

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

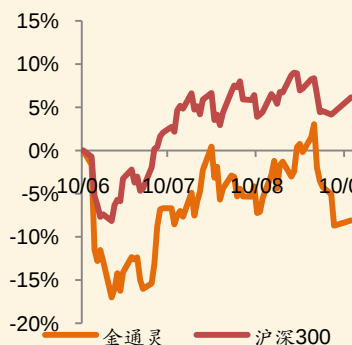
6 个月目标价: 42.0 元

当前股价: 30.10 元

基本资料

总股本 (百万):	84
流通股 (百万):	21
总市值 (亿):	25.2
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



相关研究报告

100920-深度报告-金通灵 (300091SZ) 乘节能减排东风, 敢于创新的精密制造业龙头

金通灵 (300091) 发布公告称, 董事会已经同意上市公司以自有资金与美国 ETI-Turbo Inc. (以下简称 ETI) 公司联合成立高效离心空气压缩机研发中心。公司以现金和实物出资, 持有合资公司 51% 股权, ETI 以技术出资, 持有合资公司 49% 股权。合资公司注册资本初定为 300 万美元。

另外, 公司将以不超过 4000 万元的自有资金建造公司办公楼, 以满足未来 5-10 年的管理办公需求。

美国 ETI 拥有超豪华的研发队伍

美国 ETI 是一家专业从事透平机组设计、研发和测试的公司。ETI 为客户提供全套的工程服务, 从最初的设计框架、详细设计、部件开发到最终的测试。ETI 拥有豪华的研发队伍, 能够帮助金通灵在研发和制造能力上实现大跨越。ETI 核心研发人员的从业经验都在 20 年以上。

ETI 创始人是 Wen Jeng Chen, 美国机械工程师协会院士 (美国机械工程师的最高荣誉), 从业时间 18 年, 他研发的有限元计算机代码技术 (finite element computer codes) 被广泛应用在美国宇航局 (NASA)、美国空军、美国海军、波音、GE 的相关项目中; 在英格索兰 (Ingersoll-Rand Company) 期间, 他被授予最高荣誉 IR 总裁 (IR President's Award) 奖; 他曾经担当过美国宇航局、GE、霍尼韦尔的顾问。

还有一位重量级的研发人员 Edgar J. Gunter, 美国机械工程师协会院士, 从业时间 40 年, 曾在弗吉亚大学航天工程系和机械工程系执教 34 年, 美国宇航局资深顾问, 曾参与过宇宙飞船设计。

协议是排它的, 金通灵可以独享 ETI 的小型离心压缩机的研发成果

ETI 承诺在合资公司成立后, 将不再承接同类产品的设计订单, 不将高效离心空气压缩机的技术提供给合资公司及本公司以外的其他任何组织和个人, 金通灵可以独享 ETI 的小型离心压缩机的研发成果。

英格索兰年销售额近 132 亿美元, 是压缩机行业的全球领导者

英格索兰总部位于美国新泽西州, 年销售额近 132 亿美元, 在全球拥有 6 万名员工, 致力于改善民用住宅和楼宇建筑的空气品质及舒适度, 运输和保护食品及易腐品安全, 保障家庭和商业财产安全, 并提高工业领域的生产率和效率, 是为商用、民用、工业市场创造和维护安全、舒适及高效环境的全球领导者。

小型离心压缩机, 下一个进口替代蓝海

今年公司上半年自主研发的小型压缩机已经成功试车, 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。

为了保护二级市场投资者利益, 公司用自有资金建办公楼

公司将以不超过 4000 万元的自有资金建造公司办公楼, 以满足未来 5-10 年的管理办公需求。公司放弃用超募资金建办公楼, 转而用自有资金建办公楼, 充分体现了公司保护二级市场投资者利益的意识。

