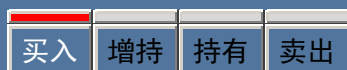


证券研究报告

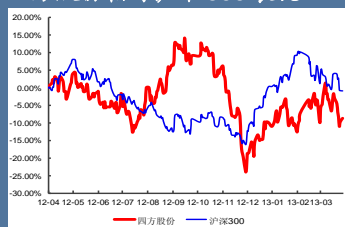
公司研究——年报点评

四方股份 (601126.sz)



上次评级: 买入, 2012.10.31

四方股份相对沪深300表现



资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据 (2013-4-1)

收盘价(元)	14.38
52周内股价波动区间(元)	11.97-17.99
最近一月涨跌幅(%)	-5.46
总股本(亿股)	4.07
流通A股比例(%)	37.26
总市值(亿元)	58.47

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心
邮编: 100031

范海波 CFA, 行业分析师
执业编号: S1500510120021
联系电话: +86 10 63081252
邮箱: fanhaibo@cindasc.com

刘强 研究助理
联系电话: +86 10 63081251
邮箱: liuqiang1@cindasc.com

相关研究

《四方股份: 受益行业高景气的二次设备龙头》2012.9

《四方股份3季报点评: 电网内外市场同步拓展, 业绩有望超预期》2012.10

民企品牌、技术优势明显, 电网外市场扩展可期

2012年 年报点评

2013年4月2日

事件: 公司发布2012年年报, 2012年公司实现营业收入23.49亿元, 同比增长39.26%; 归属于上市公司股东的净利润为2.95亿元, 同比增长35.98%; 扣非后净利润同比增长38.65%; 实现基本每股收益0.73元(稀释每股收益0.72元)。公司业绩略低于我们的预期(每股收益0.77元)。公司2012年度分配方案拟定为每10股派2.5元(含税)。

点评:

◆ **电网内业务维持强势地位, 预计将维持较高的毛利率。** 公司是国内电力系统二次设备制造品牌企业之一, 继电保护及变电站自动化系统产品国内市场占有率稳居前三位。国网2013年集中招标的中标结果显示, 公司的中标份额相比2012年最后一批招标环比上升。我们认为, 随着智能电网建设和招投标市场化的深入, 公司未来有望在继电保护、配电自动化等电网内业务方面进一步提高市场占有率; 二次设备较高的进入壁垒和市场集中度使得产品将维持较高毛利率, 我们预计出现市场所担心的毛利率大幅下降情况的可能性较低。

◆ **技术创新+品牌优势+民企的良好成本控制能力利于长期发展。** 创新能力是公司最重要的核心竞争力: 公司高度重视自主创新能力, 并拥有一支高水平的研发团队, 现有研发技术人员605名, 研发人员占公司总人数的比重达到37.41%; 最近三年, 公司的年均研发费用占营业收入的比例一直保持在9%以上。品牌优势利于公司市场拓展: 公司已经累积十多年的行业运行经验, 尤其在继电保护装置及变电站自动化系统的研发、制造和销售方面, 产品遍布全国, 获得业内广泛好评, 已经在高端市场中建立比较优势。民企的良好成本控制能力提升抗风险能力: 受产品结构变化、市场竞争的影响, 公司毛利率季度环比下降, 但公司严格费用开支, 2012年四季度三项费用率为仅为21.76%, 环比下降40.65%, 体现了民企的优秀成本把控能力。

◆ **电网外业务拓展顺利。** 公司积极开拓电力电子、电厂自动化系统、工业自动化等电网外业务, 这些业务市场前景较好。2012年, 公司新增收购了5家全资子公司, 电力电子产品销售方面取得了突破, 其收入占比达到8.18%。在发电厂电气自动化系统产品领域, 公司具有较强的竞争优势, 2012年在此领域国内新建项目中市场份额位列第二名; 2012年10月收购的中能博瑞使公司能够面向发电行业提供更为全面的解决方案, 进一步提升了公司在此领域的竞争力。同时, 公司凭借电力行业保护与自动化技术优势, 选择从市场基础较好或具有较大市场前景的钢铁、石化、交通、矿山四大行业进行突破, 已在工业用电自动化领域积累了一些业绩, 获得了一定的市场份额。

