

湘财证券研究所

电力设备与能源小组

研究员: 冯舜

Tel: 021-68634518-8020

E-mail: fs2855@xcsc.com

研究员: 侯文涛

Tel: 021-68634518-8227

E-mail: hwt2894@xcsc.com

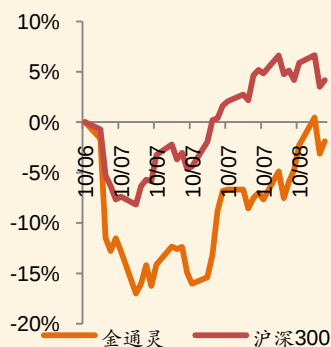
6个月目标价: 42.0元

当前股价: 31.36元

基本资料

总股本 (百万):	84
流通股 (百万):	17
总市值 (亿):	26.2
10年EPS (元):	0.94
10年BVPS (元):	9.73
资产负债率:	36.0%

近期金通灵走势



国内领先的大型离心风机制造商, 定位于进口替代细分市场

金通灵主营产品为工业用各类大型离心风机, 广泛应用于钢铁冶炼、火力发电、新型干法水泥、石油化工、污水处理、余热回收、核电等领域, 为上述领域的工业生产提供气体动力, 同时服务于上述行业的节能、工业环境保护。公司在多个离心风机细分市场份额排名第一, 未来发展战略定位于进口替代细分市场。

大型离心风机受益于新型工业化进程中的节能改造和产业升级

我国工业将持续走节能降耗的新型工业化道路, 结构调整、产业升级、节能降耗、环境保护对配套离心风机的需求仍将成为离心风机市场主要发展机遇。大型离心风机市场规模年均增速 15%, 2012 年有望到 460 亿元。

募投项目缓解产能瓶颈, 明年大型离心风机营收将恢复增长

受制于产能瓶颈, 公司过去三年的产能利用率都在 100%以上, 产能问题严重制约了公司发展。此次募投项目将使大型离心风机的产能将从 800 台提高至 1580 台, 大型离心风机的销售收入将在 2011 年恢复增长。

高毛利率的配件和服务业务将呈现滚雪球式的增长

公司的市场定位正在从纯制造类企业逐步转向为“服务+制造+服务”的经营模式的企业。一般来说, 风机在运行 3-5 年后, 每年的维护费用是风机整体成本的 10%-15%。2008 年风机收入相比 2007 年有较大幅度增长, 这些风机在运行 3 年后正进入维修服务密集期, 未来公司配件和服务业务有望保持 30%左右的增长。公司的风机销售数量越多, 风机配件和服务业务的收入就将越大, 此项业务将呈现滚雪球式的增长。

高压离心鼓风机营收有望连续三年翻番

高压离心鼓风机除了能够应用在污水处理行业, 还可以用在循环流化床、钢铁冶炼煤气 (一氧化碳) 回收工艺等行业。公司从 2006 年就开始研发高压离心鼓风机, 多极高压离心鼓风机在 2007 年开始贡献收入。到了 2009 年新产品单极高速离心鼓风机推向市场, 当年取得 1100 万元收入。目前公司高压离心鼓风机的在手订单充裕, 未来两年, 高压离心鼓风机的营收有望连续翻番, 成为公司新的利润增长点。

小型离心压缩机, 下一个进口替代蓝海

公司表示将加快小型离心压缩机的研发工作, 在今年上半年自主研发的小型压缩机成功试车的基础上, 不断优化模型机的各项性能指标, 力争明年实现销售突破。由于小型离心压缩机长时间被国外厂商垄断, 毛利率很高, 保守估计会在 50%以上。小型离心压缩机对金通灵来说是一个不小的进口替代蓝海, 一旦研发成功, 不仅表明公司的设计和加工能力达到了新的高度, 而且将会成为新的利润增长点。

预计 2010 年 EPS0.94 元, 6 个月目标价 42 元

金通灵正处于转型期, 从一般制造到精密制造、从制造类企业向“服务+制造+服务”类企业转变; 产品结构也开始向高毛利率产品倾斜, 未来 2、3 年内净利润增速将快于收入增速; 管理团队的执行力强, 上市融资后公司将有更多的资金实力开拓新的业务。预计公司 2010 年、2011 年、2012 年的 EPS 分别为 0.94 元、1.39 元、2.00 元, 首次给予买入评级, 6 个月目标价 42 元。

目 录

一、国内领先的大型离心风机制造商	4
二、核心管理层持股，团队凝聚力很强	5
三、受益节能减排，产能扩张帮助大型离心风机恢复增长	6
3.1、大型离心风机受益于新型工业化进程中的节能改造和产业升级	6
3.2、大型离心风机市场规模年均增速 15%， 2012 年有望到 460 亿元	8
3.3、公司在细分行业内名列前茅，未来定位于进口替代细分市场	9
3.4、募投项目缓解产能瓶颈，明年大型离心风机营收将恢复增长	10
3.5、高毛利率的配件和服务业务将呈现滚雪球式的增长	11
四、高压离心鼓风机营收有望连续三年翻番	12
五、小型离心压缩机，下一个进口替代蓝海	13
六、预计 2010 年 EPS0.94 元，6 个月目标价 42 元	14

