

四方股份（601126）：技术领先的二次设备龙头

电气设备/二次设备

合理价：21.93-23.46 元

报告日期：2011 年 1 月 10 日

主要财务指标（单位：万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	123512	137098	198792	298188
(+/-)	5.2%	11.0%	45.0%	50.0%
营业利润	9625	13446	19364	28841
(+/-)	7.8%	9.8%	9.7%	9.7%
归属于母公司 的净利润	12712	15302	20368	28609
(+/-)	1.6%	20.4%	33.1%	40.5%
每股收益（元）	0.32	0.38	0.51	0.71

公司发行新股基本情况

发行日期/上市日期	2010.12.24/2010.12.31
发行后总股本（万股）	40073
发行股数（万股）	8022
发行价格（元）	23.00
发行市盈率（倍）	61.63
发行动态市盈率（倍）	45.10
行业滚动市盈率（倍）	48.7
第一大股东	四方电气
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	77.84%/61.91%
发行前每股净资产（元）	1.91
发行前资产负债率	56.44%

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS；

证券分析师：于善辉

执业证书编号：A0140510120001

010-66045582 anwj@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 公司此次发行 A 股 8200 万股，发行后总股本为 40073 万股。第一大股东四方电气持股 24810.3 万股，发行前持股比例为 77.84%，实际控制人为杨奇逊和王绪昭。
- 公司主营业务为以继电保护及变电站自动化系统为主的电力二次设备。
- 电力二次设备迎来大发展机遇，未来10年二次设备市场容量超过500亿元。其中，每年电网建设所需电力二次设备投资在300亿以上，每年电源基建所需电力二次设备投资在160亿元左右，每年铁路建设和轨道交通等行业投资所需电力二次设备投资在50亿元以上，国外市场需求也许会成为新增长点。
- 技术优势加市场先发优势。公司创始人杨奇逊院士是我国电力系统微机继电保护领域的开创者，公司在继电保护、电网自动化及发电厂自动化领域拥有国内乃至国际领先的技术和研究成果。公司处于寡头垄断的市场环境，市场份额处于行业领先地位。
- 综合毛利率高于同行平均水平8-10%。公司毛利率高的主要原因有：1. 产品差异：公司生产的产品多用于高压领域、或者公司生产产品的功能更全。2. 公司注意成本控制：强化原料采购管理，合理分布生产基地和库存网点。
- 募股资金投向分析。公司本次IPO募集资金拟建设产品类项目和平台类项目。其中产品类项目提前布局国家重点投资的智能电网和轨道交通，解决产能瓶颈；平台类项目旨在提升公司的营销和研发能力，本次募集资金项目总投资额为5.46亿元。
- 公司面临的主要风险：税收优惠政策风险；行业集中风险。
- 盈利预测及估值。预计公司2010-2012年EPS分别为0.38元、0.51元和0.71元；我们认为公司的2011年合理市盈率水平应在43-46倍之间。按预测的2011年业绩计算，股票上市后的合理价值区间应在21.93~23.46元之间。

正文目录

1. 国内领先的继电保护及变电站自动化系统提供商	4
1.1 基本情况	4
1.2 股本结构	4
1.3 竞争优势明显的电力二次设备供应商	5
2. 行业概况—电力二次设备行业迎来大发展机遇	7
2.1 未来 10 年二次设备市场容量超过 500 亿元	7
2.2 继电保护、电网自动化领域：内资企业成主角	7
2.3 季节性特征—上半年销售占比在 30-40%	9
3. 毛利率远高于同行公司，业务单一趋势有所改变	9
3.1 综合毛利率高于同行平均 8%-10%	9
3.2 继电保护及变电站自动化系统收入占比由 86%降至 81%	10
3.3 主要产品毛利率略降，垄断产品毛利率更高且稳中有升	10
3.4 主要产品产能利用率在 9 成以上	11
4. 募集资金项目分析—预计新增营收近 6 亿，利润 7 千万	12
5. 竞争优势—技术优势加市场优势确保公司未来前景	13
5.1 技术优势	13
5.2 市场优势	14
6. 盈利预测与估值分析——合理价值区间 21.93-23.46 元	15
6.1 盈利预测	15
6.2 估值—合理价位 21.93-23.46 元	16
7. 风险揭示—税收优惠政策风险与行业集中风险	16

图表目录

图表 1 本次发行前股权结构及控制关系	4
图表 2 发行前后股本结构对比	5
图表 3 公司主要产品	5
图表 4 公司产品在电力行业的应用示意图	6
图表 5 公司软件技术能力获得认可情况一览表	6
图表 6 公司主要产品的国内外竞争对手情况	8
图表 7 2009 年国网二次设备总招标中各企业中标份额	8
图表 8 发电厂自动化领域主要厂商情况	9
图表 9 电力二次设备类上市公司毛利率比较	9
图表 10 历年各项业务收入占比情况	10
图表 11 2009 年各项业务占比情况	10
图表 12 公司各项产品毛利率情况	11
图表 13 主要产品的产能与产量情况	11
图表 14 主要产品的产能利用率情况	12
图表 15 募集资金投资项目	12
图表 16 募集项目主要经济指标	13
图表 17 公司获奖情况	13
图表 18 公司产品技术水平	14
图表 19 2009 年国网二次设备总招标中各企业中标份额	14
图表 20 营业收入逐年猛增	15
图表 21 净利润增速连年创新高	15
图表 22 四方股份盈利预测	16

