



2013年08月23日

赖燊生

Leon_lai@e-capital.com.cn

目标价(元)

22.00RMB

公司基本资讯

产业别	机械设备
A 股价(2013/8/22)	16.74
上证综指(2013/8/22)	2067.12
股价 12 个月高/低	18.76/11.97
总发行股数(百万)	406.60
A 股数(百万)	153.55
A 市值(亿元)	68.06
主要股东	四方电气(集团)股份有限公司(61.02%)
每股净值(元)	7.12
股价/账面净值	2.35
	一个月 三个月 发行价
股价涨跌(%)	11.7 -6.6 8.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

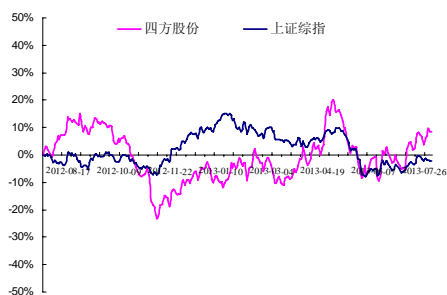
产品组合

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	9.8%
一般法人	31.8%

股价相对大盘走势



四方股份(601126.SH)

评级 Buy/买入

半年报点评: 延续高增长, 被低估的电网二次设备龙头

结论与建议:

公司今日发布 13H1 报告, 报告期实现营收 12.51 亿元(YOY+44.6%), 实现净利润 1.04 亿元(YOY+47.9%), EPS0.26 元, 符合预期。单季度看, 2Q 公司实现收入 7.54 亿元(YOY+42.3%), 实现净利润 0.90 亿元(YOY+46.3%)。公司以智慧变电站保护为基本支撑, 通过电厂自动化、轨道交通拓展工业控制领域发展, 并布局电力电子、配电网业务, 未来发展前景可期。

我们预计公司 13、14 年分别实现营收 31.25 亿元(YOY+34.4%)、41.46 亿元(YOY+32.7%), 净利润 4.01 亿元(YOY+36.1%)、5.09 亿元(YOY+27.0%), EPS0.99、1.25 元, 当前股价对应 13、14 年动态 PE 分别为年 17X、13X, 当下价值明显被低估, 维持“买入”建议, 目标价 22 元(对应 14 年 PE 18X)。

- **变电站自动化与电力电子业务是 H1 营收增长主力军:** 从经营业务看, 变电站自动化与电力电子产品是营收拉动的主力军, H1 分别实现收入 8.56 亿元(YOY+42.7%)、1.49 亿元(YOY+86.1%), 两者增量对营收增量的贡献率分别达到 70.9%、19.0%。
- **智慧变电站大规模建设开启, 变电站自动化成长可期:** 公司是智慧变电站自动化保护领域的核心企业之一, 近年来在国网份额中稳居市场前两位, 2010-2012 该业务营收复合增速 16%。展望下半年, 国网第三、第四批二次设备集中招标中, 公司均获得了市场份额第一(份额均为 20.0%)好成绩, 对短期业绩有支撑。中长期看, 随着智慧变电站技术标准的成熟, 未来三年将是大规模建时期, 凭借公司技术积累及行业竞争地位, 我们预计未来三年该业务营收年均增速 25%~30%。
- **布局清晰, 工控及新兴业务助力未来成长:** 公司通过电厂自动化、轨道交通领域积累切入工控市场, H1 两业务分别实现收入 0.99 亿元(YOY+37.0%)、0.14 亿元(YOY+14.0%), 公司目标在 2015 年, 工控市场收入占比达到营收比重 30%, 发展潜力很大; 新兴业务方面, 公司积极布局配电网及电力电子业务, H1 新兴业务实现收入 1.64 亿元(YOY+65.7%), 新兴业务是未来电网建设的重点领域, 公司以深厚技术底蕴高起点进入, 为成长助力。
- **三伊电气盈利能力恢复, 助推公司业绩:** 公司 12 年收购的三伊电气经过一年整合后, 盈利能力得到恢复, H1 实现净利润约 0.15 亿元, 而去年同期仅为 0.06 亿元, 我们预计三伊电气全年贡献净利润超 0.3 亿元。
- **产品结构变动影响毛利率, 产品竞争力依旧强势:** H1 公司综合毛利率 42.4%, 同比下降 3.7 个百分点。毛利率下降主要在于收入结构变化所致, 电力电子业务(毛利率 29%)较传统产品毛利率(40%~50%)偏低, 但收入比重从 12H1 比例 9%提升至 12%, 其他传统产品毛利率均维持了高位, 显示了公司的产品竞争优势。未来, 公司主营产品毛利率仍有望维持高位水准。
- **摊销费用下降及管控效率提升, 利好费用率稳中趋降:** 费用率方面, 13H1 综合费用率 17.0%, 同比下降 1.2 个百分点, 其中管理费用率(17.4%)下降两个百分点, 主要是本期期权摊销费用 0.08 亿元(YOY-56.6%)所致。未来费用率在管控效率提升及期权摊销费用下降情形下, 有望稳中趋降。
- **盈利预测:** 预计公司 13、14 年分别实现净利润 4.01 亿元(YOY+36.1%)、5.09 亿元(YOY+27.0%), EPS0.99、1.25 元, 当前股价对应 13、14 年动态 PE 分别为年 17X、13X, 当下价值明显被低估, 维持“买入”建议, 目标价 22 元(对应 14 年 PE 18X)。