图 目 录

图 1、主营业务营收	4
图 2、主营业务毛利	4
图 3、2009 年各行业营收占比	4
图 4、主营业务毛利率持续回升	5
图 5、高毛利率业务的营收占比持续上升	5
图 6、公司产品升级路线图	6
图 7、循环流化床风机、转炉除尘风机、转炉煤气鼓风机	7
图 8、离心风机市场规模	8
图 9、金通灵比较优势明显	10
图 10、产能和资金瓶颈制约公司发展	11
图 11、高毛利率的风机配件收入占比逐渐提高	11
图 12、单极高速离心鼓风机和多极离心鼓风机	12
图 13、污水处理流程图	12
图 14、小型离心压缩机市场份额	14

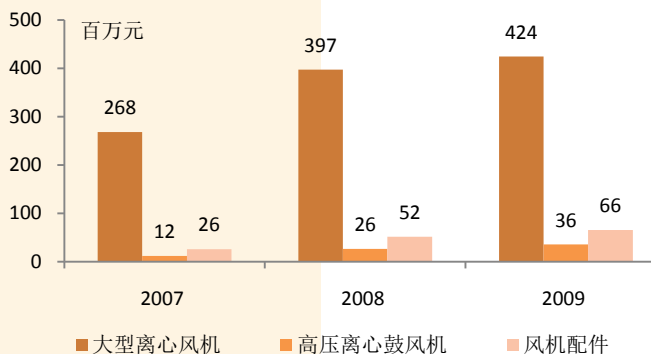
表 目 录

表 1、金通灵股权结构图	5
表 2、大型离心风机部分应用领域	6
表 3、大型离心风机在新型工业化进程中的市场方向	7
表 4、大型离心风机分行业市场的需求	8
表 5、金通灵在各行业离心风机中的市场地位	9
表 6、风机行业仍有非常广阔的进口替代空间	10
表 7、陕鼓和金通灵的产品定位区别	10
表 8、募投项目将使现有产能翻番	11
表 9、污水处理用高压离心鼓风机市场规模预测	13
表 10、主营业务营收和毛利预测	15

一、国内领先的大型离心风机制造商

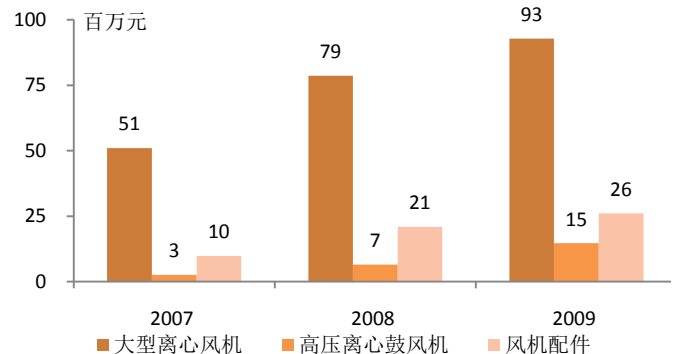
金通灵（300091SZ）主营产品为工业用各类大型离心通风机、大型离心鼓风机、高压离心鼓风机等五十多个系列、四百多种规格的产品，广泛应用于钢铁冶炼、火力发电、新型干法水泥、石油化工、污水处理、余热回收、核电等领域，为上述领域的工业生产提供气体动力，同时服务于上述行业的节能、工业环境保护。

图 1、主营业务营收



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

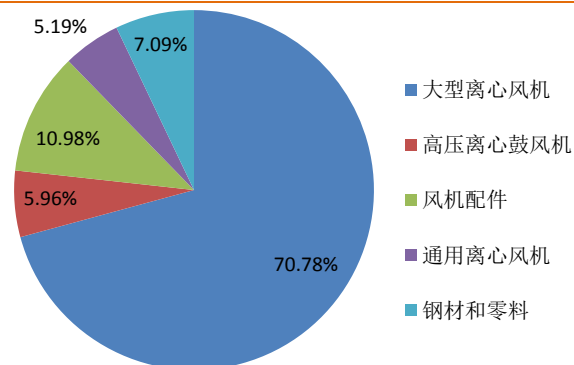
图 2、主营业务毛利



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

目前，公司有三大主营业务，大型离心风机、高压离心鼓风机、风机配件，2009 年大型离心风机的收入达到 4.24 亿元，占比达到 70.78%，高压离心鼓风机收入 3571 万元，占比 5.96%，风机配件收入 6578 万元，占比 10.98%。

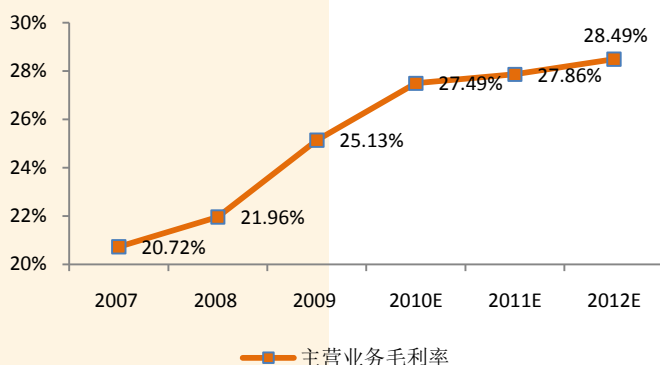
图 3、2009 年各行业营收占比



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

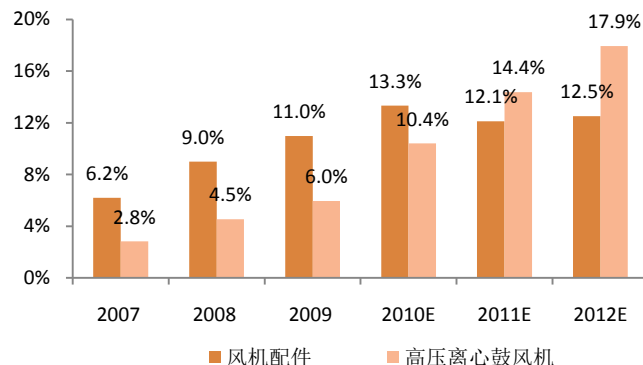
从毛利率来看，受益于产品结构调整，公司主营业务毛利率呈现逐年上升的趋势，从 2007 年的 20.72% 上升至 2008 年的 25.13%。同时高毛利率的高压离心鼓风机和风机配件的营收占比分别从 2007 年的 2.8% 和 6.2%，提升至 2009 年的 6.0% 和 11.0%。风机配件和高压离心鼓风机的毛利率是传统大型离心鼓风机毛利率的一倍以上。

