

2012年09月27日

赖燊生

Leon_lai@e-capital.com.cn

目标价(元)

20.00RMB

公司基本资讯

产业别	机械设备
A 股价(2012/9/26)	16.81
上证综合指数(2012/9/26)	2004.17
股价 12 个月高/低	22.34/13.75
总发行股数 (百万)	406.63
A 股数 (百万)	151.51
A 市值 (亿元)	25.47
主要股东	四方电气(集团)股份有限公司(61.01%)
每股净值 (元)	6.64
股价/账面净值	2.53
	一个月 三个月 发行价
股价涨跌(%)	3.77 10.30 -9.11

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

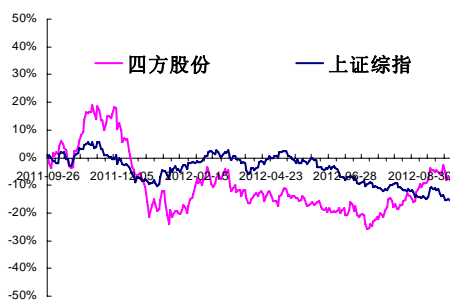
产品组合

继电保护与变电站	70.5%
电力电子	9.4%
电厂自动化	8.5%
配网与轨道交通	3.7%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	9.37%
社保基金	10.21%
一般法人	33.25%

股价相对大盘走势



四方股份(601126.SH)

评级 Buy/买入

二次设备龙头，多元并举持续成长

结论与建议：

近期我们调研了公司，与管理层就公司各项业务发展进行了深入交流。受益智慧变电站建设加速，公司电网业务保持良好发展势头；通过并购回归电力电子业务，为电网业务持续发展助力；电网外发电厂自动化、配电与轨道交通拓展效果良好；公司有望步入新一轮快速成长期。

预计公司 2012、2013 年实现营收 23.12 亿元(YOY+37.1%)、29.76 亿元(YOY+28.8%)，实现净利润 3.00 亿元(YOY+38.7%)、4.05 亿元(YOY+34.8%)，EPS0.74、1.00 元，当前股价对应 12、13 年 PE 为 23X、17X，考量公司业绩成长预期，给予“买入”建议，目标价 20.00 元(对应 2013 年动态 PE 20X)。

- **电力设备行业领军企业,多元并举助力持续成长:** 公司是电力二次设备行业龙头，业务涉及继电保护及变电站自动化、电网自动化与电厂自动化等。近两年，公司成功回归电力电子业务并切入配电自动化与轨道交通自动化业务，并取得了良好效果。H1 公司净利润同比增长 30.6%，发展势头良好。展望未来，公司积极布局多元化发展，预计“十二五”末，公司电网内外业务将各占 50%，逐步摆脱单一行业经营的风险。
- **继电保护领军企业，受益智慧变电站大规模建设:** 公司是我国继电保护及变电站自动化系统领军企业之一，在国网变电站自动化系统市场份额 20%左右，位居行业第二位。“十二五”期间，国家电网计划新建 5100 座并改造 1000 座智慧变电站，较试点期间(2009-2010)45 座明显放量。2011 年以来，变电站智慧化招标比例显著提升，加速态势确立。H1 公司订单同比增长 20%多，预计未来两年有望以 25%~30%左右的速度成长。
- **电力电子业务强势回归，与现有电网业务互补:** 公司上半年收购河北三伊电气，时隔五年重新进入电力电子行业。收购公司旗下产品在市场上竞争力强，与公司现有电力电子业务构成互补，协同效应强。预计未来三年该公司分别贡献净利润 0.35、0.50、0.8 亿元，为公司电网业务构成强力支撑。
- **电厂自动化业务发展迅速，成国内领军企业:** 公司发电厂自动化业务主要有发电厂电气控制自动化、发电机组励磁控制和发电机组扭振保护控制装置，行业市场容量约 25 亿元。公司在电气自动化系统成为内资领军者，目前公司电厂自动化收入规模在 2 亿元/年的规模，H1 订单合同额同比翻倍，随着进口替代进行，未来仍处高速成长期。
- **配网与轨道交通逐步开拓，构成未来持续增长点:** 公司 2011 年中标了湖南长沙配电自动化试点项目，该试点项目今年入选国家电网六大深化试点项目之一，凸显公司技术优势。公司是国内少数几家具备配电自动化集成供应商之一，在配电网建设的高峰期，将分享行业繁荣带来的利润空间；凭借公司在电网控制领域的积淀，公司进入轨道交通电控系统，并中标哈尔滨与昆明等轨交电力监控系统，延伸了公司优势技术领域。
- **毛利率稳定，费用率有下降空间:** 受益于智慧变电站毛利率产品高于传统变电站，公司继电保护与变电站自动化产品毛利率持续上升带动公司毛利率上扬，未来主要产品毛利率较稳定，预计该态势将持续；受股权激励摊销减少影响，公司费用率有下降空间。
- **盈利预测:** 预计公司 12、13 年实现净利润 3.00 亿元(YOY+38.7%)、4.05 亿元(YOY+34.8%)，EPS0.74、1.00 元，当前股价对应 12、13 年 PE 为 23X、17X，考量公司业绩成长预期，给予“买入”建议，目标价 20.00 元(对应 2013 年动态 PE 20X)。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012F	2013F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	127.12	153.46	216.66	300.46	404.97
同比增减	%	1.64%	20.72%	41.18%	38.68%	34.78%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.313	0.377	0.533	0.739	0.996
同比增减	%	1.64%	20.72%	41.18%	38.68%	34.78%
A 股市盈率(P/E)	X	53.77	44.54	31.55	22.75	16.88
股利(DPS)	RMB 元		0.200	0.200	0.300	1.300
股息率(Yield)	%	0.00%	1.19%	1.19%	1.78%	7.73%

营运分析

公司主要从事电力系统自动化及继电保护装置、发电厂自动化控制系统、电力电子装备等(见图表一),是为电力行业、公共事业及大型行业客户(石化、铁路、煤炭、冶金、轨道交通等)提供电力及综合自动化整体解决方案的高新技术企业。

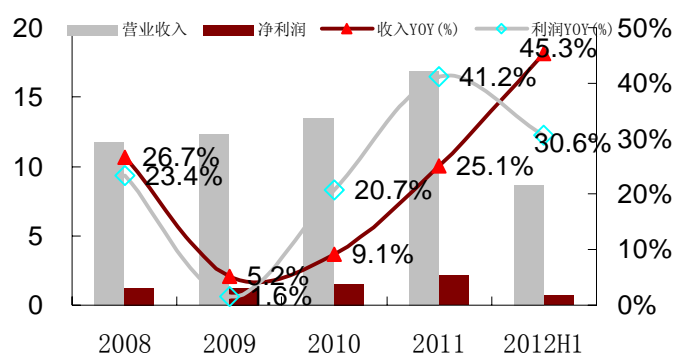
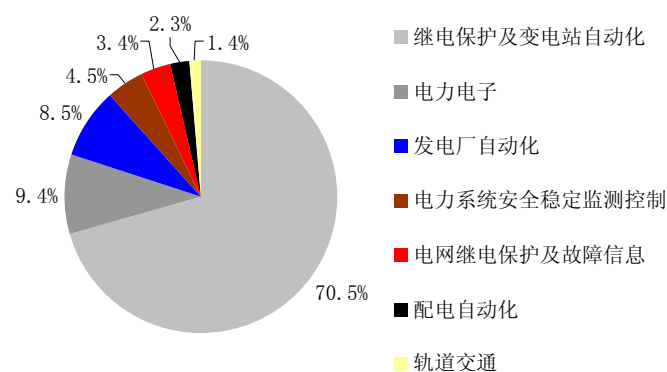
公司 2010 年登陆 A 股,通过募集资金缓解发展瓶颈,上市后业绩增速明显加快(见图表二)。H1 实现营收 8.65 亿元(YOY+45.3%),净利润 0.71 亿元(YOY+30.6%),扣非后实现净利润 0.70 亿元(YOY+48.1%),发展势头良好。近两年,公司凭借自身技术积累与竞争优势,成功回归电力电子业务并切入配电自动化与轨道交通自动化业务,并取得了良好效果。

展望未来,智慧变电站大规模建设带动公司继保与变电站自动化系统业务持续快速发展,电力电子业务回归助力电网业务。此外,公司积极拓展网外业务,形成多元发展格局,预计“十二五”末,公司电网内外业务将各占 50%,逐步摆脱单一行业经营的风险。

图表一: 公司 2012H1 收入结构

单位: % 图表二: 公司近年来收入与利润走势

单位: 亿元/%



资料来源: 公司公告, 群益证券(2012/09)

资料来源: 公司公告 群益证券(2012/09)

继电保护与变电站自动化系统是核心业务, 智慧变电站大规模建设带动核心业务持续稳健发展

公司在继电保护与变电站自动化领域具有举足轻重的地位,在变电站保护和监控类市场招标中,中标份额稳居行业前两位。在以国企垄断为背景的行业中,取得如此成绩足以凸显公司的技术实力与研发实力。

继电保护及变电站自动化业务占公司收入比重达 70%左右,业务发展与变电站建设密切相关。受益于智慧变电站业务的推广,公司继保与变电站自动化系统业务有快速成长空间。

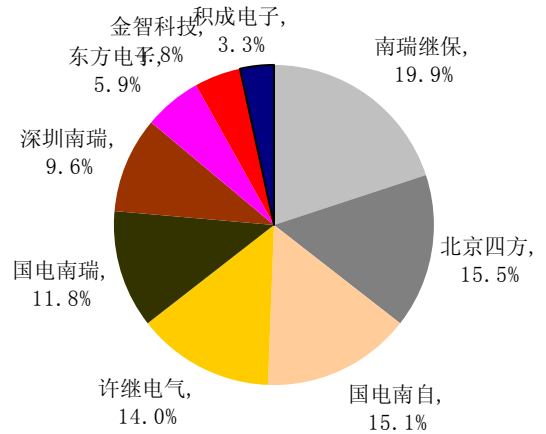
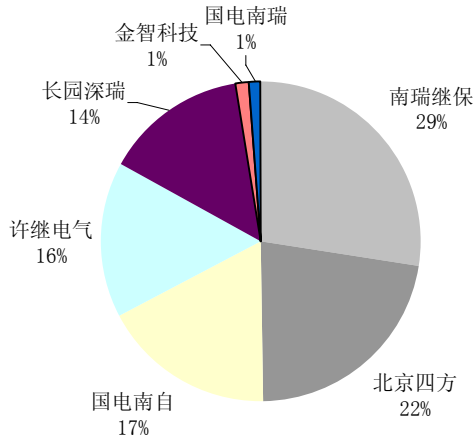
从行业面看,国家电网“十二五”规划新建 5100 座智能变电站与改造 1000 座智能变电站,较试点期间(2009-2010)45 座智慧变电站明显放量。投资额方面,预计“十二五”期间变电站智能化投资额年均达 120 亿元,较试点期间年均投资额增加一倍,变电站智慧化迎来建设的高峰期;

从行业建设进度看,虽然 2011 年新建 74 座智能变电站低于预期,但随着智能

变电站技术规范的逐渐确立，智慧化变电站建设节奏明显加快(见图表五)，今、明两年行业增速在 20%~30%。

公司 H1 该业务实现收入 5.99 亿元(YOY+24.5%)，延续了 2011 年以来 20%多的增长势头，明显快于 2009、2010 年的增速。在竞争格局上，智慧变电站进入门槛高与传统变电站，目前该市场基本由几大龙头厂商如南瑞继保、四方、许继等公司占据，市场份额相对稳定，H1 公司该板块订单同比增长 20%~30%左右，预计公司未来两年增速也在 25%~30%左右。

