

汽轮机高速增长，新业务多点开花

——金通灵（300091）深度报告

2017年02月27日

推荐/维持

金通灵

深度报告

报告摘要：

公司是风机行业中的龙头企业，是目前国内领先的风系统解决方案提供者和规模较大的流体机械产品制造商。公司主要产品有高效离心空气压缩机、离心蒸汽压缩机、单级压缩机、磁悬浮单级压缩机、新型高效蒸汽轮机、涡轮喷气发动机、无人靶机、多级高压离心鼓风机、大型工业鼓风机等多种规格的高端流体机械产品。

目前，公司已经迎来了新的增长点，未来三年收入将保持稳步增长：

- ◆ **压缩机业务稳步推进，进口替代空间巨大。**公司通过与国内外顶尖科研机构的合作，将逐步打破国外产品在国内市场的垄断，实现进口替代效应，扩大自身的产品市场，实现业绩增长。
- ◆ **汽轮机成为公司的业务新星。**公司通过自身不断的技术积累，以及国内外专家的合作，逐步掌握了汽轮机的核心技术。目前，公司在手订单充足，预计16年该收入将大概率达到近2亿元。
- ◆ **公司生物质发电项目采用创新性技术。**公司在高邮的生物质发电项目有重大的技术突破，采用自行研发的小型高效汽轮机，将高效生物质发电的门槛从30MW降低到10MW，从而极大降低了秸秆的采购半径，有效降低了采购成本。
- ◆ **无人机以及燃气轮机项目逐步推进值得期待。**公司在无人机技术上取得较大进展，希望借此进军军工市场。同时，金通灵通过与国外公司合作，希望以引进吸收再创新的方式掌握小型燃气轮机的相关技术。

公司盈利预测及投资建议。我们预计公司2016年-2018年营业收入分别为10.00亿元、11.81亿元和14.96亿元，归属母公司的净利润为0.85亿元、1.16亿元和1.67亿元，对应每股收益分别为0.16元、0.22元和0.32元。参考同行业估值及公司成长性，我们给予公司17年70倍PE，6个月目标价15.4元/股，维持公司“推荐”评级。

风险提示：宏观经济波动，原材料价格波动，应收账款的风险

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	856.70	902.53	1,000.21	1,181.26	1,496.34
增长率(%)	21.75%	5.35%	10.82%	18.10%	26.67%
净利润(百万元)	13.97	33.27	84.56	115.68	167.28
增长率(%)	448.86%	138.11%	154.13%	36.81%	44.60%
净资产收益率(%)	1.72%	3.95%	7.01%	9.07%	12.16%
每股收益(元)	0.07	0.16	0.16	0.22	0.32
PE	213.13	89.25	88.24	64.50	44.60
PB	3.68	3.54	6.19	5.85	5.42

来源：公司财报，东兴证券研究所

分析师：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

联系人：叶盛

010-66554022

yesheng@dxzq.net.cn

联系人：任天辉

010-66554037

rentianhui1989@hotmail.com

联系人：陈皓

010-66555446

chenhao_@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元) 14.17-25.38

总市值(亿元) 74.04

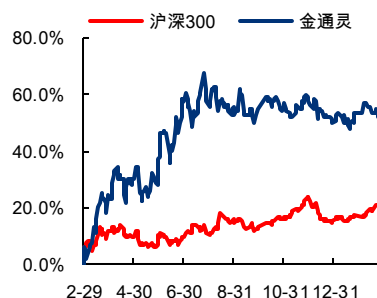
流通市值(亿元) 51.17

总股本/流通A股(万股) 52250/36114

流通B股/H股(万股) /

52周日均换手率 1.46

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 公司是风机行业龙头	4
1.1 公司历史经营业绩良好	4
1.2 公司经营业绩良好	5
1.3 公司利用资本平台加速业务发展	6
2. 公司风机业务稳步推进，进口替代空间巨大	7
2.1 公司小型离心压缩机具有技术优势	7
2.2 进口替代市场空间巨大	9
2.3 汽轮机成为公司重要增长极	10
2.3.1 公司汽轮机具有显著优势	10
2.3.2 汽轮机业绩已经放量	11
3. 公司新业务多点开花	11
3.1 公司生物质发电项目采用创新性技术	11
3.2 公司燃气轮机项目值得期待	12
3.3 无人机助力公司进军军工工业	13
4. 公司募投项目大有可为	13
5. 盈利预测及估值	14
6. 风险提示	15

表格目录

表 1:部分董事会及高管履历	5
表 2:公司压缩机主要产品	7
表 3:小型离心压缩机主要应用环节	8
表 4:国内主要蒸汽轮机生产企业及应用领域	10
表 5:金通灵控募资金投资项目	14
表 6:公司收入预测表（百万元）	15

插图目录

图 1:公司产品业务图	4
图 2:公司股权结构图	4
图 3:金通灵营业收入图（百万元）	5
图 4:金通灵利润率图	5
图 5:金通灵业务收入构成图（百万元）	6
图 6:金通灵各业务毛利率图	6
图 7:金通灵小型离心压缩机销售收入图（百万元）	9
图 8:金通灵小型离心压缩机毛利率图	9
图 9:金通灵高邮生物质发电生产设施	12
图 10:金通灵高邮生物质发电仓储设施	12

