

分析师: 符彩霞

执业证书编号: S0050510120007

Tel: 010-59355924

Email: fucx@chinans.com.cn

地址: 北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



四方股份(601126.SH)

变电站自动化专家受益于智能电网建设

机械设备

投资评级

本次评级:	增持
跟踪评级:	未评级
目标价格:	

市场数据

市价(元)	17.95
上市的流通A股(亿股)	1.49
总股本(亿股)	4.07
52周股价最高最低(元)	14.18-26.54
上证指数/深证成指	2439.63/10124.15
2011年股息率	1.11%

52周相对市场表现



相关研究

投资要点

● **电力投资结构调整推动公司经营环境持续向好。**来自国内两大电网公司的订单占公司订单的7成以上,电网投资对公司经营有重大影响。国网计划在十二五期间完成电网投资1.7万亿元,较十一五期间的1.2万亿元增长41.7%。2012年两大电网公司计划完成投资3753亿元,较2011年的3727亿元略有增长。考虑到电力投资向电网倾斜,电网投资向二次设备倾斜的客观趋势,预计未来国内电力自动化需求增长有望保持在20%左右。

● **2011年公司订单增幅预计超过20%。**2010年公司累计订货17.6亿元,同比增长21.64%。我们预计公司2011年全年新增订单应该超过20%。订单的增长保障了公司未来收入的增长。

● **主导产品受益于智能化变电站建设。**继电保护及变电站自动化系统占公司收入的7成以上,是公司的主导产品。在历年国网公司的招标中,公司继电保护及变电站自动化系统中标率均超过20%,居行业第二。国网公司2011年历次招标中,智能变电站监控系统招标比例逐渐攀升,公司主导产品未来将受益于智能变电站建设,预计年增速在20%以上。

● **配网自动化值得期待。**配网自动化是智能电网建设的重要内容之一,公司获得长沙试点项目,目前配网自动化已接订单几千万,预计未来该业务将逐渐放量。电厂自动化产品线逐渐丰富,其他新产品也在推进之中。

● **评级与估值。**我们认为公司的合理估值区间为20.03元-22.2元,建议增持。风险在于电网投资未达预期,公司新业务推进未达预期。

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1347.72	1698	2208	2870
增长率(%)	9.11	26	30	30
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	153.46	213	301	389
增长率(%)	20.72	38.83	40.84	29.49
毛利率(%)	45.32	45.08	45.22	45.46
净资产收益率(%)	6.17	7.9	10.29	11.76
EPS(元)	0.38	0.52	.7	0.96
P/E(倍)	47.42	34.59	24.56	18.97
P/B(倍)	2.93	2.73	2.53	2.23

来源: 公司年报、民族证券

正文目录

一、电网自动化专家	3
二、电力投资结构调整推动公司经营环境持续向好	3
1、国内电网投资未来有望保持稳定增长	3
2、国内电网投资向自动化、智能化倾斜	4
三、公司 2011 年订单增幅超过 20%	4
四、继电保护及变电站自动化系统将受益于智能电网建设	5
1、主导产品收入稳增、毛利率稳定	5
2、国网公司大力推动智能变电站建设	5
3、主导产品市占率超过 20%	6
五、配网自动化值得期待	6
六、公司盈利预测	6
七、公司估值与投资评级	7
八、公司风险因素	7

图表目录

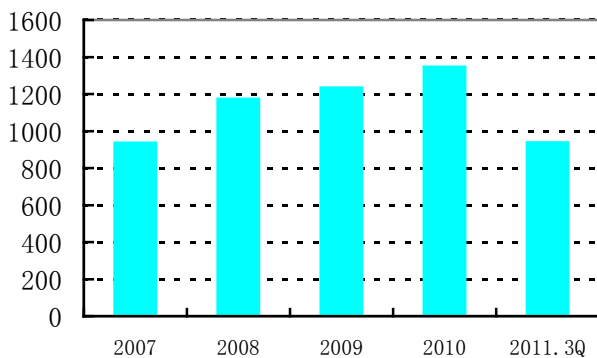
图 1：2007 年—2011 年公司收入（百万元）	3
图 2：2007 年—2011 年公司净利（百万元）	3
图 3：2006—2011 年电网建设投资额（亿元）	4
图 4：2007—2011 年电源建设投资额（亿元）	4
图 5：2006—2010 年新增 220kV 及以上线路（万公里）	4
图 6：2006—2010 年新增 220kV 及以上变电容量（亿 kVA）	4
图 7：2007—2010 年公司继保及变电站系统收入（百万元）	5
图 8：2007—2010 年公司继保及变电站系统毛利率（%）	5
表 1：公司盈利预测表	7
表 2：公司自由现金流预测	7
附录：财务预测表	8

一、电网自动化专家

公司主要从事继电保护、变电站自动化系统、电厂自动化系统等业务，主要用于电力，少量用于石化、铁路、煤炭和冶金等行业。其中继电保护及变电站自动化系统是公司主要业务，2010年该板块实现收入10.33亿元，占公司总收入的76.61%。

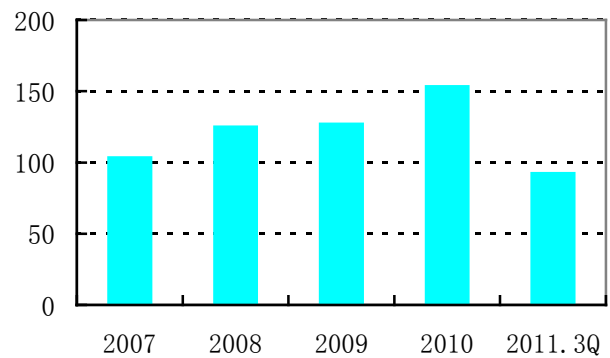
2007年-2009年期间，公司收入、盈利整体呈稳中略增的态势，2010年以来，受下游电网公司投资结构变化、电力自动化投资加大的影响，公司收入、盈利增速加快。2011年前3季度公司实现收入9.39亿元，同比增长26.53%，实现净利9253万元，同比增长31%，详见图1和图2。

图1：2007年—2011年公司收入（百万元）



资料来源：民族证券、WIND 资讯

图2：2007年—2011年公司净利（百万元）



资料来源：民族证券、WIND 资讯

二、电力投资结构调整推动公司经营环境持续向好

公司2011年中报显示，2011年上半年新签合同11.63亿元，其中电网系统新签合同8.32亿元，占71.54%；电厂及工业自动化业务合计新签合同1.19亿元，占10.23%；公共及国际业务累计新签订单2.12亿元，占18.23%。由此可见，电网系统是公司最大的用户，公司产品需求与电网投资规模和投资结构的变化密切相关。

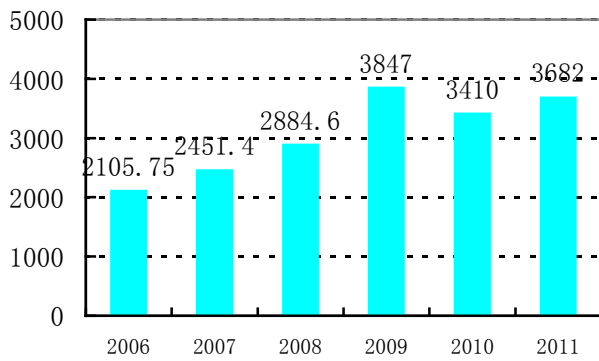
1、国内电网投资未来有望保持稳定增长

据中电联网站数据，在2006年-2009年期间，国内电网建设投资额保持稳步增长，2011年完成建设投资3682亿元，同比增长8%左右，详见图3。根据国网公司公布的十二五投资计划，国网计划在十二五期间完成电网投资1.7万亿元，较十一五期间的1.2万亿元增长41.7%。另据国内两大电网公司公布的2012年投资计划，国网和南网计划2012年分别完成电网基建投资3097亿元和656亿元，合计完成3753亿元，较2011年的3727亿元略有增长，从以往情况来看，两大电网公司最终实际完成的投资额都会超出年初计划。

此外，从电力投资结构来看，在2008年之前，受国内电力建设重发电、轻输配电的影响，电网投资额远不及电源投资，2009年-2011年期间，国内电源建设经过前期的快速发展后进入相对稳定的阶段，年投资额保持在3700亿元左右，年新增电力装机容量稳定在9000万千瓦左右，详见图4，未来电网投资仍存在弥补历史欠账的需要。

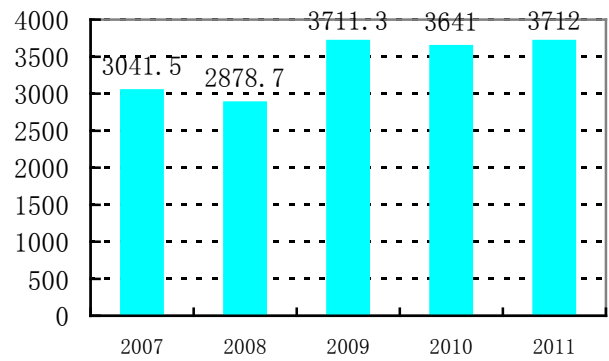
综合上述分析，我们认为十二五期间，国内电网投资有望保持5%-10%的稳定增长。

图 3：2006—2011 年电网建设投资额（亿元）



资料来源：民族证券、中电联网站

图 4：2007—2011 年电源建设投资额（亿元）

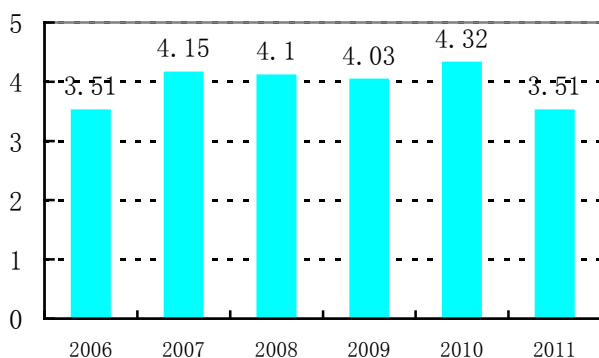


资料来源：民族证券、中电联网站

2、国内电网投资向自动化、智能化倾斜

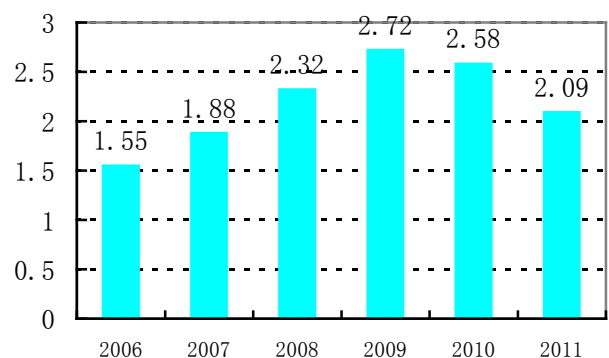
随着国内电力新增装机容量趋于稳定，国内电网用于线路建设的投资也趋于稳定，甚至有所下降。如据中电联数据，国内新增 220kV 及以上线路在 2007 年-2010 年间稳定在 4.1 万公里左右的水平，2011 年下降至 3.51 万公里；新增 220kV 及以上变电容量自 2009 年达到峰值 2.72 亿 kVA 后，近两年持续下降，详见图 5 和图 6。在电网投资整体稳中有增的情况下，输电线路建设投资的下降意味着电网投向其他方面的投资在增长，其中包括电力自动化。事实上，从我们跟踪的电力设备上市公司的情况也可以看出这一趋势，近两年主营一次设备的公司如中国西电、特变电工等经营情况均不太如意，而以自动化为主的国电南瑞、四方股份等公司收入、盈利增长明显。综合考虑，预计未来电力自动化需求增长有望保持在 20% 左右。

图 5：2006—2010 年新增 220kV 及以上线路（万公里）



资料来源：民族证券、中电联网站

图 6：2006—2010 年新增 220kV 及以上变电容量（亿 kVA）



资料来源：民族证券、中电联网站

三、公司 2011 年订单增幅超过 20%

2010 年公司累计订货 17.6 亿元，同比增长 21.64%。2011 年上半年公司新签合同 11.63 亿元，同比增长 30.94%，其中电网系统新签合同 8.32 亿元，同比增长 26.77%，2010 年收购的发电厂及工业自动化业务单元和新组建的公共及国际业务单元，合同额增速居前，其中发电厂及工业自动化业务总计新签合同 1.19 亿元，同比增长 44.98%，公共及国际业务累计完成

订单 2.12 亿元，同比增长 42.46%。我们预计公司 2011 年全年新增订单应该超过 20%。订单的增长保障了公司未来收入的增长。

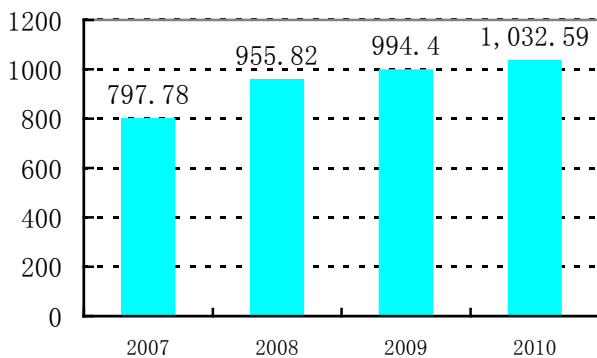
四、继电保护及变电站自动化系统将受益于智能电网建设

据统计，目前我国已投入运行的 35kV-500kV 变电站 20,000 多座，每年新增变电站数量约大约在 1300 座左右，新建变电站基本上采用了自动化系统模式。随着国内厂家的产品技术含量、生产工艺水平的提高以及国家产业政策的支持，目前 220kV 及以下电压等级变电站自动化系统大都采用了国产产品，330kV 及以上电压等级也大量使用了国产产品。

1、主导产品收入稳增、毛利率稳定

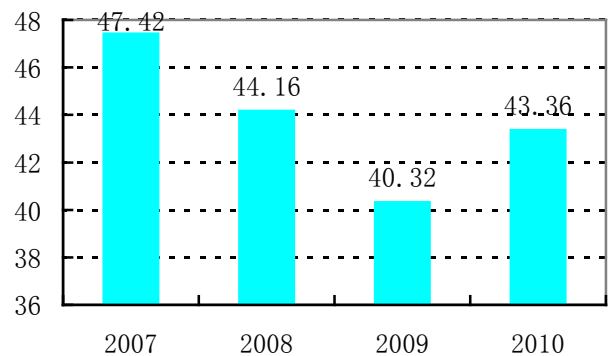
公司主导产品继电保护及变电站自动化系统主要用于输电网和发电厂的变电站，属于变电站自动化产品，2007 年-2010 年期间，公司该业务收入稳步增长，2011 年上半年该业务实现收入 4.82 亿元，同比增长 26%，预计全年该业务收入增幅在 20% 以上，详见图 7。由于该产品市场格局相对稳定，主要参与者为南瑞继保、四方继保、国电南自、许继电气等，因此价格和毛利率也相对稳定，公司该业务毛利率保持在 40% 以上，详见图 8。

图 7: 2007—2010 年公司继保及变电站系统收入(百万元)



资料来源：民族证券、WIND 资讯

图 8: 2007—2010 年公司继保及变电站系统毛利率 (%)



资料来源：民族证券、WIND 资讯

2、国网公司大力推动智能变电站建设

智能电网建设是国网公司十二五工作的重点，其中智能变电站是智能电网的重要内容之一。根据国网公司 2011 年 5 月提出的规划，智能变电站建设将分三个阶段推进，第一阶段新建智能变电站 46 座，在运变电站智能化改造 28 座；第二阶段新建智能变电站 8000 座，在运变电站智能化改造 50 座，特高压交流变电站改造 48 座；第三阶段新建智能变电站 7700 座，在运变电站智能化改造 44 座，特高压交流变电站改造 60 座。统计数据显示，未来 10 年，变电领域智能化投资规模达到 748 亿元，占智能化总投资的 19.5%。

2011 年 9 月，国网公司再次提出，2009 年至 2010 年为智能电网的规划试点阶段，到 2011 年 9 月建成了 110 千伏至 750 千伏智能变电站 18 座，在建 56 座，同时在 23 个城市核心区建设智能配电网。“十二五”期间我国将建设 110 千伏及以上智能变电站 6100 座。

