

金通灵 300091.SZ

“掘金”产业升级，“通灵”节能环保

研究结论

大型离心风机业务充分受惠于节能环保背景下的产业升级而实现稳定增长。公司是国内离心风机行业的龙头企业。产品定位高端，其中 70% 的产品效率平均高于国家节能专用设备评价效率指标 2% 以上，平均高于国家对离心风机的限定效率值 8% 左右。在大力发展节能环保产业的“十二五”期间，公司的大型离心风机产品必将充分受惠于下游钢铁、火电、水泥、石化等产业的全面升级，而保持稳定增长态势。

突破产能瓶颈，奠定高增长基础。公司原产能为 800 台/套标准大型离心风机，目前产能利用率已经高达 110% 以上。通过 IPO 募投项目，将产能扩张到 1580 台/套标准大型离心风机，奠定了未来三年高增长的基础。同时，“服务+制造+服务”经营模式下的区域布局，为公司产品拓展市场份额和实现风机系统节能改造服务与配件销售业务的高增长，提供了必要条件。另外，公司与美国 ETI 合资成立了金通灵意泰高效离心空气压缩机科技研发有限公司（公司控股 51%），标志着公司已经正式进入小型高效离心空气压缩机领域，这是公司在产品链拓展上的一个重大突破，更是公司未来三年高增长的重要支撑。

拓展节能环保领域，打开跨越式增长空间。公司产品除了本身就具有节能效果外，还成功打入了余热回收、煤气回收、脱硫脱硝、硫化床锅炉、污水处理等“十二五”期间大力发展的节能环保领域。尤其是污水处理用曝气鼓风机，目前国内市场规模每年约 30 亿左右，大部分依赖进口，公司产品成功打入这一领域之后，替代进口空间巨大，也将充分受惠于“十二五”期间我国污水处理产业的大幅增长。2009 年，公司与节能环保领域相关的高压鼓风机业务销售规模为 3571.43 万元，我们预计未来三年的年均增速有望达到 100%，是拉动公司高增长的重要引擎。毛利率水平有望达到 45% 以上，其对公司净利率增长水平的拉动效应更强。

风险因素：宏观经济波动对下游行业固定资产投资影响的不确定性，和钢材等原材料价格波动影响的不确定性，是公司面临的主要风险因素。

催化剂：“十二五”规划及其相关的节能环保扶植政策的推出，和公司高压离心鼓风机市场拓展超预期，是公司股价的重大催化剂。

估值与投资评级：公司产品定位高端的行业龙头地位，铸就了其“掘金”产业升级，“通灵”节能环保的巨大潜力，我们预计公司未来三年净利润的复合增长率为 48.28%。我们给予公司股价 0.7 倍 PEG 和 33.80 倍 PE 的估值水平，对应 2011 年预测 EPS 的合理股价为 47.31 元，相对中小板和创业板的估值水平，目前股价低估，价值回归潜力较大，首次给予买入投资评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。

东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武

机械行业首席分析师

8621-50366888 × 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010048

胡耀文

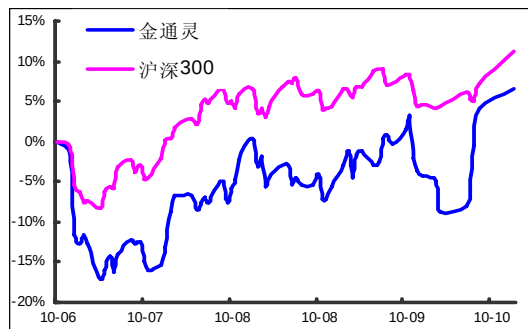
机械行业研究助理

执业证书编号：S0860110060048

投资评级 买入 增持 中性 减持（首次）

股价（2010 年 10 月 8 日）	34.90 元
目标价格	47.31 元
总股本/A 股（万股）	2100/8360
A 股市值（百万元）	2917.64
国家/地区	中国
行业	机械制造业
报告日期	2010 年 10 月 11 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现	9.23	24.20	6.56
相对表现	7.59	12.85	11.68

资料来源：WIND、东方证券研究所

财务分析

（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	599.18	641.65	789.03	1020.68
税前利润	74.53	94.89	139.30	211.50
归属母公司净利润	54.49	79.71	117.01	177.66
EBITDA	85.98	108.96	152.92	225.79
每股收益(元)	0.87	0.95	1.40	2.13
净资产收益率	31.25%	10.01%	12.83%	16.35%
每股经营现金(元)	0.91	1.16	1.31	1.91
市盈率(X)	1.15	36.60	24.94	16.42
EV/EBITDA	1.88	21.92	15.18	9.75

资料来源：公司公告、东方证券研究所

一、政策扶持行业向好，技术决胜定位高端

公司是国内离心风机行业的龙头企业。产品定位高端，其中 70%的产品效率平均高于国家节能专用设备评价效率指标 2%以上，平均高于国家对离心风机的限定效率值 8%左右。在大力发展节能环保产业的“十二五”期间，公司的大型离心风机产品必将充分受惠于下游钢铁、火电、水泥、石化等产业的全面升级，而保持稳定增长态势。

1. 相关政策扶持下装备升级

《装备制造业调整和振兴规划实施细则 2009-2011》指出：具体任务包括依托百万千瓦级超临界/超超临界火电设备、大型燃气机组、垃圾焚烧发电设备等高效清洁发电等十大领域重点工程，振兴装备制造业；抓住九大产业重点项目，实施装备自主化。如以钢铁产业调整和振兴规划确定的工程为依托，以冷热连轧宽带钢成套设备、大型板坯连铸机、彩色涂层钢板生产设备、大型制氧机、大型高炉风机、余热回收装置等为重点，推进大型冶金成套设备自主化。

表一：国家相关政策一览

	《产业结构调整指导目录（2005 年本）》	《节能中长期专项规划》
电力	煤炭行业中低热值燃料（含煤矸石）及煤矿伴生资源开发利用及设备制造；电力行业中单机60 万千瓦及以上超临界、超（超）临界机组电站建设，采用30万千瓦及以上集中供热机组的热电联产及热、电、冷多联产，30 万千瓦及以上循环流化床、增压流化床、整体煤气化联合循环发电等洁净煤发电，单机20 万千瓦及以上采用流化床锅炉并利用煤矸石或劣质煤发电，投运发电机组脱硫改造。	电力工业将大力发展60 万千瓦及以上超（超）临界机组；采用高效、洁净发电技术，改造在运火电机组，提高机组发电效率；实施“以大代小”、“上大压小”和小机组淘汰退役，提高单机容量。
钢铁	钢铁行业中炭化室高度6 米以上、宽500 毫米以上配干熄焦、装煤、推焦除尘装置的新一代大容积机械化焦炉建设，干法熄焦、导热油换热技术应用。	钢铁工业需要加快淘汰落后工艺和设备，提高新建、改扩建工程的能耗准入标准。实现技术装备大型化、生产流程连续化、紧凑化、高效化，最大限度综合利用各种能源和资源。
化工	化工行业中大型乙烯建设（东部及沿海80 万吨/年及以上、西部60 万吨/年及以上）及现有乙烯改扩建。	
水泥	建材行业中日产4,000 吨及以上（西部地区日产2,000 吨及以上）熟料新型干法水泥生产及装备和配套材料开发	

资料来源：集团网站；东方证券研究所

2. 行业稳定成长，关键词“集约改造”

公司风机产品具有显著的节能优势。根据国家财政部、税务总局、发改委颁布的《节能节水专用设备企业所得税优惠目录》，其中规定用于工业生产传输的节能节水、环境保护专用设备可享受税收优惠政策，离心风机产品在优惠目录内。只有效率达到节能评价要求的设备才可列入节能专用设备。按照公司 2007-2009 年销售的风机逐台配用电机功率统计，总功率合计为 3,219,851KW，以其中 70%平均节能 2%、每年全天候运行 300 天计算，每年可节约约 3 亿千瓦时，节约耗煤约 10 万吨/年，减少二氧化碳排放 26 万吨/年，减少二氧化硫排放 850 吨/年。

表二：公司产品下游一览

应用领域	工艺环节	主要离心风机
钢铁冶炼	烧结工艺	烧结主抽离心鼓风机、烧结脱硫风机、烧结余热回收离心鼓风机、烧结环冷离心风机、烧结球团回热风机、机尾除尘离心风机、整粒除尘离心风机、配料除尘离心风机、溶剂除尘离心风机、原料厂除尘离心风机
	炼铁工艺	高炉助燃离心鼓风机、喷煤排烟离心鼓风机、出铁场除尘离心风机、矿焦槽除尘离心风机、炉顶除尘离心风机
	炼钢工艺	转炉煤气一次离心鼓风机、转炉二次除尘离心风机、铁水预处理离心风机、精炼炉除尘离心风机、电炉除尘离心风机
	冷轧、热轧工艺	密封离心风机、热风炉助燃离心鼓风机、高温循环离心鼓风机、排烟离心风机
	钢铁化工工艺	二氧化硫离心鼓风机、氮气离心鼓风机
	煤气回收工艺	煤气加压风机、煤气鼓风机、煤气回收风机
	钢厂污水处理	焦化污水曝气风机
有色冶炼	氧化铝、氧化铜工艺	高温离心鼓风机、高温除尘离心风机
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
	燃煤机组	冷一次离心鼓风机、煤粉离心风机
	脱硫脱硝工艺	高压排风离心鼓风机
新型干法水泥	日产 2,500 吨—10,000 吨生产线	高温窑尾离心鼓风机、原料磨循环离心鼓风机、窑头离心排风机、窑尾离心排风机、煤磨高温离心鼓风机、水泥磨离心排风机、水泥磨循环离心风机、蓖冷离心风机
石油化工	物料干燥工艺	供气站用离心鼓风机、硫磺回收离心鼓风机、裂解炉离心引风机
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
余热回收	余热回收工艺	循环工艺离心风机
干熄焦	焦炉系统增压	焦炉煤气离心鼓风机
	废气排空	出焦除尘离心风机、装煤除尘离心风机、筛焦除尘离心风机、干熄焦除尘离心风机
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
核电	循环增压	氦气循环离心风机
水力发电	通风、换气	一般离心通风机、离心排风机、中央空调用离心风机
造纸	工艺循环、环境通风	工艺循环离心风机、空调用离心风机、污水处理用高压离心鼓风机
纺织、化	恒温、恒湿	中央空调用离心风机、纺织专用离心风机、污水处理用高压离心鼓风机
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
玻璃制造	制造工艺环节	高温离心风机、防腐离心风机、污水处理用高压离心鼓风机
煤炭开采	排风、送风	瓦斯离心排风机、矿井离心送风机
粮食仓储	粮食仓储	国家级仓储中心专用离心排风机
醋纤制造	干燥、防腐	一般离心通风机、防腐离心风机
建筑行业	排烟、排风、换气	排烟离心风机、排风离心风机、换气离心风机
烟草烘干	烘干	一般离心通风机、烘干离心风机
军事工业	通风、排风	隧道离心通风机、弹药库离心排风机
酿酒	麦芽工艺	麦芽工艺风机、中央空调用离心风机、污水处理用高压离心鼓风机
其他行业	通风换气	一般离心风机

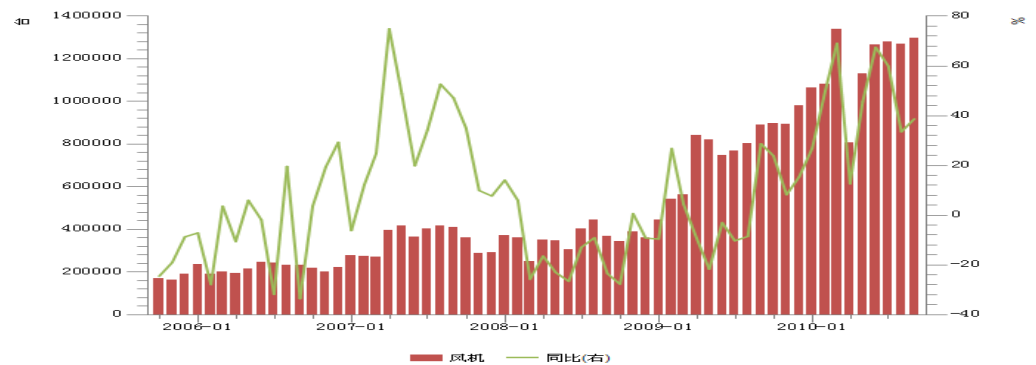
资料来源：公司公告；东方证券研究所

风机行业增速稳定，相关需求将保持旺盛势头

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。

根据《中国工业化进程报告 1995—2005 年中国省域工业化水平评价与研究》数据，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。

图一：风机行业销售规模趋势图

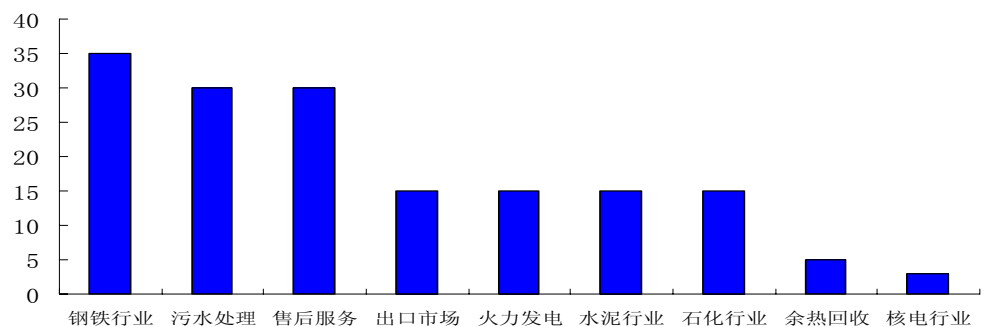


资料来源：WIND；东方证券研究所

风机行业的应用领域广泛，未来的主要看点还是装备升级

我国离心风机行业的发展也适应了新型工业化发展趋势，在重化工业区域整合、技术升级、节能改造带动下，离心风机在煤矸石综合利用、新型干法熟料水泥技改、余热回收发电、高耗能行业设备的“以大代小”、污水处理以及各行业产业升级、区域整合等 20 多个节能环保和产业转型领域得到广泛应用。风机作为钢铁冶炼、火力发电、新型干法水泥、石油化工等行业的重要设备，下游行业的发展政策将影响风机行业的发展方向。

图二：未来三年下游行业需求总额（亿元）



资料来源：公司公告；东方证券研究所

3. 公司市场地位推出，装备、技术业内领先

离心风机是非标准产品。用户需提供所需离心风机的风量、风压、介质及介质温度、海拔高度等数十项相关技术参数，在此基础上，离心风机厂商根据各行业使用特点，考虑效率、安全性等因素进行研发设计，量身定制。

表三：公司行业地位突出

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

资料来源：东方证券研究所

离心风机的制造工艺复杂，叶轮、机壳、主轴等主要部件几何形状复杂，生产工序繁多，其中如下料、焊接、热处理、机加工等工艺环节需要配备专用加工设备及经验丰富的高级技工。此外，由于离心风机安全性直接影响到整体生产系统的安全及效率，作用极其重要，同时作业环境恶劣，因此对离心风机的综合品质要求很高，对其生产过程的检测要求严格，需通过如原材料检测、

图三：公司在 2009 年投入大量资金购买国际先进设备



资料来源：东方证券研究所

二、突破产能瓶颈，奠定高增长基础

公司原产能为 800 台/套标准大型离心风机，目前产能利用率已经高达 110%以上。通过 IPO 募投项目，将产能扩张到 1580 台/套标准大型离心风机，奠定了未来三年高增长的基础。同时，“服务+制造+服务”经营模式下的区域布局，为公司产品拓展市场份额和实现维修服务与配件销售业务的高增长，提供了必要条件。

1. 上市融资对公司发展至关重要

公司高压离心鼓风机产品包括多级高压离心鼓风机和单级高速离心鼓风机,产品技术及生产工艺都已成熟,可进行产业化生产。但受资源限制,公司未进行大规模设备及固定资产投入,目前未形成规模产能。

表四：产能瓶颈制约公司发展实现结构调整

产能（台）	2007	2008	2009
大型离心风机	520	761	797
通用离心风机	1202	777	512
高压离心鼓风机	39	53	47
风机配件	698	1183	1345
产能利用率	109%	115%	113%

资料来源：www.stats.gov.cn、东方证券研究所

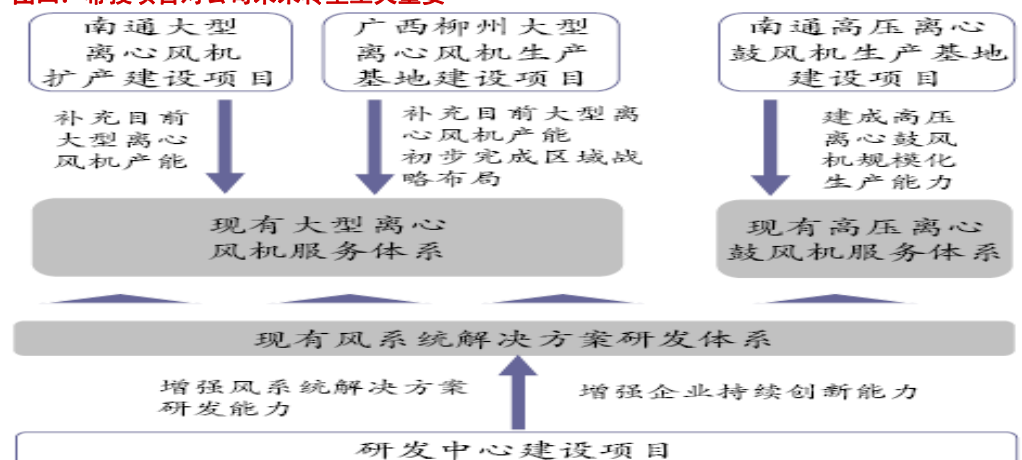
2. 募投项目陆续达产，公司将步入收获期

南通大型离心风机扩产建设项目,主要用于弥补公司目前产能不足,改变大量订单无法承接的局面,将新增标准大型离心风机年产能 390 台,并同时为广西柳州大型离心风机生产基地建设项目提供 390 套叶轮的配套年生产能力,预计每年实现销售收入 26,910 万元,实现净利润 2,288.6 万元,有利于巩固公司在大型离心风机行业的领先地位。

南通高压离心鼓风机生产基地建设项目,进一步优化公司产品结构,增加高附加值产品的产销量,是公司未来新的利润增长点和发展方向,项目建成后将形成高压离心鼓风机规模化生产能力,年产 280 台高压离心鼓风机,其中多级高压离心鼓风机 125 台,单级高速离心鼓风机 155 台,预计每年实现销售收入 16,950.0 万元,净利润 1,896.7 万元本项目实施后,打破公司高压离心鼓风机产能瓶颈。

广西柳州大型离心风机生产基地建设项目,扩大公司服务半径,巩固和扩大公司在华南、西南地区市场占有率,并进一步拓展东盟市场,完善公司区域布局的战略目标。项目达产后,将新增标准大型离心风机产能 390 台(配套叶轮从南通本部采购),预计每年实现销售收入 23,400 万元,净利润 1,872.5 万元。

图四：募投项目对公司未来转型至关重要



资料来源：东方证券研究所

三、盈利空间提升受益节能环保

公司产品涉足余热回收、煤气回收、脱硫脱硝、硫化床锅炉、污水处理等“十二五”期间大力发展的节能环保领域。尤其是污水处理用曝气鼓风机，目前国内市场规模约 30 亿左右，大部分依赖进口，公司产品成功打入这一领域之后，替代进口空间巨大，也将充分受惠于“十二五”期间我国污水处理产业的大幅增长。2009 年，公司与节能环保领域相关的高压鼓风机业务销售规模为 3571.43 万元，我们预计未来三年的年均增速有望达到 100%，是拉动公司高增长的重要引擎。毛利率水平有望达到 50%以上，其对公司净利率增长水平的拉动效应更强。

进口替代实现盈利水平新突破

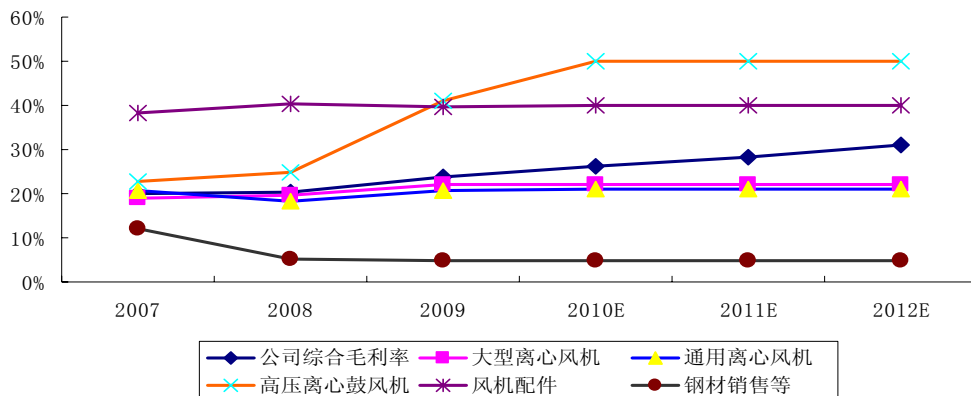
表五：行业高端市场仍被国外企业占领，进口替代潜力巨大

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

资料来源：东方证券研究所

综合毛利率将在高压离心鼓风机占比的提高中进一步提高。

图五：公司分业务毛利率分析



资料来源：东方证券研究所

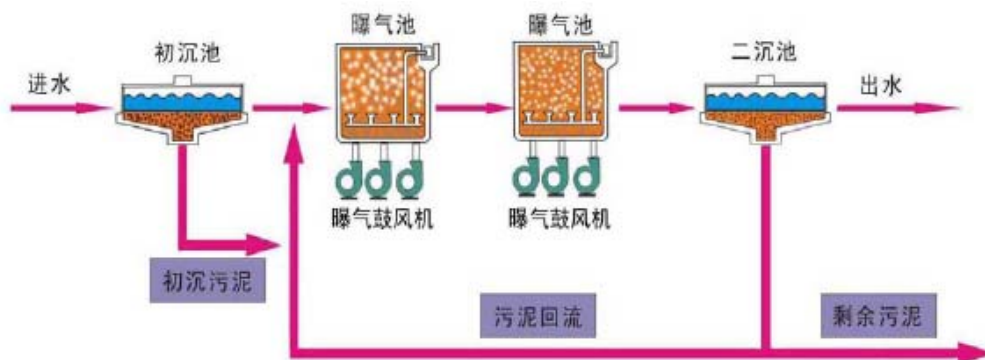
1. 污水处理曝气用高压离心鼓风机

目前，污水处理目前普遍采用生物法，即将污水排入曝气生物滤池，滤池中每个层面都生长着不同的微生物群，通过代谢作用分别分解各层污水中的悬浮物、溶解性有机物及氮磷等营养盐，达到污水处理的目的。

高压离心鼓风机在污水处理中起曝气用途，通过曝气，将空气中的氧溶解于水中，或将水中不需要的气体及挥发性物质放逐到空气中，促进气体与液体之间物质交换，同时达到混合和搅拌作用，促

进好氧微生物的生长。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 10 米以上。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 5 万吨的污水处理厂需要配备 3 台高压离心鼓风机。高压离心鼓风机是污水处理系统的关键设备，将是公司未来的盈利新亮点。

图六：污水处理系统主要作业工艺流程

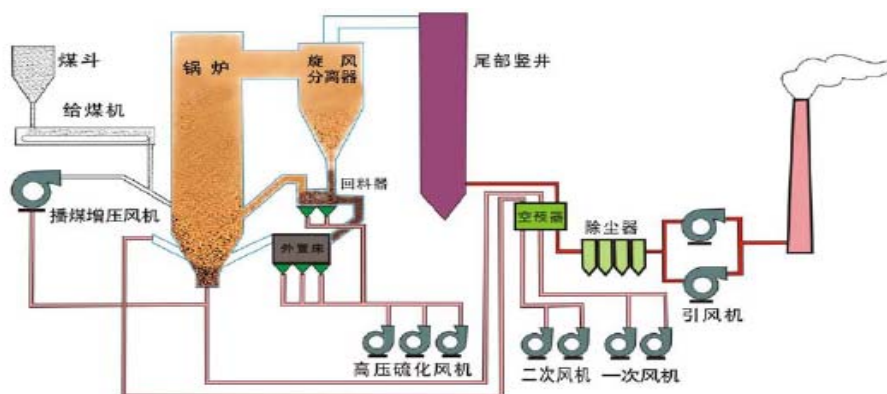


资料来源：国际能源署，东方证券研究所

循环流化床发电机组具有燃料适应性广、燃烧效率高、负荷调节范围大等优点，除了可以燃烧烟煤、无烟煤、褐煤等燃料外，还可以燃烧煤矸石、煤泥等劣质燃料以及垃圾、生物秸秆等。由于其氮氧化物排放量低，可同步实现炉内脱硫，因此是一种清洁的燃烧方式。

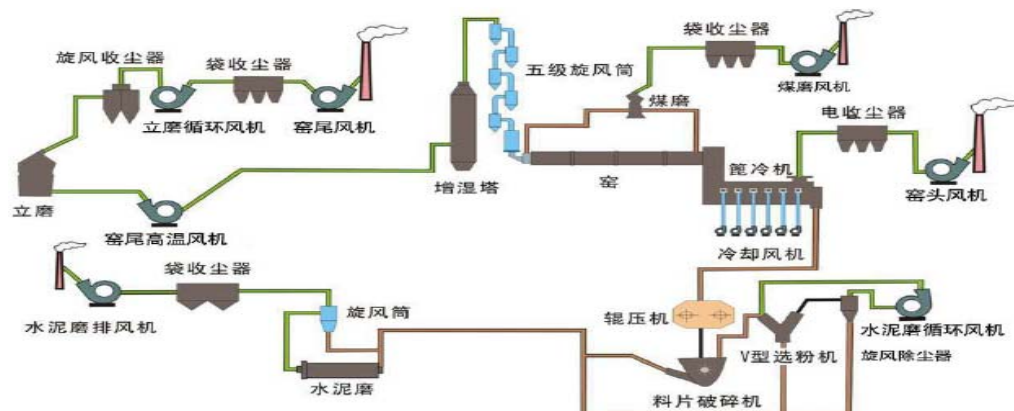
大型循环流化床锅炉发电技术是我国火力发电领域主要的清洁发电技术，将受国家政策的重点支持。目前，金通灵在该领域的风机占有率达 60%以上，2009 年 6 月，公司成功中标世界首台套“四川白马 600MW 大型循环流化床机组示范工程”风机项目。

图七：循环流化床发电机组的主要作业工艺流程



资料来源：东方证券研究所

新型干法水泥生产线与传统的湿法、干法、半干法旋窑水泥生产线相比，其工艺过程比较复杂，系统环节多，连续性强，许多工序联合操作，相互影响，相互制约。当前，以悬浮预热和窑外分解技术为核心，经过新型的烘干粉磨及原燃材料均化工艺，并采用计算机集散控制为代表的自动化过程控制手段，实现高效、优质、低耗生产。

图八：新型干法水泥生产线的主要作业工艺流程


资料来源：东方证券研究所

四、财务分析

1.盈利预测：

1. 目前产能供不应求，公司释放的新增产能能够被市场充分消化且在不影响公司议价能力的同时。
2. 通货膨胀没有考虑在此次估值中，定价水平维持在 2009 年的水平不变。
3. 公司在新兴领域的拓展势头稳定，主要来源于高压离心鼓风机。

表六：公司的盈利预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入（万元）	41063.6	57542.74	59918.09	64165.22	78902.73	102067.91
增长		40.13%	4.13%	7.09%	22.97%	29.36%
大型离心风机	26780.57	39746.92	42410.81	42410.81	48772.43	56088.30
通用离心风机	6646.79	4296.82	3109.67	2798.70	2518.83	2266.95
高压离心鼓风机	1157.27	2608.81	3571.43	7142.86	14285.72	28571.44
风机配件	2549.93	5181.74	6577.82	7564.49	9077.39	10892.87
钢材销售等	3929.04	5708.45	4248.36	4248.36	4248.36	4248.36
主营业务成本（万元）	32891.15	45858.32	45719.55	47437.47	56657.61	70397.14
大型离心风机	21686.91	31888.95	33122.84	33080.43	38042.50	43748.87
通用离心风机	5280.21	3510.50	2470.01	2210.98	1989.88	1790.89
高压离心鼓风机	895.84	1958.69	2110.72	3571.43	7142.86	14285.72
风机配件	1575.60	3094.54	3974.32	4538.70	5446.43	6535.72
钢材销售等	3452.59	5405.63	4041.66	4035.94	4035.94	4035.94
公司毛利率	19.90%	20.31%	23.70%	26.07%	28.19%	31.03%
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%	21.00%	21.00%	21.00%

高压离心鼓风机	22.59%	24.92%	40.90%	50.00%	50.00%	50.00%
风机配件	38.21%	40.28%	39.58%	40.00%	40.00%	40.00%
钢材销售等	12.13%	5.30%	4.87%	5.00%	5.00%	5.00%
产销量（台）						
大型离心风机	504	740	862	862	991	1140
通用离心风机	1237	761	537	483	435	391
高压离心鼓风机	21	47	57	114	228	456
风机配件	700	1186	1349	1551	1862	2234
单价（万元）						
大型离心风机	53.14	53.71	49.20	49.20	49.20	49.20
通用离心风机	5.37	5.65	5.79	5.79	5.79	5.79
高压离心鼓风机	55.11	55.51	62.66	62.66	62.66	62.66
风机配件	3.64	4.37	4.88	4.88	4.88	4.88

资料来源：东方证券研究所

原材料敏感度分析

公司采取合同采购制规避了显著的原材料风险。钢材和锻件是公司生产所需的主要原材料，过去三年其成本占公司同期生产成本的比重合计为 33.39%、32.32%和 29.71%，外协件（电机、电动执行器和液力耦合器）成本占公司同期生产成本的比重合计为 44.30%、48.19%和 48.24%。公司产品结构中外购件占比 40%以上，主要是风机配套件包括电机、仪表等，该部分定价主要采取成本加约 8% 的毛利率方式。总的来说，定价机制是行业中较为稳定的，对毛利率构成的威胁有限。

重要客户占比适中，长期合作稳定

表七：下游大客户稳定保持长期合作关系

序 号	客户名称	金额(万元)	占当年销售收入比例
1	宝山钢铁股份有限公司	3,975.98	7.14%
2	西北电力工程承包公司	3,919.90	7.04%
3	上海电气集团股份有限公司	2,507.61	4.50%
4	山西太钢不锈钢股份有限公司	1,644.63	2.95%
5	福建省雁石发电有限责任公司	1,598.90	2.87%

资料来源：东方证券研究所

2. 风险提示：

宏观经济的不确定性

公司生产的离心风机是为相关行业提供气体动力的重要工艺设备，主要应用于钢铁冶炼、火力发电、新型干法水泥、石油化工等重化工业及余热回收、污水处理等节能环保产业，并随着工程总包项目出口亚洲、非洲、南美等发展中国家，与宏观经济关联度紧密。国内部分重化工业行业产能相对过剩，国家已制定钢铁、水泥等相关产业调整与振兴规划。如果全球经济和我国经济增速进一步下滑，将可能导致公司下游行业业绩进一步下滑，使其放缓甚至终止产业结构调整、技术升级步伐，从而减少对公司离心风机产品的需求。

经营风险可能加剧

根据行业惯例，公司产品验收合格后一般有合同金额 10% 的货款作为质保金，依据合同约定质保金一般为项目工程整体安装调试并经检验合格后 1-2 年内收回。结算周期较长的行业特点导致公司应收账款余额较大。随着公司业务拓展的不断加快，销售规模进一步扩大，公司的应收账款金额有可能进一步增加，导致发生坏账的风险有所加大。

五、估值与投资评级

相对于中小板和创业板，公司估值水平偏低，具有较大的价值回归潜力。

表八：估值比照分析

（倍）	2009PE	E2010PE
全部 A 股(非 ST)	22.14	16.73
沪深 300	17.90	14.11
中小企业板	53.76	37.61
创业板	71.00	49.89
金通灵	53.55	24.94

资料来源：Wind 资讯、东方证券研究所

公司产品定位高端的行业龙头地位，铸就了其“掘金”产业升级，“通灵”节能环保的巨大潜力，我们预计公司未来三年净利润的复合增长率为 48.28%。

我们给予公司股价 0.7 倍 PEG 和 33.80 倍 PE 的估值水平，对应 2011 年预测 EPS 的股价为 47.31 元，相对中小板和创业板的估值水平，公司目前股价低估，价值回归潜力较大，投资评级买入。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)					现金流量表 (人民币百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	599.18	641.65	789.03	1020.68	税后利润	54.49	79.71	117.01	177.66
营业成本	457.20	474.37	566.58	703.97	经常性现金支出	19.00	23.24	24.55	24.88
主营业务税金及附加	4.23	4.12	5.14	6.71	非经常性现金支出	(1.23)	0.64	0.96	1.09
销售费用	33.10	35.29	42.61	54.10	营运资金变动	(16.15)	(7.61)	(34.28)	(46.21)
管理费用	26.72	28.87	34.72	43.89	少数股东损益	0.81	0.95	1.39	2.11
财务费用	6.87	4.61	(1.49)	(4.03)	经营活动现金净流	56.92	96.92	109.62	159.53
营业利润	71.07	94.38	141.48	216.04	资本开支	121.98	10.03	37.07	36.22
非经常性损益	3.46	0.51	(2.18)	(4.54)	其他投资	4.19	0.00	0.00	0.00
税前利润	74.53	94.89	139.30	211.50	投资活动现金净流	(117.68)	(9.94)	(37.01)	(36.19)
所得税	19.23	14.23	20.89	31.72	贷款增加	112.82	(30.00)	(35.00)	(10.50)
净利润	55.29	80.66	118.40	179.77	支付股利利息	(9.12)	(8.42)	(5.57)	(3.76)
少数股东损益	0.81	0.95	1.39	2.11	其他融资	99.04	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	54.49	79.71	117.01	177.66	筹资活动现金净流	89.93	490.21	(55.27)	(24.55)
EPS (元/股)	0.87	0.95	1.40	2.13	现金净流量	29.17	577.19	17.35	98.79
					现金期初余额	30.80	70.74	647.93	665.28
资产负债表 (人民币百万元)					现金期末余额	59.97	647.93	665.28	764.07
	2009	2010E	2011E	2012E	比率分析				
货币资金	70.74	647.93	665.28	764.07		2009	2010E	2011E	2012E
应收账款票据	220.15	237.97	296.84	389.17	增长能力				
存货	87.75	92.50	113.32	144.31	营收增长率(%)	4.13%	7.09%	22.97%	29.36%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率(%)	34.23%	26.73%	40.34%	47.65%
流动资产合计	409.96	1004.92	1108.12	1339.02	EBIT 增长率(%)	36.32%	27.01%	41.42%	51.45%
长期投资	1.30	1.30	1.30	1.30	净利润增长率(%)	51.12%	45.87%	46.80%	51.83%
固定资产	90.10	127.06	140.31	172.39	盈利能力				
在建工程	56.58	31.32	56.26	61.25	毛利率(%)	23.70%	26.07%	28.19%	31.03%
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率(%)	9.23%	12.57%	15.01%	17.61%
非流动资产合计	201.33	199.92	235.35	270.03	EBITDA 利润率(%)	14.35%	16.98%	19.38%	22.12%
资产总计	611.29	1204.84	1343.46	1609.05	ROA(%)	9.05%	6.69%	8.81%	11.17%
					ROE(%)	31.25%	10.01%	12.83%	16.35%
循环借款	70.00	49.00	34.30	24.01	ROIC(%)	21.68%	36.88%	35.65%	44.60%
应付账款	160.31	159.19	189.79	237.79	偿债能力				
预收账款	81.52	86.62	106.52	137.79	资产负债率(%)	71.06%	32.71%	29.54%	28.80%
其他应付款	4.14	8.69	9.44	14.16	流动比率(倍)	1.28	3.24	3.18	3.15
流动负债合计	320.88	310.62	348.34	425.34	速动比率(倍)	0.91	2.85	2.76	2.71
非流动负债合计	113.49	83.49	48.49	37.99	价值评估				
负债合计	434.37	394.11	396.83	463.33	P/B(倍)	12.72	3.65	3.19	2.68
股本	62.60	83.60	83.60	83.60	P/E(倍)	1.15	36.60	24.94	16.42
资本公积	30.12	574.70	598.10	633.63	EV/收入(倍)	0.27	3.72	2.94	2.16
未分配利润	71.40	129.93	215.85	346.41	EV/EBITDA(倍)	1.88	21.92	15.18	9.75
股东权益	176.92	805.95	922.52	1099.61	EV/EBIT(倍)	2.08	24.13	16.58	10.39
负债和股东权益	611.29	1204.84	1343.46	1609.05					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn