018年	净利润 2017年	度电净利（元/千瓦时）2019年	度电净利 2018年	度电净利 2017年
长江电力	–	2,142.00	2,096.68	–	226.44	222.75	–	0.11	0.11
桂冠电力	–	408.06	366.18	–	27.11	28.05	–	0.07	0.08
可比公司均值	–	–	–	–	–	–	–	0.09	0.09

注1：可比公司2019年度数据尚未披露。

注2：计算度电净利时，上网电量需剔除少量线损电量的影响。

乌江电力和聚龙电力自发电的度电净利分别为0.13元和0.14元，略高于上表中以水电为主的长江电力和桂冠电力。度电净利的主要差异原因系乌江电力和聚龙电力作为发配售电一体化公司，其自发电量直接面向终端电力用户，较长江电力、桂冠电力等水电行业上市公司可获取较高的销售电价，因此对应的度电净利略高是合理的。

B、预测外购电度电净利与配售电行业上市公司对比情况及合理性

在自发电无法满足用户电力需求的情况下，乌江电力和聚龙电力将通过向国家电网或南方电网等外购电量满足用用电需求。外购电量的度电净利决定于向国家电网或南方电网电力采购价与向用户售电价的售电价差，因此外购电的度电净利低于自发电量。

为提高乌江电力、聚龙电力外购电度电净利与可比公司综合度电净利的可比性，选取了电力业务收入占比较高且外购电占售电量比重较高的地方区域性发电、输配电可比公司。

地方区域性发电、输配电可比上市公司2017-2019年的度电净利数据如下：

	2018年电力业务收入占比	2018年外购电占售电量比重	售电量（亿千瓦时）2019年	售电量 2018年	售电量 2017年	净利润（亿元）2019年	净利润 2018年	净利润 2017年	度电净利（元/千瓦时）2019年	度电净利 2018年	度电净利 2017年
文山电力	98.81%	88.14%	–	57.16	52.51	–	2.96	1.57	–	0.05	0.03
明星电力	82.12%	88.67%	–	59.83	55.03	–	0.96	0.99	–	0.02	0.02
岷江水电（更名国网信通）	99.95%	77.22%	–	37.35	27.71	–	1.02	0.78	–	0.03	0.03
均值	–	–	–	–	–	–	–	–	–	0.03	0.03

注1：上述可比公司2019年度数据尚未披露。

乌江电力和聚龙电力外购电的度电净利分别为0.03元和0.024元，可比上市公司文山电力、明星电力和岷江水电（更名国网信通）的度电净利与乌江电力、聚龙电力的外购电度电净利基本一致。因此，与上述可比公司的综合度电净利相比，乌江电力、聚龙电力外购电较低的度电净利具有合理性。

综上所述，依据上述合理取值的自发电量和外购电量，以及自发电和外购电的度电净利，进而测算出联合能源电力板块2020年净利润为4.42亿元，具有合理性。

（2）可实现净利润结构分析预测的净利润较评估角度盈利预测差异0.09亿元的原因分析

管理层按照度电净利和售电规模的路径方式进行2020年可实现利润的结构分析，系为便于投资者理解的资产盈利能力，从经营和产业角度对标的资产电力板块的盈利能力进行分析预测和验证。按照度电净利和售电规模预测，联合能源电力板块2020年预计可实现净利润4.42亿元，验证了2018年年末评估的预计2020年可实现净利润4.33亿元的合理性，净利润预测的差异主要是在预测方法和路径上存在差别带来的度电净利数据不同所致。

具体而言，评估角度的盈利预测结果，是将联合能源电力板块各法人单位的盈利预测单体报表净利润加总得到。而度电净利角度的盈利预测结果，是基于联合能源整体电力板块2017-2019年度电净利的平均值，并结合经评估师和独立财务顾问核实确认的预测售电量测算得出。因此，从评估角度和按度电净利角度的盈利预测在预测方法和路径上存在一定差别，使得盈利预测结果相差0.09亿元，差异率约2.08%，该等差异属于合理区间。

总体来看，本次加期评估时虽将联合能源电力板块的预测售电量由前次评估的111.23亿千瓦时调整为105.56亿千瓦时。从经营角度按照历史平均的度电净利和经核实确认的105.56亿千瓦时售电量进行利润预测，联合能源电力板块2020年净利润4.42亿元是合理的，与评估口径的预测利润数据存在因预测方法和路径不同带来的度电净利差异，其差异金额较小，属于合理区间。

（3）联合能源电力板块2020年可实现净利润的结构分析与盈利预测的逻辑关系

联合能源电力板块的盈利预测情况是基于截至前次评估基准日2018年12月31日，联合能源电力板块的历史经营数据、客户用电需求、盈利能力情况等对公司2020年的发电量、售电量数据进行的预测，进而得出乌江电力和聚龙电力扣非后净利润为4.33亿元。

联合能源电力板块的可实现净利润的结构分析是为便于投资者理解的标的资产盈利能力，管理层从经营和产业角度按照度电净利和售电规模的路径方式对标的资产电力板块的盈利能力进行分析预测和验证。其中售电规模基于加期评估的基准日2019年6月30日的预测售电量数据并已经核实确认，度电净利系基于联合能源电力板块2017年至2019年平均度电净利。

因此联合能源电力板块2020年预计可实现净利润4.42亿元，系对2018年年末评估预测的扣非后净利润4.33亿元的补充验证。

（4）乌江电力2020年盈利预测可实现性

基于管理层角度的联合能源电力板块2020年可实现净利润的结构分析，乌江电力2020年盈利预测的可实现性分析如下：

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。根据评估机构本次加期评估采用乌江电力下属水电站各流域自联合调度以来多年来水量均值测算，预计2020年可实现的自发电上网电量为13.02亿千瓦时，自发电均通过网内自有电网实现消纳。根据报告期财务数据测算，自发电自2017年至2019年的度电平均净利润为0.13元/千瓦时（不考虑减值及坏账因素），自发电量可实现净利润1.69亿元。

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25日24时
	统计天数（天）	56	56
1、自发电量	–	8,781.17	17,181.79

②外购电量是2020年预测净利润的有力支持

根据现有用户恢复生产、产能扩张等带来的用电需求变动的预测，乌江电力2020年预计售电量为29.64亿千瓦时，其中自发电可供应13.02亿千瓦时，尚需外购电量16.62亿千瓦时。

乌江电力2020年预计售电量较2019年新增7.72亿千瓦时，主要来自于酉阳湘龙硅业、三润矿业、武陵锰业、三磊玻纤、嘉源电解锰等客户，前述客户因新增产能或产量恢复增加用电需求。该用电需求是评估机构根据现有用户的用电需求情况进行预测，并履行了相应的核实程序，取得了相应的支持材料。该新增用电需求由乌江电力通过向国家电网、南方电网等采购电量进行供应，其预测具有谨慎性、合理性。

因此，按照乌江电力外购售电量2017年至2019年的度电平均净利润0.03元/千瓦时测算，乌江电力2020年销售外购电量可实现净利润0.50亿元。

③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（天）	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	

（5）聚龙电力2020年盈利预测可实现性

基于管理层角度的联合能源电力板块2020年可实现净利润的结构分析，聚龙电力2020年盈利预测的可实现性分析如下：

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年可实现的自发电为3.48亿千瓦时，自发电2017年至2019年的度电平均净利润为0.14元/千瓦时，据此测算自发电量可实现净利润0.49亿元。

②外购电量基数较大，可有效保障2020年可实现净利润

根据现有用户恢复生产、产能扩张等带来的用电需求变动的预测，聚龙电力2020年预计售电量为75.92亿千瓦时，其中自发电可供应3.48亿千瓦时，尚需外购电量72.44亿千瓦时，外购电量基数大，外购电销售是聚龙电力主要盈利来源。

聚龙电力2020年预计售电量较2019年新增18.04亿千瓦时，主要来自于赛特钢玉、国丰实业、大朗冶金、天原化工、华峰氨纶等客户及中涪南热电厂电力销售。

因此，按照聚龙电力销售外购电2017年至2019年的度电平均净利润0.024元/千瓦时测算，2020年销售72.44亿千瓦时的外购电可实现净利润1.74亿元。

③疫情对2020年业绩实现影响相对有限，截至目前售电规模已远超去年同期水平

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。

经营报表统计时间段	1月1日零时至1月31日24时	2月1日零时至2月28日24时	1月1日零时至1月31日24时	2月1日零时至2月29日24时
统计天数	31	28	31	29
售电量（万千瓦时）	33,031.00	39,437.00	55,494.47	57,506.52
小计（万千瓦时）	72,468.00		113,000.99	