从国网公司的计划来看，可以预计智能变电站将是未来趋势，即便不考虑旧有变电站的智能化改造，假设在 2015 年前后新建变电站全部采用智能化变电站，则年需求在 1300 座左右。2010 年国网已建成智能变电站示范站 8 座，2011 年在国网公司 6 次集中招标中，共招标变电站监控系统 941 套，其中智能变电站监控系统 284 套，占 23.18%，且智能变电站监控系统在历次招标中呈逐渐上升的趋势，到第 6 批招标中已占到近一半。

与传统变电站相比，智能变电站的整体投资只是略有增加，但考虑到智能变电站占地面积小，因此在总投资中用于基建的投资应减少，而用于智能化系统及元器件的投资预计将增加，从而带动公司需求增长。

2011 年上半年公司先后中标 40 余个智能变电站集成项目，投运了多个示范性工程。

3、主导产品市占率超过 20%

国网公司 2009 年二次设备总招标 5.62 亿元，其中监控类 1.6 亿元，保护类 4.03 亿元。南瑞继保占 26.01%，其中监控类占 24.91%，保护类占 26.45%。四方继保占 21.2%，其中监控类占 19.57%，保护类占 21.85%。许继电气中标 16.02%，其中监控类占 11.75%，保护类占 17.71%。深圳南瑞、国电南自、国电南瑞等其他厂商占据了剩余的 36.77% 的市场份额。

2010 年公司在国网的 6 次招标中累计中标排名第 2 位，占 21.88%。

根据公司中报，在国网 2011 年上半年的 3 次集中招标中，公司继电保护有变电站自动化系统中标额居所有厂商第二位。预计在国网 2011 年全年的招标中，公司继电保护和变电站自动化系统中标综合占有率仍保持在 20% 以上，仅次于南瑞继保。

综上所述，我们预计公司继电保护和变电站自动化系统未来有望保持 20% 以上的收入增长。

五、配网自动化值得期待

我国的配网自动化率之前不到 10%，与国外有较大的差距。国家电网智能电网部主任王益民 2011 年 11 月在 2011 智能电网国际论坛上表示，十二五期间国家电网在智能电网的投资共 1.5 万亿元人民币，即每年 3000 亿元左右，其中配网占 50% 左右。

国网近年在重点推进配网自动化业务，目前主要做主站和子站系统，国网 2009 年第一批 4 个试点，第二批 19 个试点，公司拿了长沙站，已经完成，目前配网自动化已接订单几千万，预计未来该业务将逐渐放量。

除此外，公司电厂自动化产品随着产品线的丰富，将会有 30% 以上的增长，电子式互感器，与 ABB 合资的换流阀业务等也在推进之中。

六、公司盈利预测

据此初步预计公司 2011 年-2013 年收入分别为 17 亿元左右、22 亿元左右和 28.7 亿元左右，分别增长 26%、30% 和 30%，净利分别为 2.13 亿元、3.01 亿元和 3.89 亿元，每股收益分别为 0.52 元和 0.74 元和 0.96 元左右，详见表 1。

表 1：公司盈利预测表

单位：百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,235	1,348	1,698	2,208	2,870
主营业务成本	727	737	933	1,209	1,565
主营业务税金及附加	11	15	19	24	32
营业费用	189	245	318	402	517
管理费用	179	210	280	342	430
财务费用	23	19	-34	-22	0
资产减值损失	9	13	10	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	96	109	173	252	326
营业外收支	57	63	78	102	132
税前利润	153	171	251	354	458
所得税费用	25	18	38	53	69
净利润	128	154	213	301	389
少数股东损益	1	0	0	0	0
母公司所有者净利润	127	153	213	301	389
EPS (元)	0.40	0.38	0.52	0.74	0.96

资料来源：民族证券。

七、公司估值与投资评级

相对估值法。考虑到公司未来的成长性，可给予 30 倍 PE，以此计算，公司未来一年的合理价值为 22.2 元左右。绝对估值法。无风险收益率取 10 年期国债收益率为 3.65% 左右，市场风险溢价 8.5%，边际税率 15%，付息债务占比 40.0%，则公司的加权资金成本为 9.74%，β 值取同类公司过去 1 年对沪深 300 指数的均值为 1.06，永续增长率为 2.0%。得出公司的每股价值为 20.03 元，详见表 2。综合分析，公司未来 12 个月的合理估值区间为 20.03 元-22.2 元，建议增持。

