

## 四方股份 (601126.SH)

### 业绩符合预期，新能源业务快速成长

2022年公司实现营业收入、归上净利润、扣非归上净利润分别为50.8、5.4、5.3亿元，同比增长18.2%、20.2%、29.3%。2023年一季度对应实现营业收入、归上净利润、扣非归上净利润11.8、1.4、1.5亿元，同比增长10.1%、10.1%、13.7%。公司业绩平稳扩张，符合预期，维持强烈推荐评级。

- **业绩稳健增长，符合预期。**2022年公司经营规模扩张，新业务贡献加大，实现收入50.8亿元，同比增长18.2%，毛利率略有下降，主要由于新能源业务的结构占比提升。公司经营规模扩张摊薄费用开支，总体费用率下降超过4pcts，净利率基本持平。2023年一季度增速放缓，主要系订单交付节奏调整，截止一季度末公司负债率50.5%，在手现金、交易性金融资产合计达22亿。
- **新能源收入规模、新签订单持续快速增长。**报告期公司扩大在风电、海上风电领域的优势，中标三峡等多个风场项目，分布式光伏领域中标山东高速等项目，不断开拓新的市场空间，此外在微网控制等场景也有进展，全年新能源业务实现收入13.6亿，同比大幅增加81%，营收占比提升至26.7%，毛利率下降主要系产品结构的变化，公司逐步由设备向系统集成方向扩充。2022年公司新能源业务合同额达到16.4亿，同比增加44%，有望实现持续高增长。
- **完善储能布局，逐步开始收获。**公司是国内最早展开储能研究应用的企业，过去十几年累计实施百余个储能项目。2022年公司单独设立分布式能源及储能事业部，继续发挥在电力电子、系统控制上的优势，在多层次控制、能源管理、高压级联变流器等方向加大投入。公司在储能系统控制方面形成差异化，并与发电、电网企业形成稳定的合作关系，未来储能将是公司重要的成长新方向。
- **电网优势业务维持稳健。**公司传统优势的输变电业务实现营收21亿，同比增长8.5%，毛利率基本持平，在国网、南网中标份额维持领先。发电业务增长34.6%，主要系新能源发电侧相关业务贡献。配用电业务营收持平，毛利率下降至14.2%，主要系开关等低毛利产品合同额增加所致。
- **投资建议：**预测2023、2024年公司实现归上净利润6.7、8.0亿，维持强烈推荐评级。
- **风险提示：**政策调整风险，新业务扩张不及预期，原材料价格波动。

#### 财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4298	5078	6268	7729	9486
同比增长	11%	18%	23%	23%	23%
营业利润(百万元)	509	637	766	924	1098
同比增长	33%	25%	20%	21%	19%
归母净利润(百万元)	452	543	668	802	950
同比增长	31%	20%	23%	20%	18%
每股收益(元)	0.56	0.67	0.82	0.99	1.17
PE	25.3	21.1	17.1	14.3	12.1
PB	3.0	2.8	2.9	2.6	2.3

资料来源：公司数据、招商证券

## 强烈推荐 (维持)

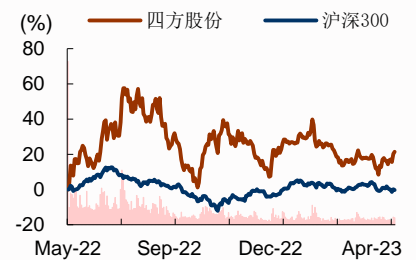
中游制造/电力设备及新能源  
目标估值：16.00 - 17.00元  
当前股价：14.08元

#### 基础数据

总股本(万股)	81317
已上市流通股(万)	81317
总市值(亿元)	114
流通市值(亿元)	114
每股净资产(MRQ)	5.2
ROE(TTM)	13.3
资产负债率	50.5%
主要股东	四方电气(集团)股份有限公司
主要股东持股比例	43.1%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	-6	25
相对表现	6	-10	24



资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《四方股份(601126)一业绩符合预期，新能源业务持续高增长》2022-09-05
- 《四方股份(601126)一Q1业绩超预期，新能源业务快速增长》2022-04-30
- 《四方股份(601126)一业绩较快增长，进一步拓展新能源市场》2022-04-02

