

评级：审慎推荐（维持）

电力设备

公司调研简报

证券研究报告

分析师 何本虎 S1080510120013

电话：0755-25832648

邮件：hebenhu@fcsc.cn

四方股份(601126)调研简报**——行业景气背景下的稳健增长，维持“审慎推荐”**

事件：最近，我们调研了四方股份，与公司管理层就经营状况以及行业发展等相关问题进行了交流，将调研主要内容整理如下：

要点：**1、二次设备仍是电力设备中少有的景气行业**

公司主导产品为变电站自动化，是二次设备龙头企业之一，收入来源中有70%左右来自于电网设备。因此，行业景气度成为公司成长性的关键因素。

得益于智能电网的建设，二次设备成为电力设备中少有的景气行业之一。由于2011年仍属于智能电网建设的试点阶段，按照“十二五”规划的新建5000座变电站和改造1000座变电站的规划，2012~2015年行业仍将保持年均20%以上的增长。

2、公司地位稳固

从行业竞争格局看，总体比较稳定。除了南瑞继保和国电南瑞领衔的南瑞集团的第一集团外，四方股份、许继电气和国电南自作为第二集团军，市场份额差异不大，平均为20%左右。另外，深瑞在细分领域也有较高的市场份额。

在这里我们要强调的一点是，对于行业竞争格局，我们不要过分强调某一次的市场占有率变化。国家电网统一招标的规模大约为50%左右，另外部分主要委托省网来完成。在国家电网统一招标和省网招标中在规则上可能会有一些差异，但总体采用综合评分原则，对行业竞争格局不会形成实质性改变。

3、积极拓展新领域**自主拓展进入新的领域**

积极拓展新的领域，是公司近年来的重大经营转变。我们认为，一方面与公司的技术积累有关，另一方面，与公司上市后的财务状况改善有关。其中，电厂和轨道领域已经初见成效。



2011年，公司的电厂业务收入达到20139万元，收入规模比例接近15%，同比增长超过50%，是所有业务中增长最快的部分。随着基数扩大，我们预计该项业务的增速会有所下降，但仍会保持较快增长。

另外，公司在积极拓展工业领域，包括轨道交通、工矿企业等。由于公司原来的基数很小，预计不会成为短期内的核心增长点。同时，新的领域的行业特殊性很多以前都是外资主导，短期内完全突破也存在一定的不确定性。

资本运作进入新的领域

2011年，公司先后与ABB和特变电工合作，进入了直流和在线监测领域。与ABB的合作属于财务投资性质，主要取决于ABB的业务进展。而与特变电工合作的在线监测则属于智能电网的重要组成部分，尚处于逐步推广阶段，短期内尚难形成规模。

另外，公司正在收购阶段的三伊公司的电力电子业务受到市场的广泛关注。我们的基本看法是：公司作为长远考虑项目，短期内对公司的业绩影响不会很大，虽然在项目收购中做出了明确的业绩承诺。按照承诺的2012~2014年的税后利润总额为2.2亿，年均EPS影响为0.18元，该承诺较之前的业绩显著提高。

4、股权因素对股价有制约因素

作为基本面之外的因素，小非减持压力我们也不能忽视。公司作为民营企业，历史上为公司成长做出巨大贡献的战略投资者目前进入小非减持阶段。

其中，北京电颐投资有限公司、北京中电恒基能源技术有限公司和樊剑等三位小非股本达到2709.24万股、2463.97万股和956.20万股，合计规模超过6000万股，占总股本比重达到14%，这是后续股价上涨的一项不确定因素。

5、盈利预测及投资建议

我们预计2012年、2013年和2014年每股收益分别为0.75元、0.95元和1.24元的盈利预测，目前的15.83元的股价对应的2012年、2013年和2014年的PE分别为21.1倍、16.7倍和12.7倍。

结合二次设备同类公司比较，公司价值明显偏低，在景气市场中享受30倍PE的基础是存在的。扣除财务费用的影响，分别给予2012年和2013年30倍和25倍PE，对应的股价为22.50-23.00元，我们完全可以给予“强烈推荐”评级。考虑到小非减持压力，我们暂维持“审慎推荐”投资评级。

6、风险提示

(1)、毛利率波动的风险。



(2)、行业竞争的不确定性。

图表 1 公司收入和毛利率变化一览表

万	2011 年	2012E	2013E	2014E
一、保护及自动化				
收入(万元)	126305	164197	205246	256557
增长率	22.3%	30.0%	25.0%	25.0%
毛利(万元)	56837	73888	88256	110320
毛利率	45.0%	45.0%	43.0%	43.0%
二、安全稳定监测				
收入(万元)	9236	11083	13300	15960
增长率	4.5%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利(万元)	4322	5098	5985	7182
毛利率	46.8%	46.0%	45.0%	45.0%
三、保护及故障信息				
收入(万元)	4535	4989	5487	6036
增长率	1.3%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利(万元)	2553	2794	3073	3380
毛利率	56.3%	56.0%	56.0%	56.0%
四、电厂自动化				
收入(万元)	20139	24167	25375	26644
增长率	56.5%	20.0%	5.0%	5.0%
毛利(万元)	9747	11600	12180	12789
毛利率	48.4%	48.0%	48.0%	48.0%
五、配网自动化				
收入(万元)	3070	6140	7675	9594
增长率	0.0%	100.0%	25.0%	25.0%
毛利(万元)	1105	2210	2763	3454
毛利率	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%
六、轨道交通				
收入(万元)	3187	3824	4589	5507
增长率	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利(万元)	1759	1912	2295	2754
毛利率	55.2%	50.0%	50.0%	50.0%
七、其他				
收入(万元)	2184	2402	2883	3459
增长率	-60%	10%	20%	20%
毛利(万元)	1529	1201	1441	1730
毛利率	70.0%	50.0%	50.0%	50.0%
八、合计				
收入(万元)	168656	216802	264555	323757
增长率	25.1%	28.5%	22.0%	22.4%
毛利(万元)	77853	98704	115993	141608
毛利率	46.2%	45.5%	43.8%	43.7%



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图表 2 盈利预测表

万	2011 年	2012E	2013E	2014E
一、营业利润				
营业收入	168656	216802	264555	323757
减：营业成本	90316	118098	148563	182149
减：营业税金及附加	1578	2028	2475	3029
减：营业费用	32293	39436	45716	55947
减：管理费用	28389	32844	36071	39728
减：财务费用	-2892	-2024	-1417	-992
减：资产减值损失	1963	2160	2376	2613
加：投资收益				
营业利润				
二、利润总额	17008	24260	30772	41283
加：营业外收支	8245	10719	13399	16748
利润总额	25253	34979	44170	58031
三、净利润				
减：所得税	3788	5246	6625	8704
净利润	21465	29733	37546	49327
四、归属母公司净利				
减：少数股东损益	-201	-278	-351	-462
归属母公司净利润	21666	30011	37897	49789
总股本（万）				40600
EPS(元)	0.54	0.75	0.95	1.24

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135