

2015年3月31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
联系人：李恩国
010-88576878-812 lieg@ghzq.com.cn

业绩略降源于投资收益下滑、资产减值计提，智能电网龙头有望大幅受益能源互联网、电改——四方股份（601126）点评报告

事件：

四方股份发布 2014 年年报，营业收入 32.6 亿元，同比增加 6.93%；净利润 3.41 亿元，同比下降 8.02%、0.3 亿元。

主要观点：

1、2014年利润下滑主要源于联营企业的投资收益下滑、资产减值增加；2015年收入、利润将稳定增长。

2014年，公司营业收入32.6亿元，同比增加6.93%；净利润3.41亿元，同比下降8.02%、0.3亿元。

我们认为，业绩下滑有以下几个主要因素：公司对联营企业的投资收益下滑2582万元；公司资产减值损失自2013年的3733万增至6708万元，增加2975万元；公司向保定厂区搬迁，导致费用增加；同时，2014年，全国主要电力企业电力工程建设完成投资7764亿元，同比增长0.5%，增长较少。

2014年，公司技术、业绩继续保持行业领先地位，并引领行业科技发展。公司在国网各批次集中招标、南网框架招标中标总额位列第一军团，公司行业总排名稳居前三，中标多个特高压项目，多个配网主站终端项目，中标世界上首个大容量柔直与常规直流组合模式的直流工程控制保护设备，中标多个省区的电网稳控系统项目，突破性中标变电站仿真培训系统，突破性中标航空、钢铁等多个行业电源项目。

2015年，随着国家加大对智能电网、配网自动化等能源互联网的投资，加大对工业4.0的投资，公司作为智能电网领域内排名前三的厂家，作为工业自动化受益标的，收入、利润将稳定增长。

2、智能电网龙头有望成为能源互联网龙头，受益电改

李克强总理在政府工作报告明确提出“互联网+”，电改方案明确储能技术、信息技术与微电网、智能电网融合，随着分布式发电、特高压、智能电网、微电网、新能源汽车、信息技术、储能技术的融合，能源互联网已成为行业不可阻挡的趋势。四方股份作为智能电网、配网自动化龙头，继电保护与自动化设备市场占有率行业前三，有望成为能源互联网龙头。

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。

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、运维、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售电公司。

3、设立四方创能、四方开关两公司，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。

4、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、大型光伏和风电站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，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。

四方股份在特高压工程中中标金额不算大，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，彰显了公司的行业地位。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）中标穿墙套管、断路器等数个标包。

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。

5、银行安防、新能源新材料等电网外市场取得快速突破

2014年公司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，预计有望带来千万到数千万级别的净利润；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。

6、二股东清算，股权分配至公司管理层，管理层动力更强

2014年12月底，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。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推动公司做大做强。另外，董事长、总裁、董秘等多名高管持有四方集团股份，且未纳入本次分配；纳入本次分配的高管仍有股份留在四方集团，我们认为，这代表公司管理层持续看好公司未来。

7、盈利预测与评级

预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.17 元、1.63 元、1.89 元，对应估值分别为 25 倍、18 倍、15 倍。公司受益能源互联网建设，受益电力体制改革，受益太阳能行业大发展，受益特高压建设，电力电子、银行安防等网外业务有望快速增长，同时管理层直接持股后有望加快公司发展，维持“买入”评级。

8、风险提示

能源互联网建设低于预期，电改推进低于预期，特高压建设低于预期；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	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	3264	3630	4276	5073
增长率(%)	7%	11%	18%	19%
归母净利润（百万元）	341	477	661	768
增长率(%)	-8%	40%	39%	16%
摊薄每股收益（元）	0.84	1.17	1.63	1.89
ROE(%)	9.90%	12.69%	15.77%	16.37%

2015-2017 年盈利预测

证券代码: 601126.sh 股票价格: 28.88 投资评级: 买入 日期: 2015/3/31

财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					每股指标				
ROE	10%	13%	16%	16%	EPS	0.84	1.17	1.63	1.89
毛利率	40%	40%	40%	40%	BVPS	8.46	9.23	10.29	11.53
期间费率	31%	30%	28%	27%	估值				
销售净利率	10%	13%	15%	15%	P/E	34.46	24.64	17.77	15.28
成长能力					P/B	3.41	3.13	2.81	2.50
收入增长率	7%	11%	18%	19%	P/S	3.60	3.24	2.75	2.31
利润增长率	-8%	40%	39%	16%					
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
总资产周转率	0.64	0.66	0.70	0.74	营业收入	3264	3630	4276	5073
应收账款周转率	1.24	1.30	1.35	1.40	营业成本	1943	2171	2546	3029
存货周转率	2.68	2.68	2.74	2.81	营业税金及附加	33	36	43	51
偿债能力					销售费用	495	537	569	660
资产负债率	32%	32%	32%	32%	管理费用	481	508	582	675
流动比	2.61	2.59	2.71	2.80	财务费用	1	10	10	9
速动比	2.13	2.10	2.19	2.26	其他费用/(-收入)	(39)	54	104	104
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业利润	272	421	631	754
现金及现金等价物	486	583	740	895	营业外净收支	109	121	121	121
应收款项	2636	2784	3163	3614	利润总额	381	542	752	875
存货净额	725	823	943	1097	所得税费用	45	65	91	106
其他流动资产	97	108	128	151	净利润	336	477	661	768
流动资产合计	3945	4298	4974	5757	少数股东损益	(5)	0	0	0
固定资产	291	480	432	389	归属于母公司净利润	341	477	661	768
在建工程	218	100	100	100					
无形资产及其他	280	315	301	286	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
长期股权投资	86	86	86	86	经营活动现金流	11	379	366	399
资产总计	5075	5534	6148	6873	净利润	336	477	661	768
短期借款	97	127	147	167	少数股东权益	(5)	0	0	0
应付款项	841	937	1064	1224	折旧摊销	85	43	64	58
预收帐款	168	187	220	262	公允价值变动	0	0	0	0
其他流动负债	406	406	406	406	营运资金变动	(405)	(141)	(359)	(428)
流动负债合计	1512	1658	1838	2059	投资活动现金流	(132)	(71)	48	43
长期借款及应付债券	65	65	65	65	资本支出	(183)	(71)	48	43
其他长期负债	54	54	54	54	长期投资	20	0	0	0
长期负债合计	119	119	119	119	其他	31	0	0	0
负债合计	1632	1777	1957	2178	筹资活动现金流	217	(134)	(207)	(244)
股本	407	407	407	407	债务融资	112	30	20	20
股东权益	3444	3756	4190	4695	权益融资	0	0	0	0
负债和股东权益总计	5075	5534	6147	6873	其它	105	(164)	(227)	(264)
					现金净增加额	97	174	207	198

【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%。