□ 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，维持买入评级，6 个月目标价 42 元。

表 1、ETI 研发团队

主要高管	从业时间	简历	工作经历
Wen Jeng Chen（创始人）	18 年	美国机械工程师协会院士（美国机械工程师的最高荣誉）	他研发的有限元计算机代码技术（finite element computer codes）被广泛应用在美国宇航局(NASA)、美国空军、美国海军、波音、GE 的相关项目中；在英格索兰（Ingersoll-Rand Company）期间，他被授予最高荣誉 IR 总裁（IR President's Award）奖；他曾经担当过美国宇航局、GE、霍尼韦尔的顾问。
Robert King	30 年		在英格索兰期间，他曾经主持开发了多款最畅销的压缩机；他是一个通才，几乎熟悉压缩机设计和制造的所有流程。
Ron Haugen	30 年		在英格索兰期间，他曾经是压缩机事业部经理；拥有多项发明专利。
Frank Olsofka	30 年		在英格索兰期间，他曾经是压缩机事业部设计经理
Keith Bugar	30 年		在英格索兰期间，他曾经是高级航空业务经理
Pat Powers	25 年		在英格索兰期间，他曾经是实验室经理，参与了 Centac 所有系列压缩机的开发
J. P. Zhang	18 年		曾供职于 NREC（最初由麻省理工师生组建的一个透平机组研究组织，具有 50 多年的研发经验）
Edgar J. Gunter	40 年	美国机械工程师协会院士（美国机械工程师的最高荣誉）	曾在弗吉尼亚大学航天工程系执教 34 年，美国宇航局资深顾问，曾参与过宇宙飞船设计

数据来源：ETI（http://www.etiturno.com/htm_aboutUs.htm）、湘财证券研究所

英格索兰全球领先的压缩机制造商

英格索兰总部位于美国新泽西州，成立于 1905 年。

英格索兰（Ingersoll Rand，纽约证券交易所代码：IR）是为商用、民用、工业市场创造和维护安全、舒适及高效环境的全球领导者。旗下品牌：Club Car®、哈斯曼（Husmann®）、英格索兰（Ingersoll Rand®）、西勒奇（Schlage®）、冷王（Thermo King®）和特灵（Trane®）共同致力于改善民用住宅和楼宇建筑的空气品质及舒适度，运输和保护食品及易腐品安全，保障家庭和商业财产安全，并提高工业领域的生产率和效率。作为年销售额近 132 亿美元的全球性公司，英格索兰致力于企业自身及其客户的可持续性发展。

目前, 英格索兰在全球拥有近 60,000 名员工。公司全球生产制造和装配运营基地包括美国的 47 个工厂、欧洲的 28 个工厂、亚洲的 18 个工厂、拉丁美洲的 10 个工厂和加拿大的 1 个工厂。与此同时, 英格索兰的办事处、仓库及维修中心遍布全球各地。

<http://www.irco.com.cn/AboutUs/AboutIRGlobal.htm>

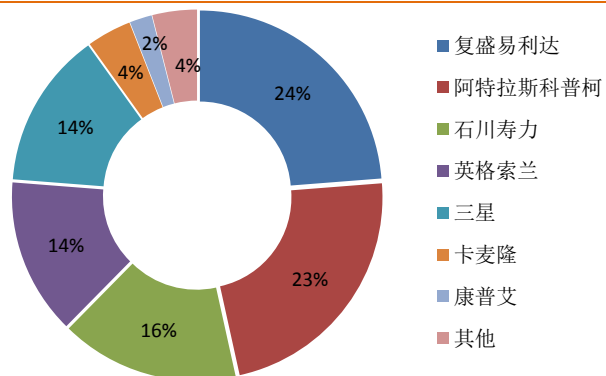
小型离心压缩机市场简介

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 1、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。

表 2、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	46.18	31.91	21.67	15.05
资本公积增加	0	542	0	0	P/B	14.66	3.09	2.71	2.30
其他筹资现金流	-23	-6	-4	-4	EV/EBITDA	36	26	17	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。