

强烈推荐-A (维持)

四方股份 601126.SH

目标估值: 26 元

当前股价: 15.26 元

2015 年 10 月 26 日

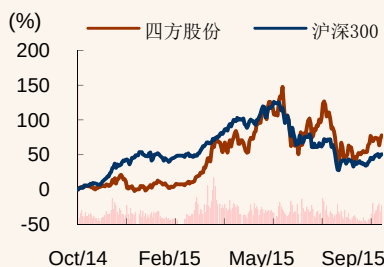
参股上海泓申，进军视频分析与识别领域

基础数据

上证综指	3412
总股本(万股)	81317
已上市流通股(万股)	81317
总市值(亿元)	124
流通市值(亿元)	124
每股净资产(MRQ)	4.2
ROE(TTM)	9.3
资产负债率	34.6%
主要股东	四方电气(集团)股份
主要股东持股比例	50.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	17	2	73
相对表现	7	27	24



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《原有业务竞争力巩固，产品与应用拓展加速》2015-08-28
- 2、《四方股份(601126)——参股设立售电公司，开动能服务转型》2015-06-29
- 3、《四方股份(601126)——业务平稳发展，盈利增长进入调整期》2014-06-04

游家训

021-68407937

youjx@cmschina.com.cn

S1090515050001

公司发布公告: 以 9000 万元增资入股上海泓申科技发展有限公司, 获得其 30% 股权; 同时, 公司以 2529.67 万元转让合营企业四方特变 50% 股权。公司参股视频分析企业, 正式进军智能识别领域; 公司自身在软件与信息化领域有良好产品积累, 也正在探索向线上服务转型, 智能识别与分析技术有望与其业务协同。

- 以 9000 万元参股上海泓申: 公司董事会同意, 以 9000 万现金增资上海泓申科技发展有限公司, 获得其 30% 股权。根据泓申科技的业绩承诺, 增资相当于三年平均业绩的 10 倍估值。
- 上海泓申在视频分析与识别领域有核心竞争力: 泓申早期业务主要为主板等电子产品代理, 近几年开始储备视频与图像识别技术, 并开始在金融、司法等领域进行推广。根据其披露信息, 今年至 3 季度末, 已签订近五千万视频智能识别系统的订单。泓申在银行、监狱等领域市场占有率较高, 具有业内领先的核心竞争力, 如产品能进一步平台化、系列化, 有望高速增长。
- 海量图像/视频的处理与智能分析, 是未来最有前景的产业方向: 安防产业快速发展, 图像、视频的采集与传输问题已基本解决, 而海量信息的自动处理、分析、挖掘, 即非结构化的信息识别, 将是未来的掘金之地。
- 与公司做强软件平台、转型服务的战略有一定协同: 公司目前嵌入式产品盈利较好, 但电力行业的软件盈利并不好; 公司软件业务的出路是产品平台化、或者通过软件服务化模式转型。参股上海泓申, 有助于实现软件平台化与转型服务的战略。
- 转让四方特变: 公司以 2529.67 万元转让四方特变 50% 股权; 转让该部分股权后, 有利于公司经进一步聚焦主业。
- 维持“强烈推荐-A”投资评级: 公司的特高压直流、配网业务实现快速追赶, 近几年取得突破, 预计明年经营反转, 看好长期发展, 调整目标价为 26 元。
- 风险提示: 电力行业反腐与换届问题持续; 公司改革与并购整合低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万元)	3053	3264	3349	4226	5473
同比增长	30%	7%	3%	26%	30%
营业利润(百万元)	313	272	280	466	697
同比增长	16%	-13%	3%	66%	50%
净利润(百万元)	371	341	362	529	728
同比增长	26%	-8%	6%	46%	37%
每股收益(元)	0.46	0.42	0.45	0.65	0.89
PE	33.5	36.4	34.3	23.4	17.1
PB	3.9	3.6	3.0	2.7	2.4

资料来源: 公司数据、招商证券

1、以 9000 万元参股上海泓申

公司董事会同意，以 9000 万现金增资上海泓申科技发展有限公司，获得其 30% 股权。根据泓申科技的业绩承诺，增资相当于三年平均业绩的 10 倍估值。

此次增资中，泓申科技对公司承诺 3 年业绩不低于 9000 万元，三类累计超过该部分的，公司可能激励给核心管理团队。

增资后，公司成为第二大股东，后续不排除继续增资或收购。

表 1: 增资前后股权变化

增资前				增资后			
序号	股东	出资(万元)	比例(%)	序号	股东	出资(万元)	比例(%)
1	方强	577.5	52.55	1	方强	577.5	36.79
2	陆月美	22.5	2.05	2	陆月美	22.5	1.43
3	上海慧眼投资	30	2.73	3	上海慧眼投资	30	1.91
4	上海泓丽锴宁投资)	300	27.30	4	上海泓丽锴宁投资	300	19.11
5	上海盟策投资中心	70	6.37	5	上海盟策投资中心	70	4.46
6	上海盟济投资管理中心	98.9	9.00	6	上海盟济投资管理中心	98.9	6.30
	合计	1,098.90	100	7	四方股份	470.9571	30.00
					合计	1,569.86	100

资料来源：公司公告，招商证券

2、上海泓申在视频分析与识别领域有核心竞争力

根据公开信息，泓申早期业务主要为主板等电子产品代理，近几年开始储备视频与图像识别技术，并开始在金融、司法等领域进行推广。

根据其披露信息，今年至 3 季度末，已签订近五千万视频智能识别系统的订单。泓申在银行、监狱等领域市场占有率较高，具有一定核心竞争力，如产品能进一步平台化、系列化，有望获得快速增长。

3、图像与视频采集产业化已很成熟，而海量图像/视频的处理与智能分析，将是未来最有前景的产业方向

安防产业快速发展，目前图像、视频的采集与传输问题已基本解决，而海量信息的自动处理、分析、挖掘，即非结构化的信息识别，可能是未来最有前景的产业方向。

4、与公司做强软件平台、转型服务的战略有一定协同

公司目前嵌入式产品盈利较好，但电力行业的软件盈利并不好。公司软件业务的出路是产品平台化、或者通过软件服务化模式转型。参股上海泓申，有助于实现软件平台化与转型服务的战略。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	3775	3945	5279	5604	6778
现金	682	486	2022	1593	1677
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	93	98	94	97	126
应收款项	2148	2490	2308	2879	3683
其它应收款	58	48	49	62	80
存货	712	725	708	870	1077
其他	82	97	98	102	134
非流动资产	934	1130	1187	1170	1098
长期股权投资	106	86	86	86	86
固定资产	288	291	386	420	406
无形资产	258	280	252	227	204
其他	282	473	463	437	402
资产总计	4709	5075	6466	6774	7876
流动负债	1434	1512	1684	2027	2495
短期借款	50	97	200	170	100
应付账款	778	762	763	963	1263
预收账款	275	168	168	213	279
其他	331	485	553	681	854
长期负债	79	119	629	139	139
长期借款	0	65	65	65	65
其他	79	54	564	74	74
负债合计	1512	1632	2313	2166	2635
股本	407	407	813	813	813
资本公积金	1792	1815	1815	1815	1815
留存收益	989	1218	1526	1976	2594
少数股东权益	10	5	(1)	5	19
归属于母公司所有者权益	3187	3439	4153	4603	5222
负债及权益合计	4709	5075	6466	6774	7876

现金流量表

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	(62)	11	722	202	222
净利润	371	341	362	529	728
折旧摊销	78	88	88	97	96
财务费用	(5)	4	8	5	6
投资收益	(54)	(28)	(5)	(55)	(70)
营运资金变动	(493)	(421)	294	(426)	(617)
其它	41	27	(25)	52	80
投资活动现金流	118	(132)	(149)	(82)	(23)
资本支出	(127)	(263)	(109)	(67)	(8)
其他投资	244	131	(40)	(15)	(15)
筹资活动现金流	(135)	23	962	(550)	(115)
借款变动	(195)	(6)	103	(30)	(70)
普通股增加	0	(0)	407	0	0
资本公积增加	34	23	0	0	0
股利分配	0	0	(54)	(79)	(109)
其他	25	6	507	(440)	64
现金净增加额	(80)	(98)	1536	(430)	85

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3053	3264	3349	4226	5473
营业成本	1817	1943	1945	2456	3220
营业税金及附加	31	33	34	43	55
营业费用	455	495	508	624	753
管理费用	458	481	510	626	756
财务费用	(4)	1	8	5	6
资产减值损失	37	67	70	60	55
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	54	28	5	55	70
营业利润	313	272	280	466	697
营业外收入	122	111	125	130	130
营业外支出	7	2	3	3	3
利润总额	427	381	402	593	824
所得税	57	45	45	58	81
净利润	371	336	357	535	742
少数股东损益	0	(5)	(5)	5	15
归属于母公司净利润	371	341	362	529	728
EPS (元)	0.46	0.42	0.45	0.65	0.89

主要财务比率

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
年成长率					
营业收入	30%	7%	3%	26%	30%
营业利润	16%	-13%	3%	66%	50%
净利润	26%	-8%	6%	46%	37%
获利能力					
毛利率	40.5%	40.5%	41.9%	41.9%	41.2%
净利率	12.1%	10.4%	10.8%	12.5%	13.3%
ROE	11.6%	9.9%	8.7%	11.5%	13.9%
ROIC	8.1%	6.6%	5.8%	8.7%	11.6%
偿债能力					
资产负债率	32.1%	32.1%	35.8%	32.0%	33.5%
净负债比率	1.1%	3.2%	4.1%	3.5%	2.1%
流动比率	2.6	2.6	3.1	2.8	2.7
速动比率	2.1	2.1	2.7	2.3	2.3
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.6	0.7
存货周转率	2.6	2.7	2.7	3.1	3.3
应收帐款周转率	1.6	1.4	1.4	1.6	1.7
应付帐款周转率	2.6	2.5	2.6	2.8	2.9
每股资料 (元)					
每股收益	0.46	0.42	0.45	0.65	0.89
每股经营现金	-0.08	0.01	0.89	0.25	0.27
每股净资产	3.92	4.23	5.11	5.66	6.42
每股股利	0.00	0.00	0.07	0.10	0.13
估值比率					
PE	33.5	36.4	34.3	23.4	17.1
PB	3.9	3.6	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	8.0	8.6	7.4	4.9	3.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

胡毅：曾就职于力神、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究储能与新能源电池产业。

赵智勇：曾就职于艾默生、GE，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究工控自动化与信息化产业。

陈术子：上海交通大学硕士，曾就职于光大证券，2015 年加入招商证券，研究新能源发电产业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。