（6）乌江电力、聚龙电力2020年1-2月售电量均高于去年同期售电量水平的合理性和可持续性，与所在行业整体水平的比较情况和差异分析。

①乌江电力2020年1-2月售电量及同比情况分析

A、售电范围及客户变化情况

乌江电力通过自有电网在重庆市黔江区、酉阳县、秀山县开展对工业用户的直供电业务，并通过联通湖南地区的输变电线路与湖南省内供电企业开展售电业务。2020年1-2月，乌江电力在重庆市内的售电范围无明显变化，客户数量及规模相对稳定。与2019年1-2月相较，新增客户2家，减少1家。

B、客户用电及受疫情影响情况

乌江电力客户可按范围及性质分为重庆市外电网类客户及重庆市内直供客户。其中重庆市外电网类客户主要为湖南地区的供电企业，重庆市内直供客户主要为分布在工业硅、锰业、铁合金、水泥等行业。2020年1-2月及2019年1-2月，乌江电力对各类客户的售电量情况如下：

类别	2020年1-2月	2019年1-2月	增减额	同比
重庆市外电网类客户	10,160.70	4,671.18	5,489.52	117.52%
重庆市内直供客户	19,531.23	24,308.24	-4,777.01	-19.65%
其中：工业硅客户	10,536.62	6,295.32	4,241.31	67.37%
锰业客户	2,568.37	8,259.24	-5,690.87	-68.90%
水泥客户	1,877.36	2,738.58	-861.22	-31.45%
其他客户	4,548.87	7,015.10	-2,466.23	-35.16%
合计	29,691.93	28,979.41	712.52	2.46%

a、重庆市外电网类客户需求上升，推动乌江电力整体售电量超过去年同期水平

2020年1-2月，受益于自发电上网电量增长及客户需求上升，乌江电力增加了对重庆市外电网类客户的销售电量，同比增加售电量5,489.52万千瓦时。其中向客户花垣县供电有限责任公司系地方电网企业（用电客户含工业及民用），其2020年1-2月新增售电量3,631.13万千瓦时，系乌江电力与其于2019年底达成全面战略合作协议，其在2020年进一步加大了对乌江电力的电力采购量。

b、重庆市内直供客户整体售电量同比下降19.65%，不同行业受疫情影响程度不一

重庆市内直供客户方面，受疫情影响，整体售电量同比下降19.65%，但不同行业客户受影响程度有所区别，具体情况如下：

在工业硅行业，主要客户在2020年1-2月均保持生产状态，推动其用电量较去年同期累计增长4,241.31万千瓦时，其中客户重庆腾泰矿业有限公司增长3,028.34万千瓦时，客户秀山龙洋硅业有限公司增长581.16千瓦时（同比增长45.5%）。

在锰产业，受疫情发酵导致原材料、产品运输不畅、用工短缺，及部分工厂开展技改检修等因素影响，主要客户在2020年1-2月生产相对受限，整体用电量为2,568.37万千瓦时，较去年同期下降5,690.87万千瓦（同比下降68.90%），其中重庆市秀山三润矿业有限公司因生产线开工不足导致用电量下降1,625.91万千瓦时（同比下降61.3%），重庆市三角滩锰业有限公司因停产开展技改检修导致用电量下降1,329.30万千瓦时。

在水泥行业，2020年1-2月整体售电量为1,877.36万千瓦时，较去年同期下降861.22万千瓦时，主要系客户弘龙水泥受疫情影响较大、用电量下降760.29万千瓦时，西南水泥等其他水泥行业客户则受影响较小。

②聚龙电力2020年1-2月售电量及同比情况分析

A、供电范围及用户变化情况

与去年同期相比，聚龙电力2020年1-2月供电范围未发生大的变化，主要用户变化情况为中涪南热电于2019年9月投运，以及华峰化工、华峰氨纶和国丰铝业等用户于2019年进行了产能的扩充。

