



2013年09月18日

赖燊生

Leon_lai@e-capital.com.cn

目标价(元)

23.00RMB

公司基本资讯

产业别	机械设备
A 股价(2013/9/17)	17.85
上证综指(2013/9/17)	2185.56
股价 12 个月高/低	19.47/11.97
总发行股数(百万)	406.60
A 股数(百万)	153.55
A 市值(亿元)	72.58
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	2.51
	一个月 三个月 发行价
股价涨跌(%)	8.2 23.5 3.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

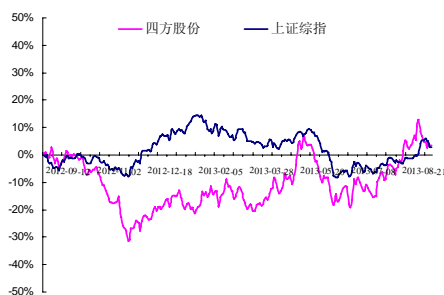
产品组合

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

网内有惊喜, 网外有期待

结论与建议:

公司传统核心业务立足于电网, 近年来非电网业务方面也取得了长足发展。电网方面, 公司研发能力强, 技术储备足。受益智慧变电站建设加速, 公司变电站自动化业务保持良好发展势头; 11 年以来, 公司高起点切入配电网业务, 具备主站、子站与终端集成的生产能力, 配电网业务有望成为网内一惊喜。电网外业务, 发电厂自动化增长空间广阔、三伊电气盈利快速恢复成为两大期待。展望未来, 公司发展驱动力将从单一电网业务转变为网内网外齐发力的格局。

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 4.03 亿元(YOY+36.7%)、5.12 亿元(YOY+27.1%), EPS0.99、1.26 元, 当前股价对应 13、14 年动态 PE 分别为年 18X、14X, 当下价值明显被低估, 维持“买入”建议, 目标价 23.0 元(对应 14 年 PE 18X)。

- H1 业绩高增长, 电网与非电网业务比翼齐飞:** 公司 H1 实现营收 12.51 亿元(YOY+44.6%), 净利润 1.04 亿元(YOY+47.9%), 增长态势良好。展望未来, 电网业务依托智慧变电站与配电网高景气度, 业绩有支撑; 非电网业务, 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, 未来发展前景可期。
- 电网业务中, 变电站业务加速可期:** 公司在国网变电站自动化系统市场份额 20%左右, 常年位居行业前两位。H1 该业务收入大幅增长 40%, 订单同比增长近 30%。收入、订单双增长主要得力于行业发展提速与公司变电站调试能力加强, 交货速度加快。目前, 智慧变电站各项标准制定趋近完成, 13-15 年预计新建智慧变电站 4000 座, 较 11-12 年近 1000 座的量明显有提升, 预计未来两年营收增速能达三成以上。
- 高起点切入配电网, 有望成网内一惊喜:** 公司 2011 年高起点高标准切入配电网业务。承建的湖南长沙配电自动化试点项目, 入选国家电网六大深化试点项目之一, 得到国网充分认可。12 年 7 月收购收购南京软体, 进一步提升了配网主站的竞争能力。配电网建设将进入高峰期, 今年配电网订单能达到 2.0 亿元的规模, 同比翻倍, 成为电网内业务一惊喜。
- 电场自动化业务发展迅速, 成为网外业务一期待:** 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 3 亿元/年的规模, H1 订单合同额同比增长超四成, 行业竞争格局仍是进口替代。未来增长空间仍较大, 此为网外期待之一。
- 三伊电气盈利恢复, 将成网外业务另一期待:** H1 公司电力电子业务实现收入 1.48 亿元(YOY+86.7%), 其中三伊电气盈利恢复是关键。H1 三伊公司收入近 1.0 亿元(YOY+45%), 净利润 0.15 亿元(YOY+37%)。预计 13-15 年将贡献净利润 1.2~1.5 亿元, 成为网外业务另一期待。
- 毛利率稳定, 费用率有下降空间:** H1 公司综合毛利率 42.4%, 同比下降 3.7 个百分点, 下降主要在于收入结构变化所致。未来, 公司主营产品毛利率仍有望维持高位水准。费用率方面, H1 综合费用率 17.0%, 同比下降 1.2 个百分点, 主要是本期期权摊销费用 0.08 亿元(YOY-56.6%)所致。未来在管控效率提升及期权摊销费用下降, 费用率有望稳中趋降。
- 盈利预测:** 我们预计公司 13、14 年分别净利润 4.03 亿元(YOY+36.7%)、5.12 亿元(YOY+27.1%), EPS0.99、1.26 元, 当前股价对应 13、14 年动态 PE 分别为年 18X、14X, 当下价值明显被低估, 维持“买入”建议, 目标价 23.0 元(对应 14 年 PE 18X)。



..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012F	2013F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	153.46	216.66	294.61	402.78	512.08
同比增减	%	20.72%	41.18%	35.98%	36.72%	27.13%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.377	0.533	0.725	0.991	1.259
同比增减	%	20.72%	41.18%	35.98%	36.72%	27.13%
A 股市盈率(P/E)	X	47.30	33.50	24.64	18.02	14.17
股利(DPS)	RMB 元	0.200	0.200	0.200	0.200	0.200
股息率(Yield)	%	1.12%	1.12%	1.12%	1.12%	1.12%

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。

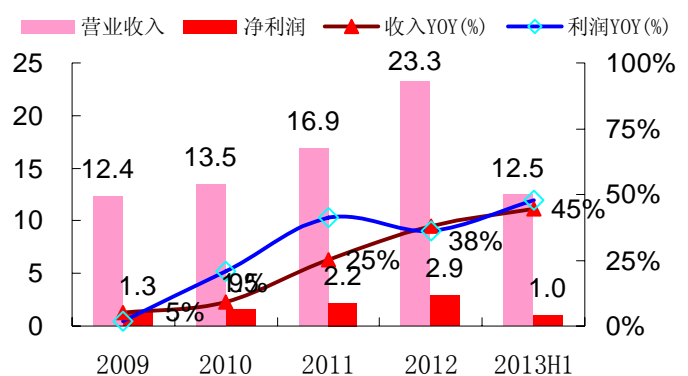
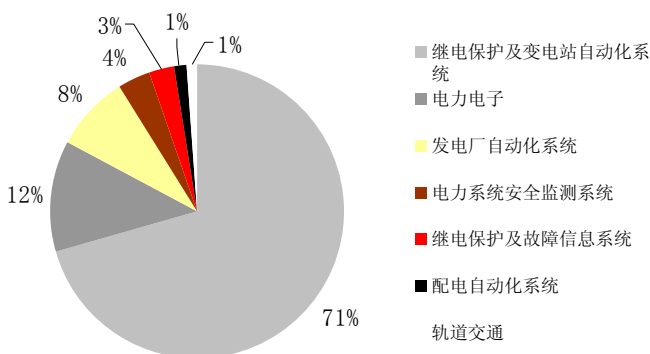
公司 10 年上市以来, 凭借在智慧电网领域的深厚积淀, 取得了优秀的业绩。10-12 年营收 CAGR37.9%, 净利润 CAGR 达到 36.0%。13 年 H1 实现营收 12.51 亿元(YOY+44.6%), 净利润 1.04 亿元(YOY+47.9%)。业绩增长主要来自变电站自动化及电力电子业务的高增长。

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。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 2013H1 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(2013/09)

资料来源: 公司公告 群益证券(2013/09)

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

智慧变电站建设提速, 预计公司该业务未来两年每年营收增长三成以上

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(见表一)。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, 是公司业绩增长的第一引擎。H1 该业务实现收入 8.56 亿元(YOY+42.7%), 增速为近年来高点。究其原因, 我们认为有两方面因素:

其一, 智慧变电站标准制定完毕, 智慧变电站建设提速。国家电网“十二五”预计新建 110KV 以上智能变电站 5000 座、改造 1000 座, 但受制于智慧变电站成本及标准讨论, 前期建设一直低于预期, 11-12 年新建不足 1000 座。从我们了解到的资讯看, 目前智慧变电站各项智慧化标准规范已经成熟, 预计 13-15 年将新建约 4000 座, 行业发展阻碍解决;



