

日期: 2010 年 12 月 20 日
行业: 电气设备制造行业



牛品
021-53519888-1911
niupin@sigchina.com
执业证书编号: S0870209080158

四方股份 (601126.SH)

证券研究报告/公司研究 / 新股定价

智能电网龙头启航

IPO 询价区间 RMB 15.12~17.64
上市首日定价 RMB 21.60~25.20

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 82.00
发行后总股本 (百万股) 400.73
发行方式 网下询价配售
网上定价发行
保荐机构 广发证券

主要股东 (IPO 前)

四方电气 77.84%
北京中电恒基能源技术有限公 9.66%
北京电研投资有限公司 8.50%
樊剑 3.00%
杨奇逊 1.00%

收入结构 (MRQ)

继电保护及变电站自动化系统 81.26%
电力系统安全稳定监测控制系 7.48%
电网继电保护及故障信息系统 3.15%
发电厂自动化系统 8.12%
其他 0.00%

报告编号: NP10-NSP18

■ 投资要点:

行业前景

我们预计智能电网总投资规模到 2020 年将达到 4.25 万亿元, 其中二次设备投资 398 亿元/年。2009-2010 年是国家电网试验年, 2011 年开始智能电网开始进入大规模建设期, 预计 2011 年二次设备投资同比增长 35% 以上。

公司亮点

公司有两个优势: 1) 公司是电力二次设备龙头企业之一, 智能电网采用一系列新技术, 将使得龙头企业市场份额越来越大; 2) 2011 年开始智能电网正式建设, 我们预计智能变电站将出现爆发性增长, 公司净利润增速将较快。

募投项目

次募集资金主要用于提升公司现有产能。项目建成后, 公司将新增营业收入 59,580 万元, 比 2009 年提高 48.24%; 新增净利润 7,122 万元, 比 2009 年提高 56.03%。

业绩预测

预计 2010-2013 年归属于母公司的净利润分别为 14,287.30 万元、20,890.17 万元、30,817.20 万元和 44,919.42 万元, 年递增 12.39%、46.21%、47.52% 和 45.76%, 相应的稀释后每股收益为 0.36 元、0.52 元、0.77 元和 1.12 元。

估值与定价

给予公司 2010 年 60-70 倍市盈率, 公司合理估值区间为 21.60 元-25.20 元。给予公司 30% 的折让, 建议询价区间为 15.12 元-17.64 元, 对应的 2010 年动态市盈率区间为 47.25-55.13 倍。

■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,235.12	1,207.56	1,754.64	2,810.64
年增长率 (%)	5.21%	-2.23%	45.30%	64.46%
归属于母公司的净利润	127.12	142.87	212.05	308.39
年增长率 (%)	1.64%	12.39%	46.21%	47.52%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.32	0.36	0.53	0.77

注: 有关指标按 IPO 后总股本为 400.73 百万股计算

■ 公司概况:

1、电力二次设备龙头企业之一

公司主要从事继电保护、电网自动化及发电厂自动化产品的研发、生产、销售和技术服务，实际控制人杨奇逊先生是国内继电保护装置的鼻祖。公司是国内电力系统二次设备制造龙头企业之一，先后承担国家级火炬计划项目 4 项，并参加了 80 余项国际标准、国家标准和行业标准的起草和制修订工作。

2、实际控制人杨奇逊和王绪昭

公司是经北京市发展与改革委员会京发改[2004]6 号文批准，由北京四方继保自动化有限公司以整体变更方式设立的股份有限公司。

公司发起人为继保有限变更设立前的全体股东，包括北京四方同创保护与控制设备有限公司（2006 年 12 月经批准更名为四方电气（集团）有限公司，以下简称“四方电气”或“四方同创”）、北京电顾投资有限公司、北京华电恒基能源技术有限公司（2004 年 7 月更名为北京中电恒基能源技术有限公司）、樊剑先生和杨奇逊先生。控股股东为四方电气，实际控制人为杨奇逊先生和王绪昭先生。

■ 行业背景及公司竞争地位

1、发行人的行业分类及简况

根据国家统计局颁布的《国民经济行业分类标准》，公司归属于电气机械及器材制造业中的输配电及控制设备制造业（C392）；根据中国证监会发布的《上市公司行业分类指引》，公司归属于制造业中的输配电及控制设备制造业（C7610）。行业主管部门是国家能源委、国家发改委、国家电力监管委员会（以下简称“国家电监会”）和国家工业与信息化部等。

