

审慎推荐-A (首次)

三环股份 000883.SZ

目标估值: 10.00 元

当前股价: 8.47 元

2010 年 8 月 2 日

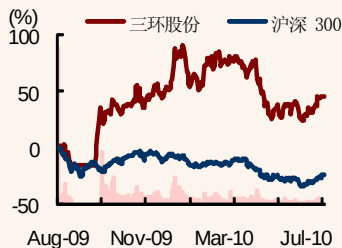
三环股份资产重组, 湖北能源借壳上市

基础数据

上证综指	2638
总股本(万股)	28539
已上市流通股(万股)	19177
总市值(亿元)	24
流通市值(亿元)	16
每股净资产(MRQ)	3.3
ROE(TTM)	5.9
资产负债率	76.5%
主要股东	三环集团公司
主要股东持股比例	32.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	-7	53
相对表现	1	3	75



相关报告

彭全刚

010-88087783
pengqg@cmschina.com.cn
S1090209090315

研究助理:

侯鹏

010-88087428
houp@cmschina.com.cn

2009 年 9 月, 三环股份开始进行重大资产置换重组, 拟置出其全部资产负债, 并置入湖北能源公司全部股份, 从而实现湖北省最大的能源公司湖北能源借壳整体上市。我们认为, 置换后, 公司盈利能力和核心竞争力将得到明显提升, 预计 2010 年每股收益为 0.33 元, 我们给予“审慎推荐”投资评级, 目标价 10.00 元。

- **鄂能借壳, “汽车人”变身能源巨人。**2009 年公司拟将其全部资产负债与湖北能源公司 100% 的股份进行资产置换。目前, 资产重组工作稳步进行, 已获得中国证监会有条件通过, 届时, 公司将变身为湖北省属控股最大的电力能源企业, 同时涉足非电能源领域。
- **大型能源集团, 多元协同发展。**本次拟注入的湖北能源目前主营业务以电为主, 多元并进, 并保持了较高的毛利率水平, 特别是公司的水电业务毛利率达到了 61.8%, 其他业务也达到了 41.9%, 盈利能力较为突出, 加上地方国资委的支持, 竞争优势明显。
- **电能齐备结构合理, 资产优质指标精良。**目前, 湖北能源拥有清江流域水电资源和鄂州火电两大发电基地, 同时, 还投资了其他中型水电、风电、核电等多种清洁能源, 预计到 2015 年, 水电、火电、核电装机比例为 40%: 41%: 18%, 电能齐备合理。另外, 湖北能源电力资产较为优质, 收益比较稳定, 并且电价水平普遍高于湖北省平均水平, 盈利有保障。
- **电力挑大梁, 投资见回报。**2010 年湖北能源电力资产仍挑大梁, 其中, 水电利润稳增, 火电微利, 电力资产贡献净利润约 5.9 亿元。由于公司房地产业务欲转让予湖北鸿信, 转让价格 16.8 亿元, 所产生的收益由重组完成后的三环股份享有, 可充实公司现金流或降低财务费用。另外, 公司还有大量长期股权投资收益, 预计贡献净利润约 1.6 亿元。
- **首次给予“审慎推荐-A”评级。**按照 20.67 亿总股本测算, 我们预测 2010~2012 年湖北能源 EPS 分别为 0.33 元、0.37 元和 0.39 元, 考虑公司主要资产为水电, 盈利较好, 并且未来核电可保障公司跨越式增长, 成长性明确, 我们首次给予“审慎推荐”评级, 目标价设定为 10.00 元。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	4415	4237	6068	6104	6104
同比增长	14%	-4%	43%	1%	0%
营业利润(百万元)	567	753	927	1031	1108
同比增长	-24%	33%	23%	11%	7%
净利润(百万元)	377	645	682	758	815
同比增长	-31%	71%	6%	11%	7%
每股收益(元)	0.18	0.31	0.33	0.37	0.39
PE	44.4	25.9	25.7	23.1	21.5
PB	2.3	2.1	2.1	2.0	1.9

资料来源: 招商证券 (历史数据为湖北能源数据)

正文目录

一、鄂能借壳，“汽车人”变身能源巨人.....	4
1、资产置换稳步进行，湖北能源借壳上市	4
2、交易价格公允，估值较为合理	5
3、变身能源巨人，未来发展广阔	6
二、大型能源集团，多元协同发展.....	7
1、立足能源投资，多元协同发展	7
2、盈利能力突出，经营指标良好	8
3、大股东支持，竞争优势明显	10
三、电能齐备结构合理，资产优质指标精良	11
1、水火基地共并举，清洁能源促发展	11
2、规模快速增长，结构更加优化	12
3、水电布局渐成，火电增长可期，核电尚待时日	13
4、电力收益稳定，电价水平占优	13
四、电力今年仍挑大梁，水电稳增，火电微利.....	15
1、清江优化调度，综合效益明显	15
2、火电利用小时占优，运行较为稳定	16
3、鄂州发电或将微利，仍受煤价波动影响	18
4、鄂州二期微亏，电价尚有上涨空间	19
5、电力业务盈利稳定，预计贡献利润 6 亿.....	20
五、投资收益可观，探索开拓新领域	21
1、金融投资利润丰厚，电力投资静待核电	21
2、进军天然气，探索新领域	22
六、三环老车换新引擎，湖北能源续新未来	23
1、置换带来新气象，业绩持续提升.....	23
2、核电引领未来，提升公司估值	23
3、风险因素探讨	24

图目录

图 1：资产置换前三环股份股权关系	4
图 2：资产置换前湖北能源股权关系	4
图 3：资产置换后三环股份股权关系	5
图 4：湖北能源资产结构图	7
图 5：湖北能源经营指标统计	8
图 6：湖北能源盈利指标统计	9
图 7：湖北能源 2009 年营业收入结构	9

图 8: 湖北能源各业务板块毛利率情况	9
图 9: 湖北能源装机容量增长情况	12
图 10: 湖北能源 2015 年装机结构	12
图 11: 湖北能源 2009 年不同机组发电情况	14
图 12: 湖北能源不同机组营业收入结构	14
图 13: 湖北能源主要电厂电价水平	14
图 14: 清江流域图	15
图 15: 清江公司组织结构图	15
图 16: 湖北省工业增加值单月增速远高于全国	17
图 17: 湖北省与全国当月用电量增速对比	17
图 18: 湖北省单月水电平均利用小时及同比	18
图 19: 湖北省单月火电平均利用小时及同比	18

表目录

表 1、公司资产置换交易估值对比	5
表 2、湖北能源与同行业上市公司比较	6
表 3、国家节能优先调度发电机组排序一览	10
表 4: 湖北能源已投产可控装机构成	11
表 5: 湖北能源在建装机及参股项目构成	12
表 6: 湖北省 20 万千瓦以上水电机组	13
表 7、清江公司盈利预测表	16
表 8: 湖北未来三年在建及规划装机投产情况	18
表 9、鄂州发电盈利预测表	19
表 10、鄂州二期（葛店发电）盈利预测表	20
表 11、公司权益法核算的重大股权投资	21
表 12: 湖北能源未来盈利预测表	23
附：财务预测表	25

一、鄂能借壳，“汽车人”变身能源巨人

为进一步促进湖北省能源产业的发展，实现能源龙头企业整体上市，同时，加快三环集团内部产业整合，更好发挥协同效应，2009年9月，三环股份开始进行重大资产置换重组，置出其全部资产负债，置入湖北能源公司全部股份，目前，资产重组工作稳步进行，届时，湖北能源将成功借壳实现整体上市，“汽车人”即将变身能源巨人。

1、资产置换稳步进行，湖北能源借壳上市

2009年9月18日，公司公告《重大资产置换及发行股份购买资产预案》，拟将其全部资产和负债与湖北能源公司100%的股份进行资产置换。交易差额部分采用定向增发方式，由湖北能源股东湖北省国资委、长江电力与国电集团，按照经权益调整后各自享有的湖北能源权益认购。

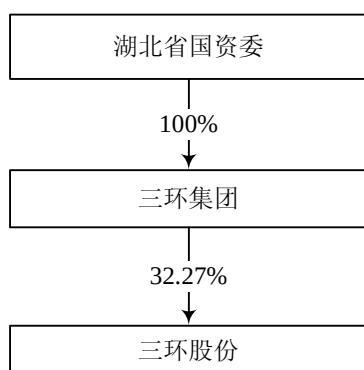
2009年12月29日，公司与湖北省国资委、长江电力、国电集团、三环集团共同签署《重组协议》，进一步明确了资产置换相关预案：

- **置出资产。**三环股份全部资产和负债，净资产评估值为9.62亿元，增值率20.4%。
- **置入资产。**湖北能源100%的股份，资产的评估值为112.5亿元，增值率57.2%。
- **权益调整。**湖北省国资委将其资产置换差额中1.15亿元，以股权方式让渡给长江电力和国电集团，同时受让其余置出资产。
- **发行对象：**置入与置出资产的价格差额102.8亿元，由公司向湖北省国资委、长江电力与国电集团发行股份购买。
- **发行价格。**发行价格5.77元/股。
- **发行数量。**发行数量为17.82亿股，其中：向湖北省国资委发行8.88亿股，向长江电力发行7.60亿股，向国电集团发行1.34亿股。届时公司的股本将增加至20.67亿股。

2010年1月12日，本次重大资产重组方案获湖北省国资委批复同意。2010年1月21日，方案经公司股东大会审议通过。目前，已获得中国证监会核准有条件通过。

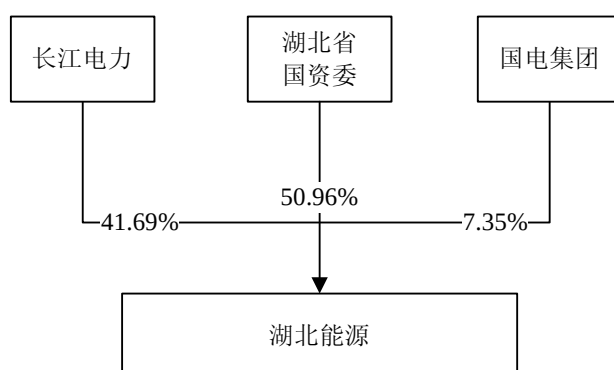
按照预案，本次发行完成后，湖北能源将成功借壳实现整体上市，湖北国资委、长江电力、国电集团、三环集团将分别享有其权益比例为42.96%、36.76%、6.48%、4.43%。

