

## 证券研究报告

## 公司研究——年报点评

## 四方股份 (601126.sh)

|    |    |    |    |
|----|----|----|----|
| 买入 | 增持 | 持有 | 卖出 |
|----|----|----|----|

郭荆璞 首席分析师

执业编号: S1500510120013

联系电话: +86 10 83326789

邮箱: guojingpu@cindasc.com

刘强 分析师

执业编号: S1500514070005

联系电话: +86 10 83326707

邮箱: liuqiang1@cindasc.com

马步芳 研究助理

联系电话: +86 10 83326702

邮箱: mabufang@cindasc.com

## 相关研究

《网外业务增速较好, 调整带来布局机会》2014.8

《短期下滑不影响长期价值, 建议布局明年》

2014.10

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 聚焦优势领域, 关注配网业务和海外市场前景

2017年04月28日

**事件:** 公司发布 2016 年年报。2016 年公司实现营业收入 31.39 亿元, 比上年同期下降 5.04%; 实现归属于上市公司股东的净利润为 2.96 亿元, 比上年同期下降 14.00%, 实现基本每股收益 0.36 元/股, 比上年同期下降 14.29%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.78 元 (含税)。

此外, 公司发布 2017 年一季度季报。一季度公司实现归属于上市公司股东的净利润-1915 万元, 主要原因系第一季度完工合同金额减少、合营企业北京 ABB 四方电力系统有限公司经营业绩同比下降及计提应收账款坏账准备增加。

## 点评:

➤ **利润微降难挡发展态势, 聚焦传统优势产品市场, 配网业务前景向好。** 公司 2016 年实现营业收入 31.39 亿元, 同比减少 5.04%; 实现归母净利润 2.59 亿元, 同比下降 14.00%, 毛利率维持相对稳定的水平。2016 年全年累计完成订货合同 41.55 亿元, 同比增加 6.89%。在主营领域, 公司 2016 年继电保护及变电站自动化系统产品营业收入同比增加 0.87%, 毛利率维持相对稳定达 46.55%。公司传统业务包括继电保护和配网自动化领域, 属行业龙头, 市场占有率始终处于行业前列。2016 年在国家电网公司二次保护监控类设备集中招标总额下降 14.25% 的背景下, 公司中标占比逆势增长至 14.95%, 中标总额达 5.855 亿元, 位居第二。同时, 配网业务领域也取得快速发展, 合同总额大幅提升达 18926.71 万元, 同比变化 189.07%, 配网开关一次设备类产品合同总额同比变化 310.76%。2016 年公司配网自动化系统产品毛利率下降 27.40 个百分点, 主要原因在于公司加大配网开关及终端产品市场推广且产品毛利率相对较低, 未来在国家加大配网领域投资以及国家电网用于电网建设投资继续攀升的背景下, 我们预计公司配网业务领域前景向好。

➤ **研发占比不断上升, 积极扩宽其他领域业务。** 2016 年公司研发投入总额占营业收入比例达 12.77%, 研发投入总额同期相比增加 4.82%。电厂自动化领域, 火电方面销售业绩逆势上升, 2016 年总合同额达 13689.8 万元, 同比业绩翻番, 水电方面重点项目进入全面落地实施阶段。工业自动化领域, 在国际业务市场上公司实现油气管道监控系统业绩大幅突破。电力电子领域, 公司技术突出、业绩不断增长, 签订销售合同同比增长 35% 以上, 柔性直流输电、储能变流器、工业电源类产品等产品技术处于国内第一梯队, 无功补偿类产品、电能质量治理领域产品等方面达到国内一流水平, 且实现了大幅的业绩增长。2016 年公司实现感应加热设备首次应用于穿墙钢丝生产线以及全自动化生产, 大大降低客户能源与人力成本。新能源领域, 公司光伏业绩大幅增长, 多方布局, 突出在新能源并网控制、新能源集成变电站、分布式能源微网控制解决方案中的技术优势, 2016 年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。企业

局域电网领域，公司开发了针对石油石化、钢铁、金属冶炼等企业的局域电网安全运行解决方案并在新疆、宁夏、内蒙和山西等地得到应用。

- **国内国际双重发力，布局海外市场打造业绩增长点。**2016 年国际业务营业收入同比增加 49.82%，但毛利率下降 34.48 个百分点，毛利率下降主要是因为合同中低毛利产品占比上升。公司继续推进与国内 EPC 总包方合作及海外市场直接拓展的并行模式，四方系列产品顺利通过 KEMA IEC61850 ED2 认证，为进一步开拓国际市场奠定基础。2016 年公司海外业绩不断攀升，在巴基斯坦实现国际百万核电机组业绩突破，在印尼国家电网公司完成数字化样板工程建设，印度子公司完成全套保护及监控系统在多个邦的入网，成为印度市场重要的二次设备供应商，顺利交付印度 UP 邦 765kV 变电站项目，获得国内二次厂家在海外变电站领域的最高电压等级业绩。我们预计公司未来将继续国际业务开发，进一步拓宽市场。
- **盈利预测：**我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为分别为 0.44 元、0.52 元、0.57 元，对应 2017 年 4 月 27 日收盘价（10.07 元）的市盈率分别为 23 倍、19 倍、18 倍，维持“买入”评级。
- **股价催化剂：**公司新业务拓展顺利；电网公司投资力度加大；中标份额的增加，带来订单超预期。
- **风险因素：**公司在新领域的拓展低于预期；电网公司投资低于预期；经济增速放缓导致用电需求下降。

#### 公司报告首页财务数据

|               | 2015     | 2016     | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 3,305.88 | 3,139.21 | 3,546.46 | 3,929.03 | 4,344.74 |
| 增长率 YoY %     | 1.28%    | -5.04%   | 12.97%   | 10.79%   | 10.58%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 344.12   | 295.94   | 354.67   | 426.43   | 463.29   |
| 增长率 YoY%      | 0.98%    | -14.00%  | 19.85%   | 20.23%   | 8.64%    |
| 毛利率%          | 40.42%   | 40.03%   | 40.70%   | 40.92%   | 41.14%   |
| 净资产收益率 ROE%   | 9.67%    | 7.86%    | 8.97%    | 9.98%    | 9.82%    |
| 每股收益 EPS(元)   | 0.42     | 0.36     | 0.44     | 0.52     | 0.57     |
| 市盈率 P/E(倍)    | 24       | 28       | 23       | 19       | 18       |
| 市净率 P/B(倍)    | 2.2      | 2.1      | 2.0      | 1.8      | 1.7      |

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2017 年 04 月 27 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

| 会计年度           | 2015A    | 2016A    | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>流动资产</b>    | 4,256.11 | 4,092.74 | 4,439.47 | 4,981.38 | 5,563.11 |
| 货币资金           | 463.79   | 351.64   | 426.66   | 547.24   | 671.46   |
| 应收票据           | 112.02   | 199.36   | 150.59   | 166.83   | 184.49   |
| 应收账款           | 2,782.05 | 2,706.68 | 2,916.07 | 3,230.64 | 3,572.45 |
| 预付账款           | 81.57    | 53.49    | 80.43    | 88.77    | 97.80    |
| 存货             | 750.70   | 708.41   | 792.56   | 874.73   | 963.74   |
| 其他             | 65.98    | 73.17    | 73.17    | 73.17    | 73.17    |
| <b>非流动资产</b>   | 1,315.85 | 1,430.25 | 1,476.14 | 1,487.46 | 1,502.74 |
| 长期投资           | 165.05   | 239.13   | 239.13   | 239.13   | 239.13   |
| 固定资产           | 584.41   | 634.61   | 585.05   | 590.51   | 585.42   |
| 无形资产           | 272.92   | 263.79   | 270.73   | 275.13   | 275.31   |
| 其他             | 293.46   | 292.72   | 381.23   | 382.69   | 402.88   |
| <b>资产总计</b>    | 5,571.96 | 5,522.99 | 5,915.61 | 6,468.84 | 7,065.85 |
| <b>流动负债</b>    | 1,822.46 | 1,617.48 | 1,808.80 | 1,947.28 | 2,095.52 |
| 短期借款           | 162.43   | 333.53   | 333.53   | 333.53   | 333.53   |
| 应付账款           | 794.27   | 763.34   | 841.79   | 929.07   | 1,023.61 |
| 其他             | 865.76   | 520.60   | 633.48   | 684.68   | 738.38   |
| <b>非流动负债</b>   | 56.87    | 54.11    | 54.11    | 54.11    | 54.11    |
| 长期借款           | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他             | 56.87    | 54.11    | 54.11    | 54.11    | 54.11    |
| <b>负债合计</b>    | 1,879.33 | 1,671.59 | 1,862.91 | 2,001.39 | 2,149.63 |
| 少数股东权益         | 10.97    | 2.64     | -5.98    | -17.67   | -32.18   |
| 归属母公司股东权益      | 3,681.66 | 3,848.76 | 4,058.68 | 4,485.12 | 4,948.40 |
| <b>负债和股东权益</b> | 5571.96  | 5522.99  | 5915.61  | 6468.84  | 7065.85  |

**重要财务指标**

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2015A    | 2016A    | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入      | 3,305.88 | 3,139.21 | 3,546.46 | 3,929.03 | 4,344.74 |
| 同比        | 1.28%    | -5.04%   | 12.97%   | 10.79%   | 10.58%   |
| 归属母公司净利润  | 344.12   | 295.94   | 354.67   | 426.43   | 463.29   |
| 同比        | 0.98%    | -14.00%  | 19.85%   | 20.23%   | 8.64%    |
| 毛利率       | 40.42%   | 40.03%   | 40.70%   | 40.92%   | 41.14%   |
| ROE       | 9.67%    | 7.86%    | 8.97%    | 9.98%    | 9.82%    |
| 每股收益(元)   | 0.42     | 0.36     | 0.44     | 0.52     | 0.57     |
| P/E       | 24       | 28       | 23       | 19       | 18       |
| P/B       | 2.2      | 2.1      | 2.0      | 1.8      | 1.7      |
| EV/EBITDA | 16.50    | 18.82    | 16.34    | 14.04    | 13.01    |

**利润表**

单位:百万元

| 会计年度            | 2015A    | 2016A    | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>营业收入</b>     | 3,305.88 | 3,139.21 | 3,546.46 | 3,929.03 | 4,344.74 |
| 营业成本            | 1,969.49 | 1,882.68 | 2,103.07 | 2,321.12 | 2,557.30 |
| 营业税金及附加         | 29.55    | 35.86    | 36.01    | 39.29    | 43.45    |
| 营业费用            | 489.72   | 494.82   | 531.97   | 589.35   | 651.71   |
| 管理费用            | 522.06   | 541.53   | 564.64   | 589.35   | 651.71   |
| 财务费用            | 12.16    | 20.45    | 16.62    | 15.60    | 13.70    |
| 资产减值损失          | 84.07    | 84.29    | 70.62    | 78.23    | 86.50    |
| 公允价值变动收益        | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 投资净收益           | 36.88    | 119.81   | 43.36    | 43.36    | 43.36    |
| <b>营业利润</b>     | 235.70   | 199.39   | 266.88   | 339.43   | 383.72   |
| 营业外收入           | 149.88   | 121.64   | 127.45   | 132.99   | 127.36   |
| 营业外支出           | 1.16     | 2.05     | 1.10     | 1.12     | 1.11     |
| <b>利润总额</b>     | 384.41   | 318.98   | 393.23   | 471.30   | 509.97   |
| 所得税             | 45.62    | 35.49    | 47.19    | 56.56    | 61.20    |
| <b>净利润</b>      | 338.79   | 283.49   | 346.04   | 414.75   | 448.78   |
| 少数股东损益          | -5.32    | -12.44   | -8.63    | -11.69   | -14.51   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 344.12   | 295.94   | 354.67   | 426.43   | 463.29   |
| EBITDA          | 506.14   | 452.74   | 521.63   | 606.87   | 655.06   |
| EPS (摊薄)        | 0.42     | 0.36     | 0.44     | 0.52     | 0.57     |

**现金流量表**

单位:百万元

| 会计年度           | 2015A   | 2016A   | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>经营活动现金流</b> | 71.92   | 151.27  | 342.18  | 214.79  | 230.88  |
| 净利润            | 338.79  | 283.49  | 346.04  | 414.75  | 448.78  |
| 折旧摊销           | 105.29  | 113.53  | 109.16  | 116.32  | 125.85  |
| 财务费用           | 16.44   | 20.23   | 19.24   | 19.24   | 19.24   |
| 投资损失           | -36.88  | -119.81 | -43.36  | -43.36  | -43.36  |
| 营运资金变动         | -402.81 | -223.79 | -151.01 | -361.08 | -395.77 |
| 其它             | 51.08   | 77.62   | 62.11   | 68.91   | 76.15   |
| <b>投资活动现金流</b> | -180.34 | -93.89  | -103.18 | -74.97  | -87.42  |
| 资本支出           | -188.66 | -137.78 | -146.54 | -118.32 | -130.78 |
| 长期投资           | 37.42   | 45.29   | 43.36   | 43.36   | 43.36   |
| 其他             | -29.10  | -1.40   | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| <b>筹资活动现金流</b> | 163.95  | -162.93 | -164.76 | -20.01  | -20.01  |
| 吸收投资           | 11.60   | 1.20    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 借款             | -27.79  | 170.73  | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 支付利息或股息        | 118.96  | 154.85  | 164.76  | 20.01   | 20.01   |
| <b>现金净增加额</b>  | 55.67   | -105.17 | 75.02   | 120.58  | 124.22  |

## 研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

**郭荆璞**，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

**刘强**，工程师，武汉大学理学学士，浙江大学金融学硕士，6年新能源实业工作经验；实业时的团队在国内最早从事动力电池、光伏电站等新能源产业的开拓工作，对产业链、行业发展理解透彻，资源丰富；擅长从市场和产业发展中挖掘投资机会，兼顾周期与成长。

**马步芳**，研究助理，清华大学硕士，2016年7月加入信达证券研发中心，从事能源化工研究。

## 机构销售联系人

| 区域 | 姓名  | 办公电话          | 手机          | 邮箱                       |
|----|-----|---------------|-------------|--------------------------|
| 华北 | 袁 泉 | 010-63081270  | 13671072405 | yuanq@cindasc.com        |
| 华北 | 张 华 | 010-63081254  | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com    |
| 华北 | 饶婷婷 | 010-63081479  | 18211184073 | raotingting@cindasc.com  |
| 华北 | 巩婷婷 | 010-63081128  | 13811821399 | gongtingting@cindasc.com |
| 华东 | 王莉本 | 021-61678592  | 18121125183 | wangliben@cindasc.com    |
| 华东 | 文襄琳 | 021-63570071  | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com  |
| 华东 | 洪 辰 | 021-61678568  | 13818525553 | hongchen@cindasc.com     |
| 华南 | 刘 晟 | 0755-82465035 | 13825207216 | liusheng@cindasc.com     |
| 华南 | 易耀华 | 0755-82497333 | 18680307697 | yiyaohua@cindasc.com     |
| 国际 | 唐 蕾 | 010-63080945  | 18610350427 | tanglei@cindasc.com      |
| 国际 | 王小乐 | 010-63081122  | 18301418636 | wangxiaole@cindasc.com   |

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准   | 股票投资评级                        | 行业投资评级                  |
|---|-------------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；   | <b>看好：</b> 行业指数超越基准；    |
|   | <b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%； | <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； |
|   | <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；   | <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。    |
|   | <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。    |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。