

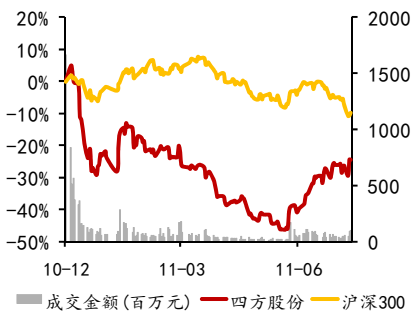
投资评级

谨慎推荐 (维持)

基本信息：

收盘价	20.56元
总股本	4.07亿股
流通股本	0.82亿股
流通市值	16.86亿元
总市值	83.61亿元
成交量	87.36万股

股价近期走势：



相关报告

《智能电网技术先锋，募资谋求多元发展》四方股份新股分析报告

研发部

 王博涛¹
 SAC 执业证书编号：S1340510120006

 联系人：机械新能源研究小组
 联系电话：010-68858137
 Email: chenpeng@cnpsc.com

业绩稳步增长 财务费用影响中期业绩
——四方股份 (601126) 2011 年中报点评

● **业绩稳步增长，财务费用拉高营业利润增速：**上半年，公司营业收入 5.95 亿元，同比增长 25.79%，营业利润 4530 万元，同比增长 207.67%，归属上市公司股东净利润 5409 万元，同比增长 31.41%，基本每股收益 0.135 元。报告期公司财务费用较上年同期大幅减少约 2200 万元，导致营业利润同比增速明显高于营业收入增速，同时营业外收入相比上年同期减少了约 1000 万元，导致公司净利润增速明显低于营业利润增速。

● **继电保护业务稳定增长，电厂自动化增长迅速：**公司主营业务继电保护及变电站自动化系统营业收入同比增长 26%，毛利率水平较上年同期提高了 1.97 个百分点，是公司中期业绩最重要的支撑。报告期公司发电厂自动化系统营业收入同比大幅增长 43.25%，较为引人注目。

● **携手特变，开拓智能电网业务：**上半年，公司与特变电工合资成立了“四方特变电工智能电气有限公司”，致力于智能电网设备的研制和市场开拓。公司作为国内输变电二次设备方面的龙头企业与一次设备龙头企业特变电工强强合作，其发展前景不逊于国电南自与中国西电在智能电网设备方面的合作。

● **订单增长迅速，集中招标和特高压项目多有斩获：**报告期公司新增订单 11.63 亿元，同比增长 30.94%，超出公司年初计划 22.67% 的同比增速。其中发电厂及工业自动化业务新增 1.19 亿元，同比增长 44.98%，公共及国际业务新增 2.12 亿元，同比增长 42.46%。在电网方面，新增订单 8.32 亿元，同比增长 26.77%，在电网公司集中招标中，公司继续保持国网第二、南网第一的行业地位，且中标晋东南-荆门特高压交流扩建工程中的 6 个包，成为特高压交流项目中二次设备供货种类最全的供应商。

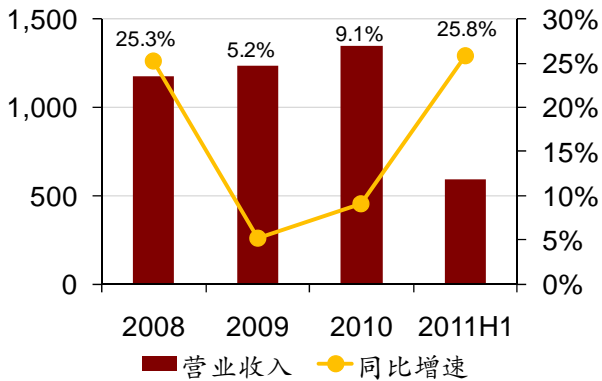
● **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.518 元、0.711 元和 0.898 元，对应动态市盈率分别为 39.73 倍、28.9 倍和 22.91 倍，考虑到公司股权激励的作用，以及行业未来发展前景看好，公司有望继续保持较快的业绩增速，继续维持对公司谨慎推荐的投资评级。

● **风险提示：**1、市场竞争加剧或原材料涨价导致公司毛利率下滑；2、智能电网建设进度低于预期；3、募投项目建设进度低于预期。

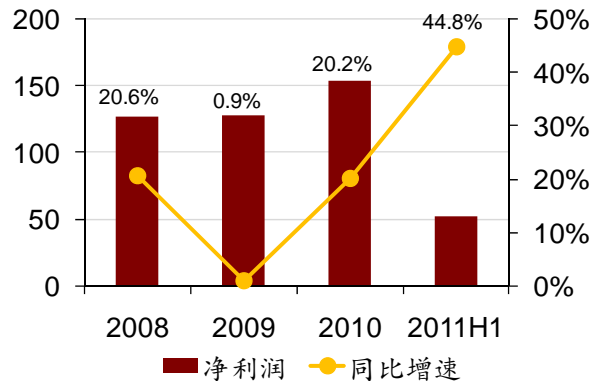
单位:百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1235.12	1347.72	1712.58	2293.84	3015.00
YOY(%)	5.21%	9.12%	27.07%	33.94%	31.44%
综合毛利率 (%)	41.12%	45.32%	45.74%	46.59%	46.81%
归属母公司股东净利润	127.12	153.46	210.46	289.31	365.03
YOY(%)	1.64%	20.72%	37.14%	37.47%	26.17%
每股收益 (EPS)	0.313	0.377	0.518	0.711	0.898
市盈率 (P/E)	65.77	54.48	39.73	28.90	22.91

¹ 报告贡献人：陈鹏

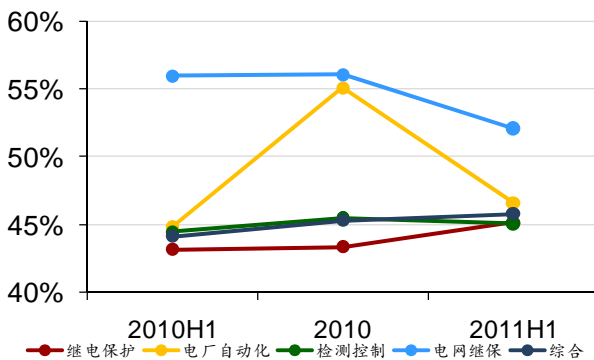
图表 1: 营业收入及同比增速



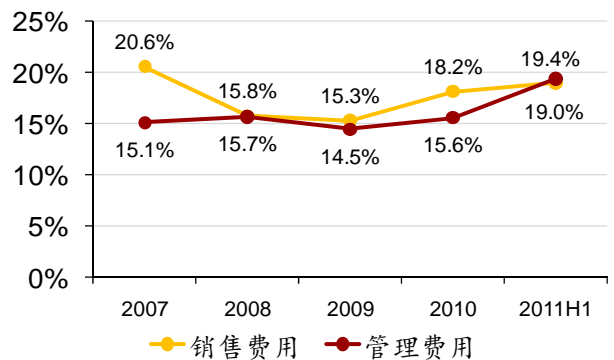
图表 2: 净利润及同比增速



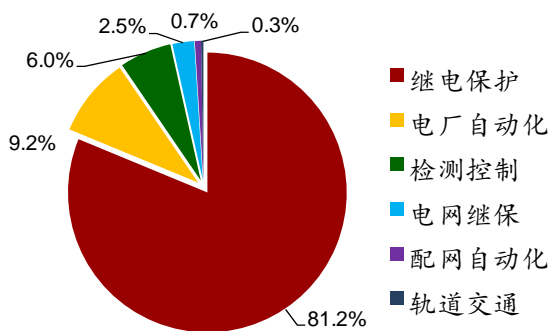
图表 3: 公司毛利率情况



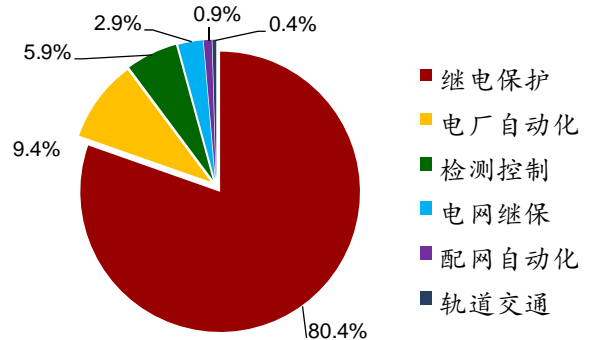
图表 4: 公司近年期间费用率



图表 5: 报告期公司各项业务在营业收入中占比



图表 6: 报告期公司各项业务在营业利润中占比



数据来源: 公司公告 中邮证券研发部

图表 7: 公司盈利预测明细

产品	项目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
继电保护及变电站自动化系统	销售收入(百万元)	955.82	994.40	1,032.59	1,311.39	1,770.38	2,301.49
	yoy (%)	19.81%	4.04%	3.84%	27.00%	35.00%	30.00%
	销售利润(百万元)	422.06	400.94	447.78	603.24	832.08	1,081.70
	yoy (%)	11.57%	-5.00%	11.68%	34.72%	37.93%	30.00%
	毛利率 (%)	44.15%	40.31%	43.36%	46.00%	47.00%	47.00%
	± (%)	-3.26%	-3.84%	3.05%	2.64%	1.00%	0.00%
发电厂自动化系统	销售收入(百万元)	110.27	96.00	128.69	186.60	251.91	327.48
	yoy (%)	180.51%	-12.94%	34.05%	45.00%	35.00%	30.00%
	销售利润(百万元)	52.13	46.51	70.88	87.70	118.40	153.92
	yoy (%)	154.91%	-10.78%	52.40%	23.73%	35.00%	30.00%
	毛利率 (%)	47.27%	48.44%	55.07%	47.00%	47.00%	47.00%
	± (%)	-4.76%	1.17%	6.63%	-8.07%	0.00%	0.00%
电力系统安全稳定检测控制系统	销售收入(百万元)	57.10	70.62	88.43	91.08	109.30	136.62
	yoy (%)	-12.77%	23.68%	25.22%	3.00%	20.00%	25.00%
	销售利润(百万元)	24.70	29.56	40.21	40.99	48.09	60.11
	yoy (%)	4.97%	19.68%	36.03%	1.93%	17.33%	25.00%
	毛利率 (%)	43.24%	41.86%	45.47%	45.00%	44.00%	44.00%
	± (%)	7.31%	-1.38%	3.61%	-0.47%	-1.00%	0.00%
电网继电保护及故障信息系统	销售收入(百万元)	18.87	39.43	44.75	46.09	55.31	66.37
	yoy (%)	-18.91%	108.96%	13.49%	3.00%	20.00%	20.00%
	销售利润(百万元)	10.28	20.82	25.09	23.97	29.31	35.18
	yoy (%)	-18.74%	102.53%	20.51%	-4.47%	22.31%	20.00%
	毛利率 (%)	54.45%	52.80%	56.06%	52.00%	53.00%	53.00%
	± (%)	0.10%	-1.65%	3.26%	-4.06%	1.00%	0.00%
轨道交通自动化系统	销售收入(百万元)	-	-	-	3.50	5.25	21.00
	yoy (%)	-	-	-	-	50.00%	300.00%
	销售利润(百万元)	-	-	-	2.42	3.52	13.65
	yoy (%)	-	-	-	-	45.65%	288.06%
	毛利率 (%)	-	-	-	69.00%	67.00%	65.00%
	± (%)	-	-	-	-	-2.00%	-2.00%
配网自动化系统	销售收入(百万元)	-	-	-	10.00	25.00	70.00
	yoy (%)	-	-	-	-	150.00%	180.00%
	销售利润(百万元)	-	-	-	5.80	14.25	39.20
	yoy (%)	-	-	-	-	145.69%	175.09%
	毛利率 (%)	-	-	-	58.00%	57.00%	56.00%
	± (%)	-	-	-	-	-1.00%	-1.00%
合计	销售收入(百万元)	1,174.01	1,235.12	1,347.72	1,712.58	2,293.84	3,015.00
	yoy (%)	25.25%	5.21%	9.12%	27.07%	33.94%	31.44%
	销售利润(百万元)	524.76	507.92	610.85	783.29	1,068.66	1,411.37
	yoy (%)	18.37%	-3.21%	20.27%	28.23%	36.43%	32.07%
	毛利率 (%)	44.70%	41.12%	45.32%	45.74%	46.59%	46.81%
	± (%)	-2.60%	-3.58%	4.20%	0.42%	0.85%	0.22%

数据来源: 中邮证券研发部 公司公告

附录: 预测财务报表明细

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E	财务分析与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1347.72	1712.58	2293.84	3015.00	毛利率	45.32%	45.74%	46.59%	46.81%
减: 营业成本	736.87	929.29	1225.18	1603.63	三费/销售收入	35.12%	33.03%	33.02%	33.39%
营业税金及附加	15.35	19.51	26.13	34.34	EBIT/销售收入	14.06%	12.80%	13.45%	13.27%
营业费用	244.73	318.54	417.48	548.73	EBITDA/销售收入	16.46%	14.96%	15.22%	14.71%
管理费用	209.79	274.01	362.43	473.36	销售净利率	11.41%	12.31%	12.64%	12.13%
财务费用	12.22	22.22	22.11	15.25	ROE	2.17%	7.22%	6.22%	11.27%

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大势： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大势： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。