

收购三伊公司，重返电力电子业务

评级: 买入-A

上次评级: 买入-B

目标价格: 27.00 元

期限: 6 个月 上次预测: 28.00 元

现价(2012年03月27日): 16.57 元

报告日期: 2012-03-28
报告关键点:

- 收购三伊公司重返电力电子业务, 预计2012-2014年增厚公司净利润分别为0.56亿元、0.72亿元、0.93亿元
- 上调盈利预测, 预测公司2011-2013年EPS分别为0.53元、0.9元、1.2元, 按照2012年30倍市盈率估值, 目标价位27元, 上调公司评级至“买入-A”

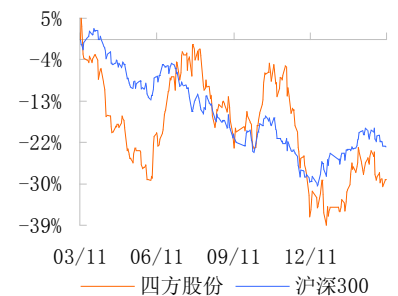
报告摘要:

- 四方股份发布公告, 收购保定三伊电力电子有限公司、保定三伊天星电气有限公司股权及保定三伊方长电力电子有限公司, 我们对此进行点评。
- 重返电力电子业务:** 三伊电子的主营产品为单晶硅炉高频开关电源、多晶硅铸锭炉加热电源、蓝宝石炉加热电源、SVC、逆变器等电力电子产品。三伊天星主营产品为高频焊机、高频热处理电控设备、晶闸管直流调速及大功率直流电源。和三伊方长主要经营产品为电能质量在线检测仪器、电压检测仪等。2007年, 在资金紧张的情况下, 四方股份的母公司四方电气(集团)公司万般无奈将从事电力电子业务的四方清能公司卖给了思源电气, 今次通过收购三伊公司, 四方股份得以重返电力电子业务。
- 三伊公司实力不弱:** 从《郑清超: 10年驾驭节电产业黑马》一文中我们看到三伊公司2009年收入就达到了3亿元。从收购公告中, 我们注意到三伊公司原来的股东中有王铁国、石新春等人, 其中王铁国是典型的职业经理人, 担任过ABB(中国)系统工程有限公司总经理, 四方继保的副总经理; 石新春是华北电力大学教授、博士生导师, 我国高频感应加热行业的知名专家, 享受国务院政府特殊津贴。由于共同的华北电力大学背景, 我们预计新收购公司将很容易实现与总公司的磨合。
- 收购将增厚公司业绩:** 三伊公司未经审计的报表2011年收入合计3.2亿元, 税后净利润合计1140万元。四方公司委托第三方对三伊公司调查, 按照专业会计师提供的审阅调整后报表, 三伊公司2011年合计实现净利润在4000-4500万元之间。收购协议要求三伊公司2012-2014年的税后利润总额达2.2亿元, 并对超过和低于业绩承诺的情况作出奖励与补偿。按照2011年三伊公司4300万元净利润进行推算, 三年净利润总额2.2亿元, 复合增长率为30%, 我们预计2012-2014年增厚公司净利润分别为0.56亿元、0.72亿元、0.93亿元。
- 盈利预测与公司评级:** 考虑收购后我们上调公司业绩预期, 预测公司2011-2013年EPS分别为0.53元、0.9元、1.2元, 按照2012年30倍市盈率估值, 目标价位27元, 上调公司评级至“买入-A”。
- 风险提示:** 三伊公司业绩不达预期, 两大电网公司智能电网投资低于预期

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,235.1	1,347.7	1,941.7	3,224.6	4,183.6
Growth(%)	5.2%	9.1%	44.1%	66.1%	29.7%
净利润	127.1	153.5	216.4	366.3	487.3
Growth(%)	1.6%	20.7%	41.0%	69.2%	33.0%
毛利率(%)	41.1%	45.3%	42.1%	41.2%	40.9%
净利润率(%)	10.3%	11.4%	11.1%	11.4%	11.6%
每股收益(元)	0.31	0.38	0.53	0.90	1.20
每股净资产(元)	1.61	6.12	6.54	7.26	8.23
市盈率	53.0	43.9	31.2	18.4	13.9
市净率	10.3	2.7	2.5	2.3	2.0
净资产收益率(%)	19.5%	6.2%	8.2%	12.4%	14.6%
ROIC(%)	18.0%	20.7%	25.3%	23.0%	19.1%
EV/EBITDA	39.0	33.8	32.5	15.0	11.5
股息收益率	0.7%	0.0%	0.6%	1.1%	1.4%

总市值(百万元)	6,738.42
流通市值(百万元)	2,476.29
总股本(百万股)	406.66
流通股本(百万股)	149.44
12个月最低/最高	14.18/25.09 元
十大流通股股东(%)	23.51%
股东户数	14,556

12个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.66)	2.07	(6.82)
绝对收益	(4.78)	12.57	(29.50)

黄守宏
 010-66581627
 执业证书编号

首席行业分析师
 huangsh@essence.com.cn
 S1450511020024

报告联系人
邢达 010-66581767
 xingda@essence.com.cn

前期研究成果
四方股份: 业绩符合预期, 将受益智能变电站建设

2011-10-25

四方股份: 业绩和订单增长符合预期

2011-08-30

四方股份: 电力二次设备先锋王, 领航智能电网建设

2010-12-17

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2012-03-27		
利润表						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性						
营业收入	1,235.1	1,347.7	1,941.7	3,224.6	4,183.6	营业收入增长率	5.2%	9.1%	44.1%	66.1%	29.7%	
减: 营业成本	727.2	736.9	1,123.5	1,897.0	2,473.0	营业利润增长率	-2.7%	13.0%	66.1%	80.6%	33.8%	
营业税费	11.3	15.4	22.1	36.2	47.0	净利润增长率	1.6%	20.7%	41.0%	69.2%	33.0%	
销售费用	189.5	244.7	345.6	516.7	659.5	EBITDA 增长率	-6.1%	3.7%	19.8%	143.4%	34.4%	
管理费用	178.6	209.8	279.6	429.3	531.4	EBIT 增长率	-10.7%	7.0%	22.0%	152.4%	35.7%	
财务费用	22.9	18.8	-24.9	-3.1	7.3	NOPLAT 增长率	-6.4%	14.4%	13.1%	87.0%	35.9%	
资产减值损失	9.4	13.4	15.2	22.4	29.1	投资资本增长率	-0.8%	-7.2%	106.0%	63.2%	22.1%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	15.7%	279.3%	7.0%	11.1%	13.3%	
投资和汇兑收益	-	-	-	70.0	89.9							
营业利润	96.3	108.8	180.6	326.1	436.4	利润率						
加: 营业外净收支	56.7	62.5	62.0	91.7	119.3	毛利率	41.1%	45.3%	42.1%	41.2%	40.9%	
利润总额	152.9	171.3	242.6	417.8	555.7	营业利润率	7.8%	8.1%	9.3%	10.1%	10.4%	
减: 所得税	25.0	17.5	25.0	49.8	66.0	净利润率	10.3%	11.4%	11.1%	11.4%	11.6%	
净利润	127.1	153.5	216.4	366.3	487.3	EBITDA/营业收入	11.4%	10.8%	9.0%	13.2%	13.7%	
EBIT/营业收入							9.6%	9.5%	8.0%	12.2%	12.7%	
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	运营效率						
货币资金	167.8	2,076.6	1,248.9	640.7	636.8	固定资产周转天数	39	33	35	39	39	
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	179	157	159	177	195	
应收帐款	811.1	917.4	1,330.0	2,208.7	2,865.5	流动资产周转天数	388	627	605	391	371	
应收票据	35.7	4.8	53.2	88.3	114.6	应收帐款周转天数	220	222	200	190	210	
预付帐款	24.0	13.9	15.0	16.9	19.4	存货周转天数	104	87	81	79	88	
存货	296.2	345.6	523.3	883.5	1,151.8	总资产周转天数	453	686	666	449	425	
其他流动资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	244	214	219	234	248	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率						
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	19.5%	6.2%	8.2%	12.4%	14.6%	
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	8.3%	4.3%	6.1%	8.3%	9.0%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	18.0%	20.7%	25.3%	23.0%	19.1%	
固定资产	126.0	118.2	264.1	430.2	477.8	费用率						
在建工程	2.7	8.7	41.7	48.3	19.7	销售费用率	15.3%	18.2%	17.8%	16.0%	15.8%	
无形资产	57.8	65.2	79.5	92.9	105.3	管理费用率	14.5%	15.6%	14.4%	13.3%	12.7%	
其他非流动资产	20.2	30.3	35.3	35.3	35.3	财务费用率	1.9%	1.4%	-1.3%	-0.1%	0.2%	
资产总额	1,547.4	3,586.3	3,595.9	4,449.3	5,430.1	三费/营业收入	31.7%	35.1%	30.9%	29.2%	28.6%	
短期债务	333.5	358.8	-	-	100.0	偿债能力						
应付帐款	322.4	445.4	677.2	1,143.4	1,490.6	资产负债率	57.6%	30.6%	25.9%	33.5%	38.3%	
应付票据	8.9	6.4	12.3	20.8	27.1	负债权益比	135.7%	44.0%	35.0%	50.4%	62.0%	
其他流动负债	211.2	281.7	274.8	371.5	497.0	流动比率	1.52	3.07	3.43	2.59	2.31	
长期借款	10.0	-	-	-	-	速动比率	1.18	2.76	2.86	1.99	1.75	
其他非流动负债	3.8	4.3	6.7	6.7	6.7	利息保障倍数	5.20	6.78	6.24	125.29	73.39	
负债总额	890.9	1,096.6	931.9	1,490.5	2,079.1	分红指标						
少数股东权益	22.5	2.3	3.5	5.2	7.7	DPS(元)	0.12	-	0.11	0.18	0.24	
股本	318.7	400.7	407.4	407.4	407.4	分红比率	39.7%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%	
留存收益	315.3	2,086.7	2,253.2	2,546.2	2,936.0	股息收益率	0.7%	0.0%	0.6%	1.1%	1.4%	
股东权益	656.5	2,489.7	2,664.1	2,958.8	3,351.1							
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	127.9	153.8	216.4	366.3	487.3	EPS(元)	0.31	0.38	0.53	0.90	1.20	
加: 折旧和摊销	33.7	32.3	19.1	32.3	38.1	BVPS(元)	1.61	6.12	6.54	7.26	8.23	
资产减值准备	9.4	13.4	15.2	22.4	29.1	PE(X)	53.0	43.9	31.2	18.4	13.9	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.3	2.7	2.5	2.3	2.0	
财务费用	23.8	19.7	-24.9	-3.1	7.3	P/FCF	73.7	29.4	-7.2	-10.6	468.7	
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	5.5	5.0	3.5	2.1	1.6	
少数股东损益	0.8	0.3	1.2	1.7	2.4	EV/EBITDA	39.0	33.8	32.5	15.0	11.5	
营运资金的变动	-2.1	-1.6	-398.4	-717.4	-465.2	CAGR(%)	42.2%	47.1%	41.1%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	191.5	218.1	-171.4	-297.9	99.0	PEG	1.3	0.9	0.8	-0.2	-0.1	
投资活动产生现金流量	-23.9	-900.6	-220.0	-220.0	-70.0	ROIC/WACC	1.8	2.1	2.5	2.3	1.9	
融资活动产生现金流量	-111.0	1,724.4	-357.2	-70.1	-4.7	REP	3.7	3.1	1.4	1.1	1.1	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

黄守宏，电力设备与新能源行业首席分析师，华中理工大学工学学士，北京大学工商管理硕士。高级工程师，16年电力行业工作经验。2007.7加盟安信证券研究中心。2010年《新财富》最佳电力设备与新能源行业分析师。

分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A— 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034