

三环股份（000883） 电力

—湖北能源借壳三环股份点评

2010 年 1 月 5 日

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 9.25 元

事件：

公司与湖北省国资委、长江电力、国电集团、三环集团共同签署了《重组协议》。根据《重组协议》，本公司拟将截至评估基准日的全部资产与负债与湖北省国资委、长江电力和国电集团持有的湖北能源合计100%的股份进行资产置换，置入资产交易价格超出置出资产交易价格的差额部分由公司发行1,7.8亿股股份购买。

结论：

由于近期公司的发电机组规模的扩张速度已经放缓，短期内没有新的机组投产，同时水电受来水影响较大，未来具有一定的不确定性，因此电力资产在近期内对公司收益贡献将趋于稳定；影响公司业绩的增长在于其子公司的较多土地储备，房地产的投资收益将成为公司未来最大的看点。

正文：

本次置出资产的净资产评估值 9.62 亿元，而置入资产评估值高达 112.46 亿元。其中的约 102.85 亿元差额，将由三环股份向湖北省国资委、长江电力与国电集团发行股份购买。本次交易的发行价格为 5.77 元/股，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。

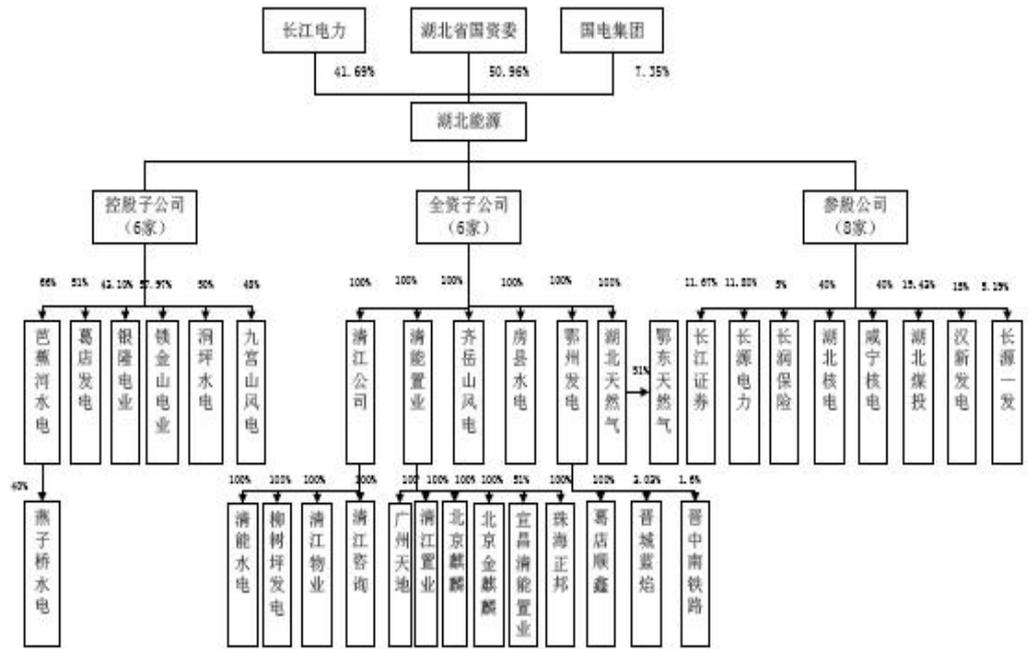
湖北能源是湖北省国资委下属的国有控股企业，是目前湖北省属控股最大的电力能源企业，公司主营包括电力、房地产、投资三大块。湖北能源的最主要电力资产主要包括清江水电和鄂州火电，可控装机 4232MW，其中水电占比 85.5%，这次资产置换的最大看点就是水电资产的注入，同时公司在风电、核电、金融等领域也有涉足。

湖北能源生产的电力主要在湖北省境内消纳，湖北省每年的电力需求较大，增速均超过 11%，公司未来盈利空间巨大。2007 年至今，公司已建装机容量由 280.56 万千瓦上升至 483.19 万千瓦，增幅为 72.22%，已经成为名副其实的大型水电企业。2009 年 1-7 月，公司发电总量达到 72.96 亿千瓦时，上网电量 71.15 亿千瓦时。

联系方式

研究员： 常格非
电 话：
电 邮：
联系人： 赵喜娟
电 话： (86-21) 51097188-1952
电 邮： zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址： 中国上海市浦东南路 379 号
金穗大厦 15F (200120)

