

传统业务高增长，新业务拓展顺利

四方股份 (601126.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件

公司发布 2012 年中报，上半年实现营业收入 8.65 亿元，同比增长 45%；归属净利 7062 万元，同比增长 31%。每股收益 0.17 元。

2. 我们的分析与判断

(一) 继保及综自、电力电子业务拉动营收高增长

2.70 亿的收入增量，继保及综自业务贡献 1.18 亿元、收购的三伊公司贡献 0.80 亿元。未来这两块业务仍然是拉动公司营收高增长的主要驱动因素。

配电环节大力投资带动公司配电业务 355% 的增长；“智能电网继电保护及故障信息分析系统”荣获 2011 年北京市科学技术二等奖，收入增长 97%。

非电网业务中，发电厂业务突破大容量机组的相关产品，如 1000MW 发变组保护和 2*1000MW 机组变频器控制系统集成；工业自动化业务突破了节能、煤化工、精细化工以及冶金等行业；轨道交通凭借产品技术优势，涉及多个地区，如苏州、成都、大连等。

(二) 传统优势产品毛利率提升

除了配网及轨道交通业务外，其余业务毛利率均有所上升，其中，继保及综自业务上市 2.53 个百分点。由于电力电子产品毛利率低于其他业务，2012 年中报毛利率较 2011 年中报毛利率仅提升 0.28 个百分点，期间费用、所得税费用等略有上升，造成净利润下滑 1.03 个百分点。

(三) 营运能力在提高

宏观经济增速在下滑，工业类企业营运能力直线下滑。公司，以及许继电气、北京科锐、积成电子等电网相关公司营运能力并未影响，营业周期、存货周转天数和应收账款周转天数都在减少。

3. 投资建议

我们预计 2012-2014 年盈利预测为 0.75 元、0.90 元和 1.08 元。以 2012 年 8 月 29 日收盘价计算，对应 PE 为 22X, 18X, 15X。我们对公司维持“推荐”评级。

4. 风险提示

国内电网投资，特别是智能变电站投资，增速低于预期。电力电子等新产品市场开拓低于预期。

分析师

邹序元

☎: (8610) 6656 8668

✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020009

特此鸣谢

张玲 (8610) 6656 8643

(zhangyifan@chinastock.com.cn)

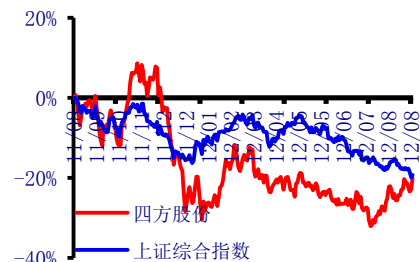
对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2012.08.29

A 股收盘价(元)	16.37
A 股一年内最高价(元)	22.46
A 股一年内最低价(元)	13.51
上证指数	2053.24
市净率	2.53
总股本(万股)	406.63
实际流通 A 股(万股)	151.51
限售的流通 A 股(万股)	255.12
流通 A 股市值(亿元)	24.80

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

- 1、公司点评: 收购三伊助力公司非电网业务跳跃发展 2012.04.06
- 2、公司点评: 扣除特殊因素后, 净利润同比增长 50% 2012.04.27

表 1、财务报表预测（单位：百万元）

资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	2077	1609	1214	1086	1384	营业收入	1348	1687	2433	3104	3954
应收票据	5	38	55	71	90	营业成本	737	903	1288	1642	2087
应收账款	882	1026	1480	1888	2405	营业税金及附加	15	16	23	29	37
预付款项	14	74	138	220	325	销售费用	245	323	466	594	757
其他应收款	36	41	60	76	97	管理费用	210	284	389	494	622
存货	346	438	625	796	1012	财务费用	19	-29	-7	-2	19
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	13	20	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	118	150	182	201	218	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	9	3	53	93	103	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	109	170	274	346	432
无形资产	65	70	70	70	70	营业外收入	65	83	83	83	83
长期待摊费用	0	3	3	3	3	营业外支出	2	1	1	1	1
资产总计	3586	3517	3945	4570	5773	税前利润	171	253	357	429	514
短期借款	359	0	0	154	782	减：所得税	18	38	53	64	77
应付票据	6	3	5	6	7	净利润	154	215	303	364	437
应付账款	369	416	585	745	947	归属于母公司净利润	153	217	306	368	441
预收款项	152	189	189	189	189	少数股东损益	0	-2	-3	-3	-4
应付职工薪酬	62	78	78	78	78	基本每股收益	0.38	0.53	0.75	0.90	1.08
应交税费	69	50	50	50	50	稀释每股收益	0.38	0.53	0.75	0.90	1.08
其他应付款	76	31	31	31	31	估值指标输出	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
其他流动负债	0	0	0	0	0	P/E	42	30	22	18	15
长期借款	0	0	0	0	0	P/B	3	2	2	2	2
预计负债	0	0	0	0	0	P/S	5	4	3	2	2
负债合计	1097	775	946	1262	2093	Dividend Yield	0.00%	1.23%	0.71%	0.85%	1.02%
股东权益合计	2490	2742	2999	3308	3679	EV/EBITDA	29	27	19	15	13
归属母公司权益合											
计	2487	2712	2972	3284	3659	财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
总股本	401	407	407	407	407	成长性					
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	营收增长率	9%	25%	44%	28%	27%
净利润	154	215	303	364	437	EBIT 增长率	10%	14%	66%	29%	31%
折旧与摊销	18	21	18	21	23	归属净利润增长	21%	41%	41%	20%	20%
经营活动现金流	218	-52	-256	-148	-196	盈利性					
投资活动现金流	-901	425	-100	-80	-50	销售毛利率	45%	46%	47%	47%	47%
融资活动的现金流	1724	-341	-39	100	543	销售净利率	11%	13%	12%	12%	11%
现金净变动	1042	32	-394	-128	298	ROE	6%	8%	10%	11%	12%
期初现金余额	168	2077	1609	1214	1086						

资料来源：Wind，中国银河证券研究部整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

邹序元，电力设备及新能源行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn