

二次设备领先企业，将受益智能变电站推广

2012年2月8日

推荐/首次

四方股份

调研快报

——四方股份（601126）调研快报

王明德

执业证书编号：S1480511100001

联系人：李根

010-66554021

ligen@dxzq.net.cn

事件：

近日到四方股份进行了调研，并就公司的未来发展经营情况与公司进行了沟通交流，现将主要观点汇总如下：

一、智能变电站扫清最大发展障碍，2012年有望呈现快速发展态势

“十二五”期间将新建和改造智能变电站6100座，2012年有望迎来大规模推广时期。根据国网规划，2011年起，智能电网进入全面建设阶段，2011年9月28日，国家电网公司总经理刘振亚在智能电网国际论坛上表示，“十二五”期间我国将建设110千伏及以上智能变电站6100座。从国网变电站建设数量来看，每年110千伏及以上变电站建设数量约1000多座，考虑到部分改造需求，国网如果要完成6100座智能变电站新建和改造任务的话，我们预计2012年将迎来智能变电站大规模推广时期。

智能变电站标准基本明确，扫清最大发展障碍。近年来，制约智能变电站大规模推广的最核心因素是智能变电站的建设标准不统一。各地智能变电站项目招标的技术标准存在较大差异，这给二次设备企业的设计、生产、调试工作带来很大难度。原来传统的变电站一个工程师几天就可以调试完成，但试点期的智能变电站有时需要研发人员过去调试，且调试时间可能呈十几倍的增长，成本太高。由于各个站的差异很大，项目调试人员也没法进行有效培训，智能变电站的推广进程受到很大影响。

目前，智能变电站的技术标准已经基本统一。2011年初，国家电网发布了《国家电网公司2011年新建变电站设计补充规定》，要求从2011年起所有交流110（66）千伏及以上变电站新建工程均按智能变电站标准设计；2011年4月15日，国家电网基建部发布了《智能变电站优化集成设计建设指导意见》，明确了智能变电站属性定位、技术路线、建设要求，突出了优化资源配置、信息共享、设备创新等要求。未来，智能变电站将严格执行通用设计原则，标准的统一为智能变电站的大规模推广奠定了坚实的基础。

2011年8月12日，国家电网召开智能变电站建设现场会，会议旨在加快智能输变电工程建设，完善智能输变电工程建设标准体系。2011年，国网公司第五批、第六批二次设备集中招标中，智能变电站已经开始批量进行招标。我们认为，标准体系的确定有利于二次设备公司开展设计、生产、调试等工作，智能变电站已经具备了全面推广的基础，预计2012年智能变电站将呈现快速发展态势。

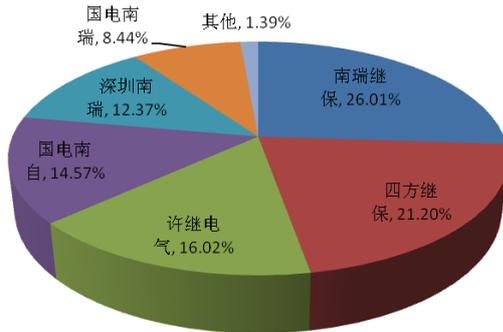
二、公司是二次设备领先企业，有望受益智能变电站推广

公司在国网集中招标中市场占有率排名第二，在南网招标中竞争力更强。目前，国内从事继电保护及变电站自动化系统等二次设备制造的主要供应商除公司外，还有南瑞继保、国电南自、许继电气、国电南瑞以及深圳南瑞等其他厂商。根据2009年国网集中招标数据，公司市场占有率达到21.20%，排名第二，南瑞继保以26.01%排名第一。从目前的市场格局看，公司在国网集中招标领域持续保持第二，市场份额相对稳定。

2011年，南方电网对二次设备开展了一次集中招标，公司大获全胜，中标了17个包中的14个。受南网高

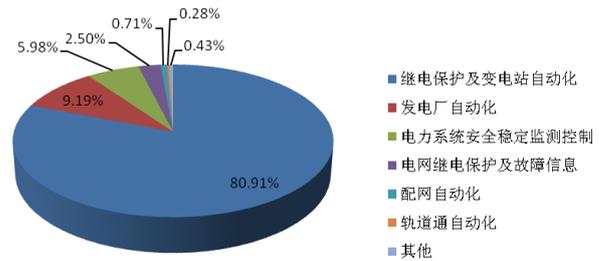
层人事调动影响，2011 年南网仅针对二次设备进行了一次集中招标，我们预计，国网作为行业标杆企业，招标投标模式必将引领行业发展，南网针对二次设备的集中招标是未来趋势，公司有望充分受益。

图 1：2009 年国网集中招标各公司二次设备市场占有率



资料来源：公司招股说明书，东兴证券整理

图 2：2011 年上半年公司分产品销售收入情况



资料来源：公司公告，东兴证券整理

公司继电保护及变电站自动化产品占比较高，2012 年将受益产品结构升级。继电保护及变电站自动化产品是公司的传统优势产品，2011 年上半年销售收入达 4.81 亿元，占公司销售收入比重达 80.91%。

由于 2011 年智能变电站建设数量较少，大部分新建变电站以传统变电站为主，主要设备技术等级相对较低。在传统变电站中，二次设备投资占比仅为 7%-8%，而在智能变电站中这一数字将增大至 10%以上，设备的技术含量及复杂程度均有所提升。从国网公司 110 千伏及以上变电站建设数量来看，每年建设量大约 1000 多座，因此 2012 年公司继电保护及变电站自动化产品将主要受益于产品结构的提升。随着 2012 年智能变电站的大规模推广，公司继电保护及变电站自动化产品结构将进行较大调整，从而带动公司业绩成长。

三、公司产品线十分丰富，多种产品具备较大发展潜力

发电厂自动化系统发展形势较好，未来将向工业自动化发展。公司发电厂自动化领域产品种类较多，以发电厂电气自动化、发电机组励磁控制系统、发电机组扭振保护控制系统三类产品为主。其中发电厂电气自动化产品的主要竞争对手是金智科技，公司的市场占有率一直名列前茅。发电机组扭振保护控制系统市场规模较小，公司自 2007 年推出该产品后一直占据国内 100%新增市场份额。

公司产品大部分应用于火电厂，也有部分应用于水电厂等其他发电企业。虽然火电厂建设进度放缓，但原有火电企业的自动化程度参差不齐，存量市场规模仍然较大，能够保证公司未来业绩增长。另外，2011 年火电企业资金链十分紧张，给公司发电厂自动化系统业务的拓展带来一定困难。由于公司上市不久，资金相对充裕，能够支持公司拓展该业务。我们认为，公司在火电厂资金最困难的时期为其提供帮助，当火电厂资金压力有所缓解的时候，公司必将获得客户的超额回报。

公司 DCS 系统目前主要应用于电力领域，而工业自动化市场规模是成百、上千亿，任何一个细分行业的市场需求均十分可观。在此背景下，公司着力拓展 DCS 系统的技术研发和市场开拓，首先在电力行业打造品牌并积累经验，时机成熟后将向其他行业拓展。我们认为，公司工业自动化产品在未来具备较强的、并且可持续发展的潜力。

配网自动化系统和轨道交通自动化系统开始贡献业绩，未来有望保持快速发展。农配网建设是近年来我国电网发展的重点，2011 年 5 月，国务院办公厅转发国家发改委通知，要求“十二五”期间实施新一轮农村电

网改造升级工程，而国网公司在 2011 年 7 月召开专项会议，正式全面启动新一轮农网改造升级，预计本轮农网升级改造投入资金将超过 2000 亿，相关设备需求量将呈现显著增长。

轨道交通方面，产品种类比较繁杂，包括电力监控系统、环境设备控制系统，以及综合监控系统等一系列产品，其中城市轨道交通综合监控系统技术等级最高，目前主要被外资企业占据。公司目前产品主要生产供电系统自动化产品，并已于 2011 年上半年开始贡献收入，未来将向其他系统领域拓展。

四、盈利预测

公司是二次设备领域的领先企业，在国网集中招标体系中市场占有率持续保持第二。目前，国网公司已经基本确定了智能变电站技术标准，在扫清了最大的推广障碍后，我们预计 2012 年智能变电站将迎来快速发展时期，公司主要产品继电保护及变电站自动化系统将通过产品结构的升级而显著受益。同时，公司产品线丰富，电厂自动化、配电自动化、轨道交通自动化产品均有望贡献业绩增长。

综合考虑以上因素，预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.53 元，0.75 元和 1.03 元，目前股价对应 PE 分别为 29 倍，21 倍和 15 倍，给予公司 2012 年 25 倍市盈率，对应目标价 18.75 元，首次给予推荐评级。

表 1：公司财务预测

指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,347.72	1,683.91	2,170.17	2,743.79
增长率(%)	9.12%	24.95%	28.88%	26.43%
净利润(百万元)	153.46	215.51	304.75	418.05
增长率(%)	20.72%	40.43%	41.41%	37.18%
每股收益(元)	0.377	0.530	0.749	1.028
净资产收益率(%)	6.17%	8.03%	10.33%	12.60%
PE	41.02	29.21	20.66	15.06
PB	2.49	2.35	2.13	1.90

资料来源：东兴证券

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

李根

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业研究。

新能源与电力设备小组简介

弓永峰高级研究员，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，新能源行业高级研究员。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事新能源行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

李根研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（节能环保）研究。

陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车）研究。

侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）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。