



提供直流电源项目、高频感应加热电源项目，上半年在工业领域、SVG 无功补偿系统、火电厂自动化、水电机组保护、光伏风电等多个方面实现突破性中标，有力保证了今年及明年的收入，工业领域、水电火电自动化、新能源市场的开拓也打开了明后年及以后的增长空间。随着各行业自动化的提升、安全用电要求的提升，随着火电、水电、新能源的发展，随着中国高铁技术及特高压电网走向世界，公司网外业务将继续保持快速增长。

- **盈利预测与评级** 预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.91 元、1.09 元、1.41 元，对应估值分别为 19 倍、16 倍、12 倍。公司正步入特高压、配网建设加速和网外业务高速增长阶段，估值将有所提升，给予“买入”评级。
- **风险提示** 特高压、配网建设低于预期；电网反腐进一步深化，结束时间尚不明确；特高压换流阀及直流控制保护不达预期；竞争加剧导致利润率下滑；厂址搬迁导致交货延迟、费用上升

预测指标	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	3053	3210	3833	5144
增长率(%)	30%	5%	19%	34%
归母净利润（百万元）	371	370	441	573
增长率(%)	26%	0%	19%	30%
摊薄每股收益（元）	0.91	0.91	1.09	1.41
ROE(%)	11.59%	10.69%	11.68%	13.69%

## 目 录

1、四方股份是国网系统外智能电网龙头.....	4
1.1、公司概况 .....	4
1.2、近年来营业收入稳定增长 .....	4
1.3、组织结构 .....	5
1.4、四方股份是智能电网龙头，具有特高压核心设备供货能力，网外业务快速增长.....	6
2、电网建设投资稳步增加，特高压建设驶入快车道，四方股份有望延续中标.....	7
2.1、电网建设投资稳步增加.....	7
2.2、特高压建设驶入快车道.....	8
2.3、特高压提高公司收入业绩，进一步巩固行业地位.....	9
3、配网工程将迎来快速发展，四方股份是配网自动化龙头.....	10
3.1、配电网及配网自动化介绍.....	10
3.2、国家要求加强配网建设、国网公司加快配网建设.....	10
3.3、我国配网自动化程度低、增速巨大，公司未来收入可期.....	11
3.4、国网外企业龙头受益电力体制改革.....	12
4、电力电子、电厂自动化、国际业务等网外业务持续看好，.....	13
4.1、电力电子产品继续保持快速增长.....	13
4.2、电厂自动化继续保持快速增长.....	14
4.3、国际市场持续向好.....	15
5、盈利预测与投资评级.....	15
6、风险提示.....	15

## 图表索引

图 1、2013 年主营业务收入分类.....	4
图 2、2010-2013 年业务收入变动(万元).....	4
图 3、2013 年中-2014 年中主营业务收入变动.....	4
图 4、四方股份组织结构（仅列出主要的子公司、参股公司）.....	6
图 5、近三年电力投资变动（相对 2010 年）.....	8
表 1、2014 年上半年收入变动.....	5
表 2、能源局、电网公司特高压项目规划.....	9
表 3、公司今年、明年特高压项目预计中标额.....	9
表 4、国家配网建设要求.....	10
表 5、国网配网建设进程.....	11
表 6、2014 年配网自动化集中采购中标情况.....	12
表 7、2014-2016 年盈利预测.....	17

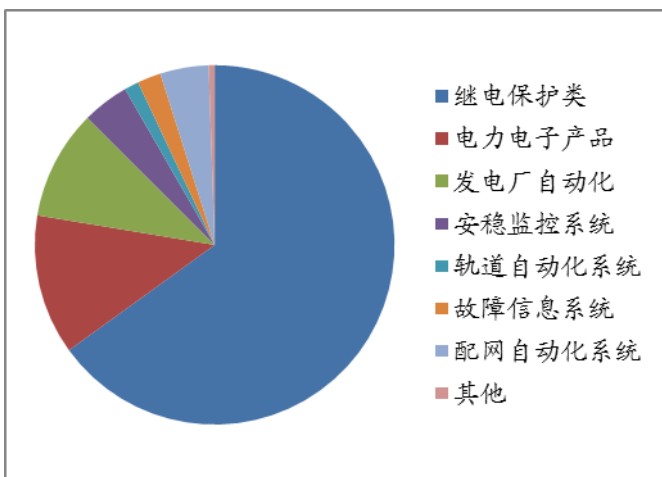
# 1、四方股份是国网系统外智能电网龙头

## 1.1、公司概况

四方股份主要从事电力系统自动化及继电保护装置、电力系统安全稳定控制、高压直流输电控制、调度自动化、配网自动化、发电厂自动化控制系统、电力电子装备、轨道交通等领域的研发、生产和销售，是为电力行业、公共事业及大型行业客户(石化、铁路、煤炭、冶金、轨道交通等)提供电力及综合自动化整体解决方案、优质产品和服务的高新技术企业。公司在继电保护、电网自动化及发电厂自动化领域拥有国内乃至国际领先的技术和研究成果，是我国电力自动化行业内的知名企业，品牌形象好。

