

2013年04月03日

四方股份 (601126.SH)

实际增长 46%

四方股份发布年报, 2013 实现收入 23.5 亿元, 同比增长 39%, 归属于母公司净利润 2.95 亿元, 同比增长 36%, 每股收益 0.72 元。

■ **所得税费用虚高:** 利润总额同比增长 45.5%, 所得税费用同比增长 92%, 导致净利润与利润总额增长不同步。去年收购的 5 家公司在报表合并时无形资产产生递延所得税负债 4072 万元, 冲抵后损益表所得税仍增加了 2275 万元。这笔所得税负债没有影响到当期现金流, 后续无形资产摊销期内可以减少损益表所得税约 400 万元, 但一次性减少了损益表当期净利润。

■ **订单增长 41%:** 2012 年新增订单 31.09 亿元, 同比增长 41.48%。据我们了解本部新增订单同比增长约 30%。

■ **费用率下降:** 期间费用率下降 3.84 个百分点, 其中销售费用率下降 3.69 个百分点、管理费用率下降 0.87 个百分点。

■ **智能电网建设尚在爬坡期:** 2012 年国网公司智能变电站开工较多, 投产偏少; 随着调试经验积累, 项目进展加快将加快 2013 年的收入确认。智能变电站比例提高处于爬坡阶段, 我们认为变电站自动化的增长两年内不会见顶。配网自动化业务增长 45.7%, 我们预计高增长也可以持续。

■ **电力电子业务预计将增长 50% 以上:** 三伊公司和中能博瑞 2012 年只是部分并表, 从最近的行业情况看, 三伊公司的高频焊机电源和多晶硅、单晶炉电源市场同比出现增长, 中能博瑞的变频器市场也是如此。本部的变频器低电压穿越电源、储能、微电网、SVG、光伏逆变器等产品在 2012 年也打下良好基础。

■ **ABB 四方公司将盈利:** ABB 四方承接了 ABB 在中国的全部高压直流业务, 2012 年权益净利润亏损 159 万元, 预计 2013 年权益净利润盈利 2000 万元。

■ **股权激励成本将减少:** 2012 年确认股权激励成本 2415 万元, 2013 年股权激励成本减少到 1007 万元。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预测公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.95 元、1.2 元、1.51 元, 目前估值约 2013 年 14.7 倍。公司的高增长隐藏在保守的会计处理下, 公司价值被低估。我们维持“买入-A”投资评级, 目标价 20 元。

■ **风险提示:** 智能电网进度低于预期

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,686.6	2,348.7	2,866.1	3,489.4	4,187.3
净利润	216.7	294.6	386.1	486.8	613.3
每股收益(元)	0.53	0.72	0.95	1.20	1.51
每股净资产(元)	6.67	7.09	7.76	8.60	9.65

盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	26.4	19.4	14.8	11.7	9.3
市净率(倍)	2.1	2.0	1.8	1.6	1.5
净利润率	12.8%	12.5%	13.5%	14.0%	14.6%
净资产收益率	8.0%	10.2%	12.2%	13.9%	15.6%
股息收益率	1.8%	0.0%	2.0%	2.6%	3.2%
ROIC	16.2%	18.2%	14.2%	18.1%	18.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

二次设备

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

20.00 元

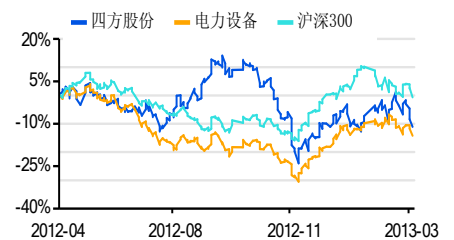
股价 (2013-04-02)

14.06 元

交易数据

总市值 (百万元)	5,777.71
流通市值 (百万元)	2,152.94
总股本 (百万股)	406.60
流通股本 (百万股)	151.51
12 个月价格区间	11.97/17.99 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	0.10	-0.54	-11.79
绝对收益	-6.57	0.07	-9.66

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020024
huangsh@essence.com.cn
010-66581627

相关报告

- 四方股份: 预计净利润实际增长 50% 以上: 2012 年三季报点评 2012-10-31
- 四方股份: 增长超预期, 芝麻开花节节高 2012-08-30
- 四方股份: 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 2012-04-27

财务报表预测和估值数据汇总(2013年04月03日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,686.6	2,348.7	2,866.1	3,489.4	4,187.3	成长性					
减:营业成本	903.2	1,308.0	1,626.3	1,983.8	2,386.8	营业收入增长率	25.1%	39.3%	22.0%	21.7%	20.0%
营业税费	15.8	22.1	26.9	32.8	39.4	营业利润增长率	56.4%	58.0%	26.5%	27.8%	28.0%
销售费用	322.9	363.2	443.1	523.4	607.2	净利润增长率	41.2%	36.0%	31.1%	26.1%	26.0%
管理费用	283.9	374.3	429.9	509.5	586.2	EBITDA 增长率	11.1%	72.4%	21.7%	25.6%	26.1%
财务费用	-28.9	-22.7	-18.3	-18.4	-19.1	EBIT 增长率	10.6%	74.3%	30.8%	29.4%	29.1%
资产减值损失	19.6	33.1	38.1	43.8	50.3	NOPLAT 增长率	4.8%	64.4%	40.1%	29.0%	28.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	45.9%	80.3%	1.1%	29.8%	3.4%
投资和汇兑收益	-	-1.9	20.0	20.0	20.0	净资产增长率	10.1%	5.2%	9.4%	10.8%	12.3%
营业利润	170.1	268.8	340.1	434.6	556.5	利润率					
加:营业外净收支	82.5	98.7	110.6	134.6	161.5	毛利率	46.4%	44.3%	43.3%	43.1%	43.0%
利润总额	252.5	367.4	450.7	569.2	718.0	营业利润率	10.1%	11.4%	11.9%	12.5%	13.3%
减:所得税	37.9	72.8	64.6	82.4	104.7	净利润率	12.8%	12.5%	13.5%	14.0%	14.6%
净利润	216.7	294.6	386.1	486.8	613.3	EBITDA/营业收入	10.5%	13.0%	13.0%	13.4%	14.1%
						EBIT/营业收入	8.4%	10.5%	11.2%	11.9%	12.8%
资产负债表						运营效率					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	固定资产周转天数	29	34	35	27	20
货币资金	1,608.8	969.2	1,257.7	1,031.2	1,396.7	流动营业资本周转天数	150	167	170	175	179
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	703	511	452	430	417
应收帐款	1,067.3	1,636.5	1,627.7	2,346.4	2,422.5	应收帐款周转天数	212	207	205	205	205
应收票据	38.4	49.1	62.4	73.3	89.5	存货周转天数	84	85	85	85	86
预付帐款	73.9	106.0	119.8	155.7	175.8	总资产周转天数	758	597	554	510	479
存货	437.9	667.0	688.3	964.9	1,024.1	投资资本周转天数	195	232	246	234	224
其他流动资产	6.9	5.9	4.3	5.7	5.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	8.0%	10.2%	12.2%	13.9%	15.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.1%	6.9%	8.5%	9.1%	10.5%
长期股权投资	-	51.8	51.8	51.8	51.8	ROIC	16.2%	18.2%	14.2%	18.1%	18.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	149.8	289.4	268.5	247.6	226.7	销售费用率	19.1%	15.5%	15.5%	15.0%	14.5%
在建工程	2.5	0.9	0.9	0.9	0.9	管理费用率	16.8%	15.9%	15.0%	14.6%	14.0%
无形资产	81.1	287.1	267.4	246.7	225.0	财务费用率	-1.7%	-1.0%	-0.6%	-0.5%	-0.5%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	34.3%	30.4%	29.8%	29.1%	28.0%
资产总额	3,517.4	4,270.3	4,551.7	5,327.1	5,821.3	偿债能力					
短期债务	-	90.0	100.0	120.0	144.0	资产负债率	22.0%	32.5%	30.7%	34.4%	32.6%
应付帐款	447.1	698.3	657.0	996.2	992.8	负债权益比	28.3%	48.1%	44.3%	52.4%	48.3%
应付票据	3.2	7.5	6.1	10.4	9.4	流动比率	4.21	2.73	2.96	2.69	2.89
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	3.64	2.20	2.42	2.12	2.31
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-4.88	-10.85	-17.56	-22.57	-28.18
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	775.5	1,386.1	1,397.3	1,831.9	1,896.8	DPS(元)	0.25	-	0.28	0.36	0.45
少数股东权益	30.3	-	-	-	-	分红比率	46.9%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	406.7	406.6	406.6	406.6	406.6	股息收益率	1.8%	0.0%	2.0%	2.6%	3.2%
留存收益	2,305.0	2,477.6	2,747.8	3,088.6	3,517.9						
股东权益	2,741.9	2,884.2	3,154.4	3,495.2	3,924.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	EPS(元)	0.53	0.72	0.95	1.20	1.51
净利润	214.7	294.6	386.1	486.8	613.3	BVPS(元)	6.67	7.09	7.76	8.60	9.65
加:折旧和摊销	37.4	63.9	50.6	51.6	52.6	PE(X)	26.4	19.4	14.8	11.7	9.3
资产减值准备	19.6	33.1	-	-	-	PB(X)	2.1	2.0	1.8	1.6	1.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-11.8	-12.4	14.3	-71.0	10.4
财务费用	-12.1	-15.3	-18.3	-18.4	-19.1	P/S	3.4	2.4	2.0	1.6	1.4
投资损失	-	-	-20.0	-20.0	-20.0	EV/EBITDA	27.4	15.8	12.2	10.2	7.5
少数股东损益	-2.0	-	-	-	-	CAGR(%)	31.4%	27.7%	35.9%	31.4%	27.7%
营运资金的变动	-317.1	-189.8	-57.7	-628.9	-130.4	PEG	0.8	0.7	0.4	0.4	0.3
经营活动产生现金流量	-52.0	11.9	340.7	-128.9	496.5	ROIC/WACC	1.5	1.7	1.3	1.7	1.7
投资活动产生现金流量	425.4	-662.2	10.0	10.0	10.0	REP	3.0	1.5	1.8	1.1	1.0
融资活动产生现金流量	-341.5	-12.3	-62.2	-107.6	-140.9						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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;

■ 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。

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	黄方祥	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
北京联系人	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 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

上海市

地址： 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

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