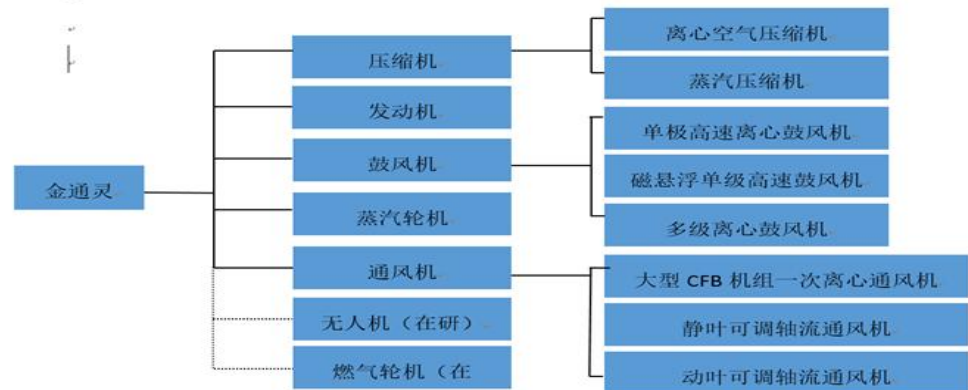
1. 公司是风机行业龙头

公司成立于 1993 年, 是目前国内领先的风系统解决方案提供者和规模较大的流体机械产品制造商。公司的小型离心压缩机和汽轮机业务正处于高速增长期。同时, 公司积极布局新业务, 在生物质发电项目、无人机和燃气轮机方面都取得了长足进步。

1.1 公司历史经营业绩良好

公司主要产品有高效离心空气压缩机、离心蒸汽压缩机、单级压缩机、磁悬浮单级压缩机、新型高效蒸汽轮机、涡轮喷气发动机、无人靶机、多级高压离心鼓风机、大型工业鼓风机等多种规格的高端流体机械产品, 广泛应用于污水处理、脱硫脱硝、食品发酵、MVR、MVC、纺织化纤、制药、船舶制造、太阳能光热发电、垃圾发电、生物质发电、地热发电、余热利用、热电三联供、分布式电源、应急电源、煤气回收、军工、钢铁冶炼、火力发电、新型干法水泥、石油化工及核电等领域。

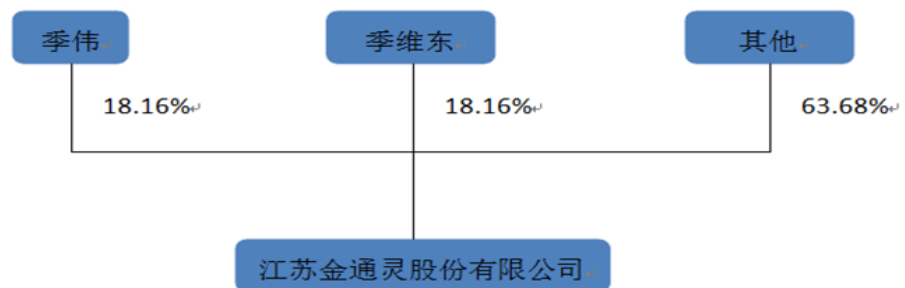
图 1: 公司产品业务图



资料来源: 公司官网、东兴证券研究所

公司控股股东和实际控制人为季伟先生和季维东先生, 季伟先生与季维东先生为兄弟关系。两人合计持有公司股份为 36.32%。

图 2: 公司股权结构图



资料来源: wind、东兴证券研究所

公司管理团队在风机行业具有丰富的工作经验, 在公司服务多年, 对风机业务以及风机行业有着清楚、专业的了解。

表 1: 部分董事会及高管履历

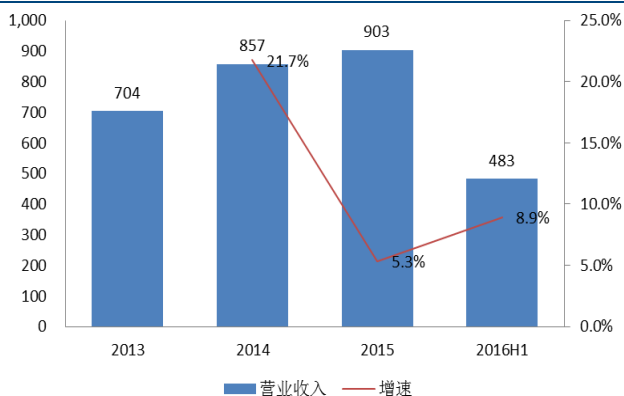
姓名	职位	履历
季伟	董事长兼总经理	历任南通皮件厂销售员, 唐闸五金综合商店总经理, 如皋通用机械厂副总经理(主要承包人之一), 江苏金通灵风机有限公司销售中心总经理, 江苏金通灵风机有限公司董事长兼总经理。2008年6月起任公司董事长兼总经理。
季维东	副总经理	历任南通港务局行政卫生处员工, 唐闸五金综合商店副总经理, 如皋通用机械厂总经理助理, 南通通灵电机厂生产部副经理、销售公司总经理助理, 江苏金通灵风机有限公司董事、总经理助理兼供管部部长。2008年6月起任公司董事, 现兼任公司副总经理。
曹萍	董事兼总工程师	历任南通航海仪表有限公司工程师, 江苏金通灵工程师、检验科科长、技术中心主任、副总经理、总工程师。
陈树军	董事兼董事会秘书	1972年4月出生, 大专学历。1990.2—2007.4 就职于南通远洋毛纺织有限公司, 任出纳、材料、总账会计, 2007年5月就职于公司, 任财务科长兼总账会计、财务部部长助理、财务部副部长, 现任本公司董事兼董事会秘书。