1. 国内领先的继电保护及变电站自动化系统提供商

1.1 基本情况

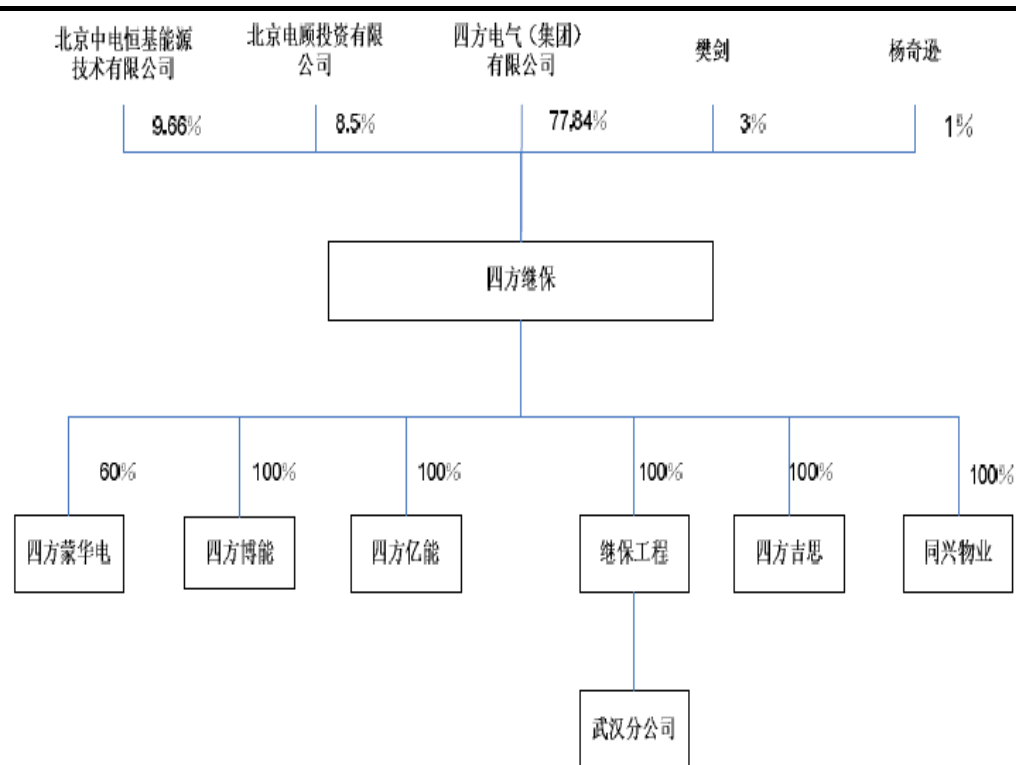
公司是国内领先的继电保护装置、电网自动化和发电厂自动化产品供应商。公司自成立以来生产了数十万套数字式保护和安全稳定控制装置、万余套变电站自动化系统在国内外成功运行。公司是电力行业二次成套设备的制造商和完整解决方案的提供商。

公司是将四方继保有限公司2003年净资产按1:1的比例折成24518万股份，整体变更为股份有限公司。公司控股股东为四方电气，持有24,810万股，占发行前总股份的77.84%。杨奇逊先生和王绪昭先生是公司的实际控制人，合计持有控股股东四方电气46.62%的股份，杨奇逊先生还直接持有公司1%的股份。

1.2 股本结构

本次公司拟发行8200万股A股，发行价格为23元/股，其中网下向配售对象配售数量为1640万股，占本次发行总量的20%；网上以资金申购方式发行数量为6540万股，占本次发行总量的80%。本次发行后，公司总股本增至40073.4万股，其中新发股票占发行后总股本的25%，四方电气持股数量占发行后总股本的61.91%。

图表 1 本次发行前股权结构及控制关系



资料来源：招股说明书

图表 2 发行前后股本结构对比

股东名称	发行前		发行后	
	股份数量 (股)	比例	股份数量 (股)	比例
四方电气	248,102,546	77.84%	248,102,546	61.91%
北京中电恒基能源技术有限公司	30,789,704	9.66%	24,639,704	6.15%
北京电顾投资有限公司	27,092,390	8.50%	27,092,390	6.76%
樊剑	9,562,020	3.00%	9,562,020	2.39%
杨奇逊	3,187,340	1.00%	3,187,340	0.80%
全国社会保障基金理事会	—	—	6,150,000	1.53%
社会公众投资者	—	—	82,000,000	20.46%
合计	318,734,000	100%	400,734,000	100%

资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

1.3 竞争优势明显的电力二次设备供应商

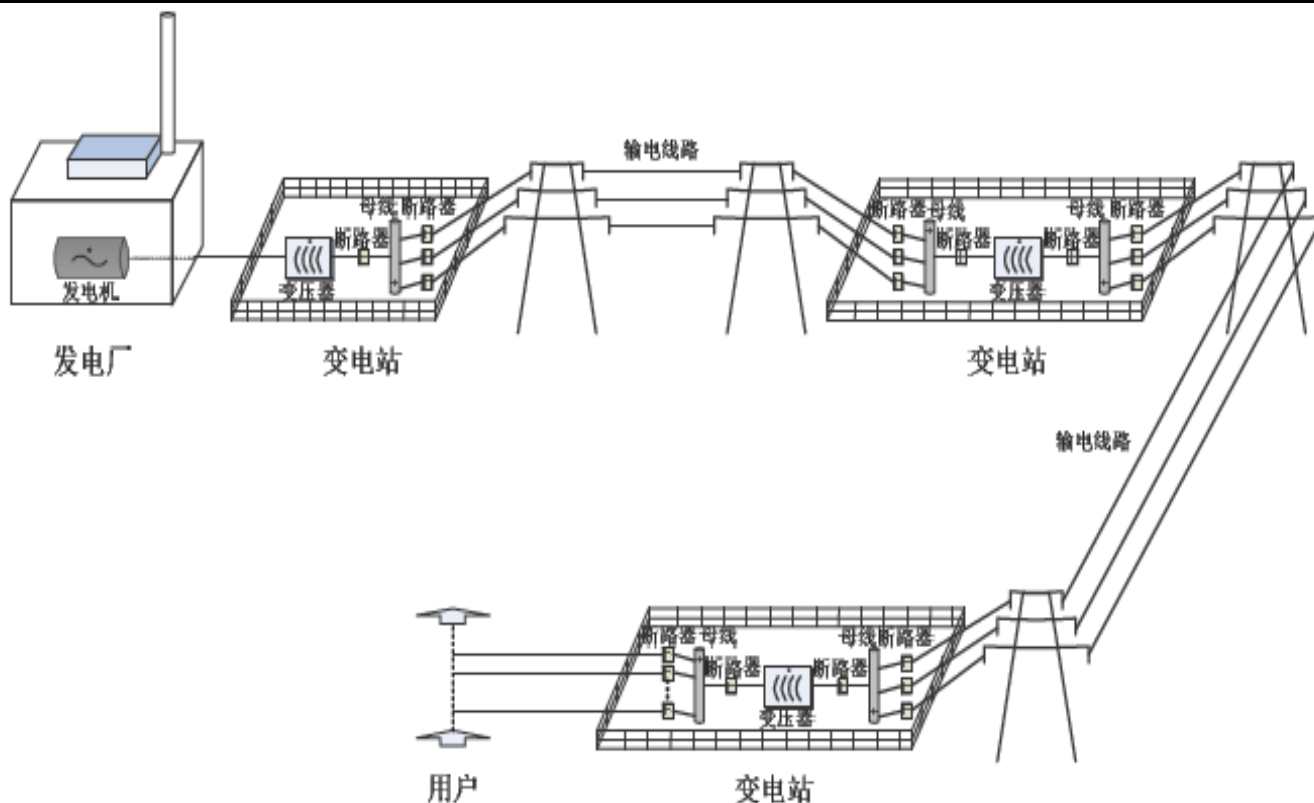
公司主要从事继电保护、电网自动化及发电厂自动化产品的研发、生产、销售和技术服务，产品应用于电力、石化、铁路（含城市轨道交通）、煤炭、冶金等行业。

