

二次设备领军企业， 受益于智能电网建设

投资要点：

1. 事件

智能电网投资加速，首次给予公司投资评级。

2. 我们的分析与判断

(一)、智能电网，投资明确，推广加速

“十二五”是智能电网的重要建设期。随着技术标准的完善和技术水平的提升，我们认为 2011 年下半年开始智能电网投资将加速。公司多个板块业务与智能电网相关，是智能电网投资多个环节的受益者。

(二)、继保及综自板块市场份额稳居第二

公司继电保护及变电站自动化系统板块业务为公司主要营收来源，2010 年收入占主营业务收入的 78%。继保及综自产品主要应用于电网的变电环节，智能化投资的重要环节之一。变电环节的投资约占智能化总投资额（除通信信息平台）的 33%。行业技术门槛高，市场格局集中。四方股份将与国电南瑞、国电南自、许继电气等寡头垄断企业，分享变电环节的主要投资。公司凭借出色的技术创新能力，市场份额稳居第二。产品收入增速将不低于行业的投资增速。

(三)、募投项目契合智能电网建设

配电及调度领域之前是电网投资的薄弱环节，待改造的潜力大。公司年初 IPO 发行所投项目大部分都围绕着智能化主题，除用于变电环节外的产品，还有用于配电及调度环节的产品。电力系统安全稳定监测控制系统通过募投资金将实现电力系统调度自动化系统的集成化和智能化。电网继电保护及故障信息系统通过智能化技术及故障诊断技术的运用，提升系统的智能化水平、保障电力供应的安全性及可靠性。两个系列产品主要应用于网省级、地区级调度中心。配网自动化项目是在调度自动化核心技术基础上改进升级，实现故障信息采集功能、配网自动化监控功能及故障恢复处理功能等。三个系列产品都是构建电网安全防御体系的重要智能化组成部分。

(四)、传统电源建设促进电厂自动化系统需求

公司的发电厂电气自动化系统板块产品运用于发电公司、大型火电厂、核电站，受益于由“电荒”唤起的传统电源建设的回归。

3. 投资建议

我们预计 2011-2013 年盈利预测为 0.55 元、0.77 元和 0.96 元，结合类似公司平均估值水平，我们给予公司 2012 年 26-30 倍市盈率为，对应的合理估值区间为 20-23 元。

四方股份 (601126.SH)

谨慎推荐 首次评级

分析师

邹序元

☎: (8610) 6656 8668

✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130208061595

联系人

张玲

☎: (8610) 6656 8643

✉: zhangling_yj@chinastock.com.cn

市场数据 时间 2011.06.28

A 股收盘价(元)	18.69
A 股一年内最高价(元)	33.52
A 股一年内最低价(元)	16.35
上证指数	2759.20
市净率	2.99
总股本(百万股)	400.73
实际流通 A 股(百万股)	82.00
限售的流通 A 股(百万股)	318.73
流通 A 股市值(亿元)	15.33

表 1、四方股份 (601126.SH) 财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表						利润表					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	168	2077	1528	1274	1044	营业收入	1235	1348	1708	2298	2984
应收票据	36	5	6	8	11	营业成本	727	737	946	1283	1687
应收账款	780	882	1117	1503	1952	营业税金及附加	11	15	19	26	34
预付款项	24	14	61	125	210	销售费用	189	245	310	417	542
其他应收款	31	36	46	61	80	管理费用	179	210	250	295	358
存货	296	346	444	602	791	财务费用	23	19	1	-7	-5
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	9	13	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	126	118	152	174	194	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	3	9	59	99	109	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	96	109	182	283	369
无形资产	58	65	65	65	65	营业外收入	58	65	65	65	65
长期待摊费用	0	0	0	0	0	营业外支出	1	2	2	2	2
资产总计	1547	3586	3514	3948	4492	税前利润	153	171	244	346	431
短期借款	334	359	0	0	12	减: 所得税	25	18	25	35	44
应付票据	9	6	8	11	15	净利润	128	154	219	310	387
应付账款	294	369	468	635	834	归属于母公司净利润	127	153	219	310	386
预收款项	117	152	152	152	152	少数股东损益	1	0	0	1	1
应付职工薪酬	44	62	62	62	62	基本每股收益	0.32	0.38	0.55	0.77	0.96
应交税费	50	69	69	69	69	稀释每股收益	0.32	0.38	0.55	0.77	0.96
其他应付款	28	76	76	76	76	估值指标输出	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他流动负债	0	0	0	0	0	P/E	58	48	34	24	19
长期借款	10	0	0	0	0	P/B	12	3	3	3	2
预计负债	0	0	0	0	0	P/S	6	6	4	3	2
负债合计	891	1097	838	1008	1223	Dividend Yield	0%	0%	0%	1%	1%
股东权益合计	656	2490	2676	2940	3269	EV/EBITDA	40.61	35.77	29.73	20.88	16.65
归属母公司权益合计	634	2487	2673	2937	3265						
总股本	319	401	401	401	401	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	成长性					
净利润	128	154	219	310	387	营收增长率	5%	9%	27%	35%	30%
折旧与摊销	21	18	16	18	20	EBIT 增长率	-10%	10%	29%	52%	31%
经营活动现金流	-594	5692	-56	-135	-138	归属净利润增长	2%	21%	43%	42%	25%
投资活动现金流	-2162	-4219	-100	-80	-50	盈利性					
融资活动的现金流	2060	-1387	-392	-39	-41	销售毛利率	41%	45%	45%	44%	43%
现金净变动	-696	87	-549	-254	-229	销售净利率	10%	11%	13%	14%	13%
期初现金余额	114	168	2077	1528	1274	ROE	20%	6%	8%	11%	12%
期末现金余额	-582	254	1528	1274	1044	ROIC	11%	4%	6%	8%	10%

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

邹序元，电力设备及新能源行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908