

证券研究报告

公司研究——季报点评

四方股份（601126.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2014.8.27

郭荆璞 首席分析师

执业编号: S1500510120013

联系电话: +86 10 63081257

邮箱: guojingpu@cindasc.com

刘强 分析师

执业编号: S1500514070005

联系电话: +86 10 63081251

邮箱: liuqiang1@cindasc.com

相关研究

《网外业务增速较好, 调整带来布局机会》2014.8

《网内网外齐开花, 继续看好》2014.3

《业绩增长动力强劲, 配网、网外业务是看点》

2013.10

《业绩继续稳健增长, 潜力被低估》2013.8

《民企品牌、技术优势明显, 电网外市场扩展可期》

2013.4

《四方股份: 受益行业高景气的二次设备龙头》

2012.9

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

短期下滑不影响长期价值, 建议布局明年

2014 年三季度报点评

2014 年 10 月 30 日

事件: 公司发布 2014 年三季度报, 报告期内实现营业收入 20.31 亿元, 比上年同期增长 7.89%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.73 亿元, 同比下降 3.80%; 实现扣非后净利润 1.68 亿元, 同比下降 4.80%; 基本每股收益 0.43 元。

分季度看, 公司三季度收入同比增长 17.29%, 净利润同比下降 2.28%。

点评:

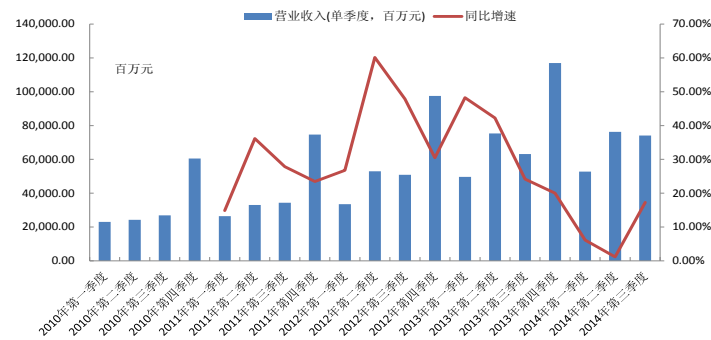
- **四季度是业绩高峰, 明年业绩有望转好, 值得布局。** 公司三季度收入增速有所恢复, 但由于产品结构变化净利润增速仍为负数。公司继续保持现有电力自动化领域优势, 四季度是业绩确认高峰期; 各业务中, 配网自动化、轨道交通、电力电子等方面的业务有望延续较快的同比增长。今年业绩较差是由于电网审计、反腐以及投资结构变化导致的电力投资状况不佳, 明年有望转好; 上半年公司控股股东股权分立也导致市场调整; 同时公司明年电力外的拓展有望加速, 目前仍值得布局。
- **电网外业务增速较好。** 公司积极开拓电力电子、电厂自动化系统、工业自动化等电网外业务, 这些业务市场前景较好; 网外业务的发展拓宽了公司的发展潜力。但这两个业务的毛利率相对继电保护较低, 可能拉低公司整体毛利率。
- **技术创新+品牌优势利于长期持续增长。** 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队伍; 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 10%以上 (今年上半年研发支出占收入比重为 12.54%)。品牌优势利于公司市场拓展: 公司已经累积近二十年的行业运行经验, 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。
- **盈利预测:** 鉴于公司前三季度的业绩以及行业招投标情况, 我们下调公司的盈利预测, 预计公司 2014~2016 年每股收益分别为 1.02 元、1.29 元、1.55 元 (分别下调 8.53%、7.66%、8.18%), 对应 2014 年 10 月 29 日收盘价 (17.81 元) 的市盈率分别为 18 倍、14 倍、11 倍, 维持“买入”评级。
- **股价催化剂及评级:** 公司新业务拓展顺利; 智能电网投资力度加大; 中标份额的增加, 带来订单超预期。
- **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。

公司报告首页财务数据

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入(百万元)	2,348.70	3,052.55	3,563.09	4,496.71	5,634.87
增长率 YoY %	39.26%	29.97%	16.73%	26.20%	25.31%
净利润(百万元)	294.61	370.50	412.82	525.63	630.94
增长率 YoY%	35.98%	25.76%	11.42%	27.33%	20.04%
毛利率%	44.31%	40.49%	39.92%	40.39%	40.04%
净资产收益率 ROE%	10.53%	12.20%	12.37%	14.01%	14.57%
每股收益 EPS(元)	0.72	0.91	1.02	1.29	1.55
市盈率 P/E(倍)	25	20	18	14	11
市净率 P/B(倍)	1.35	1.22	2.08	1.80	1.56

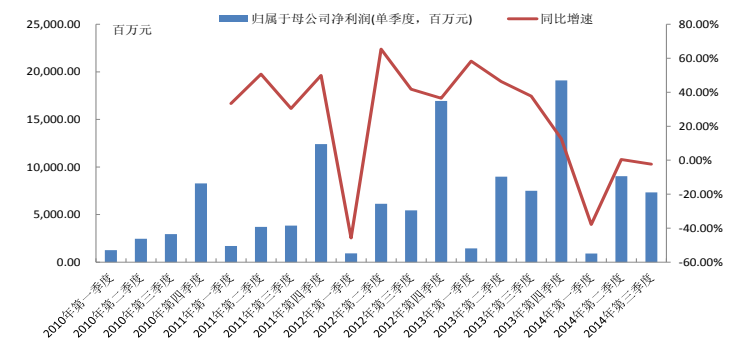
资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2014 年 10 月 29 日收盘价

图 1: 公司营业收入分季度变化



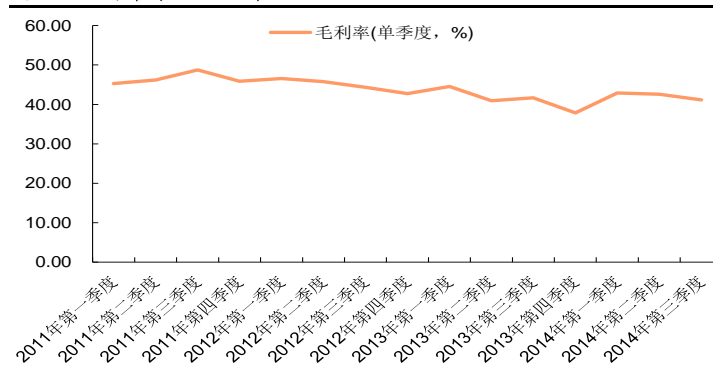
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 2: 公司归属于母公司的净利润分季度变化



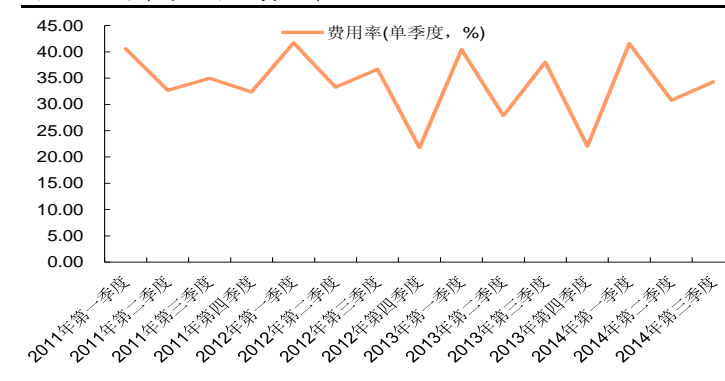
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

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	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	3,433.63	3,775.45	4,295.43	5,149.95	6,187.68
货币资金	969.18	682.24	648.04	575.31	461.45
应收票据	49.08	93.14	88.12	111.21	139.36
应收账款	1,582.86	2,147.76	2,358.53	2,976.52	3,729.91
预付账款	106.04	74.99	145.71	182.44	229.93
存货	666.97	711.77	989.49	1,238.93	1,561.49
其他	59.50	65.54	65.54	65.54	65.54
非流动资产	836.64	933.91	945.23	975.86	1,024.98
长期投资	51.77	105.64	105.64	105.64	105.64
固定资产	289.40	287.61	312.50	350.67	406.06
无形资产	261.64	258.16	233.82	212.47	188.83
其他	233.84	282.50	293.27	307.09	324.45
资产总计	4,270.27	4,709.36	5,240.66	6,125.81	7,212.66
流动负债	1,257.17	1,433.51	1,663.80	2,023.32	2,479.23
短期借款	90.00	50.00	50.00	50.00	50.00
应付账款	645.15	777.62	916.45	1,147.48	1,446.23
其他	522.02	605.88	697.34	825.84	983.00
非流动负债	128.95	78.59	78.59	78.59	78.59
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	128.95	78.59	78.59	78.59	78.59
负债合计	1,386.11	1,512.10	1,742.39	2,101.91	2,557.82
少数股东权益	0.00	9.80	9.80	9.80	9.80
归属母公司股东权益	2,884.15	3,187.46	3,488.47	4,014.10	4,645.04
负债和股东权益	4,270.27	4,709.36	5,240.66	6,125.81	7,212.66

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,348.70	3,052.55	3,563.09	4,496.71	5,634.87
同比	39.26%	29.97%	16.73%	26.20%	25.31%
归属母公司净利润	294.61	370.50	412.82	525.63	630.94
同比	35.98%	25.76%	11.42%	27.33%	20.04%
毛利率	44.31%	40.49%	39.92%	40.39%	40.04%
ROE	10.53%	12.20%	12.37%	14.01%	14.57%
每股收益(元)	0.72	0.91	1.02	1.29	1.55
P/E	25	20	18	14	11
P/B	1.35	1.22	2.08	1.80	1.56
EV/EBITDA	17.68	14.64	12.97	10.44	8.80

利润表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,348.70	3,052.55	3,563.09	4,496.71	5,634.87
营业成本	1,307.99	1,816.54	2,140.85	2,680.53	3,378.40
营业税金及附加	22.12	30.57	35.69	45.04	56.44
营业费用	363.21	455.38	531.55	670.82	840.62
管理费用	374.27	458.04	534.65	674.74	845.53
财务费用	-22.68	-3.95	-0.79	-0.08	1.03
资产减值损失	33.10	37.33	45.21	57.09	69.44
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-1.93	53.88	53.88	53.88	53.88
营业利润	268.76	312.51	329.82	422.43	497.28
营业外收入	101.89	121.99	151.42	189.29	236.28
营业外支出	3.22	7.30	5.24	5.66	6.07
利润总额	367.43	427.20	476.00	606.06	727.50
所得税	72.82	56.70	63.18	80.44	96.56
净利润	294.61	370.50	412.82	525.63	630.94
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	294.61	370.50	412.82	525.63	630.94
EBITDA	416.00	500.18	564.56	701.82	832.31
EPS(摊薄)	0.72	0.91	1.02	1.29	1.55

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	11.90	-62.04	117.67	-7.79	-22.89
净利润	294.61	370.50	412.82	525.63	630.94
折旧摊销	63.91	77.67	85.56	92.75	101.81
财务费用	-15.34	-4.69	3.00	3.00	3.00
投资损失	0.00	-53.88	-53.88	-53.88	-53.88
营运资金变动	-371.10	-485.80	-369.10	-624.82	-765.12
其它	39.81	34.15	39.26	49.53	60.35
投资活动现金流	-662.16	117.51	-37.06	-61.94	-87.96
资本支出	-176.62	-126.80	-90.94	-115.82	-141.84
长期投资	-400.82	-32.03	53.88	53.88	53.88
其他	-84.72	276.34	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-12.30	-135.30	-114.81	-3.00	-3.00
吸收投资	0.00	9.80	0.00	0.00	0.00
借款	90.0	-40.0	0.0	0.0	0.0
支付利息或股息	102.99	105.10	114.81	3.00	3.00
现金净增加额	-662.56	-79.83	-34.21	-72.73	-113.86

电力设备与新能源小组简介

郭荆璞，化工行业高级研究员。北京大学学士，Rutgers 大学硕士。现任职信达证券研究开发中心化工行业首席研究员。拥有独特的石油市场和价格跟踪预测模型，对油价的判断在 A 股买方机构中获得肯定。研究重点以产品需求区分，对农用化工理解透彻，细致覆盖汽车、地产、纺织服装需求的化工产品，同时对精细化工品和中间体也有独立的研究，目前对节能环保和碳经济相关产业进行深入挖掘。

刘强，工程师，武汉大学理学学士，浙江大学金融学硕士，6 年新能源行业工作经验。2012 年 7 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。

电力设备与新能源行业重点覆盖公司

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
骆驼股份	601311.SH	四方股份	601126.SH	南都电源	300068.SZ	合康变频	300048.SZ
国电南瑞	600406.SH	万马股份	002276.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	杉杉股份	600884.SH	雪迪龙	002658.SZ	风帆股份	600482.SH

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@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	股票投资评级	行业投资评级
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。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

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。