

受益特高压与配网大投资，收入下滑态势望逐步扭转

■收入状况有望好转，中期10转10彰显十足信心：公司上半年实现营业收入12.21亿元，同比下降5.33%，归属于母公司的净利润7654.6万元，同比下降22.94%，EPS0.19元。公司收入下滑主要系受宏观经济下行，部分下游行业投资减少而导致的新增订单减少所致，预计随着下半年至明年订单状况的好转，公司收入将稳步回升。另外公司中期利润方案计划以资本公积金向全体股东每10股转增10股，彰显公司对未来发展十足信心。

■特高压、配网陆续中标，巨量投资促公司未来订单再上层楼：2015上半年，公司保护及变电站自动化设备接连中标特高压交直流项目，比例位列行业第一梯队；同时公司持股50%的ABB四方在特高压直流项目中斩获换流阀1/4市场份额（约7.3亿元），此次中标是其首次获得特高压直流主设备订单，具有极强前瞻意义；另一方面，随着我国配网侧投资大浪潮的兴起（2015~2020年配网投资预计达2万亿），公司作为配网终端的行业领先者与具备智能成套设备（开关类）供应能力的优质厂商，定将受益匪浅。

■微网技术储备丰富，期待更多项目落地：公司微网相关技术储备相当丰富，很早便承接过一些实验性微网项目，今年上半年公司中标浙江省“交直流微电网变流系统研制”等项目，进一步验证了公司在微网侧的突出技术实力。

■参股售电公司，转型能源服务商步伐加快：公司参股宁夏售电，抢先卡位未来将要放开的售电市场；作为国内二次设备领先企业，公司拥有着丰富的数据积累，未来售电牌照只是必要条件，真正的成功还在于通过大数据分析获取用户使用偏好，抓住用户需求侧市场，产生客户粘性，公司优势明显。

■新设国防业务单元，打造未来全新增长极：公司上半年新设国防业务单元，谋求以自身有技术优势为基础，结合军队需求，设计生产出符合客户要求的定制化产品。未来发力方向有：大容量电能变换技术（适用海军舰船电力系统），国防工程供配电保护产品与军队边防等领域的微电网项目等；结合国家目前倡导的军民融合政策，新设国防业务有望在未来成为公司业务的全新增长极。

■投资建议：我们看好在特高压与配网大投资背景下，公司的未来发展；预计公司2015-2017年EPS分别为0.99元、1.27元、1.68元，给予“买入-A”投资评级，按照200亿市值估值，12个月目标价50元。

■风险提示：电网建设投资低于预期风险，新领域拓展低于预期的风险

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,052.6	3,264.1	3,708.0	4,385.1	5,382.3
净利润	370.5	340.8	402.8	518.2	682.8
每股收益(元)	0.91	0.84	0.99	1.27	1.68
每股净资产(元)	7.84	8.46	9.15	10.04	11.22

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	28.7	31.2	26.4	20.5	15.5
市净率(倍)	3.3	3.1	2.9	2.6	2.3
净利润率	12.1%	10.4%	10.9%	11.8%	12.7%
净资产收益率	11.6%	9.9%	10.8%	12.7%	15.0%
股息收益率	1.1%	1.0%	1.1%	1.5%	1.9%
ROIC	13.7%	9.6%	9.7%	13.4%	15.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

12个月目标价

50.00元

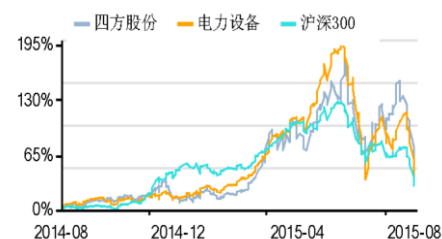
股价(2015-08-27)

26.11元

交易数据

总市值(百万元)	10,615.96
流通市值(百万元)	10,615.96
总股本(百万股)	406.59
流通股本(百万股)	406.59
12个月价格区间	15.20/42.48元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	3.14	7.91	30.19
绝对收益	-12.91	-30.22	67.91

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024
huangsh@essence.com.cn
010-66581627

报告联系人

相关报告

中期10转10利好，转型再塑业绩成长空间	2015-07-14
现金流大幅改善，直流业务是亮点	2013-10-25
业绩超预期，业务全面开花	2013-08-23

1. 收入状况有望好转，中期 10 转 10 彰显十足信心

四方股份公布 2015 年中报，公司上半年实现营业收入 12.21 亿元，同比下降 5.33%，归属于母公司的净利润 7654.6 万元，同比下降 22.94%，其中二季度单季实现收入 7.43 亿元，同比下降 2.58%，实现归母净利润 6686.8 万元，同比下降 25.94%，EPS0.19 元；公司收入下滑主要系受宏观经济下行，主要下游行业投资减少而导致的新增订单减少所致，业绩下滑部分原因系本期资产减值损失计提大幅增加所致（同比增加 45.2%）。预计随着下半年至明年订单状况的好转，公司收入将稳步回升。另外公司公布中期利润分配方案，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股，彰显公司对未来发展的十足信心。

分业务方面，继保及变电站自动化系统、电力电子产品、发电厂自动化系统分别确认 7.52 亿/1.93 亿/1.22 亿元收入，3 项业务收入总和占比 87.4%，构成公司主要收入来源，其中电力电子产品收入下滑居首，同比下滑 6.65%，其余分业务中轨交自动化系统收入下滑较明显，同比下滑 21.3%；分地区收入方面，2015 上半年公司实现海外收入 4027.1 万元，同比增长 48.7%，主要系公司海外市场积极突破，中标了“马来西亚巴林基安 2*300MW 燃煤电厂”等具有示范意义的优质项目，相信随着对海外市场的不断开拓，公司海外收入未来将进入持续增长态势。

公司产品毛利率 43.5%，较上年增长 0.8 个 pct，主要系公司继保等主要收入来源毛利率提升所致；费用率方面，公司 2015 年上半年期间费用率为 37.9%，较去年同期增长 2.7 个 pct，其中销售/管理/财务费用率分别变动-0.02/2.54/0.27 个 pct，管理费用率上升较多主要系公司本期研发投入增加所致。

公司经营性现金流净额为-2.28 亿元，较上年同期流出略有减少。

2. 特高压、配网陆续中标，巨量投资促公司未来订单再上层楼

2015 上半年，公司保护及变电站自动化设备接连在榆横-潍坊、蒙西-天津南两条特高压交流项目及灵绍特高压直流项目中中标，中标比例位列行业第一梯队；同时公司持股 50% 的 ABB 四方近期又在酒泉-湖南，晋北-江苏特高压直流项目中斩获换流阀 1/4 市场份额（中标价 7.3 亿元），此次中标是其首次获得特高压直流主设备订单，具有极强前瞻意义；预计随着未来特高压直流线路的大力投资，ABB 四方将为公司业绩带来巨大弹性。

配网方面，公司所布局的开关类一次设备已实现智能成套设备供应水平，中标了包括“广西配网自动化成套设备（全年 40% 份额）及天津等多地配网协议库存项目；同时公司终端产品延续行业领先优势，在国网集招中继续名列前茅。随着我国配网侧投资大浪潮的兴起（2015~2020 年配网投资预计达 2 万亿），公司定将受益匪浅。

3. 微网技术储备丰富，新能源业务稳步发展

公司微网相关技术储备相当丰富，很早便承接过一些实验性微网项目，今年上半年公司中标浙江省“交直流微电网变流系统研制”和“浙江配电网接纳分布式电源适应性与并网技术研究”项目，进一步验证了公司在微网侧的突出技术实力。未来微电网中除了接入分布式新能源外，储能、新能源汽车充电都可接入，公司望转型成为微网的运营者，实现业务链条的进一步延伸，挖掘更多利润空间。

新能源方面，公司保持稳步发展态势，2015 上半年中标了诸如哈密塔城地区（新疆最大风电区）风电 220kV 汇集站工程、中兴能源巴基斯坦 900MW 光伏保护定值整定项目（“一带一路”战略首个落地项目）等含义重大，示范效应突出的项目，为今后新能源业务的再度拓展打下坚实基础。

4. 参股售电公司，转型能源服务商步伐加快

公司 6.27 日发布公告，拟以自有资金出资 250 万元参股宁夏售电有限公司，抢先卡位未来将要放开的售电市场；公司作为国内二次设备领先企业，在继电保护与变电站自动化领域有着丰富的数据积累，未来售电公司的售电牌照只是必要条件，真正的成功还在于通过大数据分析获取用户使用偏好，抓住用户需求侧市场，产生客户粘性，公司优势明显。

成功参股宁夏售电公司后，未来公司还有可能将业务领域在能源服务领域进一步布局，售电业务也将和电力工程、电力项目投资等业务结合，并向能源互联网中的多商业模式寻求机会。

5. 新设国防业务单元，打造未来全新增长极

公司上半年新设国防业务单元，谋求以自身有技术优势为基础，通过与军队科研院所和国防建设一线客户的沟通，设计生产出符合客户要求的定制化产品。未来发力方向有：大容量电能变换技术、系统网络结构（适用海军舰船电力系统），国防工程供配电保护产品与军队边防等领域的微电网项目等；结合国家目前倡导的军民融合发展政策，新设国防业务有望在未来成为公司业务的全新增长极。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年08月28日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,052.6	3,264.1	3,708.0	4,385.1	5,382.3	成长性					
减:营业成本	1,816.5	1,943.2	2,220.7	2,649.9	3,284.0	营业收入增长率	30.0%	6.9%	13.6%	18.3%	22.7%
营业税费	30.6	33.0	37.1	44.0	54.1	营业利润增长率	16.3%	-13.0%	24.0%	35.2%	38.0%
销售费用	455.4	495.0	559.9	662.2	812.7	净利润增长率	25.8%	-8.0%	18.2%	28.7%	31.8%
管理费用	458.0	480.5	533.9	592.0	699.7	EBITDA 增长率	25.6%	-6.7%	20.6%	30.9%	34.5%
财务费用	-3.9	1.4	-1.0	6.0	22.3	EBIT 增长率	25.4%	-11.4%	23.0%	37.4%	41.1%
资产减值损失	37.3	67.1	70.0	75.0	80.0	NOPLAT 增长率	35.6%	-10.0%	23.0%	37.4%	41.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	29.1%	21.5%	-0.7%	22.7%	10.3%
投资和汇兑收益	53.9	28.1	50.0	100.0	200.0	净资产增长率	10.9%	7.7%	8.2%	9.7%	11.7%
营业利润	312.5	272.0	337.3	456.1	629.5	利润率					
加:营业外净收支	114.7	109.0	119.9	132.1	145.5	毛利率	40.5%	40.5%	40.1%	39.6%	39.0%
利润总额	427.2	381.0	457.2	588.2	775.0	营业利润率	10.2%	8.3%	9.1%	10.4%	11.7%
减:所得税	56.7	45.3	54.4	70.0	92.2	净利润率	12.1%	10.4%	10.9%	11.8%	12.7%
净利润	370.5	340.8	402.8	518.2	682.8	EBITDA/营业收入	12.6%	11.0%	11.7%	12.9%	14.1%
						EBIT/营业收入	10.1%	8.4%	9.1%	10.5%	12.1%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	34	32	28	23	17
货币资金	682.2	486.4	632.4	657.8	807.3	流动营业资本周转天数	181	213	209	212	216
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	425	426	412	411	408
应收帐款	2,205.9	2,538.4	2,817.5	3,516.6	4,257.8	应收帐款周转天数	227	262	260	260	260
应收票据	93.1	97.9	108.1	135.5	163.5	存货周转天数	81	79	78	79	79
预付帐款	75.0	87.3	97.8	123.0	150.6	总资产周转天数	530	540	517	492	467
存货	711.8	725.0	878.8	1,035.0	1,336.8	投资资本周转天数	264	308	296	278	262
