

四方股份(601126)新股定价

与智能电网共同成长的二次设备龙头
电力设备

定价区间
21.66—25.65 元

发布时间: 2010 年 12 月 30 日

投资要点:

- 公司是国内领先的继电保护装置、电网自动化和发电厂自动化产品供应商, 电力行业二次成套设备的制造商和完整解决方案的提供商, 市场份额近年来一直名列前茅, 在 2009 年国家电网二次设备招标中市场份额居第二位。
- 公司定位于技术壁垒更高的中高压区域电网二次设备市场, 以避免中低压电网区域的激烈竞争, 获取更高的利润, 公司在 2008-2009 年 220KV 及以上电压区域二次设备市场份额居第二位。
- 公司技术实力雄厚, 是国内各类重点电力工程二次设备的主要供应商, 目前已取得专利权证书的专利为 83 项, 其中, 发明专利 72 项, 另外公司还拥有软件著作权 106 项。
- 智能电网的建设以及电源端装机容量的稳定增长将为公司成长提供广阔的发展空间。同时公司还在积极海外市场 and 轨道交通等新区新产品市场, 以突破国内电力行业市场的局限, 寻找新的利润增长点。
- 公司募投项目主要是为了扩充和提升现有业务, 同时开发新产品市场, 预计公司 2010-2012 年摊薄后的 EPS 分别为 0.39、0.57 和 0.85 元, 公司合理价值区间为 21.66-25.65 元, 对应 2011 年 PE 区间为 38-45 倍。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)
2009	123,511	5.21%	12,790	0.93%	0.32
2010E	132,900	7.60%	15,614	22.08%	0.39
2011E	194,175	46.11%	22,745	45.66%	0.57
2012E	285,620	47.09%	33,914	49.11%	0.85

发行数据	2009 年
发行前股本 (万股)	31,873
发行数量 (万股)	8,200
发行价格 (元)	23.00
发行前 EPS (元)	0.40
发行后 EPS (元)	0.32
发行前每股净资产 (元)	1.91
发行日期	2010-12-24
上市日期	2010-12-31
主承销商	广发证券

分析师: 周思立 联系人: 明锐
执业证书编号: S0550108101210
TEL: (8621)6337 7000
FAX: (8621)6337 3209
Email: mingk@nescn
地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编: 200002

一、领先的电网二次设备提供商

1. 公司概况

公司是国内领先的继电保护装置、电网自动化和发电厂自动化产品供应商，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。公司从事的继电保护、电网自动化及发电厂自动化系统属于发电、输配电及控制设备制造业中的高科技产品，是国家先进设备制造业的标志之一。公司主要产品的生产工艺相对复杂，进入门槛高，对软硬件开发、生产、销售和技术服务的一体化均提出较高要求。公司的产品已经成为电力系统继电保护与控制领域的主流产品，同时也进入了石化、轨道交通等其他行业。

表 1 公司主要产品

主要产品系列	产品名称
继电保护及变电站自动化系统	继电保护及自动装置
	变电站自动化系统
电力系统安全稳定监测控制系统	动态安全监控系统
	安全稳定控制系统
电网继电保护及故障信息系统	电网继电保护及故障信息系统
发电厂自动化系统	发电厂电气自动化系统
	发电机组励磁控制系统
	发电机组扭振保护控制装置
其他	电网调度自动化系统等

资料来源：公司招股书

本次发行前公司总股本 31873.4 万股，本次发行不超过 8200 万股，发行后公司总股本不超过 40073.4 万股，本次发行的股份占发行后总股本的比例不超过 20.46%，公司第二大股东北京中电恒基能源技术有限公司是国有股东，需向社保基金转让法定比例的股份，公司发行前后股本变化如下：