其二, 公司在智慧变电站安装调试能力加强。根据与公司了解, H1 变电站交货速度明显提快, 也显示经历前期积累后, 公司在智慧变电站业务上有了成熟的安装调试队伍。公司交货及保质保量完成的回应速度对于国网中标也是积极利好, 最近国网智慧变电站招标中, 公司取得了份额第一的优异成绩, 这是有力的证明。

中期看, 智慧变电站发展是确定性事件, 公司凭借自身技术优势, 能保持在行业前列的中标率, 为业绩有坚实支撑;

长期看, 由于智慧变电二次设备主要是功能模组集成系统(软件居多), 5-8年后(最长不超10年)需要更新升级, 目前我国拥有变电站共23000座左右, 而且到2020年左右, 变电站将全部实现智慧化, 2020年后进入更新周期, 每年大约有2300座变电站需要升级处理, 因此我们认为智慧变电站业务并不会随着智慧变电站建设完毕而萎缩, 长期内仍有增长空间。

H1 该板块订单增长同比近三成, 未来随着智慧变电站建设加速, 我们预估公司未来两年该项营收增速仍能维持在三成以上。

表一: 公司近年来国网招标变电站自动化领域市场份额情况

	2011	2012	2013.01	2013.02	2013.03
保护类市占率(%)	21.0%	19.2%	18.2%	16.8%	17.9%
行业排名	第二	第二	第二	第二	第一
监控类市占率(%)	15.20%	10.30%	13.70%	16.90%	12.50%
行业排名	第一	第二	第一	第一	第三

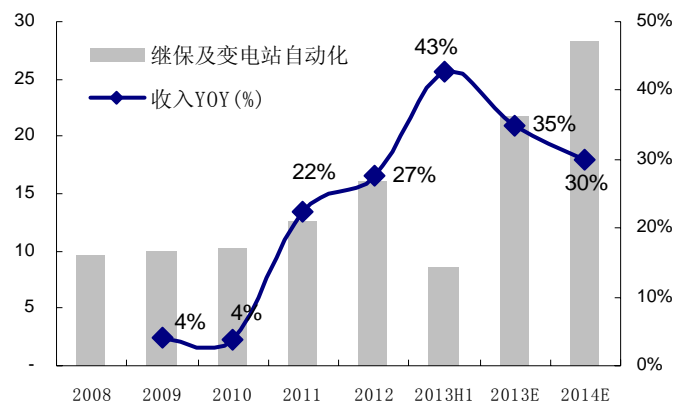
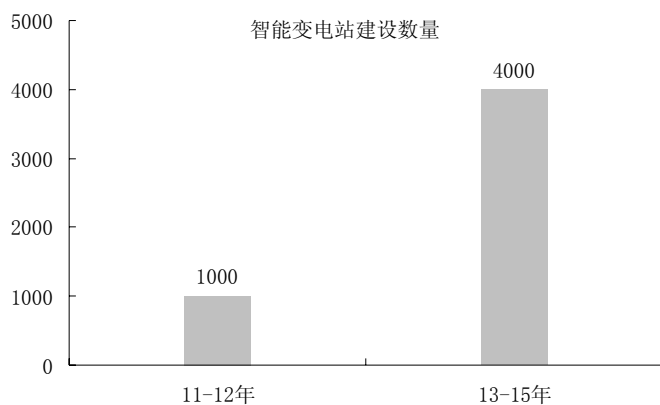
资料来源: 国家电网 群益证券(2013/09)

注: 2013.0X 代表 13 年第 X 批招标

图表三: 13-15 年智慧变电站建设提速

单位: 座 图表四: 变电站自动化营收及预测

单位: 亿元/%



资料来源: 国家电网, 群益证券(2013/09)

资料来源: 国家电网 群益证券(2013/09)