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

张伟鑫 S1090521070003

zhangweixin@cmschina.com.cn

表 1: 业绩摘要

(人民币, 百万)	2021 年	2022 年	2022Q1	2023Q1	同比变化(%)
营业收入	4298.22	5078.49	1069.32	1177.40	10.11
营业成本	2749.71	3445.56	685.45	739.90	7.94
毛利润	1548.51	1632.93	383.87	437.49	13.97
销售税金	35.60	48.55	12.00	15.11	25.91
毛利润 (扣除销售税金)	1512.91	1584.38	371.87	422.38	13.58
销售费用	433.32	424.66	89.65	105.32	17.48
管理费用	211.94	222.36	53.55	57.09	6.60
研发费用	446.72	425.25	100.42	110.63	10.17
经营利润	420.93	512.10	128.25	149.35	16.45
资产和信用减值损失	-47.19	-23.43	0.12	-12.58	-10833.73
财务费用	-38.29	-53.64	-11.12	-12.22	9.82
投资收益	2.37	-0.95	-2.84	-0.10	-96.40
资产处置收益	0.73	0.14	0.03	0.00	-98.39
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	-
其他收益	93.83	95.24	25.50	25.69	0.73
营业外收入	25.90	20.22	3.79	2.43	-35.89
营业外支出	1.31	2.89	0.34	6.26	1739.38
利润总额	533.56	654.07	165.63	170.74	3.09
所得税	81.14	110.37	36.82	28.32	-23.10
税后净利润	452.43	543.70	128.81	142.43	10.57
少数股东损益	0.54	0.48	-0.08	0.48	-696.71
归母净利润	451.89	543.21	128.89	141.95	10.13
非经常性损益	42.51	13.91	1.23	-3.14	-355.97
扣非归母净利润	409.38	529.30	127.66	145.09	13.65
主要比率					百分点变化
毛利率	36.03	32.15	35.90	37.16	1.26
销售费用率	10.08	8.36	8.38	8.94	0.56
管理费用率	4.93	4.38	5.01	4.85	-0.16
研发费用率	10.39	8.37	9.39	9.40	0.01
财务费用率	-0.89	-1.06	-1.04	-1.04	0.00
经营利润率	9.79	10.08	11.99	12.68	0.69
所得税率	15.27	16.85	21.86	16.57	-5.28
净利率	10.53	10.71	12.05	12.10	0.05
扣非净利率	9.52	10.42	11.94	12.32	0.38

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 负债情况

负债情况	2021	2022	2022Q1	2023Q1	百分点变化
负债率%	47.44	52.10	45.67	50.50	4.83
短期借款 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	-
一年内到期的非流动负债 (百万元)	5.57	5.91	5.65	6.00	6.09
长期借款 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	-
应付债券 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	-
长期应付款 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	-
在手现金 (百万元)	2,013.93	2,322.63	1,963.90	2,024.64	3.09

资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 现金流情况

公司经营情况	2021	2022	2022Q1	2023Q1	百分点变化
--------	------	------	--------	--------	-------

敬请阅读末页的重要说明

公司经营情况	2021	2022	2022Q1	2023Q1	百分点变化
赊销比	25.03	26.38	103.50	99.82	-3.68
存货营收比	36.27	37.82	153.26	164.64	11.38
销售商品、劳务获现金(百万元)	5248.04	5436.03	1070.33	1196.95	126.62
销售商品、劳务获现金/营收	122.10	107.04	100.09	101.66	1.57
经营性现金流净额(百万元)	668.21	709.93	-53.59	-62.50	-8.91
经营现金流净额/税后净利润	147.87	130.69	-41.58	-44.03	-2.45

资料来源：公司公告、招商证券

表 4: 资产回报率情况

杜邦分析	2021	2022	2022Q1	2023Q1	百分点变化
归上净利率(%)	10.51	10.70	12.05	12.06	0.00
总资产周转率(%)	0.60	0.64	0.15	0.14	-0.01
权益乘数	1.77	2.00	1.87	2.06	0.18
ROE(%)	11.26	13.72	3.27	3.45	0.18
ROA(%)	6.36	6.87	1.75	1.68	-0.06
ROIC(%)	10.33	12.55	2.97	3.16	0.19

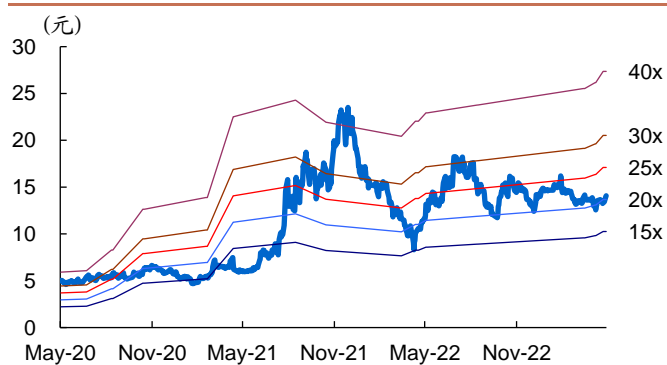
资料来源：公司公告、招商证券

表 5: 固定资产和在建工程情况

百万元	2021	2022	2022Q1	2023Q1	同比变化
固定资产	375.50	380.31	366.93	388.72	5.94
在建工程	7.97	28.05	12.48	27.43	119.68

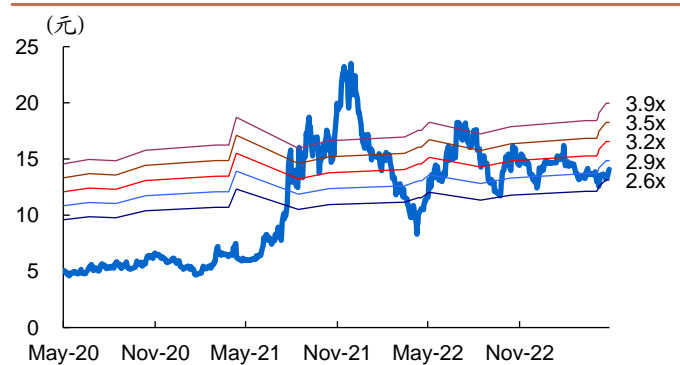
资料来源：公司公告、招商证券

图 1: 四方股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 四方股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6487	7537	8232	9870	11947
现金	2014	2323	3291	3848	4528
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	159	65	81	99	122
应收款项	917	1068	1311	1555	1909
其它应收款	41	46	57	70	86
存货	1559	1921	1591	1976	2449
其他	1797	2115	1903	2322	2852
<b>非流动资产</b>	884	914	948	977	1002
长期股权投资	23	51	51	51	51
固定资产	376	380	413	441	465
无形资产商誉	184	187	191	194	196
其他	302	295	294	291	289
<b>资产总计</b>	<b>7371</b>	<b>8452</b>	<b>9181</b>	<b>10847</b>	<b>12949</b>
<b>流动负债</b>	3468	4378	5265	6462	7934
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1808	2651	3234	4017	4979
预收账款	1069	1093	1333	1656	2052
其他	592	635	697	789	902
<b>长期负债</b>	29	25	25	25	25
长期借款	0	0	0	0	0
其他	29	25	25	25	25
<b>负债合计</b>	<b>3497</b>	<b>4404</b>	<b>5290</b>	<b>6487</b>	<b>7959</b>
股本	813	813	813	813	813
资本公积金	1361	1397	1397	1397	1397
留存收益	1697	1834	1677	2145	2774
少数股东权益	3	3	4	4	5
归属于母公司所有者	3871	4045	3887	4356	4984
<b>负债及权益合计</b>	<b>7371</b>	<b>8452</b>	<b>9181</b>	<b>10847</b>	<b>12949</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	668	710	1766	848	957
净利润	452	543	668	802	950
折旧摊销	100	89	76	80	84
财务费用	1	1	(44)	(47)	(50)
投资收益	(2)	1	(101)	(105)	(105)
营运资金变动	109	47	1163	110	67
其它	9	29	5	8	11
<b>投资活动现金流</b>	(49)	(104)	(10)	(5)	(5)
资本支出	(43)	(75)	(111)	(110)	(110)
其他投资	(7)	(29)	101	105	105
<b>筹资活动现金流</b>	(797)	(413)	(787)	(287)	(271)
借款变动	(102)	(90)	(6)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	59	36	0	0	0
股利分配	(797)	(407)	(825)	(334)	(321)
其他	43	47	44	47	50
<b>现金净增加额</b>	<b>(178)</b>	<b>193</b>	<b>969</b>	<b>556</b>	<b>681</b>

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	4298	5078	6268	7729	9486
营业成本	2750	3446	4204	5221	6472
营业税金及附加	36	49	44	54	66
营业费用	433	425	527	649	778
管理费用	212	222	276	332	398
研发费用	447	425	577	680	778
财务费用	(38)	(54)	(44)	(47)	(50)
资产减值损失	(47)	(23)	(20)	(20)	(50)
公允价值变动收	0	0	0	0	0
其他收益	94	95	95	95	95
投资收益	3	(1)	6	10	10
<b>营业利润</b>	509	637	766	924	1098
营业外收入	26	20	20	20	20
营业外支出	1	3	1	1	1
<b>利润总额</b>	534	654	785	943	1117
所得税	81	110	117	140	166
少数股东损益	1	0	1	1	1
<b>归属于母公司净利</b>	<b>452</b>	<b>543</b>	<b>668</b>	<b>802</b>	<b>950</b>

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	11%	18%	23%	23%	23%
营业利润	33%	25%	20%	21%	19%
归母净利润	31%	20%	23%	20%	18%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.0%	32.2%	32.9%	32.4%	31.8%
净利率	10.5%	10.7%	10.7%	10.4%	10.0%
ROE	11.7%	13.4%	17.2%	18.4%	19.1%
ROIC	10.3%	12.0%	15.8%	17.1%	17.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	47.4%	52.1%	57.6%	59.8%	61.5%
净负债比率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.9	1.7	1.6	1.5	1.5
速动比率	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	2.1	2.0	2.4	2.9	2.9
应收账款周转率	3.8	4.6	5.0	5.1	5.1
应付账款周转率	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.56	0.67	0.82	0.99	1.17
每股经营净现	0.82	0.87	2.17	1.04	1.18
每股净资产	4.76	4.97	4.78	5.36	6.13
每股股利	0.50	0.61	0.41	0.39	0.35
<b>估值比率</b>					
PE	25.3	21.1	17.1	14.3	12.1
PB	3.0	2.8	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	13.9	11.7	9.3	7.8	6.6

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**游家训：**浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

**刘巍：**德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷汽车、沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源车汽车产业链、工控自动化。

**赵旭：**中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、光伏产业。

**张伟鑫：**天津大学电气工程硕士，曾就职于国金证券，2021 年加入招商证券，覆盖新能源发电产业。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。