

# 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: S1130210040006

(8621)61038318

wangxiaoying@gjzq.com.cn

## 光热项目进展如期, 增资 HF 公司继续推进

### 事件

三花股份 1 月 22 日公告: 董事会审议通过《关于对参股公司以色列 HelioFocus.Ltd. 增资的议案》, 拟现金出资 534 万美元认购 HF 公司发行的 3,559,889 股普通 C 股, 此次增资后, 三花股份将共计持有 HF 公司 30.71% 的股权, 继续为第二大股东。

### 评论

**公司看好 HF 公司的太阳能光热项目, 行使下一阶段发行股份融资的优先购买权:** HF 公司的历次融资进度及融资用途整理如图表 1。2009 年 12 月 1 日公司公告参与 HF 公司 B 阶段融资, 原文“B 阶段融资... 将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。在完成工程样机之后 (2011 年), HF 公司将进行下一轮的融资计划, 预期 4000 万美元, 用于进行完整产品的验证并建造贝尔塔系统, 开始第一个项目。HF 公司下一轮 4000 万美元的融资计划部分通过银行筹资, 部分通过其他方式融资, 若以发行股份方式融资, 本公司和 ICG 公司具有优先购买权”。从本次公告来看, 该项目的进展符合前期规划的进度 (详见图表 3), 本次 C 阶段融资的金额实际为 1330 万美元, 采用发行股份的方式, 由于看好这一项目的前景, 三花股份和第一大股东 ICG 公司均行使了优先购买权。发行后 HF 公司的股权结构如图表 2。

**对公司维持 1-2 年内将业绩和估值齐升的观点:** 我们在 2011 年的年度策略中已将公司作为年度品种推荐。1) 业绩增长上, 公司的行业龙头地位稳固, 受益于下游空冰行业的总量增长和结构升级双重拉动; 同时又在下游家用空调客户的商用空调拓展规模高速增长时刻适时切入商用空调配件扩大业务领域; 今年年底定增解禁与明年初全流通背景下公司有充分夯实业绩的动力。2) 估值提升上, 参股以色列光热项目的进展将提升市场对于公司与新能源相关性的认识, 有助于提升估值 (目前公司估值和同行相比还有相当安全边际)。

### 投资建议

维持前期盈利预测, 按增发后股本, 2010-2012 年 EPS 分别为 1.15、1.50、1.87 元, 净利润增速分别为 43.6%、30.3%、25.2%; 我们认为 6-12 个月合理估值水平为 28X11PE/22.5X12PE, 即 42-43 元。维持买入建议。

**图表1: HF 公司的历次融资进度及融资用途**

	融资进度	融资用途
2007.10.9	HF 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。
本次	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：国金证券研究所

**图表2: C 阶段增资前后三花股份的持股比例由 30% 上升到 30.7%**

股东名称	增资前（股）				增资后（股）				
	普通股	普通 A 股	普通 B 股	比例	普通股	普通 A 股	普通 B 股	普通 C 股	比例
ICG 公司	685,960	10,529,467	1,434,663	44.71%	685,960	10,529,467	1,434,663	5,305,041	45.77%
三花股份	2,743,840		5,744,862	30.00%	2,743,840		5,744,862	3,559,889	30.71%
创始人团队	5,679,746			20.07%	5,709,746				14.55%
职工期权	1,477,235			5.22%	3,518,845				8.97%
合计股份	28,295,772			100%	39,232,313				100%

来源：国金证券研究所

图表3: HelioFocus 公司太阳能热项目的要点及进展规划

		时间规划	系统组成	达到效果	用途
产品规划	第一阶段产品: <b>增容系统 (Boosting System)</b>	2010 年增容系统基本建造完成; 2011 年与以色列电力集团 (IEC) 合作对第一个示范碟进行测试, 完成第一个工程样机。	<b>图表 2: Receiver (高温接收器) + Parabolic Dish (聚光碟)</b>	能够通过 Receiver 将空气加热到 650 度, 变成 540 度的蒸汽	可以给电厂配套, 在不做其他改动下, 直接能够增加电厂的发电能力 5%。(而且现在发电厂的问题是温度高的时候发电效率低, 而太阳能热电正好是温度高的时候发电效率反而高, 两者正好互补。)
	第二阶段产品: <b>联合发电系统</b>	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。还有一个 88 个碟的项目, 2015 年实现	<b>图表 3: Receiver + Parabolic Dish + Microturbine (微型涡轮发电机)</b>	能够通过 Receiver 将空气加热到 950 度以上, 通过 Microturbine 直接能够产生 65 千瓦的电, 然后蒸汽冷却到 380 度后还可以提供电厂产生 55 千瓦的电, 合计 120 千瓦。	
项目关键点	技术关键点	<p>技术关键点主要是产生蒸汽的温度。</p> <p>第一步的技术关键点已经在实验中样机上达成, 即 Boosting 系统要加热 650 度的空气产生 540 度的蒸汽。</p> <p>第二步的技术关键点是联合发电系统要达到最后输出的温度是 950 度, 和微型涡轮发电机的配合上难度非常大, 都在高温状态下工作, 技术上将存在很多风险。</p>			
	产业化的关键点	<p>产业化的关键点是成本问题, 如何降低。</p> <p>另外, 这个碟的风险也比较大, 24 米的直径, 要承受台风等环境挑战, 而且要有 25 年的使用寿命。国家政策和环保导向上问题不大, 清洁能源必然是发展方向。</p>			
主要部件特点	Receiver (高温接收器)	<p>用光能将空气加热变成蒸汽。</p> <p>现在研发的进展是已经能做到 800 度 (通过试验), 相当于第一阶段产品所需要的蒸汽温度已经在实验中实现。目标是能把空气加热到 1000 度以上 (因为 950 度的时候涡轮机的效率最高)。</p>			
	Microturbine (微型涡轮发电机)	<p>委托美国 Capstone 公司研制, HF 公司参与研发。</p>			
	Parabolic Dish (聚光碟)	<p>直径 20 多米, 建成以后将是世界上最大、真正能够利用太阳能直接发电的碟。最先进的碟。比澳大利亚最近建成的碟性能更好。</p> <p>结构设计, 由德国 SBP 公司负责, 是奥运会鸟巢的设计公司, 世界上最有名的钢结构设计公司。</p> <p>预计 2010 年年底能够完成整个样机制作。</p>			
发电成本	投入成本是每瓦 2.5 美元, 折算到每度电是 11 美分。和槽式相比, 节省 30%				
目标市场	目标市场第一个是美国, 第二个是以色列, 然后是中国等				

来源: 国金证券研究所

图表4: 三张报表与预测摘要

## 损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,634</b>	<b>2,444</b>	<b>2,040</b>	<b>2,782</b>	<b>3,579</b>	<b>4,401</b>
增长率		-7.2%	-16.5%	36.3%	28.6%	23.0%
主营业务成本	-2,174	-1,901	-1,478	-2,047	-2,625	-3,204
<b>%销售收入</b>	<b>82.5%</b>	<b>77.8%</b>	<b>72.5%</b>	<b>73.6%</b>	<b>73.3%</b>	<b>72.8%</b>
毛利	460	543	562	735	954	1,197
%销售收入	17.5%	22.2%	27.5%	26.4%	26.7%	27.2%
营业税金及附加	-5	-6	-7	-7	-9	-11
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-91	-86	-75	-75	-100	-119
%销售收入	3.5%	3.5%	3.7%	2.7%	2.8%	2.7%
管理费用	-118	-119	-155	-159	-206	-246
%销售收入	4.5%	4.9%	7.6%	5.7%	5.8%	5.6%
息税前利润 (EBIT)	245	333	326	494	639	821
%销售收入	9.3%	13.6%	16.0%	17.8%	17.9%	18.7%
财务费用	-43	-43	-11	-15	25	28
%销售收入	1.6%	1.8%	0.5%	0.5%	-0.7%	-0.6%
资产减值损失	-8	8	-9	0	-10	-10
公允价值变动收益	-4	3	4	0	0	0
投资收益	3	13	21	10	0	0
%税前利润	1.8%	4.0%	6.1%	2.0%	0.0%	0.0%
营业利润	193	314	331	490	654	839
营业利润率	7.3%	12.8%	16.2%	17.6%	18.3%	19.1%
营业外收支	1	16	5	0	0	0
税前利润	<b>194</b>	<b>330</b>	<b>337</b>	<b>490</b>	<b>654</b>	<b>839</b>
利润率	7.4%	13.5%	16.5%	17.6%	18.3%	19.1%
所得税	-42	-46	-50	-78	-118	-168
所得税率	21.8%	13.8%	14.7%	16.0%	18.0%	20.0%
净利润	152	284	287	412	536	671
少数股东损益	21	33	49	70	91	114
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>131</b>	<b>251</b>	<b>238</b>	<b>342</b>	<b>445</b>	<b>557</b>
净利率	5.0%	10.3%	11.7%	12.3%	12.4%	12.7%

## 现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	0	284	287	412	536	671
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	54	74	74	95	106
非经营收益	0	10	-13	20	-2	8
营运资金变动	0	-254	-116	161	-85	-55
<b>经营活动现金净流</b>	<b>0</b>	<b>94</b>	<b>232</b>	<b>667</b>	<b>545</b>	<b>731</b>
资本开支	-64	-61	-62	-118	-230	-80
投资	0	-44	0	0	0	0
其他	552	21	26	10	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>488</b>	<b>-85</b>	<b>-37</b>	<b>-108</b>	<b>-230</b>	<b>-80</b>
股权募资	0	0	0	910	0	0
债权募资	-368	-171	-100	-203	0	1
其他	-207	-61	-186	-19	-145	-186
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-575</b>	<b>-232</b>	<b>-286</b>	<b>688</b>	<b>-145</b>	<b>-185</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-87</b>	<b>-223</b>	<b>-91</b>	<b>1,246</b>	<b>170</b>	<b>465</b>

来源: 国金证券研究所

## 资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	751	429	357	1,603	1,773	2,238
应收款项	635	631	908	754	899	1,029
存货	612	623	573	729	899	1,053
其他流动资产	29	40	25	34	43	52
流动资产	2,027	1,724	1,864	3,121	3,614	4,373
%总资产	78.0%	75.2%	76.4%	83.6%	82.5%	85.3%
长期投资	1	0	0	0	0	0
固定资产	468	465	464	505	645	625
%总资产	18.0%	20.3%	19.0%	13.5%	14.7%	12.2%
无形资产	95	94	104	107	112	116
非流动资产	573	569	577	612	767	751
%总资产	22.0%	24.8%	23.6%	16.4%	17.5%	14.7%
<b>资产总计</b>	<b>2,600</b>	<b>2,292</b>	<b>2,441</b>	<b>3,733</b>	<b>4,381</b>	<b>5,124</b>
短期借款	596	423	203	0	0	0
应付款项	841	540	677	829	1,063	1,298
其他流动负债	56	48	30	185	240	299
流动负债	1,493	1,011	910	1,014	1,303	1,597
长期贷款	38	0	120	120	120	121
其他长期负债	0	2	1	0	0	0
<b>负债</b>	<b>1,531</b>	<b>1,013</b>	<b>1,030</b>	<b>1,134</b>	<b>1,423</b>	<b>1,718</b>
普通股股东权益	981	1,172	1,254	2,372	2,639	2,973
少数股东权益	88	108	157	227	318	433
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,600</b>	<b>2,292</b>	<b>2,441</b>	<b>3,733</b>	<b>4,381</b>	<b>5,124</b>

## 比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.156	0.952	0.901	1.149	1.497	1.873
每股净资产	3.717	4.438	4.748	7.976	8.874	9.998
每股经营现金净流	0.946	0.362	0.875	2.242	1.832	2.457
每股股利	0.200	0.200	0.250	0.459	0.599	0.749
<b>回报率</b>						
净资产收益率	13.32%	21.45%	18.97%	14.40%	16.87%	18.74%
总资产收益率	5.03%	10.96%	9.74%	9.15%	10.16%	10.87%
投入资本收益率	11.26%	16.83%	16.03%	15.28%	17.03%	18.62%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	342.45%	-7.22%	-16.51%	36.33%	28.65%	22.98%
EBIT增长率	250.49%	35.69%	-2.01%	51.67%	29.23%	28.46%
净利润增长率	193.14%	92.31%	-5.35%	43.62%	30.29%	25.16%
总资产增长率	264.97%	-11.83%	6.48%	52.94%	17.35%	16.96%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	44.1	64.6	79.6	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	60.8	118.6	147.8	130.0	125.0	120.0
应付账款周转天数	48.0	72.5	82.0	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	62.8	68.4	80.4	63.1	61.3	49.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-10.88%	-1.36%	-2.69%	-57.21%	-56.03%	-62.28%
EBIT利息保障倍数	5.7	7.7	29.4	33.8	-25.7	-29.0
资产负债率	58.87%	44.18%	42.20%	30.38%	32.49%	33.53%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-12-17	买入	22.07	24.96 ~ 26.14
2	2010-04-15	买入	27.24	32.60 ~ 33.40
3	2010-08-03	买入	25.51	27.20 ~ 30.20
4	2010-10-26	买入	31.00	35.00 ~ 39.00

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、复印件或复制品，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惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
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: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室