图表 3 公司主要产品

主要产品系列	产品名称
继电保护及变电站自动化系统	继电保护及自动装置 变电站自动化系统
电力系统安全稳定监测控制系统	动态安全监控系统 安全稳定控制系统
电网继电保护及故障信息系统	电网继电保护及故障信息系统
发电厂自动化系统	发电厂电气自动化系统 发电机组励磁控制系统 发电机组扭振保护控制装置
其他	电网调度自动化系统等

资料来源：招股说明书

图表 4 公司产品在电力行业的应用示意图



资料来源：招股说明书

一体化的高端产品需要一流的软件开发能力支撑，公司软件开发势力较强，获得多个权威部门的认可或者被授予资质。

图表 5 公司软件技术能力获得认可情况一览表

序号	认可项目或者授予资质情况
1	1999年至今，北京市科学技术委员会认定的软件企业
2	2002-2006、2008、2009年国家发改委、工业与信息化部、商务部、国家税务总局联合认定的国家规划布局内的重点软件企业
3	2010年7月，获国家工业和信息化部颁发的计算机信息系统集成企业壹级资质证书
4	国家火炬计划软件产业基地骨干企业和中国软件业收入前百家企业

资料来源：招股说明书

国内电力二次设备主要供应商，竞争优势明显。在我国第一条750kV输电线路——西北750kV示范工程中，公司是其保护设备的三家供应商之一和变电站自动化系统仅有的两家供应商之一。在国内首个特高压工程：1,000kV晋东南——南阳——荆门特高压交流试验示范工程中，公司是其线路保护装置的两家供应商之一、过电压及远方跳闸保护装置的两家供应商之一、变电站自动化系统的三家供应商之一、功角测量装置的唯一供应商、稳态过电压控制装置的两家供应商之一及继电保护及故障信息管理子站的唯一供应商。



2. 行业概况—电力二次设备行业迎来大发展机遇

2.1 未来 10 年二次设备市场容量超过 500 亿元

市场需求及变动主要来自：电源、电网基建及改造；行业应用的拓展和国外市场的开拓。

电网建设带来的电网二次设备投资额将超过300亿元。我国电力工业长期以来“重发电轻供电”的现象比较严重，使得电网建设的投入严重不足，电网发展严重滞后于电源发展。特别是近年来随着电源建设和投产速度的加快，电网发展落后于电源发展的状况更加突出。据统计，2009年电网二次设备投资额超过300亿元，中高端继电保护及变电站自动化系统的市场容量约在80亿元左右。展望未来10-20年，我国电网投资将会保持快速增长。国家对电网建设投入的不断加大，将为电力系统二次设备制造商提供难得的发展机遇。

未来10年电源基建带来的二次设备投资额在160亿元左右。根据国家电网公司“能源基地建设及电力中长期发展规划深化研究”的报告预测，“十二五”期间，发电装机总容量预计将达到11.2亿千瓦，“十三五”期间，发电装机总容量预计将达到13.3亿千瓦。根据此预测，未来10年平均每年电厂二次设备投资额将达到160亿元左右，其中发电厂自动化系统的市场容量约为50亿元。

铁路建设和轨道交通等行业投资的增长带来二次设备容量在50亿元以上。根据《中长期铁路网规划》，到2020年中国铁路营业里程将达到12万公里，其中电气化铁路比例将达到60%。据此预测，每年由铁路建设带来的电力二次设备投资额有50亿元左右。据不完全统计，到2020年城市轨道交通总规划里程约为5,000公里，总投资额将超过8,000亿元，据此预测，每年由轨道交通带来的电力二次设备投资额约2.7亿元左右。同时，石化、煤炭和冶金等行业的发展也将为电力二次设备的生产厂商带来新的市场空间。

国外市场需求也许会成为新增长点。随着政府重视国际能源合作和周边发展中国家已逐步进入电力大发展的时期，加上国内厂商技术水平的提高和产品的价格优势，会带来电力二次设备出口的增长。

2.2 继电保护、电网自动化领域：内资企业成主角

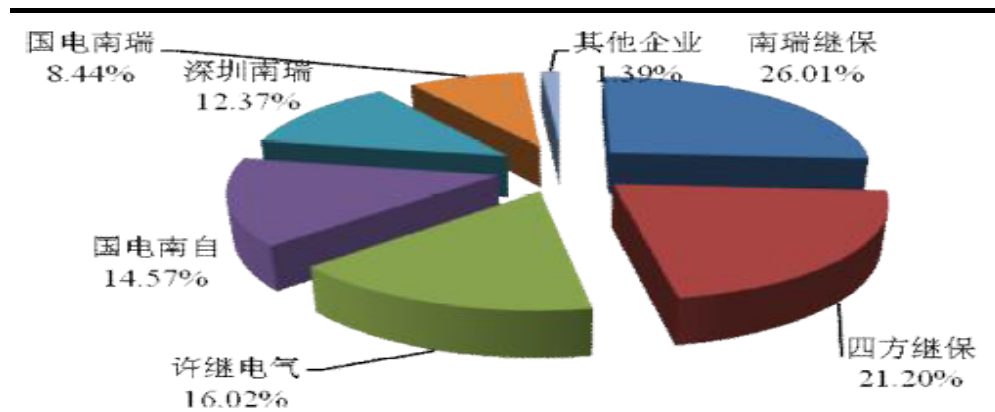
我国从上个世纪90年代开始对电力设备及其自动化行业采取“国产化”策略，以缓解国内重要电力设备及其自动化系统主要依赖进口的局面。目前，在继电保护、电网自动化系统领域，具备自主知识产权的国内企业已成为行业主力军，并占据着大部分的市场份额；在发电厂自动化领域，国外厂商在机组容量600MW及以上等级的过程自动化和励磁控制系统市场占有较大份额，其他市场大部分被国内企业占有。

