

2015年9月1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 S0350114090006
010-88576878-812 lieg@ghzq.com.cn

配网、特高压投资大幅增加，公司持续受益——四方股份（601126）点评报告

事件：

公司发布2015年半年报，2015年上半年，营业收入12.21亿元，同比下降5.33%；净利润7655万，下降22.94%。

主要观点：

1、2015年上半年净利润下降，主要原因是电网投资略降、管理费用提升、投资收益下滑。

2015年上半年，营业收入12.21亿元，同比下降5.33%；净利润减少2279万，至7655万，同比下降22.94%。

我们认为，公司收入、利润下滑，主要原因是：上半年全国电网投资略降0.8%，导致公司收入略有下降；同时，管理费用增加1896万、投资收益减少1170万元，导致利润下滑。

随着积极财政政策的实施，随着电网投资大幅增加，预计公司收入将快速增长；同时，随着ABB四方公司确认去年的大额订单，预计投资收益将快速增长。

2、配网、农网投资将大幅增加，公司作为二次设备龙头，积极推进一次设备生产，大幅受益。

2015年7月，国网将农网投资从年初的902亿调整至1576亿，河北、山东、重庆、宁夏、河南等地区也明确加大配网投资。过去几年，国网每年完成2批配网设备的集中招标，而今年已完成两次配网集中招标。我们预计，为完成配网、农网投资计划，今年还将开展1-2批次配网集中招标，配网、农网投资大幅增加。南方电网也明确加大农网投资改造。

公司二次设备技术、业绩在行业内处于领导地位；2015年3月，公司设立四方开关公司，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，预计将大幅提升低电压一、二次设备的市场占有率。预计公司将大幅受益配网、农网建设。

3、ABB四方公司突破性中标特高压换流阀，未来市场空间广阔，大幅提升上市公司利润

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，“四交三直”7条特高压获批，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，已进入审批、招标高峰，预计2015年下半年，还将有3-4个直流特高压获批。

我们于2014年10月发布四方股份深度报告，核心逻辑之一是四方股份（ABB四方公司）有望于2015年突破性中标直流特高压换流阀，公司中标直流特高压换流阀，约7.3亿，业务迈出关键步伐，印证了我们之前的推荐逻辑。四方股份还牢牢占据了直流特高压工程保护信息管理子站、稳定控制装置、监控系统等市场，未来将持续受益。

4、管理层持续看好公司未来。

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月底解禁，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。

2015年7月，公司多名管理层承诺，未来六个月内不减持其所持有的公司股票，股价跌幅过大将买入股票，代表管理层对公司发展有信心。

5、参股售电公司，智能电网龙头有望成为能源互联网龙头，受益电改

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，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、运行维护转型。

四方股份积极进军售电侧，参股售电公司，未来有望成为成为兼具设备生产、检修运营的专业配电网售电公司。

公司还中标多个光伏、风电、微电网项目，中标多个铁路、石油、石化监控项目，有望成为能源互联网龙头。

6、银行安防、薄膜太阳能电池组件、新能源新材料等电网外市场有望取得快速突破

公司在银行安防持续取得突破。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。

2015年3月，四方股份公告设立北京四方创能光电科技有限公司，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。

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、盈利预测与评级

预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.93 元、1.33 元、1.72 元，对应估值分别为 30 倍、21 倍、16 倍。公司大请务必阅读正文后免责条款部分

幅受益特高压、配网建设；公司作为智能电网龙头有望大幅受益能源互联网建设、电改，受益新能源大发展，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；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	3135	3712	4415
增长率(%)	7%	-4%	18%	19%
归母净利润（百万元）	341	379	541	698
增长率(%)	-8%	11%	42%	29%
摊薄每股收益（元）	0.84	0.93	1.33	1.72
ROE(%)	9.90%	10.27%	13.36%	15.48%

2015-2017 年盈利预测

证券代码:	601126.sh	股票价格:	27.81	投资评级:	买入	日期:	2015/8/31		
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%	10%	13%	15%	EPS	0.84	0.93	1.33	1.72
毛利率	40%	40%	41%	40%	BVPS	8.46	9.07	9.94	11.07
期间费率	31%	32%	30%	30%	估值				
销售净利率	10%	12%	15%	16%	P/E	33.18	29.81	20.92	16.21
成长能力					P/B	3.29	3.07	2.80	2.51
收入增长率	7%	-4%	18%	19%	P/S	3.46	3.61	3.05	2.56
利润增长率	-8%	11%	42%	29%					
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
总资产周转率	0.64	0.59	0.64	0.68	营业收入	3264	3135	3712	4415
应收账款周转率	1.24	1.30	1.35	1.40	营业成本	1943	1884	2207	2632
存货周转率	2.68	2.68	2.74	2.81	营业税金及附加	33	31	37	44
偿债能力					销售费用	495	483	535	640
资产负债率	32%	31%	31%	31%	管理费用	481	473	531	618
流动比	2.61	2.71	2.79	2.88	财务费用	1	8	8	7
速动比	2.13	2.23	2.30	2.37	其他费用/(-收入)	(39)	54	100	200
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业利润	272	310	494	674
现金及现金等价物	486	872	985	1144	营业外净收支	109	121	121	121
应收款项	2636	2405	2746	3145	利润总额	381	431	615	795
存货净额	725	714	818	953	所得税费用	45	52	75	97
其他流动资产	97	94	111	132	净利润	336	379	541	698
流动资产合计	3945	4084	4660	5374	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	379	541	698
在建工程	218	100	100	100	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
无形资产及其他	280	315	301	286	经营活动现金流	11	635	281	377
长期股权投资	86	86	86	86	净利润	336	379	541	698
资产总计	5075	5320	5834	6489	少数股东权益	(5)	0	0	0
短期借款	97	127	147	167	折旧摊销	85	43	64	58
应付款项	841	813	922	1063	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	168	162	191	228	营运资金变动	(405)	213	(324)	(378)
其他流动负债	406	406	406	406	投资活动现金流	(132)	(71)	48	43
流动负债合计	1512	1508	1667	1864	资本支出	(183)	(71)	48	43
长期借款及应付债券	65	65	65	65	长期投资	20	0	0	0
其他长期负债	54	54	54	54	其他	31	0	0	0
长期负债合计	119	119	119	119	筹资活动现金流	506	(100)	(166)	(220)
负债合计	1632	1628	1787	1984	债务融资	112	30	20	20
股本	407	407	407	407	权益融资	0	0	0	0
股东权益	3444	3693	4047	4505	其它	394	(130)	(186)	(240)
负债和股东权益总计	5075	5320	5834	6489	现金净增加额	386	464	163	201

【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。

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。

杨雪：香港中文大学会计硕士，武汉大学金融学、法学双学士，2年证券从业经历，2015年进入国海证券，从事环保与公用事业上市公司研究。

石金漫：香港理工大学工商管理硕士，电气工程及其自动化学士，2015年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

傅鸿浩：中国科学院工学硕士，华中科技大学工学学士，两年发电央企战略分析经验，2015年进入国海证券，从事电力、天然气行业及上市公司研究。

【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%。