图一：湖北能源股权结构



资料来源：公司公告 国元证券研究中心

表一：湖北能源下属子公司及盈利

名称	成立时间	持股比例	所属行业	营业利润 (万元) (2009年1-7月)	净利润 (万元) (2009年1-7月)
全资子公司					
清江公司	1995年9月26日	100%	电力	1,106.80	820.01
鄂州发电	2000年12月22日	100%	电力	-173.75	-173.75
房县水电	2007年6月1日	100%	电力	0.23	0.23
齐岳山风电	2009年4月8日	100%	电力	-1.52	-1.52
湖北省天然气	2009年6月1日	100%	天然气	-1.14	-1.14
清能置业	2006年11月16日	100%	房地产	---	---
控股子公司					
芭蕉河水电	1999年12月28日	66%	电力	149.86	149.48
锁金山电业	1996年9月16日	57.97%	电力	362.13	294.17
葛店发电	2006年4月6日	51%	电力	-38.66	-38.66
洞坪水电	2001年12月18日	50%	电力	2,419.44	2,237.20
九宫山风电	2003年9月25日	48%	电力	7.80	186.34
银隆电业	1994年9月25日	42.10%	电力	739.25	739.25
参股公司					
湖北核电	2008年6月6日	40%	电力	---	---
咸宁核电	2008年7月31日	40%	电力	---	---
汉新发电	1997年12月25日	15%	电力	---	---
长源电力	1995年4月7日	11.80%	电力	---	---
湖北煤投	2005年6月16日	19.42%	煤炭	---	---
长江证券	1997年7月24日	11.67%	金融	---	---
长润保险	2003年12月6日	5%	金融	---	---
长源一发	1996年6月20日	5.19%	电力	---	---

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

表二 湖北能源电力运行

	2009 年1-7 月	2008 年	2007 年
可控装机容量（万千瓦）	423.19	418.66	280.56
其中：水电机组	361.83	357.3	219.2
火电机组	60	60	60
风电机组	1.36	1.36	1.36
总发电量（亿千瓦时）	72.96	127.83	78.96
其中：水电机组	58.45	97.59	48.14
火电机组	14.34	30.05	30.78
风电机组	0.1662	0.1872	0.0356
上网电量（亿千瓦时）	71.15	124.47	76.14
其中：水电机组	57.69	96.44	47.37
火电机组	13.3	27.85	28.77
风电机组	0.1616	0.1813	0.1813
发电设备利用小时（小时）	1740.59	3,053.95	2,812.78
其中：水电机组	1633.59	2,732.08	2,196.17
火电机组	2,390.48	5,007.72	5,129.48
风电机组	1,221.89	1,376.42	261.76
含税上网电价（元/千瓦时）	343.20	324.55	325.98
其中：水电机组	327.35	309.61	312.25
火电机组	407.75	373.83	348.59
风电机组	800	710.64	

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

从收入构成看，湖北能源的最主要赢利点依然是水电，其次是房地产，火电盈利能力则相对较弱。

湖北能源房地产业务主要由清能置业所属房地产项目公司进行开发及经营，所开发项目主要集中在深圳、广州、珠海、武汉、宜昌、北京等地区，清能置业持有广州天地、清江置业、北京麒麟、北京金麒麟、珠海正邦五家公司100%股权和宜昌清能置业51%股权。目前已开发了深圳时代骄子大厦、广州泓景花园、北京新金山商务大厦等项目，在建项目主要包括武汉清江山水、珠海正邦岭秀城、宜昌清江润城等。

截至2009年7月31日，湖北能源已开发项目建筑总面积为42.9万平方米，在建项目的建筑总面积为68.26万平方米，土地储备55.06万平方米（约825亩地），预计建筑总面积为121.4万平方米，上述土地已具备开发条件。因湖北能源的土地储备较多，可分期开发，因此能够保证未来三年房地产业务的正常经营和发展。

表三：主营业务构成

项目	水电	火电	风电	房地产	其他	抵销	合计
营业收入	189,804.69	54,705.91	1,105.09	19,899.55	1,839.20		267,354.44
营业费用	118,424.48	55,093.83	1,098.81	19,686.00	6,941.83	11,060.93	190,184.01
营业利润	71,380.21	-387.92	6.28	213.56	-5,102.63	11,060.93	77,170.43

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

公司受益于所属电站的来水较好，水布垭电站 4 台机组全面投产，以及 2008 年下半年鄂州、水布垭、九宫山上网电价进行了调整，电价变化使 2009 年 1-7 月较去年同期收入明显增加。

表四：湖北能源经营情况

项目	2009 年1-7 月	2008 年度	2008 年1-6 月	2007 年度
营业收入	267,354.44	441,535.91	190,997.83	386,602.22
营利润	89,510.35	56,748.41	44,872.75	75,024.86
利润总额	93,117.96	57,195.45	44,971.19	74,380.15
净利润	68,382.63	37,652.82	34,877.09	54,311.56

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

由于近期公司的发电机组规模的扩张速度已经放缓，短期内没有新的机组投产，同时水电受来水影响较大，未来具有一定的不确定性，因此电力资产在近期内对公司收益贡献将趋于稳定；影响公司业绩的增长在于其子公司的较多土地储备，房地产的投资收益将成为公司未来最大的看点。

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

回避 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn