

创新引领未来

研究结论

- ◆ **公司将充分受益于节能环保产业的发展。**从公司产品结构来看，公司产品与节能环保紧密相关：公司现有主导产品离心风机具有突出的节能环保优势，将受益于传统风机的节能改造；公司高压鼓风机主要用于污水处理领域，近年来在许多污水处理项目得以广泛应用；公司与中科院合作的在研项目——小型高效蒸汽轮机是工业节能的重要领域；同时，公司设有合同能源管理专业子公司。我们认为，公司是节能环保产业发展的充分受益者。
- ◆ **技术创新能力是公司的重要竞争力。**自成立以来，研发能力受到公司重视，公司研发费用支出保持较高比例，目前公司已经成为风机领域实力最强的研发机构。公司强大的研发能力保证了公司能够在新领域进行不断的拓展，公司相继研发成功高压鼓风机，目前公司正与中科院合作研发小型高效蒸汽轮机，我们认为公司强大的技术创新能力保证了公司竞争力的提升，也使得公司能够在激烈竞争中保持竞争优势。
- ◆ **产品储备保障公司后续发展。**近年来，高压鼓风机业务发展迅速，预计未来2年将保持90%左右增长速度，成为公司近期业绩的推进器。同时，公司积极研发小型空气压缩机业务，预计2013年后将实现大批量生产与销售，成为公司继高压鼓风机业务后的另一个亮点。另外，公司与中科院合作积极研究小型高效蒸汽轮机项目，预计2012年将取得进展，该项目市场空间巨大，如果研发成功，将成为公司又一亮点。
- ◆ **估值与投资评级：**预计未来3年每股收益分别为0.33元、0.54元、0.85元，对应于现在股价的相对估值分别为32倍、20倍、13倍。与可比公司相比，公司2012年与可比公司市盈率相当，但利润增速与可比公司相比处于较高水平，我们认为在估值方面公司可享受一定溢价。给予公司2012年25倍市盈率，对应目标价13.50元，首次给予公司增持评级。
- ◆ **风险提示。**原材料价格波动风险、下游需求波动风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

刘金铎

8621-63325888 × 8515

liujinbo@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511050001

周凤武

8621-63325888 × 5100

zhoufw@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010048

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价(2011年12月29日) 10.60元

目标价格 13.50元

总股本/A股(万股) 21000

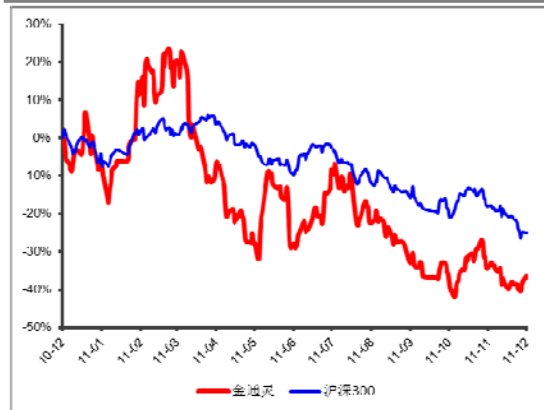
A股市值(亿元) 22.40

国家/地区 中国

行业 机械制造业

报告发布日期 2011年12月30日

股价表现



资料来源：公司公告、东方证券研究所

重要财务指标	2010	2011E	2012E	单位:百万元
营业收入	588	718	955	1,282
同比(%)	-2%	22%	33%	34%
归属母公司净利润	60	69	112	177
同比(%)	11%	15%	62%	57%
毛利率(%)	24%	25%	27%	30%
ROE(%)	8%	8%	12%	15%
每股收益(元)	0.72	0.33	0.54	0.85
P/E	37.2	32.3	20.0	12.7
P/B	2.8	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	29.7	20.4	12.7	8.2

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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，不应视本证券研究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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目录

一、国内离心通风机行业的龙头	4
二、创新能力是公司重要竞争力	5
三、高压鼓风机是公司近期业绩的推进器	7
3.1 污水处理需求潜力巨大，未来十年是污水处理的黄金发展期	8
3.2 进口替代空间巨大，公司产品需求快速增长	8
四、小型空气压缩机将成为公司又一亮点	9
五、小型高效汽轮机项目充满期待	11
六、业绩预测与投资评级	12
6.1 核心假设	12
6.2 买入评级	13
七、风险提示	14
7.1 原材料价格风险	14
7.2 下游行业需求波动风险	14

目录图标

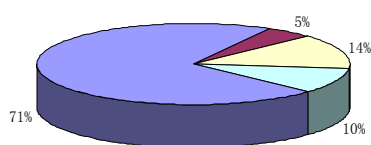
图表 1: 公司业务构成	4
图表 2: 公司利润构成	4
图表 3: 公司各产品毛利情况	4
图表 4: 公司成长能力示意图	5
图表 5: 公司研发人员占比	5
图表 6: 行业技术及研发人员比重	5
图表 7: 公司研发费用投入情况	6
图表 8: 公司已获得专利	6
图表 9: 公司正在申请专利	6
图表 10: 公司产品结构意图	7
图表 11: 污水处理系统工艺流程	7
图表 12: 我国城市污水处理率	8
图表 13: 我国城市污水处理发展目标	8
图表 14: 公司高压鼓风机增长情况	9
图表 15: 公司高效小型离心空压机	10
图表 16: 小型空气压缩机增长情况	10
图表 17: 中国小型离心空气压缩机行业状况	10
图表 18: 公司小型高效汽轮机未来研发安排	11
图表 19: 业绩预测核心假设	12
图表 20: 可比公司业绩增速及估值情况	13

一、国内离心通风机行业的龙头

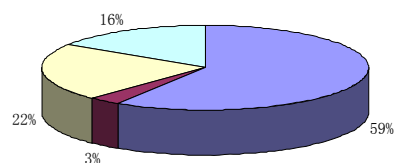
金通灵是国内规模最大的离心风机制造商，业务包括大型离心风机、高压鼓风机、小型离心空气压缩机等。从产品构成来看，大型离心风机是公司业务的主要部分，2010 年公司业务总量的 71% 左右，快速发展的高压离心鼓风机占公司业务的 14% 左右。

公司大型离心风机贡献了利润的 59%，是公司利润的主要来源，另外，高压离心鼓风机和风机配件毛利率较高，分别贡献了公司毛利的 22% 和 16%，并且随着其占主营业务比重的越来越高，所占公司利润的比重也在不断增加。

图表 1：公司业务构成



图表 2：公司利润构成

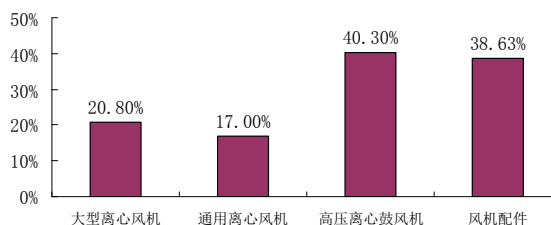


■ 大型离心风机 ■ 通用离心风机 ■ 高压离心鼓风机 ■ 风机配件

资料来源：公司公告；东方证券研究所

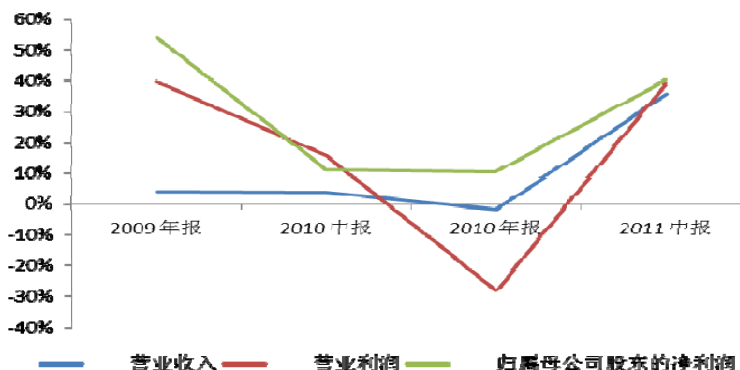
2010 年公司平均毛利保持达到了 25.09%，其中主营业务大型离心风机毛利率为 20.8%，而处于高速增长阶段的高压离心鼓风机和风机配件的毛利率达到了 40.3% 和 38.63%。

图表 3：公司各产品毛利情况



资料来源：公司公告；东方证券研究所

公司 2010 年之前利润保持较高增速，但随着产能瓶颈的制约以及限电影响，公司在 2010 年增速有所下降，但是 2011 年起，随着公司募集资金项目的实施，公司业绩出现了 30% 以上的高速增长，

图表 4：公司成长能力示意图


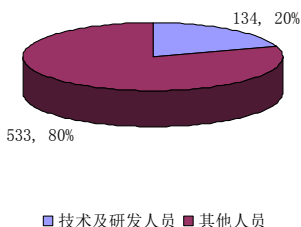
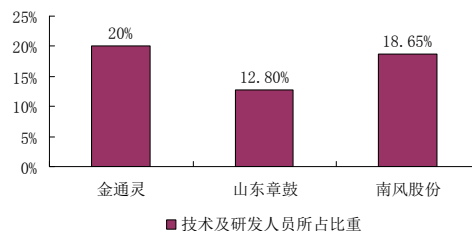
资料来源：公司公告；东方证券研究所

公司产品具备较强的节能环保概念。作为我国目前领先的风系统解决方案提供者，公司向客户提供专业的节能服务，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%，大幅节约资源。另外，公司产品还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，促进能源循环利用，减少工业污染排放，改善水环境，并得到国家诸多政策支持。在国家大力推进节能环保产业发展的大背景下，公司利用自身技术研发等优势进入合同能源管理领域。

二、创新能力是公司重要竞争力

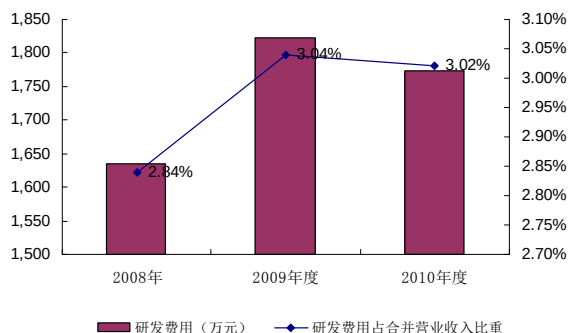
公司技术创新能力突出，公司建有省级研发中心——江苏省流体机械及压缩机工程技术中心，拥有高压离心鼓风机等 7 个专业研究所，并通过创新的激励机制，不断加强自有研发团队建设；同时，公司还善于借助“外脑”，深化与相关科研院所的合作，公司先后与美国 ETI 签订排它性协议，合作研发小型离心空气压缩机，与中科院合作成立新能源动力联合实验室，共同研发新型蒸汽涡轮发电技术。

在人员方面，公司现有技术科研人员 134 人，占公司职工人数的 20% 左右，高于行业其它主要竞争对手，高素质的科研技术团队是公司保持创新能力和竞争力的坚实基础。

图表 5：公司研发人员占比

图表 6：行业技术及研发人员比重


资料来源：公司公告；东方证券研究所

近几年公司不断加大研发投入，特别是 2009、2010 连续两年研发投入占营业收入的比重超过 3%。研发费用的持续高投入是公司保持创新能力和竞争力的物质基础，使公司的创新能力不断提高。

图表 7：公司研发费用投入情况


资料来源：公司公告；东方证券研究所

经过数年的潜心研发，目前公司已经拥有了一批具有自主知识产权的产品和核心技术，特别是近几年公司加快了专利申请和新项目的研发进度，进一步丰富了公司产品结构，扩展了业务领域，提升了公司综合实力。到目前为止，公司在核心技术领域已经具有10项专利，另外还有5项专利申请已获受理。

图表 8：公司已获得专利

序号	专利名称	专利类型	获得方式
1	300MW 电站机组静叶可调轴流风机	实用新型	自主研发
2	单级高速离心鼓风机	实用新型	自主研发
3	300MW 电站机组高压流化风机	实用新型	自主研发
4	电站机组 600MW 循环流化床引风机	实用新型	自主研发
5	高速轻载风机	实用新型	自主研发
6	高速离心鼓风机叶轮联接结构	实用新型	自主研发
7	经去重法平衡校正的风机叶轮	实用新型	自主研发
8	多级离心鼓风机后端密封组合结构	实用新型	自主研发
9	拦焦除尘轴流风机	实用新型	自主研发
10	一种防止风机风门冻结的叶轮内置式加热装置	发明专利	独占许可

资料来源：公司公告；东方证券研究所

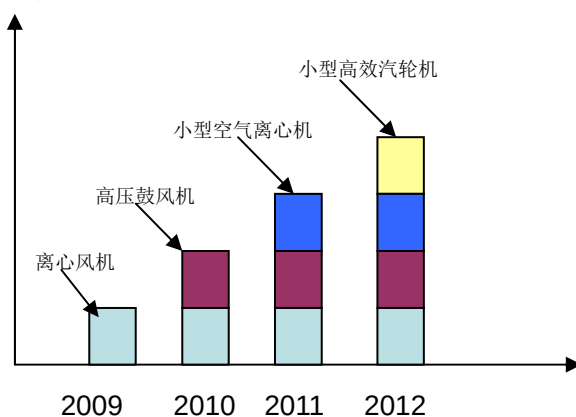
图表 9：公司正在申请专利

序号	专利类型	专利名称	专利申请日	办理情况
1	发明专利	后处理废气高温风机	2009. 04. 27	已获受理
2	发明专利	单级高速离心式风机润滑油冷却装置	2010. 04. 09	已获受理
3	发明专利	单级高速离心式风机油雾分离器	2010. 04. 09	已获受理
4	实用新型	单级高速离心鼓风机控制系统	2010. 04. 09	已获受理
5	实用新型	一种转炉煤气干法轴流风机装置	2010. 05. 18	已获受理

资料来源：公司公告；东方证券研究所

随着科研创新投入的不断加大，公司主要产品的种类不断增多，涉足的领域也不断拓展。公司的主要产品从单纯的离心风机，逐步扩大到拥有高压鼓风机、小型空气离心机等，正在研发阶段的小型高效蒸汽轮机有望在2012年研制成功，将成为公司新的盈利增长点。

图表 10：公司产品结构意图

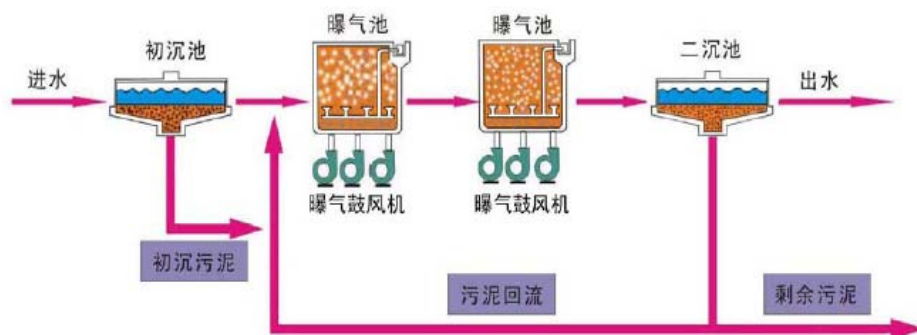


资料来源：公司公告；东方证券研究所

三、高压鼓风机是公司近期业绩的推进器

公司高压鼓风机主要应用于城市污水处理、火电厂与钢铁冶金行业的脱硫脱销，其中污水处理是主要领域。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。

图表 11：污水处理系统工艺流程

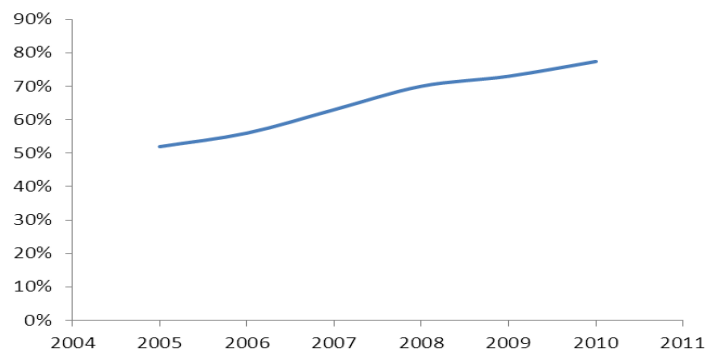


资料来源：公司公告；东方证券研究所

3.1 高压鼓风机受益于污水处理行业发展

公司高压鼓风机主要用于污水处理。据统计，从 1999 年到 2009 年，我国运营的城市污水处理厂数量以年均 11.4% 的速度保持增长，全国污水厂污水处理能力年均增长 18.1%，截止 2011 年我国我国城市污水处理化率达到 75% 左右。

图表 12：我国城市污水处理率



资料来源：住建部；东方证券研究所

近期，我国大力发展节能减排行业，污水处理是我国重点发展子行业之一，根据《国家环境保护十二五规划》，十二五期间我国污水处理发展目标较十一五期间有较大的发展空间。公司高压鼓风机作为污水处理行业重要设备，将受益于污水处理行业发展。

图表 13：我国城市污水处理发展目标

	现状	十二五目标
污水处理厂	68.2% 的县建有污水处理厂	各县均应建设生活污水处理厂
城市污水处理化率	75%	85%
污水处理设施平均负荷率	70%	85% 以上

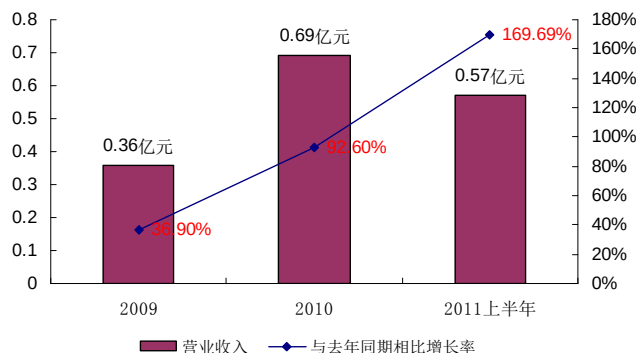
资料来源：环境保护十二五规划；东方证券研究所

3.2 高压鼓风机进口替代空间巨大

污水处理用风机主要是多级离心风机和单级离心风机，由于国内污水处理用单级、多级高速离心鼓风机的技术曾经一度为外资企业所垄断，外资企业占据了 80% 的市场份额，行业竞争很不充分。公司高压离心机技术公司是在在西交大技术的基础上进行的改进，达到了世界一流水平，目前这两类风机已经研制成功，并得到了国内客户和国外客户的认可，技术实力已经达到了国内领先水平。与国外品牌相比，公司产品在性价比方面拥有明显的竞争优势，同类型产品的价格不及国外品牌的 50%，产品进口替代空间巨大。

未来国内城市污水处理率的提高带动相关投资的增加也将给公司产品创造更多的增量市场。随着国家对火力发电脱硫脱销日益重视,老旧机组脱硫脱销改造与大功率发电机组的推广将增加对高压鼓风机的需求。据估计,目前高压鼓风机的市场容量约为40亿元,行业增速维持在15%左右。得益于市场需求的快速增长,公司2009年、2010年和2011年上半年的营业收入增长率分别达到了36.9%、92.6%和169.69%,增长速度明显加快,公司高压鼓风机业务的发展目标为市场份额达到20%左右。

图表 14：公司高压鼓风机增长情况



资料来源：公司公告、东方证券研究所整理

我们假定高压鼓风机未来3年行业增长率维持在15%,假定公司高压鼓风机未来3年仍保持较高增长速度(分别为95%、90%、85%),则公司市场份额占比如下:

图表 15：公司高压鼓风机占行业比重

	2010年	2011年	2012年	2013年
市场规模 (亿元)	40.00	46.00	52.90	60.84
公司销售收入 (亿元)	0.69	1.30	2.50	4.70
公司份额	1.73%	2.83%	4.73%	7.73%

资料来源：公司公告、东方证券研究所整理

四、小型空气压缩机将成为公司又一亮点

2010年9月,金通灵与美国ETI合作研发小型空气压缩机,并签署了排他性协议。ETI是美国领先的从事透平机组设计、研发与测试的公司。2011年6月31日,与美国ETI合作研发的小型离心空气压缩机经反复运转试验和性能测试,各项性能指标均达到国际领先水平,同时为满足客户实际需求,公司进一步将小型离心空气压缩机规格细分为五个系列(JE6000, JE9000, JE15000, JE21000, JE30000),可覆盖流量80~1000m³/min,其中JE15000、JE21000已设计完成,JE9000已于2011年6月份成功下线,顺利完成了年初制定的阶段性目标。

近期,公司网站报道“2011年12月18日至21号,由美国ETI专家组及我公司压缩机项目组联合开发的ETI-JTL-150离心空气压缩机作出厂前整机测试。经过48小时不间断运行,美国专家对该设备的性能、机械运行状态进行标定,认为该设备运行状态、参数达到国际同类产品同等水平,部分指标超过国际同类产品的水平”,我们认为这标志着公司在小型离心空气压缩机研发方面取得重大进展。

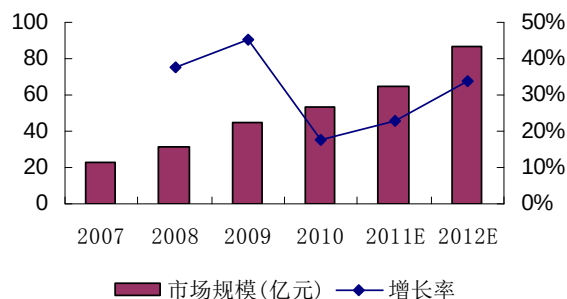
图表 15： 公司高效小型离心空压机压缩机



资料来源：公司资料、东方证券研究所整理

钢铁、石化、电力等工业企业是小型离心空气压缩机的主要下游行业，伴随着中国经济“十二五”期间的结构性调整，政府开始对钢铁、石油化工、电力等行业的节能环保提出了更高的要求，小型离心空气压缩机市场迎来了巨大的增长空间。即使在 2008 年、2009 年全球金融危机期间，我国小型空气压缩机市场仍保持 30% 左右的增长速度，显示出小型离心空气压缩机市场强劲的需求。据预测，“十二五”期间小型离心空气压缩机市场将有望取得 20% 的增长。

图表 16： 小型空气压缩机增长情况



资料来源：风机工业、中国风机技术网、东方证券研究所整理

从市场竞争格局来看，目前，小型离心空气压缩机市场规模在 60 亿元左右，绝大部分由国外品牌垄断。国外的产品凭借技术优势垄断了设备配套备件市场，国内工业企业一直计划摆脱备件市场卖方强势的局面，金通灵的小型离心空气压缩机产品正好迎合了下游企业这一进口替代的需求。在产品性能与国外同类产品相当的情况下，金通灵生产的小型离心空气压缩机设备价格为国外产品的 80%，配套备件价格仅为国外产品的 50%，性价比优势明显，未来进口替代空间广阔。

图表 17： 中国小型离心空气压缩机行业状况

序号	中国小型离心空气压缩机主要品牌	企业性质
1	FS-ELLIOTT	外资
2	IHI-SULLAIR	外资
3	阿特拉斯·科普柯	外资
4	三星	外资
5	英格索兰	外资
6	卡麦隆·库伯	外资
7	沈鼓	国营

8	陕鼓	国营
9	开封黄河空分	国营

资料来源：中国风机技术网、东方证券研究所

由于小型离心压缩机工作强度较大，核心零部件容易出现损坏，对于小型离心压缩机的用户来说，在零部件出现损坏时，服务的及时性 & 零部更换件价格是重要的考虑因素，与外资企业相比，金通灵凭借本土化优势，在服务及时性方面具有先天优势，同时在配套备件价格方面也有较强优势，因而在市场开拓方面容易取得客户青睐。

目前，公司在小型离心压缩机研发方面取得重要进展，我们认为 2012 年公司将在该项目的批量生产方面取得一定进展，从而对公司业绩产生积极贡献。

五、小型高效汽轮机项目充满期待

公司正积极加快小型蒸汽轮机的研发工作，目前与中科院热物理研究所合作研发的 1.5MW 小型蒸汽轮机已经完成设计工作，并通过了联合专家组的统一评审，明年有望实现系统设计样机下线；10MW 小型蒸汽轮机设计工作正在加快进行。

光热发电是国家新能源建设的重点之一。作为光热发电的核心设备之一，小型蒸汽轮机尚无其他国内公司介入，金通灵率先介入该产品的研发，具有先发优势。未来国内光热发电陆续开展的大规模招标将是公司产品爆发性增长的契机。余热回用市场同样是小型蒸汽轮机的一大看点。公司产品的高效优势不仅将提高下游企业发电设备的使用效率，达到能源高效利用的效果，也将为下游企业带来可观的经济效益，一举多得的功效是产品的最大卖点。

图表 18：公司小型高效汽轮机未来研发安排

序号	时间	进度内容
1	2011 年 4 月 15 日——2011 年 12 月 31 日	完成首台 1.5MW 小型蒸汽轮机样机试制工作
2	2011 年 4 月 15 日——2011 年 12 月 31 日	完成 10MW 小型蒸汽轮机的设计工作（包括气动设计、结构设计和外观设计），并通过联合专家组的统一评审
3	2012 年 1 月 1 日——2012 年 6 月 30 日	完成首台 10MW 小型蒸汽轮机样机试制工作
4	2012 年 7 月 1 日——2012 年 12 月 31 日	完成 1.5MW—10MW 小型蒸汽轮机的系列化设计、性能完善设计、生产工艺标准及检验标准制定

资料来源：公司公告、东方证券研究所

截止至 2011 年 6 月 31 日，1.5MW 小型蒸汽轮机的设计工作（包括气动设计、结构设计和外观设计）已完成，并通过联合专家组的统一评审。目前，1.5MW 小型蒸汽轮机样机试制工作正在抓紧进行，10MW 小型蒸汽轮机设计工作已启动，处于气动设计阶段，研发工作进展顺利。

在技术方面，小型蒸汽轮机的技术难点主要在于叶片设计及加工能力，公司凭借在风机领域积累的设计及加工能力，辅之以中科院热物理研究所强大研发实力，我们认为公司在小型蒸汽轮机方面取得进展的可能性较高。

在市场方面，公司研发的小型蒸汽轮机主要应用于光热发电与余热回收利用领域，据测算，我国余热利用市场规模约为 4000 亿元左右，如果按照小型蒸汽轮机占比 8% 计算，则该领域市场规模达到 320 亿元左右。公司研发的小型蒸汽轮机热转换功率可达 35%—40%，比传统蒸汽轮机效率提高 40% 以上，效率优势明显。目前，该领域内的同类产品主要依赖进口。如果公司小型蒸汽轮机研发成功，将对现有余热利用特别是余热发电领域的传统蒸汽轮机及进口蒸汽轮机形成替代。同时，余热利用多为钢铁、水泥等行业，由于这些行业为公司离心通风机的主要客户，因而在客户开拓方面能够形成一定的协同效应。

在业绩贡献方面，按照公司研发进度安排，公司小型蒸汽轮机项目产生业绩贡献应该在 2013 年以后，如果研发成功并批量生产，将形成公司业务发展的另一个重要方向。我们认为，公司小型蒸汽轮机项目不仅给市场带来一定期待，更重要的是公司管理层积极开拓新业务、推动公司不断发展的表现。

六、盈利预测与投资评级

6.1 盈利预测的核心假设

由于受到拉闸限电等因素影响，2010 年公司大型离心风机业务出现一定程度下滑，但 2011 年这一因素影响逐步消除，由于 2010 年公司大型离心风机业务出现下滑，使得基数较低，同时随着产能的扩张，该业务将在 2011 年呈现较大幅度增长，我们预计 2011 年该业务增长率达到 23%，预计 2012 年、2013 年该业务将进入平稳增长阶段，预计增速分别达到 14%、13%，在毛利率方面，由于公司采取成本加成法定价，产品毛利率较为稳定。

受到需求拉动，公司高压鼓风机业务在 2010 年及 2011 年上半年呈现快速增长态势，预计该业务将在未来 3 年继续呈现快速增长态势，同时受到规模扩张以及钢铁等成本因素的下行影响，预计该产品毛利率呈现稳中有升态势。

在小型压缩机方面，根据公司研发进度，预计 2012 年该产品将部分投产，并实现小批量生产与销售，由于该产品主要替代进口产品，并且产品定位高端市场，因而产品毛利率较高。

图表 19：业绩预测核心假设

		2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
大型离心风机	收入（万元）	46837.78	43530.67	53542.73	61038.71	68973.74
	增速	16.32%	-7.00%	23.00%	14.00%	13.00%
	毛利率	22.31%	22.69%	22.00%	21.50%	21.50%
高压鼓风机	收入（万元）	3571.39	6878.49	13413.06	25484.81	47146.89
	增速		97.00%	95.00%	90.00%	85.00%
	毛利率	40.90%	40.30%	41.00%	41.00%	41.00%
小型压缩机	收入（万元）	0	0	0	4000	7000
	增速		-	-	-	75.00%
	毛利率		-	-	43.00%	45.00%

资料来源：wind 资讯、公司资料；东方证券研究所

在资本支出方面，根据公司募集资金投资项目计划，大型离心风机及高压鼓风机项目分别投入 19337 万元、7036 万元，假设大型离心风机项目及高压鼓风机项目 2010 年-2013 年公司资本投入分别占总投入的比重为 50%、35%、10%、5%；小型离心压缩机项目方面，假设总投入为 8000 万，2012 年、2013 年分别投入 60%、40%。

图表 20：公司资本开支预测

		2010年	2011年	2012年	2013年
大型离心风机	资本投入（万元）	9669	6768	1934	967
	产能（台）	800	1112	1346	1502
	预计销售收入（万元）		53543	61039	68974
	销量（台）		940	1072	1255
高压鼓风机	资本投入（万元）	3518	2462	704	352
	产能（台）	70	182	266	350
	预计销售收入（万元）		13413	25485	47147
	销量（台）		103	196	363
小型离心压缩机	资本投入（万元）			4800	3200
	产能（台）			30	60
	预计销售收入（万元）			4000	7000
	销量（台）			18	32
	资本投入合计（万元）	13186	9231	7437	4519

资料来源：wind 资讯、公司资料；东方证券研究所

6.2 投资评级

在以上核心假设下，预计未来 3 年每股收益分别为 0.33 元、0.54 元、0.85 元，对应于现在股价的相对估值分别为 33 倍、20 倍、13 倍。

在可比公司选择方面，我们选择两类公司，一类是风机类上市公司，一类是环保类上市设备公司，同时对比利润增长率及估值水平。考虑到公司未来 3 年业绩复合增长率较高（43%），公司具有较强环保概念，同时公司储备项目带来一定预期，我们按照 2012 年 25 倍市盈率进行估值，对应目标价 13.50 元，首次给予公司增持评级。

图表 20：可比公司业绩增速及估值情况

		2011年		2012年		2013年	
		业绩增长率	PE	业绩增长率	PE	业绩增长率	PE
风机类	山东章鼓	15.25%	20.35	17.43%	16.83	18.88%	13.78
	南风股份	32.08%	54.92	38.41%	39.68	39.05%	28.54
	陕鼓动力	28.20%	22.04	26.73%	17.39	21.54%	14.31
	均值		32.43		24.63		18.88
环保设备类	聚光科技	35.90%	35.56	37.36%	25.89	32.08%	19.6
	先河环保	21.73%	52.62	30.15%	40.43	25.30%	32.27
	兴源过滤	31.42%	29.48	34.94%	21.85	32.35%	16.49
	均值		39.22		29.39		22.79
金通灵		14.79%	32.96	62.38%	20.17	57.80%	12.81

资料来源：wind 资讯、公司资料；东方证券研究所

七、风险提示

7.1 原材料价格风险

公司风机产品的主要原材料为钢板、锻件等钢材制品，近几年钢材价格波动较大，存在原材料价格波动风险。

7.2 下游行业需求波动风险

公司风机产品下游行业主要为冶金、石化、火电等周期性行业，这些行业受宏观经济环境影响较大，另外，新的需求增长点污水处理领域受政策导向影响较大，存在政策风险。

图表 21：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	923	827	977	1,279	营业收入	588	718	955	1,282
现金	446	270	244	337	营业成本	447	540	697	904
应收账款	276	287	382	513	营业税金及附加	3	4	6	7
其它应收款	23	14	15	24	营业费用	38	43	57	77
预付账款	48	39	58	79	管理费用	45	53	70	92
存货	126	216	279	326	财务费用	6	-2	-3	-3
其他	5	-	-	-	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	274	359	412	429	公允价值变动收益	-	-	-	-
长期投资	-	-	-	-	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	154	223	359	372	营业利润	48	78	127	204
无形资产	39	42	45	48	营业外收入	27	10	13	13
其他	82	94	8	8	营业外支出	10	6	7	7
资产总计	1,197	1,186	1,389	1,708	利润总额	65	82	133	210
流动负债	399	317	408	547	所得税	4	12	20	32
短期借款	115	-	-	-	净利润	61	70	113	179
应付账款	150	161	214	283	少数股东损益	1	1	1	2
其他	134	157	193	264	归属于母公司净利润	60	69	112	177
非流动负债	2	2	2	2	EBITDA	64	93	150	234
长期借款	-	-	-	-	EPS (元)	0.72	0.33	0.54	0.85
其他	2	2	2	2					
负债合计	401	319	410	549					
少数股东权益	6	6	8	9	主要财务比率				
股本	84	209	209	209	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	568	443	443	443	成长能力				
留存收益	139	209	321	497	营业收入	-1.9%	22.2%	33.0%	34.3%
归属母公司股东权益合计	791	860	972	1,149	营业利润	-28.1%	63.4%	62.6%	60.1%
负债和股东权益	1,197	1,186	1,389	1,708	归属于母公司净利润	10.6%	14.9%	62.0%	57.4%
					获利能力				
现金流量表					毛利率	24.0%	24.8%	27.0%	29.5%
单位:百万元					净利率	10.3%	9.6%	11.7%	13.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	7.6%	8.1%	11.5%	15.4%
经营活动现金流	-19	31	50	140	ROIC	5.6%	7.5%	10.8%	14.8%
净利润	61	70	113	179	偿债能力				
折旧摊销	10	17	25	33	资产负债率	33.5%	26.9%	29.5%	32.2%
财务费用	7	-2	-3	-3	流动比率	231.4%	260.4%	239.7%	233.7%
投资损失	-0	-0	-0	-0	速动比率	199.9%	192.3%	171.3%	174.2%
营运资金变动	-110	-48	-86	-68	营运能力				
其它	13	-5	-	-	总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8
投资活动现金流	-102	-94	-78	-49	应收账款周转率	2.4	2.5	2.9	2.9
资本支出	-105	-96	-78	-49	应付账款周转率	3.2	3.5	3.7	3.6
长期投资	1	-0	-	-	每股指标 (元)				
其他	2	2	0	0	每股收益	0.29	0.33	0.54	0.85
筹资活动现金流	470	-113	3	3	每股经营现金流	-0.09	0.15	0.24	0.67
短期借款	45	-115	-	-	每股净资产	3.78	4.12	4.65	5.50
长期借款	-100	-	-	-	估值比率				
普通股增加	21	125	-	-	P/E	37.2	32.3	20.0	12.7
资本公积增加	538	-125	-	-	P/B	2.8	2.6	2.3	2.0
其他	-34	2	3	3	EV/EBITDA	29.7	20.4	12.7	8.2
现金净增加额	349	-176	-26	94					

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

分析师声明

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