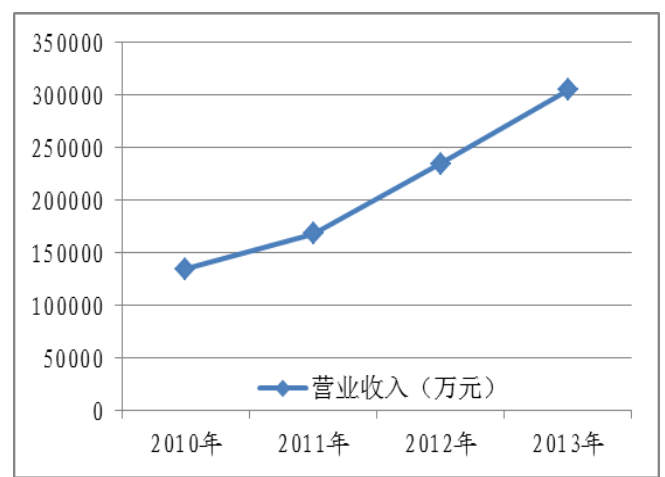
## 1.2、近年来营业收入稳定增长

图 1、2013 年主营业务收入分类



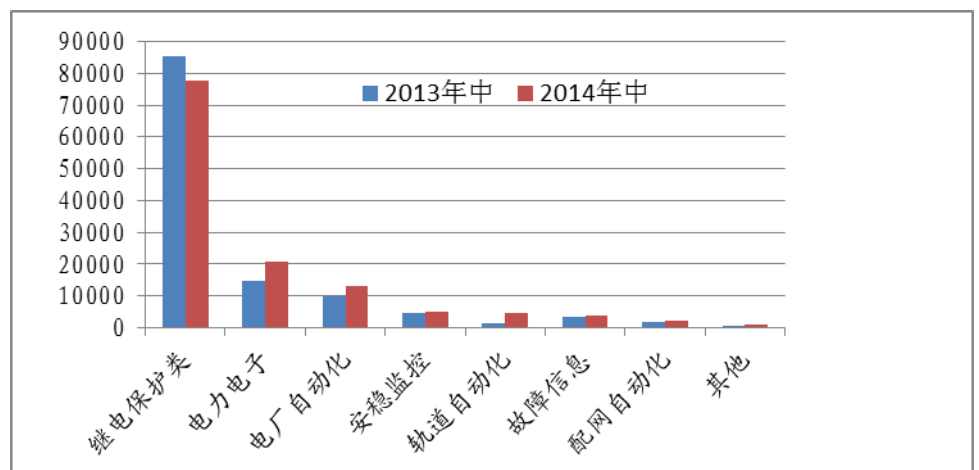
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 2、2010-2013 年业务收入变动(万元)



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 3、2013 年中-2014 年中主营业务收入变动



资料来源：公司年报、国海证券研究所

近年以来，四方股份主营业务收入稳步上升。2013年，公司实现营业收入30.53亿元，同比增长29.97%；归属于上市公司股东的净利润3.71亿元，同比增长25.76%。

当前，公司核心业务稳定，收入从高到低分别为继电保护及变电站自动化系统、电力电子产品、发电厂自动化系统、安全稳定监控系统、电力系统安全稳定监测控制系统、轨道交通自动化系统、电网继电保护及故障信息系统、配网自动化系统。

2014年上半年，公司营业收入12.90亿元，同比增长3.14%；净利润9933.77万元，同比下降4.90%。毛利率42.23%，同比下降0.73%。

其中，核心业务继电保护及变电站自动化系统收入下降9%至7.78亿元，主要是因为上半年电网建设、电源建设投资下降，电力行业持续反腐。

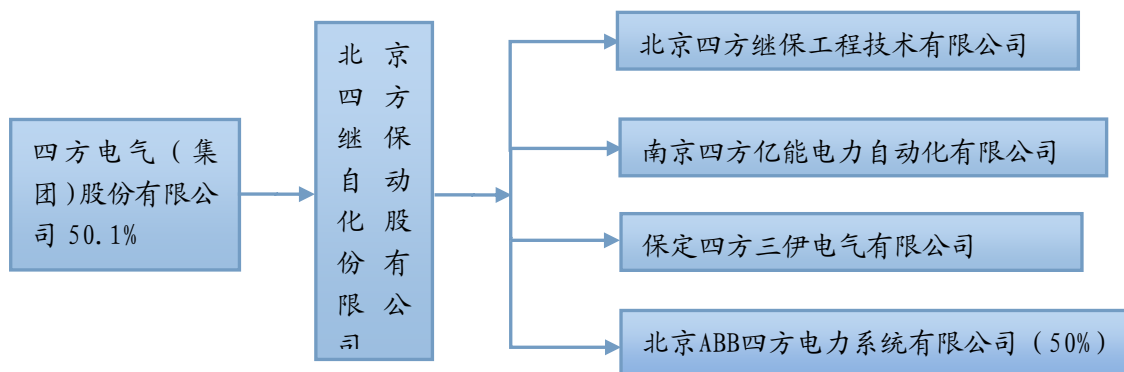
除继电保护及变电站自动化系统收入，公司其余业务收入均有不同程度上涨。其中，电力电子产品、发电厂自动化系统、轨道交通自动化系统、配网自动化系统，增长率均在39%以上，收入仍将快速增长。