图1：资产置换前三环股份股权关系

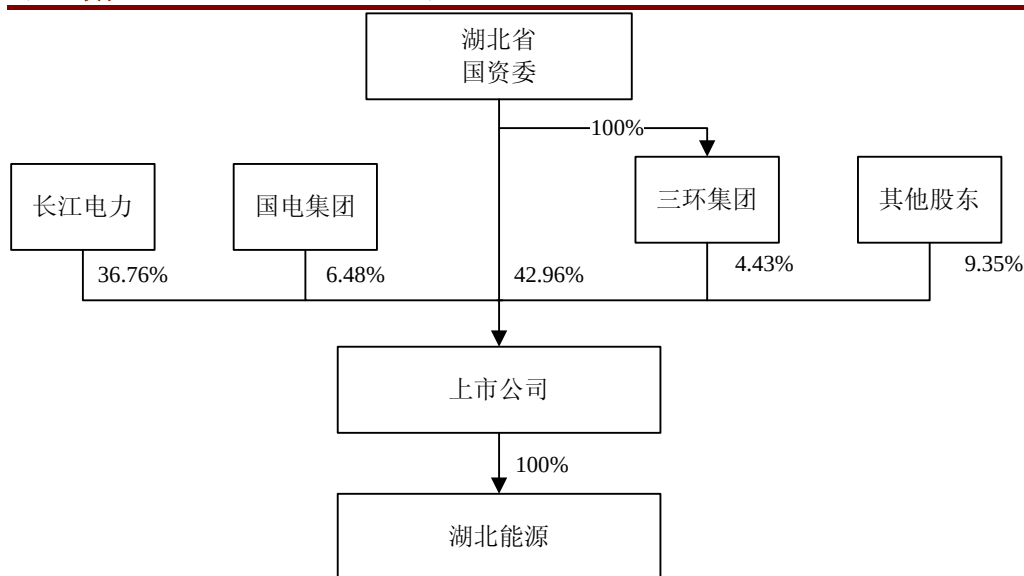


资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图2：资产置换前湖北能源股权关系



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图3：资产置换后三环股份股权关系


数据来源：公司公告，招商证券整理

2、交易价格公允，估值较为合理

根据本次资产置换的资产评估报告，本次交易置出资产（三环）评估值 9.62 亿元，溢价率 20.35%，交易 PB 为 1.2 倍，相对于置入资产，低于湖北能源 57.24%的溢价率和 1.57 倍的 PB。表面看，公司本次交易溢价率不匹配，但考虑置入资产的实际情况以及未来的收益水平，我们认为本次置换较为合理：

- **置入置出资产估值相对公平。**湖北能源主要是电力资产，多为清洁能源机组以及大容量、高参数的火电机组，资产优质，盈利能力强，根据 2009 年归属公司的净利润计算，置出资产动态 PE 为 19.5，高于湖北能源 17.4 倍的 PE，如果采用收益法评估，湖北能源未来业绩增值较大，置出资产与置入资产交易相对较为公平。
- **盈利能力突出，收购价格优惠。**湖北能源重要利润来源是水电业务，2009 年其水电毛利率为 61.8%，远高于上市水电企业 38.6%的平均毛利率水平；如果考虑全部电力资产，湖北能源发电业务毛利率为 41.7%，也显著高于“同时经营水电、火电业务可比上市公司”的平均毛利率 31.2%。同时，作为本次交易拟置入资产，湖北能源盈利能力突出，估值却并不高，参考同行业主要电力上市公司的平均估值水平，PE 为 36.8，PB 为 2.5，湖北能源估值近于一半。因此，相对而言，湖北能源资产优质，收购价格较为优惠。
- **中小股东受益，交易合理公允。**按照置换前后的总股本计算，湖北能源 2009 年每股收益 0.31 元/股，远高于置出资产 0.17 元/股的收益水平，中小股东将从中收益，因此，我们认为，本次交易定价较为合理、公允，未损害上市公司及中小股东的利益。

表 1、公司资产置换交易估值对比

单位： 万元	归属母公司净利润 (09 年)	总股本	EPS	净资产 (账面)	净资产 (评估值)	溢价率	PB	PE
三环股份	4935	28539	0.17	79942	96213	20.4%	1.20	19.5
湖北能源	64471	206780	0.31	715235	1124664	57.2%	1.57	17.4

资料来源：公司公告，招商证券整理

表 2、湖北能源与同行业上市公司比较

类型	股票代码	股票名称	销售 毛利率 (%)	PE	PB
水电企业	002039	黔源电力	44.5	72.8	4.1
	600900	长江电力	58.1	29.5	2.2
	600310	桂东电力	18.6	75.1	6.6
	600101	明星电力	30.7	13.0	1.9
	000993	闽东电力	41.0	32.3	2.0
	平均值		38.6	44.5	3.4
水电、火电 混合经营企 业	600795	国电电力	19.0	25.8	2.6
	600886	国投电力	28.1	25.8	1.5
	600236	桂冠电力	33.8	31.3	2.5
	600674	川投能源	44.1	70.2	2.3
		平均值		31.2	38.3
火电企业	000966	长源电力	11.5	51.7	1.8
	600027	华电国际	15.7	21.6	1.6
	601991	大唐发电	17.8	56.2	3.2
	600011	华能国际	16.0	14.5	1.8
	000539	粤电力 A	21.0	15.5	1.9
	600098	广州控股	18.5	16.5	1.3
	平均值		16.8	29.3	1.9
电力行业平均值			27.9	36.8	2.5
湖北能源			47.1	17.4	1.6

资料来源：公司公告、招商证券整理

3、变身能源巨人，未来发展广阔

本次资产重组，符合国务院国资委有关国有企业战略整合的精神，也是湖北省能源产业发展的战略需要，并得到了湖北省委、省政府的大力支持。

- **重组符合政策支持。**根据《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》(国办发[2006]97号)，国家明确大力推进国有企业改制上市，提高上市公司质量，积极支持资产或主营业务资产优良的企业实现整体上市。本次资产置换，一方面实现了国有资产湖北能源的改制整体上市，另一方面提高了上市公司盈利水平，符合国家的政策支持。
- **重组有利于整合地方资源。**湖北省国资委目前正积极推进能源、有色金属等九大板块建设，并以各板块优势企业为龙头，全面整合省属企业，提高企业核心竞争力。而作为湖北省的核心能源企业，湖北能源的借壳上市，将以此为依托，充分发挥上市公司资本平台的作用，整合全省地方能源资源，进一步做大做强湖北省能源产业。

资产重组前，公司是湖北省国资委管理的省属大型企业，主要从事专用汽车、汽车零部件、机械电子产品的生产经营，是湖北省最大的专用汽车和汽车零部件生产企业，也是湖北省最大的品牌汽车经销商。

资产重组后，公司变身为湖北省属控股最大的电力能源企业，拥有电力、房地产（拟转让予湖北鸿信）、投资等业务，同时开始涉足非电能源领域，实现了单一汽车业务向大型能源巨人的蜕变，破茧而出，高飞在即。

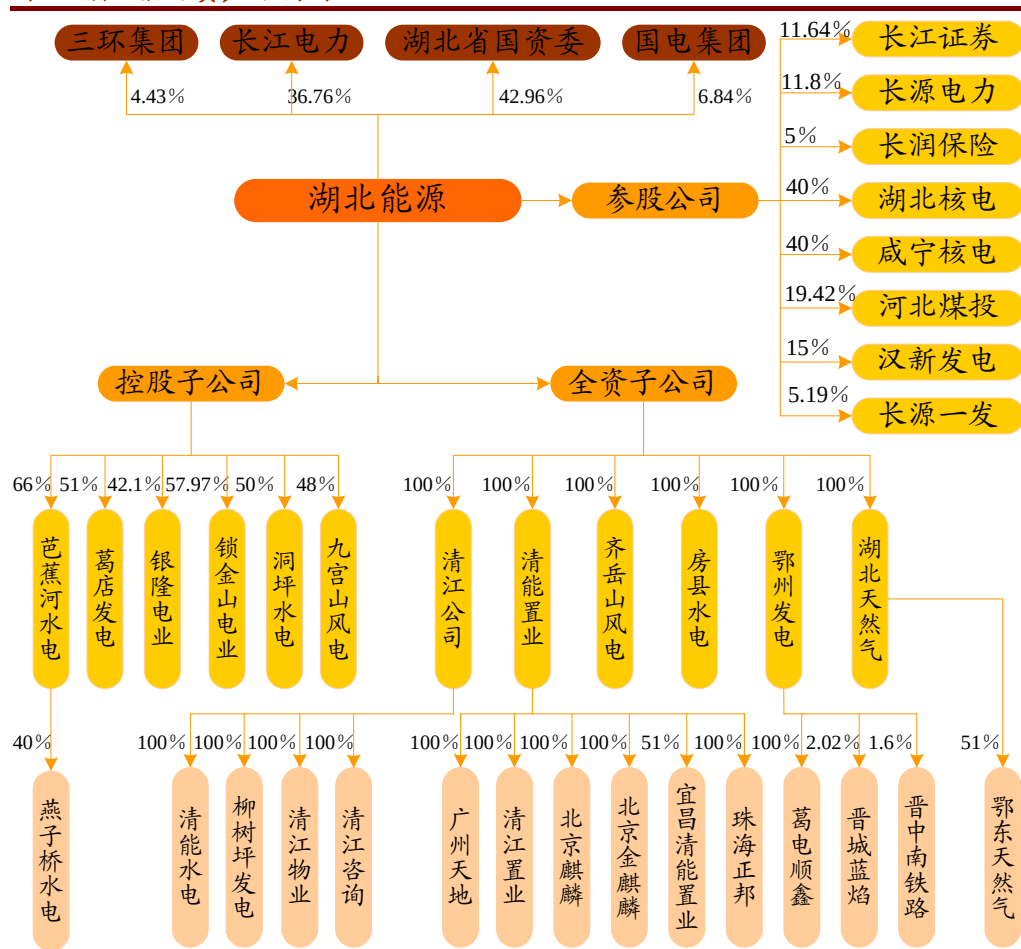
二、大型能源集团，多元协同发展

1、立足能源投资，多元协同发展

湖北能源是由原湖北省清江水电投资公司和湖北省电力开发公司于 2005 年合并组建而成，2008 年改制为股份公司。公司注册资本 48 亿元，重组前，三家股东湖北省国资委、中国长江电力股份有限公司和中国国电集团公司分别持股 50.96%、41.69%和 7.35%。

