

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

四方股份(601126)

投资评级 买入

上次评级 买入

武浩 电新行业首席分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

曾一贇 电新行业研究助理

联系电话: 15919166181

邮箱: zengyiyun@cindasc.com

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

邮编: 100031

22 年业绩实现高增，二次设备平台型龙头亮点纷呈

2023 年 3 月 31 日

事件:

公司公布 2022 年年报, 公司 2022 年实现营业收入 50.78 亿元, 同比增长 18.15%; 归母净利润 5.43 亿元, 同比增长 20.21%, 扣非归母净利润 5.29 亿元, 同比增长 29.29%。2022 年 Q4 实现营业收入 14.79 亿元, 同比增长 23.75%, 环比增长 22.33%; 实现归母净利润 1.05 亿, 同比增长 55.47%, 环比增长 -22.22%。

另外, 公司拟每 10 股派发现金 6.15 元(含税), 合计发放现金红利 5 亿元。

点评:

- **发电侧业务高增, 输变电业务稳健。**2022 年公司输变电保和自动化系统、发电与企业电力系统、配用电系统、电力电子应用系统、其他主营业务(智能用电、储能)五大板块收入分别为 21.31、18.57、5.02、3.76、1.99 亿元, 同比增长 8.51%、34.62%、-0.91%、-4.65%、386.85%。我们认为主要原因系: 1) 品牌地位+产品质量双重影响下, 公司在国网订单份额进一步提升。2) 公司抓住新能源企业发展契机, 开拓市场, 增加订单, 实现发电侧业务高增。3) 配电侧我们预计 22 年受地区疫情影响, 整体收入规模维持稳定。4) 储能+用电业务订单落地, 其他主营业务基数较低, 增速较高。
- **成本压力毛利率承压, 精细化管理净利率改善。**毛利率来看, 公司整体毛利率为 32.15% (-3.88pct), 其中各个板块有不同程度的下降, 输变电业务毛利率为 45.96% (-1.72pct), 发电侧业务为 26.68% (-2.66pct), 配电业务为 14.22% (-5.40pct), 电力电子业务为 15.33% (-6.41pct), 我们认为主要原因为原材料成本上行以及 22 年部分毛利率较低的产品订单增加: 如成套产品、配电开关等。但净利率来看, 公司净利率为 10.71%(+0.18pct), 我们认为主要原因为公司精细化管理, 其中销售费用下降 1.72pct, 管理费用下降 0.55pct, 研发费用下降 2.02pct。
- **主业市场份额稳步提升, 平台化发展成长空间广阔。**公司通过产品创新、技术迭代, 进一步提升市场份额, 拓展新领域。1) 输电侧, 公司中标浙江、江苏、山西、安徽、广西等地区项目, 并且产品也进入特高压领域验收。2) 发电侧, 公司扩大重点客户的市占率, 陆续中标三峡基地、北方上都、广西贵港等风电基地项目, 中标三峡山东潍坊昌邑、明阳青洲四、华润电力苍南 1 号等海上风电项目, 中标山东高速集团、缅甸邦德 100MW、河北唐山市、山东齐奥新能源等光伏项目, 中标广州南沙综合能源、云南怒江独龙江微电网等新型微网项目。3) 用电侧, 公司

完成了中国移动昌吉数据中心和福州数据中心、天津盘古云泰数据中心、江苏太仓大数据园区等多个数据中心项目。4) 配电侧，配电一二次融合产品在南方电网持续保持领先地位，在国家电网重点省区实现持续市场突破，并且中标陕西、黑龙江、河南增量配电网项目。今年来看，我们认为发电侧新能源装机增速有望持续高增，输电侧电网投资中枢抬升，用电侧数据中心建设因 AI 赛道兴起有望提速，配电侧智能化建设持续推进，公司所在赛道都处于高景气发展阶段，我们看好未来公司业绩增长。

- **聚焦新型电力系统前沿技术，不断突破的电力系统“研究所”。**公司技术人员占总人数的 50%以上（1868 人），其中研发人员占比超过 26%，并有 100+位行业领军人才，研发实力雄厚。2022 年公司在多种领域实现了前沿技术的突破：1) 输电侧，高压直流控保监视、高压开关检测等产品通过中国电机工程学会组织的科技鉴定；自主可控产品的 1000KV 武汉-荆门特高压工程顺利通过出厂验收。2) 发电侧，PLC/DCS 系列产品完成全国国产化升级并已规模化应用；公司在各领域全面推广仿真解决方案。3) 用电侧，数字化用电安全监测与能效管控产品完成技术升级；智慧用电解决方案在低碳优化、配电监测管理等方面获得推广应用。4) 配电侧，多项产品通过了中国机械工业联合会组织的新产品新技术鉴定，多项成果达到国际领先或国际先进水平。我们认为技术的积淀与突破不仅带来短期的产品质量的提升、市场份额的领先，还有望带来公司长期的竞争力、稳健而持续的发展。
- **储能市场加速突破，未来前景广阔。**储能市场空间广阔，我们预计我国 2023 年储能新增装机为 27GWh，2025 年为 110GWh，21-25 年 CAGR 为 119%。公司加速突破储能市场，中标宁波氢电耦合项目高压直流储能电池系统，河南、甘肃、新疆等风电配储系统，宁夏侯桥 200MW/400MWh 电网侧共享储能电站能量管理系统及逆变升压系统集成等项目。未来随着储能系统成本的下降，储能项目的商业模式完善，储能行业有望超预期增长，储能业务有望成为公司的成长动力之一。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年营收分别是 67.65、84.12、105.77 亿元，同比增长 33.2%、24.4%、25.7%；归母净利润分别是 7.08、8.66、10.17 亿元，同比增长 30.4%、22.3%和 17.5%，维持“买入”评级。
- **风险因素：**电网投资不及预期、原材料价格波动、电网建设进度不及预期、市场竞争加剧等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4,298	5,078	6,765	8,412	10,577
增长率 YoY %	11.3%	18.2%	33.2%	24.4%	25.7%
归属母公司净利润 (百万元)	452	543	708	866	1,017
增长率 YoY%	31.4%	20.2%	30.4%	22.3%	17.5%
毛利率%	36.0%	32.2%	32.6%	31.9%	30.7%
净资产收益率ROE%	11.7%	13.4%	15.9%	17.6%	18.7%
EPS(摊薄)(元)	0.56	0.67	0.87	1.06	1.25
市盈率 P/E(倍)	37.32	21.79	16.19	13.24	11.27
市净率 P/B(倍)	4.39	2.94	2.57	2.33	2.11

