

经营效率提高，预计高增长将持续

四方股份 (601126.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件

国家电网报新闻，改善大气环境、解决雾霾问题，治本之策是“以电代煤、以电代油、电从远方来”，核心是转变能源和电力发展方式，关键是加快智能电网建设，提高用电效率。未来电网的二次和终端投资比重将会持续提升。

2. 我们的分析与判断

(一) 受益于电网及电源投资增长

公司主要产品属于电网及电力二次设备。经过多年的耕耘，公司已拥有如变电站保护及监控设备、电厂 ECS 和励磁装置等优势产品。公司技术行业领先，受益于电网及电源投资的增长。

(二) 全年实际业绩或超我们 0.94 元/股的预期

我们做了公司三四季度业绩前瞻预测，即使按照保守估计，三四季度单季收入和利润增速较上半年有所下降，但经营效率的提升、子公司盈利的改善（请见附录子公司历史盈利情况）以及软件退税的进度加快（请见附录公司及其竞争对手历史增值税返还占营业收入比重情况），将会推动业绩高增长。我们认为，实际业绩或超我们 0.94 元/股的预期：

我们假设：1、智能电网投资继续维持较高景气度，变电站投资维持前期景气程度、配网投资继续较高增速；2、公司订单维持 25% 以上增长；3、子公司三伊和 ABB 四方上半年的经营大幅改善能够继续维持。

(三) 子公司盈利继续向好

保定三伊公司和北京 ABB 四方公司两个子公司上半年经营大幅改善。三伊公司经过母公司内部人员和经营改革后，2013 年上半年贡献净利润 1526 万元，相当于去年并表后全年的净利润贡献。北京 ABB 四方，结束了自 2011 年成立后每年亏损的趋势，2013 年上半年贡献投资收益 1235 万元。国内特高压直流输电以及柔性直流输电项目的逐渐开展，以及 ABB 在海外高压直流项目的中标，为四方 ABB 累积了丰厚的订单，奠定未来持续盈利的基础。

3. 投资建议

我们预测 2013-2015 年公司 EPS 分别为 0.94、1.22、1.50 元，维持“推荐”评级。

分析师

邹序元

☎: (8610) 6656 8668

✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn

执业证书编号: s0130511020009

特此鸣谢

张玲 (8610) 6656 8643

(zhangling_yj@chinastock.com.cn)

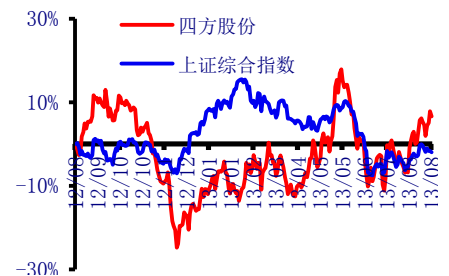
对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2013.09.13

A 股收盘价(元)	17.68
A 股一年内最高价(元)	19.95
A 股一年内最低价(元)	11.73
上证指数	2236.22
市净率	2.48
总股本(百万股)	406.60
实际流通 A 股(百万股)	153.55
限售的流通 A 股(百万股)	25.30
流通 A 股市值(亿元)	27.15

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

- 1、公司点评：非电网业务比重继续上升 2012.04.02
- 2、公司点评：毛利率环比提升 2013.05.02
- 3、公司深度：新业务扩展显成效 持续成长添动力 2013.05.23
- 4、公司点评：非电网市场打开产品销售空间 2013.08.23

4. 风险提示

国内电源及电网投资，特别是智能变电站投资，增速低于预期。电力电子等新产品市场开拓低于预期。

订单角度来看，我们预计 2013 年上半年公司订单增速接近 30%。考虑到上半年电网设备的招标量并不大，公司这一表现十分优秀，下半年订单增速甚至有加快可能。

收入和利润角度来看，由于 2012、2013 年持续的订单快速增长，今年下半年公司的收入预计能保持较高增速。而伴随管理效率提升带来的费用率降低，将导致公司的利润增长快于收入增速。子公司 ABB 四方等的经营反转会进一步加强这一趋势。

表 1、子公司净利润情况（单位：百万元）

	2012H1	2012H2	2013H1
三伊	5.91	9.12	15.26
四方特变	-4.91	3.66	-2.24
摩科		0.78	-0.01
中能博瑞		1.42	-3.31
蒙华电	-1.80	2.27	-0.59
ABB 四方	-5.42	2.24	24.71

