

金通灵(300091)调研报告

--成长前景看好的离心风机行业龙头

工业/普通机械

谨慎推荐

首次评级

发布时间: 2011 年 5 月 26 日

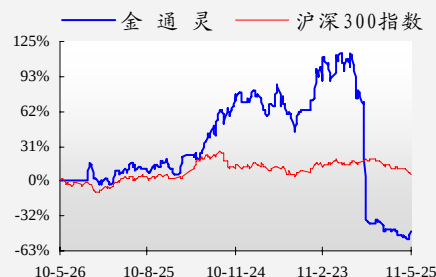
投资要点:

- 公司是国内规模最大的离心风机产品制造商, 长期受益于节能环保的国家政策扶持。风机用电约占全国发电总量的 10%, 公司风机产品具有显著的节能优势, 将受益于钢铁、火电、水泥、石化等行业节能环保的产业政策。
- 公司形成了大型工业离心风机、高压鼓风机、小型空气压缩机梯次发展的格局。大型工业离心风机是公司目前的主导产品, 募投项目投产后产能将增加约一倍; 高压鼓风机与小型空气压缩机将进入快速成长期。高压鼓风机、小型空气压缩机未来 5 年的市场容量预计分别为 40 亿、45 亿元, 公司的市场份额目标为达到 20% 左右, 行业成长空间广阔。
- 新产品与服务延伸将成为公司的新增长点。在新产品方面, 公司高效小型蒸汽轮机计划 2012 年完成研发阶段工作; 在制造向服务转型方面, 公司今年新进入的合同能源管理领域已有订单, 同时考虑未来进入相关气体服务市场。
- 订单保障公司快速增长。2010 年, 公司全年新签约订单金额达 8.1 亿元, 下游行业需求旺盛。公司未来 3 年的年均增速预计为 40%-50% 左右, 将保持持续快速增长的趋势。
- 盈利预测与估值: 预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.41、0.62、0.90 元, 对应的市盈率分别为 37.7、24.9、17.2 倍。公司未来三年的年均增速预计为 46.17%, 给予谨慎推荐的投资评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2010	58,783	-1.9%	6,027	10.6%	0.29		49.0	
2011E	80,859	37.6%	8,476	40.6%	0.41		34.8	
2012E	116,106	43.6%	12,935	52.6%	0.62		22.8	
2013E	161,369	39.0%	18,793	45.3%	0.90		15.7	

走势图



市场数据 2011-5-26

收盘价:	15.46 元
52 周最高价:	63.84 元
52 周最低价:	15.06 元
平均持仓成本:	15.75 元

基本数据 2011Q1

总股本 (万股):	20,900
流通 A 股 (万股):	20,900
每股收益 (元):	0.24
每股净资产 (元):	9.50
每股经营现金流 (元):	-0.59
市净率:	1.64

分析师: 刘立喜; 联系人: 黎焜

执业证书编号: S0550511020007

TEL: (8621)6336 7000-273

FAX: (8621)6337 3209

Email: lik@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

一、公司经营概况

1.1 公司是国内领先的离心风机制造商

公司是国内规模最大的离心风机产品制造商，产品定位于中高端市场，主要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，下游主要为钢铁冶炼、火力发电、新型干法水泥、石油化工等行业。

图 1：公司主要产品的类别与销售占比

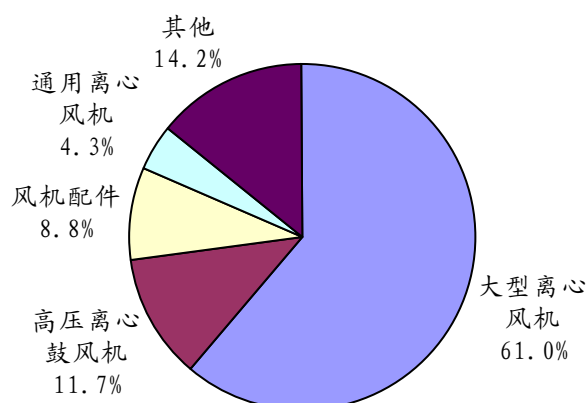
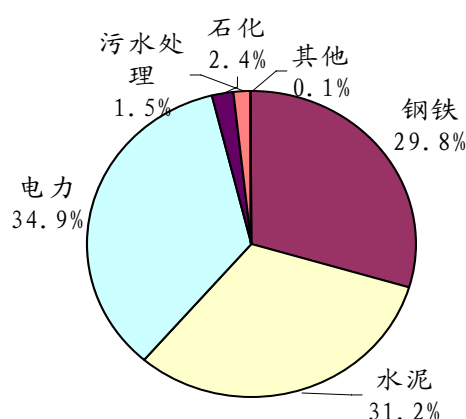


图 2：公司风机产品的下游行业需求划分



资料来源：公司公告，东北证券

公司主要产品的销售规模在钢铁冶炼行业、火力发电行业、新型干法水泥行业、石油化工行业供气站离心风机替代进口的离心风机市场排名分别为第一、第一、第二、第三。

表 1：公司离心风机主要产品类别与下游行业

应用领域	离心风机主要产品类别
钢铁冶炼	烧结主抽离心鼓风机、烧结脱硫风机、烧结余热回收鼓风机、煤气回收鼓风机等
火力发电	锅炉一次助燃离心鼓风机、二次助燃离心鼓风机、高压流化离心鼓风机等
新型干法水泥	高温窑尾离心鼓风机、原料磨循环离心鼓风机、水泥磨循环离心风机等
石油化工	供气站用离心鼓风机、硫磺回收离心鼓风机、裂解炉离心引风机等
污水处理	多级高压离心鼓风机、单级高速离心鼓风机
余热回收	循环工艺离心风机

资料来源：公司公告，东北证券

1.2 离心风机行业保持平稳增长,公司产品具有节能环保优势

2008 年，我国离心风机市场销售规模约为 285 亿元，根据风机协会预测，2012 年离心风机行业市场规模将增长到 460 亿元以上。

风机用电约占全国发电总量的 10%，其中离心风机用电约占所有风机用电总量 50% 左右，风机的运行效率提升对节能改造具有重大意义。金属矿山使用的风机用电量占全国采矿用电总量的 30%；钢铁工业使用的风机用电量占其生产用电总量的 20%，煤炭

工业使用的风机用电量占全国煤炭工业用电总量的 17%，钢铁、水泥、石化等重化工业的产业升级与节能环保将为风机行业的发展带来新机遇。

公司风机产品具有显著的节能优势。公司的 70%离心风机产品效率平均高于国家节能评价效率指标 2%以上，与国家离心风机的限定效率值相比高出 8%左右。公司通过完整的风系统节能改造解决方案，能够使风机系统运行效率提升 2%-5%，产品广泛应用于余热回收、煤气回收、脱硫脱硝、污水处理等环保工业领域。

1.3 公司产品定位于中高端市场

在国内市场中，英国豪顿、法国法拉克、日本荏原、德国 KKK 等外资公司在高端市场中处于优势地位，国内主要公司有沈阳鼓风机、西安陕鼓、上海鼓风机厂、金通灵等。

表 2：国内风机市场主要厂商

应用领域	主要厂商
钢铁冶炼	金通灵、重庆通用、武汉鼓风机、上海鼓风机厂、沈鼓、陕鼓等
火力发电	金通灵、上海鼓风机厂、成都电力机械厂、豪顿华、陕鼓、沈鼓等
新型干法水泥	四平鼓风机、重庆通用工业集团、金通灵等
石油化工	豪顿华、上海鼓风机、金通灵、沈鼓、陕鼓等
工程总包出口	沈阳鼓风机、西安陕鼓、金通灵等

资料来源：公司公告，东北证券

在低端市场，由于产品技术含量与进入门槛较低，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，国内具有一定规模的公司为 30 家左右，同时主要公司的重点细分市场各有侧重，行业竞争相对温和。公司产品定位于中高端市场，主要针对进口替代与盈利能力较高的细分市场。

二、风机三大类产品保障公司未来持续快速成长

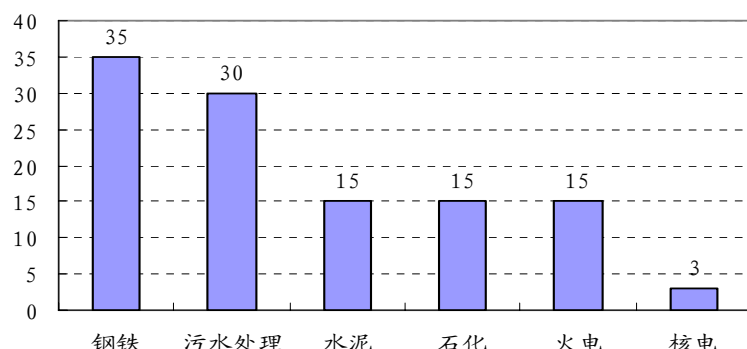
公司形成了大型工业离心风机、高压鼓风机、小型空气压缩机梯次发展的格局，成长路径清晰，未来三年将保持 40%-50%左右的较高年均增速。大型工业离心风机是公司目前的主导产品，募投项目达产后产能将增加一倍左右，高压鼓风机步入快速成长期，小型空气压缩机今年已有首台订单，即将进入业绩爆发期。

2.1 大型工业离心风机：募投项目达产后产能翻番

公司大型离心风机需求持续保持增长态势，而近两年由于受制于产能瓶颈，营业收入增速较低。公司现有产能为 800 台套，募投项目投产后将新增产能 780 台套，产能瓶颈的缓解将保障公司进入快速成长期。

大型工业离心风机主要用于钢铁冶炼、火力发电、新型干法水泥、石油化工、污水处理、余热回收、核电等行业。

图 3: 离心风机主要下游行业与市场容量 (亿元)

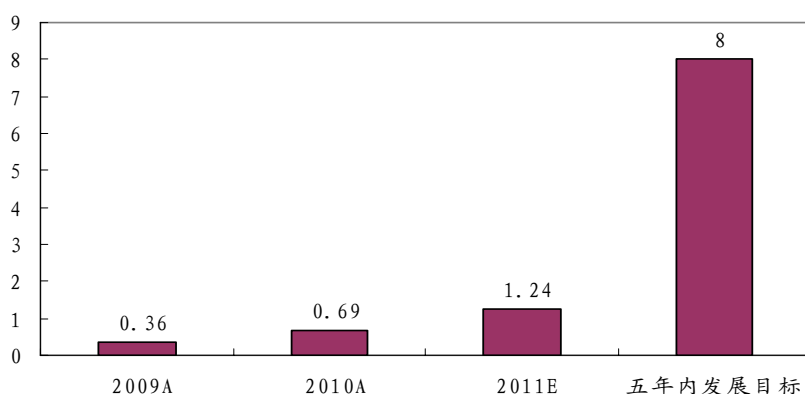


资料来源:公司公告,东北证券

2.2 高压鼓风机: 年新签订单保持翻倍增长

公司高压鼓风机2009年的营业收入为3000多万, 2010年为营业收入为6000多万, 2011年年底的在手订单为8125万元, 截止2011年4月的在手订单约为9400万, 预计全年将达到1.5亿元, 在手订单保障公司高压鼓风机产品销售收入的持续快速增长。预计未来5年高压鼓风机每年的市场容量约为40亿元, 公司的目标为未来市场份额达到20%左右, 市场成长空间广阔。

图 4: 公司高压鼓风机年营业收入与发展规划 (亿元)



资料来源:公司公告,东北证券

高压离心鼓风机主要用于污水处理、循环流化床发电机组、钢铁冶金等行业的脱硫脱硝。污水处理流程中主要使用高压离心鼓风机用于曝气池增氧, 促进好氧微生物生长。目前国内2万吨以上污水处理厂的高速鼓风机约有80%需依赖进口, 国内主要生产厂商有金通灵、沈阳鼓风机和杭州杭氧等, 而沈鼓、杭氧等公司的重点发展方向为大型空气压缩机与工业气体领域, 公司产品的进口替代空间巨大。

一家典型的生化污水处理厂的曝气鼓风机系统消耗的能源通常会超过整个污水厂能耗的 70%, “十二五”期间, 我国城市污水处理行业的投资需求预计为 7000 亿元, 将给污水处理配套的高压离心风机行业带来巨大的市场机遇。

公司在火力发电领域的脱硫脱硝环节成功实现用单级高速离心鼓风机替代传统鼓

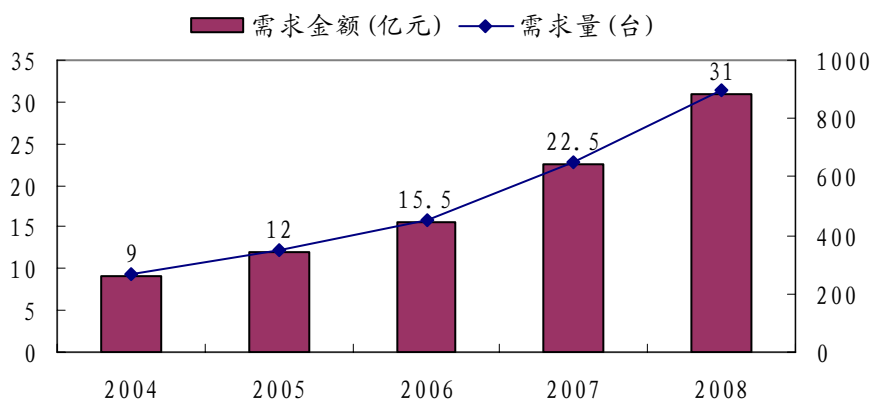
风机, 平均效率提升 25%以上。我国开始逐步加大火力发电行业结构调整的力度。“以大代小”及推广新型节能环保发电机组是火电发展的主要方向, 老机组脱硫脱硝改造, 循环流化床新型环保发电机组的推广应用均将增加对高压鼓风机等产品的需求。

2.3 小型离心空气压缩机: 即将进入爆发增长期

公司与美国 ETI 合作研发小型空气压缩机并签署了排他性协议。目前公司已有 2 台订单, 预计 2011 年全年新签订单金额为 8000 万元以上, 2012 年的订单金额预计为 1.5-2.0 亿元, 市场进展好于原有预期。由于市场主要为进口产品占据, 公司小型离心空气压缩机的毛利率预计高达 50%左右。

目前, 国内小型离心空气压缩机市场主要由国外产品垄断, 国外产品存在价格高, 服务不及时等问题。公司产品性能与国外同类产品相当, 而价格仅为进口产品的 80%左右, 在产品性价比、服务等方面具有竞争优势。小型空气压缩机行业未来 5 年的市场容量每年约为 45 亿元左右, 公司的市场份额目标为 20%。

图 5: 小型离心风机年市场需求量与需求金额



资料来源: 中国风机技术网, 东北证券

目前, 国内小型离心空气压缩机的主要生产厂商有十余家, 国外品牌主要有 FSELLIOT、阿特拉斯-科普柯、IHI-Sullair、英格索兰等; 国内品牌包括沈鼓、陕鼓、开封黄河空分等, 而国内的三家公司产品以大型离心压缩机为主, 小型离心空气压缩机的销量相对较少。

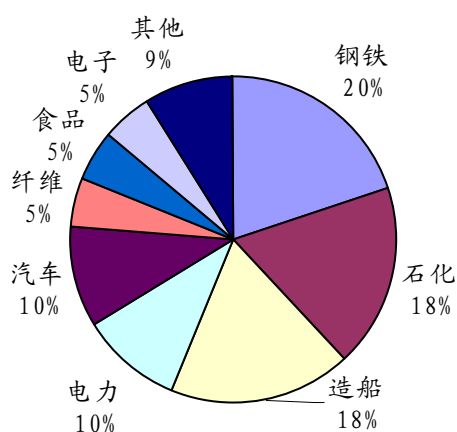
表 3: 国内小型离心空压机主要生产企业

企业名称	地址	企业性质
阿特拉斯-科普柯(无锡)压缩机有限公司	无锡	外资
上海英格索兰压缩机有限公司	上海	外资
IHI 寿力压缩机(苏州)有限公司	苏州	外资
复盛益利达(上海)压缩机有限公司	上海	外资
沈阳鼓风机	沈阳	国有
陕西鼓风机	西安	国有
开封黄河空分集团	开封	国有

资料来源: 中国风机技术网, 东北证券

钢铁、石化、造船、电力、汽车等五大行业是小型离心空气压缩机的主要下游行业，这五大行业合计占小型离心空气压缩机需求的 76%左右，钢铁、石化等行业的节能减排与淘汰落后产能政策刺激了对小型离心空气压缩机的需求增长。

图 6: 小型离心空压机下游市场需求



资料来源：中国风机技术网，东北证券

三、从制造向服务延伸 培育公司的新增长点

公司从制造向服务延伸，将有助于培育新的增长点与增强公司的竞争能力。在新产品开发方面，高效小型蒸汽轮机已进入研发阶段；在服务方面，合同能源管理公司已进入运行阶段，并计划将进入气体服务市场领域。

3.1 高效小型蒸汽轮机进入研发阶段

公司正积极加快新型高效小型蒸汽轮机的研发工作。2010年10月，公司与中国科学院合作开发新型高效小型蒸汽轮机产品，产品适用于太阳能热发电、钢铁冶金、水泥建材等领域。新型高效小型蒸汽轮机的热功转换率可达35-40%，比传统汽轮效率提高40-60%，并可广泛用来直接驱动各种压缩机、鼓风机、泵等设备，市场应用前景广阔。

3.2 合同能源管理：受益于国家节能环保政策扶持

公司于2011年1月，投资6000万元设立“江苏金通灵合同能源管理有限公司”，将专注于基础工业领域中的电机拖动系统节能改造业务，以合同能源管理为主要盈利模式。目前，公司与宝钢集团、新疆八一钢厂、梅山钢厂等目标项目的电机拖动系统前期工作，随着国家节能环保政策的实施，公司将在政府补助与下游需求增长等方面长期受益。

2010年4月，国家发改委出台了《关于加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展的意见的通知》等系列政策，以补贴、税收和金融等方式支持合同能源管理公司。根据发改委《合同能源管理财政奖励资金管理暂行办法》，对节能服务公司以合同能源管理方式实施的节能改造项目给予奖励，奖励标准为中央财政 240 元/吨标准煤，地方配套奖励资金不低于 60 元/吨标准煤。

目前我国工业能耗显著高于发达国家水平，我国目前的能源利用效率比国际先进水

平低 10 个百分点。根据中国节能协会节能服务产业委员会的估算, 2010 年我国节能服务产业产值有望达到 800 亿元, 增速保持在 30%-40%, 未来行业市场容量高达 4000 亿元, 发展空间巨大。

3.2 从设备供应商到气体服务延伸

公司未来将考虑从传统的设备供应商向气体服务延伸, 气体服务市场的进入将有利于发挥公司在设备方面的优势, 培育新的增长点与增强公司的盈利能力。

目前, 国内主要的风机供应商杭氧, 陕鼓动力等均已进入气体服务市场, 其中杭氧规划未来气体业务将占公司营业收入的 50% 左右。

四、募投项目产能未来两年内将集中释放

“南通高压离心鼓风机生产基地建设项目”和“南通大型离心风机扩产建设项目”分别于 2011 年 1 月和 2011 年 3 月底建成投产, “广西柳州大型离心风机生产基地建设项目”预计 2011 年 7 月正式投产, 公司产能逐步得到释放; 募投项目预计 2012 年达产后, 每年将新增标准大型离心风机 780 台、高压离心鼓风机 280 台的产能。

南通大型离心风机扩产项目将缓解公司产能瓶颈问题, 南通高压离心鼓风机项目将进一步优化公司产品结构, 增加高附加值产品的产销量; 广西柳州大型离心风机项目将扩大公司在华南、西南地区的市场占有率, 覆盖全国市场。

表2: 公司募投项目与预计收益

项目名称	投资总额 (万元)	项目投产后预计收益		
		年产能(台)	销售收入(万元)	净利润(万元)
南通大型离心风机扩产项目	8,125	390	26,910	2,289
南通高压离心鼓风机项目	5,815	280	16,950	1,897
广西柳州大型离心风机项目	7,484	390	23,400	1,873
合计	21,424	1,060	67,260	6,058

资料来源: 公司公告, 东北证券

五、风险因素

1. 下游行业需求波动的风险

公司离心风机下游行业主要为冶金、火电、石化等周期性行业, 下游行业发展受到宏观经济环境的影响较大。

2. 公司新产品与市场开发低于预期的风险

公司小型蒸汽轮机、合同能源管理等市场为新进入领域, 未来发展仍存在不确定性。

六、盈利预测与估值

预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.41、0.62、0.90 元, 对应的市盈率分别为 37.7、24.9、17.2 倍, 公司未来三年的年均增速为 46.17%, 给予谨慎推荐的投资评级。

表 5: 公司分产品营业收入预测

产品类别	项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
大型离心风机	营业收入(万元)	42,411	35,868	48,421	67,306	89,516
	营业收入增速(%)	6.7%	-15.4%	35.0%	39.0%	33.0%
	毛利率(%)	21.9%	20.8%	20.5%	20.3%	20.0%
高压离心鼓风机	营业收入(万元)	3,571	6,878	12,381	17,953	24,775
	营业收入增速(%)	36.9%	92.6%	80.0%	45.0%	38.0%
	毛利率(%)	40.9%	40.3%	38.0%	37.0%	36.0%
风机配件	营业收入(万元)	6,578	5,153	6,441	8,374	10,886
	营业收入增速(%)	26.9%	-21.7%	25.0%	30.0%	30.0%
	毛利率(%)	39.6%	38.6%	36.0%	36.0%	35.0%
通用离心风机	营业收入(万元)	3,110	2,510	2,134	2,027	1,926
	营业收入增速(%)	-27.6%	-19.3%	-15.0%	-5.0%	-5.0%
	毛利率(%)	20.6%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
高效小型离心机	营业收入(万元)			1900	9,405	21,443
	营业收入增速(%)				395.0%	128.0%
	毛利率(%)			50%	46%	43%
其他	营业收入(万元)	4,248	8,373	9,582	11,042	12,823
	营业收入增速(%)	-25.6%	97.1%	14.4%	15.2%	16.1%
	毛利率(%)	4.9%	17.1%	16.5%	16.5%	16.4%
合计	营业收入(万元)	59,918	58,783	80,859	116,106	161,369
	营业收入增速(%)	4.1%	-1.9%	37.6%	43.6%	39.0%
	毛利率(%)	23.7%	23.96%	24.5%	25.7%	26.2%

资料来源:公司公告,东北证券

表 6: 公司盈利预测表

单位:万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	59,918	58,783	80,859	116,106	161,369
减: 营业成本	45,720	44,697	61,019	86,296	119,082
营业税金及附加	423	341	485	697	968
销售费用	3,310	3,765	4,447	6,270	8,553
管理费用	2,672	4,493	4,690	6,502	8,795
财务费用	687	610	283	929	1,614
资产减值损失	448	93	162	232	323
加: 投资净收益	10	13	24	35	48
二、营业利润	6,669	4,797	9,798	15,215	22,083
加: 营业外收入	1,426	2,728	2,264	2,903	4,034
减: 营业外支出	642	1,040	647	697	807
三、利润总额	7,453	6,486	11,415	17,421	25,310
减: 所得税	1,923	399	2,854	4,355	6,328
四、净利润	5,529	6,086	8,561	13,066	18,983
减: 少数股东损益	81	59	86	131	190
母公司净利润	5,449	6,027	8,476	12,935	18,793
五、每股收益(元)	0.26	0.29	0.41	0.62	0.90

资料来源:公司公告,东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。