图 4、主营业务毛利率持续回升



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

图 5、高毛利率业务的营收占比持续上升



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

二、核心管理层持股，团队凝聚力很强

金通灵的控股股东和实际控制人为季伟先生和季维东先生，季伟先生与季维东先生是兄弟关系，两人分别持有金通灵 22.11% 的股权。公司副董事长和副总经理徐焕俊持有 360 万股，占公司总股本的 4.31%。另外，对公司核心技术起较大作用的曹萍（总工程师，17.4 万股）、秦国良（西安交大流体机械研究所所长，12 万股）、王元（西安交大流体机械国家专业实验室副主任，6 万股）均持有公司的股权。

表 1、金通灵股权结构图

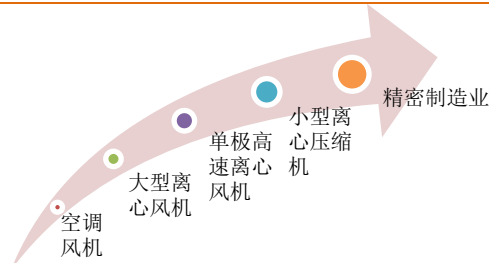
	发行前		发行后		解禁期限
	股数	占比	股数	占比	
季伟	18,480,000	29.52%	18,480,000	22.11%	2013 年 9 月 25 日
季维东	18,480,000	29.52%	18,480,000	22.11%	2013 年 9 月 25 日
徐焕俊	3,600,000	5.75%	3,600,000	4.31%	2013 年 9 月 25 日
上海盘龙资产	2,600,000	4.15%	2,600,000	3.11%	2011 年 9 月 25 日
季维佳	144,000	0.23%	144,000	0.17%	2013 年 9 月 25 日
赵蓉	96,000	0.15%	96,000	0.11%	2013 年 9 月 25 日
欧阳能等 33 名自然人	19,200,000	30.67%	19,200,000	22.97%	2011 年 9 月 25 日
本次发行流通股	-	-	21,000,000	25.12%	-
合计	62,600,000	100.00%	83,600,000	100.00%	-

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

公司自成立之初起，面临了多次转型，从最初的空调压缩机，到现在的主营业务大型离心风机，再到当前的新产品高压离心鼓风机，以及未来要开发的小型离心压缩

机。公司董事长季伟先生在每一次转型中都起着极其重要的作用，公司内部凝聚力非常强，有很多员工在公司工作了十几年。团队凝聚力是公司向高端制造业转型的坚强后盾。

图 6、公司产品升级路线图



数据来源：湘财证券研究所

三、受益节能减排，产能扩张帮助大型离心风机恢复增长

3.1、大型离心风机受益于新型工业化进程中的节能改造和产业升级

离心风机包括离心鼓风机和离心通风机，工作原理是利用叶轮旋转产生离心力提高气体压强并排送气体。按照输送气体风压的不同划分，一般风压在 15K 帕以下的是离心通风机，15K 帕至 35K 帕的为离心鼓风机，高压离心鼓风机输送气体风压可达到 35K 帕至 100K 帕。

离心风机应用面非常广泛，涉及到的行业包括钢铁、有色、火电、水泥、石化、煤炭开采、污水处理、医药、核电、汽车、粮食仓储、军事工业、酿酒等。

表 2、大型离心风机部分应用领域

应用领域	工艺环节	主要离心机	相关功能解释
钢铁冶炼	炼铁工艺	高炉助燃离心鼓风机、喷煤排烟离心鼓风机	喷出煤粉，帮助高炉燃烧
	钢铁化工工艺	二氧化硫离心鼓风机、氮气离心鼓风机	喷出二氧化硫和氮气帮助化学反应
火力发电	循环流化床机组	锅炉一次助燃离心鼓风机、二次助燃离心鼓风机、锅炉离心引风机、高压流化离心鼓风机	助燃
	脱硫脱硝工艺	高压排风离心鼓风机	排风通风
污水处理	曝气工艺	多级高压离心鼓风机、单级高速离心鼓风机	给沉淀池提供充足氧气，让氧气和污质充分融合
汽车涂装	涂装环节	涂装高温离心风机、循环离心风机、中央空调用离心风机	喷漆、通风
医药	环境净化	一般离心通风机、离心鼓风机、污水处理用高压离心鼓风机	环境通风、污水处理

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

图 7、循环流化床风机、转炉除尘风机、转炉煤气鼓风机



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

在未来相当长一段时间内，我国工业将持续走节能降耗的新型工业化道路，我国工业的结构调整、产业升级、节能降耗、环境保护以及工业持续发展带来的新型工业化建设项目对配套离心风机的需求仍将成为离心风机市场主要发展机遇。

公司产品服务于产业升级、节能降耗、环境保护等领域，主要包括：

- 1、产业升级领域。水泥行业立窑、湿法旋窑升级为新型干法旋窑；钢铁冶炼行业从钢胚、螺纹钢、线材、普通圆钢、型材、普板的生产升级为低合金高强度冷轧板、汽车板、家电板、镀锌板、彩钢板、硅钢板的生产；由湿熄焦技术向干熄焦技术升级；石化行业炼油、乙烯设备大型化产业升级。
- 2、节能降耗领域。钢铁冶炼行业烧结机、高炉、转炉以大代小；烧结余热回收发电、焦炉余热回收发电等；火力发电行业 300MW 煤粉炉发电机组升级；城市小型锅炉供暖向城市集中供热升级。
- 3、环保领域。工业及城市污水处理行业大量污水处理厂的兴建；火力发电行业设备脱硫脱硝；燃烧煤矸石、油焦、生物秸秆等等固体废弃物的 200MW-600MW 大型循环流化床发电机组的兴建。

表 3、大型离心风机在新型工业化进程中的市场方向

	行业	具体方向
产业升级	水泥行业	水泥行业立窑、湿法旋窑升级为新型干法旋窑
	钢铁冶炼	从普通板材、线材升级为镀锌板、汽车板；由湿熄焦技术向干熄焦技术升级
	石化行业	炼油、乙烯设备大型化产业升级
节能降耗	钢铁冶炼	烧结机、高炉、转炉以大代小；余热利用
	火力发电	300MW 煤粉炉发电机组升级为 600MW、900MW、1000MW 超超临界大型发电机组；城市小型锅炉供暖向城市集中供热升级
环保	污水处理	工业及城市污水处理
	除尘系统	钢铁、水泥行业
	脱硫脱硝	火力发电
	循环流化床发电机组	燃烧煤矸石、油焦、生物秸秆等等固体废弃物的 200MW-600MW 大型循环流化床发电机组

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

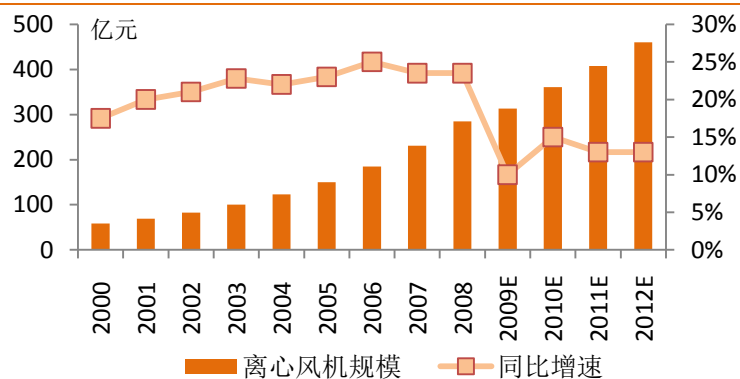
3.2、大型离心风机市场规模年均增速 15%，2012 年有望到 460 亿元

2000 年以来，离心风机行业在工业发展的推动下保持了持续快速增长。2005 年至今，尽管工业增速有所起伏，但离心风机行业依然保持稳定增长。我国工业的结构调整、产业升级、节能降耗带来的新型工业化建设项目需要大量与之相适应的各类新型专用离心风机进行配套，为离心风机行业提供了更广阔的发展空间。

根据通用机械协会《2008 年通用机械行业部分会员统计年报汇总表》数据计算，国内离心风机企业 2008 年总销售值约为 210 亿元；另外我国各行业仍有相当部分重要离心风机依赖进口，如钢厂烧结主抽离心风机、冷轧工艺风机，污水处理用单级高速离心鼓风机，焦化行业用循环风机，石化行业专用离心鼓风机等，据风机协会估算，2008 年我国进口离心风机市场约 75 亿元。综上，2008 年我国离心风机市场销售规模约为 285 亿元。

目前我国工业化仍处于中期阶段，工业向新型工业化转型并持续发展带来的产业升级、节能降耗、环境保护等项目的增加保持了对离心风机产品的旺盛需求，离心风机市场规模不断扩大，据风机协会预测，未来 4 年离心风机行业将保持 15%—20% 的增长率，到 2012 年，市场规模将达到 460 亿元以上。

图 8、离心风机市场规模



数据来源：风机协会、湘财证券研究所

表 4、大型离心风机分行业市场需求

行业分布	需求来源	年均需求规模
钢铁行业	部分老风机改造、淘汰落后产能后的新建产能、钢铁企业产品结构升级	35 亿元
火力发电	循环流化床发电、脱硫脱销改造、关停小机组建设百万千瓦级超(超)临界大型机组	15 亿元
水泥行业	新型干法水泥生产线	15 亿元
石化行业	大型炼油基地配套设备	15 亿元
核电行业	高温气冷堆核电机组中的循环风机	3 亿元
污水处理	为曝气池增氧的高压离心鼓风机	30 亿元
余热回收	各类工业中的余热回收系统	5 亿元
离心风机老产品替换	离心风机使用寿命一般为 10-15 年，2000 安装的风机进入替换周期	20 亿元

出口市场	东南亚、南亚、中东等亚洲国家	15 亿元
售后服务	转子叶轮的维护，现役风机增加，服务年限增加	30 亿元

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

分行业来看，钢铁行业的部分老风机改造、淘汰落后产能后的新建产能、钢铁企业产品结构升级将会带来年均 35 亿元的市场需求；火电行业的循环流化床发电、脱硫脱硝改造、关停小机组建设百万千瓦级超(超)临界大型机组将会带来 15 亿元的市场需求；污水处理行业中为曝气池增氧的高压离心鼓风机的市场规模 30 亿元；离心风机老产品替换、出口市场、售后服务的市场规模分别是 20 亿元、15 亿元、30 亿元。

3.3、公司在细分行业内名列前茅，未来定位于进口替代细分市场

据《中国风机制造业厂商名录》统计，我国离心风机生产厂家约 1,300 多家，其中，年销售规模超过 5,000 万元的企业约 130 家，年销售规模过亿元的企业约 30 家，其余大多数企业为地域分散的中小企业。

在低端市场，由于产品技术含量较低，行业进入门槛不高，绝大多数小企业集中在低端市场，市场竞争激烈。在中高端市场，由于产品技术含量较高，目前，在国内能够获得用户认同并形成一定销售规模（1 亿元以上）的企业，仅有 30 家左右。且产品需求旺盛，各企业专注于其细分领域，竞争相对温和。

公司是目前国内领先的风系统解决方案提供者和规模最大的离心风机产品制造商，2006-2008 年销售规模连续 3 年保持行业第一，产品在各细分市场具有较高占有率。

表 5、金通灵在各行业离心风机中的市场地位

应用领域	主要厂家	金通灵市场地位
钢铁冶炼	金通灵、重庆通用工业(集团)有限责任公司、武汉鼓风机有限公司、上海鼓风机厂有限公司、沈阳鼓风机通风设备有限责任公司、四平鼓风机股份有限公司、西安陕鼓通风设备有限公司、南通大通宝富风机有限公司、湖北双剑鼓风机制造有限公司等	第一
火力发电	金通灵、上海鼓风机厂有限公司、成都电力机械厂、豪顿华工程有限公司、西安陕鼓通风设备有限公司、沈阳鼓风机通风设备有限责任公司等	第一
新型干法水泥	四平鼓风机股份有限公司、重庆通用工业(集团)有限责任公司、金通灵等	第二
石油化工	豪顿华工程有限公司、上海鼓风机厂有限公司、金通灵、沈阳鼓风机通风设备有限责任公司、西安陕鼓通风设备有限公司、湖北省风机厂有限公司等	供气站离心鼓风机替代进口排名第三
工程总包出口	沈阳鼓风机通风设备有限责任公司、西安陕鼓通风设备有限公司、金通灵等	第三

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

另外，公司与西安热工院联合开发的 200-300MW 电站循环流化床发电机组用一次离心鼓风机、二次离心鼓风机，国内市场占有率约 70%；公司与西安交通大学联合开发的 200-300MW 电站循环流化床锅炉高压流化风机（多级高压离心鼓风机），国内市场占有率约 60%；公司自主研发的烧结合余热回收离心鼓风机应用于烧结合余热循环风系统中，已实现替代进口，国内市场占有率达 58% 以上。

表 6、风机行业仍有非常广阔的进口替代空间

行业	项目	进口比率	国外进货商
钢铁冶金	大型烧结主抽及余热回收循环风机	80%	日本荏原、英国豪顿、德国 TLT
	转炉煤气风机	60%	英国豪顿、德国 TLT
	钢厂高炉高效助燃风机	50%	日本荏原、德国 TLT
	焦化厂干熄焦节能循环风机	90%	英国豪顿、德国 TLT
	冷轧线工艺风机	85%	德国 TLT、意大利新比隆
污水处理	单级高速离心鼓风机	80%	意大利新比隆、韩国 SJT、丹麦 HV、日本日立
石化行业	供气站离心风机	60%	英国豪顿、德国 TLT

数据来源：风机协会、湘财证券研究所

钢铁冶金、污水处理、石化等行业仍然存在很多细分的进口替代市场，未来公司将定位于开发这些进口替代市场。

在某个细分子行业，金通灵完全有可能形成强大的核心竞争力。与沈鼓、陕鼓相比，公司走差异化线路；与国内其他产商相比，公司在制造和研发方面的实力突出；与国外产商比，公司产品的性价比优势明显。

图 9、金通灵比较优势明显



数据来源：湘财证券研究所

表 7、陕鼓和金通灵的产品定位区别

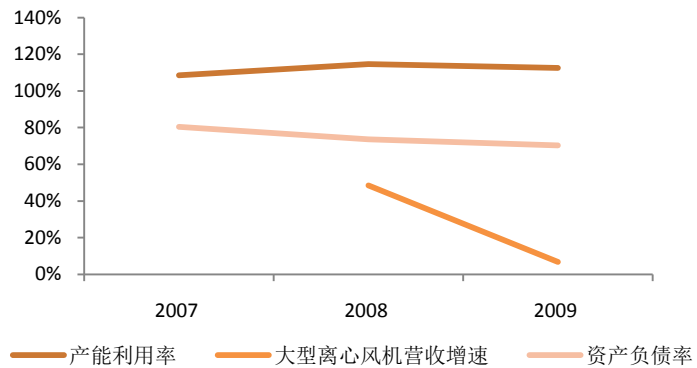
公司	产品定位	差异	营收	单个项目订单
陕鼓	大型透平压缩机组、工业流程能量回收、工业气体提供商	大型设备	40 亿元	上亿元
金通灵	大型离心风机、小型离心压缩机	中小型设备	6 亿元	1000-5000 万元