表 1、2014 年上半年收入变动

项目	2014 年上半年收入	收入增速	毛利率	毛利率变动
继电保护及变电站自动化系统	7.78 亿元	-9%	46.42%	1.62%
电力电子产品	2.07 亿元	39%	25.49%	-3.98%
发电厂自动化系统	1.30 亿元	32%	38.88%	-3.88%
电力系统安全稳定监测控制系统	4829 万元	8%	48.92%	-0.6%
轨道交通自动化系统	4448 万元	216%	50.64%	-0.3%
电网继电保护及故障信息系统	3680 万元	9%	51.69	2.31%
配网自动化系统	2214 万元	40%	36.44%	-1.07%
其他	975 万元	440%	13.84	
合计	12.90 亿	3.14%	42.23%	-0.73%

### 1.3、组织结构

图 4、四方股份组织结构（仅列出主要的子公司、参股公司）



资料来源：公司公告、国海证券研究所

公司位于武汉的研发大楼，已于 2013 年 9 月正式投入使用。当前，保定三伊新厂区二期工厂及办公大楼、南京亿能二期工程正在建设，年内将完成生产基地向保定的搬迁，新的产业基地将在 2014 年底逐步投入使用，预计明年到上半年，公司产能将大幅扩大，产业结构也进一步优化，为公司进一步做强奠定基础。保定二期建设完成后，仍有充足的土地保证未来 5-10 年的发展及扩大。

公司还与国际最知名的电力设备供应商 ABB、国内最大的变压器厂家特变电工合作，成立北京 ABB 四方电力系统有限公司、四方特变电工智能电气有限公司，在提升公司业绩的同时，将一步提升了公司技术水平。

## 1.4、四方股份是智能电网龙头，具有特高压核心设备供货能力，网外业务快速增长

### 智能电网龙头，电力自动化及配网自动化优势突出

2013 年，国家电网公司共招标保护类设备 23247 套，公司中标套数占招标总套数的 17.24%，稳居前三。2013 年，公司还中标国家电网公司多个智能变电站项目，涵盖了国家电网公司“新一代智能变电站”相关的新技术和新规范。2013 年，在世界上第一个交直流并联多端柔性直流输电工程-南澳多端柔性直流示范工程中，公司参与了控制保护系统的研究与开发工作，攻克了控制保护系统中的多个关键技术问题，该项目也是公司在直流控制保护领域的突破。

2014 年上半年，公司继续保持电力自动化领域优势，公司在国网各批次集中招标中总中标量排名第二、南网框架招标排名第一、行业总排名第二。2014 年 5 月，由公司组织实施的国内第一个电压等级最高的 220kV 集成变电站交钥匙工程——宁夏吉元冶金集团吉铁 220kV 集成智能变电站成功投入运行。2014 年上半年，在配网新技术方面，公司的“智能配电网运行支撑关键技术与应用”项目通过了中国电机工程学会的技术鉴定，并获得了“国际领先”的高度评价；公司的配网开关已经取得了检测报告，已正式推向市场并取得了初步业绩。

**国网系统外一次设备、二次设备龙头企业，具备特高压换流阀、控制保护设备生产能力**

公司承担过哈郑特高压工程核心一次设备、多个特高压工程二次设备的生产，承担了多个超高压工程、高压工程、配网工程一次设备、二次设备的生产，承担过 500kv 换流站工程换流阀和直流控制保护的生产，是国网系统之外的一、二次设备龙头企业，受国网认可度较高。

特高压工程最核心的一次设备是换流阀，最核心的二次设备是直流控制保护。当前国内特高压直流换流阀仅 3 家供货单位、特高压直流控制保护仅 2 家供货单位，且均属于国网系统内。四方股份是许继电气之外，唯一具备特高压一次主设备换流阀和二次主设备直流控制保护生产能力的公司。公司具备 500kv 换流阀的供货业绩，今年 5 月，ABB 四方公司特高压 800kv 换流阀通过能源局、国网公司、南网公司、中电联技术鉴定，未来有望中标特高压换流阀。公司是南瑞继保和许继电气之外，唯一供应过跨区联网超高压工程直流控制保护设备的供应商，技术实力雄厚，公司吸收 ABB 的技术，具备特高压 800kv 直流控制保护的生产能力。在配网主站及自动化终端方面，中标量仅次于国网旗下公司国电南瑞、许继电气。

**电力电子、电厂自动化、轨道自动化等电网外市场保持快速增长**

近年来，公司网外业务快速增长，网外业务收入从 2012 年的 20% 左右提升至当前的 30% 左右。2014 年上半年，电力电子产品、发电厂自动化系统、轨道交通自动化系统同比增长率均在 39% 以上。预计未来仍将保持快速增长，非电网业务占比将持续扩大。

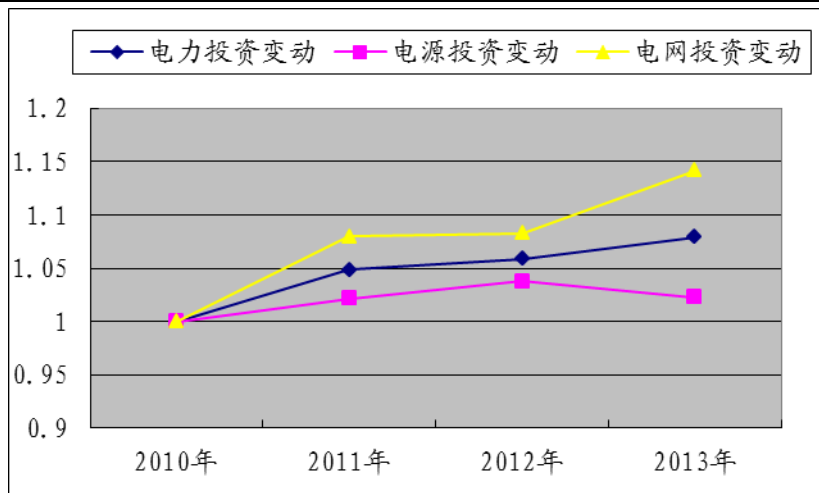
## **2、电网建设投资稳步增加，特高压建设驶入快车道，四方股份有望延续中标**

### **2.1、电网建设投资稳步增加**

近年来，我国电力建设投资稳步推进，电源投资基本稳定，电网建设投资每年均小幅增加。

2014 年 1-8 月，全国电网投资 2296 亿元，同比增长 2.68%；而 2014 年上半年，电网投资同比下降 0.6%。预计随着审计结束和跨区电网、配电网的推进，2014 年电网建设投资仍将稳定增加。

图 5、近三年电力投资变动（相对 2010 年）



资料来源：中电联公开报告、国海证券研究所

## 2.2、特高压建设驶入快车道

今年以来，特高压首次获得国务院总理、国家主席、能源局、地方政府、国网公司共同推动。李克强总理在新一届国家能源委员会首次会议上，明确提出今年要按规划开工建设一批采用特高压和常规技术的“西电东送”输电通道。习近平主席明确提出，加强能源输配网络和储备设施建设，继续建设以电力外送为主的千万千瓦级大型煤电基地。国家能源局与国网公司、南网公司签署《大气污染防治外输电通道建设任务书》，明确 9 条特高压建成时间。地方政府一把手、国家电网公司一把手密集座谈，共同推动特高压。2014 年 7 月，国网公司年中工作会明确了下半年任务，最重要的是加快特高压工程建设。

今年以来，淮南-南京-上海交流、锡盟-山东特高压交流、宁东-绍兴特高压直流已获批，蒙西-天津南特高压交流工程也将于今年核准，今年保守估计共有三交一直 4 个项目核准。

能源局提出的 9 条特高压项目(含国家电网公司 4 条特高压交流工程和 4 条特高压直流工程，以及南方电网公司 1 条特高压直流工程)，均需要在 2017 年底完成，则此 9 个项目需明年底前核准。国网“三交三直”有 1 个项目不在能源局项目范围内，则：今年明年两年保守估计核准四交六直。

也就是说，国网今年保守估计核准三交一直，今年明年两年国网、南网也将核准四交六直，超过过去多年总和。

治理雾霾项目以外的工程，也将在特高压加快发展的大形势下，在能源局、地方政府和电网公司的共同推动下，加速上马。国网年中工作会明确今年核准雅安-武汉交流，明确今年力争“两交四直”（蒙西-长沙、张北-南昌交流和呼盟-山东、蒙西-湖北、陕北-江西、准东-四川直流工程）取得路条。国网计划明后年开工“五交五直”特高压工程，并于 2018 年底前建成。此部分工程，也将给四方股份带来大额订单。



表 2、能源局、电网公司特高压项目规划

规划主体	项目名称	长度 (km)	我们认为核准时间
能源局规划	淮南-南京-上海交流	759	已开工
	宁东-绍兴直流、锡盟-山东交流	1720、2×730	已核准
	蒙西-天津交流	2×608	2014 年
	锡盟-江苏直流工程	1619	2014 年底-2015 年上半年
	上海庙-山东直流	1236	2015 年
	榆横-潍坊交流、山西-江苏直流、丽江-深圳	1070、1118	2015 年
国网规划(不包括能源局规划项目)	酒泉-湖南直流工程	2413	2014 年底
	雅安-武汉交流工程	1297	预计 2014 年
	“两交四直”(蒙西-长沙、张北-南昌交流和呼盟-山东、蒙西-湖北、陕北-江西、准东-四川直流工程)、“五交五直”		明后年

资料来源：能源局、国家电网公司、国海证券研究所

## 2.3、特高压提高公司收入业绩，进一步巩固行业地位

表 3、公司今年、明年特高压项目预计中标额

单个交流工程中标额	单个直流工程中标额	四交六直中标额
1220 万	1.52 亿	9.6 亿元-20 亿元
变电站监控系统、保护信息管理子站、母线保护、相量测量装置、稳定控制装置等	直流场设备断路器保护、母线保护、保护信息管理子站、稳定控制装置	如不考虑换流阀、直流控制保护，则公司 10 个特高压预计中标金额为 9.6 亿元。在特高压高速建设、产能不足、电网改革的大背景下，我们保守估计：四方股份能够中标 1 个工程控制保护设备、1 个换流站换流阀，按此估计，中标额为 20 亿元，利润将大幅增长。

按照过去业绩经验预测，今年两年 10 个特高压公司预计中标 9.6 亿

四方股份在特高压工程中中标金额不大，但牢牢占据了保护信息管理子站、稳定控制装置、监控系统等市场，四方股份也是国网系统外的、最国网认可的特高压二次设备供货单位，这也彰显了公司在智能电网领域的行业地位。