◆ **订单的高速增长体现公司的发展潜力。**2012 年公司累计完成订货合同金额 31.09 亿元，与去年同期相比增长 41.48%；其中，国内订单额占 97.37%；国际订单额占 2.63%。其中部分订单结转到 2013 年提交，利好今年的业绩成长。同时，随着公司电网内外业务的同步拓展，我们预计公司今年订单仍将维持高速增长。

◆ **盈利预测：**我们预计公司 2013~2015 年每股收益分别为 0.91 元（下调 10%）、1.11 元（下调 14%）、1.40 元，对应 2013 年 4 月 1 日收盘价（14.38 元）的市盈率分别为 16 倍、13 倍、10 倍，与公司历史估值以及同行业可比公司估值相比，目前公司估值较低；参照可比公司 2013 年预测平均 PE20.82 倍，我们给予四方股份公司 2013 年 20 倍市盈率，对应目标价为 18.17 元（之前我们按照 2012 年 27~29 倍市盈率，给出的合理估值区间为 20.25~21.75 元），维持“买入”评级。

◆ **风险因素：**公司在新领域的拓展低于预期；电网公司智能电网投资低于预期；产品毛利率下降。

表 1: 公司主要财务数据预测

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	1,686.56	2,348.70	3,091.29	3,936.39	4,994.89
增长率 YoY %	25.14%	39.26%	31.62%	27.34%	26.89%
净利润(百万元)	216.66	294.61	369.33	452.75	570.75
增长率 YoY%	41.18%	35.98%	25.36%	22.59%	26.06%
毛利率%	46.45%	44.31%	44.40%	44.00%	43.97%
净资产收益率 ROE%	8.33%	10.53%	12.24%	13.40%	14.67%
每股收益 EPS(元)	0.53	0.72	0.91	1.11	1.40
市盈率 P/E(倍)	27	20	16	13	10
市净率 P/B(倍)	1.16	1.09	1.86	1.62	1.40

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2013 年 4 月 1 日收盘价

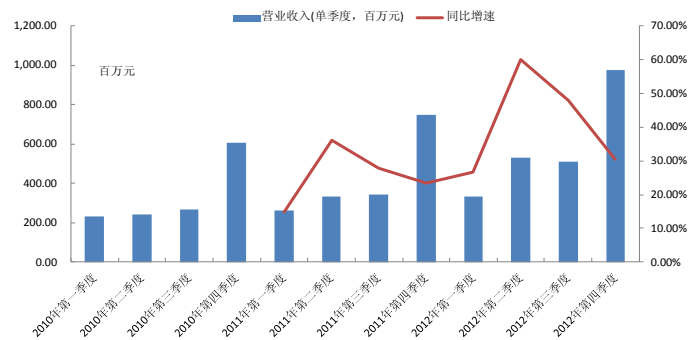
表 2: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价(元)	市值 (亿元)	PE(倍)		PB(倍)	PS(倍)
				2012E	2013E		
600406.SH	国电南瑞	15.13	238.38	19.48	16.17	6.14	3.95
600268.SH	国电南自	5.61	35.64	36.85	24.53	1.48	0.86
000400.SZ	许继电气	26.70	101.00	28.07	19.55	3.60	1.53

002339.SZ	积成电子	15.80	29.93	30.83	23.02	—	—
平均	—	—	—	28.81	20.82	—	—
601126.SH	四方股份	14.38	58.47	18.59	14.29	2.03	2.49

