

2023年1月11日

证券分析师  
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

## 电网二次平台型龙头, 新能源+储能注入发展新动能

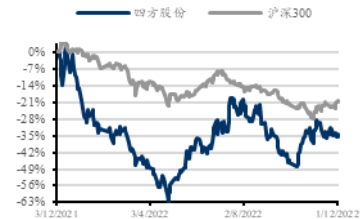
买入 (首次)

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,298	5,103	6,342	7,701
同比 (%)	11%	19%	24%	21%
归母净利润 (百万元)	452	538	677	822
同比 (%)	31%	19%	26%	22%
每股收益 (元/股)	0.56	0.66	0.83	1.01
P/E (倍)	27.84	23.36	18.59	15.30

### 投资要点

- **四方股份是电力继电保护龙头企业。**公司由我国电力继电保护专家杨奇逊院士创立,是电力二次相关设备的龙头民营企业。管理&研发团队学术背景深厚,已通过股权激励深度绑定,解决方案实力强劲。产品囊括继电保护、变电站监控等电力自动化软件,同时包含配电开关、SVG等硬件,可应用于电力系统“发-输-变-配-用”所有环节—业务结构契合新型电力系统建设需求。客户包含电网(国网&南网)、发电集团(华能等)、工业领域(中石油等)的头部企业。目前电网侧业务占主营50%+,格局稳固;发电侧成长性突出,同时储能技术积淀已久、蓄势待发,网外业务有望超越电网传统主业,实现“第二增长曲线”。
- **电网侧:“基本盘”业务整体持稳,抓住配网结构性机会。**电网投资“十四五”维持 CAGR ≈ 5% 的稳健增长,结构性方向倾向于主网特高压、配网智能化及抽水蓄能等解决新能源消纳的方向。1) 主网二次设备招投标稳健增长,且国电南瑞、四方股份等 CR6 超 90%、份额维稳;同时公司紧抓集控站等结构性机会。2) 配网由自动化向智能化升级,以应对分布式光伏对配网造成的冲击,一二次融合柱上开关等智能化设备渗透率提升。公司配网开关产品积淀深厚,目前南网份额提升、国网多省顺利拓展,有望贡献增量。3) 随 2023 年电网投资提速,主配网设备招标齐发力,电网侧有望实现同比+10~15%左右增长。
- **发电侧:新能源并网接入设备高β凸显,传统发电稳增。**新能源装机快速增长+强配储能,中长期消纳问题逐渐浮现,带来增量电力软硬件设备机遇,公司是为数不多的并网完整解决方案供应商,有望充分受益:
  - 1) **新能源:**由提供二次设备、SVG等产品向提供升压站成套解决方案转变,单场站价值量有望由 1000 万提升至 4000 万+;新能源并网设备景气度高于电网侧,市场空间超 100 亿元,我们预计公司新能源侧 2022-2024 年营收 CAGR 接近 40%。
  - 2) **储能:**2009 年起即有产品积累,且近期中标南网高压级联项目,凸显技术领先型。当前业务占比较小,静待商业模式改善。
  - 3) **传统电源:**新增火电建设加速+国产替代带来新机遇,我们预计营收 CAGR 从持平提速到 10-15%。
- **盈利预测与投资评级:**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 5.38/6.77/8.22 亿元,同比分别+19%/+26%/+22%,对应现价(12月2日)PE 分别 23 倍、19 倍、15 倍。考虑到公司发电侧贡献业绩弹性且具备较强竞争力,电网侧稳中有进,集控站、储能等新兴业务有望带来新的业绩增量,2023 年给予公司 27 倍 PE 作为估值依据,目标价 22.5 元/股,首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:**电网投资不及预期,新能源装机不及预期,竞争加剧。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	15.47
一年最低/最高价	8.83/27.01
市净率(倍)	3.20
流通 A 股市值(百万元)	12,579.77

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.83
资产负债率(% ,LF)	47.80
总股本(百万股)	813.17
流通 A 股(百万股)	813.17

### 相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持,尤其感谢曾朵红和谢哲栋的指导。

## 1. 电网侧：主网“稳”字当头，配网迎头直上

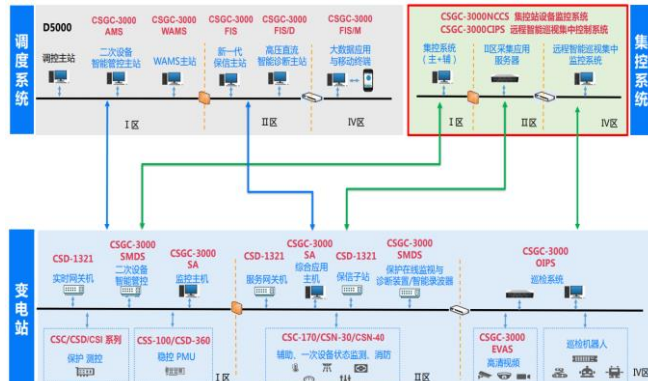
主网投资稳定，配套二次设备格局稳定，公司输变电业务基本跟随电网投资同步增长。下一阶段电网侧增长靠配网业务，公司拥有主子站、终端、开关全套解决方案。公司 2017 年对配网业务进行战略整合，成立配用电业务单元并加大投入。目前客户以南网为主、国网为辅。2021 年因南网失标而有所下滑，2022H1 配用电系统实现营收 2.32 亿，同比+17%，增速开始恢复，2022 年有望实现较快增长，后续随一二次融合环网柜、中置开关等新品成功拓展，业务有望快速放量。公司作为国内电力设备龙头企业之一，深耕电网二次领域，龙二地位稳固，特高压+电网智能化方向投资力度增加带动公司继电保护及监控系统实现稳健增长，同时公司在配网一二次系统解决方案形成新的优势产品序列，在南网和国网区域内不断实现业务的突破，我们预计公司 2022-2024 年电网侧营收 CAGR 有望实现 10-15% 的增长。

图1：国家电网投资额拆分（按一次设备&二次设备）

		国网“十四五”投资额测算						
		2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	平均	
国网总投资	投资额 (亿元)	4713	5012	5214	5509	5841	5258	
	YOY		6%	5%	5%	5%		
	YOY		3%	3%	3%	3%		
一次设备	投资额	4147	4272	4400	4532	4668	4392	
	占比	88%	85%	84%	82%	80%		
	YOY		3%	3%	3%	3%		
二次设备	总值	566	679	814	977	1173	840	
	占比	12%	14%	16%	18%	20%		
	YOY		20%	20%	20%	20%		
	主网	投资额 (最初占20%)	113	130	149	172	198	152
		YOY		15%	15%	15%	15%	
	配网	投资额 (最初占50%)	282	353	441	551	688	463
		YOY		25%	25%	25%	25%	
	数字化	投资额 (最初占30%)	169	203	243	292	350	203
		YOY		20%	20%	20%	20%	

数据来源：国家电网，东吴证券（香港）

图2：四方股份新一代集控站解决方案



数据来源：公司资料，东吴证券（香港）

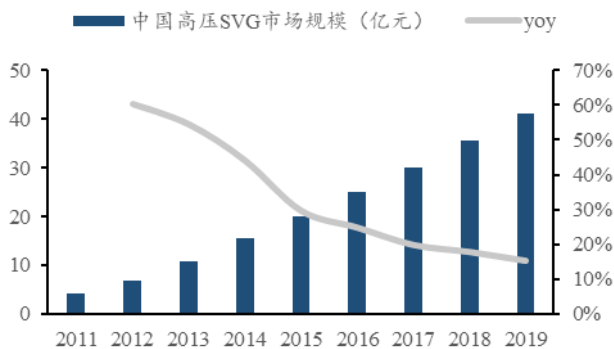
## 2. 发电侧：新能源并网接入设备β属性凸显，传统发电稳增

发电侧面向新能源及传统发电领域提供二次设备、SVG、储能等成套解决方案，业绩弹性大于电网侧。公司面向传统电源（火&水电）、风电（海上&陆上风电）、光伏（集中式&分布式）提供并网接入解决方案&风光储集中调控运维方案，包括继电保护、监控等二次设备，及 SVG、储能等硬件设备。2022H1 新能源侧实现收入约 4.78 亿元（营收占比 20%）、同比+49%，新能源平价时代背景下，公司发电侧业务高成长性开始显现。

新能源二次设备+SVG 市场年均规模约 100 亿元，空间较大。从光伏、风电项目审批情况看，新能源装机将保持长期增长态势，我们预计“十四五”每年新建约 1000 个风光项目，二次设备+SVG 单项目价值量约 1000 万元、且价值量随项目功率变化不大，则年均市场规模为 100 亿元，空间广阔。随公司供应产品向解决方案转变，单项目体量有望大幅提升，业务增速将更为可观。

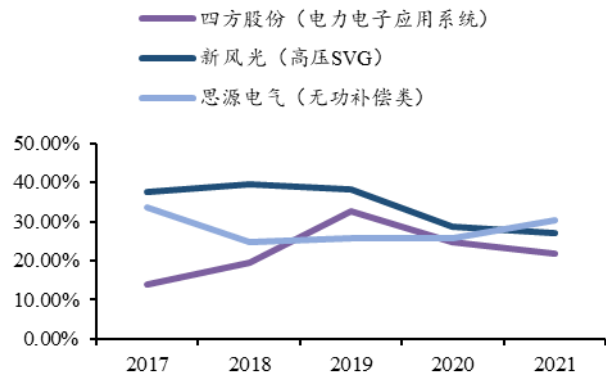
公司储能产品集中在发电侧,我们预计 2022-2025 年并网侧储能新增容量/电量规模 CAGR 约 98%/113%。根据我们对中国集中式光伏风电新增装机量的判断,假设按照新建项目配储比例和配储时长逐步提升,同时因储能经济性提升,存量端储能渗透率缓慢提高,我们预计到 2025 年我国集中式光伏、分布式光伏和风电储能新增装机分别为 37GW/92.4GWh、6.4GW/14GWh、7GW/14GWh,合计 50.3GW/120.5GWh,2022-2025 年 CAGR 分别为 98%/113%

图3: 高压 SVG 市场规模情况



数据来源: 新风光招股说明书, 东吴证券(香港)

图4: 核心 SVG 公司毛利率变化情况



数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

### 3. 盈利预测与投资评级

我们预计 2022-2024 年公司整体营收增速分别为 19%/24%/21%: 1) 发电与企业电力系统顺应新能源高景气而有较快增长,公司产品“从 1 到 N”,由二次设备到集成 SVG、变压器等设备,解决方案能力提升,项目价值量再提。我们预计 2022-2024 年营收 CAGR 为 32%。2) 电力电子产品 (SVG、调相机 SFC、直流配网和直流融冰等) 配套新能源项目及用户侧, SVG 相对装机量增速更快,调相机 SFC、直流融冰等新产品推向市场,有望贡献弹性,2022-2024 年营收 CAGR 为 15%。3) 配用电系统二次融合设备承接配网自动化产品实现快速增长,假设国网多省份拓展顺利,国网及南网中标份额加速提升,2022-2024 年营收 CAGR 为 23%。

**盈利预测与投资建议:** 因公司发电侧新能源业务增长较快,储能业务蓄势待发,我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 5.38/6.77/8.22 亿元,同比分别 +19%/+26%/+22%,对应现价(12月2日)PE 分别 23 倍、19 倍、15 倍。可比公司均是电网综合电力设备龙头企业,且均具备二次设备产品,可比公司 2023 年平均 PE 为 20 倍,考虑到公司发电侧贡献业绩弹性且具备较强竞争力,电网侧稳中有进,集控站、储能等新兴业务有望带来新的业绩增量,2023 年给予公司 27 倍 PE 作为估值依据,目标价 22.5 元/股,首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示:** 电网投资不及预期,新能源装机不及预期,竞争加剧。

## 四方股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>6,487</b>	<b>7,360</b>	<b>8,576</b>	<b>10,113</b>	<b>营业收入</b>	<b>4,298</b>	<b>5,103</b>	<b>6,342</b>	<b>7,701</b>
现金	2,014	2,202	2,221	2,530	减:营业成本	2,750	3,380	4,219	5,145
应收账款	1,492	1,613	2,001	2,358	营业税金及附加	36	46	56	68
存货	1,559	1,804	2,220	2,663	销售费用	433	459	552	655
其他流动资产	1,422	1,741	2,134	2,562	管理费用	212	235	285	339
<b>非流动资产</b>	<b>884</b>	<b>859</b>	<b>823</b>	<b>780</b>	研发费用	447	480	590	708
长期股权投资	23	23	23	24	财务费用	-38	-46	-48	-52
固定资产	396	394	380	361	资产减值损失	47	54	40	21
在建工程	8	5	3	2	加:投资净收益	2	3	3	3
无形资产	147	128	108	86	其他收益	94	122	127	131
其他非流动资产	310	309	309	307	资产处置收益	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>7,371</b>	<b>8,219</b>	<b>9,399</b>	<b>10,893</b>	<b>营业利润</b>	<b>509</b>	<b>621</b>	<b>779</b>	<b>951</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,468</b>	<b>4,184</b>	<b>5,107</b>	<b>6,217</b>	加:营业外净收支	25	25	26	27
短期借款	6	6	6	6	<b>利润总额</b>	<b>534</b>	<b>646</b>	<b>805</b>	<b>978</b>
应付账款	1,808	2,280	2,752	3,403	减:所得税费用	81	107	128	154
其他流动负债	1,654	1,898	2,349	2,808	少数股东损益	1	1	1	1
<b>非流动负债</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>452</b>	<b>538</b>	<b>677</b>	<b>822</b>
长期借款	0	0	0	0	EBIT	468	503	641	786
其他非流动负债	29	29	29	29	EBITDA	573	566	705	852
<b>负债合计</b>	<b>3,497</b>	<b>4,212</b>	<b>5,135</b>	<b>6,246</b>					
少数股东权益	3	3	4	5	<b>重要财务及估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
归属母公司股东权益	3,871	4,003	4,260	4,643	每股收益(元)	0.56	0.66	0.83	1.01
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,371</b>	<b>8,219</b>	<b>9,399</b>	<b>10,893</b>	每股净资产(元)	4.76	4.92	5.24	5.71
					发行在外股份(百万股)	813	813	813	813
					ROIC(%)	9.85	10.61	12.98	14.8
					ROE(%)	11.67	13.45	15.88	17.71
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	毛利率(%)	36.03	33.76	33.48	33.19
经营活动现金流	668	608	440	746	销售净利率(%)	10.51	10.55	10.67	10.68
投资活动现金流	-49	-13	-2	4	资产负债率(%)	47.44	51.25	54.64	57.34
筹资活动现金流	-797	-407	-420	-440	收入增长率(%)	11.26	18.73	24.28	21.42
现金净增加额	-180	188	18	310	净利润增长率(%)	31.38	19.17	25.67	21.52
折旧和摊销	106	62	64	65	P/E	27.84	23.36	18.59	15.3
资本开支	-41	-17	-6	-1	P/B	3.25	3.14	2.95	2.71
其他经营资金	-3	-74	-389	-188					

注: 货币单位为人民币元

数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

#### 分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

#### 利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

#### 免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

### 特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

### 评级标准:

#### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