..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013F	2014F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	153.46	216.66	294.61	400.86	509.19
同比增减	%	20.72%	41.18%	35.98%	36.07%	27.02%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.377	0.533	0.725	0.986	1.252
同比增减	%	20.72%	41.18%	35.98%	36.07%	27.02%
A 股市盈率(P/E)	X	44.36	31.42	23.11	16.98	13.37
股利(DPS)	RMB 元	0.200	0.200	0.200	0.200	0.200
股息率(Yield)	%	1.19%	1.19%	1.19%	1.19%	1.19%

表: 2013H1 公司各业务分项收入详情

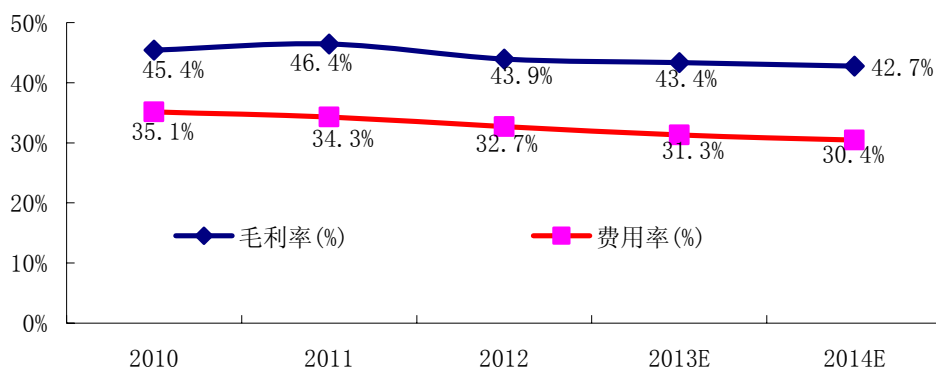
单位: 百万元/%

产品	2012H1	2013H1	YOY(%)
继电保护及变电自动化系统	599.42	855.60	42.7%
发电厂自动化	71.88	98.50	37.0%
电力系统安全稳定监测控制系统	37.90	44.70	18.0%
电网继电保护及故障资讯系统	29.27	33.84	15.6%
配电自动化系统	19.37	15.80	-18.4%
轨道交通	12.32	14.10	14.5%
电力电子	79.79	148.50	86.1%

资料来源: 公司公告 群益证券(2013/08)

图表一: 公司毛利率、费用率走势

单位: %



资料来源: 国家电网, 群益证券(2013/08)

=预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

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

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

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



附一: 合并损益表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
营业收入	1,348	1,687	2,349	3,125	4,146
经营成本	737	903	1,308	1,770	2,374
营业税金及附加	15	16	22	28	39
销售费用	245	323	363	454	602
管理费用	210	284	374	474	595
财务费用	19	-29	-23	51	65
资产减值损失	13	20	33	41	28
投资收益	-	-	-	16	5
营业利润	109	170	269	380	512
营业外收入	65	83	102	127	125
营业外支出	2	1	3	10	4
利润总额	171	253	367	498	633
所得税	18	38	73	96	123
少数股东损益	0	-2	-	1	1
归属于母公司所有者的净利润	153	217	295	401	509

附二: 合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
货币资金	2,077	1,609	816	898	988
应收帐款	900	1,138	1,604	2,005	2,506
存货	346	438	660	759	873
流动资产合计	3,358	3,233	3,162	3,739	4,459
长期投资净额	-	-	19	25	26
固定资产合计	118	150	206	247	296
在建工程	9	3	37	28	29
无形资产	228	284	646	568	665
资产总计	3,586	3,517	3,808	4,307	5,124
流动负债合计	1,092	767	929	1,069	1,229
长期负债合计	4	8	153	150	151
负债合计	1,097	775	1,082	1,219	1,380
少数股东权益	2	30	27	35	36
股东权益合计	2,487	2,712	2,699	3,053	3,708
负债和股东权益总计	3,586	3,517	3,808	4,307	5,124

附三: 合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
经营活动产生的现金流量净额	218	-52	-302	-90	-82
投资活动产生的现金流量净额	-901	425	-686	-122	-122
筹资活动产生的现金流量净额	1,724	-341	-70	-50	-50
现金及现金等价物净增加额	1,042	32	-1,058	82	90

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。