表 2：公司自由现金流预测

单位：%	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
NOPLAT	127	196	277	336	411
资产减值损失	10	0	0	0	0
折旧摊销	33	39	44	49	49
资本支出	(73)	(69)	(74)	(49)	(49)
营运资本支出	(71)	(60)	(41)	(45)	(8)
公司自由现金流	26	106	206	291	403

资料来源：民族证券

八、公司风险因素

公司风险主要在于两个方面：一是电网对相关领域的投资不如预期；二是公司新业务进展未达预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产				
现金	2,077	2,200	2,361	2,689
应收账款	886	1,093	1,331	1,612
预付账款	14	14	18	24
其他应收款	36	42	54	71
存货	346	419	513	625
其他	0	0	0	0
非流动资产	228	272	290	326
长期投资	0	0	0	0
固定资产	0	0	0	0
无形资产	198	238	268	298
其他	30	34	22	29
资产总计	3,586	4,039	4,566	5,347
流动负债	1,092	1,312	1,604	1,981
短期借款	359	350	350	350
应付账款	376	493	641	833
其他	358	469	613	798
非流动负债	4	24	39	52
长期借款	0	19	32	44
其他	4	5	7	9
负债合计	1,097	1,336	1,643	2,034
少数股东权益	2	2	2	2
股本				
资本公积金				
留存收益				
归属母公司股东权益	2,487	2,701	2,921	3,311
负债和股东权益	3,586	4,040	4,566	5,347

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	270	147	270	386
净利润	153	213	301	389
折旧摊销	32	33	39	44
财务费用	19	-34	-22	0
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	62	-71	-60	-41
其它	4	6	12	-7
投资活动现金流	-38	-73	-69	-74
资本支出	-38	-73	-69	-74
长期投资	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	1,676	48	-39	17
短期借款	25	-9	0	0
长期借款	-10	19	14	11
普通股增加	1,700	0	0	0
资本公积增加				
其他	-39	34	-58	0
现金净增加额	1,909	123	161	329

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,348	1,698	2,208	2,870
营业成本	737	933	1,209	1,565
营业税金及附加	15	19	24	32
营业费用	245	318	402	517
管理费用	210	280	342	430
财务费用	19	-34	-22	0
资产减值损失	13	10	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	109	173	252	326
营业外收支	63	78	102	132
利润总额	171	251	354	458
所得税	18	38	53	69
净利润	154	213	301	389
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	153	213	301	389
EBITDA	173	182	269	370
EPS (元)	0.38	0.52	0.74	0.96

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	9.11%	26.00%	30.00%	30.00%
营业利润	13.01%	59.08%	45.73%	29.29%
归属母公司净利润	20.72%	38.83%	40.84%	29.49%
获利能力				
毛利率	45.32%	45.08%	45.22%	45.46%
净利率	11.41%	12.57%	13.62%	13.57%
ROE	6.17%	7.90%	10.29%	11.76%
ROIC	5.45%	7.01%	9.12%	10.53%
偿债能力				
资产负债率	30.58%	33.08%	35.97%	38.04%
净负债比率				
流动比率	3.07	2.87	2.67	2.53
速动比率	2.76	2.55	2.35	2.22
营运能力				
总资产周转率	2.66	2.38	2.07	1.86
应收帐款周转率	0.66	0.64	0.60	0.56
应付帐款周转率	0.28	0.29	0.29	0.29
每股指标(元)				
每股收益	0.38	0.52	0.74	0.96
每股经营现金	0.67	0.36	0.66	0.95
每股净资产	6.21	6.64	7.18	8.14
估值比率				
P/E	47.42	34.59	24.56	18.97
P/B	2.93	2.73	2.53	2.23
EV/EBITDA	42.63	40.64	27.42	19.95

分析师简介

1993 年华中理工大学机械本科，1999 年中国人民大学产业经济学硕士。2001 年进入证券行业，先后在长城证券金融研究所和民族证券研发中心从事机械行业及相关上市公司研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%—20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有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。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。