

2017年03月31日

四方股份 (601126.SH)

## 二次设备有望触底回升，新业务或将带动业绩重回稳健增长

■ **事件：**四方股份公布 2016 年年报，公司在报告期内经营平稳，全年公司实现营业收入 31.39 亿元，同比减少 5.04%；实现归属上市公司股东净利润 2.96 亿元，同比减少 14.00%；实现 EPS0.36 元。公司计划每 10 股派发现金红利 1.78 元（含税）。

■ **电力系统自动化有望实现触底回升：**公司主要的传统业务包括继电保护自动化和配网自动化，2016 年二者的营收占比为 72.77%，营业收入同比下降 7.88%。2016 年，公司在配网业务领域快速发展。已有的配网自动化类产品的合同总额为 18,927 万元，同比变化为 189.07%，配网开关一次设备类产品在贵州，江苏，安徽，四川等地区持续突破，合同总额同比变化为 310.76%。国家电网公司二次保护监控类设备集招中标总额 39.17 亿元，公司中标 5.855 亿元，位居第二名，中标占比同比增加 16.25%。2017 年，国家电网公司计划投资 4,657 亿元用于电网建设，随着电网整体投资的增加势必会促进二次设备的发展，在国家十三五规划加大配网领域投资和新电改的大背景下，公司在电网业务方面的业绩有望实现回升。

■ **电厂自动化优势明显，销售业绩增长较快：**2015 年新建煤电项目在减政放权和煤炭价格低迷的背景下，装机出现严重过剩。国家能源局“十三五”电力规划明确了至 2020 年煤电装机控制在 11 亿千瓦，火电市场整体呈政策性萎缩态势，而公司凭借扎实的业务基础和优秀的品牌及技术优势，2016 年电厂自动化系统营业收入 3.32 亿元，同比增加 19.63%。

■ **新能源成为业绩新的增长点：**根据国家能源局数据，2016 年我国光伏发电新增装机容量 3,454 万千瓦，风力发电新增装机容量 1,930 万千瓦，市场强劲增长。特别是在光伏“630”政策的影响下，公司光伏业绩也完成了大幅度的增长。近几年，公司积极布局新能源领域，在新能源并网控制、新能源集成变电站、分布式能源微网控制解决方案中有突出的技术优势，处于国内先进的行列。报告期内，公司在风电场次同步领域取得了多项业绩，实现了风电次同步解决方案在新疆、蒙东、吉林、宁夏地区落地使用，继续保持了在次同步监测、抑制、保护领域领先地位。

■ **积极开拓新领域，未来业绩有望重回稳健增长：**公司为保持技术领先，持续加大研发投入，近三年，公司的年均研发费用占营业收入的比例基本保持在 10% 以上，2016 年研发支出比上年同期增长

公司快报

证券研究报告

二次设备

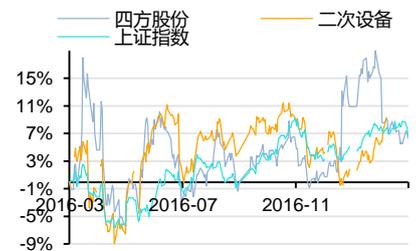
投资评级 **买入-A**  
首次评级

6 个月目标价：**12.90 元**  
股价 (2017-03-30) **10.27 元**

交易数据

总市值 (百万元)	8,351.28
流通市值 (百万元)	8,351.28
总股本 (百万股)	813.17
流通股本 (百万股)	813.17
12 个月价格区间	9.17/11.57 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.32	2.12	1.36
绝对收益	-7.89	5.55	8.35

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024  
huangsh@essence.com.cn  
021-35082092

相关报告

4.82%。报告期内，公司在电力系统二次设备和直流输电技术方面持续创新，继电保护和变电站自动化设备市场占有率稳居行业前列，公司在保持电力系统内业绩稳定的同时积极拓展新业务和新市场，在国家重点加强特高压、智能电网建设的环境下，持续拓展配网微网、电力电子、电厂自动化系统、轨道交通等业务，在银行安防、新能源等领域前期储备效应显现。根据中电联数据，预计 2017 年电力需求增长将持续增长，增速略有回落，预计全社会用电量达到 6.17 万亿~6.3 万亿千瓦时，同比增长 3%~5%。尽管电力增速由高速转为中速，我国电力工业将由规模扩张型发展向质量效益型发展转变，发展质量明显提升、结构更加优化、科技含量显著加强，电力建设和投资空间依然巨大。

■**投资建议：**我们预计公司 2017-2019 年的营收增速同比增长分别为 11.8%、12.1%、12.3%；净利润同比增长分别为 18.0%、26.6%、28.4%；EPS 分别为 0.43/0.54/0.70 元。考虑到公司在继电保护领域的领先地位，同时积极开拓新能源等相关领域新产品。给予公司买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 12.90 元。

■**风险提示：**经济放缓使得用电需求下降；电力体制改革推进缓慢使得配网投资进度低于预期；规模扩张导致的管理风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	3,305.9	3,139.2	3,509.9	3,933.2	4,417.9
净利润	344.1	295.9	349.2	442.1	567.8
每股收益(元)	0.42	0.36	0.43	0.54	0.70
每股净资产(元)	4.53	4.73	5.06	5.50	6.10
<b>盈利和估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
市盈率(倍)	24.3	28.2	23.9	18.9	14.7
市净率(倍)	2.3	2.2	2.0	1.9	1.7
净利润率	10.4%	9.4%	9.9%	11.2%	12.9%
净资产收益率	9.3%	7.7%	8.5%	9.9%	11.5%
股息收益率	1.6%	0.0%	0.9%	1.1%	1.0%
ROIC	7.1%	6.0%	6.5%	9.4%	10.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,305.9	3,139.2	3,509.9	3,933.2	4,417.9	成长性					
减:营业成本	1,969.5	1,882.7	2,100.3	2,344.1	2,614.7	营业收入增长率	1.3%	-5.0%	11.8%	12.1%	12.3%
营业税费	29.5	35.9	38.6	41.3	44.2	营业利润增长率	-13.3%	-15.4%	30.3%	36.8%	35.7%
销售费用	489.7	494.8	538.8	586.1	631.8	净利润增长率	1.0%	-14.0%	18.0%	26.6%	28.4%
管理费用	522.1	541.5	593.2	643.1	706.9	EBITDA 增长率	-1.9%	-5.6%	14.3%	23.6%	26.9%
财务费用	12.2	20.4	10.5	4.7	4.1	EBIT 增长率	-9.3%	-11.3%	22.9%	33.2%	35.0%
资产减值损失	84.1	84.3	78.5	82.3	81.7	NOPLAT 增长率	-9.3%	-10.6%	23.1%	34.0%	35.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	6.6%	12.7%	-6.5%	22.3%	-2.2%
投资和汇兑收益	36.9	119.8	109.7	123.6	147.5	净资产增长率	7.2%	4.3%	6.8%	8.3%	10.5%
营业利润	235.7	199.4	259.8	355.4	482.1	利润率					
加:营业外净收支	148.7	119.6	123.0	125.1	129.1	毛利率	40.4%	40.0%	40.2%	40.4%	40.8%
利润总额	384.4	319.0	382.8	480.4	611.2	营业利润率	7.1%	6.4%	7.4%	9.0%	10.9%
减:所得税	45.6	35.5	42.1	50.4	61.1	净利润率	10.4%	9.4%	9.9%	11.2%	12.9%
净利润	344.1	295.9	349.2	442.1	567.8	EBITDA/营业收入	10.6%	10.6%	10.8%	11.9%	13.5%
						EBIT/营业收入	7.5%	7.0%	7.7%	9.2%	11.0%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	48	70	61	48	37
货币资金	463.8	351.6	558.4	314.7	677.8	流动营业资本周转天数	231	263	246	253	262
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	447	479	443	447	451
应收账款	2,847.9	2,778.1	2,925.4	3,691.0	3,818.4	应收账款周转天数	293	323	292	303	306
应收票据	112.0	199.4	59.5	250.5	120.2	存货周转天数	80	84	81	81	81
预付账款	81.6	53.5	115.2	70.6	131.0	总资产周转天数	580	636	583	561	544
存货	750.7	708.4	876.4	904.2	1,091.0	投资资本周转天数	344	398	365	350	339
其他流动资产	0.1	1.7	4.0	2.0	2.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	2.0	0.7	0.9	1.2	ROE	9.3%	7.7%	8.5%	9.9%	11.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.1%	5.1%	5.8%	6.7%	7.9%
长期股权投资	165.1	239.1	239.1	239.1	239.1	ROIC	7.1%	6.0%	6.5%	9.4%	10.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	584.4	634.6	562.4	490.3	418.1	销售费用率	14.8%	15.8%	15.4%	14.9%	14.3%
在建工程	44.5	11.5	11.5	11.5	11.5	管理费用率	15.8%	17.3%	16.9%	16.4%	16.0%
无形资产	294.3	300.1	262.6	225.1	187.6	财务费用率	0.4%	0.7%	0.3%	0.1%	0.1%
其他非流动资产	227.6	242.9	224.9	226.7	228.5	三费/营业收入	31.0%	33.7%	32.5%	31.4%	30.4%
资产总额	5,572.0	5,523.0	5,840.2	6,426.6	6,927.1	偿债能力					
短期债务	162.4	333.5	-	108.2	-	资产负债率	33.7%	30.3%	29.6%	30.7%	28.9%
应付账款	859.9	809.5	1,011.4	1,032.5	1,255.9	负债权益比	50.9%	43.4%	42.0%	44.3%	40.7%
应付票据	125.6	201.4	40.3	266.5	99.3	流动比率	2.34	2.53	2.71	2.86	3.00
其他流动负债	674.5	273.0	621.8	422.0	594.5	速动比率	1.92	2.09	2.19	2.37	2.44
长期借款	-	-	-	89.3	-	利息保障倍数	20.38	10.75	25.86	76.99	117.54
其他非流动负债	56.9	54.1	55.1	55.4	54.9	分红指标					
负债总额	1,879.3	1,671.6	1,728.7	1,973.8	2,004.7	DPS(元)	0.16	-	0.10	0.11	0.10
少数股东权益	11.0	2.6	-5.8	-18.0	-35.8	分红比率	37.8%	0.0%	22.5%	20.1%	14.2%
股本	813.2	813.2	813.2	813.2	813.2	股息收益率	1.6%	0.0%	0.9%	1.1%	1.0%
留存收益	2,868.3	3,035.1	3,304.2	3,657.6	4,145.0						
股东权益	3,692.6	3,851.4	4,111.5	4,452.8	4,922.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.42	0.36	0.43	0.54	0.70
净利润	338.8	283.5	349.2	442.1	567.8	BVPS(元)	4.53	4.73	5.06	5.50	6.10
加:折旧和摊销	105.3	113.5	109.7	109.7	109.7	PE(X)	24.3	28.2	23.9	18.9	14.7
资产减值准备	84.1	84.3	-	-	-	PB(X)	2.3	2.2	2.0	1.9	1.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	108.3	158.2	30.2	-59.3	18.0
财务费用	16.4	20.2	10.5	4.7	4.1	P/S	2.5	2.7	2.4	2.1	1.9
投资损失	-36.9	-119.8	-109.7	-123.6	-147.5	EV/EBITDA	29.5	23.3	20.2	17.2	12.6
少数股东损益	-5.3	-12.4	-8.5	-12.1	-17.8	CAGR(%)	8.3%	24.7%	0.5%	8.3%	24.7%
营运资金的变动	-61.4	-628.6	146.5	-877.2	-20.6	PEG	2.9	1.1	48.4	2.3	0.6
经营活动产生现金流量	71.9	151.3	497.6	-456.4	495.8	ROIC/WACC	0.7	0.6	0.6	0.9	1.0
投资活动产生现金流量	-180.3	-93.9	111.0	123.4	147.2	REP	4.7	3.7	3.6	2.2	1.8
融资活动产生现金流量	164.0	-162.9	-401.8	89.3	-279.8						

资料来源: 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 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@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：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034