配网投资潜力大, 公司高起点切入配网业务, 预计今年订单有望达 2.0 亿元, 有望成为电网内业务之一惊喜

配电站自动化行业景气度高, 公司竞争力强, 有望带来一惊喜

公司 2011 年进入了配电网的业务。11、12 年分别实现收入 0.31 亿元、0.45 亿元, 尽管收入规模很小, 但竞争实力不可小觑。

项目上, 公司 11 年中标湖南长沙配电系统建设的订单(主要做主站), 该项目被国网选为进一步试点改造的六大项目之一。验收时候得到国网充分认可, 突出公司在配电主站的实力。12 年 7 月, 公司通过收购“南京摩科软件公司”100%股权, 取得了“配网全景调度支援系统”相应的知识产权, 提升了配网主站产品线的市场竞争能力, 从而扩大公司在配网自动化领域的影响力。

13H1 该业务实现了收入 0.16 亿元(YOY-18.4%), 收入下降并不能反应公司业务进展。上半年收入下降主要在于下游交货进度放缓所致。实际上, 配电网业务行业景气度很好, H1 先后中标了宁夏中卫等配电专案订单, 订单额同比增长超 80%。



行业发展前景看, 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, 接下来将逐步向三、四线城市推进。根据初步统计, 未来 3 年配电智能化投资中二次设备投资容量有望达到 400 亿元, 而前期试点投资总额不超 50 亿元, 行业的快速发展, 公司竞争实力的强化, 配电网业务将快速进入亿元级别收入规模, 有望成为电网内业务之惊喜一。

电厂自动化业务, 目前收入近 3.0 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

发电厂自动化业务进口替代为主, 未来仍是高成长期, 成为网外一期待

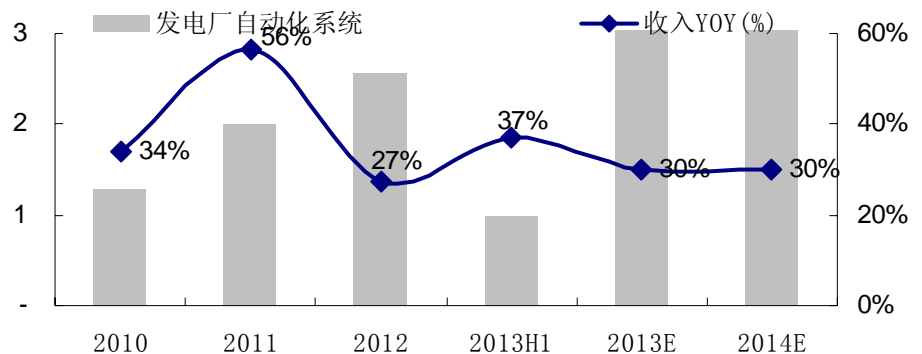
公司发电厂自动化业务取得了较快的发展, 近年来发电厂自动化客户主要有火电厂与水电厂。产品有: 电厂电气控制、发电机组励磁装置和发电机组扭振保护装置。公司业务从火电起家, 近年水电与风电产品迅速增长, 2012、13H1 分别实现收入 2.56 亿元(YOY+27.4%)、0.98 亿元(YOY+37.0%)。

细分产品看, 公司电厂电气控制系统收入成为国内领军者。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, 公司已经获得火电百万千瓦发电机组保护订单, 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超四成, 目前近 3.0 亿元/年的收入规模仍较小, 随着进口替代的逐步进行, 该业务将成为公司电网外业务重要期待之一。

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(2013/09)

河北三伊电气人员管理、组织架构正式纳入四方体系, 盈利能力恢复, 将成为公司非电网业务之另一期待

三伊公司盈利能力迅速恢复, 将成为公司网外业务另一期待

公司电力电子业务分为本部产品与 12 年收购的保定三伊电气(由三家分公司组成(见表 2))构成。公司电力电子业务发展迅速, H1 收入 1.49 亿元(YOY+86.1%), 为公司 H1 营收绝对量增长贡献率达 19%, 贡献率仅次于变电站自动化业务。

公司电力电子业务强势增长, 三伊电气的盈利能力恢复是关键。H1 来自三伊电气的收入近 1.0 亿元(YOY+45%), 贡献净利润 0.15 亿元(YOY+37%)。

三伊公司 12 年净利润低于预期, 一方面是受光伏电源没有实现收入(占其比重 20%左右), 另一方面则是公司管理层出现了较大的波动。今年以来, 在收购整合后, 三伊电气在人员管理、组织架构都正式纳入了四方管理体系, 较原有的松散管理风格大幅改善, 业绩也呈现了良好的发展势头。

订单方面, H1 订单同比增长超三成, 预估全年净利润将突破 0.30 亿元, 14-15 年贡献净利润将达 0.9~1.2 亿元, 成为公司电网外业务期待之二。



表 2: 收购三伊电气具体详情

公司名称	主要经营范围	2011 年	2012 年	2013H1	2013E	(14-15)E
三伊电气	光伏电源、SVC、逆变器等	4.07	12.58	15.25		
三伊天星	高频焊机、高频热处理电控设备	6.83	1.32	0.65		
三伊方长	电能品质、电压检测仪等	0.49	1.14	-0.64		
合计		11.39	15.0	15.3	30.0	90~120

资料来源: 公司公告 群益证券整理(2013/09)

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

技术储备丰富, 积极拓展网外业务

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。

财务分析: 高毛利率维持, 费用率稳中趋降

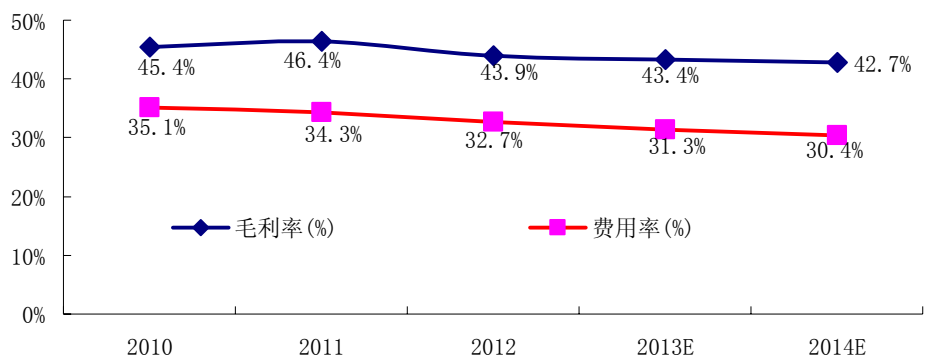
H1 公司综合毛利率 42.4%, 同比下降 3.7 个百分点。毛利率下降主要在于: 一方面是收入结构变化所致, 电力电子业务(毛利率 29%)较传统产品毛利率(40%-50%)偏低, 但收入比重从 12H1 比例 9%提升至 12%; 另一方面是由于 H1 部分变电站自动化产品中是 12 年国网第六批中标订单(当时中标价格采取最低价中标), 变电站自动化毛利率同比下降近 3 个百分点, 综合因素导致 H1 毛利率下降。

展望未来, 公司电网内产品价格主要通过集中招标来决定, 目前招标规仍是平均价中标原则, 预期下半年变电站自动化产品毛利率会回升; 非电网类毛利率较电网类略低, 综合来看, 由于收入结构因素, 综合毛利率有望稳中趋降。

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

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(2013/09)



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。

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 4.03 亿元(YOY+36.7%)、5.12 亿元(YOY+27.1%)，EPS0.99、1.26 元，当前股价对应 13、14 年动态 PE 分别为 18X、14X，当下价值明显被低估，维持“买入”建议，目标价 23.0 元(对应 14 年 PE 18X)。

=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	1,781	2,395
营业税金及附加	15	16	22	28	39
销售费用	245	323	363	456	607
管理费用	210	284	374	476	600
财务费用	19	-29	-23	51	66
资产减值损失	13	20	33	41	28
投资收益	-	-	-	16	5
营业利润	109	170	269	382	516
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	500	637
所得税	18	38	73	97	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	403	512

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。