目前，公司以电为主，多元发展，基本形成了电力、投资、房地产（拟转让予湖北鸿信）等三大业务板块，拥有全资子公司 6 家，控股子公司 6 家，参股公司 8 家。

图4：湖北能源资产结构图



资料来源：公司公告，招商证券

- **电力资产——业绩支柱。**湖北能源拥有水电、火电和风电等多种类型的发电机组，并参股内陆首个核电项目，实现了“水火互济”、核电等清洁能源并进的能源优势。公司全资电力公司 4 家，控股电力公司 6 家，参股电力公司 5 家，其中，鄂西的清江公司、鄂东的鄂州电厂以及新投产的葛店发电(鄂州二期)是公司最重要的电力基地。这些电力资产，是公司营业收入的重要来源，对于公司业绩的稳定具有重要意义。
- **投资资产——多元发展。**除了投资电力资产外，公司还投资参股了部分金融业务股权和煤炭投资业务，包括长江证券、长润保险、湖北煤投等。2009 年，公司还成立了湖北天然气公司，开始涉足非电能源领域，开拓新能源。这些投资资产，一方面服务于

公司电力资产的正常运营，稳定公司业绩，一方面为公司未来的发展，铺开了探索之路。

- **房地产资产——生力军。**湖北能源的房地产业务，主要由于其旗下的全资子公司清能置业公司经营管理，目前拥有 6 家房地产项目公司，并成功开发了深圳学府花园、时代骄子大厦、北京新金山商务大厦、广州泓景花园等项目。根据近期公告，公司房地产业务欲转让予湖北鸿信，转让价格 16.8 亿元，所产生的收益由重组完成后的三环股份享有，可充实公司现金流或减少财务费用，投向优质资产，继续扩张公司规模。

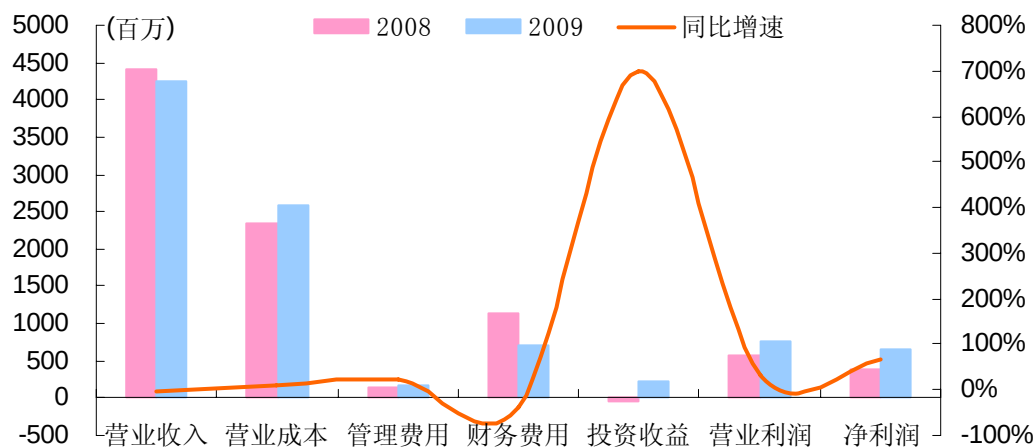
公司长期以来坚持实体运营与资本运作相结合、内涵式发展与外延式扩张相结合的双驱动发展模式，打下了雄厚的业绩。未来的发展，公司拟立足湖北，点拓全国，优化发展水电，大力发展核电和天然气中游管输，稳健发展火电，适度发展风电、金融等业务，形成以电力为核心的能源板块，适度多元化的科学发展、有效战略协同和利润支撑，届时，公司将成为以电力为核心的区域清洁能源集团。

2、盈利能力突出，经营指标良好

湖北能源目前主营业务以电为主，房地产业务协调发展，多元并进。2009 年公司水电业务虽然受水域来水量减少的影响，造成水电收入同比下降，但水电业务仍然是公司收入和利润的主要来源。另外，公司房地产业务收入增长较快，弥补了大部分水电业务的下滑，加上公司财务费用大幅减少，投资收益快速增加，使公司利润总额有较大的升幅。

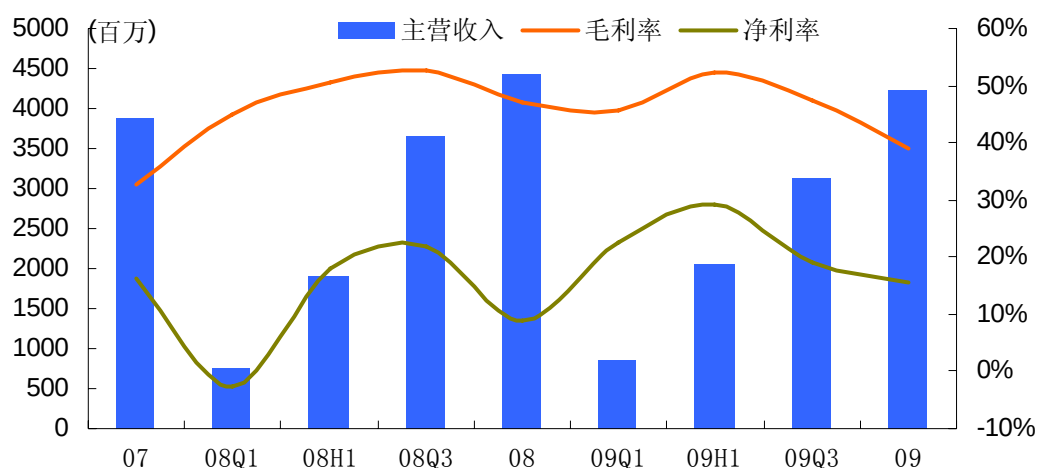
- **营业收入。**2009 年，湖北能源全年实现营业总收入 42.21 亿元，同比减少 4%，主要是受长江、汉江、清江流域来水减少，使得发电量减少 26.4 亿千瓦时，水电收入减少 7.8 亿元，但公司房地产业务增收 6 亿元，一定程度上缓解了收入的下滑。
- **营业成本。**2009 年，湖北能源营业总成本 36.91 亿元，同比减少 3%，主要是公司财务费用中利息支出相应减少 4.26 亿元。
- **投资收益。**2009 年，湖北能源投资收益为 2.20 亿元，较上年增加 2.57 亿元，主要是公司来自于长江证券的投资收益增加所致。
- **利润总额。**2009 年，湖北能源实现利润总额 7.85 亿元，归属母公司的净利润 6.45 亿元。虽然受到水电减发和火电亏损的影响，但公司的房地产业务增长、财务费用大幅降低以及投资收益的增长，使得公司利润总额同比增长 37%。

图5：湖北能源经营指标统计



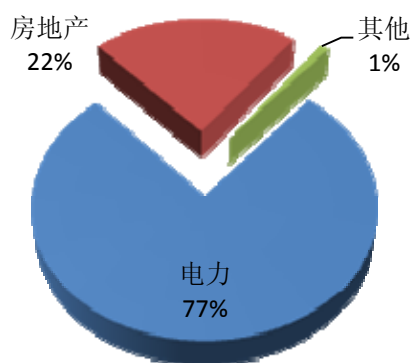
数据来源：公司公告，招商证券整理

图6：湖北能源盈利指标统计



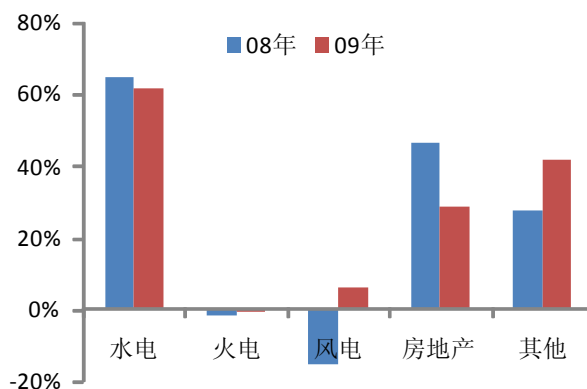
数据来源：公司公告，招商证券整理

图7：湖北能源2009年营业收入结构



资料来源：公司公告，招商证券

图8：湖北能源各业务板块毛利率情况



资料来源：公司公告，招商证券

从主要财务和盈利指标来看，公司盈利能力突出，财务状况良好，资产较为优质：

- **毛利率较高。**2009年，公司几大板块均保持了较高的毛利率水平，特别是公司的水电业务毛利率达到了61.8%，房地产和其他业务毛利率水平也达到了28.9%和41.9%，相对于三环股份原有资产11%的毛利率，盈利能力较为突出。
- **ROE与ROA提升较快。**2009年公司总资产报酬率为5.72%，同比增长37%，净资产收益率8.34%，同比增长63%，均高于三环股份3.3%的ROA和5.42%的ROE，2010年随着公司水电的优化调度、火电大机组的投产，利润水平将再上台阶，ROE和ROA也将随之提高。
- **资产负债率较为合理。**截至2009年末，湖北能源总资产302.13亿元，总负债215.70亿元，所有者权益86.43亿元，资产负债率71.39%，较2008年有所下降，同时，也低于三环股份74.4%的水平，公司债务结构较为合理，债务规模基本稳定。
- **经营现金流充裕稳定。**2009年，公司经营性净现金流为26.76亿元，与上年同期相比，基本保持稳定。未来几年，将是公司规模、业务快速增长的时期，预计公司经营现金流将更加充裕。

3、大股东支持，竞争优势明显

长期以来，湖北能源的发展一直受到大股东湖北省国资委的大力支持，其经营发展和战略布局，更加符合地方的规划和政策导向，因此，在激烈的市场竞争中，公司规避了大量的政策风险，拥有了得天独厚的优质资源，在该地区具有明显的竞争优势。