数据来源：湘财证券研究所

3.4、募投项目缓解产能瓶颈，明年大型离心风机营收将恢复增长

受制于产能瓶颈，公司过去三年的产能利用率都在 100%以上，产能问题严重制约了公司发展。此次募投项目包括南通大型离心风机扩产建设项目和广西柳州大型离心风机生产基地建设项目，大型离心风机的产能将从 800 台提高至 1580 台。产能有望在 2011 年达产 60%，2012 年 80%，2013 年 100%。产能扩张后，公司大型离心风机的销售收入将在 2011 年恢复增长。

图 10、产能和资金瓶颈制约公司发展



数据来源：湘财证券研究所

表 8、募投项目将使现有产能翻番

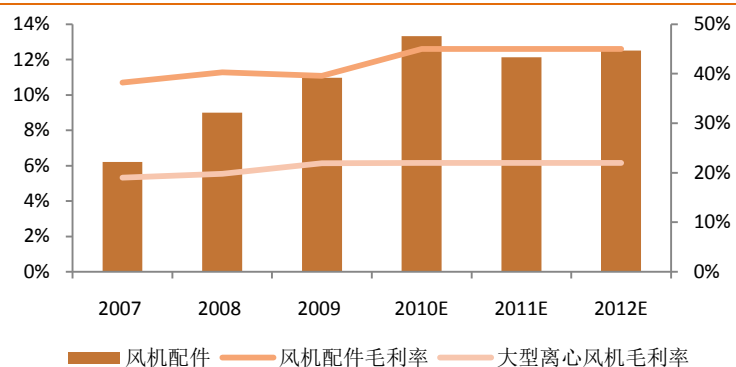
项目名称	年产能 (台)
公司现有大型离心风机生产线	800
南通大型离心风机扩产建设项目	390
广西柳州大型离心风机生产基地建设项目	390
建成后产能合计	1580

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

3.5、高毛利率的配件和服务业务将呈现滚雪球式的增长

公司的市场定位正在从纯制造类企业逐步转向为“服务+制造+服务”的经营模式的企业。目前公司已经销售的风机达到 5000 台左右，这些风机已经逐渐进入了维修服务期。一般来说，风机在运行 3-5 年后，每年的维护费用是风机整体成本的 10%-15%。

图 11、高毛利率的风机配件收入占比逐渐提高



数据来源：湘财证券研究所

2009 年，公司配件和服务业务占营业收入比例为 11%，预计今年这一营收比例能够提升至 15%左右。2008 年公司风机收入相比 2007 年有较大幅度增长，这些风机在运行 3 年后正进入维修服务密集期，未来公司配件和服务业务有望保持 30%左右

的增长。公司的风机销售数量越多，未来风机配件和服务业务的收入就将越大，高毛利率的配件和服务业务将呈现滚雪球式的增长。

四、高压离心鼓风机营收有望连续三年翻番

随着经济的发展和城市化率的提高，我国废污水排放逐年递增。根据水利资源公报数据，1997-2006 年我国废污水排放量从 584 亿吨增长到 731 亿吨，以后每年污水排放增速约为 3%-5%。

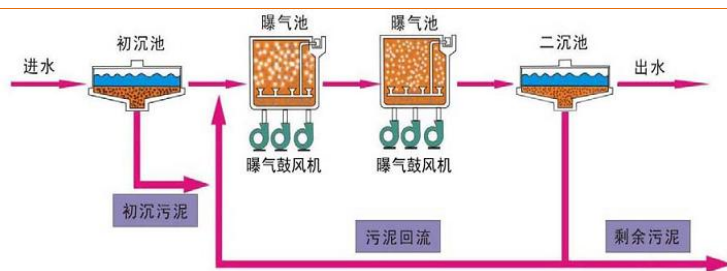
根据《国家环境保护“十一五”规划》，“十一五”期间新增城市污水日处理能力 4,500 万吨、再生水日利用能力 680 万吨，形成化学需氧量削减能力 300 万吨；到 2010 年，所有城市都要建设污水处理设施，城市污水处理率不低于 70%，全国城市污水处理能力达到 1 亿吨/日。此外，按照 2006 年 1 月 1 日实行的新污水排放标准，目前城市污水处理设备中接近半数需要升级改造、全面更新。

图 12、单极高速离心鼓风机和多极离心鼓风机



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

图 13、污水处理流程图



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

污水处理流程中主要使用高压离心鼓风机（包括单级高速鼓风机、多级高压离心鼓风机）用于曝气池增氧，促进好氧微生物生长，通过它们的代谢作用分解污水中的悬浮物、溶解性有机物以及氮磷等营养盐等达到污水处理的目的，是污水处理厂核心设备。

污水处理厂曝气池的水深一般要求达到 7-8 米，风机的风压须达到水下 7-9 米。对风机的性能要求很高，若曝气供氧不足将导致污水处理效果下降，风机性能的好坏直接影响到污水处理的质量。此类风机的特点是风量小、风压高、效率高、调节范围广，一般来说，一个日处理能力 50,000 吨的污水处理厂需要配备 3 台高压离心

鼓风机。

目前此类风机主要以进口产品为主，国内只有少数企业能够生产，替代进口市场潜力巨大。据风机协会统计，未来 3-5 年内用于污水处理的离心风机每年市场达 30 亿元。

表 9、污水处理用高压离心鼓风机市场规模预测

市场分类	项目	值
污水处理新增市场规模	2010 年污水排放量 (亿吨)	888
	已经达到的污水处理率	70%
	未来五年污水处理率提高至	80%
	新增日污水处理能力(万吨/日)	3000
	平均日处理能力 5 万吨的污水厂需要配置风机台数	3.00
	新增市场 (亿元)	18.00
	年均市场规模 (亿元/年)	3.60
污水处理改造市场规模	符合国家一级排放标准的比例	6%
	需要改造的日处理能力 (万吨/日)	19500
	改造市场规模 (亿元)	117.00
	年均市场规模 (亿元/年)	23.40