B、客户用电及受疫情影响情况

与去年同期相比，聚龙电力2020年1-2月售电量增长40,533万千瓦时，增长率为55.93%，主要增长原因是2019年9月中涪南热电投运和旗能电铝1月自备机组检修带来的电量增加，共计38,287万千瓦时。另外，华峰化工、华峰氨纶和国丰铝业等客户因2019年的产能扩充等原因，用电量有所增加。对其他客户而言，虽大部分客户未出现停工停产情况，但部分客户仍受疫情影响产量和用电量有所下降。客户用电同比具体情况如下表所示：

单位：万千瓦时

客户	2019年1-2月	2020年1-2月	同比增长	差异原因
重庆川东电力集团有限责任公司	3,155	30,168	856.20%	聚龙电力供区范围内的发电机组中涪南热电厂投产后的电量通过聚龙电力销售给重庆川东电力。中涪南热电去年同期尚未投运，今年1-2月未受疫情影响
涪陵能源	0	8,119	–	聚龙电力将电力销售给涪陵能源，由涪陵能源转供给电力用户旗能电铝。今年增量为旗能电铝1月机组检修带来的下网电量，去年无此因素
华峰化工及华峰氨纶	2,156	6,845	217.49%	华峰化工4期装置和华峰氨纶3期第一阶段装置去年同期未投运生产
国丰铝业	14,473	17,200	18.84%	较去年同期增加了3台电解槽
天原化工	6,196	8,843	42.72%	去年2月份进行了一周的全停大修，今年受疫情影响大修推迟
其他客户汇总	46,488	41,826	-10.03%	虽大部分客户未出现停工停产情况，但部分客户仍受疫情影响产量和用电量有所下降
全网	72,468	113,001	55.93%	主要原因系2019年9月中涪南热电投运和旗能电铝1月机组检修带来的电量增加

③售电量高于去年同期的合理性及可持续性分析

A、与所在行业的对比分析

a、全国2020年1-2月用电量及工业增加值情况

根据中国电力企业联合会发布的2020年1-2月份电力工业运行简况，2020年1-2月份，全国全社会用电量10,203亿千瓦时，同比下降7.77%，其中全国工业用电量5,963亿千瓦时，同比下降11.4%；制造业用电量4,606亿千瓦时，同比下降10.5%。

分行业看，2020年1-2月份，化学原料制品、非金属矿物制品、黑色金属冶炼和有色金属冶炼四大高载能行业用电量合计2,753亿千瓦时，同比下降5.8%；建材行业用电量358亿千瓦时，同比下降18.4%；黑色金属冶炼行业用电量824亿千瓦时，同比下降2.7%；有色金属冶炼行业918亿千瓦时，同比下降1.2%。上述工业用电量、制造业用电量和高载能行业用电量数据不包括湖北省。

根据国家统计局发布的数据，2020年1-2月份，全国规模以上工业增加值同比实际下降13.5%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。分三大门类看，1-2月份，采矿业增加值同比下降6.5%，制造业下降15.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业下降7.1%。

分行业看，1-2月份，41个大类行业中有2个行业增加值保持同比增长，分别是石油和天然气开采业增长2.1%，烟草制品业增长6.9%。39个行业增加值下降，其中，农副食品加工业下降16.0%，纺织业下降27.2%，化学原料和化学制品制造业下降12.3%，非金属矿物制品业下降21.1%，黑色金属冶炼和压延加工业下降2.0%，有色金属冶炼和压延加工业下降8.5%，通用设备制造业下降28.2%，专用设备制造业下降24.4%，汽车制造业下降31.8%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业下降28.2%，电气机械和器材制造业下降24.7%，计算机、通信和其他电子设备制造业下降13.8%，电力、热力生产和供应业下降7.3%。

b、重庆市2020年1-2月用电量及工业增加值情况

而乌江电力直供电范围所在的重庆市，2020年1-2月，全社会用电量160亿千瓦时，同比下降7.85%，降幅略高于全国平均水平。

从重庆市规模以上工业增加值情况看，2020年1-2月，分门类看，采矿业增加值同比下降10.4%，制造业下降26.3%，电力、热力、燃气及水生产和供应业下降5.8%。

分行业看，1-2月，39个大类行业中有37个行业增加值同比下降。支柱产业中，汽车产业下降39.6%，摩托车产业下降38.5%，电子产业下降22.9%，装备产业下降28.1%，医药产业下降14.7%，材料产业下降22.6%，消费品产业下降20.9%，能源工业下降5.5%。

分产品产量看，钢材下降13.5%，铝材下降18.3%，水泥下降37.5%。

c、乌江电力售电量与全国及重庆市相关行业情况比较

乌江电力的直供电客户中，以电解锰、水泥等工业、制造业、建材行业等上下游用户为主，主要位于重庆市东南部地区、毗邻湖北恩施，受疫情爆发导致用工紧张、交通中断等因素影响较大。剔除重庆市外电网用户后，乌江电力其余用户2020年1-2月累计售电量较2019年同比下降19.65%，降幅略大于全国工业及制造业用电量下降水平，与建材行业用电量下降水平基本匹配，降幅低于重庆市制造业工业增加值下降水平。其中水泥客户用电量下降幅度与重庆市水泥产品产量下降幅度基本一致。

d、聚龙电力售电量与全国及重庆市相关行业情况比较

根据聚龙电力具体客户用电同比情况，聚龙电力2020年1-2月售电量高于去年同期的主要原因是中涪南热电投产和旗能电铝自备机组检修等原因带来的用电量增加，共计38,287万千瓦时，除去上述因素后，聚龙电力售电量同比去年增长3.10%，基本稳定。

存量客户中，化工、黑色金属冶炼和有色金属冶炼行业等高载能行业客户占比较高。华峰化工、华峰氨纶和国丰铝业等客户也存在产能扩充等因素，使2020年1-2月产能高于去年同期，因此带来了部分用电增量。2020年1-2月售电量剔除新增用户、产能扩充、检修等因素后，其余用户累计售电量较2019年同比下降10.03%，与全国1-2月制造业用电量同比下降10.5%的水平基本匹配。

B、合理性及可持续性分析

a、乌江电力

2020年1-2月，受疫情影响，乌江电力对重庆市内客户的累计售电量较2019年同比下降19.65%。得益于乌江电力电网强大的辐射能力及在湘西地区的长期经营，重庆市外电网客户成为乌江电力除重庆市内客户之外的有益补充。2020年1-2月，乌江电力对重庆市外电网类客户的销售电量同比增加5,489.52万千瓦时，同比增长117.52%。因此，综合考虑其向重庆市外电网用户售电量增长等因素后，整体售电量同比上升，具备合理性。

2020年2月，评估机构完成了以2019年6月30日为基准日的加期评估。在该加期评估中，评估机构综合考虑了疫情、用电企业设备故障、工程投建时间延期等暂时性或非正常因素影响，对主要客户开展了访谈、询证等核实程序，其预测售电量具有谨慎性和较高的可实现性。详见本报告书"第六章 标的资产评估情况"之"四、董事会对标的资产评估合理性以及定价公允性的分析"之"（十三）乌江电力及聚龙电力2019年发电量、售电量实现情况，及预测期发电量、售电量的可实现性和保障业绩完成的措施和可行性"。根据加期评估结果，乌江电力2020年预计可实现售电量29.64亿千瓦时，较2019年实际完成售电量22.34亿千瓦时增长7.30亿千瓦时。

随着疫情逐步得到有效控制，乌江电力主要客户积极开展复工复产。据统计，截至2020年3月25日，乌江电力3月实现售电量15,212.54万千瓦时，较去年同期增长541.89万千瓦时，保持同比增长态势；重庆市外电网客户及重庆市内直供电客户均实现同比增长，特别是重庆市内直供电客户用电量扭转了2020年1-2月的下降趋势，显示复工复产情况良好。2020年1-3月，乌江电力累计实现售电量44,904.47万千瓦时，较去年同期增长1,254.40万千瓦时。具体情况如下：

单位：万千瓦时

项目	2020年	2019年	增减额	同比
3月售电量	15,212.54	14,670.65	541.89	3.69%
其中：重庆市外电网客户	3,629.01	3,275.36	353.65	10.80%
重庆市内直供电客户	11,583.53	11,395.29	188.24	1.65%
1-3月累计	44,904.47	43,650.07	1,254.40	2.87%

注：3月电量数据统计截至3月25日。

因此，伴随着客户按计划如期推动年内增产计划，预计乌江电力实现售电量较去年同比增长具有可持续性，并完成2020年售电量目标具有可行性。

b、聚龙电力

如前述分析，聚龙电力2020年1-2月售电量增长主要来源于新增客户和产能扩充等因素，其他存量客户售电量受疫情影响同比出现下降，但下降量低于前述增增长量，整体售电量实现同比增长具备合理性。

根据加期评估结果，聚龙电力2020年预计可实现售电量75.92亿千瓦时，较2019年实际完成售电量57.88亿千瓦时增长18.04亿千瓦时。目前，随着疫情逐步得到有效控制，聚龙电力主要客户生产及用电情况进一步好转。据统计，聚龙电力2020年3月售电量为68,461万千瓦时，同比增长81.95%，2020年1-3月，聚龙电力售电量情况如下：

单位：万千瓦时

项目	2020年	2019年	增减额	同比
3月售电量	68,461	37,626	30,835	81.95%
1-3月累计售电量	181,462	110,094	71,368	64.82%

因此，伴随着客户恢复正常生产，预计聚龙电力实现售电量较去年同比增长，并完成年度售电量目标具有较高的可行性及可持续性。

（7）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3.94%，整体影响有限。

（8）2021年和2022年盈利预测较2020年增长有限，具备可实现性

根据本次评估财务预测情况，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，上市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325,188.59万元。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
商誉占比	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上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：万元

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		573,647.83	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源，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306,238.07万元增加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评估值对应的静态市盈率为26.82倍，市净率为1.08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43.80倍，市净率2.47倍）和中位数（市盈率38.75倍，市净率2.06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1.38倍，低于可比上市公司的平均值（市净率2.47倍）和中位数（市净率2.06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）不考虑股权比例	增减值 考虑股权比例	主要增减值科目（万元）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
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、石堤、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、由重庆市及各区县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、高效的区域配电网络，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。2019年，面临来水偏枯的不利气候条件，根据大华会计师出具的《重庆长电联合能源有限责任公司业绩预测实现情况说明的审核报告》（大华核字[2020]002947号），联合能源收益法评估部分净利润合计数扣除非经常性损益及相应调整金额后金额为32,571.60万元，较本次交易的盈利预测净利润33,210.00万元的完成度为98.05%，完成度接近100%。

（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，具体可参见本节"（三）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，将降低标的公司的营收及盈利规模。

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试点平台，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。"

十六、独立财务顾问的保荐机构资格

上市公司聘请华泰联合证券、中信证券担任本次交易的独立财务顾问。华泰联合证券、中信证券经中国证监会批准依法设立，具备开展财务顾问业务资格及保荐业务资格。

十七、信息查阅

本报告书的全文及中介机构出具的相关意见已在上海证券交易所网站（http://www.sse.com.cn/）披露，投资者应据此作出投资决策。

本报告书披露后，上市公司将继续按照相关法规的要求，及时、准确地披露公司本次重组的进展情况，敬请广大投资者注意投资风险。

重大风险提示

投资者在评价本次重大资产重组时，还应特别认真地考虑下述各项风险因素：

一、与本次交易相关的风险

（一）交易被暂停、中止或取消的风险

本次交易存在如下被暂停、中止或取消的风险：

1、本次重组存在因上市公司股价的异常波动或异常交易可能涉嫌内幕交易，而被暂停、中止或取消的风险

根据《128号文》的相关规定，经上市公司自查，在剔除大盘、行业因素影响后，上市公司A股股价在停牌前20个交易日的波动未超过20.00%，未达到《128号文》第五条的相关标准。

尽管上市公司停牌前股价未发生异常波动，且在本次交易过程中积极主动进行内幕信息管理，尽可能缩小内幕信息知情人员的范围，减少和避免内幕信息的传播。但受限于查询范围和核查手段的有限性，仍然无法排除有关机构和个人利用关于本次交易的内幕信息进行内幕交易的可能。如相关方因涉嫌内幕交易被立案调查，本次重组将存在因此被暂停、中止或取消的风险。

