

## 电力设备行业

报告原因：调研简报

2012年9月20日

市场数据：2012年9月20日

总股本/流通股本(亿股)	4.07/1.48
收盘价(元)	17.55
流通市值(亿元)	25.97

基础数据：2012年6月30日

资产负债率	46.46%
毛利率	54.48%
净资产收益率(摊薄)	9.22%

### 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

《四方股份(601126)跟踪报告-2012订单值得期待，业绩拐点初现——(增持)》2012年4月6日

《四方股份(601126)跟踪报告-工业自动化产品获得突破——(增持)》2012年8月31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

多元化发展值得期待

增持

公司研究/调研简报

投资要点：

① **智能变电站建设最敏感的标底。**2012年国网已集招变电站的智能化率达55%左右，远高于去年的水平，公司受益于此上半年来自继电保护及变电站自动化的收入同比增长25%，并且盈利能力有一定的提升，符合我们之前的预期。我们预计公司该项业务明年仍能维持较高的增长速度，主要原因是由于今年的招标订单有些在明年确定收入。公司收入近70%来源于变电站业务，且在保护与监控领域均有明显优势，是智能变电站全面推广的主要受益标的之一。

② **电厂业务仍有较大增长空间。**公司电厂业务主要来自ECS、辅控、DCS、励磁，此外公司利用与电厂关系交叉销售一些其他产品，如中低压变频器等。目前新建火电市场低迷，市场担心公司该块业务的成长性，除了ECS、辅控外，DCS、励磁目前仍处于进口替代阶段，公司市场份额并不大，而其市场体量均较大，未来仍有较大的发展空间。

③ **电力电子业务值得期待。**公司上半年实现电力电子业务收入8000多万，并不都来自三一，其中约5000万来自于公司本部，主要为低压变频器等产品，公司本部电力电子产品发展势头迅猛。2012年三月公司收购三伊公司以重返电力电子领域，三一公司的主要产品是高频电源、多晶硅炉电源、SVC，多晶硅炉电源受光伏影响较大，其他产品基本平稳，受宏观经济下行影响较大。公司的高频电源市场份额较高，主要竞争对手为外资企业，受益于节能减排，未来前景值得看好。

④ **工业自动化产品获得突破，增长空间广阔。**工业自动化产品与电气控制自动化有一定的技术同源性，主要市场份额由外资占领。公司产品已经在节能、化工、精细化工以及冶金等行业获得突破，未来有望以点带面，成为某些细分行业的龙头。而工业控制涉及领域较为广阔，未来增长空间广阔。

⑤ **长期看微网、新能源和储能。**公司在微网、除能、新能源等方面技术储备丰富，目前均有些收入，但体量不大，主要原因由于目前这些领域的市场仍未完全启动，随着技术成熟这些领域的启动将支持公司长期发展。

⑥ **盈利预测及投资评级。**我们预计公司2011-2013年业绩分别为0.79、1.02元，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，公司在电网领域外的发展超出市场预期，在电厂、轨道交通、工业控制等领域仍处于起步阶段，未来发展空间较大，综合考虑维持公司“增持”的投资评级。

⑦ **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；多元化发展低于预期。

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	157881.75	189458.1
发电厂自动化系统	12,868.57	20,138.69	26180.297	36652.416
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	4988.698	5487.5678
轨道交通自动化系统		3,187.50	6375	11475
配网自动化系统		3,069.65	3990.545	5187.7085
其他	2,683.72			
电力电子			17000	20400
营业收入增速				
继电保护及变电站自动化系统	3.84%	22.32%	25%	20%
发电厂自动化系统	34.05%	56.50%	30%	40%
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	-			
电力电子			-	20%
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	46.80%	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%			
电力电子			35%	35%

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	226575.56	279835.99
营业收入增速	9.12%	25.14%	34.34%	23.51%
营业成本	73,687.40	90,316.43	124210.3327	153246.72
毛利率	45.32%	46.45%	45.18%	45.24%
营业税金及附加	1,535.13	1,577.84	2119.70	2617.97
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	39035.36
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	26392.62	35074.50
营业外收入	6,496.39	8,341.23	11205.76	13839.87
营业外支出	243.46	95.97	0.00	0.00
利润总额	17,129.57	25,252.83	37598.38	48914.36
所得税	1,753.03	3,787.55	5639.76	7337.15
净利润	15,376.55	21,465.28	31958.62	41577.21
少数股东损益	30.17	-200.86	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	15,346.38	21,666.15	31958.62	41577.21
每股收益:	0.38	0.53	0.79	1.02
增速	20.72%	41.18%	47.50%	30.10%

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(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司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。入市有风险,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。

。