- **电源规模优势突出，市场占有率高。**公司是湖北区域内除三峡集团外最大的发电集团，其拥有的清江流域三级电站也是目前我国中东部地区除三峡电站外最大的水力发电基地，是华中电网最重要的调峰调频基地，较大的规模使得公司具有较高的市场占有率，有助于竞争优势的确立。
- **电源结构合理，清洁发展优先调度。**公司拥有水电、火电和风电等多种类型的发电机组，同时大股比参股核电项目，电源结构比较合理，可以规避单一机组市场风险的影响，同时，公司的水电、风电以及未来投产的核电，均是国家节能调度优先调度的发电机组，能更主动的占有市场。另外，公司的洞坪水电、九宫山风电等清洁能源为国家清洁发展机制项目（CDM），未来几年内每年将获得约 1100 万元的收益。
- **全流域优化调度，发电效益明显。**公司全资的清江公司三级电站，是全国第一个实现全流域开发的水力发电基地，处于全国领先地位，通过最上游水布垭水电站的多年调节能力，优化下游各梯级水库的调度，可以减少弃水，提高枯水年份的发电量，平抑业绩波动。发电效果较同等装机规模但没有联合调度能力的水电站高 3% 左右，实现经济发电。
- **大比例参股核电，市场准入门槛高。**湖北能源与中广核共同出资开发咸宁等核电项目，公司大比例 40% 参股，未来核电装机占公司比重较大，成为实际意义上拥有核电的公司。目前我国仅有中核、中广核、中电投三家企业具有核电项目控股资质，而湖北、湖南、江西是国内首批内陆核电开发省份，市场准入门槛较高，具有极强的竞争力。

表 3、国家节能优先调度发电机组排序一览

发电机组类型
1、无调节能力的可再生能源发电机组：风能、太阳能、海洋能、无调节能力的水电机组
2、有调节能力的可再生能源发电机组：水电、生物质能、地热能等机组
3、核能发电机组
4、按“以热定电”方式运行的燃煤热电联产机组、资源综合利用发电机组
5、天然气、煤层气、煤气化发电机组
6、其他燃煤发电机组，包括未带热负荷的热点联产机组
7、燃油发电机组

资料来源：《节能发电调度办法（试行）》、招商证券整理

三、电能齐备结构合理，资产优质指标精良

湖北能源主要以水力发电为主，兼顾火力发电，目前拥有清江流域水电资源和鄂州火力发电站两大发电基地，占到公司总装机的 95%，是公司收入的主要来源。另外，公司还投资了其他中型水电、风电、核电等多种清洁能源，是华中地区电源配置齐全的大型综合性能能源企业。

1、水火基地共并举，清洁能源促发展

截至 2009 年底，湖北能源可控装机容量为 555.12 万千瓦（含在建可控装机容量 11.93 万千瓦），已投产可控装机容量为 543.19 万千瓦，权益装机容量为 530.46 万千瓦。其中：水电可控装机容量为 361.83 万千瓦，约占 66.6%；火电可控装机容量为 180 万千瓦，约占 33.1%；风电可控装机容量为 1.36 万千瓦，约占 0.3%。

- **水电基地。**清江公司是公司大型水电基地，所属的清江流域梯级电站具有优良的调峰调频性能，共分三级建设，分别为隔河岩、高坝洲、水布垭电站，装机容量共 332.2 万千瓦，均已投产，公司的水电格局基本形成，未来水电装机增长放缓。
- **火电基地。**鄂州发电是公司大型火电基地，处于华中电网的负荷中心，分三期建设，一期 60 万千瓦已投产，二期 120 万千瓦（2×60 万千瓦）2006 年开始建设，其中 2009 年 12 月投产一台，2010 年初投产一台，三期规划 200 万千瓦的装机容量，目前正在进行前期工作，初步预计 2011 年底能够实现投产，届时，鄂州电厂将建成共计 380 万千瓦的大火电基地。
- **核电发展。**公司参股 40% 的咸宁核电站，第一次规划装机 400 万千瓦，分两期建设，每期装机 200 万千瓦，预留第三期两台机组用地，每期正式工期五年。目前该项目已进入实质运作阶段，前期工作进展顺利，根据规划，第一台机组投产预计在 2015 年投产。另外，湖北核电还计划在松滋市修建 4 到 6 台百万核电机组，预计到 2020 年，将达到 1000 万千瓦的核电装机。

表 4：湖北能源已投产可控装机构成

编号	项目公司	电站名称	类型	装机	机组类型	股比	权益装机	位置	设计发电量
1	清江公司	隔河岩水电站	水电	121.2	2×30 + 2×30.6	100%	121.20	清江	30.4
		高坝洲水电站	水电	27	3×9	100%	27.00	清江	8.98
		水布垭水电站	水电	184	4×46	100%	184.00	清江	39.84
2	清能水电	晒谷坪保安电站	水电	1.1	2×0.55	100%	1.10	清江	
		西寺坪保安电站	水电	0.33	6×0.055	100%	0.33	清江	
		高坝洲保安电站	水电	0.6	2×0.3	100%	0.60	清江	
3	柳树坪发电	水布垭保安电站	水电	2	1×2	100%	2.00	清江	
4	洞坪水电	洞坪水电站	水电	11	2×5.5	50%	5.50	清江	3.22
5	芭蕉河公司	芭蕉河水电站	水电	5.1	2×1.7, 1×0.1, 2×0.8	66%	3.37	芭蕉河	1.49
6	锁金山电业	锁金山水电站	水电	4.5	3×1.5	58%	2.61	五峰	1.91
7	银隆电业	白水峪电站	水电	5	3×1.5, 1×0.5	42%	2.11	谷城县	1.76
8	鄂州发电	鄂州电厂	火电	60	2×30	100%	120.00	鄂州市	36
9	葛店发电	鄂电二期	火电	120	2×60	100%	120	鄂州市	
10	九宫山风电	九宫山风电一期	风电	1.36	16×0.085	48%	0.65	九宫山	0.28
总计				543.19			530.46		

资料来源：公司公告，招商证券（其中装机单位为万千瓦，发电量单位为亿千瓦时。）

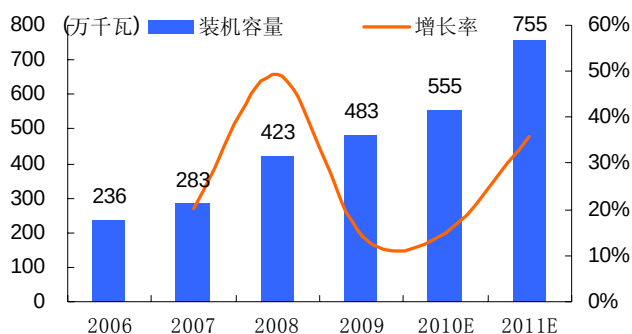
2、规模快速增长，结构更加优化

公司装机规模快速成长。公司自 2005 年成立以来，装机规模从 2006 年的 236 万千瓦增长到 2009 年底的 483 万千瓦，3 年时间实现装机翻一番，复合增长率达到 27%。同时，公司还拥有大量在建以及参股项目，特别是公司积极介入核电等清洁能源，将保障公司未来规模持续扩张。

2010 年，鄂州二期等项目全部投产后，湖北能源的可控装机将达到 555.12 万千瓦，较 2009 年增长 14.9%，2011 年，预计鄂州三期也将投产发电，届时，公司可控装机将达到 755.12 万千瓦，增长 36%，两年装机复合增长率将达到 25%，规模扩张进一步加快。

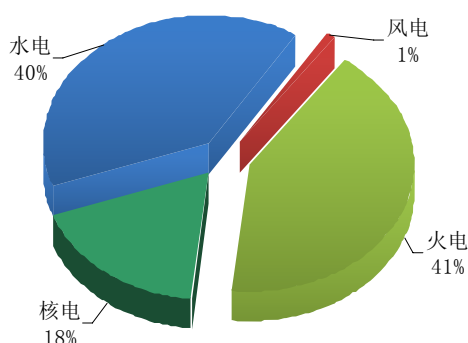
公司装机结构愈加优化。目前，公司投产的电力资产中，清江公司和鄂州一二期是稳定公司业绩的两大能源基地，共计装机容量 516 万千瓦，占到公司目前总装机的 95%。如果考虑参股的核电项目，预计到 2015 年，湖北能源将拥有鄂西水电基地，鄂东火电基地，鄂东南核电、风电等新能源基地，比例分别为 40%：41%：19%，实现了“水火核互济”的优势互补，电源结构进一步优化，避免单一机组所带来的业绩波动，保证公司经营业绩的稳定，实现装机容量、盈利能力的稳步提高。

图9：湖北能源装机容量增长情况



资料来源：公司公告，招商证券

图10：湖北能源2015年装机结构



资料来源：公司公告，招商证券（注：考虑参股核电项目）

表5：湖北能源在建装机及参股项目构成

编号	项目公司	电站名称	类型	装机	机组类型	股比	位置	计划投产日期
公司在建控股项目								
1	葛店发电	鄂州三期工程	火电	200.00	2×100	100%	鄂州	2011 底
2	房县水电	三里坪水电站	水电	7.00	2×3.5	100%	房县	2010
3	齐岳山风电	齐岳山风电	风电	4.93	58×0.085	100%	齐岳山	2011
公司参股项目								
1	芭蕉河公司	燕子桥水电站	水电	1.0	2×0.5	40.0%	鹤峰县	
2	汉新发电	汉川电厂二期	火电	60	2×30	15.0%	汉川	
3	长源电力	上市公司	/	429		11.8%	湖北	
4	长源一发	长源第一发电厂	火电	52	1×30, 1×22	5.2%	湖北	
5	咸宁核电	咸宁核电站	核电	400	4×100	40.0%	咸宁	2014 - 2019

资料来源：公司公告，招商证券（其中装机单位为万千瓦，发电量单位为亿千瓦时。）

3、水电布局渐成，火电增长可期，核电尚待时日

按照公司的战略部署，电力建设将优化发展水电，大力发展核电，稳健发展火电，适度发展风电。综合考虑各方面因素，我们认为，公司未来电力资产的发展可概括为：水电布局渐成，火电增长可期，核电尚待时日。

- **水电布局渐成。**湖北省是水电大省，水电资源技术可开发量为 3554 万千瓦，截止 2010 年 6 月，湖北省已投产水电装机达 2919 万千瓦，除三峡电站外水电装机 1099 万千瓦，而公司水电装机 362 万千瓦，占到 32.9%。另外，湖北省超过 20 万千瓦的水电站共有 6 座（不含三峡），公司拥有其中 3 座，是湖北区域内除三峡外最大的发电集团，公司在湖北省的水电布局已渐成规模。