2、行业增长前景

1) 发电行业二次设备投资进入稳定期

二次设备制造及服务行业市场需求及变动主要来自以下三个方面，即电源、电网基建及改造、行业应用的拓展和国外市场的开拓。

截至 2009 年底，我国发电装机总容量已经达到 8.74 亿千瓦。根据国家电网公司“能源基地建设及电力中长期发展规划深化研究”的报告预测，“十二五”期间发电装机总容量预计将达到 11.2 亿千瓦，“十三五”期间发电装机总容量预计将达到 13.3 亿千瓦。

根据上述预测，到“十三五”结束，装机容量计划将增长 4.56 亿千瓦，按每 60 万千瓦投资 30 亿元计算，总体投资约为 22,800 亿元。

按电厂二次设备投资占电源建设总投资的 8% 计算, 预计每年电厂二次设备投资额将达到 160 亿元左右, 其中发电厂自动化系统的市场容量约为 50 亿元。

2) 电网二次设备投资即将出现快速增长

据统计, 2009 年全国电网工程建设总投资达 3,847 亿元, 同比增长 33%, 按照电网二次设备投资占电网投资总金额的 10% 计算, 则电网二次设备投资额超过 300 亿元, 其中公司所面对的中高端继电保护及变电站自动化系统的市场容量约在 80 亿元左右。

据预测智能电网总投资规模到 2020 年将达到 4.25 万亿元, 而建设智能电网的主要技术特征是信息化、数字化和自动化, 通过综合应用各种技术手段提高电网的整体效率和效益, 因此, 二次设备占电力建设总投资的比例预计将随之提高, 市场发展前景非常广阔。

3、行业竞争结构

1) 高端继电保护竞争格局稳定

从国内继电保护领域已经形成的市场竞争态势来看, 业内厂商之间的竞争结果已经使得整个继电保护市场形成了高端市场和中低端市场两个不同竞争态势的市场领域。所谓高端市场, 即高压电网领域, 由于技术门槛较高, 其市场份额基本上被本公司、南瑞继保、国电南自、许继电气等国内厂商所占据, 并形成了基本稳定的竞争格局; 所谓中低端市场, 即中低压电网领域, 由于技术门槛相对较低, 国内存在着数量众多的继电保护设备生产厂商, 市场竞争日趋激烈。

在国外, 继电保护设备的制造商均为具有多年设备制造经验的国际知名企业, 如 ABB、Siemens 和 GE 等, 但在国内的继电保护市场中并不具有竞争优势。根据国家电网公司统计, 在 220kV 及以上电压等级电网中安装的国产继电保护设备的占有率在 2007 年已达到 88.51%, 而进口的继电保护设备仅占 11.49%。

2) 高端变电站自动化系统竞争格局稳定

目前, 国内有上百家企业从事变电站自动化系统的研发和生产, 其中绝大多数企业的产品面向 110kV 及以下电压等级。在高端市场变电站自动化系统中, 公司、南瑞继保、国电南自、国电南瑞等厂商公司已经形成基本稳定的竞争格局, 新厂商进入该领域难度较大。

虽然目前在各电压等级变电站自动化系统中, 还有一部分系统采用 ABB、Siemens 等国际知名公司的产品, 但是随着国内各生产厂商的研发及制造水平的不断提高, 国外企业产品在国内市场上的份额也在逐年下降。目前 220kV 及以下电压等级变电站自动化系统大都采

用了国产产品，330kV 及以上电压等级也大量使用了国产产品。

3) 动态安全监控系统和安全稳定控制系统寡头垄断

由于技术门槛高，目前国内仅有四方继保、国电南瑞等同时具备这两类产品的研发能力。因其具有定制性强和售后服务要求高的特点，尚无国外企业进入该市场。

4) 电网继电保护及故障信息系统竞争并不激烈

电网继电保护及故障信息系统的主要生产厂商为国内厂商，国外类似的产品很少。该系统由信息主站和信息子站两部分组成。国内目前有十余家企业从事该产品的研发和销售，技术水平参差不齐。而且由于该系统信息子站的技术要求比主站系统相对较低，因此，有部分企业仅有信息子站产品。

公司是仅有的少数几家既可提供主站产品，又可提供子站产品的生产厂商之一，产品系列齐全，而且公司的子站产品既有工控机信息子站，又有嵌入式信息子站，可以满足各类用户的不同需求。

5) 发电厂电气自动化系统竞争相对激烈

该产品具有较高技术壁垒，国内厂商在发电厂电气自动化系统产品领域具有较强的竞争优势。目前国内主要的厂商有金智科技、国电南自、公司等，其中金智科技和公司占有较大市场份额。

6) 发电机组励磁控制系统逐步替代进口

发电机组励磁控制系统的主要生产厂商为国内厂商，国外厂商仅在 600MW 及以上机组占据较大份额，但随着国内厂商技术水平的不断提高，国内厂商在水电 700MW 和火电 1,000MW 机组等高端市场上的市场占有率也在逐步提高。

目前国外厂商主要有 ABB、GE 等跨国电气集团公司，国内厂商主要有南京南瑞集团公司电气控制分公司（以下简称“南瑞电控”）、广州擎天实业有限公司（以下简称“广州擎天”）、公司等。

7) 发电机组扭振保护控制装置无对手

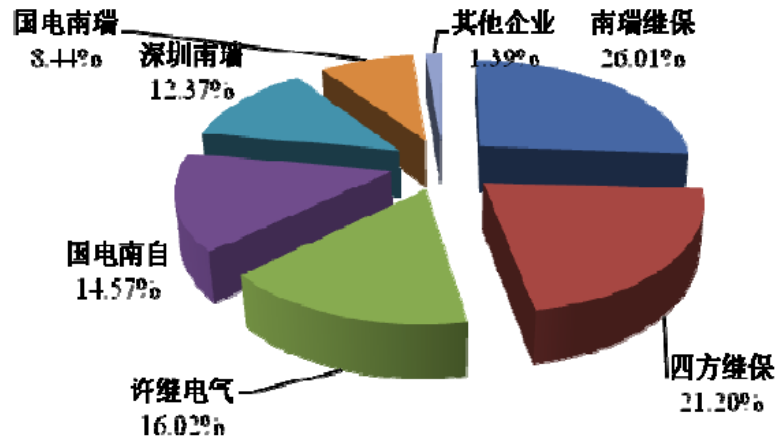
发电机组轴系扭振的监测、保护和抑制技术是发电厂自动化领域的一项新技术，随着我国串补输电和直流输电技术的应用，次同步振荡和次同步谐振（SSO/SSR）问题将需要大型发电机组采用该项技术保护机组轴系安全。该项技术壁垒较高，只有公司和 GE 公司拥有该方面的产品。公司自 2007 年推出发电机扭振保护产品后，该产品占领了国内几乎全部的新增市场份额。

4、公司市场地位

1) 国网招标中公司市场占有率第二

据统计，国家电网公司 2009 年二次设备总招标 56,243.79 万元，其中，监控类设备共招标 15,979.85 万元，保护类设备共招标 40,263.94 万元。

图 1 2009 年国家电网二次设备招标中标情况



资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

2) 发电厂保护行业公司优势明显

发电厂自动化领域由于产品种类较多，因此不同细分产品的市场竞争格局及各企业的市场份额存在一定差异。发电厂电气自动化产品市场主要由国内厂商占据，其中，金智科技和公司占有前两位的市场份额。

装机容量 300MW 及以下的发电机组励磁控制系统以国内厂家为主，其中，南瑞电控、广州擎天和公司为前三大厂商。

发电机组扭振保护控制系统的市场规模较小，公司自 2007 年推出发电机组扭振保护产品后占有国内 100% 的新增市场份额。

■ 募集资金投向

本次募集资金投资项目是在公司现有业务的基础上，基于公司的核心技术平台和领域战略布局，按照规模化、产业化的发展策略制定的，是公司现有业务的全面拓展和提升，与公司现有业务密切相关。项目建成后，公司将新增营业收入 59,580 万元，比 2009 年提高 48.24%；新增净利润 7,122 万元，比 2009 年提高 56.03%。

表 1 公司的募集资金项目计划概况

项目名称	项目总投资 (万元)	达产期 (年)	新增产能	新增营业收入 (万元/年)	新增利润总额 (万元/年)
一、产品类项目					
新型电力系统成套继电保护设备项目	7,700.00	3	32000台	6,400	1,342

