



2014年12月9日

公司研究

评级: 买入

研究所

证券分析师: 谭倩 手机/微信: 13751190552 S0350512090002

tanq@ghzq.com.cn

联系人: 李恩国

手机/微信: 18810808255 lieg@ghzq.com.cn

网内业务稳定增长, 网外拓展进一步加速

——四方股份(601126)调研简报

事件:

2014年12月8日, 我们组织了多家机构, 赴上市公司进行调研, 与公司高管进行了详细沟通。

主要观点:

- 公司前三季度利润下滑3.8%,主要是由于电网投资下滑及公司产能面临瓶颈。我们预计明后年电网收入将恢复增长,特高压收入大幅增长,公司产能问题也将于明年初解决,保障明年盈利增长。
- 明后年电网收入恢复增长,特高压收入大幅增长 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、电网公司共同推动。今明年开工的十个特高压中,锡盟-山东、宁东-绍兴、淮南-南京-上海3个特高压工程已核准并开始设备采购;榆横—潍坊、蒙西-天津南、锡盟-江苏、上海庙-山东、山西-江苏5个特高压工程完成勘察设计采购;酒泉-湖南、丽江-深圳特高压工程预计也将于明年核准。国网公司还将于2018年底前建成准东-四川、蒙西-长沙等"五交五直"十个特高压工程。"十三五"能源规划提出,2020年我国将基本形成"五基两带"能源开发布局,重点建设山西、鄂尔多斯盆地、蒙东、西南、新疆五个重点能源基地和东部核电带、近海油气开发带,其中,五大能源基地的电力,均需要特高压进行运输。
- 通过特高压核心设备相关试验,静待特高压收入大幅增长 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。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,除中国西电,均属国网旗下,而公司是南瑞继保和许继电气之外,唯一具有跨区联网超高压工程直流控制保护设备业绩的供应商,具备特高压直流控制保护供货能力,技术实力雄厚。今年上半年,ABB四方公司中标南网500kv换流阀,800kv直流换流阀通过能源局、国网公司、南网公司、中电联技术鉴定,且已完成招标文件要求的相关试验,具备特高压直流换流阀供货能力。我们认为,在特高压工程大幅建设的前景下,公司有望突破性中标,特高压收入大幅增加。(单个特高压直流工程换流阀、控制保护合计约20亿元)
- 明后年电力电子、电厂自动化、国际业务等电网外市场保持快速增长 近年来,公司收入、利润稳步增长,2013年,营业收入同比增长 29.97%,净利润同比增长 25.76%。公司网外业务保持快速增长,收入占比从 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。2014年上半年,公司第二大业务电力电子产品、第三大业务发电厂自动化系统,以及轨道交通自动化系统、配网自动化系统,增长率均在 30%以上。公司不断拓展网外业务,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、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。

- 银行安防、新能源新材料等电网外市场取得快速突破 公司原为煤炭行业提供安防系统,近期在银行安防取得突破。公司有雄厚技术积淀,且银行安防、监控、后台管理等市场空间巨大,随着业务的突破,明后年有望成为增长亮点;公司安防系统还可能突破至其他工业领域,大幅提升收入。此外,公司在新能源、新材料等领域的研发和储备较多,未来更多新业务有望进一步拉动网外业务增长。
- 明年初产能将扩大30-40%,满足订单需求 今年以来,公司产能不足,导致公司交货延迟,订单的取得、收入的确认也受到一定影响。公司在保定的生产基地将于明年初释放产能,公司将增加30-40%的产能,如通过加班、倒班等措施,产能将进一步扩大。同时,公司保定基地土地充裕,可以满足公司未来5-10年的发展
- 二股东清算,持有的上市公司股份主要分配至公司管理层;管理层年龄较年轻,预计管理层将有更大的热情推动公司发展 2014年10月30日,四方股份二股东福瑞天翔股东会审议通过的《清算报告》,福瑞天翔所持有的四方股份的股份将按照其股东所占福瑞天翔的股权比例进行分配,我们预计将于2014年12月23日之后进行分配。本次共26,632,609股,分配至92名股东。其中,董事、监事和高管人员的王绪昭、赵瑞航、贾健、张友、张显忠、张忠理、祝朝晖共持有7145351股,以当前股价计算,约1.3亿元。七人承诺:在公司任职期间每年转让的股份不超过本人所持公司股份总数的百分之二十五,离职后半年内不转让本人所持有的公司股份。而2011年以来,公司执行的股权激励,每个高管最多仅5万股。我们认为,随着股份分配至个人,公司管理层将投入更大的热情为公司服务,推动公司做大做强,推动公司实现发展。另外,董事长、总裁、董秘等多名高管未纳入本次分配,而且纳入本次分配的高管仍有部分股份留在四方集团,我们认为,这代表公司管理层持续看好公司未来。
- **盈利预测与评级** 预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.91 元、1.21 元、1.68 元,对应估值分别为 21 倍、15 倍、11 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,同时管理层直接持股后有望加快公司发展,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

预测指标	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入 (百万元)	3053	3240	3974	5490
增长率(%)	30%	6%	23%	38%
归母净利润 (百万元)	371	370	494	684
增长率(%)	26%	0%	33%	39%
摊薄每股收益 (元)	0.91	0.91	1.21	1.68
ROE(%)	11.59%	10.70%	12.94%	15.89%



2014-2016 年盈利预测

证券代码:	60112	6.sh	股票价格:	18.75	投资评级:	买入		日期:	2014/12/8
财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					毎股指标				
ROE	12%	11%	13%	16%	EPS	0.91	0.91	1.21	1.68
毛利率	40%	40%	41%	41%	BVPS	7.84	8.49	9.36	10.57
期间费率	31%	30%	30%	29%	估值				
销售净利率	12%	11%	12%	12%	P/E	20.58	20.58	15.44	11.14
成长能力					P/B	2.39	2.21	2.00	1.77
收入增长率	30%	6%	23%	38%	P/S	2.50	2.35	1.92	1.39
利润增长率	26%	0%	33%	39%					
营运能力					利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
总资产周转率	0.65	0.63	0.69	0.79	营业收入	3053	3240	3974	5490
应收账款周转率	1.33	1.30	1.35	1.46	营业成本	1817	1945	2360	3239
存货周转率	2.55	2.53	2.94	2.72	营业税金及附加	31	32	40	55
偿债能力					销售费用	455	470	556	769
资产负债率	32%	32%	34%	38%	管理费用	458	486	576	769
流动比	2.63	2.57	2.53	2.39	财务费用	(4)	(0)	4	1
速动比	2.14	2.08	2.09	1.90	其他费用/(-收入)	17	0	0	(
					营业利润	313	307	437	64
资产负债表(百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	营业外净收支	115	121	134	144
现金及现金等价物	682	716	836	728	利润总额	427	428	571	792
应收款项	2299	2485	2940	3760	所得税费用	57	57	77	108
存货净额	712	780	815	1209	净利润	371	370	494	684
其他流动资产	82	87	107	148	少数股东损益	0	0	0	(
流动资产合计	3775	4069	4698	5845	归属于母公司净利润	371	370	494	684
固定资产	288	299	370	408					
在建工程	38	100	80	30	现金流量表(百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
无形资产及其他	258	293	280	266		(62)	267	282	5
长期股权投资	106	116	126	136	净利润	371	370	494	684
资产总计	4709	5122	5798	6930	少数股东权益	0	0	0	(
短期借款	50	80	100	120	折旧摊销	76	39	45	55
应付款项	831	931	1118	1552	公允价值变动	0	0	0	(
预收帐款	275	291	357	494	营运资金变动	(508)	(142)	(257)	(685
其他流动负债	278	278	278	278	投资活动现金流	118	(84)	(60)	
流动负债合计	1434	1581	1853	2444	资本支出	(36)	(74)	(50)	1
长期借款及应付债券	0	0	50	100	长期投资	(54)	(10)	(10)	(10
其他长期负债	79	79	79	79	其他	207	0	0	. (
长期负债合计	79	79	129	179	筹资活动现金流	(22)	(75)	(70)	(124
负债合计	1512	1660	1982	2623	债务融资	(40)	30	70	70
股本	407	407	407	407	权益融资	10	0	0	(
股东权益	3197	3463	3816	4307	其它	8	(105)	(140)	(194
负债和股东权益总计	4709	5122	5798	6929	现金净增加额	34	108	152	(68)



【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、展示或以其他任何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%。