

三花股份 (002050.SZ) 其它专用设备行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

王晓莹

分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

蒋毅

联系人
(8636)11937527
jiangyi@gjzq.com.cn

公司大股东与阿拉善盟签署战略合作协议

事件

新华网内蒙古频道 3 月 8 日报道: 3 月 6 日, 盟行署与三花控股集团有限公司 (上市公司的大股东) 签署投资建设《三花太阳城战略合作协议》 (http://www.nmg.xinhuanet.com/nmgwq/2012-03/08/content_24850281.htm)。常务副盟长魏国权致辞: “...三花控股集团在发展光热发电产业方面掌握国际领先核心技术, 与其他太阳能技术相比拥有明显的成本优势和高效环保的特点, 也具备实施大规模产业化生产和运营的条件。...通过三花太阳城项目的实施, 必将为三花集团在阿拉善的事业发展打开新局面...”。控股集团总裁张道才表示: “...选择阿拉善为绿色太阳能发电的产业化基地, 以 320 亿元的总投资规划, 用世界一流的绿色太阳能发电技术, 在阿拉善建设规模宏大的“三花太阳城”, 实现沙漠的生态综合治理与改造, 并带动产业链上下游的集群式发展。...”

评论

三花控股集团目前的太阳能投资项目在上市公司, 集团的大手笔规划体现对该项目前景的信心:

- 上市公司在 09 年 12 月以自有资金出资 1050 万美元获得以色列 HelioFocus (以下简称 HF) 公司 30% 的股权 (为第二大股东), 11 年 1 月又增资 534 万美元持股比例上升到 30.7% (图表 1、2)。
- HF 公司采用碟式聚热技术开发太阳能系统, 主打产品 HelioBooster™ 利用碟式聚热技术来提高传统发电厂 (联合循环或煤炭) 的发电能力 (图表 3)。该项目的最新进展是 HF 公司和以色列电力公司于 11 年 10 月 11 日签署了一份合同, 旨在增加 Ramat Hovav 电厂 (位于以色列南部地区) 1MW 的清洁电力; 300 万美元投资的项目将于 2012 年兴建, 到该年年底可向发电厂提供蒸汽。(附 1、附 2)
- 根据投资协议, 公司和 IC (第一大股东) 以及 HF 公司之间已经达成在中国建立示范基地的意向, 并拥有 HF 公司碟式太阳能热电项目在中国的独家销售权与优先制造权。
- 在和阿拉善盟签署协议前, 大股东三花控股集团的太阳能投资项目就此一个, 因此我们认为集团和阿拉善盟的战略合作也将是围绕着这一项目在中国建立示范基地而展开。320 亿元的总投资规划应该是个 5-10 年的长期规划, 但大手笔的投资至少体现了集团和当地政府对于光热投资项目前景的信心。

320 亿元的总投资规划应该是控股集团 5-10 年的长期规划, 阿拉善盟资源丰富, 政企合作空间大: 根据慧聪制冷网, “自去年以来, 通过对新疆、内蒙古地区日照和矿产资源丰富地区的考察, 结合三花对绿色太阳能光热发电领域的国际投资、研发合作与产业推进, 集团确立了‘以高新科技项目配套能源和矿产资源、以能源和矿产资源培育高薪科技项目, 长远看以项目产出取代传统的能源产出’的战略新思路。经过半年多全面深入的调研和比较, 发现内蒙古阿拉善盟年日照时间在 2600—3500 小时, 具有优越的光照条件, 自然矿藏资源也极为丰富, 并且阿拉善盟政府也看重了三花脚踏实地的专业化精神, 绿色低碳、‘技术领先’的发展理念, 竭力邀请三花项目落地, 在各方面给予全力支持。因此公司最终选择阿拉善盟为绿色太阳能光热示范项目和产业化项目的建设地。”

上市公司依然专注主业, 适度多元, 从成本领先走向技术领先: 短中期看, 高利润率的电子膨胀阀产品随着变频空调占比扩大 (尤其是等变频空调节能补贴推出后) 将放量增长。长期看, 一方面公司早已切入中央空调配件领域, 2013 年量产正好契合本土中央空调大发展的商机; 另一方面公司志向高远, 前期投资公告显示公司已涉足变频控制器, 是对由部件提供商向解决方案提供商升级战略的实践。尽管年初憾失参与格力增发的契机, 但 3 个亿的投资额度会继续物色产业链上下游有投资价值的公司。

投资建议

维持 2012-2014 年 EPS1.70、2.05、2.46 元的预测。我们在前次少数股东权益收购的点评中认为大股东与资本市场的利益又趋于一致; 年报分配方案 10 股转增 10 股派 5 元也将在股东大会之后择日实施, 对于股价都是正面因素; 唯有一季报因下游产量下降而预告增速在 0 到 -20% 之间, 但 3 月公司已满产, 环比趋势向好。公司股价目前在定增价格之下 16%、在股权激励行权价之下 36%, 对应 15.2X12PE/12.6X13PE, 看好公司未来估值与业绩齐升, 6-12 月合理估值价格 34-37 元, 维持“买入”建议。

图表1: HelioFocus 公司发展历程

	融资进度	融资用途
2007.10.9	公司成立	—
2008	完成 A 阶段融资，通过向 ICG 公司发行 10,529,467 股普通 A 股融到 950 万美元。	—
2010 年初	完成 B 阶段融资。通过向 ICG 公司和三花股份发行 7,179,524 股普通 B 股筹集到了 1156 万美元。	用于建造拉马塔维夫的阿尔法增容系统，完成第一个工程样机。
2011 年 1 月	C 阶段融资。拟发行 8,864,930 股普通 C 股筹集 1330 万美元	将用于进行完整产品的验证并建造贝塔系统，将 1 个碟扩展到 8 个碟，增容量从 0.1MW 扩展到 1MW。
下一步	若项目进展顺利，HF 公司将开始下一轮的融资，将测试规模继续扩大，将增容量进一步扩展。	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表2: 目前三花股份持有 HelioFocus 公司 30.7% 股权，为第二大股东

股东名称	增资后（万股）				比例
	普通股	普通 A 股	普通 B 股	普通 C 股	
ICG 公司	68.6	1053.0	1435	530.5	45.8%
三花股份	274.4		574.5	356.0	30.7%
创始人团队	571.0				14.6%
职工期权	351.9				9.0%
合计股份	39,232,313				100%

来源：公司公告，互联网，国金证券研究所

图表3: HelioFocus 集聚太阳能产生高温蒸汽用于提高发电效率的抛物面碟形聚光镜



附 1: HelioFocus 太阳能光热项目的介绍 (<http://www.prnasia.com/pr/2011/12/02/111212821.shtml>)

HelioBooster™ -- 为您提供最佳商业价值

2011-12-02 11:50

以色列 NESS ZIONA 2011 年 12 月 2 日电 /美通社亚洲/ -- 以色列太阳能热利用技术公司 HelioFocus 将采用碟式聚热技术开发太阳能系统。该公司的主打产品 HelioBooster™ 将利用碟式聚热技术来提高传统发电厂（联合循环或煤炭）的发电能力。

HelioBooster™ 能够将所需要的太阳能吸热面积减少 30%，并提供最佳性能、安装和环境效率，其平准化电力成本为当今聚光太阳能热发电行业最低。

HelioBooster™ 由一组大面积低成本抛物线状碟式聚光器组成（每个碟式聚光器的面积为 500 平方米），它们能将温度最高锁定在 1000 摄氏度。每个碟式聚光器将太阳光输送到一个专利容积接收器，从而产生高温空气，并通过

专门设计的空气管道系统最大程度地减少热能损失和相应的电力消耗。传输到中央热能交换器的空气能产生高温气流。这些气流经过蒸汽涡轮机可转变成洁净电能。

HelioBooster™ 具备很多优势，并通过提供高效率、低平准化电力成本和高输出稳定性实现最大的商业价值。此外，HelioBooster™ 还具有许多环境优势。它对地理位置的要求不高，允许发电厂建在坡度最大为 5% 的斜坡上，同时也支持在零零散散的地方安装。其模块化的设计可根据发电厂的地理位置和需求来进行部署升级。该系统使用压缩空气来作为传热流体，而非石油，加上土地使用面积小和位置坡度要求小等优势，让它成为真正的环境效率系统。

这种高效率还可被用到多个应用中，比如提高现有发电厂、独立操作系统和 CHP 应用等的发电能力。该系统具有很高的模块性和灵活性，从而最大程度地降低了财务风险。

首个 HelioBooster 位于以色列南部地区，证明了该系统的强大能力。预计将在 2013 财年实现商业化，届时项目规模将达到 10 兆瓦电力，并分布在两三个不同的地区。目标市场主要是美国西南地区、中国和以色列。

HelioFocus 成立于 2007 年，积累了 20 多年的理论研究。该公司拥有能力卓越的管理团队和在太阳能热利用技术和工程方面经验丰富的研发工程师。2011 年，HelioFocus 获得了两项大奖 -- CSP 年度新秀奖和以色列亚洲商会奖。

HelioFocus 将借助其战略联盟，特别是与其投资者一起，如 Israel Corporation Green (ICG) 和中国浙江三花股份有限公司，将其发展成为先进的太阳能热利用解决方案的全球供应商。

附 2： HelioBooster 公司 CSP 系统使化石燃料发电厂增加发电量 (<http://newenergy.in-en.com/html/newenergy-16091609351164944.html>)

2011-10-17 16:06:53 国际新能源网

HelioFocus 公司和以色列电力 (IEC) 公司于 2011 年 10 月 11 日签署了一份合同，旨在增加 Ramat Hovav 电厂 (位于以色列南部地区) 1MW 的清洁电力。HelioFocus 公司将实施此电力提升，这一 HelioBooster 技术为用于提升化石燃料发电厂电力的一种独特的系统，它采用集聚太阳能产生高温蒸汽用于提高发电效率，成为聚光热发电 (CSP) 的变种，见图 3。

HelioFocus 公司独特的技术可将蒸汽直接引入电站汽轮机主蒸汽管道中，在峰值期间可补偿联合循环电厂的效率损失，并提升电厂每年的发电量。300 万美元投资的项目将于 2012 年兴建，到该年年底可向发电厂提供蒸汽。

将 HelioBooster 集成到一座操作中的发电厂，被称为是 HelioBooster 商业化的一个重要的里程碑。

该产品包括一个大型抛物面碟形聚光镜 (每个碟为 500 平方米)，可使空气温度提升到高达 1000° C。每个碟将太阳光辐射到一个专有的接收器上，接收器产生高温空气，空气然后被传送到中央换热器，由换热器产生蒸汽，再传送到电厂的常规透平中。

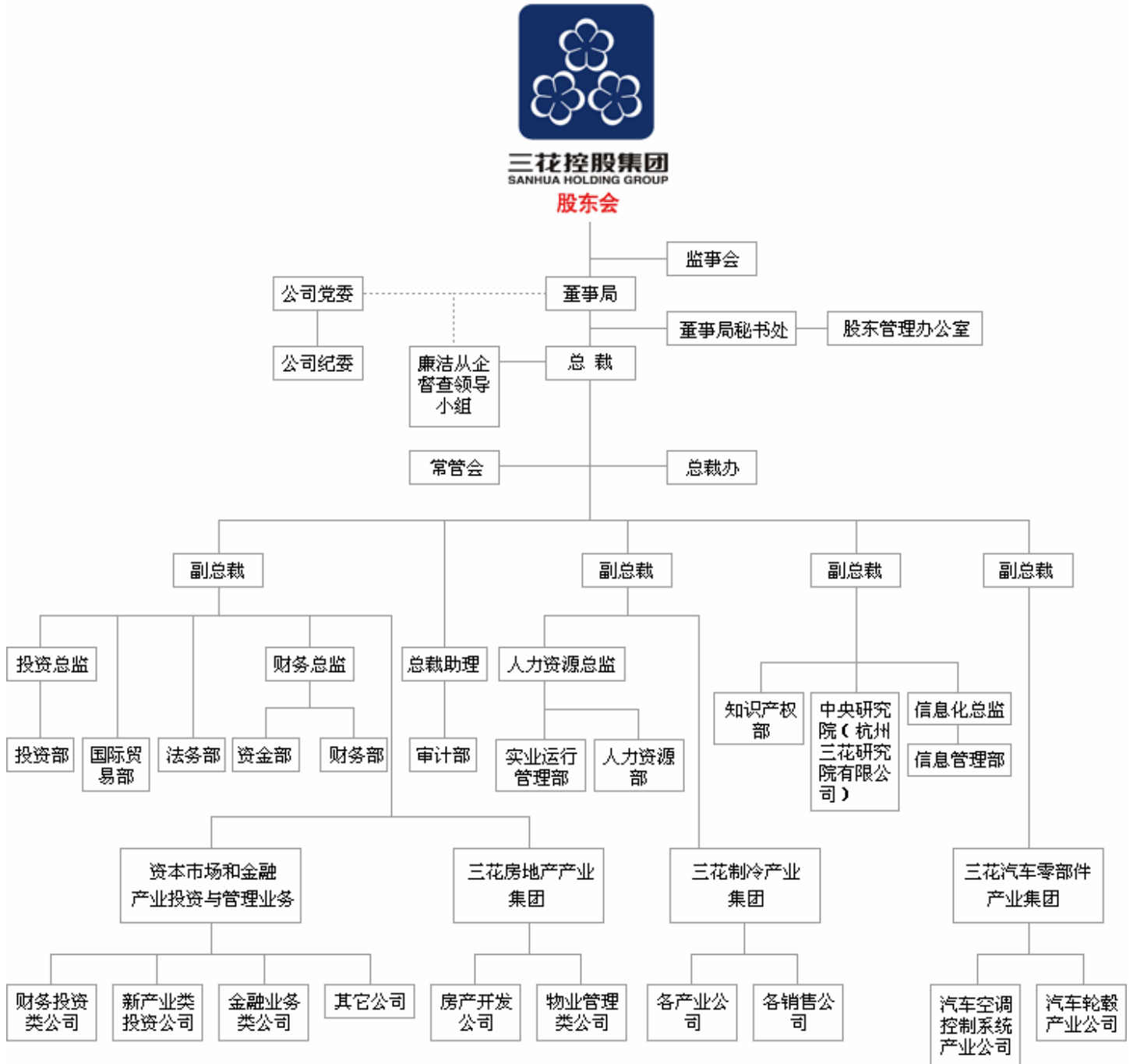
附 3： 以色列 HF 客户再次参观访问大地钢构 (<http://www.cngjg.com/zixun/xingye/2012/0314/24024.html>)

2012-03-14 中国钢结构资讯网

日前，以色列 HelioFocus 太阳能公司与三花集团一行 4 人浙江大地钢结构有限公司进行参观考察，HF 是三花集团的控股子公司，此次是该客户继去年 8 月第二次来公司拜访。

此次来访的主要的目的是讨论未来新项目合作的可能性。客户对浙江大地钢结构有限公司的产品质量、质检文件记录、海外项目的运作能力等都给予高度评价，但对生产设备的现代化操作提出了改进的要求。具体细节，将有待项目进展持续跟进。

图表4: 三花控股集团组织架构



来源: 公司网站, 国金证券研究所

图表5: 公司三张报表及预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	2,040	3,113	4,187	4,655	5,599	6,573
增长率		52.6%	34.5%	11.2%	20.3%	17.4%
主营业务成本	-1,478	-2,329	-3,200	-3,518	-4,232	-4,964
%销售收入	72.5%	74.8%	76.4%	75.6%	75.6%	75.5%
毛利	562	784	987	1,137	1,367	1,609
%销售收入	27.5%	25.2%	23.6%	24.4%	24.4%	24.5%
营业税金及附加	-7	-7	-19	-23	-28	-33
%销售收入	0.3%	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-75	-96	-121	-135	-162	-191
%销售收入	3.7%	3.1%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
管理费用	-155	-223	-305	-326	-397	-454
%销售收入	7.6%	7.2%	7.3%	7.0%	7.1%	6.9%
息税前利润 (EBIT)	326	458	542	653	779	932
%销售收入	16.0%	14.7%	12.9%	14.0%	13.9%	14.2%
财务费用	-11	-18	-21	-18	2	6
%销售收入	0.5%	0.6%	0.5%	0.4%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-9	-3	2	-8	-12	-15
公允价值变动收益	4	2	7	0	0	0
投资收益	21	10	-26	0	-14	-15
%税前利润	6.1%	2.2%	n.a	0.0%	n.a	n.a
营业利润	331	449	505	627	756	908
营业利润率	16.2%	14.4%	12.1%	13.5%	13.5%	13.8%
营业外收支	5	11	30	0	0	0
税前利润	337	460	534	627	756	908
利润率	16.5%	14.8%	12.8%	13.5%	13.5%	13.8%
所得税	-50	-81	-99	-116	-140	-168
所得税率	14.7%	17.5%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%
净利润	287	379	435	511	616	740
少数股东损益	49	64	70	5	6	7
归属于母公司的净利润	238	315	366	506	610	732
净利率	11.7%	10.1%	8.7%	10.9%	10.9%	11.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	287	379	435	511	616	740
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	74	74	75	72	86	93
非经营收益	-13	7	27	36	26	27
营运资金变动	-116	-145	-54	406	-28	79
经营活动现金净流	232	315	482	1,024	699	938
资本开支	-62	-224	-520	-229	-80	-25
投资	0	-102	-13	0	0	0
其他	26	29	2	0	-14	-15
投资活动现金净流	-37	-297	-530	-229	-94	-40
股权募资	0	980	3	13	14	15
债权募资	-100	210	227	-671	0	1
其他	-186	-146	-132	-22	-214	-256
筹资活动现金净流	-286	1,044	98	-680	-200	-239
现金净流量	-91	1,062	50	115	405	659