我们按以下估算原则对四方股份特高压收入进行了估计，10 个特高压工程预计中标 9.6 亿元，占 2013 年收入的 31%。估算原则：单个交流工程中标金额，取最近的两个交流特高压工程中标金额平均值；单个直流工程中标金额，取最近的两个直流特高压工程平均值。

如果中标 1 个工程直流控制保护设备、1 个换流站（即半个工程）的换流阀，中标金额有望达到 20 亿元。

四方股份是许继电气、南瑞继保之外唯一具有跨区联网换流站直流控制保护设备供货

业绩的公司，基于 ABB 技术，开发了适用于常规长距离/背靠背直流输电系统，适用于特高压直流输电系统的直流控制保护设备。随着电网垄断地位减弱，随着多个交、直流特高压的推进，四方股份将能取得直流控制保护大额订单，利润将增加明显。

今年上半年，ABB 四方公司获得南网 500kv 直流工程换流阀订单，800kv 换流阀通过发改委、国网公司、南网公司、中电联鉴定，每个直流特高压工程换流阀订单金额约 17 亿元，在特高压高速建设、网内公司产能不足、电网改革的大背景下，ABB 四方公司将能够获得换流阀订单，利润将大幅增加。

### 3、配网工程将迎来快速发展，四方股份是配网自动化龙头

#### 3.1、配电网及配网自动化介绍

配电网按照电压等级可分为高压配网（35-110KV）、中压配电网（6-10KV）、低压配电网（220-380V）；按照地域可分为城市配电网及农村配电网，配电网的作用是给各个配电站和各类用电负荷供给电源。配网工程作为国家未来发展的重点，也将给相关个股带来收入和业绩。

配电网自动化是利用先进的计算机技术、通信技术、自动控制技术和高性能的配电设备，对配电网进行智能监控，开展配电网数据采集，开展故障诊断及断电管理，实现调度自动化和分布式发电管理；同时，提高供电可靠性和供电质量、缩短事故处理时间、减少停电范围，提高配电系统运行的经济性，降低运行维护费用，最大限度提高企业的经济效益，提高整个配电系统的管理水平和工作效率，改善为用户服务的水平。最终使配电网始终处于安全、可靠、优质、经济、高效的最优运行状态。

#### 3.2、国家要求加强配网建设、国网公司加快配网建设

表 4、国家配网建设要求

时间	主体	事件
2013 年 7 月 31 日	国务院总理 李克强	李克强主持召开国务院常务会议，强调要加强城市配电网建设，推进电网智能化。
2013 年 9 月	国家能源局	国家能源局发布《南方电网发展规划(2013-2020 年)》，这也是国内首个“十三五”电网发展规划，规划指出，到 2020 年城市配电网自动化覆盖率达到 80%。而南京市 2013 年末其配网自动化覆盖率约 12.7%，北京市 2012 年年底市区配电自动化覆盖率为 9.62%。
2014 年 1 月 26 日	国家能源局	能源局印发 2014 年能源工作指导意见的通知，要求加强城市配电网建设，深入推进人民群众用电满意工程。加大城市配网建设和农村电网改造力度，提高配网投资比重。加强电网安全运行和应急管理，提高电网供电可靠率和居民用户受电端电压。

表 5、国网配网建设进程

2012 年	国网公司	2012 年，国网启动配电网示范工程建设试点。该试点为更大范围地加快推进重点城市核心区与国际先进水平相当的配电网工程建设，进一步提高城市配网供电可靠性和优质服务水平，积累经验，提供示范。
2013 年	国网公司	2013 年国家电网公司在其他重点城市核心区全面推进与国际先进水平相当的城市配电网工程建设，当年年底前完成建设任务。
2014 年初	国网公司	2014 年，国网在年初工作会议上明确，2014 年国家电网公司计划完成电网投资 3815 亿元，在配网方面，2014 年建设改造投资达到 1614 亿元，将以提高供电可靠性、解决农村供电低电压为重点，完成 30 个重点城市核心区配电网建设改造，有序推进配电网自动化系统建设等。配电网成为特高压建设之外，电网投资的另一个重点。
2014 年中	国网公司	国网 2014 年年中会议上，对下半年工作进行了部署。其中，跟电力建设相关的，主要为加快重点工程特别是特高压建设、配网建设及配网自动化建设、促进电网智能化升级。配网建设仅次于特高压建设，成为国网未来工作的重点。

### 3.3、我国配网自动化程度低、增速巨大，公司未来收入可期

2000 年，我国终止上一次配网自动化工作。2009 年，国网公司启动新一轮配网自动化试点工程，第一批试点城市为北京、杭州、银川、厦门四个城市的中心城区；第二批试点完善了第一批四个城市的配网自动化建设，并新增了 19 个城市开展配网自动化；2012 年，国网公司启动了第三批 6 个城市配网自动化试点。

截至 2013 年底，我国仅完成了 29 个城市的配网自动化试点，且仅限于试点城市的核心区域，按此估计，我国配网自动化率不足 10%，而发达国家的配电自动化水平普遍在 50%以上。我国配网自动化基数小，未来将迎来巨大的增长。分布式电源接入和智能电网建设也将推动配网自动化的建设。

国网公司 2013 年 7 月 25 日召开了“配电自动化建设应用提升工作启动会暨专项工作组第一次工作会”，国网公司成立专项工作组，将配电自动化建设提高到前所未有的高度。

国网在 2014 年初的工作会议上，规划 2014 年配网投资 1614 亿元，配网自动化作为配网建设的重点工作，前景远大。

据国家电网报报道，2014 年，配电自动化建设迎来了发展历史上的高峰期，从投资金额和建设项目数量都比往年有了较大的增幅，配电自动化发展已步入快车道。未来的配电网将更加智能，建设更加灵活与主动的配电网将是未来配电网自动化的发展方向。截至 2014 年 9 月底，国家电网公司累计验收投运配电自动化项目 57 个（工程验收 35

个、实用化 22 个)，覆盖区域面积 28164.1 平方公里（含扩建部分），涉及 10kV 线路 14796 条，占所在城市供电线路的 31.31%。南方电网公司累计有 39 个城市开展配电自动化试点项目。

2014 年上半年，国家电网开展了 2014 年配网自动化协议库存集中招标，本次招标内容包括 8 个省电网的 23 个配电主站，划分为 11 个标包；还包括 20 个省公司的 35009 个配电自动化终端，划分为 31 个标包。

表 6、2014 年配网自动化集中采购中标情况

中标人	所中配电主站数量	所中配电自动化终端数量
国电南瑞	7	4
许继电气	3	5
<b>四方股份</b>	<b>1</b>	<b>2</b>
东方电子		1
金智科技		1
积成电子		3
国电南自		2
长园集团		5
北京和信瑞通		2
石家庄科林		1
山东鲁能智能		2
航天科工深圳		2
南京磐能电力		1

资料来源：国网电子商务平台、国海证券研究所

本次协议库存是国家电网公司第一次针对配网自动化产品的统一招标。四方股份中标主站及配网多个标包，在配网自动化方面得到国网公司认可，将在未来配网自动化建设中继续受益。

今年以来，配网自动化采购进度严重低于预期，2013 年，配网自动化市场为 30-40 亿元，2014 年，2015 年将达 60-80 亿、100-150 亿元左右。按照规划，今年将完成 30 个重点城市核心区配电网建设改造，增长率同比在 100%。未来几年，配网自动化市场份额远小于特高压建设，但增长潜力极大。

### 3.4、国网外企业龙头受益电力体制改革

今年以来，电力反腐力度前所未有，导致电力建设进度严重滞后计划，这一方面导致电力设备股业绩不达预期，另一方面，也给电力设备股带来了低价介入的机会。预计随着电网反腐的结束，电力投资特别是电网投资有望提速。

随着新一届领导人强力推进电力体制改革，广东等多省市明确推动大客户直购电，建立交易平台，大幅提高直购电量，这标志着电改在停滞数年后有了实质性进展。

近日，据媒体报道，新的深化电力体制改革方案已完成，将在买电、卖电两头放开竞争引入社会资本，即“放开两头，监管中间”。新方案将允许民营资本进入配电和售电领域等。其中，新电改方案提出“四放开、一独立、一加强”：发电计划放开，即政府将不再制定发电计划；电价放开，除了输配电价由国家核准之外，发电厂和用户之间可以直接制定电价进行交易；配电侧放开，新增的配电网，要允许社会资本进入；成立售电公司，允许民间资本进入；交易机构独立；加强电网的规划。

电网公司旗下上市公司许继电气、国电南瑞在电网公司的支持下，市场份额较大。随着电力体制改革的推进，电网的垄断地位必将逐步削弱。在特高压、配网迎来快速发展的大背景下，四方股份作为实力雄厚的电网外电力设备龙头，将持续受益，有望分享特高压及配网的盛宴，行业内的市场份额将持续增加。

## 4、电力电子、电厂自动化、国际业务等网外业务持续看好，

近两年，公司积极开拓电力电子、电厂自动化系统、轨道交通自动化等电网外业务，网外业务收入从从 2012 年的 20%左右提升至当前的 30%左右。公司在电力电子、电厂自动化方面已进入国内第一梯队，为钢铁、煤炭、航空等多个行业提供可靠用电的保障方案，为多个行业公司提供直流电源项目、高频感应加热电源项目，上半年在工业领域、电调主站系统、电网安全稳定控制系统、SVG 无功补偿系统、火电厂自动化、水电自动化方面等多个方面实现突破，保证了明年收入，工业领域、水电火电自动化、新能源市场的开拓也打开了明后年及以后的增长空间。2014 年上半年，电力电子产品、发电厂自动化系统是公司第二、第三大收入来源，分别占总收入的 16%、10%，收入增长均在 30%以上；其余网外业务占总收入 5%以内，基数低，增速达 100%以上。随着各行业自动化的提升、安全用电要求的提升，随着火电、水电、新能源的发展，公司网外业务将继续保持快速增长。

### 4.1、电力电子产品继续保持快速增长

2014 年上半年，电厂自动化收入增长 39%，达到总收入 16%，成为公司第二大收入来源。

在电力电子产品市场上，公司储能变流器、工业电源类产品有较为突出的技术优势，处于国内第一梯队；光伏逆变器、高压变频器、无功补偿类产品，接近国内一流技术水平。公司凭借技术优势，不断开拓钢铁、煤炭、矿山、航空、家电等行业的电力可靠性及电源等项目，收入快速增长。公司电力电子业务还将向节能等领域扩展，金属深加工和新能源市场的发展，也为公司电力电子业务业绩增长打开了空间。公司中标多个项目高压变频器，高压变频器产品在多地区取得销售突破。电力电子产品成为公司最大的增长点，未来随着企业可靠性供电等领域的推进，公司收入将继续保持快速增长。

公司为日照钢铁集团公司等企业提供了可靠性供电产品及解决方案，包含并网、孤网

模式运行的电调主站系统、电网安全管理的稳定控制系统、优化节能的 SVG 无功补偿系统等，解决了企业电力系统技术问题，提升了企业电网安全可靠。公司为永联钢铁集团 SVG 项目的顺利投运实现了在钢铁行业稳控及 SVG 的突破，其中永联钢铁集团是目前国内工业领域单机容量最大的 SVG 装置，无功补偿、谐波治理、电压闪变抑制、不平衡抑制等多目标动态控制性能通过了相关科研机构检测，工艺改进、生产节能效果能获得用户认可，标志着公司在超大容量直挂式 SVG 技术领域处于国内领先地位，同时也标志着公司成为国内第一家在工业领域可实施超大功率多目标动态补偿的公司。智能坚强矿用供电系统在晋煤集团王台铺煤矿项目中顺利投运，标志着公司以技术领先优势正式跨入煤矿供电系统。山西东坪、山西阳泉二矿两个数字矿山自动化系统已部分投运，各子系统高度融合，实现了智能矿山系统业绩突破。

今年上半年，公司先后中标中国航天空气动力技术研究院电子管高频电源项目和宝钢湛江钢铁有限公司项目高频感应加热电源等项目，帮助客户实现了该产品的国产化，节约了成本。中标宁夏隆基硅材料有限公司大功率直流电源项目、福建省明光新型材料有限公司 PC 钢棒生产线项目、广东美芝制冷设备有限公司高频感应加热电源项目和内蒙古晶环电子材料有限公司大功率蓝宝石电源等项目，进一步稳固了公司在感应加热电源行业的龙头地位。

## 4.2、电厂自动化继续保持快速增长

去年以来，我国电源建设增速放缓、市场竞争加剧，公司重新规划了发电厂产品的市场发展规划和策略，保持、扩展传统优势产品的同时，积极开拓新方向和新市场。火电产品、水电产品、新能源产品均得到了迅速发展，收入进一步提高。2014 年上半年，电厂自动化收入增长 32%，达到总收入 10%，成为公司第三大收入来源。

在火电自动化市场上，公司多方面实现了多个零的突破，中标情况良好，有效地保证了后期的火电自动化收入。今年中标电厂 ETS 系统，是公司首套 ETS 系统；中标天然气热电联产项目水处理程控系统及辅网监控系统项目，首次中标天然气项目的火电自动化应用；中标华电朔州一期 2X300MW 级热发电机组工程全厂辅助车间控制网络项目，为公司在华电集团的首套辅网系统业绩突破。公司不断开拓新的市场，随着火电行业自动化的发展，公司未来业绩将快速增长。

在水电自动化市场上，中标大唐国际甘孜水电开发有限公司四川大渡河长河坝、黄金坪水电站发变组保护项目，为公司水电机组保护产品在 60 万机组应用上取得的重大突破，保证了后期水电自动化的收入。随着公司不断地突破，随着水电的发展，公司未来中标量将稳步增加。

在新能源市场上，公司收入快速增长。中标徐州立澜新能源科技公司沛县杨屯镇 6MWp 光伏发电项目、江山同景科技 30MWp 光伏发电项目设备项目及平关风电场动态无功补偿 SVG 项目，使公司在新能源市场上保持向上发展的态势。公司还在湖北随州大规模高渗透多种新能源接入对随州电网的影响及控制策略研究科技项目中标，项目远期规划总计总装机到 120 兆瓦；上半年中标南网安顺 110kV 纳雍站直流熔冰项目，该项目采用的新型熔冰技术为世界领先水平，体现了公司在集成创新方面的进步。在电气综保产品方面，中标华能应城热电联产“上大压小”电气监控管理系统（ECMS）IEC61850 示范电厂项目，实现公司在电气数字化电厂 ECS 业绩上的突破。2013 年底，

风电、太阳能、核电装机分别为 0.75、0.15、0.15 亿千瓦，预计 2020 年，我国风电、太阳能、核电装机分别达 2 亿、1 亿、0.53 亿千瓦，随着我国新能源的快速发展，公司在新能源市场的业务将高速增长。

### 4.3、国际市场持续向好

在国际市场，公司不断加大投入，在直接开拓海外市场的同时，加强了与国内 EPC 总包方的合作，使得这方面的国际业务合同较去年有了较大的增长。2014 年 6 月 27 日，公司承担的土耳其安伊高速铁路电力自动化系统全部发货，土耳其安伊高速铁路项目是中国高铁“走出去”的第一个工程，也是公司产品在国际化方面的重大突破。随着高铁项目推向世界，未来公司将持续受益。在我国带动下，印度、巴西等国家也在建设特高压电网。德国等欧洲国家，正在大力推进新能源发电，并计划建设远距离输电通道。随着我国特高压技术走出国门，公司的出口额将持续增加。

## 5、盈利预测与投资评级

预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.91 元、1.09 元、1.41 元，对应估值分别为 19 倍、16 倍、12 倍。公司正步入特高压、配网建设加速和网外业务高速增长阶段，估值将有所提升，给予“买入”评级。

## 6、风险提示

### 特高压、配网建设低于预期

特高压、配网建设进度可能会因为电力反腐、电改滞后。

### 电网反腐进一步深化，结束时间尚不确定

电网反腐会对工程审批、物资招标、工程建设造成不确定影响

### 特高压换流阀及直流控制保护不达预期

我们认为，未来将有多个直流特高压建设，而当前国内特高压换流阀仅有 3 家供货单位、直流控制保护仅有 2 家供货单位。ABB 四方公司具备 500kv 换流阀的供货业绩和 500kv 直流控制保护设备的供货业绩，具备 800kv 换流阀和 800kv 控制保护设备的生产能力，未来将有望分享特高压换流阀及直流控制保护的盛宴。如公司不能中标，则对公司后年及之后的利润产生一定影响。

### 竞争加剧导致利润率下滑

我们认为，特高压及配网对供应商的技术及业绩要求高，供应商相对稳定，随着技术含量最高的特高压工程的推进，此部分利润率将保持稳定或略有上升。电网外业务电

力电子产品、电厂自动化收入增长率较高，但利润率有一定下滑，此部分业务收入将继续保持高增长、利润率将稳定或略有下滑。如产品利润率因竞争等原因出现大幅下滑，则将会影响公司利润。

**厂址搬迁导致交货延迟、费用上升**



表 7、2014-2016 年盈利预测

证券代码:	601126.sh	股票价格:	17.59	投资评级:	买入	日期:	2014/10/22		
财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	12%	11%	12%	14%	EPS	0.91	0.91	1.09	1.41
毛利率	40%	40%	39%	39%	BVPS	7.84	8.49	9.27	10.28
期间费率	31%	30%	30%	29%	<b>估值</b>				
销售净利率	12%	12%	12%	11%	P/E	19.30	19.32	16.21	12.47
<b>成长能力</b>					P/B	2.24	2.07	1.90	1.71
收入增长率	30%	5%	19%	34%	P/S	2.34	2.23	1.87	1.39
利润增长率	26%	0%	19%	30%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
总资产周转率	0.65	0.63	0.67	0.76	营业收入	3053	3210	3833	5144
应收账款周转率	1.33	1.30	1.35	1.46	营业成本	1817	1925	2322	3122
存货周转率	2.55	2.53	2.94	2.72	营业税金及附加	31	32	38	51
<b>偿债能力</b>					销售费用	455	466	537	720
资产负债率	32%	32%	34%	38%	管理费用	458	482	556	720
流动比	2.63	2.59	2.54	2.39	财务费用	(4)	(0)	4	10
速动比	2.14	2.09	2.10	1.90	其他费用/(-收入)	17	0	0	0
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	营业利润	313	307	376	520
现金及现金等价物	682	736	889	813	营业外净收支	115	121	134	144
应收款项	2299	2463	2835	3523	利润总额	427	428	510	664
存货净额	712	772	802	1165	所得税费用	57	57	69	90
其他流动资产	82	87	103	139	净利润	371	370	441	573
<b>流动资产合计</b>	<b>3775</b>	<b>4058</b>	<b>4629</b>	<b>5640</b>	少数股东损益	0	0	0	0
固定资产	288	299	370	408	归属于母公司净利润	371	370	441	573
在建工程	38	100	80	30					
无形资产及其他	258	293	280	266	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
长期股权投资	106	116	126	136	经营活动现金流	(62)	286	300	56
<b>资产总计</b>	<b>4709</b>	<b>5110</b>	<b>5729</b>	<b>6724</b>	净利润	371	370	441	573
短期借款	50	80	100	120	少数股东权益	0	0	0	0
应付款项	831	922	1099	1495	折旧摊销	76	39	45	55
预收帐款	275	289	345	463	公允价值变动	0	0	0	0
其他流动负债	278	278	278	278	营运资金变动	(508)	(123)	(185)	(573)
<b>流动负债合计</b>	<b>1434</b>	<b>1569</b>	<b>1822</b>	<b>2356</b>	投资活动现金流	118	(84)	(60)	1
长期借款及应付债券	0	0	50	100	资本支出	(36)	(74)	(50)	11
其他长期负债	79	79	79	79	长期投资	(54)	(10)	(10)	(10)
<b>长期负债合计</b>	<b>79</b>	<b>79</b>	<b>129</b>	<b>179</b>	其他	207	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>1512</b>	<b>1647</b>	<b>1951</b>	<b>2535</b>	筹资活动现金流	(2)	(75)	(55)	(93)
股本	407	407	407	407	债务融资	(40)	30	70	70
股东权益	3197	3462	3779	4189	权益融资	10	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4709</b>	<b>5110</b>	<b>5729</b>	<b>6724</b>	其它	28	(105)	(125)	(163)
					现金净增加额	54	127	185	(36)

## 【电力设备与新能源小组介绍】

谭倩：美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、锂电池行业分析师，带领团队获得2013年水晶球公用事业行业公募榜单第四名。

何魏伟：中山大学经济学硕士、武汉大学工学学士，两年核电站工作经验，2012年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

李恩国：天津大学管理学硕士、工学学士，七年国家电网公司跨区电网设备采购及设备质量管理经验，2014年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

## 【分析师承诺】

谭倩，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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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和征价。本公司及其本公司员工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、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。