资料来源: wind, 东兴证券研究所

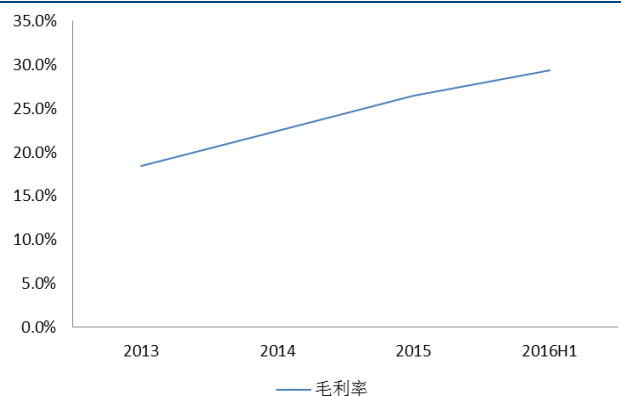
1.2 公司经营业绩良好

公司 2015 年营业收入 9.03 亿元, 净利润 3.33 亿元。自 2010 年上市以来, 公司收入保持了稳步增长。从 2011 年到 2015 年, 公司营业收入保持了总体上升的趋势, 自 2012 年, 更是实现了营业收入、净利润、毛利率的四连增。

公司利润率水平较高。2015 年, 公司销售毛利率为 26.4%。2011 年以来, 公司销售毛利率和销售净利率稍作下降, 然后就进入了稳定且持续的增长, 整体处于较好的水平。

图 3: 金通灵营业收入图 (百万元)


资料来源: wind, 东兴证券研究所

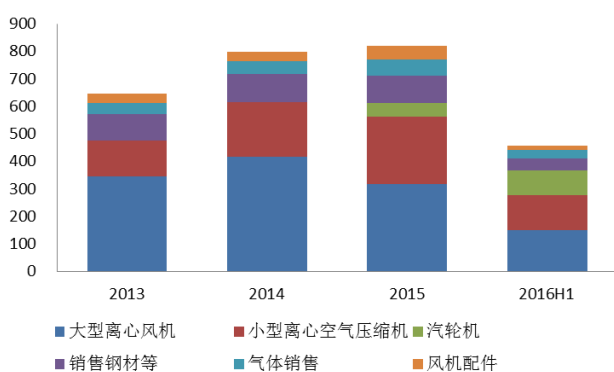
图 4: 金通灵利润率图


资料来源: wind, 东兴证券研究所

从收入结构来看, 大型离心风机和压缩机是公司最重要的收入组成部分, 两者占公司营业收入的一半以上。而汽轮机也是公司的重要收入组成部分, 除此之外, 钢材销售、气体销售以及风机配件均为公司整体营收做出了贡献。

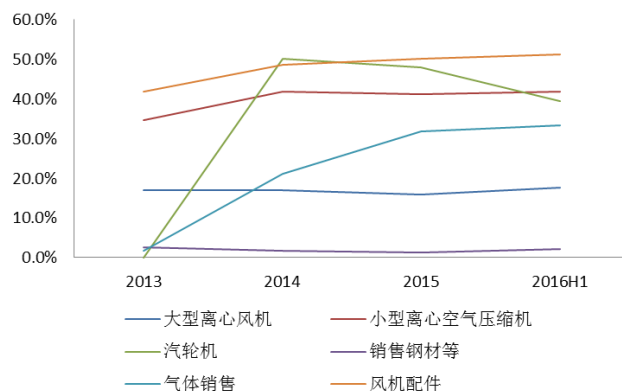
从业务利润率来看, 大型离心风机销售毛利率保持在 15% 左右, 小型离心空气压缩机销售毛利率已经高达 41%, 汽轮机更是高达 47%。受市场大环境的影响, 大型离心风机毛利率近两年走低, 而公司的汽轮机业务瞄准的是高端市场以及进口替代市场, 销售毛利率最高。

图 5: 金通灵业务收入构成图 (百万元)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 6: 金通灵各业务毛利率图



资料来源: wind, 东兴证券研究所

1.3 公司利用资本平台加速业务发展

公司所处的流体机械行业是钢铁冶炼、火力发电、水泥、新能源以及污染治理等产业的生产过程中不可缺失的一环。金通灵通过灵活的、有目的性的资金使用使公司业务不断扩展, 业绩不断提升, 并借此完成了企业由单纯风机制造商向流体机械综合服务提供商的企业转型。

- ◆ 2012 年, 决定利用超募资金 4000 万元, 加上公司自筹的 967.18 万元, 共计 4967.18 万元投资设立“威远金通灵气体有限公司”, 用于新建压缩空气供气装置项目, 借此打开了小型离心压缩机的市场; 2012 年, 使用 2700 万元超募资金建设南通高压离心鼓风机扩产及小型离心压缩机新建项目, 巩固和扩大公司高压离心鼓风机市场份额, 并打破目前国内小型离心空气压缩机由外资品牌垄断的格局, 形成公司未来新的经济增长点;
- ◆ 2015 年, 公司完成并购高邮林源科技, 在农业可再生能源领域取得历史性突破, 公司将利用高效蒸汽轮机核心的发电岛技术对发电端系统进行改造升级, 做大做强绿色能源产业, 打造金通灵绿色能源版块;
- ◆ 2016 年, 公司发布定增方案, 计划投资 5.7 亿元, 主要投向高效汽轮机及配套发电设备项目、燃气轮机项目和秸秆发电项目。

2. 公司风机业务稳步推进, 进口替代空间巨大

风机业务是公司的主体业务与传统优势业务, 占公司营收的比重最大。自 2013 年以来, 公司大型风机业务保持了相对稳定, 小型空气压缩机市场表现亮眼, 呈稳步上升趋势。随着公司研发的不断进行, 在技术上的不断突破, 公司有望打破国外压缩机产品在国内市场的垄断, 在进口替代市场上预计会有较好的表现。

2.1 公司小型离心压缩机具有技术优势

压缩机由转子、定子和轴承等组成。叶轮等零件套在主轴上组成转子, 转子支撑在轴承上, 由动力机驱动而高速旋转; 其中, 叶轮作为核心部件。目前, 三元流方法为国内各大厂商所采用的叶轮设计方法。小型压缩机产品对于结构设计有着极高的要求, 国内许多厂商无法攻克相关技术难题, 因此国内小型压缩机市场 95% 的市场份额被国外厂商占据。金通灵公司现已成功实现部分压缩机产品的产品化, 领先国内其他企业, 同国外公司产品形成竞争力。