由于湖北水电开发较早，水资源已开发程度超过了 80%，该地区目前在建或者未来规划的大型水电站已经较少，公司将来水电装机增长应主要来自一些小水电。

表 6：湖北省 20 万千瓦以上水电机组

所属公司	电厂名称	装机容量（万千瓦）	占比（不含三峡）
湖北能源	高坝洲水电站	27	2.5%
	隔河岩水电站	121.2	11.0%
	水布垭水电站	184	16.7%
长江电力	葛洲坝水电站	281.5	25.6%
汉江集团	丹江水电站	90	8.2%
湖北省电力公司	黄龙滩水电站	49	4.5%
合计		752.7	68.5%

资料来源：公司公告，招商证券

- **火电增长可期。**截至 2010 年 6 月，湖北省火电机组装机容量 1700 万千瓦，公司拥有的火电装机 120 万千瓦，仅占 7.1%，另外，湖北省 60 万以上火电机组 9 台，公司仅拥有 1 台，相对于水电资产，火电所占比例明显偏低。

由于湖北省水电开发已接近尾声，未来整体装机的增长应该主要来自火电项目，火电机组也将成为公司规模扩张的一个重要方向。作为湖北省最大的能源公司，公司的发展会得到地方政府的大力支持，我们认为，“近水楼台先得月”，公司火电规模将随着湖北省电力建设的发展，得到快速提高。

- **核电尚待时日。**地处中部的湖北省能源资源缺乏，发展核电是该省能源发展的需要，也是公司既定的战略。目前，公司参股的咸宁核电建设，是内陆第一个核电站，也是公司积极介入核电领域的一次重大举措，另外，湖北核电计划修建的松滋核电站，计划 2020 年达到 1000 万千瓦装机，2030 年，达到 2000 万千瓦，为公司未来的跨越式发展打开了想象空间，但项目正式投产需要等到 2015 年后，尚待时日。
- **其他清洁能源补充。**虽然湖北省积极发展秸秆发电、风电等一些新能源项目，不过对装机贡献很有限。公司在水火核并举发展的过程中，风电等其他新能源将是对电源结构的补充和完善。

4、电力收益稳定，电价水平占优

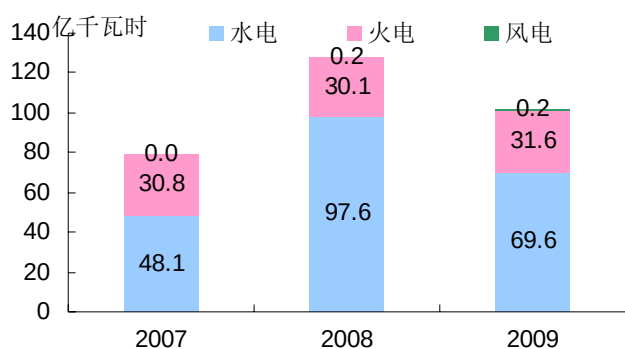
2009 年度湖北能源完成发电量 101.4 亿千瓦时，实现营业收入 32.6 亿元，毛利润 13.6

亿元，毛利润达到 41.7%。

水电支撑公司业绩。2009 年水电累计发电量 69.62 亿千瓦时，占公司发电量的 68.65%。由于下半年受干旱影响，水电全年发电量同比减少 26 亿千瓦时，水电业务收入 22.06 亿元，减少 7.80 亿元，仍占电力业务收入总计的 67.63%。尽管如此，公司水电业务的毛利率依然达到 61.8%，是公司业绩的重要支撑。

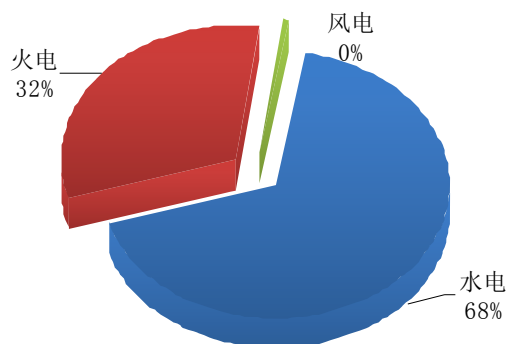
火电受煤价影响较大。公司火电业务主要由鄂州发电厂承担，2009 年完成 31.56 亿千瓦时，实现营业收入 10.4 亿元。由于受煤价波动影响较大，2009 年 7 月起，电煤价格逐步回升，造成公司火电业务在盈亏线上徘徊，增收不增利。2010 年，随着公司鄂州二期两台 60 万千瓦火电机组火电机组的正式运营，火电业务收入将大幅增长，但根据公司已签订的电煤合同，2010 年电煤供应价格相应上调 40~50 元/吨，煤价上涨仍然是公司火电业务盈利最主要的影响因素。

图11：湖北能源2009年不同机组发电情况



资料来源：公司公告，招商证券

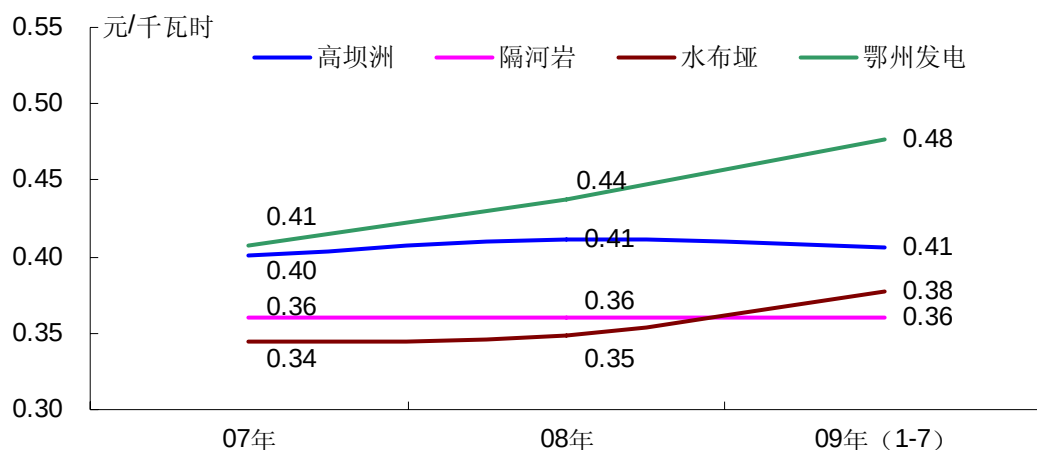
图12：湖北能源不同机组营业收入结构



资料来源：公司公告，招商证券

公司电价水平占优。公司所属主要水电站，上网电价在 0.36~0.41 元/千瓦时之间，高于湖北省葛洲坝 0.18 元/千瓦时和三峡电站 0.24 元/千瓦时的电价水平。另外，公司最大的水布垭电站，电价有望依据国家批准的调整概算按国家现行的经营期电价政策调整到位，目前已上调至 0.395 元/千瓦时，上网电价还存在一定的上涨空间。对于公司的火电项目，鄂州发电上网电价 0.48 元/千瓦时，高于湖北省 0.425 元/千瓦时的电价水平（含脱硫）。总体来讲，公司主要电厂的电价水平在湖北省占有一定的优势。

图13：湖北能源主要电厂电价水平



数据来源：公司公告，招商证券整理

四、电力今年仍挑大梁，水电稳增，火电微利

目前公司电力业务的盈利主要来自清江公司下属的高坝洲、隔河岩、水布垭三级水电站（332.2 万千瓦），鄂州电厂（60 万千瓦），洞坪水电站（11 万千瓦），以及新投产的鄂州二期（120 万千瓦），预计 2010~2012 年可为公司贡献净利润 7.2 亿元~7.7 亿元。

1、清江优化调度，综合效益明显

清江公司拥有隔河岩、高坝洲、水布垭三座大型水电站及其保安自备电站，总装机容量达 336.23 万千瓦，其中三级电站设计年发电量 79 亿千瓦时，由于清江公司拥有全国第一家真正意义上的流域梯调中心，通过充分发挥三级电站优化调度，可最大效率利用水能，提高 3% 左右电量，增加年收入约 0.9 亿元。

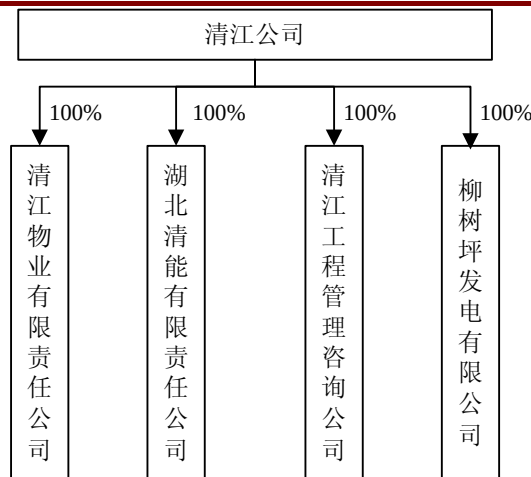
- **高坝洲水电站：**高坝洲水电站是清江三级电站中最下游的电站，电站建设总投资 30.8 亿元，总库容为 4.3 亿立方米，河流多年平均径流量为 138 亿立方米，为日调节电站，也是上游隔河岩水电站的反调节电站。高坝洲水电站共拥有 3 台 9 万千瓦水力发电机组，总装机容量为 27 万千瓦，全部机组投产日期为 2000 年 7 月，年设计发电量为 8.98 亿千瓦时。该电站生产的电力全部销售给湖北省电力公司。
- **隔河岩水电站：**隔河岩水电站是清江三级电站中位于中游的电站，总投资 51.7 亿元，总库容为 34 亿立方米，河流多年平均径流量为 127 亿立方米，为年调节电站。隔河岩水电站拥有 2 台 30.6 万千瓦和 2 台 30 万千瓦水力发电机组，总装机容量为 121.2 万千瓦，全部机组投产日期为 1994 年 12 月，年设计发电量为 30.4 亿千瓦时，是华中电网内的骨干调峰调频电站。该电站生产的电力全部销售给华中电网有限公司。
- **水布垭水电站：**水布垭水电站是清江三级电站最上游电站，总投资 124.0 亿元，总库容为 45.80 亿立方米，河流多年平均径流量为 94.4 亿立方米，是具有多年调节能力的水力发电站。该电站拥有 4 台 46 万千瓦水力发电机组，总装机容量为 184 万千瓦，年设计发电量为 39.84 亿千瓦时，已于 2008 年全部投产。该电站是目前华中电网范围内除三峡外单机容量最大的水电站，也是最主要的调峰调频电厂之一。该电站生产的电力全部销售给华中电网有限公司。