图表三：2011 年 110KV 以上保护类设备市占率 单位：% 图表四：2011 年 110KV 以上监控类设备市占率 单位：%



资料来源：国家电网，群益证券(2012/09)

资料来源：国家电网 群益证券(2012/09)

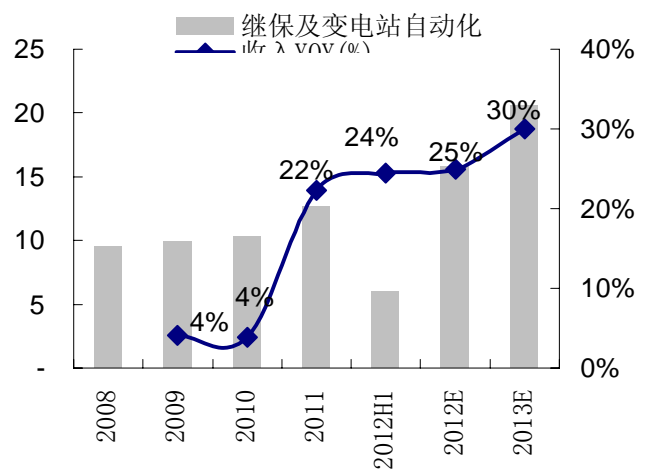
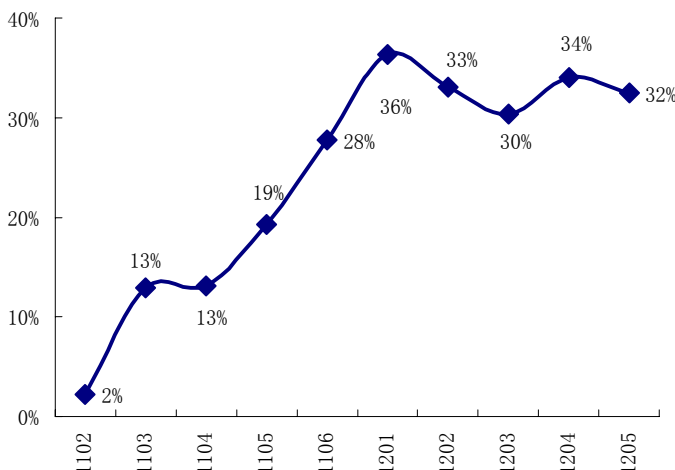
表 1：2012 年国网前四批二次设备招标公司中标情况

招标批次	保护类招标数量	四方股份	市占率	排名	监控类招标	四方股份	市占率	排名
2012.01	2960	511	17.3%	第三	252	39	15.5%	第一
2012.02	652	113	17.3%	第二	337	46	13.6%	第四
2012.03	3706	808	21.8%	第一	425	52	12.2%	第二
2012.04	3027	573	18.9%	第三	276	0	0.0%	
合计	10345	2005	19.4%		1290	137	10.6%	

资料来源：国家电网 公司公告(2012/09)

图表五：11、12 年智能变电站占比显著提升

单位：% 图表六：继保及变电站业务营收走势及预测单位：亿元/%



资料来源：国家电网，群益证券(2012/09)

资料来源：国家电网 群益证券(2012/09)

[110X、120X 代表 11、12 年招标批次]

收购河北三伊电气, 成功回归电力电子业务, 未来电网业务新增利润增长点

公司很早就进入电力电子行业, 在 2007 年由于资金不足(当时未上市)转让了思源清能, 签署合同承诺五年内不在该领域经营的保证书, 目前已到期。今年 3 月份公司出资 5.0 亿元(4.68 亿元为 100%股权收购资金, 0.32 亿元为奖励基金, 一期款 2.89 亿元已支付)通过收购河北三伊电气重新回归电力电子行业。

三伊电气由三家分公司组成(见表 2), 经营产品有光伏电源、SVC 和高频焊机, 前两者各占 20%。高频焊机领域公司竞争实力雄厚, 市占率高达 70%~80%。H1 公司电力电子业务收入近 8000 万元, 来自三伊电气的收入达 3800 万, 其贡献的净利润为 591 万元(并表时间 2 个半月)。通过专业审计机构审计, 三伊电气 2011 年实际净利润 4000~4500 万元左右, 调研了解到该公司今年净利与去年大体持平, 主要是光伏电源产品几乎没有收入。未来看, 由于 SVC 与高频焊机需求仍较大, 电力电子业务发展空间是可以期待。

公司与三伊电气管理层签署对赌协议, 未来 3 年净利润若低于 1.5 亿元, 二期支付款免除并需要补偿业绩, 若高于 2.2 亿元, 则需支付 0.32 亿元奖励基金且高出部份 80%用于奖励团队。因此未来三年净利润高于 1.5 亿元概率很大。预计未来三年分别贡献净利润 0.35、0.50、0.80 亿元, 成为电网业务稳定利润增长点。

表 2: 收购三伊电气具体详情

公司名称	主要经营范围	11 年收入	11 年净利润	11 年净资产	收购价格	收购 PB
三伊电子	光伏电源、SVC、逆变器	109	4.07	76	206	2.7
三伊天星	高频焊机、高频热处理电控设备	203	6.83	21	247	11.8
三伊方长	电能品质、电压检测仪等	8.4	0.49	7.02	14.98	2.1
合计		320.4	11.39	104.02	467.98	4.5

资料来源: 公司公告 群益证券整理(2012/09)

电厂自动化业务, 目前收入 2 亿元/年, 公司在电厂电气控制、励磁控制及扭振保护领域具备一定竞争实力, 未来仍有快速增长空间

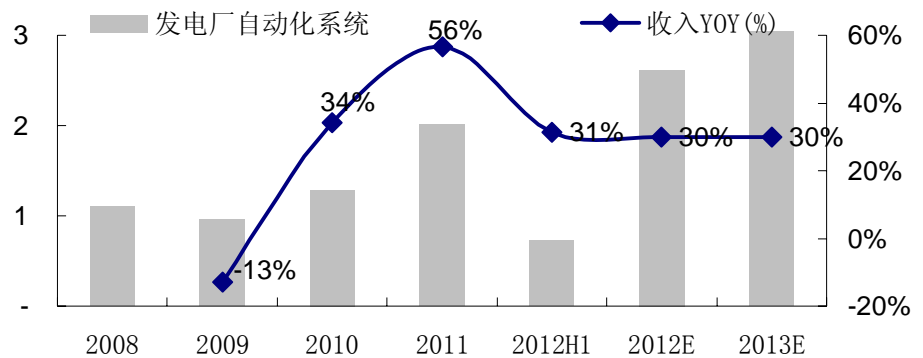
公司发电厂自动化业务取得了较快的发展, 发电厂自动化客户主要有火电厂(60%)与水电厂(40%), 产品有: 电厂电气控制、发电机组励磁装置和发电机组扭振保护装置。目前国内发电厂自动化系统市场容量 25 亿元/年, 公司业务从火电起家, 近年水电与风电产品迅速增长, 2011 年实现收入 2.01 亿元(YOY+56%)。

细分产品看, 公司电厂电气控制系统收入在去年超过金智科技, 成为国内领军者。励磁系统, 30 万千瓦以上机组主要被外资垄断, 公司在 30 万千瓦机组份额居前三位, 未来将是进口替代的过程。扭振保护装置目前市场很小, 上半年公司获得火电百万千瓦发电机组保护订单, 实现重大突破, 公司在新增市场占据绝对份额。

H1 公司电厂自动化新签订单同比增加一倍, 目前 2.0 亿元/年的收入规模仍较小, 随着进口替代的逐步进行, 公司电厂自动化业务仍是高成长期。

图表七: 公司发电厂自动化业务营收走势及预测

单位: 亿元/%



资料来源：公司公告，群益证券(2012/05)

配网投资潜力大，公司起步晚但竞争实力强，分享行业利润；轨道交通自动化系统能有稳健增长空间

公司配电业务发展也取得了突出的成绩。H1 实现收入 0.19 亿元，虽然规模较小，但公司竞争实力很强。公司在去年中标湖南长沙配电系统建设的订单，主要做主站，目前公司已经具备了配电自动化二次设备成套系统集成能力。目前国内能够独立做配电主站与子站系统集成的厂商很少，只有许继电气、积成电子与公司等少数几家。公司湖南长沙项目被选为进一步试点改造项目，得到国网充分认可，突出公司在配电的技术实力。

中国配网自动化回馈比例不足 10%，发达国家自动化回馈比例达到 60%~70%，智慧电网需要配电自动化系统的完善，未来配网投资会持续加大；从国家电网推广看，经历 2010(4 个城市)、2011 年(19 个城市)两轮 23 个试点后，未来将逐步向三、四线城市推进，未来几年每年建设 10 个城市，根据城市规模而论，单个城市市场容量在 5~10 亿元左右，市场空间很大，看好公司配电业务的增长空间。

公司 H1 进入了轨道交通供电系统与资讯监控领域，实现了收入 0.12 亿元。公司是电气控制起家的企业，而电网电气控制是控制领域最难的领域，因此公司进入轨道交通电气控制领域技术没有障碍，这也是目前电网控制巨头(南瑞、南自、许继等公司)普遍进入了轨道交通电控系统的原因。今年发改委新批准了 25 条城轨交通线路，轨道交通二次设备总投资约 5%，公司轨道交通业务也有较快发展空间。

积极拓展网外业务，到十二五末，预计电网与网外业务占比各达 50%，减少单一客户的经营风险

公司目前电网收入来源占 60%多，网外收入 30%多。从竞争格局看，电网是最强势的客户，且电网领域竞争对手(南瑞集团、许继等)竞争实力也很强。为减少单一行业经营的风险及拓展网外客户，比如工矿企业(工业控制自动化业务与公司电厂 DCS 系统控制业务接近)、冶金、化工等领域拓展，工控领域获得了积极进展，预计十二五末，公司网内、网外收入各占一半左右。

从技术储备看，公司进行了充分的准备，目前在微网接入、储能技术及直流保护和智慧一次设备及元件产品方面都有介入，未来将积极开拓新产品市场，公司长远发展的战略清晰可见。

财务分析：高毛利率维持，费用率稳中趋降

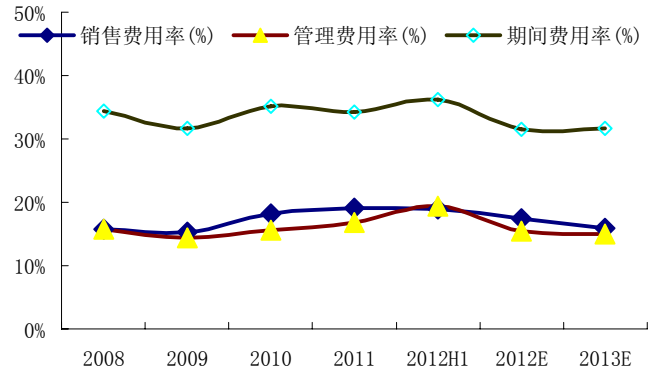
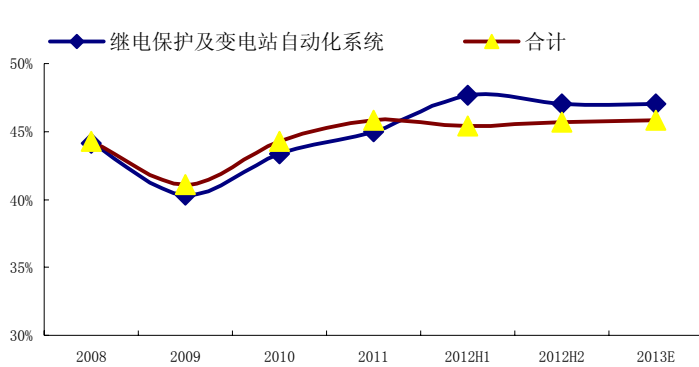
公司近年来毛利率处于持续上升状态，这与公司核心业务继电保护与智慧变电站竞争格局相关。一方面，该业务近年来在变电站大规模建设情形下，业务占比处上升趋势；另一方面，由于智慧变电站门槛较高，竞争激烈程度较小，毛利率普遍高于传统变电站。展望未来，智慧变电站建设速度加快，而该部分竞争格局已经基本稳定，毛利率将维持高位；

费用率上看，H1 公司费用率 36.5%，与去年同期持平，其中由于分摊股权激励成本 1680 万，公司管理费用率达 19.9%，处高位；下半年股权激励摊销费用仅 200 万左右，管理费用率会明显下降，全年看，公司综合费用率处下行趋势。

图表八：公司综合毛利率处于高位

单位元：图表九：费用率有下降趋势

单位：%



资料来源：国家电网，群益证券(2012/09)

资料来源：国家电网 群益证券(2012/09)

盈利预测：

综合分析，公司是智慧变电站推广最受益公司之一，未来继保及变电站自动化保持良好发展势头；成功回归电力电子业务，将为电网业务持续发展助力；电网外发电厂自动化、配电与轨道交通拓展效果良好，公司有望步入新一轮快速成长期。

预计公司 2012、2013 年分别实现营收 23.12 亿元(YOY+37.1%)、29.76 亿元(YOY+28.8%)，分别实现净利润 3.00 亿元(YOY+38.7%)、4.05 亿元(YOY+34.8%)，EPS0.74、1.00 元，当前股价对应 12、13 年 PE 为 23X、17X，考量公司业绩成长预期，给予“买入”建议，目标价 20.00 元(对应 2013 年动态 PE 20X)。

=预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
营业收入	1,235	1,348	1,687	2,312	2,976
经营成本	727	737	903	1,254	1,614
营业税金及附加	11	15	16	21	28
销售费用	189	245	323	402	475
管理费用	179	210	284	357	449
财务费用	23	19	-29	-29	21
资产减值损失	9	13	20	21	22
投资收益	-	-	-	-	-
营业利润	96	109	170	268	389
营业外收入	58	65	83	85	91
营业外支出	1	2	1	4	3
利润总额	153	171	253	349	477
所得税	25	18	38	51	71
少数股东损益	1	0	-2	-3	1
归属于母公司所有者的净利润	127	153	217	300	405

附二：合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
货币资金	168	2,077	1,609	816	898
应收帐款	840	900	1,138	1,604	2,005
存货	296	346	438	660	759
流动资产合计	1,335	3,358	3,233	3,162	3,739
长期投资净额	-	-	-	19	25
固定资产合计	126	118	150	206	247
在建工程	3	9	3	37	28
无形资产	213	228	284	646	568
资产总计	1,547	3,586	3,517	3,808	4,307
流动负债合计	877	1,092	767	929	1,069
长期负债合计	14	4	8	153	150
负债合计	891	1,097	775	1,082	1,219
少数股东权益	22	2	30	27	35
股东权益合计	634	2,487	2,712	2,699	3,053
负债和股东权益总计	1,547	3,586	3,517	3,808	4,307

附三：合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
经营活动产生的现金流量净额	192	218	-52	-189	-100
投资活动产生的现金流量净额	-24	-901	425	-686	-122
筹资活动产生的现金流量净额	-111	1,724	-341	-70	-50
现金及现金等价物净增加额	57	1,042	32	-945	82

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。