公司的压缩机产品主要包括四类: 离心空气压缩机、离心蒸汽压缩机、二氧化碳压缩机和制冷压缩机。截至目前, 离心蒸汽压缩机和离心空气压缩机已经实现了产品化, 二氧化碳压缩机和制冷压缩机还处于研发阶段。对于实现产品化的蒸汽压缩机以及空气压缩机, 市场前景十分可观。

表 2: 公司压缩机主要产品

产品名称	技术特点	应用领域及市场规模
离心空气压缩机	高效率、高稳定性、低噪声的离心压缩机组, 实现油气分离, 工作介质纯净、无油污。	服务于冶金、电力、石化、制药、造纸、纺织化纤、汽车制造、家用电器、电子、造船、玻璃制造、矿山开采等行业; 国内的小型空气压缩机的市场份额在 50 亿元以上。金通灵将成为国内唯一拥有该类产品生产能力的企业, 有望占据 10% 到 15% 的市场份额。
离心蒸汽式压缩机	采用半开式叶轮结构, 叶轮采用双相不锈钢或钛合金制造, 直径比同类型产品减小 30%, 功耗小、噪音低、调节性能好。压缩机的转子精度高, 转动惯量小, 运行效率高, 多变效率高达 82% 以上。	公司在蒸汽压缩机市场实现突破, 迅速进入了医药、食品、化工、垃圾渗透液等的 MVR 工艺领域, 成为公司新的增长点; 其中, 每分钟 1100 立方米的空气压缩机在山东泰禾生化项目中成功实现商业运行, 是公司目前最大的单体流量空气压缩机, 标志着公司在多轴离心空气压缩机领域已突破多项技术瓶颈, 并跻身阿特拉斯、寿力、卡麦隆、三星等少数世界知名生产大中型多轴离心压缩机公司行列。据不完全统计, 未来该产品国内市场可达百亿。

资料来源：公司官网、东兴证券研究所

公司吸收利用 ETI 先进成熟的技术，设计制造出高效率、高稳定性、低噪声的离心压缩机组，实现油气分离，做到工作介质纯净、无油污，取代容积式压缩机，实现这类产品的国产化，拓宽服务领域，希望实现替代进口。

公司主打的小型离心空气压缩机广泛应用在冶金、电力、石化、制药、造纸、纺织化纤、汽车制造、家用电器、电子、造船、玻璃制造、矿山开采等行业的高压空气站，及各领域高压气体输送。其中，**钢铁石油化工、造船、汽车及电力这五大行业是小型离心空气压缩机的主要应用行业**。具体应用情况如下表所示：

表 3:小型离心压缩机主要应用环节

应用行业	工艺环节	主要应用类型
钢铁	空气动力、气体输送	设备驱动、高炉送风
石油化工	空气动力、气体输送	油井压裂、化工原料输送、远程输送煤气、天然气
造船	空气动力	驱动各种风动机、仪表控制及自动化装置
汽车	空气动力	用于车辆制动、门窗启闭等
矿山冶金	空气动力、气体输送	钻凿设备驱动、高压爆破开采、输送助燃气体
纺织、服装	空气动力	喷气编织、纬纱吹送、牛仔布砂洗
食品、制药	空气动力	吹瓶吹塑、压缩搅拌、啤酒灌装二氧化碳
电力	空气动力	仪表空气、电厂水处理压缩空气、电厂除尘空气系统
其他行业	空气动力、气体输送	设备驱动、仪表空气、除尘、各类气体输送等

资料来源：《国内小型离心空气压缩机市场分析》、东兴证券研究所

金通灵公司为实现压缩机项目的技术突破，先后与国内外的多所科研机构合作，确保自身站在技术的前沿。2010 年，公司与美国的 ETI-Turbo Inc 合作，成立了高效离心空气压缩机研发中心，一同攻克具有世界先进水平的小型离心压缩机项目。借此公司可以在研发能力和制造技术上的巨大跨越，同时还可以独享 ETI 公司在小型离心压缩机方面的研发成果。

2012 年，公司又与国内顶尖工科院校西安交大合作联合研发制冷压缩机、蒸汽压缩机、二氧化碳压缩机等三大类产品。三类产品分别针对不同的市场。离心式制冷压缩机瞄准了空调工况的冷水机组、冰蓄冷机组等制冷制热领域。离心式蒸汽压缩机则是热回收系统的关键设备。离心式二氧化碳压缩机则是希望进军化工合成和煤化工领域，因近年来国家对环保的日益重视，一系列环保政策的逐步出台，预计其将有着较好的市场前景。

2014 年，公司在新型磁悬浮式制冷压缩机项目中与斯凯孚（中国）进行了合作，该项目在效率、可靠性、维护等方面相比于传统机组有显著优点，填补了国内该生产领域的空白，打破了国外产品在国内市场的垄断，公司希望该类产品可以争取进口替代市场，预计其将具有广泛的市场应用前景。

部分离心机项目的高技术门槛阻拦了国内的大部分企业, 而本公司通过联合研发诞生的产品如小型空气压缩机已经进入到产品化阶段。因此, 公司的研发优势将使公司率先抢占市场, 占得有利地位。

2.2 进口替代市场空间巨大

根据《中国通用机械工业年鉴 2015》的数据, 2014 年我国离心压缩机产值 69 亿元。我国的国内市场长期被外国公司产品所占据, 进口依赖现象严重。在离心空气压缩机领域, 复盛易利达、英格索兰、阿特兰斯·科普柯、三星及 IHI 寿力五家外资品牌占据了国内 90% 以上的市场。在离心蒸汽压缩机领域, 德国彼乐、法国 FLAKE 等外资品牌一直占据了国内的绝大部分市场。