CSC-2000 (V3) 变电站自动化系统项目	9,600.00	3	500套/8000台	21,800	1,897
电力系统动态监控系统升级项目	6,307.29	3	1600台	10,800	1,328
新一代电网继电保护及故障信息系统项目	4,039.00	3	500套	5,180	723
轨道交通自动化系统项目	4,200.00	3	300套	7,700	717
配网自动化系统项目	6,300.00	3	12000台	7,700	1,115
二、平台类项目					
通用电力系统自动化软件平台项目	4,569.00	2			
全国营销平台及客户服务体系建设项目	5,713.00	2			
三、生产基地扩建项目	6,174.85	1.5			
四、补充流动资金	6,000.00				
合计	60,603.14			59,580	7,122

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

1) 募投项目市场空间

根据两电网规划，至 2020 年我国智能电网建设预计投资 4.25 万亿元。二次设备的投资一般占电网建设投资的 10%左右，而公司涉及的稳定控制系统、变电站自动化系统、微机继电保护等产品在二次设备产品市场中占有率相对较高，巨大的市场容量和增量将为电力系统二次设备制造商提供难得的发展机遇。

据不完全统计，目前全国 48 个百万人口以上的特大城市中有 25 个城市正在进行轨道交通的前期工作，到 2020 年总规划里程约为 5,000 公里，总投资额将超过 8,000 亿元。按电力自动化及保护占总投资额 0.4%计算，则城市轨道交通方面电力自动化及保护产品的总投资约为 32 亿元。

根据《铁路“十一五”规划》，在“十一五”期间，我国铁路将建设新线 17,000 公里，对已有线路的电气化改造 15,000 公里，到 2010 年全国铁路营运里程达到 9 万公里以上，电气化率达到 45%以上。“十一五”期间铁路建设总投资 12,500 亿元，年均投资约 2,500 亿元，其中与电力自动化系统及测控保护设备有关部分约占总投资的 2%左右，即每年在二次设备上的投资约为 50 亿元。根据《中长期铁路网规划》，到 2020 年，中国铁路营运里程将达到 12 万公里以上，其中电气化铁路比重将提高到 60%。在今后的 10 年内，电力系统二次设备在轨道交通领域的应用将处于高速发展时期。

■ 公司业务简况及收入利润结构变化

报告期内，公司主营业务收入主要来源于继电保护及变电站自动

化系统产品，该产品占主营业务收入的比例在 80%以上。

表 2 公司细分产品销售情况 单位：万元

产品	2010 年 1-6 月		2009 年		2008 年		2007 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
继电保护及变电站自动化系统	38,223.58	81.26%	99,439.67	80.90%	95,581.74	82.40%	79,778.16	86.02%
电力系统安全稳定监测控制系统	3,517.70	7.48%	7,061.99	5.75%	5,709.67	4.92%	6,546.06	7.06%
电网继电保护及故障信息系统	1,479.91	3.15%	3,943.06	3.21%	1,886.83	1.63%	2,326.68	2.51%
发电厂自动化系统	3,819.16	8.12%	9,599.74	7.81%	11,026.94	9.51%	3,931.19	4.24%
其他	-	-	2,868.52	2.33%	1,788.54	1.54%	159.09	0.17%
合计	47,040.35	100.00%	122,912.98	100.00%	115,993.73	100.00%	92,741.18	100.00%

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

表 3 公司细分产品产能和销量情况

年度	设计产能	2010 年 1-6 月	2009 年	2008 年	2007 年
微机继电保护和自动装置	48,000 台	17,300 台	45,922 台	41,916 台	33,257 台
变电站自动化系统（及测控装置）	700（套）/	286 套/	657（套）/	600（套）/	542（套）/
	12,000 台	6,102 台	11,720 台	10,698 台	9,202 台
电力系统安全稳定监测控制系统	2,000 台	826 台	1,497 台	1,029 台	1,059 台
电网继电保护及故障信息系统	200 套	121 套	213 套	113 套	108 套
发电厂电气自动化系统	35 套	12 套	27 套	31 套	11 套
发电机组励磁控制系统	100 套	30 套	72 套	95 套	64 套
发电机组扭振保护控制装置	50 台	23 台	4 台	40 台	20 台