资料来源：Wind，中国银河证券研究部整理

上半年公司的经营现金流开始出现好转迹象（在收入规模扩大的同时，现金流出并没有增加），预计全年的经营现金净流入将明显高于去年。

公司很明显处于一个上升轨道。未来发展前景看好。如果运营效率能进一步提升，存在继续超预期的可能。

我们对下半年的盈利情况做了分季度预测，最后的业绩有可能高于这一预期。

表、单季度盈利预测

报告期	2013Q4	2013Q3	2013Q2	2013Q1
单季度利润增速	38%	39%	46%	58%
累计利润增速	40%	44%	48%	58%
全年净利润增速	40%			
PE	17.69			

资料来源：Wind，中国银河证券研究部整理

公司全年增值税返还占收入的比重一直维持在竞争对手排名的前列，证明公司强劲软件开发和产品研发实力。同时公司上半年退还的增值税较少，下半年占比可能提升。

表 2、增值税返还占营业收入的比重

	20111231	20120630	20121231	20130630
国电南瑞	2.89%	1.81%	2.53%	3.09%
许继电气	1.20%	0.43%	1.95%	2.21%
四方股份	4.13%	2.20%	3.73%	1.98%
汇川技术	4.56%	5.84%	4.03%	5.03%
长园集团	1.88%	1.93%	2.24%	1.70%
思源电气	0.14%	0.36%	0.27%	0.23%
国电南自	3.37%	2.63%	2.62%	2.02%

资料来源：Wind，中国银河证券研究部整理

上市后至今，公司已基本完成北京、南京、武汉及保定 4 个生产基地的建设工作。目前，公司只剩下南京二期、保定二期和武汉研发大楼等重要在建项目，预算总数为 1.73 亿元。公司经营逐渐走过投入阶段，进入回报期。

表 3、财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	1609	969	882	1067	1264	营业收入	1687	2349	2917	3556	4215
应收票据	38	49	61	68	81	营业成本	903	1308	1626	1982	2350
应收账款	1026	1583	1758	2046	2425	营业税金及附加	16	22	27	33	40
预付款项	74	106	106	106	106	销售费用	323	363	408	498	590
其他应收款	41	54	58	71	84	管理费用	284	374	450	500	550
存货	438	667	757	869	1030	财务费用	-29	-23	-2	3	19
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	20	33	30	30	30
长期股权投资	0	52	52	52	52	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	150	289	322	389	450	投资收益	0	-2	-1	5	20
在建工程	3	1	1	101	201	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	170	269	376	515	656
无形资产	70	262	262	262	262	营业外收入	83	102	100	100	100
长期待摊费用	3	3	3	3	3	营业外支出	1	3	10	10	10
资产总计	3517	4270	4498	5269	6194	税前利润	253	367	466	605	746
短期借款	0	90	0	290	654	减: 所得税	38	73	84	109	134
应付票据	3	7	9	11	13	净利润	215	295	382	496	612
应付账款	416	645	713	869	1030	母公司净利润	217	295	382	496	612
预收款项	189	222	222	222	222	少数股东损益	-2	0	0	0	0
应付职工薪酬	78	98	98	98	98	基本每股收益(元)	0.53	0.72	0.94	1.22	1.50
应交税费	50	95	95	95	95	稀释每股收益(元)	0.53	0.72	0.94	1.22	1.50
其他应付款	31	53	53	53	53	财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
其他流动负债	0	21	21	21	21	成长性					
长期借款	0	0	0	0	0	营收增长率	25%	39%	24%	22%	19%
预计负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	14%	75%	44%	34%	26%
负债合计	775	1386	1366	1814	2341	净利润增长率	41%	36%	30%	30%	23%
股东权益合计	2742	2884	3133	3455	3853	盈利性					
现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	销售毛利率	46%	44%	44%	44%	44%
净利润	215	295	382	496	612	销售净利率	13%	13%	13%	14%	15%
折旧与摊销	37	64	27	33	39	ROE	8%	10%	12%	14%	16%
经营现金流	-52	12	196	266	247	ROIC	5%	7%	10%	11%	12%
投资现金流	425	-662	-61	-195	-180						
融资现金流	-341	-12	-222	114	131						
现金净变动	32	-663	-87	185	198						
期初现金余额	2077	1609	969	882	1067						
期末现金余额	2109	946	882	1067	1264						

资料来源: Wind, 中国银河证券研究部整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

邹序元，电力设备及新能源行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：高兴 010-83574017 gaoping_jg@chinastock.com.cn
北京地区：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn