

湘财证券研究所

行业研究部

冯舜 分析师

执业编号: S0500210070008

Tel: 021-68634510-8020

E-mail: fs2855@xcsc.com

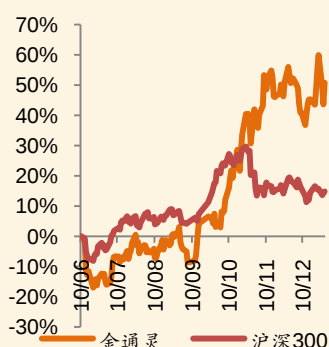
6 个月目标价: 60.0 元

当前股价: 49.38 元

基本资料

总股本 (百万):	84
流通股 (百万):	21
总市值 (亿):	41.3
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-乘节能减排东风, 敢于创新的精密制造业龙头

100928-公告点评-牵手美国 ETI, 研发制造能力实现大跨越

101028-季报点评-产能瓶颈制约

营收扩张, 高毛利率产品占比逐渐增多

101220-公告点评-围绕主业, 加快

利用超募资金

2011 年 1 月 13 日, 金通灵发布公告称将利用超募资金 6000 万元, 设立全资子公司“金通灵合同能源管理工程技术有限公司”, 新公司的注册资本为 6000 万元。金通灵合同能源管理公司将专注于合同能源管理业务, 通过帮客户节省能源来获取利润。

□ 利用主业优势, 创新合同能源管理模式

金通灵实施的合同能源管理模式与一般的合同能源管理模式不同。

上市公司中生产变频器的厂商也从事过合同能源管理项目, 但这类传统项目仅仅是通过给负载为风机和水泵的电动机装上变频器, 通过变频器控制电动机运转, 从而实现节能收益。

而金通灵实施的合同能源管理项目是首先解决负载 (风机、水泵、压缩机等) 优化问题, 通过金通灵在风机行业多年的设计和制造能力, 优化负载运行参数或者替换新负载, 从而使得新负载比老负载更节能, 然后再根据新负载的技术参数选择匹配的电机和变频器。由于金通灵实施的合同能源管理项目加入了风机优化环节, 节能效果更好, 而且客户认同度更高。

两种模式的对比示意图请参阅图 1 和图 2。

□ 合同能源管理项目收益不菲, 但具体财务处理方式仍在拟定中

根据中国节能协会统计, 中国的合同能源管理项目的成本回收期将在 12-18 个月。以公司可行性报告中列举的一种收益方式来看, 合同能源管理项目实施后两年内 (成本回收前, 公司可以 100% 获得节能收益), 公司可以收回成本, 从第三年开始, 每年回收的节能效益将达到项目初始投资额的 40%-45% (成本回收后, 节能收益按照五五分成)。根据公司估算, 合同能源管理项目的平均投资回报率为 32.3%。

不过, 如何财务上处理项目投资、节能收益、毛利率等相关科目, 公司仍在与相关会计师事务所协商。

□ 合同能源管理项目将占用公司流动资金, 提高银行信用额度来缓解资金压力

一般合同能源管理项目要求自有资金比例达到 70% 以上, 另外 30% 可以由节能客户或者第三方来承担。70% 的自有资金可以包括自有现金和银行贷款, 一旦金通灵合同能源管理公司业务做大, 母公司金通灵会为子公司做担保, 金通灵现在的银行授信额度已经达到 7 亿元左右, 足够支撑金通灵合同能源管理公司未来 2-3 年的业务发展。

公司在项目实施过程中, 将得到长期战略合作伙伴西安交通大学国家流体机械实验室和中科院热物理研究所的大力支持。

□ 预计 2010 年 EPS0.94 元, 6 个月目标价 60 元

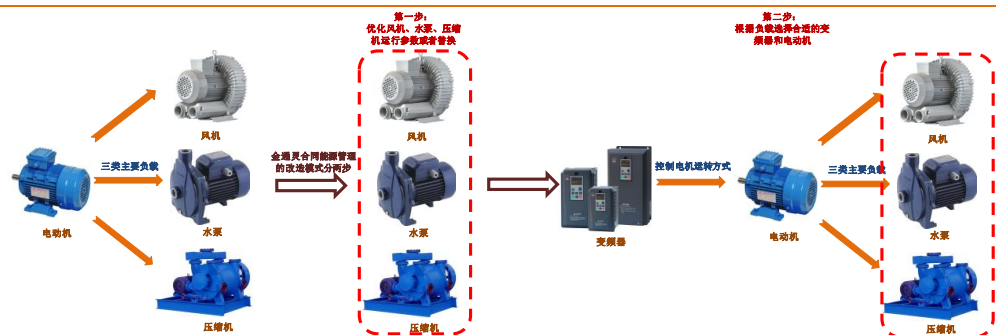
此次金通灵投资合同能源管理公司, 粗略一看有偏离主业的嫌疑, 但仔细思考后发现, 此次投资非但没有偏离主业, 反而是对主业的一种延伸和巩固, 是公司从纯粹制造型企业向“服务+制造+服务”型企业转变的一种突破。我们看好金通灵的长期发展, 预计 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 分别为 0.94 元、1.39 元、2.00 元, 维持“买入”评级, 6 个月目标价 60 元。

图 1、普通合同能源管理项目的改造模式



数据来源：湘财证券研究所

图 2、金通灵的合同能源管理项目的改造模式



数据来源：湘财证券研究所

表 1、合同能源管理项目预期收益情况

年度	投入 (万元)			项目预期收益 (万元)						
	总投入	项目投入	费用	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
第 1 年度	1,000	800	200	600	800	400	400	400	0	0
第 2 年度	5,500	5,000	500		3,500	4,750	2,500	2,500	2,500	0
第 3 年度	11,000	10,000	1,000			7,000	9,500	5,000	5,000	5,000
合计	17,500	15,800	1,700	600	4,300	12,150	12,400	7,900	7,500	5,000

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

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					
负债合计	434	461	525	640					
少数股东权益	5	6	8	10					
股本	63	84	84	84					
资本公积	30	572	572	572					
留存收益	79	158	274	441					
归属母公司股东权益	172	813	929	1096					
负债和股东权益	611	1280	1462	1746					
现金流量表					主要财务比率				
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
经营活动现金流	57	69	-20	211	成长能力				
净利润	55	80	117	169	营业收入	4.1%	7.0%	37.4%	35.7%
折旧摊销	0	8	15	22	营业利润	39.5%	32.7%	49.9%	45.6%
财务费用	7	6	4	4	归属于母公司净利润	54.2%	44.7%	47.2%	44.0%
投资损失	-0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	0	-22	-168	14	毛利率(%)	23.7%	26.1%	26.8%	27.7%
其他经营现金流	-5	-2	12	1	净利率(%)	9.1%	12.3%	13.2%	14.0%
投资活动现金流	-118	-199	-200	-100	ROE(%)	31.7%	9.7%	12.5%	15.2%
资本支出	122	199	200	100	ROIC(%)	20.9%	16.8%	14.2%	19.1%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	4	0	0	0	资产负债率(%)	71.1%	36.0%	35.9%	36.7%
筹资活动现金流	90	560	-37	-14	净负债比率(%)	39.14%	37.51%	26.67%	20.31%
短期借款	13	3	-33	-10	流动比率	1.28	2.54	2.14	2.07
长期借款	100	0	0	0	速动比率	1.00	2.10	1.63	1.53
普通股增加	0	21	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	542	0	0	总资产周转率	1.11	0.68	0.64	0.75
其他筹资现金流	-23	-6	-4	-4	应收账款周转率	3	3	3	3
现金净增加额	29	429	-257	97	应付账款周转率	3.59	3.45	3.84	3.82
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.65	0.94	1.39	2.00
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	0.82	-0.24	2.52
					每股净资产(最新摊薄)	2.05	9.73	11.12	13.12
					估值比率				
					P/E	75.76	52.35	35.56	24.69
					P/B	24.04	5.08	4.44	3.77
					EV/EBITDA	58	42	28	19

分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

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。