而金通灵公司经过多年的研发, 公司目前的产品质量能达到或者已经接近国外领先水平, 而且已经承揽了国内多个项目, 在一些领域已经实现了替代进口。未来, 随着公司产品的不断成熟, 市场的不断打开, 客户对本公司产品理解的不加深, 公司产品的价格优势将逐步体现, 因此未来该项目的增长值得我们期待。

在销售方面, 公司离心压缩机产品正在不断得到国内外市场的认可。未来五年, 预计金通灵公司可以实现 15%-25% 的市场份额。目前, 金通灵公司已经有 30 多台机组的运行经验, 销售均价约为 150 万/台。而公司气体销售的净利率将保持在 12-15% 左右, 气体销售的主要形式为换气站以及卖气站。

目前国内的小型空气压缩机的市场空间在 50 亿元以上。而公司将成为国内唯一拥有该类产品生产能力的企业, 有望在未来占据 10-15% 的市场份额, 对国外产品形成强有力的竞争。

但是, 随着公司在压缩机方面的技术实现突破, 在国内市场逐步形成价格优势, 外资公司的许多产品可能会随之降价, 将会稀释公司的价格优势, 但不会完全消除公司的低成本优势。因此, 我们认为金通灵公司的压缩机项目总体市场空间巨大, 将在一定程度上替代国外产品, 形成利润空间。

图 7: 金通灵小型离心压缩机销售收入图 (百万元)

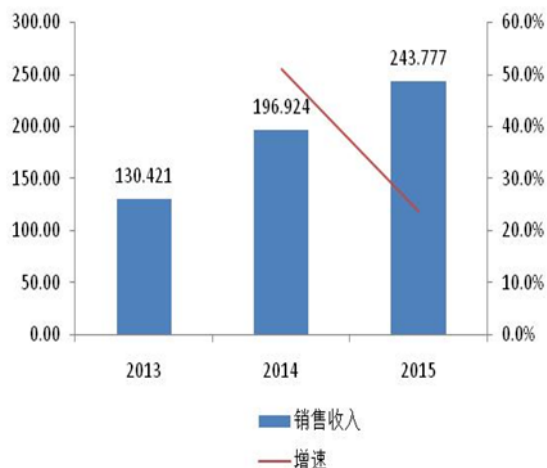
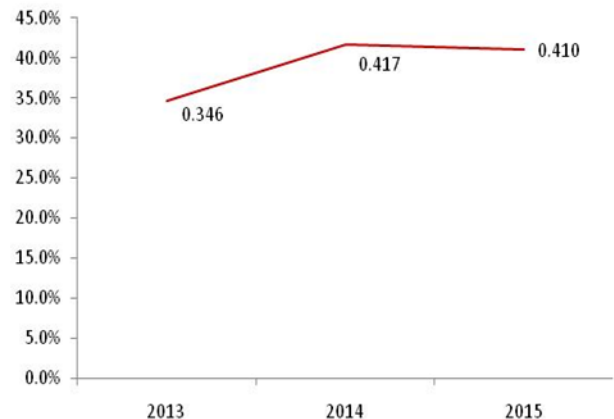


图 8: 金通灵小型离心压缩机毛利率图



资料来源: wind, 东兴证券研究所

资料来源: wind, 东兴证券研究所

2.3 汽轮机成为公司重要增长极

2.3.1 公司汽轮机具有显著优势

蒸汽轮机, 全称叫蒸汽涡轮发动机 (Steam turbine), 是一种将水蒸汽动能转换为涡轮转动的动能的机械。公司通过与国家“千人计划”的高素质专家团队合作, 历时三年成功研制出蒸汽轮机。本公司的产品主要为 1MW-150MW 的小型蒸汽轮机, 可广泛应用于光热发电、生物质发电、垃圾发电、余热发电等领域。目前几乎所有的重工业余热回收领域都会用到汽轮机, 行业应用空间十分广阔。

目前国内共有 70 家左右蒸汽轮机生产企业, 规模不同, 水平参差不齐。其中, 规模最大的工业汽轮机生产企业为杭州汽轮机股份有限公司, 目前该公司在工业驱动领域市场占有率保持第一; 其他大型厂商如三大汽轮机厂, 哈尔滨电气、东方电气和上海电气公司, 它们生产的主要产品是面向水电、核电等大型发电机组。

表 4:国内主要蒸汽轮机生产企业及应用领域

公司名称	产品应用领域
杭州汽轮机股份有限公司	工业驱动领域
哈尔滨电气、东方电气、上海电气公司	水电、核电等大型发电机组
金通灵股份有限公司	生物质发电、垃圾发电、太阳能光热发电等

资料来源: 公司官网、东兴证券研究所

金通灵的产品为小型高效蒸汽轮机, 与优势企业产品无正面竞争, 市场定位于大型企业较少涉足的领域, 下游主要应用于生物质发电、垃圾发电、太阳能光热发电等领域。

公司产品与较大型企业存在产品应用领域差异, 公司的汽轮机相比于国内外同领域其他公司的产品, 具有较为明显的竞争优势, 具体体现如下:

- ◆ 公司生产的小型蒸汽轮机效率较高, 这是其最为突出的特点, 而且已经基本达到了国际领先的水平。以公司所生产的某一系列蒸汽轮机产品为例, 该系列产品的热工转换效率可达 38-39%, 相比于国内其他公司的产品有着数个百分点的优势。
- ◆ 公司产品采用了先进的高负荷气动热力学设计和多转子结构, 充分利用蒸汽的相变潜能, 达到低参数高效率的目的。该类技术属国内首创, 市场中现有汽轮机启动时间通常在 2 小时以上, 而公司的产品启动只有半个小时左右。
- ◆ 公司的分缸再热型汽轮机的热功转换率可比传统汽轮机效率提高 20%左右, 并可广泛用于直接驱动各种压缩机、鼓风机、泵等设备, 市场应用前景广阔。此产品研发成功将对丰富公司现有流体机械类主业产品结构, 拓宽市场领域产生积极影响。

蒸汽轮机市场主流技术掌握在美国 GE、德国西门子、日本三菱等巨头手中, 在公司通过联合研发打破了国外公司的技术垄断之后, 公司有望在国内形成性价比优势, 并以此实现进口替代。即使外资产品可能通过降价措施与金通灵展开竞争, 公司产品相比外资产品仍具有价格上一定的竞争力。

2.3.2 汽轮机业绩已经放量

金通灵通过潜心研究，终于在汽轮机技术上实现了突破，与之俱来的，是汽轮机业务收入的显著增长，公司汽轮机销售收入有 2014 年的 188 万元急剧增加到 2015 年的 5000 余万元，2016 年上半年，汽轮机销售收入已增长至 8900 万元，并且有望在今后几年实现汽轮机业务的连续高速增长。

不仅如此，金通灵公司的定位为现代化高端装备制造服务型企业，是综合性、集成型的，而不是单纯的高端设备制造商。围绕这一企业定位，公司积极围绕汽轮机产品开展生物质发电、垃圾处理等项目，随着高邮项目等一批示范项目的落成投产，公司汽轮机的稳定性与可靠性有了实体性展示，公司产品在客户中的认可度将得到极大的提高，可获订单与收益将迎来强劲增长。

3. 公司新业务多点开花

公司在发展风机和汽轮机业务的同时，先后通过收购和投资的方式拓展新业务。目前，公司生物质发电项目采用了创新性技术，即将投产；公司燃气轮机研制工作也在正常进行；公司军用无人机有望在 17 年获得军方认可。

3.1 公司生物质发电项目采用创新性技术

生物质发电是利用生物质所具有的生物质能进行的发电，是可再生能源发电的一种，包括农林废弃物直接燃烧发电、农林废弃物气化发电、垃圾焚烧发电、垃圾填埋气发电、沼气发电。生物质发电得到了我国相关部门的高度重视，与建设“美丽中国”这一主题完美契合，《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》和《生物质能发展“十二五”规划》明确提出要积极推进生物质气化及发电、生物质成型燃料、沼气等分布式生物质能应用，提高生物质能利用效率。汽轮机作为生物质发电环节重要的组成部分，将在该领域获得广阔的发展空间。

过去几年生物质发电推广低于预期的很重要原因是先期运营未形成明显的盈利效应，而其最大的痛点是搜集秸秆的费用较高，而金通灵在高邮项目中，通过采用自行研发的小型高效汽轮机，将高效生物质发电的门槛从 30MW 降低到 10MW，从而极大降低了秸秆的采购半径，大大降低了原料收集的难度，并且显著地降低了秸秆采购成本。除此之外，金通灵公司还建立了合理的收集机制，配有专门负责人员，双管齐下，合力解决了原料收集这一传统问题，为生物质发电铺平了道路。

以金通灵公司高邮项目为例：该项目主要考虑了我国的农业生产模式，在原料收集上，通过跟乡镇的合作等方式，已建成上万吨的收藏基地。现在秸秆等购置价在 300-350 元，同时目前的秸秆等原料供应能力已经形成。该项目每个气化系统单炉原料处理量 3.5 吨-4 吨，单炉产气量为 4000-5000 立方米。同时环保方面做的较好，降低了焦油以及硫化氢含量（焦油米立方米 2 毫克以下，硫化氢 10 毫克以下），年回收焦油量达到 10000 吨，拥有发明专利。目前拥有全国最大的生物质蒸汽锅炉，同时多个锅炉拥有很多自主产权，拿到了相关批文。气化炉净化系统也拿到了相关的认定证书以及批文，并且许可证由 5 兆瓦提升到 10 兆瓦。

公司高邮项目已进入到分阶段的调试, 预计 17 年上半年将正式投产。项目达成后, 可以年利用秸秆 7.5-8 万吨, 发电 7500 万度, 回收焦油 10000 吨, 供热 14000 吨以及年产炭黑 16000 吨。从经济指标上看, 可完成发电收益 5625 万元, 焦油 1500 万元, 炭黑 800 万元, 蒸汽 280 万元。减去各项成本后, 年收益在 2800 万元左右, 所以预计 4-5 年收回成本。在为国家减少了二氧化碳以及各项污染物排放的同时, 实现了公司的盈利。

图 9: 金通灵高邮生物质发电生产设施



资料来源: 实地调研, 东兴证券研究所

图 10: 金通灵高邮生物质发电仓储设施



资料来源: 实地调研, 东兴证券研究所

同时, 公司在该方面所拥有的核心技术将给公司带来极大的竞争优势。在未来一段时期内, 公司将不会出售核心技术以及核心设备, 使自己成为国内唯一的供应商, 并带来十分可观的收益。

目前, 公司订单状况良好, 预计未来几年将建成大约 20 个利用生物质发电的电厂, 使生物质发电项目成为公司重要的利润增长点。

3.2 公司燃气轮机项目值得期待

燃机轮机设计难度大, 对制造技术以及制造工艺要求极高, 被誉为制造业“皇冠上的明珠”。金通灵公司则本着奉献国家同时充实自己的理念, 仰望天空又脚踏实地地进行着燃气轮机的研制。