表 2 发行前后股权结构

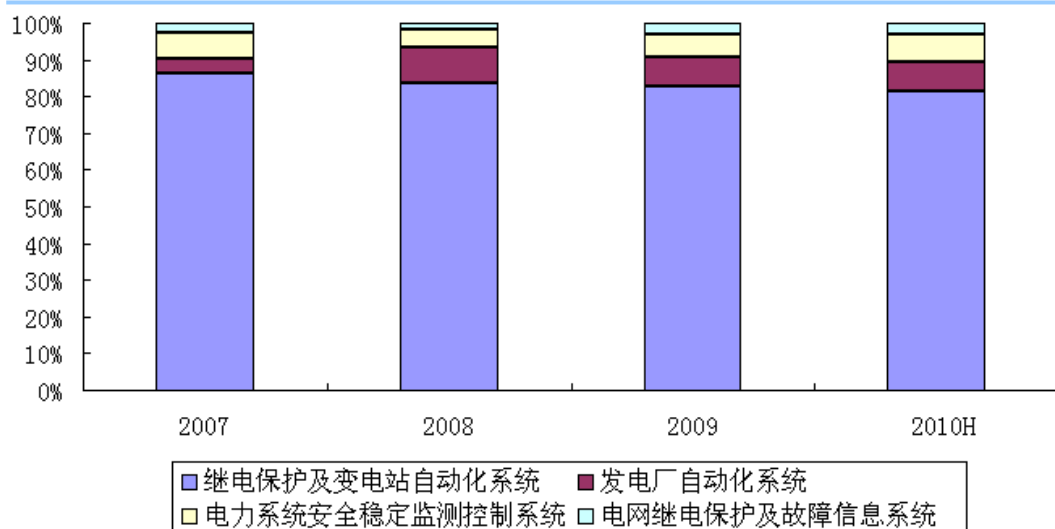
序号	股东名称	发行前		发行后	
		股份数量（股）	比例	股份数量（股）	比例
1	四方电气	248,102,546	77.84%	248,102,546	61.91%
2	北京中电恒基能源技术有限公司	30,789,704	9.66%	24,639,704	6.15%
3	北京电研投资有限公司	27,092,390	8.50%	27,092,390	6.76%
4	樊剑	9,562,020	3.00%	9,562,020	2.39%
5	杨奇逊	3,187,340	1.00%	3,187,340	0.80%
6	全国社会保障基金理事会	-	-	6,150,000	1.53%
7	社会公众投资者			82,000,000	20.46%
	合计	318,734,000	100%	400,734,000.00	100%

资料来源：公司招股书

2.近年公司业务稳步增长

公司的业务收入主要来自于继电保护及变电站自动化系统、电力系统稳控系统、电网继电保护及故障信息系统以及发电厂自动化系统四类产品，其中来自于微机继电保护和自动装置及变电站自动化系统的收入是公司的主要收入来源，2007 年以来来自于这块业务的收入一直在 80% 以上。

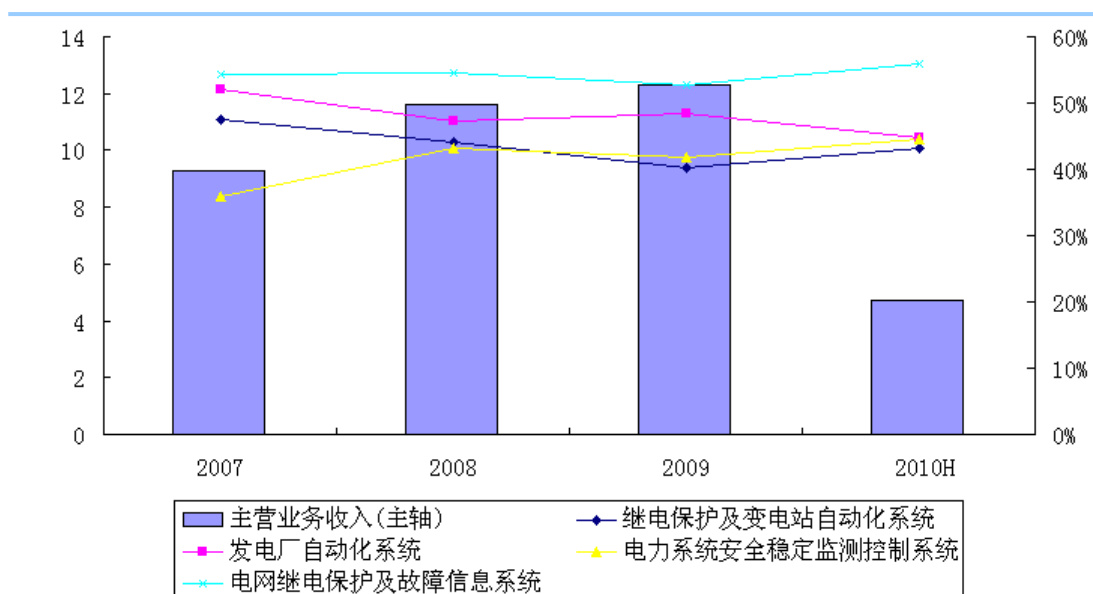
图 1 公司主营业务收入构成



资料来源：公司招股书、东北证券

公司自 1994 年成立到 2000 年公司快速成长，主营业务收入增长率一直保持在 60% 以上，近年来公司进入了稳定增长期，业务收入以及各类产品的销量一直保持稳定的增长，各类业务的毛利率也均稳定在 40% 以上。未来随着国内智能电网的大规模建设，公司有望进入一个新的快速成长时期。

图 2 公司近年各类业务收入毛利率及主营业务收入情况



资料来源：公司招股书、东北证券

表 3 公司产品近几年产量情况

产品	2010 年设计年		最近三年及一期产量		
	产能	2010 年 1-6 月	2009 年	2008 年	2007 年度
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/12,000 台	286 套/6,102 台	657 套/11,720 台	600 套/10,698 台	542 套/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

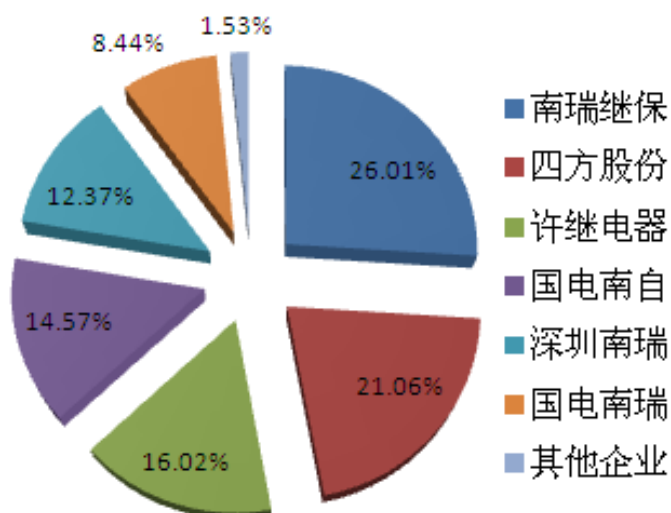
资料来源：公司招股书

3.公司技术实力雄厚，市场占有率领先

作为国内电力系统继电保护、电网自动化及发电厂自动化系统的主要供应商，公司的技术实力雄厚。截至 2010 年 6 月 30 日，公司已取得专利权证书的专利为 83 项，其中，发明专利 72 项，实用新型专利 8 项，外观设计专利 3 项；另外公司还拥有软件著作权 106 项。

在我国第一条 750kV 输电线路“西北 750kV 示范工程”中，公司是其保护设备的三家供应商之一和变电站自动化系统仅有的两家供应商之一。在国内首个特高压工程“晋东南—南阳—荆门”1,000kV 特高压交流试验示范工程中，公司是其线路保护装置的两家供应商之一、过电压及远方跳闸保护装置的两家供应商之一、变电站自动化系统的三家供应商之一、功角测量装置的唯一供应商、稳态过电压控制装置的两家供应商之一及继电保护及故障信息管理子站的唯一供应商。公司的市场份额一直处于领先地位，2009 年国家电网二次设备招标中公司以 21.2% 的份额居行业第二位。

图 3 2009 年国家电网二次设备招标市场份额



资料来源：中国电力行业月度分析报告

二、智能电网建设大潮将推动公司快速成长

1. 电力行业依然是公司业绩增长的主要动力

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，而公司在电力行业已经形成的领先地位将更好的受益于电力行业投资增长。

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。因此，随着装机容量不断增大，以及核电、风电、光伏等大型电源项目投入的增加，发电厂自动化市场空间将稳步扩大。

2. 智能变电站新增及改造空间大

国家电网于 2009 年确立了建设智能电网的总体规划，2011-2015 年是智能电网的全面建设期，智能变电站成为我国下一阶段变电站建设的主流方向。

根据国家电网的规划，2011 年~2015 年，新增 750kV 变电站 25 座，变电容量 2800 万 kVA；新增 500kV 变电站 240 座，变电容量 3.5 亿 kVA；新增 330kV 变电站 70 座，变电容量 3400 万 kVA；新增 220kV 变电站 1300 座，变电容量 4.5 亿 kVA；新增 110kV 变电站 2700 座，变电容量 5.5 亿 kVA。2011 年起新建 110kV 及以上变电站全部按照智能变电站标准建设，2009 年我国由电网公司投资新建的 110kV 及以上变电站超过 2,400 座，预计至 2015 年，新建智能变电站超过 8000 座，变电容量超过 20 亿 kVA。截至目前，我国已建 110KV 以上变电站近 2 万座，这部分存量变电站的智能化改造市场也是非常巨大的。

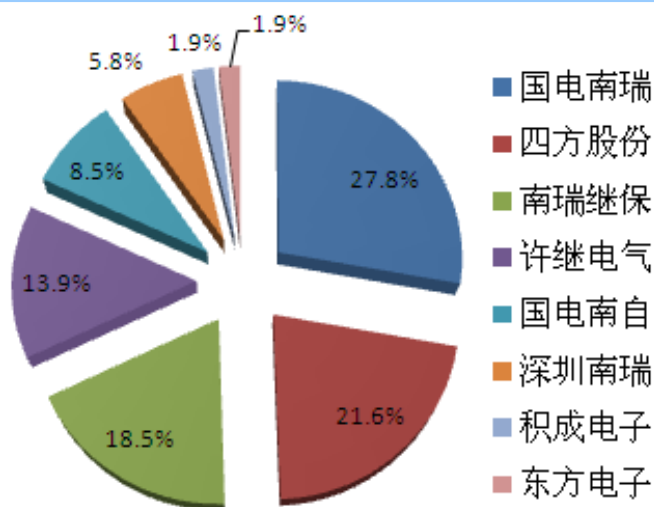
表 4 110KV 电压及以上继电保护和自动化市场容量预测

	110KV 电压变电站		220KV 电压变电站		500KV 电压变电站	
	新建	改造	新建	改造	新建	改造
每年数量	1300	700	260	80	40	20
费用	350	250	500	400	1400	1000
投资	45500	175000	130000	32000	56000	20000
总投资	868000					

资料来源：广发证券

110KV 级以上的高压电网领域由于技术门槛较高，市场基本处于寡头垄断的状态，市场份额被几大二次设备厂商瓜分；而在 110KV 以下中低压电网领域，技术门槛较低，市场竞争非常激烈。同时由于国家电网对于供应商的资质和业绩要求较为严格，以及电网对于稳定性可靠性的要求，新的竞争者进入高电压等级领域市场有着一定的天然壁垒。公司目前在 220KV 中高压电压区域的市场份额排在第二位，未来也主要定位于高电压等级的继电保护和变电站自动化产品的生产和销售以获取相对更高的利润。

图 4 220KV 及以上变电站自动化系统市场份额



资料来源：东北证券

3.发电厂自动化市场稳定增长

公司的发电厂自动化系统产品包括发电厂电气自动化系统、发电机组励磁控制系统和发电机组扭振保护控制装置。目前电厂自动化设计主要针对电厂工艺过程的控制和监视，火电厂采用 DCS 物理分散方案，水电站采用分布式处理。在发电厂自动化领域，国外厂商在机组容量 600MW 及以上等级的过程自动化和励磁控制系统市场占有较大份额，其他市场大部分被国内企业占有。公司在公司的发电厂自动化系统产品包括发电厂电气自动化系统、发电机组励磁控制系统和发电机组扭振保护控制装置产品的技术和市场优势明显，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。该项技术壁垒较高，目前只有 GE 和公司两家厂商拥有该类型的产品。目前国内电厂的自动化市场容量每年大约在 12-18 亿元左右，随着未来发电装机容量稳定的增长，电厂自动化市场也会逐步增长。

三、募投项目

公司将通过募集资金的投入和投资项目的顺利实施，继续巩固公司在继电保护领域的领先地位，进一步扩大继电保护产品的市场份额，同时大力开发新产品，拓展公司在配网自动化领域及轨道交通自动化领域市场，使之成为公司新的利润增长点。

公司募投项目情况

序号	项目名称	预计投资额（万元）	募集资金年度投资计划（万元）		
			第 1 年	第 2 年	第 3 年
一	产品类项目				
1	新型电力系统成套继电保护设备项目	7,700.00	5,675	1,525	500
2	CSC-2000（V3）变电站自动化系统项目	9,600.00	7,400	1,800	400
3	电力系统动态监控系统升级项目	6,307.29	4,612.29	1170	525
4	新一代电网继电保护及故障信息系统项目	4,039.00	2,979	810	250
5	轨道交通自动化系统项目	4,200.00	1,912.50	1,727.50	560
6	配网自动化系统项目	6,300.00	3,825	2,025	450

二	平台类项目				
1	通用电力系统自动化软件平台项目	4,569.00	2,969	1,600	
2	全国营销平台及客户服务体系建设项目	5,713.00	4,530	1,183	
三	生产基地扩建项目	6,174.85	3,006.85	3,168	
四	补充流动资金	6,000.00	6,000		
	合计	60,603.14	42,909.64	15,008.50	2,685

资料来源：公司招股书

四、盈利预测及估值

公司募投项目主要是为了扩充和提升现有业务，同时大力开发新产品。预计公司2010-2012年摊薄后的EPS分别为0.39、0.57和0.85元，公司合理价值区间为21.66-25.65元，对应2011年PE区间为38-45倍。

表8 可比公司估值情况

证券代码	证券简称	2009年PE	2010年PE预测值	2011年PE预测值
600406	国电南瑞	162.9	111.4	78.6
600268	国电南自	89.0	68.4	47.9
000400	许继电气	100.1	74.1	51.8
002339	积成电子	80.9	56.41	38.6
002090	金智科技	30.3	29.7	27.4
002350	北京科锐	45.6	41.4	29.1
002180	万力达	89.4	72.5	54.7
	平均值	85.5	64.8	46.8

资料来源：Wind、东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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或征价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归我公司所有。