图14：清江流域图



资料来源：公司公告，招商证券

图15：清江公司组织结构图



资料来源：公司公告，招商证券

另外，清江公司还拥有湖北清能公司和巴东柳树坪公司，装机容量分别为 2.03 万千瓦、2 万千瓦，设计年发电量 0.9 亿千瓦时、0.78 亿千瓦时。

水电行业是典型的资金密集型行业，水布垭电站 2008 年才全部投产，资产负债率较高，投产初期折旧及财务费用较大，但随着电站的持续运营，资产负债率将逐年递减，收益会明显增加。同时，水布垭具有年调节能力，可以增加下游高坝洲、隔河岩枯水期发电量 2.5 亿千瓦时，增加收益。

我们对清江公司未来几年的业绩进行了盈利预测，并基于以下主要假设：

- 考虑清江流域的优化调度，清江公司各电站按照设计发电量测算，假设年发电为 82 亿千瓦时；
- 各电站电价均按照核准电价测算，其中，水布垭、隔河岩、高坝洲分别为 0.395 元/度，0.36 元/度和 0.4145 元/度；
- 库区维护费 8 厘/千瓦时、水资源费按照 3.5 厘/千瓦时；
- 湖北能源总股本按照置换后的 20.67 亿股测算（下同）；所得税为 25%；

表 7、清江公司盈利预测表

单位：亿元	2010E	2011E	2012E
1.主营业务收入	26.8	26.8	26.8
2.主营业务成本	19.2	19.0	18.8
(1)折旧	7.0	6.8	6.5
(2)维修成本	1.0	1.0	1.0
(3)保险费用	0.5	0.5	0.5
(4)人工成本	0.5	0.5	0.6
(5)主营税金及附加	0.4	0.4	0.4
(6)销售费用	0.0	0.0	0.0
(7)管理费用	0.2	0.2	0.2
(8)财务费用	8.6	8.6	8.6
(9)其他费用	0.9	0.9	0.9
3.营业利润	7.6	7.8	8.0
(1)营业外收入	0.0	0.0	0.0
(2)营业外支出	0.0	0.0	0.0
4.利润总额	7.6	7.8	8.0
所得税	1.9	1.9	2.0
5.净利润	5.7	5.8	6.0
少数股东损益	0.0	0.0	0.0
6.归属湖北能源净利润	5.7	5.8	6.0
7.每股收益（元）	0.27	0.28	0.29

资料来源：招商证券

根据以上假设，预计 2010~2012 年清江公司为湖北能源贡献的净利润分别为 5.7 亿元、5.8 亿元和 6.0 亿元，折每股收益分别为 0.27 元/股、0.28 元/股和 0.29 元/股。

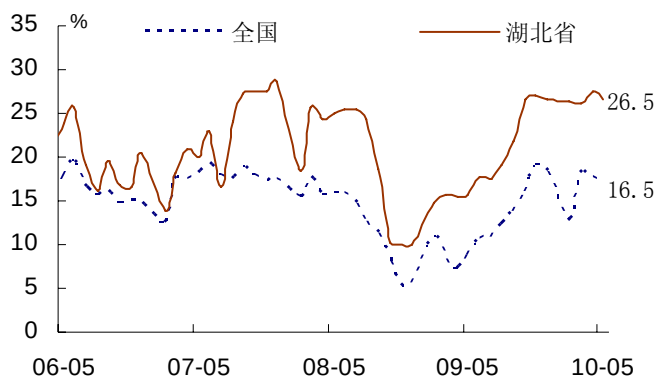
2、火电利用小时占优，运行较为稳定

随着鄂州二期 2 台 60 万千瓦机组的陆续投产，今年湖北能源火电机组的比重将上升到 32.4%，将对公司经营产生较大影响，为了对湖北能源火电业务盈利情况有一个更准确的把握和预测，我们先对湖北省未来三年的利用小时进行了统计分析。

近几年，湖北省经济发展较快，工业发展速度远高于全国平均水平，其主要支柱产业为汽车产业、石化产业、钢铁产业、食品工业、电子信息产业、纺织产业，其中石化、钢铁、纺织耗能都较大。

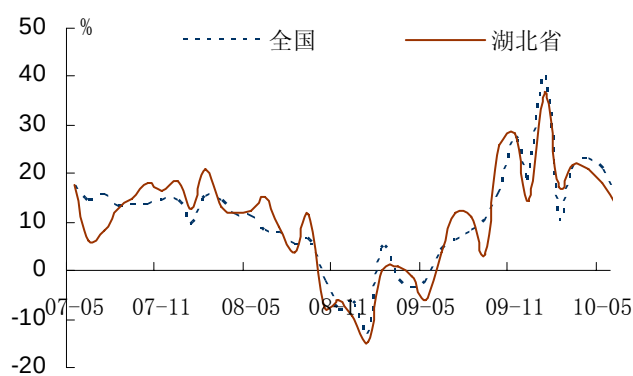
预计湖北用电需求复合增长 10%。2010 年 1~6 月份用电同比增长 21.0%，在实体经济复苏的情况下，湖北省用电量需求恢复显著，但随着下半年国家经济结构调整以及节能减排力度的加大，我们保守判断，湖北全年用电需求将回落到一个合理的水平，略高于全国 GDP 的增速，我们预计湖北省 2010~2012 年用电需求的复合增长率将达到 10%。

图16：湖北省工业增加值单月增速远高于全国



资料来源：国家统计局，招商证券

图17：湖北省与全国当月用电量增速对比



资料来源：中电联，招商证券

预计湖北装机增速在 10%以上。我们统计了湖北省未来五年在建以及规划的主要电源项目并考虑三峡电站对湖北装机的影响：根据国家发改委确定的“十一五”三峡电站的电能消纳方案，其中华东 720 万千瓦、广东 300 万千瓦，华中 800 万千瓦，而华中电网四省的三峡电量又是按河南 10%、湖北 42%、湖南 30%、江西 18%的比例进行分配，因此三峡电站实际外送装机容量为 1484 万千瓦，扣除三峡外送装机对湖北装机容量的影响，通过测算预计湖北省 10~12 年的装机增速，分别为 11%，15%，13%。

预计全省利用小时呈下降趋势。今年由于经济快速复苏以及上半年来水较差，1~6 月份，湖北省火电平均利用小时 2238 小时，同比增长 17.4%，水电平均利用小时 1576 小时，同比下降 11%，全部机组利用小时与去年同期持平，随着近期汛期来水的向好，水电平均利用小时将快速恢复。综合考虑湖北省的用电需求和装机增速，我们判断，2010 年火电利用小时将达到 4500 小时，2011 年为 4275 小时，2012 年为 4060 小时。

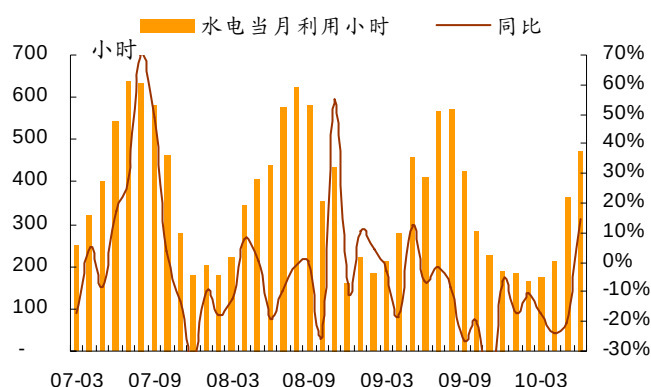
公司火电机组利用小时高于全省。由于鄂州发电和鄂州二期均为大容量、高参数、高效率的火电机组，又地处湖北负荷中心，设备利用率应高于湖北省平均利用小时。从鄂州发电近三年的利用小时来验证，2007~2009 年三年的利用小时分别为 5130 小时、5008 小时和 5260 小时，远高于湖北省火电平均利用小时，运行较为稳定，

因此，我们判断，未来三年鄂州发电利用小时在 5000 小时左右，2010 年受益于水电减发，估计将达到 5300 小时。鄂州二期设计发电利用小时为 5000 小时，但考虑地方的电力供需关系，初步判断其利用小时可能达不到设计值，但是会好于湖北省的平均利用小时，预计 2010~2012 年鄂州二期全部机组利用小时分别为 4500 小时、4400 小时和 4300 小时。

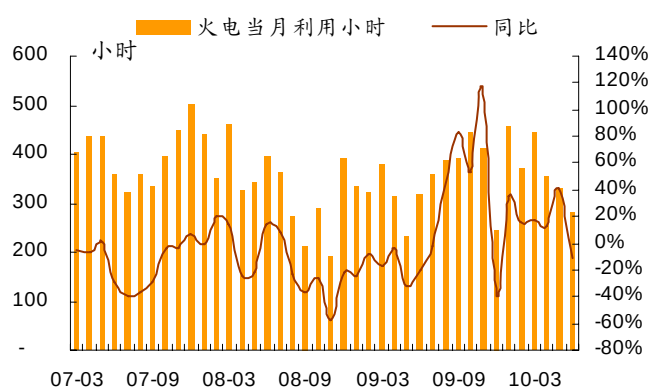
表 8: 湖北未来三年在建及规划装机投产情况

编号	电站名称	类型	装机	机组类型	2009A	2010E	2011E	2012E
1	白莲河抽水蓄能电站	抽水蓄能	120	4×30	30	90		
2	潘口水电站	水电	51.3	2×25+1.3				51.3
3	江坪河水电站	水电	45	2×22.5		45		
4	淋溪河水电站	水电	17					
5	孤山水电站	水电	16					
6	龙背湾电站	水电	18					18
7	荆州热电厂	热电联产	60	2×30	30	30		
8	东阳光自备热电联产项目	热电联产	60	2×30	30	30		
9	黄石电厂	热电联产	30	1×30	30			
10	青山电厂	热电联产	70	2×35			70	
11	十堰热电项目	热电联产	60	2×30				60
12	阳逻电厂四期	火电	200	2×100				200
13	大别山二期	火电	120	2×60			120	
14	鄂州电厂二期	火电	120	2×60	60	60		
15	鄂州电厂三期	火电	200	2×100			200	
16	西塞山电厂二期	火电	120	2×60		120		
17	蒲圻电厂二期	火电	200	2×100				200
18	荆沙发电厂	火电	120	2×60				
19	孝感火电厂	火电	120	2×60			120	
总计					180	375	510	529.3
湖北省未来发电装机					4620.8	4995.8	5505.8	6035.1
扣除三峡外送装机的湖北省未来装机					3136.8	3511.8	4021.8	4551.1
湖北省未来装机预计增速					11%	12%	15%	13%

