

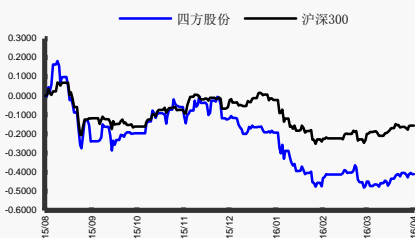
研究所

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 S0350114090006  
010-88576878-812 [lieg@ghzq.com.cn](mailto:lieg@ghzq.com.cn)

低估值、优质智能电网龙头，网外业务持续拓展

——四方股份（601126）2015 年报点评

近 12 个月四方股份走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
四方股份	11.8	-18.8	-26.4
沪深300	4.1	9.3	-24.4

市场数据 2016/4/4

当前价格（元）	9.70
52周价格区间（元）	8.32-43.4
总市值（百万）	7887.77
流通市值（百万）	7887.77
总股本（万股）	81317.20
流通股（万股）	81317.20
日均成交额（百万）	171.82
近一月换手（%）	26.33

相关报告

《四方股份（601126）：配网、特高压投资大幅增加，公司持续受益（买入）》，2015.9.1

《四方股份（601126）：ABB 四方突破性中标特高压换流阀，智能电网龙头有望大幅受益能源互联网、电改（买入）》，2015.8.6

《四方股份（601126）：管理层持续看好，有望大幅受益能源互联网、电改、特高压（买入）》，2015.7.13

事件：

2016年3月31日，公司发布2015年年报，营业收入33.06亿元，同比增加1.28%；净利润3.44亿，增长0.98%。

点评：

1、2015 年利润略增，与其他行业龙头相比，表现优秀

南瑞集团、许继电气、四方股份，是我国仅有的三家具备500KV直流控制保护设备供货业绩、800KV直流控制保护生产能力的公司，也是行业专家认可的二次设备龙头。

2015年，我国经济下行明显，许继电气利润下滑32%，国电南瑞利润下滑13%（wind一致预测），而四方股份利润略增，相对许继电气、国电南瑞，表现优秀，从侧面反映了四方股份在经济下滑过程中的抗风险能力。

2、2015 年，特高压、配网、电力电子、电厂业务持续突破

2015年，公司中标蒙西-天津南、榆横-潍坊特高压交流及宁东-绍兴、酒泉-湖南、晋北-南京五个特高压工程保护自动化项目。

2015年，公司在国家电网公司集中招标、南方电网公司框架招标中配电终端中标份额位居前列。公司积极布局配网开关类一次设备产品，实现配网智能成套设备供应能力，中标南方电网广西配网自动化成套设备全年框架40%份额，中标国家电网四川、天津、辽宁、湖北等多地配网协议库存项目。

2015年，公司在电力电力、电厂领域持续突破。SVG产品销售合同同比增长超过400%，进入主流SVG供货厂家行列；在火电、水电领域各类产品业绩稳定增长。

3、配网投资大幅增加，公司作为二次设备龙头，积极推进一次设备生产，大幅受益

能源局发布《配电网建设改造行动计划(2015~2020年)》，15年全国配电网投资不低于3000亿元，“十三五”期间配网累计投资不低于1.7万亿元，维持高位。

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建设。

#### 4、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

当前，我国共 11 个特高压在建，远超去年同期；而且，国网明确 2016 年加快推进特高压建设，力争“三交三直”工程在上半年核准、“两交四直”工程在下半年核准。

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 2015 年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。

#### 5、参股上海泓申，进军视频智能识别领域，电网外市场有望取得快速突破

2015 年 10 月 23 日，公司发布公告，董事会同意以现金 9,000 万元人民币增资入股上海泓申科技发展有限公司（简称“上海泓申”）并取得其 30% 的股权。上海泓申拥有由五十多人组成的专注于视频智能识别的研发和销售团队，在国内视频智能识别领域研发力量领先同行，产品在司法行业及金融行业均有大规模应用。

公司近年来在银行安防持续取得突破，并取得大额订单，公司银行安防业务将与上海泓申业务形成联动。司法系统、金融系统巨大的视频智能识别及安防市场，预计将成为公司重要的增长点。上海泓申 2015、2016、2017 年平均预测净利润 3000 万元。

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。

#### 6、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（2015 年 7 月 10 日，公司实际控制人、董事、监事和高管明确 2016 年 1 月 10 日前不减持所持股票，彰显信心）。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

公司 2015 年利润略低于我们预期；考虑到我国经济继续探底，我们小幅下调盈利预测。预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.51 元、0.57 元、0.65 元，对应估值分别为 19 倍、17 倍、15 倍，维持“买入”评

级。

8、**风险提示** 特高压建设低于预期；竞争加剧导致利润率下滑；电网外业务拓展低于预期

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	3306	3567	3870	4057
增长率(%)	1%	8%	9%	5%
净利润（百万元）	344	412	464	528
增长率(%)	1%	20%	13%	14%
摊薄每股收益（元）	0.42	0.51	0.57	0.65
ROE(%)	9.32%	10.06%	10.21%	10.42%

资料来源：国海证券研究所

2016-2018 年盈利预测

证券代码: 601126 股票价格: 9.70 投资评级: 买入 日期: 2016/4/4

财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	9%	10%	10%	10%	EPS	0.42	0.51	0.57	0.65
毛利率	40%	39%	39%	39%	BVPS	4.53	5.03	5.60	6.24
期间费率	32%	30%	29%	28%	<b>估值</b>				
销售净利率	10%	12%	12%	13%	P/E	22.92	19.14	16.98	14.95
<b>成长能力</b>					P/B	2.14	1.93	1.73	1.55
收入增长率	1%	8%	9%	5%	P/S	2.39	2.21	2.04	1.94
利润增长率	1%	20%	13%	14%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
总资产周转率	0.59	0.59	0.59	0.57	营业收入	3306	3567	3870	4057
应收账款周转率	1.12	1.19	1.27	1.27	营业成本	1969	2173	2346	2458
存货周转率	2.62	2.83	2.92	2.92	营业税金及附加	30	32	35	36
<b>偿债能力</b>					销售费用	490	517	542	540
资产负债率	34%	32%	30%	29%	管理费用	522	517	553	560
流动比	2.34	2.53	2.74	2.98	财务费用	12	2	(2)	(6)
速动比	1.92	2.11	2.31	2.55	其他费用/(-收入)	(47)	3	(7)	(7)
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>营业利润</b>	<b>236</b>	<b>329</b>	<b>389</b>	<b>462</b>
现金及现金等价物	464	882	1329	1712	营业外净收支	149	149	149	149
应收款项	2960	2998	3041	3188	<b>利润总额</b>	<b>384</b>	<b>477</b>	<b>538</b>	<b>611</b>
存货净额	751	780	816	854	所得税费用	46	72	81	92
其他流动资产	82	88	96	100	<b>净利润</b>	<b>339</b>	<b>406</b>	<b>457</b>	<b>519</b>
<b>流动资产合计</b>	<b>4256</b>	<b>4748</b>	<b>5282</b>	<b>5854</b>	少数股东损益	(5)	(6)	(7)	(8)
固定资产	584	546	531	518	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>344</b>	<b>412</b>	<b>464</b>	<b>528</b>
在建工程	44	48	50	53	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
无形资产及其他	273	273	258	242	<b>经营活动现金流</b>	<b>72</b>	<b>467</b>	<b>497</b>	<b>433</b>
长期股权投资	165	165	165	165	净利润	339	406	457	519
<b>资产总计</b>	<b>5572</b>	<b>6030</b>	<b>6535</b>	<b>7082</b>	少数股东权益	(5)	(6)	(7)	(8)
短期借款	162	162	162	162	折旧摊销	104	86	82	79
应付款项	920	970	1014	1042	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	78	84	92	96	营运资金变动	(366)	(130)	(138)	(221)
其他流动负债	662	662	662	662	<b>投资活动现金流</b>	<b>(180)</b>	<b>34</b>	<b>13</b>	<b>10</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1822</b>	<b>1878</b>	<b>1930</b>	<b>1962</b>	资本支出	(120)	34	13	10
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(79)	0	0	0
其他长期负债	57	57	57	57	其他	19	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>57</b>	<b>57</b>	<b>57</b>	<b>57</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>526</b>	<b>(4)</b>	<b>(4)</b>	<b>(5)</b>
<b>负债合计</b>	<b>1879</b>	<b>1935</b>	<b>1987</b>	<b>2019</b>	债务融资	0	0	0	0
股本	813	813	813	813	权益融资	12	0	0	0
股东权益	3693	4095	4548	5063	其它	515	(4)	(4)	(5)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5572</b>	<b>6030</b>	<b>6535</b>	<b>7082</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>418</b>	<b>498</b>	<b>506</b>	<b>438</b>

资料来源: 国海证券研究所

## 【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。

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。

## 【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%。