图表 6 公司主要产品的国内外竞争对手情况

产品系列	产品名称	国内竞争对手情况	国际竞争对手
继电保护及变电站自动化系统	继电保护及自动装置	高端市场份额基本上被四方股份、南瑞继保、国电南自、许继电气等国内厂商所占据，2007年国内厂商市场占有率88.51%	ABB、Siemens、GE
	变电站自动化系统	高端市场份额基本上被四方股份、南瑞继保、国电南自、国电南瑞等国内厂商所占据，并形成了基本稳定的竞争格局；220kV及以下：国产主导；330kV及以上电压等级也大量使用了国产产品	ABB、Siemens
电力系统安全稳定监测控制系统	动态安全监控系统和安全稳定控制系统	技术门槛高，仅有四方股份、国电南瑞等同时具备这两类产品的研发能力	无
电网继电保护及故障信息系统	电网继电保护及故障信息系统	只有少数几家公司能同时提供主站产品和子站产品，四方股份是其中之一	很少
发电厂自动化系统	发电厂电气自动化系统	主要的厂商有金智科技、国电南自、四方股份等，其中金智科技和四方股份占有较大市场份额	国内厂商具有较强的竞争优势
	发电机组励磁控制系统	主要厂商南瑞电控、广州擎天和四方股份等	ABB、GE；600MW及以上机组占比大
	发电机组扭振保护控制装置	技术壁垒较高，国内仅四方股份能生，自2007年推出发电机扭振保护产品后，四方股份的产品占领了国内几乎全部的新增市场份额	GE

数据来源：招股说明书 天相投顾整理

国网二次设备招标中，内资企业成主角。据统计，国家电网公司2009年二次设备总招标56,243.79万元，其中，监控类设备共招标15,979.85万元，保护类设备共招标40,263.94万元。

图表 7 2009 年国网二次设备总招标中各企业中标份额


数据来源：招股说明书 上海鹰捷投资咨询《中国电力行业月度分析报告》

图表 8 发电厂自动化领域主要厂商情况

产品	国内市场主要厂商	备注
发电厂自动化系统	金智科技、四方股份	二者占据前两位市场份额
发电机组励磁系统	南瑞电控、广州擎天、四方股份	三者为 300MW 及以下市场寡头、600MW 及以上份额由 ABB、GE 占领
发电机组扭振保护系统	四方股份独占	2007 年，四方股份推出产品以来，一直为处于市场独占地位

数据来源：招股说明书 天相投顾整理

2.3 季节性特征—上半年销售占比在 30-40%

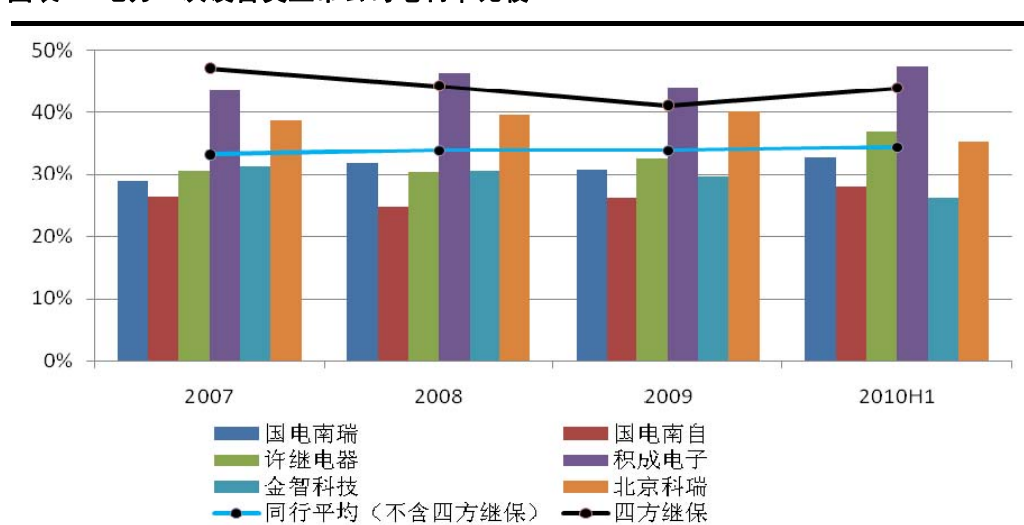
电力用户设备采购遵守严格的预算管理制度，其审批一般集中在当年年末和来年的上半年，招标一般安排在年中，因此销售订单在年中开始明显增加。设备交货、安装、调试和验收则主要集中在下半年尤其是第四季度，一般每年1-6月实现的销售仅占全年收入的30%-40%左右，具有较强的季节性。

3. 毛利率远高于同行公司，业务单一趋势有所改变

3.1 综合毛利率高于同行平均 8%-10%

公司综合毛利率趋降，同行其它毛利率基本保持在 34%左右，公司毛利率高于同行其它公司平均毛利率 8%-10%左右，高于同行绝大多数公司（仅积成电子毛利率水平可与公司相媲美）。公司毛利率高的主要原因有：1. 产品差异，公司生产的产品多用于高压领域、或者公司生产产品的功能更全。2 公司注意成本控制：强化原材料采购管理，合理分布生产基地和库存网点。

