

电气设备

报告原因：跟踪报告

2012年4月6日

市场数据：2012年4月6日

总股本/流通股本(亿股)	1.49/4.07
收盘价(元)	16
流通市值(亿元)	23.84

基础数据：2011年12月31日

资产负债率	22.05%
毛利率	46.45%
净资产收益率(摊薄)	7.99%

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——(增持)》-2011年9月19日

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

销售联系人：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

智能变电站建设最敏感的标底,2012年维持高增长

增持

公司研究/跟踪报告

投资要点：

④ **智能变电站建设最敏感的标底,2012维持高增长：**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。在去年国家电网公司六次集中招标中，在所有设备厂商排名中继续保持第二位。2011年，前受到技术标准不完全统一以及成本较高的影响，智能变电站尚未大规模开建。从后几次招标智能变电站的占比看，智能变电站建设的比例大幅提高，我们预计今年智能变电站的建设比例有望提升到50%以上，较去年有大幅提升。而我们认为智能变电站的成本有望比普通变电站高30%左右，智能变电站比例的提升将有望大幅提升市场容量。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，公司智能变电站业务2012年仍有望高速增长。

④ **收购三伊重返电力电子。**2012年三月公司收购三伊公司以重返电力电子领域，电力电子行业目前仍处于高速增长期，借助上市公司强大的资金及研发实力，电力电子有望逐步做大，成为公司业绩增长的核心支柱。

④ **与ABB成立合资公司，抢占直流市场。**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。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。

④ **轨道交通领域取得重大突破。**公司在轨道交通领域，先后中标哈尔滨市轨道交通1号线一、二期工程电力监控系统、昆明市轨道交通6号线工程电力监控系统、大连市202路轨道线路延伸工程电力监控系统、天津西站交通枢纽市政公用工程供电系统等项目。轨道交通领域是电力自动化企业同源技术拓展的重要领域，其市场容量可观，进口替代空间较大。公司进入该领域较晚，但2011年取得了很好的进展，增强了我们对公司该业务的信心。

④ **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。

- ④ **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。
- ④ **盈利预测及投资评级：**我们预计公司 2011-2013 年业绩分别为 0.71、0.93 元（各年业绩均考虑了增值税返还），对应目前市盈率为 22、17 倍，公司是智能变电站建设最敏感的投资标底，2012 年智能变电站建设比例有望大幅提升，公司订单及业绩高增长确定性较大，综合考虑维持公司“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。

表 1：盈利预测假设

报告期	2010 年报	2011 年报	2012E	2013E
营业收入				
继电保护及变电站自动化系统	103,258.89	126,305.40	164197.02	213456.13
发电厂自动化系统	12,868.57	20,138.69	26180.29	31416.35
电力系统安全稳定监测控制系统	8,842.57	9,235.70	10159.27	11175.197
电网继电保护及故障信息系统	4,475.18	4,535.18	4988.69	5487.56
轨道交通自动化系统		3,187.50	6375	11475
配网自动化系统		3,069.65	3990.54	5187.70
其他	2,683.72			
营业收入增速				
继电保护及变电站自动化系统	3.84%	22.32%	30%	30%
发电厂自动化系统	34.05%	56.50%	30%	20%
电力系统安全稳定监测控制系统	25.21%	4.45%	10%	10%
电网继电保护及故障信息系统	13.50%	1.34%	10%	10%
轨道交通自动化系统			100%	80%
配网自动化系统			30%	30%
其他	2,530.06			
毛利率				
继电保护及变电站自动化系统 (%)	43.36%	44.99%	45.00%	45.00%
发电厂自动化系统 (%)	55.07%	48.35%	48.50%	48.00%
电力系统安全稳定监测控制系统 (%)	45.47%	46.8%	47.00%	46.00%
电网继电保护及故障信息系统 (%)	56.06%	56.33%	56.00%	56.00%
轨道交通自动化系统 (%)		55.22%	55.00%	55.00%
配网自动化系统 (%)		36%	40.00%	40.00%
其他 (%)	5.73%			

资料来源：山西证券

表 2：盈利预测

	2010-12-31	2011-12-31	2012E	2013E
--	------------	------------	-------	-------



营业收入	134,771.92	168,655.96	215890.83	278197.96
营业收入增速	9.12%	25.14%	28.01%	28.86%
营业成本	73,687.40	90,316.43	116633.7312	150462.89
毛利率	45.32%	46.45%	45.98%	45.92%
营业税金及附加	1,535.13	1,577.84	2019.74	2602.65
销售费用	24,473.36	32,292.98	40366.23	50861.44
管理费用	20,979.08	28,389.35	35486.69	44358.36
财务费用	1,882.14	-2,891.62	-2,000.00	-1,000.00
资产减值损失	1,338.17	1,963.40	0	0
营业利润	10,876.65	17,007.58	23384.45	30912.62
营业外收入	6,496.39	8,341.23	10677.33	13758.86
营业外支出	243.46	95.97	0.00	0.00
利润总额	17,129.57	25,252.83	34061.77	44671.48
所得税	1,753.03	3,787.55	5109.27	6700.72
净利润	15,376.55	21,465.28	28952.51	37970.76
少数股东损益	30.17	-200.86	0.00	0.00
归属于母公司所有者净利润	15,346.38	21,666.15	28952.51	37970.76
每股收益:	0.38	0.53	0.71	0.93
增速	20.72%	41.18%	33.63%	31.15%

资料来源：山西证券

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。