

2010年5月31日

南风股份

核电优势继续保持

A
买入

300004.SZ - 人民币 50.00

目标价格: 人民币 57.30(▲48.90)

韩玲

(8621) 6860 4866 (分机) 8595

ling.han@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300208060270

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	28	15	32	n.a
相对新华富时	51	22	46	n.a
A50 指数 (%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	94
流通股(%)	78.18
流通股市值(人民币 百万)	2,939.60
3个月日均交易额(人民币 百万)	90
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
杨泽文	21.82

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

我们近期对公司进行了实地调研,公司的核电 HVAC 产品竞争优势仍然保持,2010 年上半年核电中标市场份额高达 80%以上,目前核电在手订单约 12 亿元,能保证未来核电业务爆发增长。此外地铁通风设备业务也会伴随 5 年内将建成的 89 条地铁线而快速增长。我们调整 2010-2012 年的每股收益分别为 1.08 元、1.66 元和 2.46 元,给予 2011 年 35 倍市盈率,上调目标价至 57.30 元,维持评级为买入。

支撑评级的要点

- 核电 HVAC 的竞争优势仍然保持。截至 5 月份,公司在手未完成核电订单金额高达 12 亿元左右。从 2010 年的已经招标的情况,公司在核岛 HVAC 的市场份额高达 80-85%,市场份额继续提高。
- 地铁通风设备也将爆发增长。未来 5 年我国地铁通风与空气处理设备的市场规模在 60 亿元以上。公司的地铁风机产品有体积小,静压比高、噪声低及防腐性能强等优势。公司在地铁通风设备领域的国内市场占有率为 32.39%,预计 2010 年地铁产品收入会有 100%的增速,之后也能保持 50%以上的年均增长率。
- 为了保证核电、地铁的市场占有率,公司主动及时进行产品结构调整,在公路隧道领域和大型民用与工业建筑类产品生产和销售有所减少和放缓。但在募集资金的产能达产之后,这部分传统业务有望提速发展。

评级面临的主要风险

- 产品质量风险和客户项目工期推迟风险。

估值

- 我们对公司 2010-2012 年的每股收益预测为 1.08 元、1.66 元和 2.46 元。给予公司 2011 年 35 倍市盈率,目标价格由 48.90 元上调至 57.30 元,维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	202	286	536	755	1079
变动(%)	39.3	41.8	87.2	41.0	42.9
净利润(人民币 百万)	31	48	102	156	231
变动(%)	42.3	49.4	92.3	52.0	50.7
全面摊薄每股收益(人民币)	0.32	0.51	1.08	1.66	2.46
变动(%)	63.1	58.5	109.9	53.2	48.6
先前每股收益(人民币)	-	-	1.09	1.75	N.A
调整幅度(%)	-	-	(0.8)	(5.4)	N.A
市盈率(倍)	153.9	97.1	46.3	30.2	20.3
每股现金流量(人民币)	0.33	0.26	0.46	1.91	1.95
价格/每股现金流量(倍)	149.63	189.51	107.91	26.15	25.66
企业价值/息税折旧前利润(倍)	89.4	69.2	36.5	24.3	16.5
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.32	0.50	0.74
股息率(%)	0.00	0.00	0.65	0.99	1.48

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

核电 HVAC 的竞争优势仍然保持

在手核电 HVAC 订单超过 12 亿元。截至 2010 年 5 月，公司的在手未完成核电 HVAC 订单包括辽宁红沿河核电一期工程 1-4 号机组(4*100 万千瓦)、福建宁德核电站工程 1-4 号机组(4*100 万千瓦)、阳江核电站一期 1-6 号机组(6*100 万千瓦)、及台山 1-2 号机组(2*175 万千瓦), 广西防城港核电站 1、2 号机组(2*100 万千瓦), 在手未完成订单金额高达 12 亿元左右。大量订单在手，为公司未来几年核电收入爆发增长奠定了坚实基础。

2010 年 1-5 月核岛 HVAC 市场占有率达到 80-85%。2009 年之前，公司在国内核电站核岛 HVAC 系统设备的市场占有率为 72.44%，其中在核电站百万千瓦级及以上机组核岛 HVAC 系统设备的市场占有率为 77.50%。从 2010 年的已经招标的情况来看，公司在核岛 HVAC 的市场份额高达 80-85%，市场龙头地位进一步巩固。我们在之前报告中总结过公司核电 HVAC 产品有如下优势：1) 核电资质和技术优势；2) 先发优势；3) 核电项目集中开工、捆绑招标以及分期建设有利于强者恒强。目前中广核的项目基本上都采用总承包招标的模式，南风股份是我国唯一具有核电站核岛 HVAC 总承包经验的供应商，所以总承包模式招标特别有利于南风保持市场份额。中核集团日前没有采用总承包的形式，可能以分成若干小包的形式招标。我们预计南风股份在中核项目的市场份额会较低，但也能在 50% 左右。

核电产品价格比较稳定, 利润率将提高。目前公司签的核电定单价格基本没有下降，我们认为随着未来批量的迅速加大，及前期研发等费用已经发生，我们认为未来几年公司的核电产品的毛利率和净利率会明显提升。

图表 2. 核电 HVAC 产品盈利预测

核电 HVAC	2009	2010E	2011E	2012E
新接订单 (亿元) (含税)	5	9	9	9
年底在手订单 (亿元) (含税)	8	13	17	18
实现收入 (亿元)	1.6	3.0	4.4	6.6
毛利率 (%)	35.9	37.0	39.0	40.0
净利率 (%)	18.0	18.5	19.5	20.0
贡献每股收益 (元)	0.30	0.58	0.92	1.41

资料来源：公司数据及中银国际研究

地铁通风设备将快速增长

地铁通风与空气处理设备约占地铁项目总投资额的 8%，即平均每公里金额为 250-300 万元。根据国家规划，至 2016 年我国将新建轨道交通线路 89 条，总建设里程为 2,500 公里。据此测算，未来 5 年地铁通风与空气处理设备的市场规模在 60 亿元以上。

公司的地铁风机产品和同行比有以下优势：1、体积小，静压比高。公司地铁叶片叶型是平直的，比其他厂家的静压比高，叶片体积小，从而使土建房直径比其他厂家少 8 米-10 米，光土建就能省 200-300 万的投资。3、噪声低。公司的技术是变环量技术，噪声比同类产品低 3-5 个分贝。4、结构简单，是轻型结构，一个叶片比别人低 1 吨左右。叶片是镀锌的，比同类产品喷漆的防腐性能好很多。

在地铁领域，公司的竞争对手主要包括：浙江上风实业股份有限公司、浙江金盾风机风冷设备有限公司、江苏中联风能机械有限公司、江苏亿利达风机有限公司、上虞市专用风机有限公司。截至 2009 年 6 月 30 日，公司在地铁通风设备领域的国内市场占有率为 32.39%，居地铁通风设备领域前两位。

公司 2009 年地铁通风与空气处理设备收入仅为 4,000 万元，我们认为 2010 年地铁产品收入会在 8,000 万元以上，之后也能保持 50%以上的年均增长率。

风电叶片为新利润增长点

公司的风电叶片虽然进入较晚，但公司在叶片设计上具有深厚的技术积累，其叶片的设计以及模具都是自己开发制作。公司在风电叶片领域目前已成功研发、制造出 1.0MW 风电叶片，进一步开发出 1.5~3.0MW 叶片。公司目前的整机客户是武汉国测诺德，已和其签了约 1.5 亿元的合同，用于其 2010 年交货的两叶片 1.0MW 整机。武汉国测诺德是湖北武汉市重点支持的风电整机厂家，已经美国上市，有一定的实力。除了武汉国测诺德外，公司也在考虑开发其他整机客户，以及和国有企业合作，不断拓展的叶片销售市场将为公司带来增长的收益。

其他通风设备业务稳步发展

在公司产能不足的矛盾日益突出的情况下，为了保证核电、地铁的市场占有率，公司主动及时进行产品结构调整，在公路隧道领域和大型民用与工业建筑类产品生产和销售有所减少和放缓。我们认为在募集资金的产能达产之后，公司这部分传统业务也会提速发展。

募集资金将提前达产

公司目前已经征了 400 亩地，公司募集资金项目原计划 2011 年底建成，目前来看公司的建设进度较计划来的快，预计 2011 年三季度可以建成投产，2012 年产能将大规模增长。

盈利预测及假设

我们对公司主要产品收入，毛利率和费用的盈利预测如下图所示：

图表 3. 盈利预测假设

(百万元)		2008	2009	2010E	2011E	2012E
核电类	营业收入	84	155	295	443	664
	同比增长(%)	296.5	84.2	90.0	50.0	50.0
	毛利率(%)	35.6	35.9	37.0	39.0	40.0
大型民用与工业建筑类	营业收入	69.9	66.9	76.9	92.3	110.7
	同比增长(%)	(9.2)	(4.3)	15.0	20.0	20.0
	毛利率(%)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
公路隧道类	营业收入	30	21	24	27	31
	同比增长(%)	(35.8)	(30.9)	15.0	15.0	15.0
	毛利率(%)	35.1	34.8	34.0	33.0	33.0
地铁类	营业收入	40	80	120	180	1
	同比增长(%)	124.4	100.0	50.0	50.0	(99.4)
	毛利率(%)	33.3	33.7	33.0	33.0	33.0
风电叶片类	营业收入	0	3	50	55	61
	同比增长(%)			1362.8	10.0	10.0
	毛利率(%)		19.0	19.2	19.2	19.2
合计	营业收入	202	286	536	755	1079
	同比增长(%)	39.3	41.8	87.2	41.0	42.9
毛利率合计	(%)	25.7	27.8	30.3	32.2	32.5
营业费用率	(%)	2.6	2.3	2.6	2.6	2.6
管理费用率	(%)	7.3	7.6	7.6	7.6	7.6
财务费用率	(%)	1.9	1.6	(0.4)	(0.7)	(0.4)
实际所得税率	(%)	15.3	13.9	14.5	14.5	14.5

资料来源：公司数据及中银国际研究

估值及定价结论

我们预计公司 2010-2012 年的每股收益为 1.08、1.66 和 2.46 元。公司 2010 年后核电业务占净利润贡献在 60%以上，公司的成长性十分突出，我们这里给予其 2011 年 35 倍市盈率，调高目标价至 57.30 元。

主要风险

产品质量风险。通风与空气处理设备是关系到人员生命安全和舒适度的重要设备。高端产品应用领域对通风与空气处理设备的性能参数以及运行的可靠性、安全性、耐久性要求非常严格。特别是公司的核岛 HVAC 产品要求非常高，目前公司的核岛产品尚未经过运行的检验。

客户工程项目延期的风险。公司业务主要集中于国家与地区的重点工程与基础建设项目，具有单项合同金额大，项目执行周期长的特点。在合同执行过程中，容易出现因工程项目进度延期，要求公司推迟交货的情况。公司面临一定的客户工程项目延期的风险。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	202	286	536	755	1079
销售成本	(141)	(194)	(361)	(496)	(695)
经营费用	(17)	(26)	(48)	(68)	(95)
息税折旧前利润	44	66	126	192	289
折旧及摊销	(5)	(5)	(11)	(15)	(22)
经营利润(息税前利润)	39	60	115	177	267
净利息收入/(费用)	(38)	(52)	6	10	8
其他收益/(损失)	35	48	(3)	(2)	(2)
税前利润	36	56	119	184	273
所得税	(6)	(8)	(17)	(27)	(40)
少数股东权益	0	0	0	(2)	(2)
净利润	31	48	102	156	231
核心净利润	31	48	102	156	231
每股收益(人民币)	0.32	0.51	1.08	1.66	2.46
核心每股收益(人民币)	0.32	0.51	1.08	1.66	2.46
每股股息(港币)	0.00	0.00	0.00	0.32	0.50
收入增长(%)	39	42	87	41	43
息税前利润增长(%)	48	54	91	53	51
息税折旧前利润增长(%)	42	49	92	52	51
每股收益增长(%)	63	58	110	53	49
核心每股收益增长(%)	63	58	110	53	49

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	36	56	119	184	273
折旧及摊销	5	5	11	15	22
净利息费用	4	4	(2)	(6)	(4)
运营资本变动	(17)	(35)	(30)	(54)	(69)
税金	(6)	(8)	(17)	(27)	(40)
其他经营现金流	2	2	(36)	67	1
经营活动产生的现金流	23	25	44	180	183
购买固定资产净值	(10)	(10)	(60)	(180)	(180)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(3)	2	0	(46)	0
投资活动产生的现金流	(13)	(8)	(60)	(226)	(180)
净增权益	16	0	0	0	0
净增债务	(0)	24	(76)	0	0
支付股息	0	0	0	(30)	(47)
其他融资现金流	(15)	543	0	16	(22)
融资活动产生的现金流	1	568	(76)	(15)	(68)
现金变动	11	585	(92)	(61)	(65)
期初现金	54	60	626	533	471
公司自由现金流	12	19	(8)	(37)	12
权益自由现金流	(28)	(11)	(86)	(37)	11

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	60	626	533	471	406
应收帐款	61	98	171	241	344
库存	39	54	114	156	219
其他流动资产	5	5	57	85	125
流动资产总计	165	783	875	953	1094
固定资产	55	55	107	224	383
无形资产	13	18	18	18	18
其他长期资产	0	0	3	2	0
长期资产总计	69	74	128	244	401
总资产	234	857	1003	1197	1495
应付帐款	37	55	198	272	381
短期债务	12	53	0	0	0
其他流动负债	47	53	38	48	73
流动负债总计	95	161	236	320	453
长期借款	23	6	6	6	6
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	70	94	94	94	94
储备	46	596	667	776	938
股东权益	116	690	761	870	1032
少数股东权益	0	0	0	2	4
总负债及权益	234	857	1003	1197	1495
每股帐面价值(人民币)	1.65	7.34	8.09	9.25	10.98
每股有形资产(人民币)	1.51	7.15	7.90	9.06	10.78
每股净负债(现金)	(0.37)	(6.03)	(5.61)	(4.95)	(4.26)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	21.7	22.9	23.5	25.4	26.8
息税前利润率	19.5	21.1	21.6	23.4	24.7
税前利润率	17.9	19.6	22.2	24.4	25.3
净利率	15.1	16.9	19.0	20.6	21.4
流动性(倍)					
流动比率	1.7	4.9	3.7	3.0	2.4
利息覆盖率	1.0	1.1	66.1	420.8	634.6
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.3	4.5	3.2	2.5	1.9
估值(倍)					
市盈率	153.9	97.1	46.3	30.2	20.3
核心业务市盈率	153.9	97.1	46.3	30.2	20.3
目标价对应核心业务市盈率	176.3	111.3	53.0	34.6	23.3
回报率					
市净率	30.3	6.8	6.2	5.4	4.6
价格/现金流	149.6	189.5	107.9	26.2	25.7
企业价值/息税折旧前利润	80.1	63.8	33.4	22.4	15.2
周转率					
存货周转天数	102.0	101.9	115.0	115.0	115.0
应收帐款周转天数	109.4	125.4	116.5	116.5	116.5
应付帐款周转天数	66.1	76.1	115.0	115.0	115.0
回报率(%)					
股息支付率	0.0	0.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率	26.4	7.0	14.0	19.1	24.3
资产收益率	14.3	6.1	10.6	13.7	16.9
已运用资本收益率	27.6	8.4	16.3	22.7	28.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1% 的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员。中银国际集团在过去 12 个月内与中国电力存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 5 月 27 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371