数据来源：湘财证券研究所

高压离心鼓风机除了能够应用在污水处理行业，还可以用在循环流化床、钢铁冶炼煤气(一氧化碳)回收工艺、钢铁行业氮气输送、石化行业二氧化硫输送以及铸造、造纸、医药、核电等行业的污水处理和特殊工艺高压气体输送。

公司从 2006 年就开始研发高压离心鼓风机，多极高压离心鼓风机从 2007 年开始贡献收入。到了 2009 年公司新产品单极高速离心鼓风机推向市场，当年就获得了 1100 万元的销售收入。目前公司高压离心鼓风机的在手订单充裕，未来两年，高压离心鼓风机的营收有望连续翻番，成为公司新的利润增长点。

五、小型离心压缩机，下一个进口替代蓝海

公司在 2010 年半年报中表示将加快小型离心压缩机的研发工作，在今年上半年自主研发的小型压缩机成功试车的基础上，不断优化模型机的各项性能指标，力争明年实现销售突破。

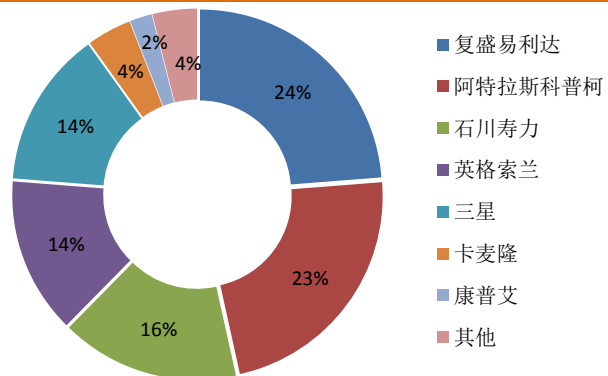
目前，中国的空气压缩机市场主要由活塞式、螺杆式、离心式、滑片式等空气压缩机组成，其中活塞式占比最大，其次是螺杆式、离心式、滑片式、涡旋式等。

离心空气压缩机是离心压缩机的一种，采用空气作为压缩介质，空气在压缩机的运动是沿垂直于压缩机轴的径向进行的。叶轮在旋转过程中，由于旋转离心力的作用及叶轮中的扩压流动，使空气的压力得以提高，速度也得到提高，随后在扩压器中进一步把速能转化为压力能，从而实现气体压力的提高，离心压缩机适用于大中流

量、中低压力的场合。

据风机协会统计，小型离心压缩机年市场规模在 40-50 亿元左右，整个市场基本被国外品牌垄断。国外的品牌包括卡麦隆-库伯、阿特拉斯-科普柯、英格索兰、三星、FSELLIOT 及 IHI-SULLAIR 等；国内品牌包括沈鼓、陕鼓、开封黄河空分等，不过这三家以大型离心压缩机为主。

图 14、小型离心压缩机市场份额



数据来源：湘财证券研究所

由于小型离心压缩机长时间被国外厂商垄断，这个市场的毛利率很高，保守估计会在 50% 以上。小型离心压缩机对金通灵来说是一个不小的进口替代蓝海，一旦研发成功，将会成为公司新的利润增长点。

我们估计短期内小型离心压缩机很难贡献利润，最快才能在 2011 年贡献利润。但是制造小型离心压缩机需要很高的设计和加工能力，一旦公司成功研制小型离心压缩机，就表明公司的设计和加工能力达到了新的高度，公司完全有能力向其他高精度的制造业领域发展。

六、预计 2010 年 EPS0.94 元，6 个月目标价 42 元

金通灵正处于转型期，从一般制造到精密制造、从制造类企业向“服务+制造+服务”类企业转变；产品结构也开始向高毛利率产品倾斜，未来 2、3 年内净利润增速将快于收入增速；管理团队的执行力强，上市融资后公司将有更多的资金实力开拓新的业务。预计公司 2010 年、2011 年、2012 年的 EPS 分别为 0.94 元、1.39 元、2.00 元，首次给予买入评级，6 个月目标价 42 元。

