

2015年3月23日

公司研究

评级：买入

研究所  
证券分析师：谭倩 S0350512090002  
010-88576939-808 [tanq@ghzq.com.cn](mailto:tanq@ghzq.com.cn)  
联系人：李恩国  
010-88576878-812 [lieg@ghzq.com.cn](mailto:lieg@ghzq.com.cn)

## 电改推进信息技术与智能电网融合，看好智能电网、配网自动化龙头——四方股份（601126）点评报告

### 事件：

当前，媒体报道，中共中央、国务院《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》已经内部印发，不久将正式发布。文件明确：积极发展融合先进储能技术、信息技术的微电网和智能电网技术；鼓励社会资本投资成立售电主体。

2015年3月2日，四方股份发布公告，公司拟联合张宁等5名自然人共同出资2000万元设立北京四方创能光电科技有限公司；联合沈伟芬等6名自然人出资1亿元设立南京四方开关有限公司。其中，公司在四方创能光电持股72%；在四方开关持股85%。设立北京四方则可为实现铜铟镓硒（CIGS）薄膜太阳能电池组件大规模产线设备国产化、产业化、系列化，全面进入市场推广销售奠定坚实基础。通过设立四方开关，可以为电网公司提供包含一、二次设备在内的全系列智能配电网产品及解决方案。

### 主要观点：

#### 1、新电改方案明确储能技术、信息技术与微电网、智能电网融合，我们看好可提供控制保护、调度、运行、检修、故障处理的配网自动化、智能电网龙头四方股份，四方股份还可能进军售电行业，成为兼具设备生产、调度运营的专业配电网售电公司

电改之前，由电网公司负责电力的调度、运行、输送、配送、运行、检修、销售、故障处理，而电力设备公司仅负责提供一、二次设备，电网公司有处理几乎所有业务。

而随着电改的实施，多种售电主体将成立，供水供气公司、新能源发电企业、电力设备企业、高新技术开发区等都可能进入售电行业，而部分公司不具备电力控制保护、调度、运行、检修、故障处理、配网建设的经验及能力。我们认为，此类售电主体，将需要专业的调度、运行、检修、控制保护、故障处理公司作为支持。

为解决此类问题，电改文件明确，积极开展电力侧需求和能效管理，通过运用现代信息技术、培育电能服务、实现需求响应。四方股份作为智能电网、配网自动化龙头，将可能为新成立的小型电网公司提供相关技术支持，并从设备销售向技术支持、调度运行转型。四方股份作为控制保护、调度、运行、检修、故障处理的公司，还可能参与电力销售收入的分成。

电改文件还明确鼓励社会资本投资成立售电主体，我们认为，四方股份作为智能电网、配网自动化、电力电子龙头，还可以进入电力销售行业，成为售电主体，成为兼具设备生产、调度运营的专业配电网售电公司。

#### 2、进军薄膜太阳能电池组件领域，进一步拓展低压一、二次设备市场

2015年3月2日，四方股份发布公告，设立北京四方创能光电科技有限公司和南京四方开关有限公司。

公司是国内领先的输变电一、二次设备核心供应商，而公司一次设备主要集中在高压部分。设立北京四方则可为

实现铜铟镓硒（CIGS）薄膜太阳能电池组件大规模产线设备国产化、产业化、系列化，全面进入市场推广销售奠定坚实基础。通过设立四方开关，可以为电网公司提供包含一、二次设备在内的全系列智能配电网产品及解决方案，提升低电压一、二次设备的市场占有率。

公司作为太阳能电池组件生产商，作为高、低压电网一、二次设备龙头，可能充分利用自身太阳能领域、智能电网领域、特高压、配网领域的优势，拓展在电力调度运营、配电售电领域的业务。

### 3、雾霾严重，直流特高压即将进入审批高峰，公司大幅受益

东部煤炭燃烧量大，是雾霾的重要原因，未来东部地区新增电力主要靠特高压运输。两会明确支持发展水电、新能源，西部水电、大型光伏和风电都需要依赖特高压输送。

自2014年起，特高压首次获得从主席、国务院、能源局、发改委和国网的联合推动，发展加速，2014年以来，已有“三交一直”特高压获批，国网明确2015年年上半年核准“两交四直”6个特高压工程。在2015年地方政府两会上，多个省市政府工作报告明确提出发展特高压。我们认为，直流特高压较交流特高压更有优势，更受国家领导人、地方政府、技术专家认可，而近期交流特高压审批明显快于直流特高压，预计直流即将进入审批高峰。

在2014年底完成的宁东-绍兴直流特高压设备采购中，公司（含ABB四方公司）中标数个标包。我们认为，特高压直流的审批将大幅提升公司今明两年的利润。

### 4、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。2014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）

### 5、今年电力电子、电厂自动化等市场保持稳定增长

近年来，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，2014年还在工业领域、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。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，公司电力电子、电厂自动化等业务保持稳定增长。

### 6、银行安防、新能源新材料等电网外市场取得快速突破

公司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。

## 7、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12月，四方股份二股东福瑞天翔清算，26,632,609股分配至92名股东。其中，7名董事、监事和高管共持有7145351股，以当前股价计算，约1.3亿元。此7名管理人员持有的股份在2015年6月底才可以出售，且每年只能出售持有股份的25%。

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。

## 8、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 26 倍、20 倍、14 倍。公司受益电力体制改革，受益太阳能行业大发展，正步入特高压、配网收入快速增长，电网外业务稳定增长阶段，同时管理层直接持股后有望加快公司发展，维持“买入”评级。

## 9、风险提示

电改推进低于预期，薄膜电池组件推进低于预期，特高压、配网建设低于预期；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: 601126.sh 股票价格: 23.76 投资评级: 买入 日期: 2015/3/23

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%	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%	<b>估值</b>				
销售净利率	12%	11%	12%	12%	P/E	26.07	26.08	19.56	14.12
<b>成长能力</b>					P/B	3.03	2.80	2.54	2.25
收入增长率	30%	6%	23%	38%	P/S	3.16	2.98	2.43	1.76
利润增长率	26%	0%	33%	39%					
<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	0.69	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
<b>偿债能力</b>					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	11
速动比	2.14	2.08	2.09	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	437	648
现金及现金等价物	682	716	836	728	营业外净收支	115	121	134	144
应收款项	2299	2485	2940	3760	利润总额	427	428	571	792
存货净额	712	780	815	1209	所得税费用	57	57	77	108
其他流动资产	82	87	107	148	净利润	371	370	494	684
<b>流动资产合计</b>	<b>3775</b>	<b>4069</b>	<b>4698</b>	<b>5845</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	494	684
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)	267	282	55
<b>资产总计</b>	<b>4709</b>	<b>5122</b>	<b>5798</b>	<b>6930</b>	净利润	371	370	494	684
短期借款	50	80	100	120	少数股东权益	0	0	0	0
应付款项	831	931	1118	1552	折旧摊销	76	39	45	55
预收帐款	275	291	357	494	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)	(142)	(257)	(685)
<b>流动负债合计</b>	<b>1434</b>	<b>1581</b>	<b>1853</b>	<b>2444</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>1660</b>	<b>1982</b>	<b>2623</b>	筹资活动现金流	(22)	(75)	(70)	(124)
股本	407	407	407	407	债务融资	(40)	30	70	70
股东权益	3197	3463	3816	4307	权益融资	10	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4709</b>	<b>5122</b>	<b>5798</b>	<b>6929</b>	其它	8	(105)	(140)	(194)
					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%。