

软件退税未到账致业绩下滑，全年业绩无忧

2012年一季报点评

评级: 买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格: 24.00元

期限: 6个月 上次预测: 27.00元

现价(2012年04月26日): 15.83元

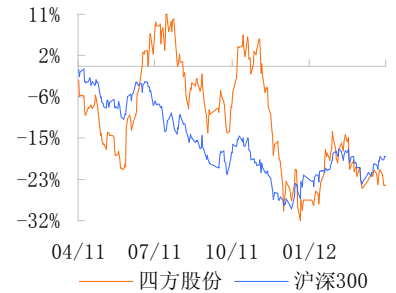
报告日期: 2012-04-27
报告关键点:

- ☞ 股权激励费用加速提取和退税收入未到账至业绩下降，全年业绩可高增长
- ☞ 预测公司2012-2014年EPS分别为0.8元、1.2元、1.5元，维持“买入-A”投资评级

报告摘要:

- 四方股份发布一季报，实现收入3.35亿元，同比增长26.8%，实现归属于母公司净利润919.6万元，同比下降45.7%。EPS 0.0226元。
- **净利润下滑的主要原因:** 本期毛利率46.6%，上升1.3个百分点，实际发生的销售费用率为22.7%，管理费用率为19.8%，净利润下滑原因为1) 股权激励费用加速提取，全年预计提取股权激励费用约2415万元，其中在上半年与去年下半年一样将提取1677万元，一季度提取838.5万元；2) 增值税软件退税收入约1071万元尚未到账，如按期到账本期归属于母公司净利润应该为1990万元，同比增长17.5%。
- **对全年业绩不担忧:** 今年智能变电站建设进入到实质性建设的第一年，公司传统业务继电保护和变电站自动化将在智能变电站推进中受益明显，国网公司在“十二五”期间将进行6100万个智能变电站建设与改造，从去年的招标数据来看智能变电站的占比已经大幅度提升，公司在去年的国网集中招标中也稳居第二名。最近刚刚完成的国网公司第二批集中招标招标量几乎翻倍，公司中标近2亿元。股东大会资料显示公司预算收入21.08亿元，增长25%，归属于母公司净利润2.78亿元，同比增长35%。公司预算的增长是在原来的基础上，不包括今年收购的三伊公司。下半年提取的股权激励费用预计为738万元，将大幅度减少，全年业绩的风险主要在增值税软件退税收入能否按期到账。
- **三伊公司将增厚公司业绩:** 三伊公司预计5月份或者6月份将并表。四方对三伊收购将拓展三伊的销售渠道。根据协议，三伊公司2012年-2014年三年盈利之和必须达到2.2亿元，按照四方股份委托第三方对三伊公司的审计，三伊公司2011年净利润为4000-4500万净利润。考虑极端情况，假设今年三伊电子的多晶硅炉和单晶炉电源销售下降，三伊电子没有净利润，三伊天星和三伊方长业绩不增长，假设从6月开始并表，我们下调2012年三伊公司并表业绩到1633万元，增厚EPS0.04元。
- **盈利预测与投资评级:** 收购三伊公司前，我们预测公司2012-2014年EPS分别为0.76元、1.02元、1.27元；收购三伊公司后，我们预测公司2012-2014年EPS分别为0.8元、1.2元、1.5元，维持“买入-A”投资评级。
- **风险提示:** 收购的三伊公司业绩不达预期，增值税软件退税收入不能按期到账。

总市值(百万元)	6,437.49
流通市值(百万元)	2,365.70
总股本(百万股)	406.66
流通股本(百万股)	149.44
12个月最低/最高	14.18/24.20元
十大流通股东(%)	62.80%
股东户数	

12个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(7.46)	(0.86)	(6.08)
绝对收益	(4.48)	4.23	(24.63)

黄守宏

 010-66581627
执业证书编号

首席行业分析师

 huangsh@essence.com.cn
S1450511020024

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,347.7	1,686.6	2,448.9	3,517.3	4,297.1
Growth(%)	9.1%	25.1%	45.2%	43.6%	22.2%
净利润	153.5	216.7	326.5	488.3	611.4
Growth(%)	20.7%	41.2%	50.7%	49.6%	25.2%
毛利率(%)	45.3%	46.4%	46.0%	45.4%	45.3%
净利润率(%)	11.4%	12.8%	13.3%	13.9%	14.2%
每股收益(元)	0.38	0.53	0.80	1.20	1.50
每股净资产(元)	6.12	6.74	7.38	8.35	9.55
市盈率	41.9	29.7	19.7	13.2	10.5
市净率	2.6	2.3	2.1	1.9	1.7
净资产收益率(%)	6.2%	7.8%	10.9%	14.4%	15.7%
ROIC(%)	20.7%	24.1%	28.2%	22.7%	22.6%
EV/EBITDA	31.7	29.9	18.6	10.5	8.2
股息收益率	0.0%	1.2%	1.0%	1.5%	1.9%

报告联系人
邢达

010-66581767

xingda@essence.com.cn

前期研究成果
四方股份: 业绩兑现, 受益智能变电站建设

2012-04-06

四方股份: 收购三伊公司, 重返电力电子业务

2012-03-28

四方股份: 业绩符合预期, 将受益智能变电站建设

2011-10-25

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-04-26
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
营业收入	1,347.7	1,686.6	2,448.9	3,517.3	4,297.1	成长性					
减: 营业成本	736.9	903.2	1,321.4	1,920.5	2,349.5	营业收入增长率	9.1%	25.1%	45.2%	43.6%	22.2%
营业税费	15.4	15.8	24.5	35.2	43.0	营业利润增长率	13.0%	56.4%	59.7%	59.3%	26.8%
销售费用	244.7	322.9	432.2	595.3	724.5	净利润增长率	20.7%	41.2%	50.7%	49.6%	25.2%
管理费用	209.8	283.9	383.2	497.5	583.3	EBITDA 增长率	3.7%	11.2%	86.6%	83.0%	27.7%
财务费用	18.8	-28.9	-9.0	6.4	13.2	EBIT 增长率	7.0%	10.6%	100.5%	86.9%	28.2%
资产减值损失	13.4	19.6	25.0	30.0	35.0	NOPLAT 增长率	14.4%	7.6%	71.7%	54.9%	26.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-7.2%	46.4%	92.4%	26.4%	18.3%
投资和汇兑收益	-	-	20.4	89.9	116.3	净资产增长率	279.3%	10.1%	9.5%	13.0%	14.4%
营业利润	108.8	170.1	271.6	432.6	548.6	利润率					
加: 营业外净收支	62.5	82.5	113.7	147.2	177.6	毛利率	45.3%	46.4%	46.0%	45.4%	45.3%
利润总额	171.3	252.5	385.3	579.8	726.1	营业利润率	8.1%	10.1%	11.1%	12.3%	12.8%
减: 所得税	17.5	37.9	58.8	91.5	114.7	净利润率	11.4%	12.8%	13.3%	13.9%	14.2%
净利润	153.5	216.7	326.5	488.3	611.4	EBITDA/营业收入	10.8%	9.6%	12.4%	15.8%	16.5%
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	9.5%	8.4%	11.6%	15.0%	15.8%
货币资金	2,076.6	1,608.8	1,021.1	1,022.6	1,171.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	33	29	32	32	30
应收账款	917.4	1,067.3	1,527.7	2,216.4	2,707.7	流动营业资本周转天数	157	150	178	197	211
应收票据	4.8	38.4	67.1	96.4	117.7	流动资产周转天数	627	703	481	390	398
预付帐款	13.9	73.9	75.2	77.1	79.5	应收帐款周转天数	222	204	184	184	197
存货	345.6	437.9	615.5	894.5	1,094.3	存货周转天数	87	84	78	77	83
其他流动资产	-	6.9	6.9	6.9	6.9	总资产周转天数	686	758	537	442	443
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	214	203	243	252	251
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	6.2%	7.8%	10.9%	14.4%	15.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.3%	6.1%	8.6%	10.1%	10.7%
固定资产	118.2	149.8	290.1	343.5	375.8	ROIC	20.7%	24.1%	28.2%	22.7%	22.6%
在建工程	8.7	2.5	40.5	18.1	13.6	费用率					
无形资产	65.2	69.7	83.7	96.8	109.0	销售费用率	18.2%	19.1%	17.6%	16.9%	16.9%
其他非流动资产	30.3	50.8	55.8	55.8	55.8	管理费用率	15.6%	16.8%	15.6%	14.1%	13.6%
资产总额	3,586.3	3,517.4	3,793.9	4,837.2	5,739.9	财务费用率	1.4%	-1.7%	-0.4%	0.2%	0.3%
短期债务	358.8	-	-	100.0	200.0	三费/营业收入	35.1%	34.3%	32.9%	31.3%	30.7%
应付帐款	445.4	447.1	669.8	973.4	1,190.9	偿债能力					
应付票据	6.4	3.2	7.2	10.5	12.9	资产负债率	30.6%	22.0%	23.7%	29.2%	31.8%
其他流动负债	281.7	317.2	381.6	470.7	579.1	负债权益比	44.0%	28.3%	31.1%	41.3%	46.7%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.07	4.21	3.59	3.10	2.87
其他非流动负债	4.3	8.0	11.1	11.1	11.1	速动比率	2.76	3.64	2.92	2.46	2.26
负债总额	1,096.6	775.5	933.8	1,400.4	1,813.9	利息保障倍数	6.78	4.88	31.35	83.01	51.51
少数股东权益	2.3	30.3	30.3	30.4	30.4	分红指标					
股本	400.7	406.7	406.7	406.7	406.7	DPS(元)	-	0.20	0.16	0.24	0.30
留存收益	2,086.7	2,305.0	2,566.2	2,956.8	3,445.9	分红比率	0.0%	37.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	2,489.7	2,741.9	3,003.1	3,393.8	3,882.9	股息收益率	0.0%	1.2%	1.0%	1.5%	1.9%
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	153.8	214.7	326.5	488.3	611.4	EPS(元)	0.38	0.53	0.80	1.20	1.50
加: 折旧和摊销	32.3	37.4	19.8	25.3	29.6	BVPS(元)	6.12	6.74	7.38	8.35	9.55
资产减值准备	13.4	19.6	25.0	30.0	35.0	PE(X)	41.9	29.7	19.7	13.2	10.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.6	2.3	2.1	1.9	1.7
财务费用	19.7	-12.1	-9.0	6.4	13.2	P/FCF	28.1	-12.9	-11.2	-37.3	30.9
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	4.8	3.8	2.6	1.8	1.5
少数股东损益	0.3	-2.0	-	-	0.1	EV/EBITDA	31.7	29.9	18.6	10.5	8.2
营运资金的变动	-1.6	-314.9	-376.8	-598.2	-378.9	CAGR(%)	47.0%	41.8%	29.3%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	218.1	-52.0	-14.5	-48.1	310.3	PEG	0.9	0.7	0.7	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-900.6	425.4	-220.0	-70.0	-70.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	1,724.4	-341.5	-56.3	-4.0	-35.4	REP					

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	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113593	mazn@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