

## 电气设备

报告原因：三季度报告

2011年10月25日

市场数据：2011年10月25日

总股本/流通股本(亿股)	4.07/0.82
收盘价(元)	18.16
流通市值(亿元)	14.89

基础数据：2011年9月30日

资产负债率	20.16%
毛利率	45.80%
净资产收益率(摊薄)	2.20%

### 相关研究

《四方股份(601126)调研简报：智能变电站建设最敏感的标底，业务全面开花》

### 分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760511010020

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

### 联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

请务必阅读正文之后的特别声明部分

# 四方股份 (601126)

维持

增长势头稳定，智能变电站建设最敏感的标底

增持

公司研究/公告点评

### 投资要点：

④ **继续维持稳定增速。**2011 前三季度，公司实现营业收入 93928.53 万元，同比增长了 26.53%；归属母公司所有者的净利润为 9253.08 万元，同比增长 31%，继续维持稳定增速。公司净利润增速高于营业收入增速主要源于上市募集资金后财务费用的减少。

④ **软件增值税尚未返回，未体现公司真实利润水平。**截至三季度 2011 年度软件增值税尚未返回，根据公司历史情况统计，公司营业外收入（主要为增值税返还）占公司营业收入的 5% 左右，目前营业外收入主要为 2010 年部分增值税返还，根据历史数据预计 2011 年前三季度公司增值税返还额约 5000 万左右，税后贡献公司每股收益约 0.1 元。剔除增值税返还因素，看公司利润总额增幅，公司利润总额同比增长 210%。我们预计 4 季度公司可能能够拿到该部分增值税返还，将反应公司的真实利润增长情况。

④ **智能变电站建设最敏感的标底：**继电保护及变电站自动化系统作为公司的核心产品，主要应用于电网的变电环节，是智能化投资的重要环节之一。在今年国家电网公司前三次集中招标中，在所有设备厂商排名中继续保持第二位。目前受到技术标准不统一，智能变电站尚未大规模开建，我们预计明年标准有望统一，开始大规模建设。公司 70% 的业务来自于此，是二次设备企业中对智能变电站建设规模最敏感的企业，届时公司业绩有望爆发式增长。

④ **积极拓展其它领域。**电网领域除了继电保护及变电站自动化系统外，公司在配电自动化领域有巨大优势，未来该领域也将爆发式增长。此外，我们非常看好公司在直流领域和 ABB 的合作，未来可能成为公司的核心利润贡献点之一。为了减轻对电网及电厂投资的依赖，公司积极拓展其它领域，公司开拓包括风电升压站、冶金钢铁、石油石化、化工、煤炭、地铁及交通等领域业务，此外公司积极拓展风电厂风功率控制、预测等新业务。此外，公司国际业务中印度市场继续保持良好的增长态势，同时积极推进了其他国家的业务拓展。

④ **盈利预测及投资评级：**我们预计公司 2011-2013 年业绩分别为 0.55、0.75、0.99 元（各年业绩均考虑了增值税返还），对应目前市盈率为 34、24、19 倍，在二次设备中估值并不算高，公司积极拓展海外市场、工矿企业、电厂业务，这不仅增加公司业务的增长点，也降低对国家电网的依赖程度，考虑到智能电网未来 5-10 年投资较为明确，给予“增持”的投资评级。

④ **投资风险。**公司 70% 以上的业务来自于电网，电网投资的减慢对公司业绩影响较大。

⑨ **智能变电站建设最敏感的标底：**继电保护及变电站自动化系统作为公司的核心产品，主要应用于电网的变电环节，是智能化投资的重要环节之一。在今年国家电网公司前三次集中招标中，在所有设备厂商排名中继续保持第二位。目前受到技术标准不全国统一，智能变电站尚未大规模开建，我们预计明年标准有望统一，开始大规模建设。公司 70% 的业务来自于此，是二次设备企业中对智能变电站建设规模最敏感的企业，届时公司业绩有望爆发式增长。

⑨ **配网自动化业务潜力巨大：**在智能电网领域，除了继电保护及变电站自动化外，公司在配网自动化领域竞争实力较强，公司中标长沙项目，是国家电网试点的 19 个城市之一。配网自动化在我国处在起步阶段，国内城市配网馈线自动化率不足 10%，目前国外配网自动化的比例达到 60%-70%。按照平均每个城市投资主站 5000 万，采集终端覆盖 2 万个，每个采集终端 2 万元测算，每个城市配网自动化总投资在 4.5 亿左右。从长期看，一旦大城市试点成功，势必向二、三级城市推广，未来可能进一步深入到县的级别，市场空间广大。公司作为该领域技术成熟的核心企业之一将受益于此，公司该业务目前处于起步阶段，未来有望爆发式增长，成为公司的核心业务之一。

⑨ **与 ABB 合作抢占中国直流市场：**公司与 ABB 中国成立合资公司，合资公司将专注于提供全套高压直流（HVDC）输电解决方案，包括生产换流阀、控制和保护系统等关键设备，其中公司和 ABB 各占 50%，由 ABB 并表。ABB 拥有世界领先的换流阀生产技术，合资公司在中国直流市场前景广阔。

⑨ **发电厂自动化有望快速增长。**公司积极拓展电厂自动化业务，水电厂继电保护和自动化产品增速较快。前几年国家停批水电站影响了该领域的投资速度，目前国家已经开始重新放开常规水电站的核准，预计未来几年水电项目较多，公司该领域有望较快增长。

⑨ **积极拓展工矿企业自动化。**公司积极开拓电网外的风电升压站、冶金钢铁、石油石化、化工、煤炭、地铁及交通等工矿企业的电力自动化业务。随着国内厂矿企业的产量的增长，工矿企业的电力设备改造与新建项目需求将增长，公司在该领域有望较快增长。

⑨ **国际业务有望快速增长：**公司积极推进国际业务，国际业务中印度市场继续保持良好的增长态势，公司采取与当地企业合作的模式（提供核心元器件）争取市场份额，目前印度合作方企业的市场份额仅次于 ABB、西门子。公司目前在积极推进了其他国家的业务拓展。此外公司与特变电工建立合作，借助特变电工在海外市场的的影响力拓展国际市场。

⑨ **其他领域技术准备较多：**公司在其他领域技术储备较多，例如分布式能源、微电网技术、光电互感器等领域，未来都有望成为公司业绩增长的推动力。

表 1：盈利预测（单位：万元）

	2009 年报	2010 年报	2011E	2012E	2013E
营业收入	123,511.76	134,771.92	168464.9	215635.07	269543.84
增速	-	9.12%	25.00%	28.00%	25.00%
毛利率	41.12%	45.32%	45.50%	46.00%	46.00%
营业成本	72,720.06	73,687.40	91813.371	116442.94	145553.67



营业税金及附加	1,127.98	1,535.13	1918.9125	2456.208	3070.26
销售费用	18,947.21	24,473.36	30591.7	37157.376	44446.72
管理费用	17,855.45	20,979.08	26223.85	33566.528	40958.16
财务费用	2,293.55	1,882.14	-2000.00	-1000.00	-500.00
资产减值损失	942.11	1,338.17	1000.00	0.00	0.00
营业利润	9,625.31	10,876.65	20917.07	27012.02	36015.03
营业外收入	5,784.07	6,496.39	5390.88	9056.67	11320.84
营业外支出	116.85	243.46	0.00	0.00	0.00
利润总额	15,292.54	17,129.57	26307.94	36068.69	47335.87
所得税	2,502.16	1,753.03	3946.19	5410.30	7100.38
净利润	12,790.38	15,376.55	22361.75	30658.39	40235.49
减：少数股东损益	78.15	30.17	40.00	41.00	42.00
归属母公司净利润	12,712.23	15,346.38	22321.752	30617.39	40193.488
基本每股收益(元)	0.31	0.38	0.55	0.75	0.99
增速		20.72%	45.45%	37.16%	31.28%

资料来源：山西证券

图 4：公司 PE-bands 图



资料来源：Wind

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。