图表 9 电力二次设备类上市公司毛利率比较



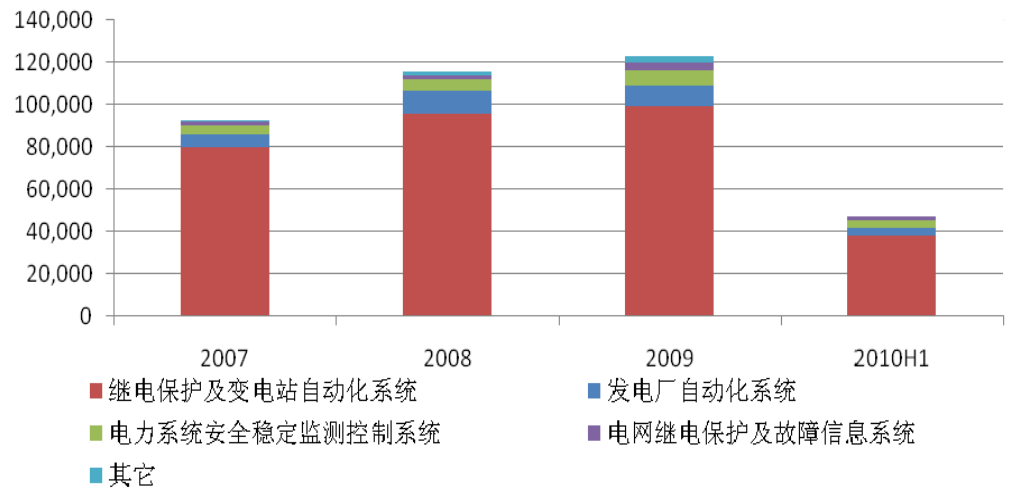
资料来源：招股说明书 天相投顾整理



3.2 继电保护及变电站自动化系统收入占比由 86%降至 81%

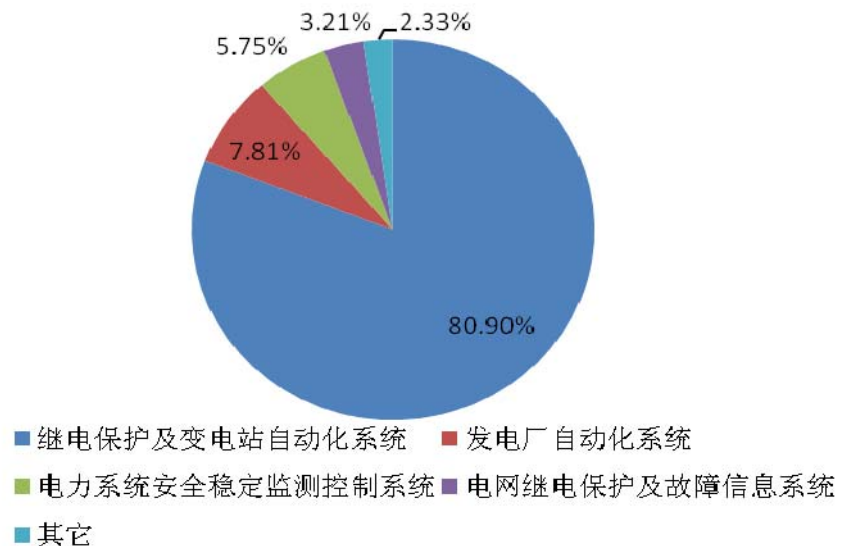
公司主营业务为：继电保护及变电站自动化系统、发电厂自动化系统、电力系统安全稳定检测控制系统和电网继电保护及故障信息系统；其中继电保护及变电站自动化系统收入占比由 2007 年的 86%逐年降低至 2009 年的 80.90%，2010 年上半年此项业务占比为 81.39%。

图表 10 历年各项业务收入占比情况



资料来源：招股说明书 天相投顾整理

图表 11 2009 年各项业务占比情况



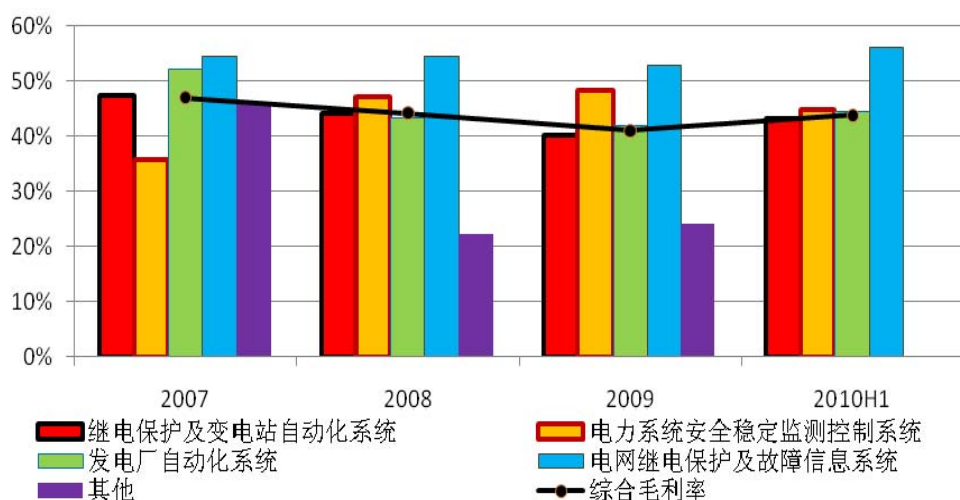
资料来源：招股说明书 天相投顾整理

3.3 主要产品毛利率略降，垄断产品毛利率更高且稳中有升

公司综合毛利率有趋降的趋势，反映了二次设备市场竞争的加剧；而电力系统安全稳定检测控制系统和电网继电保护及故障信息系统的毛利率却上升或保持平

稳，原因在于电力系统安全稳定检测控制系统竞争仅有国电南瑞一家竞争对手，而电网继电保护及故障信息系统公司处于市场独占地位，仅公司一家能够生产，这两块市场类似垄断市场，利润高于公司生产的竞争激烈的其他产品。

图表 12 公司各项产品毛利率情况



资料来源：招股说明书 天相投顾整理

3.4 主要产品产能利用率在 9 成以上

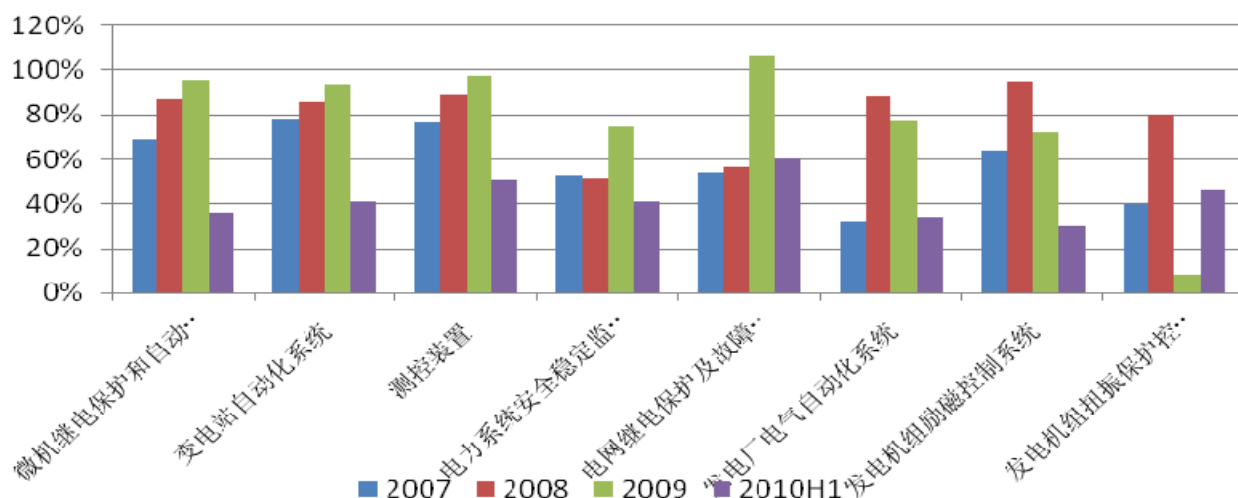
图表 13 主要产品的产能与产量情况

产品	设计年产能	最近三年及一期产量			
		2010H1	2009	2008	2007
微机继电保护和自动装置	48,000 台	17,300 台	45,922 台	41,916 台	33,257 台
变电站自动化系统 (及测控装置)	700 (套) / 12,000 台	286 套 / 6,102 台	657 (套) / 11,720 台	600 (套) / 10,698 台	542 (套) / 9,202 台
电力系统安全稳定监测控制系统	2,000 台	826 台	1,497 台	1,029 台	1,059 台
电网继电保护及故障信息系统	200 套	121 套	213 套	113 套	108 套
发电厂电气自动化系统	35 套	12 套	27 套	31 套	11 套
发电机组励磁控制系统	100 套	30 套	72 套	95 套	64 套
发电机组扭振保护控制装置	50 台	23 台	4 台	40 台	20 台

资料来源：招股说明书 天相投顾整理

占公司总收入 8 成的继电保护及变电站自动化系统及测控装置，2009 年产能利用率均接近 100%；发电厂自动化系统和发电机组励磁控制系统产能利用率在 80%左右；电力系统安全稳定检测控制系统利用率 2009 年接近 80%；电网继电保护和故障信息系统 2009 年产能利用率超过 100%。

图表 14 主要产品的产能利用率情况



资料来源：招股说明书 天相投顾整理

4. 募集资金项目分析—预计新增营收近 6 亿，利润 7 千万

公司本次 IPO 募集资金拟投入两大类项目：产品类项目和平台类项目。其中产品类项目提前布局国家重点投资的智能电网和轨道交通，突出公司的技术优势，解决产能瓶颈。平台类项目旨在提升公司的营销和研发能力。募投项目达产后预计每年新增营业收入 59580 万元，净利润 7122 万元。

图表 15 募集资金投资项目

项目名称	预计投资额	第一年	第二年	第三年
产品类项目				
新型电力系统成套继电保护设备项目	7700	5675	1525	500
CSC-2000 (V3) 变电站自动化系统项目	9600	7400	1800	400
电力系统动态监控系统升级项目	6307	4612	1170	525
新一代电网继电保护及故障信息系统项目	4039	2979	810	250
轨道交通自动化项目	4200	1912	1727	560
配网自动化系统项目	6300	3825	2025	450
平台类项目				
通用电力系统自动化软件平台项目	4569	2969	1600	
全国营销平台及客户服务体系建设项目	5713	4530	1183	
生产基地扩建项目	6174	3006	3168	
总计	54602	36908	15008	2685

资料来源：招股说明书

图表 16 募集项目主要经济指标（单位：万元）

项目名称	达产后产能	2010 产能	销售收入	净利润
产品类项目				
新型电力系统成套继电保护设备项目	3600 台	2000 台	6400	1342
CSC-2000（V3）变电站自动化系统项目	20000 台	12000 台	21800	1897
电力系统动态监控系统升级项目	3600 台	2000 台	10800	1328
新一代电网继电保护及故障信息系统项目	80000 台	48000 台	5180	723
轨道交通自动化项目	300 套	-	7700	717
配网自动化系统项目	12000 台	-	7700	1115
总计	-	-	59580	7122

资料来源：招股说明书 天相投顾整理

5. 竞争优势—技术优势加市场优势确保公司未来前景

5.1 技术优势

公司创始人杨奇逊院士是我国电力系统微机继电保护领域的开创者。公司继电保护、电网自动化及发电厂自动化领域拥有国内乃至国际领先的技术和研究成果，主要产品多次获得国家级奖项。公司先后承担国家级火炬计划项目 4 项，参与 80 余项国际标准、国家标准和行业标准的起草和修订工作。截止 2010 年 6 月 30 日，公司拥有专利 83 项。

图表 17 公司获奖情况

项目名称	获奖情况	时间	颁发单位
1 CSL101 系列数字式线路保护装置	北京市科学技术进步二等奖	2000	北京市政府
2 CST100B 系列数字式变压器保护装置	北京市科学技术奖三等奖	2002	北京市政府
3 CSC-2000 分布式变电站自动化系统	中国电力科学技术奖二等奖	2001	国家电力公司
4 CSC-2000 分布式变电站自动化系统	北京市科学技术进步奖二等奖	2001	北京市政府
5 CSC-2000 分布式变电站自动化系统	国家科学技术进步奖二等奖	2002	国务院
6 CSL103 数字式线路纵联电流差动保护装置	北京市科学技术奖三等奖	2003	北京市政府
7 CSI-200E 数字式综合测量控制装置	北京市科学技术奖二等奖	2004	北京市政府
8 华北电网电力系统实时动态监测系统	中国电力科学技术奖三等奖	2005	中国电机工程学会、中国电力科学技术奖励工作办公室
9 CSC-2000 变电站自动化系统创新与应用	中国电力科学技术奖二等奖	2006	中国电机工程学会、中国电力科学技术奖励工作办公室
10 CSC 数字式电网继电保护成套设备的研究	北京市科学技术奖二等奖	2006	北京市政府
11 变电站自动化系统测控单元通信管理装置	北京市发明专利奖三等奖	2008	北京市政府
12 华北电网厂、站端调度自动化设备入网检测平台的研究与建设	中国电力科学技术奖三等奖	2007	中国电机工程学会、中国电力科学技术奖励工作办公室
13 基于广域信息的多回直流自适应协	中国电力科学技术奖一等奖	2008	中国电机工程学会、中国电力

	调控控制技术与实施		科学技术奖励工作办公室
14	浙江电网省地调一体化智能继电保护信息系统	浙江省电力公司科学技术进步二等奖	2010 浙江省电力公司
15	-	中关村国家自主创新示范区首批十百千工程重点培育企业	2010 中关村国家自主创新示范区领导小组

资料来源：招股说明书 天相投顾整理

图表 18 公司产品技术水平

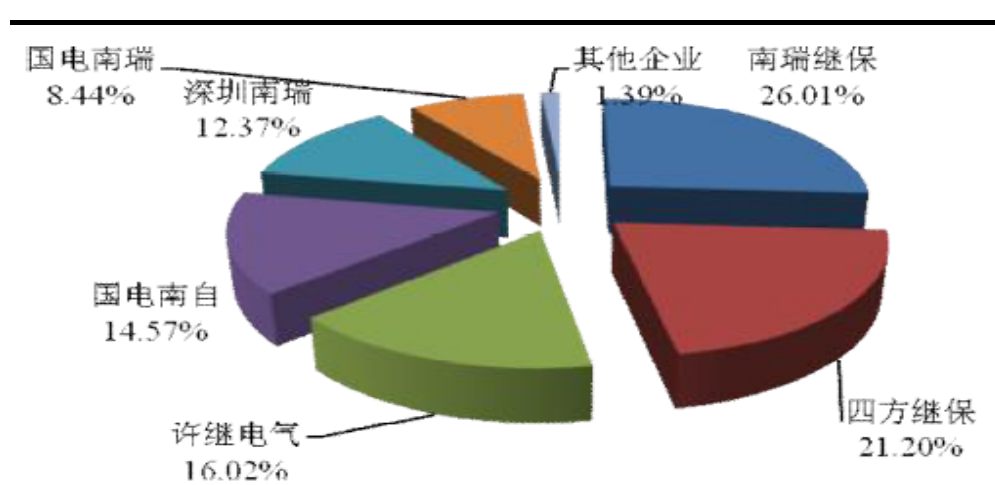
时间	产品荣誉
1994	国内首次在继电保护与自动化领域应用现场总线技术
1994	国内首次推出分层分布式变电站（综合）自动化系统
1997	国内投入运行的第一个 220kV 分层分布式综合自动化变电站
2000	国内第一个实现二次设备全分散至开关场的 220kV 变电站采用公司自动化系统
2003	公司建成国内第一个根据《电力系统实时动态监测系统技术》构建的广域测量系统
2004	国际首创采用总线不出芯片 DSP 和 MCU 合一的 32 位单片机硬件保护、全面自检系统
2005	国内成功投入第一个 750kV 变电站采用公司的高频距离保护和自动化系统
2006	国内首套基于 IEC61850 标准的变电站自动化系统
2007	为国内第一个 1000kV 特高压输电示范工程提供控制装置
2007	国内第一个投运采用现场总线控制实现 600MW 自动化并于 DCS 实现协同控制
2007	国内首次解决串补输电和直流输电导致的次同步震荡发电机组轴系扭振问题
2008	国内第一套实际运行的广域阻尼系统，达到国内先进水平

资料来源：招股说明书 天相投顾整理

5.2 市场优势

公司主营业务是继电保护、变电站自动化和发电厂自动化。整个市场处于寡头竞争态势，除了四方股份外还包括南瑞继保、国电南自、许继电气、国电南瑞和深圳南瑞等少数厂家参与竞争。公司份额处于领先优势。2009年监控类设备招标，公司以21.20%的份额居第二位。公司上市成功后，解决困扰多年的资金瓶颈，依托先进的技术，未来市场占有率有望进一步提高。

图表 19 2009 年国网二次设备总招标中各企业中标份额



数据来源：招股说明书 上海鹰捷投资咨询《中国电力行业月度分析报告》

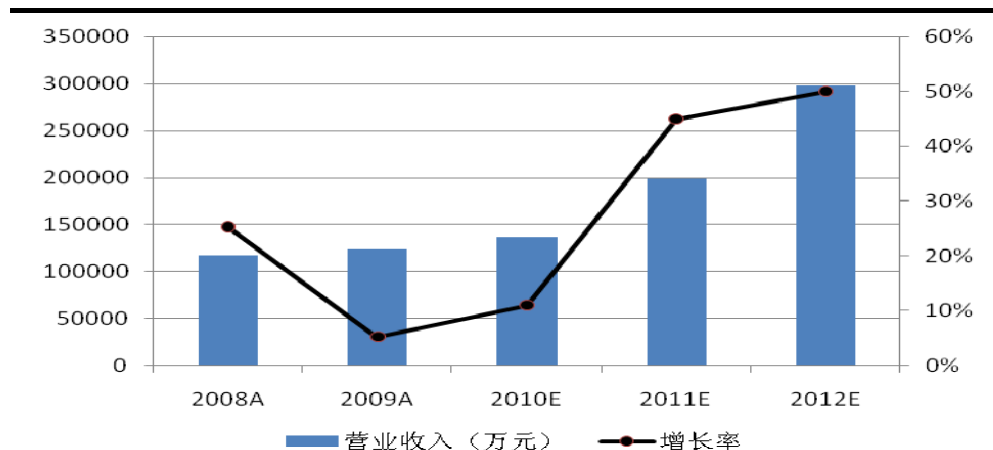
6. 盈利预测与估值分析——合理价值区间 21.93-23.46 元

6.1 盈利预测

我们预计公司2010-2012年实现归属母公司净利润分别为1.53亿元、2.03亿元和2.86亿元，同比增长20.39%、33.12%和40.51%；全面摊薄后2010—2012年每股收益分别为0.38元、0.51元和0.71元。

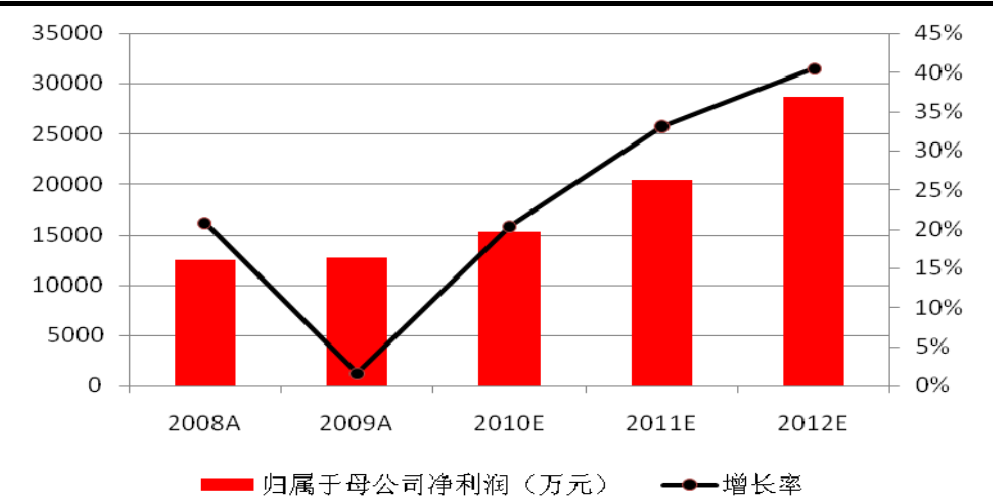
目前整个电气设备板块一年内滚动 PE 为 46.7 倍，相关二次设备厂商一年滚动 PE 为 57 倍，考虑到公司在二次设备的领先地位，和整个二次设备企业未来受益于智能电网建设的全面拉开，我们给予公司 2011 年动态市盈率 43-46 倍，对应合理价格区间为 21.93—23.46 元。

图表 20 营业收入逐年猛增



资料来源：招股说明书天相投顾整理

图表 21 净利润增速连年创新高



资料来源：招股说明书 天相投顾整理

图表 22 四方股份盈利预测（单位：万元）

单位：万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	117,401	123,512	137,098	198,792	298,188
增长率	25.3%	5.2%	11.0%	45.0%	50.0%
营业成本	64,925	72,720	75,541	109,137	163,109
毛利率	44.7%	41.1%	44.9%	45.1%	45.3%
营业税金及附加	1,327	1,128	1,234	1,789	2,684
销售费用	18,487	18,947	21,661	31,608	48,008
管理费用	18,422	17,855	21,661	32,006	48,605
财务费用	3,448	2,294	2,742	3,976	5,964
期间费用率	34.4%	31.7%	33.6%	34.0%	34.4%
资产减值损失	882	942	812	913	978
投资净收益	-15	0	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
营业利润	9,896	9,625	13,446	19,364	28,841
营业利润率	8.4%	7.8%	9.8%	9.7%	9.7%
营业外收入	5,703	5,784	4,987	5,132	5,536
营业外支出	173	117	185	213	265
利润总额	15,427	15,293	18,239	24,278	34,101
所得税	2,754	2,502	2,736	3,642	5,115
实际负税比率	17.9%	16.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	12,673	12,790	15,503	20,636	28,986
归属于母公司所有者的净利润	12,507	12,712	15,302	20,368	28,609
增长率	20.8%	1.6%	20.4%	33.1%	40.5%
净利润率	10.7%	10.3%	11.2%	10.2%	9.6%
少数股东损益	166	78	202	268	377
全面摊薄每股收益(元)	0.31	0.32	0.38	0.51	0.71

资料来源：招股说明书 天相投顾整理

6.2 估值—合理价位 21.93-23.46 元

我们预计公司 2010-2012 年实现归属母公司净利润分别为 1.53 亿元、2.03 亿元和 2.86 亿元，同比增长 20.39%、33.12%和 40.51%；全面摊薄后 2010—2012 年每股收益分别为 0.38 元、0.51 元和 0.71 元。

目前整个电气设备板块一年内滚动 PE 为 48.7 倍，2010 年动态 PE 为 42.3 倍，2011 年动态 PE 为 32.9 倍。考虑到公司在二次设备的领先地位，和整个二次设备企业未来受益于智能电网建设的全面拉开，我们给予公司 2011 年动态市盈率 43-46 倍，对应合理价格区间为 21.93—23.46 元。

7. 风险揭示—税收优惠政策风险与行业集中风险

税收优惠政策风险：（1）**增值税退税政策风险：**根据《关于鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》（国发[2000]18号，以下简称“18号文”）及《财政部、国家税务总局、海关总署关于鼓励软件产业和集成电路产业发展有关税收政策问题的通知》（财税[2000]25号文，以下简称“25号文”）的有关规定，公司销售自行开



发的软件产品享受增值税退税政策。最近三年，公司增值税退税收入占利润总额的平均比例为34.70%，占净利润的平均比例为39.89%。如果国家取消增值税退税政策，公司将不能享受这一优惠政策。**(2) 所得税优惠政策风险：**2007年公司作为高新技术企业，按15%的税率缴纳企业所得税。2008年和2009年公司均被认定为“国家规划布局重点软件企业”，按10%的税率缴纳企业所得税。若未来公司不能满足国务院《关于鼓励软件产业和集成电路产业发展有关税收政策问题的通知》的相关标准，将不能继续享受这一优惠税率。

行业集中风险：公司产品在电力行业的营业收入占营业收入的比例超过90%，公司生产经营存在高度依赖国内电力行业的风险。如果电力体制改革的取向和电力工业发展的政策出现重大调整，将可能导致电力行业发展速度放缓，可能对公司业绩产生不利影响。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号: ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址: 北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话: 010-66045566 传真: 010-66573918 邮编: 100140
北京新盛	地址: 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话: 010-66045566; 66045577 传真: 010-66045500 邮编: 100140
北京德胜园	地址: 北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话: 010-66045566 传真: 010-66045700 邮编: 100088
上海天相	地址: 上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话: 021-58824282 传真: 021-58824283 邮编: 200120
深圳天相	地址: 深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话: 0755-83234800 传真: 0755-83234800 邮编: 518040