其他流动资产	7.4	10.2	11.0	11.0	11.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	11.6%	9.9%	10.8%	12.7%	15.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.9%	6.6%	7.2%	8.1%	9.0%
长期股权投资	105.6	85.7	85.7	85.7	85.7	ROIC	13.7%	9.6%	9.7%	13.4%	15.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	287.6	290.8	295.0	271.7	229.0	销售费用率	14.9%	15.2%	15.1%	15.1%	15.1%
在建工程	38.2	217.9	152.6	106.8	74.8	管理费用率	15.0%	14.7%	14.4%	13.5%	13.0%
无形资产	295.0	293.5	258.4	223.3	188.2	财务费用率	-0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.4%
其他非流动资产	207.5	242.1	240.6	240.6	240.6	三费/营业收入	29.8%	29.9%	29.5%	28.7%	28.5%
资产总额	4,709.4	5,075.4	5,577.9	6,407.0	7,545.3	偿债能力					
短期债务	50.0	97.1	-	161.4	388.6	资产负债率	32.1%	32.1%	33.2%	36.2%	39.5%
应付帐款	817.9	838.1	1,061.9	1,205.2	1,604.4	负债权益比	47.3%	47.4%	49.7%	56.7%	65.2%
应付票据	53.0	78.7	69.3	107.3	111.6	流动比率	2.63	2.61	2.53	2.64	2.32
其他流动负债	512.6	498.3	666.1	598.6	799.0	速动比率	2.14	2.13	2.04	2.14	1.86
长期借款	-	65.1	-	191.0	20.4	利息保障倍数	-78.16	195.93	-338.57	77.47	29.23
其他非流动负债	78.6	54.4	55.0	55.0	55.0	分红指标					
负债总额	1,512.1	1,631.7	1,852.3	2,318.6	2,979.0	DPS(元)	0.28	0.25	0.30	0.38	0.50
少数股东权益	9.8	4.7	4.7	4.7	4.7	分红比率	30.2%	29.8%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	406.6	406.6	406.6	406.6	406.6	股息收益率	1.1%	1.0%	1.1%	1.5%	1.9%
留存收益	2,780.9	3,032.4	3,314.3	3,677.1	4,155.0						
股东权益	3,197.3	3,443.6	3,725.6	4,088.4	4,566.3						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.91	0.84	0.99	1.27	1.68
净利润	370.5	335.7	402.8	518.2	682.8	BVPS(元)	7.84	8.46	9.15	10.04	11.22
加:折旧和摊销	77.7	88.1	96.3	104.2	109.8	PE(X)	28.7	31.2	26.4	20.5	15.5
资产减值准备	37.3	67.1	-	-	-	PB(X)	3.3	3.1	2.9	2.6	2.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-46.3	-193.7	40.0	58.7	30.0
财务费用	-4.7	4.1	-1.0	6.0	22.3	P/S	3.5	3.3	2.9	2.4	2.0
投资损失	-53.9	-28.1	-50.0	-100.0	-200.0	EV/EBITDA	18.6	18.6	23.0	18.1	13.4
少数股东损益	-	-5.1	-	-	-	CAGR(%)	11.8%	26.7%	11.0%	11.8%	26.7%
营运资金的变动	-547.9	-455.6	-72.2	-794.0	-494.7	PEG	2.4	1.2	2.4	1.7	0.6
经营活动产生现金流量	-62.0	11.2	375.9	-265.6	120.2	ROIC/WACC	1.3	0.9	0.9	1.3	1.5
投资活动产生现金流量	117.5	-131.8	50.0	100.0	200.0	REP	2.2	2.4	3.5	2.2	1.7
融资活动产生现金流量	-135.3	22.6	-279.9	191.0	-170.6						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

黄守宏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

