

机械行业

李勤

执业证书编号: S0960200010107

010-63222909

liqin@cjis.cn

南风股份

300004

推荐

核电通风设备持续增强

投资要点:

- **核电通风系统产品先发优势地位明显** 在国内风机企业中率先进入门槛极高的核电通风系统领域。国家对核安全设备的设计和制造活动施行严格的许可证管理制度。公司在国内首先拿到核电通风系统的许可及各类设备制造的证书,公司是第一个掌握百万千瓦级压水堆核电站核岛采暖通风与空调系统(HVAC)的生产企业,同时已经在岭澳、宁德等核电系统有着优良的供货记录,具备了很强的先发优势。
- **核电订单如期而至** 公司核电收入占公司总收入的55%,核电订单在公司未来发展中起支柱作用。2010年上半年连获2个订单,总金额6.9亿。其中2/3属于核岛订单。公司在募集项目投产后,可以维持11-12个反应堆的产能,随着中国的核电建设进入快速增长期,公司未来核电业务增长可期。
- **与合作方关系稳固** 公司与中国核电巨头中广核及中核的下属工程公司建立了良好的合作关系。核电业主与总承包商派员常驻公司监督检查公司产品的几乎每一道生产工序,其他后来者,在核电、特别是核岛通风系统要挤入行业存在相当大的困难。随着总包方式优越性的逐渐体现,南风股份作为国内唯一具有核电站核岛HVAC设备总承包经验的供应商,未来市场获得订单能力还将得到加强。
- **地铁及隧道领域空间广大** 公司地铁领域通风与空气处理设备已经成功应用于广州地铁及深圳地铁,未来中国地铁通风系统市场可达12-15亿/年,而公司09年地铁方向收入仅4000万,扩展空间很大。铁路隧道通风系统随着未来西部高铁建设拉开序幕也将进入快速发展时期。公司目前主要力量集中于核电,轨道交通的通风设备,对公路隧道类和工业类通风系统有选择地取舍,继续保持制造能力,使之成为公司业务蓄水池,缓冲区。
- **风电叶片方向成为远期发展方向** 公司目前选择独特的两叶片风电技术,成本比常规的三叶片风电低20-30%,但能量转换效率却不低。公司长期目标是海上风力发电市场,但短期内公司业务目标是打开市场
- **估值与投资建议** 我们预计10、11、12年南风股份EPS可达到0.93,1.42,1.83元/股,按2012年35倍PE估值,合理价值60.00,

6-12个月目标价: 60.00元

当前股价: 51.61元

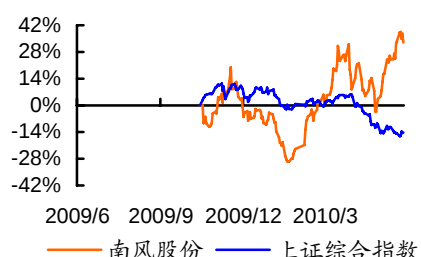
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2569.94
总股本(百万)	94
流通股本(百万)	24
流通市值(亿)	12
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	7.34
资产负债率	19.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
南风股份	22.44	24.30	36.53
上证综合指数	-2.93	-15.78	-20.86



相关报告

《创业板公司研究-南风股份-高端通风设备的领先者》2009-10-29

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	286	432	677	863
同比(%)	42%	51%	57%	27%
归属母公司净利润(百万元)	48	88	134	172
同比(%)	58%	81%	52%	29%
毛利率(%)	32.2%	33.9%	34.6%	34.9%
ROE(%)	7.0%	11.4%	14.9%	16.3%
每股收益(元)	0.51	0.93	1.42	1.83
P/E	103.89	57.35	37.64	29.20
P/B	7.29	6.55	5.61	4.76
EV/EBITDA	68	41	24	18

资料来源: 中投证券研究所

1. 核电通风系统领先一步

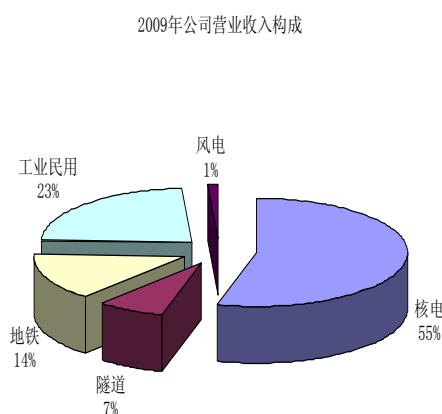
公司主营通风系统，在国内风机企业中率先进入门槛极高的核电通风系统领域。

公司在国内核电站核岛 HVAC（Heating, Ventilation and Air Conditioning）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%，公司是国内唯一的产品线涵盖核电领域 HVAC 设备所有品种和唯一具有核电站核岛 HVAC 设备总承包经验的供应商

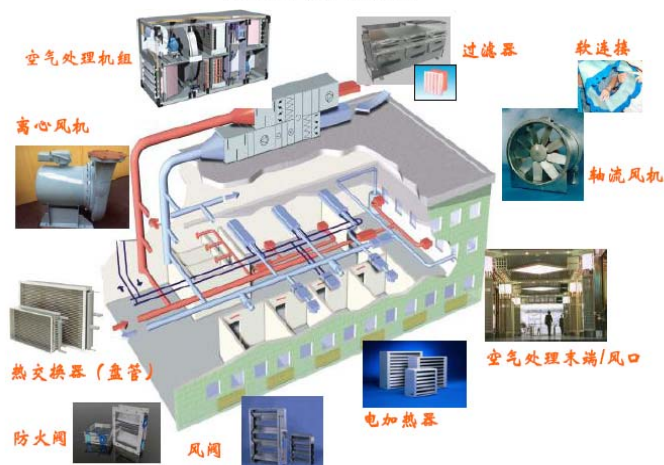
通风系统主要包括：离心风机、轴流风机、防火阀、风阀、电加热器、空气处理末端/风口、电加热器、过滤器等多项设备产品，是一个系统工程。在每个通风系统，公司自产设备占 85%，除智能主机、水泵外都能自主生产，约 10%的设备需要外购或转包。

公司已经获得核电站核岛 HVAC 设备的相关证书和多次供货业绩，在核岛通风设备领域走在国内同行前面，占据了先发地位，难以撼动。

图表 1、2009 年公司营业收入构成



图表 2、通风系统图列



资料来源：中投证券研究所

国家对核安全设备的设计和制造活动施行严格的许可证管理制度。2007 年 7 月，国务院颁布《民用核安全设备监督管理条例》，规定核电 HVAC 设备中的核级风机与核级阀门属于核安全设备，其设计、制造、安装和无损检验单位应当申请领取许可证。申请领取许可证的单位需满足：

- 应当具备有与拟从事活动相关或者相近的工作业绩，并且满 5 年以上；
- 有与拟从事活动相适应的、经考核合格的专业技术人员，其中从事民用核安全设备焊接和无损检验活动的专业技术人员应当取得相应的资格证书；
- 有健全的管理制度和完善的质量保证体系，以及符合核安全监督管理规定的质量保证大纲。

为了保证核电安全，国家核安全局颁布了一系列法规，对核电 HVAC 设备的生产、产品检测检验、产品质量保证等做出严格的要求，并规定从事核电核级设备焊接活动的焊接操作工必须参加专门考核并取得核级资格证书。核级焊工、核级设备检验检测人员等专业技术人员的培养需要企业投入较高的成本和较长的时间。技术和专业人才形成了高端产品应用领域较高的进入壁垒。

核电站业主作为核电安全责任的最终承担者，要求核电设备供应商必须建立完善的核电质量保证体系，列入名单的供应商必须具备相应的资格证书，拥有类似工程的供货业绩等。其中供货业绩是核电站业主选择供货商的重要依据。

2、核电订单充足，与合作方关系稳固

公司的核电系统通风系统具有良好的供货业绩，与中广核、中核等核电工程总承包商建立了良好的合作关系，2010 年公司与中核工程有限公司组成联合投标体连续中标中广核工程有限公司承建的台山、阳江、防城港核电建设项目。共 6.8 亿元。其中台山建设 4 台压水堆核电机组，一次规划，分期建设，一期建设 2 台机组，其所采用的 EPR 第三代核电机组，是当前国内所采用的最新核电技术，其单机容量为 175 万千瓦，为目前世界上单机容量最大的核电机组。目前公司所有通风设备（包括铁路、公路隧道等）手持订单量预计在 11 亿以上。

1 个百万千瓦级反应堆核电通风系统造价约 1 个亿，其中核岛约 7000 万，在未来中国核电快速发展 10 年中，核电通风系统将给南风股份公司带来长期发展的空间。

在 2010 年公司中标的两项工程中，与公司的合作投标的是中国核工业集团下属的中国核电工程有限公司，而发标者是中国广东核电集团公司下属的中广核工程公司。南风股份已经和两大核电建设集团都建立了良好的合作与信任关系。

核电是安全性要求极高的工程项目，核电项目的业主、工程总承包商、共同合作方对建设项目首先关注的是质量、可靠性、安全性，并非价格。因此其他后来者在价格上如果不是低到足够吸引力，难以获得业主、工程总承包商、合作方的同意。核电项目业主、工程总包商在工程建设过程中将对供货商、投标方进行全面的、技术、工艺评审，制定详细的批次计划、调试、验货计划，并派员常驻供货方，对整个生产过程进行检查、验收。所有这些生产、检查过程需要多方熟练参与，良性互动，此种长期合作交流关系是小幅降价难以撼动的。

南风股份目前已在核电通风设备方面占据领先地位。公司业务主要集中于低压方面的核电及隧道领域通风系统。国内通风、鼓风机、压缩机业务的龙头企业陕鼓、沈鼓主要专注于面向钢铁、石化、冶金等行业的高压领域，两者在技术上并不能互换，核电通风领域对于陕鼓、沈鼓来说市场规模相对较小，前期投入有很大，因此陕鼓、沈鼓目前还没有进入此领域；其他中小鼓风机行业在技术上难以构成对公司的威胁，目前南风股份在核电常规岛领域还能遇到上风高科等国内竞争企业，在核岛通风设备方面目前还暂时无国内竞争企业。

中广核目前越来越倾向于采取系统总包的管理模式，这样效率高，权责分明，而系统总包方式将进一步提高南风股份的竞争优势：

- 南风公司是国内唯一的产品线涵盖核电领域 HVAC 所有品种的专业生产企业。
- 南风股份是国内唯一具有核电站核岛 HVAC 总承包经验的供应商。
- 南风股份为国内通风与空气处理行业唯一一家获得国家核安全局颁发的核级风机产品的设计制造许可证的企业。

图表 3：规划中的核电机组情况

省份	项目名称	装机容量（万千瓦）	备注
浙江	三门（健跳）	4*100	一期工程已批准，后期厂址规划已完成
	三门扩塘山	4*100	已完成复核
江苏	田湾二期	4*100	已完成复核
广东	阳江二期	4*100	一期工程已批准，后期厂址规划已完成
	台山腰古	6*100	已完成复核
广西	白龙防城港	4*100	已完成初步审查
福建	福建福清二期	4*100	已完成复核
	福建宁德二期	2*100	已完成复核
湖北	咸宁大畈	2*100	正在筹建
湖南	湖南桃花江项目	2*100	正在筹建
辽宁	红沿河二期	2*100	一期工程已批准，后期厂址规划已完成
山东	海阳二期	2*100	已完成复核
合计		4,000	

资料来源：公司公告、核电中长期规划

3、核电站通风系统结构复杂，安全性要求高

压水堆核电站由核岛、常规岛和配套设施 (BOP) 三部分组成：

1. 反应堆及其有关的一回路主辅系统和设备部分以及所在的建筑物，称核岛；
2. 汽轮发电机组及其有关的二回路系统和设备部分以及所在的建筑物，包括循环水系统及其建筑物，又称常规岛；
3. 外围辅助系统（BOP 系统）。

核岛是核电站最为关键、核心、复杂和安全性要求最高的部分。

核岛系统主要由以下几部分组成：

- （1）反应堆及一回路主系统和设备（主管道、反应堆冷却剂泵、蒸汽发生器、稳压器及卸压箱等）；
- （2）一回路主要辅助系统：如化学和容积控制系统 (RCV)、余热排出系统 (RRA)、硼和水补给系统 (REA) 等；
- （3）专设安全设施系统：如安全注入系统 (RIS)、安全壳喷淋系统 (EAS)

等；

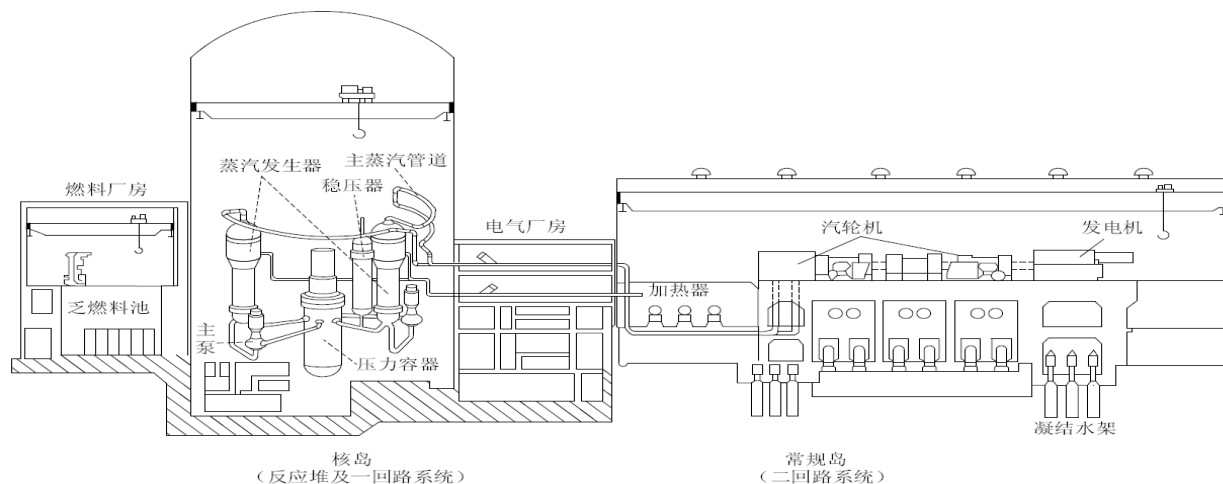
(4) 通风系统：如安全壳换气通风系统（EBA）、大气监测系统（ETY）等；

(5) 三废系统：如废液处理系统（TEU）、硼回收系统（TEP）等；

(6) 核岛电气系统；

(7) 核燃料装卸贮存和工艺运输系统，只在核燃料换料和接收新燃料时系统才运作。

图表 4：压水堆核电站示意图



资料来源：公司公告

核岛通风空调系统是一个极为复杂的系统工程，包括安全壳内通风空调系统，核燃料储存装卸系统和电气系统的通风空调系统，安全壳内外辅助设备通风空调系统等等。

安全壳内通风空调系统是核岛通风系统中最为重要、关键的系统，直接服务于核岛一回路的运行。包括 EBA (安全壳换气通风系统)、EVF (安全壳净化系统)、EVR (安全壳连续通风系统)、EVC (安全壳堆坑通风系统)、RRM (控制棒驱动机构通风系统)、ETY (安全壳大气监测系统) 等。

EBA (安全壳换气通风系统)

(1) 在反应堆冷停堆期间，维持一个可以接受的环境温度(15℃—35℃)，保证维修人员的正常进入和适当的工作条件。

(2) 在反应堆冷停堆期间，降低裂变气体的浓度，使得人员能以尽可能短的时间持续进入反应堆厂房。

(3) 在机组停堆期间，维持 RPE002BA (含氧废气分离箱) 轻微负压。

该系统属于非安全有关系统，但四条贯穿安全壳的送、排风管上的八个隔离阀必须保证失水事故时安全壳的密封性，其关闭时间小于 3 秒，属核安全级设备。

控制棒驱动机构通风系统 (RRM)

控制棒驱动机构通风系统 (RRM) 设计成能使控制棒驱动机构供电线圈单元和位置指示器的温度维持在可接受范围内, 以便保持它们正常运行。

控制棒驱动机构通风系统 (RRM) 是再循环系统, 从控制棒驱动机构排出的安全壳空气, 在返回安全壳之前是经过冷却盘管 (由 RRI 提供冷却水) 冷却。

在核电站正常功率运行和热停堆期间, RRM 通风系统连续运行。两台风机运行, 每个系列一台运行, 另一台备用。

3、地铁、隧道等项目稳定温和增长

随着我国城市化进程的加快, 大量农村人口涌向城市, 城市的轨道交通建设速度正在加速。地铁是占用土地和空间最少、客运能力最大、运行速度最快、环境污染最小、乘客最安全舒适的理想交通方式。地铁轨道交通建设在我国处于持续上升时期。

迄今为止, 已有 10 个城市开通了 31 条城市轨道交通线, 运营里程达到 835.5 公里。目前有 33 个城市正规划建设地铁, 28 个城市获得批复。2010 年我国将建成地铁 480 公里, 2016 年我国将新建轨道交通线路 89 条, 总建设里程为 2500 公里, 投资规模达 9937.3 亿元, 2020 年总里程将达 6100 公里。2010 至 2015 年地铁建设投资规划额将达 11568 亿元。地铁通风与空气处理设备约占地铁项目总投资额的 8%, 平均每公里金额为 250-300 万元, 按未来平均每年 500 公里建设量计算, 地铁通风与空气设备的市场容量达到 12.5-15 亿。而公司 09 年地铁类通风设备的营业收入仅 3900 万, 可以公司在地铁领域还有很大的增长空间。

图表 6:、南风股份供应国内的地鐵项目

线路名称	公司中标线路公里数	合同签订年份
广州地铁二号线	23.265	2000 年
广州地铁三号线	36.33	2003 年
广州地铁四号线大学城专线	14.11	2004 年
广州地铁四号线 (除大学城专线)	32.42	2006 年
广州地铁五号线	32	2006 年
广州地铁二号线延长线及八号线	34.5	2007 年
天津地铁 3 号线	28.4	2007 年
深圳地铁 3 号线	32.9	2007 年
成都地铁 1 号线一期	31.6	2008 年
珠江三角洲城际轨道交通广州至佛山段	32.16	2009 年

资料来源: 公司公告

我国正处于铁路和高速铁路建设快速发展时期, 高速客运铁路专线隧道和内燃机车铁路隧道对通风与空气处理系统有大量需求。为了防灾、改善乘务人员及旅客乘坐环境和隧道施工人员的工作环境, 我国已经要求高速客运铁路隧道必须安装通风与空气处理系统。高速铁路对线路要求较高, 要求路线较直。

隧道比例较长以 2008 年 10 月动工的贵广铁路为例，铁路全长 857 公里，设计时速 200 公里，设计工期为 6 年，投资估算总额 858 亿元。全线将建 216 座隧道，隧道占线路全长的 53.9%。

随着京沪、哈大、石武、武广等东部地区高速铁路的快速建设和接近完工。西部、西南部的高速铁路建设高潮逐渐逼近，我们预计在 2013 年后铁路隧道对隧道通风设备的需求将迎来较快增长期。

建筑通风设备和公路隧道通风设备在公司的业务发展过程中曾起到起步和升级推动作用，随着公司在核电通风空调系统，地铁通风系统的发展，公司的业务重心向更高端转移，公路通风设备、建筑通风设备在公司业务地位有所下降。由于产能的限制，公司将首先满足核电、地铁、铁路方面的需求，对建筑和公路方面的订单有选择、有区别地放弃一部分，但公司基于长期稳定发展的考虑，仍将保留一部分这方面的业务，建筑及公路隧道业务将成为公司通风设备业务的蓄水池、缓冲区。

6. 风电叶片是远期发展方向

风力发电叶片是近几年公司重点拓展的新的业务领域，公司非常看好这一新的业务领域。风力发电叶片具有较高的技术壁垒。公司对于发展风力发电叶片业务具有较强的信心。

公司目前选择的独树一帜的两叶片风电技术，成本比常规的三叶片风电低 20-30%，但能量转换效率却不低。公司目标是海上风力发电市场，但短期内公司业务目标是打开市场，2010 年上半年已经获得首批订单。预计风电叶片未来将是公司远期的业务拓展方向。

8. 公司盈利预测及估值

公司专注于核电、地铁等高端领域，主要是因为核电、地铁类技术含量较高，毛利水平较高，发展空间较大。核电、地铁、隧道类通风设备的毛利率都在 36%左右，而民用及工业设备毛利率水平约在 20%左右，公司未来将继续向高端设备倾斜，提升高端设备的营业额和比重。公司总体毛利率水平还将有进一步提高。

预计未来核电领域订单继续稳定高速增长，地铁、铁路项目开始启动，公路隧道、民用建筑通风系统有选择地取舍，保持制造能力。

我们预计公司 10、11、12 年盈利水平可到 0.93, 1.42, 1.83 元/股。按 12 年 35PE 估值，合理价值约 60 元/股

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011	2012
流动资产	783	860	995	1100	营业收入	286	432	677	863
现金	626	626	626	626	营业成本	194	286	443	562
应收账款	98	138	222	289	营业税金及附加	2	3	4	6
其它应收款	1	4	4	5	营业费用	7	10	15	19
预付账款	4	10	13	16	管理费用	22	33	50	61
存货	54	83	129	163	财务费用	5	-4	8	13
其他	0	1	2	1	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	74	363	540	708	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	55	345	522	689	营业利润	56	103	156	201
无形资产	18	18	18	18	营业外收入	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	857	1223	1535	1808	利润总额	56	103	156	201
流动负债	161	470	668	795	所得税	8	15	22	29
短期借款	53	316	448	524	净利润	48	88	134	172
应付账款	40	75	111	137	少数股东损益	0	0	0	0
其他	67	79	109	134	归属母公司净利润	48	88	134	172
非流动负债	6	-14	-33	-52	EBITDA	66	109	186	247
长期借款	6	-14	-33	-52	EPS (元)	0.51	0.93	1.42	1.83
其他	0	0	0	-0					
负债合计	167	455	635	743	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010	2011	2012
股本	94	94	94	94	成长能力				
资本公积	523	523	523	523	营业收入	41.8	51.0	56.8	27.5
留存收益	72	151	283	448	营业利润	57.1	83.8	51.8	29.1
归属母公司股东权益	690	768	900	1065	归属于母公司净利润	58.5	81.2	52.4	28.9
负债和股东权益	857	1223	1535	1808	获利能力				
现金流量表					毛利率	32.2	33.9	34.6	34.9
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	净利率	16.9	20.3	19.7	19.9
经营活动现金流	25	67	97	169	ROE	7.0%	11.4%	14.9	16.3
净利润	48	88	138	177	ROIC	35.6	18.3	19.8	19.8
折旧摊销	6	10	23	33	偿债能力				
财务费用	5	-4	8	13	资产负债率	19.5	37.2	41.2	41.2
投资损失	0	0	0	0	净负债比率	49.21	70.43	69.46	67.04
营运资金变动	-35	-26	-74	-56	流动比率	4.86	1.83	1.49	1.37
其它	1	-1	2	2	速动比率	4.53	1.66	1.30	1.17
投资活动现金流	-8	-300	-200	-200	营运能力				
资本支出	8	300	200	200	总资产周转率	0.52	0.42	0.49	0.52
长期投资	0	0	0	0	应收账款周转率	4	4	4	3
其他	0	0	0	0	应付账款周转率	5.07	4.94	4.85	4.66
筹资活动现金流	568	233	103	31	每股指标 (元)				
短期借款	41	263	133	76	每股收益(最新摊薄)	0.51	0.93	1.42	1.83
长期借款	-17	-20	-19	-19	每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	0.72	1.04	1.76
普通股增加	24	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.34	8.17	9.53	11.24
资本公积增加	502	0	0	0	估值比率				
其他	18	-10	-11	-26	P/E	103.8	57.35	37.64	29.20
现金净增加额	585	0	0	0	P/B	7.29	6.55	5.61	4.76
					EV/EBITDA	68	41	24	18

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李勤, 中投证券研究所机械行业分析师, 工学学士、经济学硕士, 9 年证券行业从业经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434