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	357	1,492	1,406	1,520	1,925	2,584
应收款项	908	1,335	1,250	1,219	1,344	1,584
存货	573	756	835	1,205	1,391	1,360
其他流动资产	25	89	283	66	77	88
流动资产	1,864	3,672	3,773	4,010	4,737	5,616
%总资产	76.4%	82.2%	78.0%	76.6%	79.4%	82.7%
长期投资	0	61	60	60	60	60
固定资产	464	540	788	955	961	909
%总资产	19.0%	12.1%	16.3%	18.3%	16.1%	13.4%
无形资产	104	186	199	197	197	197
非流动资产	577	797	1,064	1,223	1,229	1,176
%总资产	23.6%	17.8%	22.0%	23.4%	20.6%	17.3%
资产总计	2,441	4,469	4,837	5,233	5,966	6,792
短期借款	203	449	636	0	0	0
应付款项	677	1,077	890	1,425	1,714	2,011
其他流动负债	30	97	81	284	342	408
流动负债	910	1,624	1,607	1,709	2,056	2,419
长期贷款	120	130	170	0	0	1
其他长期负债	1	1	36	0	0	0
负债	1,030	1,755	1,814	1,709	2,056	2,420
普通股股东权益	1,254	2,512	2,723	3,048	3,428	3,883
少数股东权益	157	203	300	305	311	319
负债股东权益合计	2,441	4,469	4,837	5,233	5,966	6,792

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	#REF!	1.061	1.230	1.700	2.050	2.463
每股净资产	4.748	8.448	9.158	10.251	11.529	13.058
每股经营现金净流	0.875	1.059	1.626	3.443	2.351	3.154
每股股利	0.600	0.250	0.500	0.680	0.820	0.985
回报率						
净资产收益率	18.97%	12.56%	13.43%	16.58%	17.79%	18.86%
总资产收益率	9.74%	7.06%	7.56%	9.99%	10.52%	11.06%
投入资本收益率	16.03%	11.45%	11.52%	13.88%	16.97%	18.07%
增长率						
主营业务收入增长率	-16.51%	52.57%	34.49%	11.18%	20.27%	17.41%
EBIT增长率	-2.01%	40.33%	18.41%	20.47%	19.34%	19.60%
净利润增长率	-5.35%	32.60%	16.00%	38.17%	20.61%	20.11%
总资产增长率	6.48%	83.10%	8.23%	8.18%	14.01%	13.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	74.1	57.0	42.6	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	147.7	104.1	90.7	125.0	120.0	100.0
应付账款周转天数	82.0	63.5	49.3	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	80.4	56.2	53.2	59.4	50.4	40.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.69%	-33.82%	-20.28%	-18.29%	-51.85%	-61.80%
EBIT利息保障倍数	29.4	25.1	26.0	36.6	-313.0	-148.8
资产负债率	42.20%	39.26%	37.50%	37.50%	35.48%	36.55%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-10-26	买入	30.62	35.00 ~ 39.00
2	2011-01-24	买入	31.30	42.00 ~ 43.00
3	2011-02-24	买入	34.30	42.00 ~ 42.00
4	2011-03-29	买入	34.40	42.00 ~ 42.00
5	2011-07-28	买入	35.30	42.00 ~ 42.00
6	2012-01-04	买入	24.48	36.00
7	2012-02-27	买入	27.00	34.00 ~ 37.00
8	2012-03-06	买入	26.26	34.00 ~ 37.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
- 买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
- 持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
- 减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
- 卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B