资料来源：发改委，招商证券（其中装机单位为万千瓦）

图 18: 湖北省单月水电平均利用小时及同比


资料来源：中电联，招商证券

图 19: 湖北省单月火电平均利用小时及同比


资料来源：中电联，招商证券

3、鄂州发电或将微利，仍受煤价波动影响

鄂州发电为湖北能源全资子公司，主要负责鄂州电厂的运营。鄂州电厂位于湖北省鄂州市葛店镇，地处湖北省鄂东电力负荷中心。该电厂目前拥有两台 30 万千瓦火力发电机组，总装机容量为 60 万千瓦，全部机组投产日期为 1999 年 4 月，年设计发电量为 36 亿千瓦时，生产的电力全部销售给湖北省电力公司。

2009 年，鄂州发电完成发电量 31.56 亿千瓦时，由于煤价较高以及上半年用电需求下

滑，造成当年亏损。但鄂州发电利用小时一般在 5000 小时左右，远高于去年湖北省统调火电机组 4146 小时，也高于全国平均水平，具有一定的竞争优势。

我们对鄂州发电未来几年的业绩进行了盈利预测，并基于以下主要假设：

- 电厂发电利用小时按照前文预测假定；
- 电厂电价按照 2009 年 1~7 月份平均上网电价 0.477 元/千瓦时假定；
- 燃煤价格按照 2009 年电厂平均煤价上涨一定比例，以 800 元/吨假定；
- 公司所得税为 25%；

表 9、鄂州发电盈利预测表

单位：亿元	2010E	2011E	2012E
1.主营业务收入	12.1	11.4	11.4
2.主营业务成本	11.9	11.2	11.1
(1)燃料成本	8.2	7.8	7.8
(2)折旧	1.3	1.3	1.2
(3)维修成本	0.2	0.2	0.2
(4)人员工资	0.2	0.2	0.2
(5)主营税金及附加	0.2	0.2	0.2
(6)销售费用	0.0	0.0	0.0
(7)管理费用	0.3	0.3	0.3
(8)财务费用	1.4	1.3	1.2
3.营业利润	0.2	0.1	0.3
(1)营业外收入	0.0	0.0	0.0
(2)营业外支出	0.0	0.0	0.0
4.利润总额	0.2	0.1	0.3
所得税	0.1	0.0	0.1
5.净利润	0.2	0.1	0.2
少数股东损益	0.0	0.0	0.0
6.归属湖北能源净利润	0.2	0.1	0.2
7.每股收益（元）	0.008	0.005	0.010

资料来源：招商证券

根据以上假设，预计 2010~2012 年鄂州发电将为湖北能源贡献的净利润分别为 0.2 亿元、0.1 亿元和 0.2 亿元，折每股收益分别为 0.008 元/股、0.005 元/股和 0.01 元/股。

4、鄂州二期微亏，电价尚有上涨空间

葛店发电为湖北能源控股子公司，股比 51%，负责建设鄂州电厂二期工程两台 60 万千瓦火力发电机组，2006 年开始建设，2009 年底投产 1 台，另外一台于 2010 年投产发电。机组设计发电利用小时 5000 小时，能为鄂东负荷中心提供一个可靠的电源支撑点，减轻湖北电网内“西电东送”的压力，提高电网运行的经济性和安全稳定水平。

我们对葛店发电未来几年的业绩进行了盈利预测，并基于以下主要假设：

- 电厂发电利用小时按照前文预测假定；
- 电厂电价暂按湖北省标杆电价 0.425 元/千瓦时假定，电价仍有上涨空间；
- 燃煤价格与鄂州发电相同，以 800 元/吨假定；
- 公司所得税为 25%；

表 10、鄂州二期（葛店发电）盈利预测表

单位：亿元	2010E	2011E	2012E
1.主营业务收入	18.6	18.2	17.8
2.主营业务成本	18.9	18.4	17.9
(1)燃料成本	14.0	13.7	13.4
(2)折旧	1.7	1.7	1.6
(3)维修成本	0.5	0.5	0.5
(4)人员工资	0.2	0.2	0.2
(5)主营税金及附加	0.3	0.3	0.3
(6)销售费用	0.0	0.0	0.0
(7)管理费用	0.5	0.5	0.5
(8)财务费用	1.7	1.6	1.5
3.营业利润	-0.2	-0.2	-0.1
(1)营业外收入	0.0	0.0	0.0
(2)营业外支出	0.0	0.0	0.0
4.利润总额	-0.2	-0.2	-0.1
所得税	-0.1	0.0	0.0
5.净利润	-0.2	-0.1	-0.1
少数股东损益	-0.1	-0.1	0.0
6.归属湖北能源净利润	-0.1	-0.1	0.0
7.每股收益（元）	0.00	0.00	0.00

资料来源：招商证券

根据以上假设，预计 2010~2012 年葛店发电将为湖北能源贡献的净利润分别为 -0.1 亿元、-0.1 亿元和 0.0 亿元。由于电站新投产不久，财务费用及折旧均较高，而且电价水平较低，影响了公司的盈利能力。如果电价能达到鄂州发电的电价水平，其他假设条件不变，预计贡献每股收益为 0.04 元/股。

5、电力业务盈利稳定，预计贡献利润 6 亿

除了公司水电基地和火电基地外，公司还拥有其他一些电力资产，由于装机比重较低，对公司业绩影响不大：

其他小水电盈利预测。目前，湖北能源还拥有洞坪、芭蕉河、锁金山等小水电项目，共计装机 25.6 万千瓦时，2010 年三里坪水电投产后，还将增加 7 万千瓦电量，从而达到 32.6 万千瓦。按照各小水电设计发电量测算，2010~2012 年共计发电量预计为 8.4 亿、10.2 亿、10.2 亿千瓦时，假设度电利润为 0.05 元/千瓦时，并按照湖北能源对各水电站的持股比例分配利润，2010~2012 年，其他水电资产预计为公司贡献净利润为 0.17 亿元、0.24 亿元和 0.24 亿元，折每股收益 0.008 元/股、0.011 元/股和 0.011 元/股。

其他风电盈利预测。湖北能源目前投产的风电资产为九宫山风电一期，装机 1.36 万千瓦，2011 年初齐岳山风电一期（4.93 万千瓦）投产后，公司风电装机将达到 6.23 万千瓦，按照两风电项目的设计发电量计算，贡献 1.1 亿千瓦时，假设度电利润为 0.05 元/千瓦时，2010~2012 年风电资产预计为公司贡献净利润为 0.01 亿元、0.04 亿元和 0.04 亿元。

综上所述，公司电力资产 2010~2012 年预计可实现归属公司的净利润为 5.9 亿元、6.1 亿元和 6.4 亿元，折每股收益分别为 0.29 元、0.30 元和 0.31 元。

五、投资收益可观，探索开拓新领域

1、金融投资利润丰厚，电力投资静待核电

湖北能源除主业外还参股部分火电公司，投资金融行业以及煤炭行业相关公司。其中，公司按权益法核算的重大投资有长江证券（11.7%），长源电力（11.8%），汉新发电（15%）等。2009 年底，公司长期股权投资较 2008 年增加 4.90 亿元，主要是公司增加对长江证券股份有限公司的投资以及其损益调整变动影响所致。

根据湖北能源对长江证券股权分置改革所作的限售承诺，其持有的上述股份将于 2010 年 12 月 27 日上市流通，按照长江证券目前的收盘价 10.69 元/股估算，公司该部分股权的市值达 27.1 亿元，对公司业绩的稳定具有重要意义。

此外，公司按照成本法核算的投资还有湖北省煤炭投资开发公司（19.42%）、国电长源第一发电（5.19%）、长润保险公司（5%）、晋城蓝焰煤业公司（2.02%）、晋中南铁路煤炭销售公司（1.6%）。

表 11、公司权益法核算的重大股权投资

成本法核算投资	业务性质	持股比例	2009 年 营业收入	2009 年 净利润
长江证券	证券、期货业	11.67%	319440	137200
长源电力	电力、热力	11.80%	585047	3267
湖北汉新发电公司	电力、热力	15.00%	82024	-6927
芭蕉河燕子桥水电	水电开发	40%	579	-170
湖北核电公司	核电开发	40%	/	/
咸宁核电公司	开发、投资核电	40%	/	/

资料来源：公司公告，招商证券

- **金融投资贡献丰厚。**2009 年长江证券实现净利润 13.7 亿元，对公司权益贡献 1.6 亿元；今年上半年实现净利润 4.9 亿元，对公司权益贡献 0.57 亿元；我们初步预计 10~12 年长江证券实现净利润 11 亿、12 亿元、12 亿元，对公司的权益贡献为 1.3 亿、1.4 亿、1.4 亿。
- **电力投资收益大致相抵。**2009 年，长源电力实现净利润 0.32 亿元，也是公司长期股权投资的一个重要来源，但其受煤价波动影响较大，2009 年上半年曾出现亏损，全年毛利率较低。今年一季度公司虽然仍然亏损，但亏损幅度同比已经大幅减少，粗略判断，长源电力 10~12 年预计实现净利润为 0.5 亿元。但考虑到湖北汉新历史亏损较为严重，与长源电力收益基本相抵，因此，我们暂不考虑两个火电厂的投资收益。另外，公司参股的核电项目，规模大，盈利强，非常值得期待。
- **成本法投资收益相对稳定。**根据历史数据（数据来源为鄂能债公告），公司每年除权益法投资收益外，还有成本法投资收益，金额在 2300~3500 万元左右，我们初步判断应该为长润保险和湖北煤投的分红收益，我们假设公司 10~12 年相关子公司的分红收益为 3200 万元、2500 万元、2500 万元。

综上所述，我们初步判断未来长江证券将对公司贡献比较可观的收益，参股火电公司受煤价影响较大，投资贡献较小，预计公司 10~12 年投资收益的规模约为 1.6 亿元、1.65 亿元、1.65 亿元。

2、进军天然气，探索新领域

2009 年 6 月，湖北能源成立了湖北省天然气发展有限公司，开始涉足非电能源领域，进入天然气行业，主要负责天然气管道、门站、储气调峰设施等项目的投资、建设和经营管理，大力发展天然气中游管输业务，培育发展天然气下游运营业务，以及与天然气相关技术的开发与应用等。

湖北省天然气与中燃燃气实业（深圳）有限公司等合资组建了鄂东天然气，承担黄大线（黄冈—大冶天然气输气管道）项目的建设管理和生产运营。该项目为连接中石油西气东输二线和中石化川气东送两条天然气骨干输气管道之间的联络线，动态投资估算总额 4 亿元，年输气量约 4.86 亿立方米，建成后将有效满足湖北鄂东黄冈、鄂州、黄石及大冶地区对天然气的市场需求、保障供气安全并实现资源调控。

湖北能源涉足天然气行业，预示着公司正向其他能源领域开拓，以电力为立足点，向上游探索一次能源的开发运营模式，适度多元化，保障公司长远发展。

六、三环老车换新引擎，湖北能源续新未来

1、置换带来新气象，业绩持续提升

基于前文分析以及相关假设，我们预测 2010~2012 年湖北能源净利润为 7.0 亿，7.8 亿，8.4 亿元，按照 20.67 亿股测算，每股收益分别为 0.33 元、0.37 元和 0.39 元，对应目前三环股份 8.47 元的股价，10~12 年的市盈率分别为 25x，23x，21x。

表 12：湖北能源未来盈利预测表

单位：亿元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
1.营业总收入	44.15	42.37	60.68	61.04	61.04
2.营业总成本	38.11	36.91	53.01	52.38	51.61
主营成本	23.41	25.81	40.12	40.31	39.95
营业税金及附加	0.98	1.32	0.91	0.92	0.92
销售费用	0.34	0.37	0.61	0.61	0.61
管理费用	1.46	1.77	2.43	2.44	2.44
财务费用	11.26	7.00	8.94	8.10	7.69
资产减值损失	0.67	0.64	0.00	0.00	0.00
3.其他经营收益	(0.37)	2.07	1.60	1.65	1.65
公允价值变动收益	0.00	(0.14)	0.00	0.00	0.00
投资收益	(0.37)	2.20	1.60	1.65	1.65
4.营业利润	5.67	7.53	9.27	10.31	11.08
加：营业外收入	0.14	0.43	0.04	0.04	0.04
减：营业外支出	0.10	0.10	0.03	0.03	0.03
5.利润总额	5.72	7.85	9.28	10.32	11.09
减：所得税	1.80	1.30	2.32	2.58	2.77
6.净利润	3.92	6.55	6.96	7.74	8.31
减：少数股东损益	0.16	0.10	0.14	0.15	0.17
7.归属所有者的净利润	3.77	6.45	6.82	7.58	8.15
8.EPS	0.18	0.31	0.33	0.37	0.39

资料来源：公司公告，招商证券(注：按照增发后总股本 20.67 亿测算)

2、核电引领未来，提升公司估值

- 公司 70% 的利润来自水力发电业务，目前行业内的水电公司 PE 为 25 倍，但考虑到湖北能源未来核电项目的跨域式增长，是目前上市公司中真正意义上的大比例参股核电股票，同时，核电具有较高的准入门槛，在一定意义上可提升公司的估值水平，我们看好其未来的发展，按照 30 倍市盈率估计，公司股票的价值为 10.0 元。
- 前文盈利测算较为保守，从目前来看，公司流域水电来水较好，水电发电量有超预期的可能。另外，下半年受节能减排影响，煤价可能有所回落，如果同时考虑公司水电发电量增加 5%，煤价下跌 5%，公司 2010 年每股收益将达到 0.4 元以上。此外，公司目前主要利润来源仍然是水电业务，如果将来进行水火同价试点，其投资价值会因此得到提升。

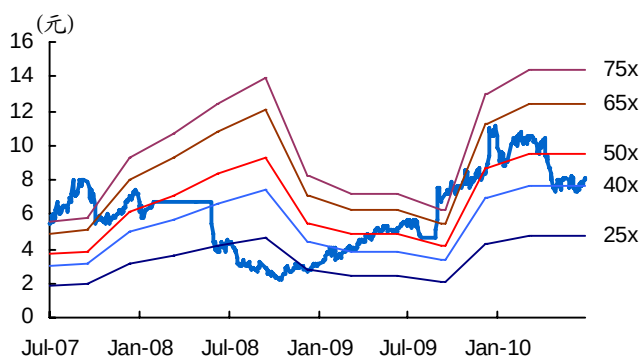
综上所述，我们采取相对保守的价格作为公司的目标价，首次给予三环股份（未来的湖

北能源)“审慎推荐”的投资评级,目标价 10 元。

3、风险因素探讨

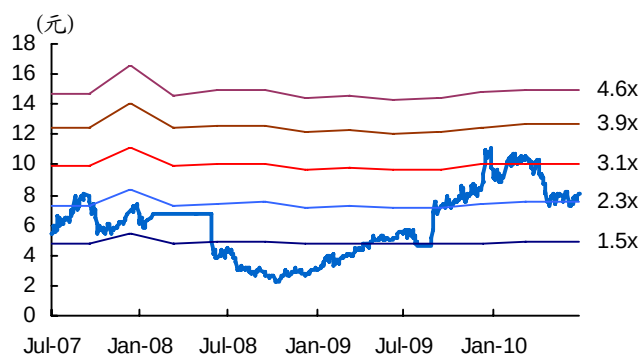
- **宏观经济波动风险。**电力行业与宏观经济形势密切相关,国际国内经济形势变化使经济增长和结构调整存在一定的不确定性,将影响到电力需求,从而影响到湖北能源生产经营和盈利能力。
- **水文不确定风险。**由于公司水电比重较大,是公司最重要的利润来源,因此,水文情况将对公司业绩产生一定的影响。
- **煤价上涨及供应不足风险。**随着公司未来火电比重的持续上升,煤价波动和煤炭供应对公司经营的影响在加大,因此,存在煤价大幅上涨,煤电联动不及时,煤炭供应不足,导致公司经营恶化的风险。
- **在建项目进度风险。**由于工程建设存在诸多难以预测的因素,公司后续在建项目包括核电项目,存在投产滞后的风险,从而影响公司业绩。

图 20: 三环股份历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 11: 三环股份历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	6766	5897	5738	4955	5391
现金	1231	1457	1500	1500	2758
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	239	30	61	61	61
应收款项	316	365	471	474	474
其它应收款	98	56	61	61	61
存货	3486	3525	3600	2813	1991
其他	1396	464	46	46	46
非流动资产	22292	24315	25524	24685	23881
长期股权投资	1046	1536	1536	1536	1536
固定资产	19364	20821	23448	22626	21837
无形资产	190	185	167	150	135
其他	1691	1773	373	373	373
资产总计	29058	30213	31262	29640	29272
流动负债	5232	7475	10014	7922	7048
短期借款	1712	4680	7559	5460	4600
应付账款	530	332	321	322	320
预收账款	244	868	802	806	799
其他	2747	1595	1331	1333	1329
长期负债	16152	14095	12182	12182	12182
长期借款	14902	12715	11032	11032	11032
其他	1250	1380	1150	1150	1150
负债合计	21384	21570	22196	20104	19230
股本	4800	4800	4800	4800	4800
资本公积金	2260	2291	2291	2291	2291
留存收益	295	760	1169	1624	2113
少数股东权益	319	793	806	822	839
母公司所有者权益	7355	7850	8260	8715	9204
负债及权益合计	29058	30213	31262	29640	29272

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	2739	2676	2501	3148	3148
净利润	377	645	682	758	815
折旧摊销	0	0	904	938	904
财务费用	0	0	894	810	769
投资收益	0	0	-160	-165	-165
营运资金变动	0	0	177	793	811
其它	2363	2032	3	13	14
投资活动现金流	-1457	-1750	-2100	-100	-100
资本支出	0	0	-2100	-100	-100
其他投资	-1457	-1750	0	0	0
筹资活动现金流	-1586	-800	-358	-3048	-1790
借款变动	0	0	879	-2099	-860
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	-273	-303	-326
其他	-1586	-800	-964	-645	-604
现金净增加额	-304	127	43	0	1258

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4415	4237	6068	6104	6104
营业成本	2341	2581	4012	4031	3995
营业税金及附加	98	132	91	92	92
营业费用	34	37	61	61	61
管理费用	146	177	243	244	244
财务费用	1126	700	894	810	769
资产减值损失	67	64	0	0	0
公允价值变动收益	0	(14)	0	0	0
投资收益	(37)	220	160	165	165
营业利润	567	753	927	1031	1108
营业外收入	14	43	4	4	4
营业外支出	10	10	3	3	3
利润总额	572	785	928	1032	1109
所得税	180	130	232	258	277
净利润	392	655	696	774	831
少数股东损益	16	10	14	15	17
母公司所有者净利润	377	645	682	758	815
EPS (元)	0.18	0.31	0.33	0.37	0.39

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	14%	-4%	43%	1%	0%
营业利润	-24%	33%	23%	11%	7%
净利润	-31%	71%	6%	11%	7%
获利能力					
毛利率	47.0%	39.1%	33.9%	34.0%	34.5%
净利率	8.5%	15.2%	11.2%	12.4%	13.3%
ROE	5.1%	8.2%	8.3%	8.7%	8.9%
ROIC	4.7%	4.6%	4.9%	5.3%	5.5%
偿债能力					
资产负债率	73.6%	71.4%	71.0%	67.8%	65.7%
净负债比率	58.4%	58.6%	59.5%	55.6%	53.4%
流动比率	1.3	0.8	0.6	0.6	0.8
速动比率	0.6	0.3	0.2	0.3	0.5
营运能力					
资产周转率	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
存货周转率	0.8	0.7	1.1	1.3	1.7
应收帐款周转率	9.4	12.4	14.5	12.9	12.9
应付帐款周转率	5.1	6.0	12.3	12.5	12.4
每股资料(元)					
每股收益	0.18	0.31	0.33	0.37	0.39
每股经营现金	1.33	1.29	1.21	1.52	1.52
每股净资产	3.56	3.80	4.00	4.22	4.45
每股股利	0.08	0.13	0.13	0.15	0.16
估值比率					
PE	44.4	25.9	25.7	23.1	21.5
PB	2.3	2.1	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	13.6	16.0	12.3	12.0	12.0

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。现为招商证券研究副董事，曾获《新财富》2008 年电力与公用事业最佳分析师。

侯鹏：清华大学硕士，曾供职于国家开发投资公司旗下国投电力公司，长期从事电力项目建设和企业管理工作，全面掌握水电、火电、风电、光伏发电项目的特点，对电力企业运营有独到认识。2010 年加入招商证券，现为招商证券电力行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。