2、本次重组存在因标的资产出现无法预见的业绩大幅下滑，而被暂停、中止或取消的风险；

3、其他可能导致交易被取消的风险

若本次重组因上述某种原因或其他原因被暂停、中止或取消，而上市公司又计划重新启动重组，则交易定价及其他交易条件都可能较本报告书中披露的重组方案发生重大变化，提请广大投资者注意风险。

（二）配套融资未能实施或融资金额低于预期的风险

为提高本次重组的绩效，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50,000.00万元，募集资金将用于支付本次交易现金对价、补充上市公司流动资金、支付本次交易的中介机构费用及交易税费。

如果上市公司本次募集配套资金的股价出现较大幅度波动或市场环境变化等，可能出现本次募集配套资金金额不足或募集失败的情况。上市公司将通过自有资金或者银行贷款等自筹方式满足该部分资金需求，进而可能在短期内影响上市公司的经营业绩，影响上市公司现金流及资产负债率水平。如果上市公司募集配套资金未能实施或融资金额低于预期，使用债权融资将对上市公司盈利能力带来一定影响，提请投资者注意相关风险。

（三）审批风险

本次交易经过调整的交易方案尚需中国证监会核准。

本次交易能否取得相关主管部门的备案、批准或核准存在不确定性，就上述事项取得相关备案、批准或核准的时间也存在不确定性，提请广大投资者注意投资风险。

（四）标的资产估值风险

以2018年12月31日为评估基准日，本次交易的标的资产的评估值合计为652,711.88万元，较账面值存在一定的增值幅度。标的资产的交易价格根据具有证券业务资格的资产评估机构出具的并经国有资产监督管理部门备案的评估报告的评估结果，经交易各方协商确定。

尽管评估机构在评估过程中勤勉尽责，并执行了评估的相关规定，但鉴于资产评估中的分析、判断和结论受相关假设和限定条件的限制，本次评估中包含的相关假设、限定条件及特别事项等因素的不可预期变动，可能将对本次评估结果的准确性造成一定影响。提请投资者注意本次交易标的资产评估值的风险。

二、与标的资产相关的风险

（一）电价调整风险

虽然标的公司主要客户为大工业用户，但随着国家电力行业供给侧改革的推进，销售电价整体呈下调趋势，可能导致标的公司电力销售业务收入有所下降。标的公司自发电量尚不足以满足自身售电量需要，因此需要对外向电网公司采购电力，标的公司盈利能力可能因为外购电成本的变化而受到影响。

（二）管理风险

随着标的公司业务的不断整合和规模的扩张，将使标的公司面临着管理模式、人才储备、技术创新及市场开拓等方面的挑战。如果标的公司管理水平和人才储备不能适应业务整合及规模扩张的需要，组织模式和管理制度未能随着标的公司规模的扩大而及时调整和完善，将难以保证标的公司安全和高效地运营，使标的公司面临一定的管理风险。

（三）发电业务经营风险

水力发电受所在区域的降雨量及降雨时段分布影响较大，尽管标的公司水电站所在流域降雨量充沛，但也存在降雨时段分布的不确定性和季节性波动，从而导致自发电量减少，标的公司电源成本升高，对标的公司的经营业绩存在不利影响。

（四）土地、房产权属瑕疵的风险

本次交易的标的公司联合能源仍存在部分土地、房产尚未办理权属证书，详见本报告书"第四章 标的公司基本情况"之"一、联合能源"之"（四）主要资产权属、对外担保以及主要负债情况"之"1、主要资产权属情况"之"（1）固定资产"之"②房屋建筑物"之"B、无证房产"及"（2）无形资产"之"①土地使用权"之"B、无证土地"部分披露。

上述未办理使用权证的土地、房产确系联合能源下属相关子公司所有，各公司能够正常占有及使用前述资产，不存在任何第三方提出异议或主张权利的情形，也不存在权属争议或纠纷。此外，尚未办理土地使用权证书的土地、房产面积占联合能源及其下属子公司拥有土地、房产使用权总面积的比重较小，不会对联合能源的生产经营产生重大不利影响，不会对本次交易构成实质性法律障碍。报告期内，联合能源未受到有权机关作出的针对该等土地、房产的行政处罚、责令搬迁或强制拆除其上房产等影响土地、房产实际使用的决定。但仍不排除未来存在被有权机关认定为违反相关法律规定而进行罚款，或要求对相关房产进行拆除、搬迁、重建以及其他任何形式的法律责任造成经济损失的风险。

（五）环保风险

联合能源涉及锰矿开采及电解锰生产加工销售业务。在锰矿开采及利用、冶炼以及电解锰产品的生产过程中可能产生粉尘、噪声、废气和废水等。

尽管联合能源积极履行环保主体责任，持续提升企业整体的环保水平，完善环保管理制度。但随着我国环境污染问题日趋突出，国家和地方政府对环境保护更加重视，未来可能会出台更严格的法律法规来提高相关行业的环保水平，联合能源将可能面临标准更高的环保法律法规的要求。面对不断提升的环保要求，提醒投资者关注联合能源可能面临的环保支出增加、环保处罚等相关的环保风险。

（六）安全生产风险

联合能源主营业务涉及输配电线路运营维护、锰矿开采及电解锰生产加工。该等业务可能因操作不当等因素诱发安全事故，在输配电线路运营维护、锰矿开采及利用、冶炼以及电解锰产品的生产过程中均存在安全生产风险。

尽管标的公司已积累丰富的安全生产管理经验，但不能完全排除因安全事故的发生而导致标的公司正常生产经营受到影响的可能性。

（七）标的公司未能实现承诺业绩的风险

交易对方已就标的资产作出业绩承诺，具体详见报告书"第七章 本次交易主要合同"之"二、业绩承诺补偿协议"及"七、业绩承诺补偿协议补充协议"。

标的公司管理层将勤勉经营，尽最大努力确保上述盈利承诺实现。但是，业绩承诺期内经济环境、产业政策、标的公司由于气候因素影响自发电量的变化及意外事件等诸多因素的变化可能给标的公司的经营管理造成不利影响。如果标的公司的经营情况未达预期，可能导致业绩承诺无法实现。尽管《业绩承诺补偿协议》及《业绩承诺补偿协议补充协议》约定的业绩补偿方案可在较大程度上保障上市公司及广大股东的利益，降低收购风险，但如果未来标的公司在被上市公司收购后出现经营未达预期的情况，则将影响上市公司的整体经营业绩和盈利水平，提请投资者关注标的资产承诺业绩无法实现的风险。

（八）业绩补偿承诺实施风险

为保证业绩承诺的可实现性，交易对方作出承诺，若标的公司在业绩承诺期内未能实现承诺净利润，其将向上市公司进行补偿。根据上市公司与交易对方签署的《业绩承诺补偿协议》及《业绩承诺补偿协议补充协议》，交易对方应优先以通过本次交易取得的上市公司股份对上市公司进行补偿，股份补偿方式不足以补偿的部分由补偿义务人以现金进行补偿。

本次交易完成后，如标的公司后续年度的实际净利润远低于业绩承诺，则在触发补偿义务时交易对方的未解锁股份可能不足以对上市公司进行补偿。交易对方届时能否有足额现金或通过其他渠道获得现金用来履行补偿承诺具有不确定性，因此，本次交易存在触发补偿义务时交易对方无足够支付能力的风险。若交易对方未根据《业绩承诺补偿协议》及《业绩承诺补偿协议补充协议》的约定对上市公司进行补偿，上市公司将根据相应的违约责任条款向补偿义务人进行追偿。

（九）收购整合风险

本次交易完成后，联合能源及长兴电力将成为上市公司的子公司，上市公司将与标的公司在地方供电业务及电力保障等方面进行业务协同与资源优化配置，在业务、资产、团队、管理、文化等方面进行整合，最大程度地发挥重组的协同效应。但是上市公司与标的公司之间能否顺利实现整合具有不确定性，若整合过程不顺利，将会影响上市公司的经营与发展。提请广大投资者注意

（下转A13版）