表 10、主营业务营收和毛利预测

(营业收入 百万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
大型离心风机	268	397	424	416	574	757
yoy(%)		48.41%	6.70%	-2.01%	38.00%	32.00%
台数	520	761	797	781	1078	1423
价格(万元/台)	51.50	52.23	53.21	53.21	53.21	53.21
通用离心风机	66	43	31	34	34	35
yoy(%)		-35.35%	-27.62%	7.75%	2.00%	1.00%
台数	1202	777	513	559	570	575
价格(万元/台)	5.53	5.53	6.06	6.00	6.00	6.00
高压离心鼓风机	11.57	26.09	35.71	66.73	126.70	214.45
yoy(%)		125.50%	36.87%	86.87%	89.86%	69.26%
其中：多极高压离心鼓风机	11.57	26.09	25.05	40.08	67.25	102.99
yoy(%)		125.50%	-4.00%	60.00%	67.81%	53.14%
台数	39	53	34	55	96	154
价格(万元/台)	29.67	49.23	73.00	73.00	70.00	67.00
单极高压离心鼓风机			10.66	26.66	59.45	111.46
yoy(%)				150.00%	123.00%	87.50%
台数			13	33	74	149
价格(万元/台)			80.00	80.00	80.00	75.00
风机配件	25.50	51.82	65.78	85.51	106.89	149.65
yoy(%)		103.22%	26.94%	30.00%	25.00%	40.00%
主营业务收入	371.34	518.34	556.70	601.36	841.30	1155.68
yoy(%)		39.59%	7.40%	8.02%	39.90%	37.37%
钢材和零料收入	39.30	57.09	42.48	40.00	40.00	40.00
营业收入	410.64	575.43	599.18	641.36	881.30	1195.68
yoy(%)		40.13%	4.13%	7.04%	37.41%	35.67%
(营业成本 百万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
大型离心风机	216.87	318.89	331.23	324.17	447.35	590.51
通用离心风机	52.80	35.11	24.70	26.81	27.34	27.62
高压离心鼓风机	8.96	19.59	21.10	38.04	73.44	126.02
其中：多极高压离心鼓风机	8.96	19.59	16.39	26.05	43.71	66.94
单极高压离心鼓风机			4.71	12.00	29.72	59.07
风机配件	15.76	30.95	39.74	47.03	58.79	82.31
主营业业务成本	294.39	404.53	416.78	436.06	606.92	826.45
钢材和零料成本	34.52	54.05	40.42	38.00	38.00	38.00
营业成本	328.91	458.58	457.20	474.06	644.92	864.45
(毛利率)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
大型离心风机	19.02%	19.77%	21.90%	22.00%	22.00%	22.00%

通用离心风机	20.56%	18.30%	20.57%	20.00%	20.00%	20.00%
高压离心鼓风机	22.59%	24.92%	40.90%	42.99%	42.04%	41.24%
其中：多极高压离心鼓风机	22.59%	24.92%	34.56%	35.00%	35.00%	35.00%
单极高压离心鼓风机	-	-	55.80%	55.00%	50.00%	47.00%
风机配件	38.21%	40.28%	39.58%	45.00%	45.00%	45.00%
主营业务毛利率	20.72%	21.96%	25.13%	27.49%	27.86%	28.49%
钢材和零料毛利率	12.16%	5.33%	4.85%	5.00%	5.00%	5.00%
综合毛利率	19.90%	20.31%	23.70%	26.09%	26.82%	27.70%

数据来源：湘财证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	410	888	884	1091	营业收入	599	641	881	1196
现金	71	500	243	339	营业成本	457	474	645	864
应收账款	216	186	367	383	营业税金及附加	4	5	7	9
其他应收款	4	4	6	8	营业费用	33	35	48	66
预付账款	31	33	45	61	管理费用	27	32	44	59
存货	88	156	213	285	财务费用	7	6	4	4
其他流动资产	0	8	11	14	资产减值损失	4	1	1	1
非流动资产	201	393	578	655	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	90	211	360	469	营业利润	67	88	133	193
无形资产	40	40	40	40	营业外收入	14	7	7	7
其他非流动资产	70	141	177	145	营业外支出	6	2	2	2
资产总计	611	1280	1462	1746	利润总额	75	93	138	198
流动负债	321	349	413	528	所得税	19	14	20	29
短期借款	70	73	40	30	净利润	55	80	117	169
应付账款	133	142	193	259	少数股东损益	1	1	1	2
其他流动负债	118	134	179	239	归属母公司净利润	54	79	116	167
非流动负债	113	112	112	112	EBITDA	74	102	152	219
长期借款	100	100	100	100	EPS (元)	0.87	0.94	1.39	2.00
其他非流动负债	13	12	12	12	主要财务比率				
负债合计	434	461	525	640	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	5	6	8	10	成长能力				
股本	63	84	84	84	营业收入	4.1%	7.0%	37.4%	35.7%
资本公积	30	572	572	572	营业利润	39.5%	32.7%	49.9%	45.6%
留存收益	79	158	274	441	归属于母公司净利润	54.2%	44.7%	47.2%	44.0%
归属母公司股东权益	172	813	929	1096	获利能力				
负债和股东权益	611	1280	1462	1746	毛利率(%)	23.7%	26.1%	26.8%	27.7%
现金流量表					净利率(%)	9.1%	12.3%	13.2%	14.0%
单位:百万元					ROE(%)	31.7%	9.7%	12.5%	15.2%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	20.9%	16.8%	14.2%	19.1%
经营活动现金流	57	69	-20	211	偿债能力				
净利润	55	80	117	169	资产负债率(%)	71.1%	36.0%	35.9%	36.7%
折旧摊销	0	8	15	22	净负债比率(%)	39.14%	37.51%	26.67%	20.31%
财务费用	7	6	4	4	流动比率	1.28	2.54	2.14	2.07
投资损失	-0	0	0	0	速动比率	1.00	2.10	1.63	1.53
营运资金变动	0	-22	-168	14	营运能力				
其他经营现金流	-5	-2	12	1	总资产周转率	1.11	0.68	0.64	0.75
投资活动现金流	-118	-199	-200	-100	应收账款周转率	3	3	3	3
资本支出	122	199	200	100	应付账款周转率	3.59	3.45	3.84	3.82
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	4	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.65	0.94	1.39	2.00
筹资活动现金流	90	560	-37	-14	每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	0.82	-0.24	2.52
短期借款	13	3	-33	-10	每股净资产(最新摊薄)	2.05	9.73	11.12	13.12
长期借款	100	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	21	0	0	P/E	48.12	33.24	22.58	15.68
资本公积增加	0	542	0	0	P/B	15.27	3.22	2.82	2.39
其他筹资现金流	-23	-6	-4	-4	EV/EBITDA	37	27	18	12
现金净增加额	29	429	-257	97					

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。