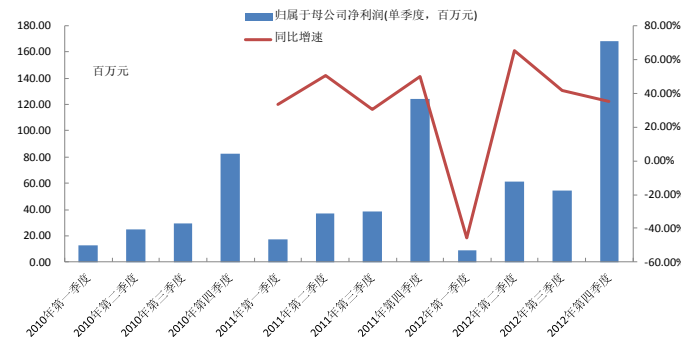
资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为2013年4月1日收盘价

图 1: 公司营业收入分季度变化



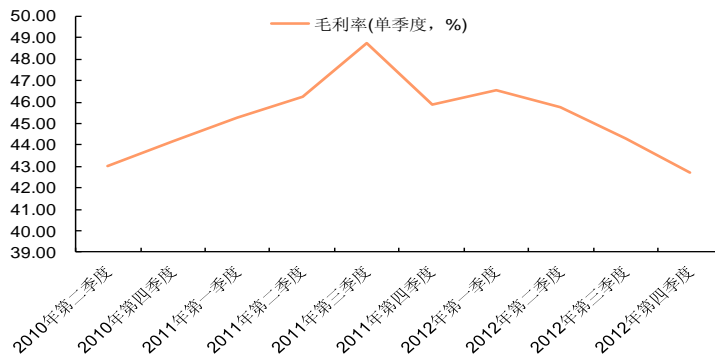
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 2: 公司归属于母公司的净利润分季度变化



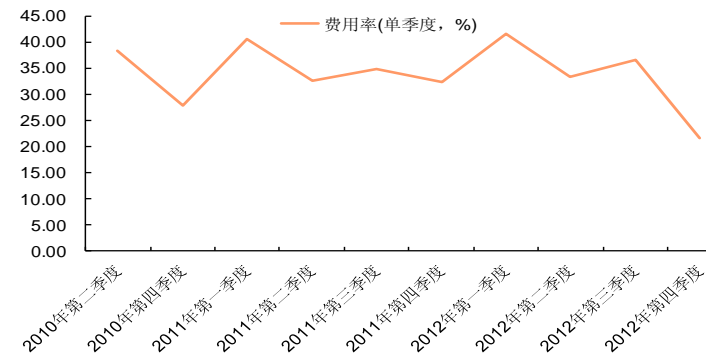
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 3: 公司单季度毛利率变化



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 4: 公司单季度期间费用率变化



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	3,233.18	3,433.63	3,994.48	4,738.00	5,656.47
现金	1,608.79	969.18	948.29	866.76	759.49
应收账款	38.43	49.08	48.70	62.01	78.69
其它应收款	1,025.89	1,582.86	1,995.19	2,540.65	3,223.82
预付账款	73.90	106.04	104.12	133.53	169.52
存货	437.89	666.97	838.67	1,075.55	1,365.45
其他	48.28	59.50	59.50	59.50	59.50
非流动资产	284.25	836.64	885.14	960.75	1,064.97
长期投资	0.00	51.77	51.77	51.77	51.77
固定资产	149.82	289.40	345.41	421.24	522.84
无形资产	69.68	261.64	239.65	220.21	198.02
其他	64.75	233.84	248.31	267.53	292.34
资产总计	3,517.43	4,270.27	4,879.62	5,698.74	6,721.44
流动负债	767.47	1,257.17	1,598.84	1,965.22	2,417.17
短期借款	0.00	90.00	90.00	90.00	90.00
应付账款	415.63	645.15	847.78	1,087.23	1,380.27
其他	351.84	522.02	661.06	788.00	946.90
非流动负债	8.01	128.95	128.95	128.95	128.95
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8.01	128.95	128.95	128.95	128.95
负债合计	775.48	1,386.11	1,727.79	2,094.17	2,546.12
少数股东权益	30.30	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	2,711.65	2,884.15	3,151.83	3,604.57	4,175.32
负债和股东权益	3517.43	4270.27	4879.62	5698.74	6721.44

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,686.56	2,348.70	3,091.29	3,936.39	4,994.89
同比	25.14%	39.26%	31.62%	27.34%	26.89%
归属母公司净利润	216.66	294.61	369.33	452.75	570.75
同比	41.18%	35.98%	25.36%	22.59%	26.06%
毛利率	46.45%	44.31%	44.40%	44.00%	43.97%
ROE	8.33%	10.53%	12.24%	13.40%	14.67%
每股收益(元)	0.53	0.72	0.91	1.11	1.40
P/E	27	20	16	13	10
P/B	1.16	1.09	1.86	1.62	1.40
EV/EBITDA	21.05	14.33	10.88	8.99	7.24

利润表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,686.56	2,348.70	3,091.29	3,936.39	4,994.89
营业成本	903.16	1,307.99	1,718.81	2,204.28	2,798.42
营业税金及附加	15.78	22.12	29.12	37.08	47.05
营业费用	322.93	363.21	478.04	608.73	772.42
管理费用	283.89	374.27	492.60	627.27	795.94
财务费用	-28.92	-22.68	-1.90	-1.61	-0.80
资产减值损失	19.63	33.10	36.70	49.50	63.20
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	-1.93	-0.96	-1.45	-1.21
营业利润	170.08	268.76	336.95	409.70	517.46
营业外收入	83.41	101.89	126.51	157.89	197.37
营业外支出	0.96	3.22	2.85	2.94	3.00
利润总额	252.53	367.43	460.62	564.65	711.82
所得税	37.88	72.82	91.29	111.91	141.08
净利润	214.65	294.61	369.33	452.75	570.75
少数股东损益	-2.01	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	216.66	294.61	369.33	452.75	570.75
EBITDA	277.79	416.00	548.13	662.82	823.38
EPS (摊薄)	0.53	0.72	0.91	1.11	1.40

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-52.00	11.90	210.43	83.82	97.04
净利润	214.65	294.61	369.33	452.75	570.75
折旧摊销	37.41	63.91	82.12	92.77	106.15
财务费用	-12.15	-15.34	5.40	5.40	5.40
投资损失	-0.66	0.00	0.00	0.96	1.45
营运资金变动	-293.95	-371.10	-276.77	-508.16	-637.00
其它	2.04	39.81	29.39	39.62	50.53
投资活动现金流	425.43	-662.16	-124.27	-159.95	-198.91
资本支出	-58.09	-176.62	-123.30	-158.50	-197.70
长期投资	-19.00	-400.82	-0.96	-1.45	-1.21
其他	502.51	-84.72	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-341.49	-12.30	-107.05	-5.40	-5.40
短期借款	100.86	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-358.8	90.0	0.0	0.0	0.0
其他	83.51	102.99	107.05	5.40	5.40
现金净增加额	31.94	-662.56	-20.89	-81.53	-107.27

电力设备与新能源小组简介

范海波，CFA，有色/钢铁行业高级研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

刘强，工程师，武汉大学理学学士，浙江大学金融学硕士，6 年电源行业工作经验。2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，从事电力设备与新能源研究。能够准确把握行业整体状况，客观地从实业和资本市场角度发掘投资机会。

电力设备行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
国电南瑞	600406.SH	荣信股份	002123.SZ	汇川技术	300124.SZ	东方电气	600875.SH
龙源技术	300105.SZ	平高电气	600312.SH	新联电子	002546.SZ	北京科锐	002350.SZ
中能电气	300062.SZ	许继电气	000400.SZ	广电电气	601616.SH	英威腾	002334.SZ
中利科技	002309.SZ	四方股份	601126.SH				

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数:沪深 300 指数(以下简称基准);

时间段:报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入: 股价相对强于基准 20% 以上;

增持: 股价相对强于基准 5% ~ 20%;

持有: 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间;

卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

看好: 行业指数超越基准;

中性: 行业指数与基准基本持平;

看淡: 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。