金通灵以联合研发的方式进行该项目的实施。根据公司官网的披露, 2016 年 4 月, 公司与美国 Capstone 燃气轮机公司签署了产品战略合作协议, 将引进 Capstone 的 30KW~1MW 全系列微型燃气轮机产品, 应用于国内的 CHP、沼气发电、填埋气发电、移动电源、钻井平台发电、分布式能源等系统。2016 年 7 月, 公司与美国 Vericor 公司签署了排他性技术合作协议。公司将与 Vericor 公司合作开发以燃气轮机驱动的移动电站以及热电联供系统集成技术, 并推向国内市场。合作涉及技术开发、系统集成、产品销售、燃机成本降低等多个方面的合作, 有望在相应领域打开广阔的市场空间。公司先期将推出以国外品牌为核心的成套设备, 由 Capstone 和 Vericor 提供燃气轮机, 公司负责设备集成组成移动应急电源、CHP 机组等。跨国合作为公司引进、吸收以及自主研发燃气轮机创造了一个良好的契机。

同时，公司具备研发完成小型燃气轮机的条件。目前国内小型燃气轮机的部件技术，如涡轮、压气机等均已较为成熟，具备了小型燃气轮机的制造基础。同时，公司在研发方面有深厚积累，居于国内前列。

公司“小型燃气轮机研发项目”预计投资总额为 1.2 亿元，拟研发的小型燃气轮机将在引进、消化和吸收国外产品先进技术的基础上，通过自主研发，形成具有自主知识产权的、能够产业化的产品，未来将应用二分布式能源（冷、热、电三联供系统）、移动式发电装置、中低热值燃气发电等领域。

但是，通过引进、吸收再创新等方式进行研发虽然起到了行业敲门砖的作用，但是小型燃气机的研发难度仍然不可小觑，除此之外，通过引进吸收研发出来的产品是否能达到较为领先的水平还有待观察。因此，我们对小型燃气轮机未来发展十分期待，保持着谨慎乐观，对于公司研发的决心报以肯定。

3.3 无人机助力公司进军军工工业

公司所瞄准的无人机市场为军用靶机的生产。靶机泛指作为射击训练目标的一种军用飞行器，这种飞行器利用遥控或者是预先设定好的飞行路径与模式，用于军事演习或武器试射时模拟敌军之航空器或来袭导弹，为各类型火炮或是导弹系统提供假想的目标与射击的机会。靶机市场空间广阔，每年保守估计有几十亿规模。靶机属于军用耗材，空军、火箭军和陆军航空兵部队等每年常规训练都将消耗大量的无人靶机，同时无人靶机的出口需求预计也将十分旺盛，据相关行业专家估计，靶机总市场规模保守估计已经可以达到几十亿。

目前军用无人靶机仅有 60 所的 40kg 和 60kg 实现了商业化，而公司产品主要为 30kg、70kg、100kg 推力，与 60 所的产品存在着显著的差异，可进行差异化竞争，填补相应的空白市场。同时，“军民融合”已上升到国家战略地位，随着不断深化的军队装备科研采购制度改革为公司带来良好机遇。

2014 年，公司通过整合林峰团队与李冰团队，三者共同组建了江苏金通灵航空科技有限公司。目前 70kg 推力的涡喷发动机高原试验检测已完成；100kg 推力涡喷发动机图纸设计完成，推力发动机大部分零部件的加工制造工作，通过检验验证后将进入首台套的装配阶段；30kg 推力涡喷发动机的首台装配和点火试验工作已完成，并取得了相应检测数据，局部零件的机械尺寸及相应控制系统正在优化中；完成了 JTL-1 型靶机 3000 米空域飞行试验，采集了相应技术参数，正在进行研究分析。

截至目前，金通灵公司的靶机尚未得到军方的采购合同，虽然公司产品可以达到要求，但是军方有其独特的审核标准与流程，最终是否可以获得军方订单存在不确定性。因此该项目仍然具有一定的不确定性。

4. 公司募投项目大有可为

公司旨在成为世界知名的风机制造企业。按照轻重缓急排序，预计将增发募集资金投入以下项目：

表 5:金通灵控募资金投资项目

	募集资金使用项目	项目投资总额 (万元)
1	新上高效汽轮机及配套发电设备项目	25,000.0
2	小型燃气轮机研发项目	12,000.0
3	秸秆气化发电扩建项目	5,399.0
4	补充流动资金	14,800.0
	合计	57,199.0

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

公司募集资金投资项目都是围绕着公司战略目标, 依托公司原有核心优势展开, 具有很强的可行性。下面对公司主要投资项目进行简要分析:

- ◆ 新上高效汽轮机及配套发电设备项目。该项目将及时地转化公司的科研成果, 使公司的科研投入转化为销售收入, 提升公司的研究成果利用能力与盈利能力, 为公司相关项目的开展起到示范作用。
- ◆ 小型燃气轮机研发项目。公司现有的技术储备已经使小型燃气轮机的研制工作具备了相应的研发基础, 该项目有望实现公司在小型燃气轮机项目上的重大技术突破, 打破国外厂商垄断, 实现公司业绩在未来的突破式增长, 成为公司销售收入的另一增长极。
- ◆ 秸秆气化发电扩建项目。公司秸秆气化发电项目已经得到了社会上广泛的认可, 目前正值业绩的持续增长期与市场开拓期。该资金将有力推进公司该项目的扩大运作, 对市场开拓有着积极意义与重要作用。
- ◆ 补充流动资金。本次募集资金补充与主营业务相关的营运资金后, 将消除公司在发展中通过间接融资方式可能面临的财务风险。

我们看好公司募投项目, 预计随着公司募投项目逐步达产, 效益将会显著上升。达产后, 公司的整体布局将更加完善, 并能够有效地相互促进, 迎来更好地发展。

5. 盈利预测及估值

对公司进行盈利预测时, 我们做出如下假设:

- ◆ 公司传统风机业务将从 16 年开始企稳回升, 小型压缩机收入表现更好;
- ◆ 公司汽轮机收入将保持高速增长, 预计 16-18 年增速分别为 250%、50%和 50%;
- ◆ 生物质发电项目预计 17、18 年分别贡献收入 0.5 亿元、1 亿元。
- ◆ 燃气轮机、无人机期间暂未贡献收入;

表 6: 公司收入预测表 (百万元)

收入	2015	2016E	2017E	2018E
大型离心风机	318	287	301	346
小型离心空气压缩机	244	219	263	342
汽轮机	51	177	266	399
销售钢材等	97	102	108	117
气体销售	61	77	97	123
风机配件	47	50	52	60
通用离心风机	76	79	83	96
生物质发电			50	100
增速				
大型离心风机		-10%	5%	15%
小型离心空气压缩机		-10%	20%	30%
汽轮机		250%	50%	50%
销售钢材等		5%	6%	8%
气体销售		25%	26%	27%
风机配件		5%	5%	15%
通用离心风机		5%	5%	15%
生物质发电				100%

资料来源: wind, 东兴证券研究所

我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 10.00 亿元、11.81 亿元和 14.96 亿元, 归属母公司的净利润为 0.85 亿元、1.16 亿元和 1.67 亿元, 对应每股收益分别为 0.16 元、0.22 元和 0.32 元。参考同行业估值及公司成长性, 我们给予公司 17 年 70 倍 PE, 6 个月目标价 15.4 元/股, 维持公司“推荐”评级。

6. 风险提示

1. 公司业务受宏观经济波动影响的风险
2. 原材料价格波动的风险
3. 应收账款发生坏账损失的风险
4. 资产负债率偏高的风险

表 3: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1051	1190	1260	1321	1610	营业收入	857	903	1000	1181	1496
货币资金	117	139	200	118	150	营业成本	665	665	709	819	1013
应收账款	614	733	813	960	1216	营业税金及附加	3	6	6	7	9
其他应收款	18	14	16	19	24	营业费用	50	47	53	62	79
预付款项	34	22	10	-4	-21	管理费用	81	96	107	126	160
存货	248	215	229	264	327	财务费用	24	33	0	0	0
其他流动资产	14	7	-8	-36	-86	资产减值损失	18.81	20.11	20.00	20.00	20.00
非流动资产合计	825	942	913	919	827	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	5	5	5	5	投资净收益	0.00	-0.22	2.00	2.00	2.00
固定资产	448.14	767.14	701.98	655.84	591.46	营业利润	15	35	108	149	218
无形资产	90	108	97	86	75	营业外收入	2.96	5.91	5.00	5.00	5.00
其他非流动资产	74	4	0	0	0	营业外支出	0.27	0.56	0.00	0.00	0.00
资产总计	1876	2133	2173	2240	2436	利润总额	17	40	113	154	223
流动负债合计	855	1136	790	778	875	所得税	4	10	28	39	56
短期借款	385	548	360	320	351	净利润	13	30	85	116	167
应付账款	281	283	298	344	426	少数股东损益	-1	-3	0	0	0
预收款项	61	36	7	-26	-68	归属母公司净利润	14	33	85	116	167
一年内到期的非	66	115	0	0	0	EBITDA	160	214	217	276	351
非流动负债合计	202	129	116	116	116	BPS (元)	0.07	0.16	0.16	0.22	0.32
长期借款	189	115	115	115	115	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	1058	1265	906	895	991	成长能力					
少数股东权益	7	25	25	25	25	营业收入增长	21.75%	5.35%	10.82%	18.10%	26.67%
实收资本 (或股	209	209	523	523	523	营业利润增长	-330.42%	134.18%	210.71%	38.52%	46.09%
资本公积	443	443	443	443	443	归属于母公司净利	448.86%	138.11%	154.13%	36.81%	44.60%
未分配利润	138	166	183	206	240	获利能力					
归属母公司股东	811	843	1206	1276	1376	毛利率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	1876	2133	2173	2240	2436	净利率 (%)	1.55%	3.36%	8.45%	9.79%	11.18%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
单位: 百万元						ROE (%)					
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
经营活动现金流	-8	57	173	144	127	偿债能力					
净利润	13	30	85	116	167	资产负债率 (%)	56%	59%	42%	40%	41%
折旧摊销	121.76	145.49	0.00	126.83	133.88	流动比率	1.23	1.05	1.60	1.70	1.84
财务费用	24	33	-1	-1	0	速动比率	0.94	0.86	1.31	1.36	1.47
应收账款减少	0	0	-79	-147	-256	营运能力					
预收帐款增加	0	0	-28	-33	-42	总资产周转率	0.49	0.45	0.46	0.54	0.64
投资活动现金流	-136	-86	-87	-142	-60	应收账款周转率	2	1	1	1	1
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.44	3.20	3.44	3.68	3.89
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	0	0	2	2	2	每股收益 (最新摊	0.07	0.16	0.16	0.22	0.32
筹资活动现金流	107	20	-25	-85	-36	每股净现金流 (最	-0.17	-0.04	0.12	-0.16	0.06
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新	3.88	4.03	2.31	2.44	2.63
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	314	0	0	P/E	213.13	89.25	88.24	64.50	44.60
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	3.68	3.54	6.19	5.85	5.42
现金净增加额	-36	-9	61	-82	32	EV/EBITDA	21.90	16.97	34.87	28.23	22.13

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员 (D), 基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今, 之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

叶盛

机械行业研究员, 西安交通大学工业工程专业学士, 中央财经大学金融专业硕士, 2 年证券研究经验, 2015 年加盟东兴证券研究所, 从事机械行业研究。

任天辉

机械行业研究员, 新加坡管理大学应用金融学硕士, 厦门大学控制工程硕士, 厦门大学自动化学士, 2015 年加入东兴证券, 从事机械行业研究。

陈皓

机械行业研究员, 清华大学测控技术与仪器学士, 清华大学机械工程硕士, 2016 年加入东兴证券研究所, 从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。