

证券研究报告—动态报告/公司快评
电气设备新能源
电气设备
金通灵（300091）
重大事件快评
买入

（维持评级）

2017 年 09 月 08 日

生物质发电领域革命性事件完成

证券分析师： 杨敬梅

021-60933160

yangjimei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511030001

事项：

金通灵网站新闻：继今年 5 月 EPC 总包德龙三期 40MW 项目、张北 15MW 光热项目并网发电成功后，由江苏金通灵流体机械科技股份有限公司控股的林源科技 10MW 生物质秸秆气化发电项目于 9 月 5 日 23 时一次并网发电成功。

评论：

■ 项目的成功并网造就国内生物质发电领域革命性变革

本项目的成功并网在以下几个方面体现了其革命性：

- **改变了目前主流的生物质发电方式：**我国生物质发电基本是以直燃方式为主，直燃方式最大的问题是颗粒物排放造成的环境污染，而气化发电不存在这一问题；
- **改变了内燃机在生物质气化发电过程中的寿命短问题：**因生物质气化的混合气体中多少含有一定的焦油，影响了内燃机的寿命，公司通过小型高效汽轮机+锅炉的组合替代了内燃机发电，彻底解决了寿命短的问题；
- **气化后形成的副产品也有利用价值：**生物质气化后会形成副产品焦油和炭黑等有用物质，相对于直燃发电，实现了变废为宝的改变；
- **最重要的一点，彻底改变了当前生物质发电微利或不盈利的窘境：**权衡秸秆回收和发电效率，目前的生物质发电基本都是 30MW 的机组，秸秆回收半径差不多几十公里，而公司借助资产的小型高效汽轮机高效的特点，可将机组规模降到 10MW，大大缩短了秸秆回收半径和回收成本；收入方面，因使用了公司的小型高效汽轮机，可使同样的燃料规模情况下多产出 10-20% 的电费收入。

■ 该项目利润率可观，回收期短

我们根据该项目的投入产出情况对其经济效益进行测算，**该项目年利润可达 3000 万元左右，项目回收期 4 年不到：**对于 10MW 机组来说，投资规模差不多是 1 亿元；按照年发电利用小时数 7500 小时算，可产生的电费和副产品收入共可达 8000 万元；秸秆、人员工资、折旧、厂用电、维护保养等费用约 5000 万元。

林洋科技的成功并网后，在其示范效应下，将有更多的生物质发电项目采用这种方式，这对于公司小型高效汽轮机及整个发电岛的销售形成拉动，而项目的大量复制将大大改变当前生物质发电微利或不盈利的窘境，从而为我国生物质发电的推广及节能减排做出贡献。

■ 订单开始加速，公司进入业绩爆发期

公司在 2016 年实现营业收入为 9.46 亿，全年实现订单 21.83 亿元；2017 年到目前为止，公司以小型汽轮机为基础的业务共实现公告订单 40.98 亿元，是 2016 年公司营业收入的 4 倍多，所以未来小型汽轮机业务的快速增长将会强势推动公司整体业务高速增长。

■ 标志性项目的完成及新产品研发，为订单增长打下良好基础

公司目前德龙钢铁项目投运、北京兆阳项目完成试车。产品研发方面，公司完成了 15MW 凝汽式机组设计开发、反

动式背压机组设计开发，高速高效背压机组设计开发并完成生产制造，这些产品将来在垃圾发电、煤化工、工业拖动等领域获得广泛应用。

■ 风险提示

项目进度低于预期的风险。

■ 业绩开始爆发，长期增长可期，维持“买入”评级

我们预计 2017/2018/2019 年，公司将分别实现营业收入 14.33/20.21/28.01 亿元，同比增长 51.5%/41.0%/38.6%；净利润 1.34/2.32/3.53 亿元，同比增长 189.0%/72.7%/52.2%；每股收益 0.24/0.42/0.63 元，维持“买入”评级。

表 1：公司汽轮机订单及进展情况

序号	签订日期	合同名称	客户名称	类型	金额（万元）	履行情况
1	2015.12	1×40MW 高温超高压中间再热煤气发电工程设备供货及安装工程合同	河北德龙钢铁有限公司	余热发电	11600	正常履行，项目基本实施完成
2	2016.1	35MW 生物质能发电成套设备合同	枞阳县取自然生物质能发电有限公司	生物质发电	19,000	业主方在办理项目的立项、审批阶段
3	2016.8	15MW 中温中压凝汽式汽轮机销售合同	广东龙滔循环经济发展有限公司	垃圾发电	1,000	意向沟通阶段、正式合同尚未签订
4	2016.8	安徽丰原化工装备有限公司产品销售合同	安徽丰原化工装备有限公司		4,800	意向沟通阶段、正式合同尚未签订
5	2016.9	大名县草根新能源热电有限公司生物质（2×12MW）热电联产项目框架性合作协议	汉华环境有限公司	生物质发电	32,000	正常履行，项目实施中
6	2016.12	焦炉煤气及余热发电工程框架性合作协议	山西高义钢铁有限公司	余热发电	71,000	意向沟通阶段、正式合同尚未签订
7	2017.4	新疆晶和源新材料有限公司余热综合利用项目合同能源管理合同	新疆晶和源新材料有限公司	余热发电	66,000	正常履行，项目实施中
8	2017.4	安徽黄山环保热电有限公司生物质气化（2×15MW）热电联产项目框架性合作协议	南京创能电力科技开发有限公司	生物质发电	38,200	意向沟通阶段、正式合同尚未签订
9	2017.4	徐州宜丰三堡环保热电有限公司生物质直燃（2×30MW）热电联产项目框架性合作协议	南京创能电力科技开发有限公司	生物质发电	38,900	意向沟通阶段、正式合同尚未签订
10	2017.5	大名县草根新能源热电有限公司生物质 2×12MW 热电联产项目设计、采购、施工总承包合同	山西高义钢铁有限公司、上海运能能源科技有限公司	余热发电	32,000	正常履行，项目实施中
11	2017.5	河北盛滔环保科技有限公司干熄焦余热回收项目 EPC 总包框架协议	河北盛滔环保科技有限公司	余热发电	30,000	意向沟通阶段、正式合同尚未签订
12	2017.7	北昆士兰州生物质发电、乙醇和制糖联产项目 EPC 总包框架协议	北昆士兰州生物能源有限公司	生物质发电	38,000（澳元）	意向沟通阶段、正式合同尚未签订
合计					549,200	

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	214	287	404	560
应收款项	834	1256	1772	2455
存货净额	439	647	915	1275
其他流动资产	63	72	101	140
流动资产合计	1550	2262	3193	4430
固定资产	816	765	709	650
无形资产及其他	118	113	108	104
投资性房地产	55	55	55	55
长期股权投资	5	5	5	5
资产总计	2544	3199	4070	5244
短期借款及交易性金融负债	817	691	1100	1651
应付款项	540	776	1098	1530
其他流动负债	191	284	399	552
流动负债合计	1548	1752	2597	3733
长期借款及应付债券	80	80	80	80
其他长期负债	16	16	16	16
长期负债合计	96	96	96	96
负债合计	1644	1848	2693	3829
少数股东权益	13	11	6	(1)
股东权益	886	1340	1370	1416
负债和股东权益总计	2544	3199	4070	5244

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.09	0.24	0.42	0.63
每股红利	0.08	0.21	0.36	0.55
每股净资产	1.70	2.41	2.47	2.55
ROIC	5%	8%	10%	12%
ROE	5%	10%	17%	25%
毛利率	28%	30%	31%	32%
EBIT Margin	12%	14%	16%	17%
EBITDA Margin	18%	20%	20%	20%
收入增长	5%	51%	41%	39%
净利润增长率	39%	189%	73%	52%
资产负债率	65%	58%	66%	73%
息率	0.5%	1.5%	2.6%	4.0%
P/E	164.5	60.5	35.0	23.0
P/B	8.6	6.1	5.9	5.7
EV/EBITDA	53.5	35.1	26.6	21.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	946	1433	2021	2801
营业成本	680	1007	1399	1918
营业税金及附加	11	16	23	31
销售费用	46	69	97	135
管理费用	97	141	187	243
财务费用	45	32	36	54
投资收益	(1)	(1)	(1)	(1)
资产减值及公允价值变动	(22)	(22)	(22)	(22)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	45	146	258	397
营业外净收支	9	10	11	12
利润总额	54	155	268	408
所得税费用	15	42	73	111
少数股东损益	(7)	(21)	(37)	(56)
归属于母公司净利润	46	134	232	353

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	46	134	232	353
资产减值准备	2	1	(1)	(2)
折旧摊销	60	83	90	93
公允价值变动损失	22	22	22	22
财务费用	45	32	36	54
营运资本变动	(28)	(309)	(378)	(499)
其它	(3)	(4)	(3)	(6)
经营活动现金流	99	(72)	(39)	(39)
资本开支	(71)	(50)	(50)	(50)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(70)	(50)	(50)	(50)
权益性融资	0	437	0	0
负债净变化	(35)	0	0	0
支付股利、利息	(40)	(117)	(201)	(307)
其它融资现金流	197	(125)	408	551
融资活动现金流	45	195	207	244
现金净变动	75	72	118	156
货币资金的期初余额	139	214	287	404
货币资金的期末余额	214	287	404	560
企业自由现金流	44	(130)	(108)	(112)
权益自由现金流	205	(278)	274	400

相关研究报告

《金通灵-300091-中报点评：进入业绩爆发期》——2017-08-30
 《金通灵-300091-2017年中报业绩预告点评：业绩符合预期，看好高增长趋势》——2017-07-06
 《金通灵-300091-2016年年报点评：业绩符合预期，看好高增长趋势》——2017-04-21
 《金通灵-300091-重大事件快评：林源科技参观交流会议点评》——2017-01-19
 《金通灵-300091-重大事件快评：汽轮机订单再下一城》——2017-01-15

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。