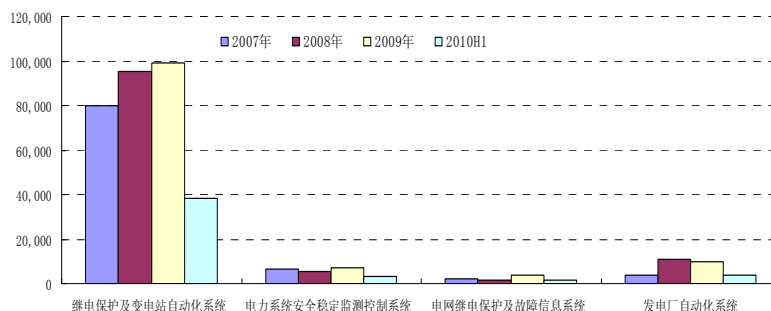
资料来源：公司招股意向书

■ 财务状况和盈利预测

1、公司主业增长稳定

报告期内，公司营业收入保持了稳定的增长态势，其中，2008 年度比 2007 年度增长 25.25%，2009 年度比 2008 年度增长 5.21%。公司营业收入增长的主要原因是国内电网建设增长带动了继电保护设备行业旺盛的需求。

图 2 报告期公司细分行业营业收入情况（单位：万元）

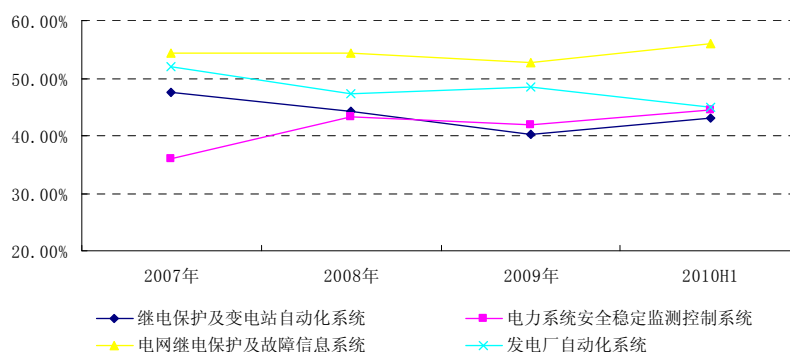


资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

2、综合毛利率稳定在高位

报告期内，公司主营业务综合毛利率分别为 46.97%、44.24%、41.07%、43.80%，总体呈下降趋势。其中，继电保护及变电站自动化系统毛利率逐年下降，主要是因为市场竞争较为激烈；电力系统安全稳定监测控制系统产品毛利率总体提高，主要原因是 2008 年收购了购四方电气稳控业务相关资产；电网继电保护及故障信息系统产品的毛利率基本稳定；发电厂自动化系统产品毛利率总体下降的主要原因是国内新建电厂项目逐步减少，市场竞争加剧。

图 3 报告期公司细分行业毛利率情况



资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

3、期间费用率逐年增长

2007-2010 年第三季度，公司期间费用占营业收入比重分别为 38.05%、34.38%、31.66%和 39.49%，期间费用率逐年增长，总体表现为上升趋势，这与公司生产规模逐年上升相匹配。

表 4 公司期间费用增长情况 单位：万元

项 目	2010 年 1-6 月		2009 年		2008 年		2007 年度	
	金额	费用率	金额	费用率	金额	费用率	金额	费用率
销售费用	8,800.47	18.60%	18,947.21	15.34%	18,486.71	15.75%	19,299.72	20.59%
管理费用	8,926.90	18.87%	17,855.45	14.46%	18,421.73	15.69%	14,177.97	15.13%
财务费用	953.81	2.02%	2,293.55	1.86%	3,447.78	2.94%	2,187.15	2.33%
期间费用合计	18,681.18	39.49%	39,096.21	31.66%	40,356.22	34.38%	35,664.84	38.05%

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

4) 周转率指标略低于行业平均水平

应收账款余额较大、应收账款周转率偏低是电力自动化行业公司的共同特点。最近三年及一期，公司应收账款周转率符合行业特点，但略低于行业平均水平。

最近三年，公司存货周转率逐年提高。2007 年及 2008 年，公司存货周转率略低于行业平均水平，主要原因是公司对制定采购计划、排定产品生产计划和交付时间未能实施精细而准确的管理手段。2008 年公司制定出改善存货周转率的有效措施，2009 年公司存货周转率均超过了行业内大部分公司。

表 5 同行业上市公司营运能力比较 单位：次

公司简称	应收账款周转率				存货周转率			
	2010H1	2009年	2008年	2007年	2010H1	2009年	2008年	2007年
国电南自	0.59	1.43	1.48	1.67	1.28	3.47	3.64	3.78
许继电气	0.66	1.92	1.92	1.96	0.69	1.87	1.69	1.88
国电南瑞	1.20	2.67	2.45	2.49	0.86	1.78	1.99	2.86
积成电子	0.76	2.07	2.00	2.12	0.59	1.86	2.10	2.56
四方继保	0.56	1.64	1.75	1.52	0.82	2.06	1.76	1.51
平均	0.75	1.95	1.92	1.95	0.85	2.21	2.24	2.52

资料来源：上市公司定期报告 上海证券研究所整理

5) 融资渠道单一公司财务压力较大

2007 年至 2008 年公司流动比率、速动比率低于同行业上市公司平均水平，资产负债率高于同行业上市公司的平均水平，主要原因是公司融资渠道较为单一，只能通过银行借款和利用供货商的信用账期等方式进行外部融资。2009 年，公司适当缩减了负债规模，偿债能力各项指标接近或超过同行业上市公司平均水平。2010 年上半年，由于公司为缓解短期资金压力适当增加了负债规模，使得资产负债率相应上升，但仍低于同行业上市公司平均水平。

表 6 同行业上市公司偿债能力比较 单位：% 倍

公司简称	资产负债率				流动比率			
	2010H1	2009年	2008年	2007年	2010H1	2009年	2008年	2007年
国电南自	76.93	69.95	70.46	75.28	1.08	1.19	1.52	1.80
许继电气	50.09	45.77	53.49	50.44	1.93	1.80	1.63	1.59
国电南瑞	54.80	56.10	45.94	43.58	1.49	1.42	1.64	1.75
积成电子	9.99	46.05	52.85	56.26	10.55	2.12	2.03	1.97
四方继保	56.44	51.02	62.33	62.62	1.41	1.52	1.34	1.37
平均	59.57	53.78	57.01	57.64	1.48	1.61	1.63	1.70

资料来源：上市公司定期报告 上海证券研究所整理

■ 风险因素

1、市场竞争加剧的风险

公司的主要产品技术含量高，一直在市场竞争中处于优势地位。但是，根据我国电力建设工程的管理体制，用户普遍采取招标方式选择供应商，而且投标报价因素所占的评标比重有提高的趋势，公司为扩大市场占有率而可能被迫采取降价销售的策略。因此，公司存在由于市场竞争加剧导致综合毛利率水平下降的风险。

2、增值税优惠政策

公司作为高新技术企业和软件企业，报告期内享受所得税优惠政策和软件产品的增值税退税优惠政策。2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年 1-6 月，公司因软件销售获得的增值税退税金额分别为 4,469.23 万元、5,010.45 万元、4,808.89 万元和 1,725.39 万元，占当期公司净利润的比例分别为 42.53%、39.54%、37.60%和 47.51%。

如果未来国家对软件企业和高新技术企业的税收优惠政策进行调整，或上述增值税税收优惠政策到期前国家未颁布新的软件增值税退税优惠政策，或未延长上述政策的税收优惠期限，将对公司未来的利润水平产生重大影响。

3、财务风险

公司应收账款规模呈逐年递增趋势，2007 年末、2008 年末、2009 年末及 2010 年 6 月末，公司应收账款净额分别为 61,612.19 万元、72,888.98 万元、77,992.67 万元和 90,351.28 万元，占同期总资产的比例分别为 45.43%、46.66%、50.40%和 56.01%，同期公司应收账款周转率分别为 1.52、1.75、1.64 和 0.56。公司应收账款净额较大、占总资产的比例较高、周转率相对偏低。

2007 年末、2008 年末、2009 年末及 2010 年 6 月末，公司存货净额分别为 32,768.53 万元、40,846.60 元、29,618.72 万元和 35,009.68 万元，占同期总资产的比例分别为 24.16%、26.15%、19.14%和 21.70%，存货周转率分别为 1.51、1.76、2.06 和 0.82。公司存货净额较大、占总资产的比例较高、周转率相对偏低。

■ 业绩预测

公司募投项目建设期为 3 年，根据公司招股说明书披露，大部分募投项目都已完成第一阶段的投资，我们预计 2012 年各项目即可建设完成，预计 2013 年产生效益。

我们预计，2011 年智能化变电站建设数量可达 600-700 座，2012 年达到 1000 座左右，2013 年可达 1600 座，智能化变电站需求呈现爆发增长。我们预计未来几年继电保护及自动化系统将高速增长，毛

利率略有下降。

电网继电保护系统壁垒较高，毛利率能维持在较高的位置。

由于火电建设开始稳定，我们预计发电厂自动化竞争将越来越激烈，毛利率将略有下降。

配电网自动化产品及轨道交通产品等也面临着高增长，我们预计该产品毛利率也将维持在高位。

我们预计公司未来几年利润将较快增长，预计 2010-2013 年归属于母公司的净利润分别为 14,287.30 万元、20,890.17 万元、30,817.20 万元和 44,919.42 万元，年递增 12.39%、46.21%、47.52%和 45.76%，相应的稀释后每股收益为 0.36 元、0.52 元、0.77 元和 1.12 元。

表 7 公司未来几年收入、利润结构预测

指 标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
继电保护及变电站自动化系统						
营业收入（万元）	95,581.74	99,439.67	95,558.95	143,338.43	237,941.79	380,706.86
增长率	19.81%	4.04%	-3.90%	50.00%	66.00%	60.00%
毛利率	44.16%	40.32%	43.00%	42.00%	41.00%	40.00%
电力系统安全稳定监测控制系统						
营业收入（万元）	5,709.67	7,061.99	8,794.25	11,432.53	15,433.91	21,607.47
增长率	-12.78%	23.68%	24.53%	30.00%	35.00%	40.00%
毛利率	43.25%	41.86%	44.00%	44.00%	44.00%	44.00%
电网继电保护及故障信息系统						
营业收入（万元）	1,886.83	3,943.06	3,699.78	4,809.71	6,493.11	9,090.35
增长率	-18.90%	108.98%	-6.17%	30.00%	35.00%	40.00%
毛利率	54.46%	52.80%	56.00%	55.00%	55.00%	55.00%
发电厂自动化系统						
营业收入(万元)	11,026.94	9,599.74	9,547.90	12,412.27	17,377.18	26,065.77
增长率	180.50%	-12.94%	-0.54%	30.00%	40.00%	50.00%
毛利率	47.27%	48.45%	44.50%	43.00%	41.00%	40.00%
其他						
营业收入(万元)	1,899.57	1,821.98	1,683.09	1,851.40	1,943.97	2,041.17
增长率	6.86%	-4.08%	-7.62%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	30.66%	30.74%	0.00%	20.00%	20.00%	20.00%
配网等其他主营业务						
营业收入(万元)					7,500.00	15,000.00
增长率						100.00%
毛利率					45.00%	45.00%
合计						

主营收入(万元)	115,993.72	122,912.98	120,756.25	175,463.84	288,563.98	456,670.24
主营业务增长率	25.07%	5.97%	-1.75%	45.30%	64.46%	58.26%
主营业务毛利率	44.24%	41.07%	43.12%	42.43%	41.37%	40.51%

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

■ 估值基准与定价

合理估值为 21.60~25.20 元

基于已公布的 2009 年业绩和 2010、2011 年预测业绩的均值，国内同行业上市公司 2009 年平均市盈率为 111.39 倍，2010 年平均动态市盈率为 78.89 倍。从近期上市的股票看，2009 年平均市盈率为 109.60 倍、2010 年平均动态市盈率为 74.42 倍，与发行价相比平均涨幅为 47.45%。

我们认为，公司有两个优势：1）公司是二次设备龙头企业，智能电网采用一系列新技术，将使得龙头企业市场份额越来越大；2）2011 年开始智能电网正式建设，我们预计智能变电站将出现爆发性增长，公司净利润增速将较快。

参考同类公司及最近上市公司的估值情况，我们给予公司 2010 年 60-70 倍市盈率，公司合理估值区间为 21.60 元-25.20 元。

报价区间为 15.12~17.64 元

从最近上市的 15 只股票运行情况看，至 12 月 16 日止平均溢价率为 47.45%，即发行价相当于最新市场价平均折扣率为 32.18%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况，我们给予公司 30%的折让，建议询价区间为 15.12 元-17.64 元，对应的 2010 年动态市盈率区间为 47.25-55.13 倍。

附表 1 四方股份盈利预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业总收入	1,235.12	1,207.56	1,754.64	2,810.64	4,416.70
营业总成本	1,138.86	1,098.04	1,590.24	2,584.28	4,100.62
营业成本	727.20	686.87	1,010.09	1,638.50	2,607.98
营业税金及附加	11.28	9.66	14.04	22.49	35.33
销售费用	189.47	187.17	271.97	435.65	684.59
管理费用	178.55	181.13	263.20	421.60	662.51
财务费用	22.94	24.15	17.79	44.97	77.09
资产减值损失	9.42	9.06	13.16	21.08	33.13
投资净收益	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	96.25	109.52	164.40	226.36	316.08
加: 营业外收支净额	56.67	59.41	86.33	138.28	217.30
利润总额	152.93	168.93	250.73	364.64	533.38
减: 所得税	25.02	25.34	37.61	54.70	80.01
净利润	127.90	143.59	213.12	309.94	453.37
减: 少数股东损益	0.78	0.72	1.07	1.55	2.27
归属于母公司所有者的净利润	127.12	142.87	212.05	308.39	451.11
总股本	400.73	400.73	400.73	400.73	400.73
摊薄 EPS (元)	0.32	0.36	0.53	0.77	1.13

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所整理

附表 2 同行业上市公司估值比较 (2010-12-16)

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
600268	国电南自	27.93	0.28	0.40	0.68	1.05	99.75	69.83	41.07	26.60
600406	国电南瑞	78.85	0.49	0.79	1.07	1.52	160.92	99.81	73.69	51.88
000400	许继电气	34.93	0.34	0.41	0.55	0.69	102.74	85.20	63.51	50.62
002339	积成电子	41.90	0.51	0.69	1.08	1.67	82.16	60.72	38.80	25.09
国内同行业整体平均							111.39	78.89	54.27	38.55

数据来源: WIND 资讯 BLOOMBERG 资讯 上海证券研究所

附表 3 最近上市公司股票的定价

股票代 码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)				上市至今 涨幅 (%)
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	
002524	N光正	39.70	0.21	0.29	0.44	0.65	187.97	137.42	89.39	61.39	161.53
002526	N矿机	30.73	0.28	0.45	0.71	0.99	110.26	67.81	43.09	31.19	53.65
300147	香雪制药	40.05	0.41	0.59	0.79	1.06	96.74	68.18	51.00	37.94	17.83
300146	汤臣倍健	153.00	0.95	1.65	2.68	4.02	160.36	92.45	57.20	38.07	39.09
300148	天舟文化	33.82	0.27	0.42	0.59	0.77	125.35	80.77	57.73	44.04	54.57
601933	永辉超市	37.71	0.33	0.38	0.59	0.84	113.86	98.00	63.79	44.71	57.26
002520	日发数码	49.88	0.59	0.76	1.06	1.36	83.96	65.68	47.07	36.60	42.51
002522	浙江众成	46.83	0.46	0.66	0.88	1.09	101.96	71.42	52.94	42.94	56.10
002521	齐峰股份	44.00	0.81	0.99	1.26	1.53	54.57	44.24	34.88	28.75	6.02
300143	星河生物	59.28	0.30	0.62	0.91	1.49	195.19	95.21	64.93	39.66	64.67
300145	南方泵业	42.95	0.57	0.81	1.20	1.71	75.02	52.73	35.67	25.17	13.62
300144	宋城股份	65.18	0.52	1.00	1.32	1.84	125.88	65.33	49.39	35.41	22.98
002518	科士达	41.83	0.53	0.67	0.91	1.24	78.29	62.13	45.77	33.63	28.71
002519	银河电子	55.20	0.93	1.06	1.31	1.54	59.09	52.09	42.18	35.81	50.00
002517	泰亚股份	28.64	0.38	0.46	0.63	0.87	74.95	62.86	45.66	32.90	43.20
平均值							109.6	74.42	52.05	37.88	47.45

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所整理

分析师承诺

分析师 牛品

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。