

南风股份 (300004) 公司点评

业绩下滑符合预期，核电业务迎业绩拐点

投资评级：买入（维持）

投资要点

■ 2015年核电风机销售下滑致母公司业绩下滑

公司2015年营收8.2亿，同比+0.2%，归母净利0.44亿，同比-59.1%，其中，母公司实现营收2.2亿，同比-39.8%，净利润-0.85亿。公司利润下滑主要原因是：母公司核电风机订单减少，高毛利率产品销量下滑+母公司借款带来财务费用增加。**2016年Q1营收2亿元，同比+30%；归母净利0.17亿元，同比+47%，业绩拐点初现端倪。**

■ 子公司并表增厚业绩，母公司核电业务2016年迎来业绩拐点

公司产品为通风与空气处理设备、特种材料及能源工程管件装备，营收分别为2.16/6.03亿，同比-39.75%/+31.43%，通风与空气处理设备业务下滑是因为下游国内核电开工大幅降低及受国家核安全局行政处罚导致核电订单执行放缓，特种材料及能源工程管件装备业务上升是因为与子公司中兴装备并表（**2015年中兴收入6亿元，净利润1.5亿元，完成业绩承诺**），且子公司中兴装备受益于下游新能源行业利好订单增加；分行业看，石化、核电、煤化工、工业与民用、新兴化工、地铁、隧道行业营收分别为2.2/1.8/0.96/0.81/0.37/0.15亿元，同比变化分别为-15.8%/-29.36%/+252.5%/-12.2%/-12.3%/+29.6%/+18.6%，煤化工行业营收增加是因为子公司中兴装备与中海油、中石化等五家油气公司签订无缝钢管采购合同。核电业绩下滑是因为核电订单执行放缓，但随着公司核电资质恢复（2016年3月已与国核签订5020万元订单）核电业务将迎来收入拐点。公司海外营收1693万，同比+39%。

■ 2015年公司毛利率下滑3pct，三项费用率同比+6.55pct

公司2015年毛利率为36.4%，同比-3pct。分产品看，通风与空气处理设备、特种材料及能源工程管件装备，毛利率分别为21.3%/41.79%，同比-13.32%/-1.3pct，两者毛利率下降原因分别是产销量下滑35%致营收大幅下滑和并表带来营业成本增加。三项费用率为26.01%，同比+6.55pct，销售、管理费用同比+1.5%/+3.61pct，主要是并表所致，财务费用率+1.44pct是因为母公司借款增加。

■ 公司3D打印技术频获中核和国核等核电巨头的认可

公司与国核728院合作研发主蒸汽管道贯穿件，进入国核检验时期。若检验合格，未来将批量生产，不仅实现贯穿件等大型铸锻件的进口替代，而缩短供货周期至3-6个月。2015年10月公司与中核的核动力院合作，签订了《ACP100压力容器电熔增材制造技术服务合同》。之后公司又与中核工程合作，证明了南方增材的3D打印技术得到三大核工业集团的认可，重型金属3D打印核级应用成熟在即。

■ 民用核安全资质恢复，2016年业绩有望大幅提升

公司民用核安全设备资质已顺利续证，2016年收入增速将显著高于2015年，近10个月的停产对业绩拖累严重。当前是收入利润双低点，未来业绩弹性大。2015年12月南方增材董事，北航王华明教授当选中国工程院院士，将长期推动重型金属3D打印产业化项目。

■ 盈利预测

我们判断公司在核电领域布局将有望超预期，预计2016年将迎来业绩拐点。鉴于重型金属3D打印技术产业化项目广阔的应用前景及中兴装备优良资产的强获利能力，预计2016-2018年EPS为0.36、0.46、0.60元，对应PE为42、33、25倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示：核电业务产业化低于预期。

2016年4月26日

首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号码：S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业资格证书号码：S0600515110002

13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

联系人 石炯

shijiong@dwzq.com.cn

联系人 毛新宇

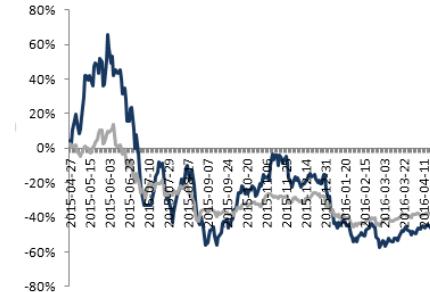
maoxy@dwzq.com.cn

联系人 王皓

wangh@dwzq.com.cn

股价走势

— 南风股份 — 沪深300



市场数据

收盘价(元) 15.45

一年最高价/最低价 13.17/107.98

市净率 2.6

流通A股市值(百万元) 4932.5

基础数据

每股净资产(元) 5.98

资产负债率 20.51

总股本(百万股) 509.22

流通A股(百万股) 319.26

相关研究

公司点评：子公司南方增材与中国核电工程达成合作意向，公司重型金属3D技术再获认可
2015.12.30

公司点评：与中广核运营签署风机备件框架协议，进军核电后市场 2015.12.20

公司点评：子公司1.2亿元参与设立风电公司，长远布局风电能源 2015.11.16

公司点评：与中广核运营签署风机备件框架协议，进军核电后市场 2015.12.20

财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1357.7	1736.8	2062.1	2565.6	营业收入	820.0	992.2	1240.3	1612.4
现金	238.0	311.8	280.8	250.0	营业成本	521.6	580.5	725.6	943.2
应收款项	525.5	679.6	849.5	1104.4	营业税金及附加	8.1	9.9	12.4	16.1
存货	556.7	715.6	894.5	1162.9	营业费用	43.5	39.7	49.6	64.5
其他	37.5	29.8	37.2	48.4	管理费用	146.3	135.2	167.5	215.9
非流动资产	2385.9	2364.1	2299.8	2228.3	财务费用	28.3	17.6	20.9	23.9
长期股权投资	99.6	99.6	99.6	99.6	投资净收益	-0.6	0.0	0.0	0.0
固定资产	1091.7	1076.1	1018.2	952.9	其他	-30.1	6.3	6.3	6.3
无形资产	187.6	181.3	175.0	168.8	营业利润	41.5	215.5	270.5	355.0
其他	1007.0	1007.0	1007.0	1007.0	营业外净收支	7.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	3743.6	4100.9	4361.9	4794.0	利润总额	48.5	215.5	270.5	355.0
流动负债	515.4	743.0	841.2	1059.6	所得税费用	8.7	30.2	37.9	49.7
短期借款	217.0	350.0	350.0	421.0	少数股东损益	-4.7	-0.1	-0.1	-0.2
归属母公司净利润					归属母公司净利润	44.4	185.4	232.8	305.4
应付账款	203.8	318.1	397.6	516.8	EBIT	105.4	233.2	291.5	378.9
其他	94.6	74.9	93.6	121.7	EBITDA	184.1	329.2	404.3	499.8
非流动负债	183.2	183.2	183.2	183.2	重要财务与估值				
长期借款	139.9	139.9	139.9	139.9	指标	2015	2016E	2017E	2018E
其他	43.3	43.3	43.3	43.3	每股收益(元)	0.09	0.36	0.46	0.60
负债总计	698.5	926.1	1024.4	1242.8	每股净资产(元)	5.95	6.20	6.52	6.94
少数股东权益	16.8	16.8	16.6	16.5	发行在外股份(百				
归属母公司股东					万股)	509.2	509.2	509.2	509.2
权益	3028.2	3158.0	3320.9	3534.7	ROIC(%)	2.6%	5.8%	6.9%	8.5%
负债和股东权益总					ROE(%)	1.5%	5.9%	7.0%	8.6%
计	3743.6	4100.9	4361.9	4794.0	现金流量表 (百万元)				
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	35.4%	40.5%	40.5%	40.5%
经营活动现金流	140.2	35.8	87.5	39.1	EBIT Margin(%)	12.9%	23.5%	23.5%	23.5%
投资活动现金流	-152.5	-39.3	-48.6	-49.4	销售净利率(%)	5.4%	18.7%	18.8%	18.9%
筹资活动现金流	-63.9	77.4	-69.8	-20.6	资产负债率(%)	18.7%	22.6%	23.5%	25.9%
现金净增加额	-76.2	73.8	-31.0	-30.8	收入增长率(%)	0.2%	21.0%	25.0%	30.0%
折旧和摊销	78.6	96.1	112.8	120.9	净利润增长率(%)	-59.1%	317.3%	25.5%	31.2%
资本开支	-48.9	-39.3	-48.6	-49.4	P/E	177.02	42.42	33.80	25.76
营运资本变动	3.6	-245.7	-258.0	-387.0	P/B	2.60	2.49	2.37	2.23
企业自由现金流	137.7	11.6	56.9	10.3	EV/EBITDA	46.54	26.71	21.99	18.23

数据来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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、意见及推论不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>