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年3月30日收盘价

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	6,487	7,537	8,942	10,669	12,911	
货币资金	2,014	2,323	2,228	2,747	3,478	
应收票据	159	65	93	115	145	
应收账款	917	1,068	1,390	1,613	1,884	
预付账款	146	121	160	200	220	
存货	1,559	1,921	2,499	2,982	3,614	
其他	1,692	2,040	2,573	3,011	3,571	
非流动资产	884	914	938	978	1,035	
长期股权投资	23	51	39	53	67	
固定资产(合计)	376	380	427	452	494	
无形资产	147	149	134	128	121	
其他	339	333	338	345	353	
资产总计	7,371	8,452	9,880	11,647	13,945	
流动负债	3,468	4,378	5,398	6,698	8,478	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	263	751	721	905	1,158	
应付账款	1,544	1,900	2,398	3,012	3,853	
其他	1,661	1,728	2,279	2,781	3,467	
非流动负债	29	25	25	25	25	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	29	25	25	25	25	
负债合计	3,497	4,404	5,423	6,724	8,504	
少数股东权益	3	3	4	4	5	
归属母公司股东权益	3,871	4,045	4,453	4,919	5,436	
负债和股东权益	7,371	8,452	9,880	11,647	13,945	

重要财务指标		单位: 百万元				
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	4,298	5,078	6,765	8,412	10,577	
同比(%)	11.3%	18.2%	33.2%	24.4%	25.7%	
归属母公司净利润	452	543	708	866	1,017	
同比(%)	31.4%	20.2%	30.4%	22.3%	17.5%	
毛利率(%)	36.0%	32.2%	32.6%	31.9%	30.7%	
ROE(%)	11.7%	13.4%	15.9%	17.6%	18.7%	
EPS(摊薄)(元)	0.56	0.67	0.87	1.06	1.25	
P/E	37.32	21.79	16.19	13.24	11.27	
P/B	4.39	2.94	2.57	2.33	2.11	
EV/EBITDA	26.15	101.07	6.52	4.54	3.10	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	4,298	5,078	6,765	8,412	10,577	
营业成本	2,750	3,446	4,560	5,728	7,328	
营业税金及附加	36	49	65	80	101	
销售费用	433	425	555	673	825	
管理费用	212	222	317	370	444	
研发费用	447	425	575	715	899	
财务费用	-38	-54	-17	-24	-31	
减值损失合计	-47	-26	0	0	0	
投资净收益	2	-1	0	0	0	
其他	94	98	127	158	198	
营业利润	509	637	837	1,027	1,209	
营业外收支	25	17	17	17	17	
利润总额	534	654	854	1,044	1,227	
所得税	81	110	145	178	209	
净利润	452	544	709	867	1,018	
少数股东损益	1	0	1	1	1	
归属母公司净利润	452	543	708	866	1,017	
EBITDA	573	95	1,420	1,921	2,581	
EPS(当年)(元)	0.56	0.67	0.87	1.06	1.25	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	668	710	795	1,843	2,656	
净利润	452	544	709	867	1,018	
折旧摊销	106	95	583	902	1,386	
财务费用	1	1	0	0	0	
投资损失	-2	1	0	0	0	
营运资金变动	56	18	-480	92	269	
其它	55	51	-17	-17	-17	
投资活动现金流	-49	-104	-589	-925	-1,425	
资本支出	-41	-75	-602	-911	-1,411	
长期投资	-19	-30	13	-14	-14	
其他	10	1	0	0	0	
筹资活动现金流	-797	-413	-300	-400	-500	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-797	-407	-300	-400	-500	
现金净增加额	-180	195	-94	518	731	

研究团队简介

武浩，电力设备新能源首席分析师，中央财经大学金融硕士，6年新能源行业研究经验，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。研究聚焦细分行业及个股挖掘，公众号：电新之瞻。

张鹏，新能源与电力设备行业分析师，中南大学电池专业硕士，曾任财信证券资管投资部投资经理助理，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，2年行业研究经验，2022年7月加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

胡隽颖，新能源与电力设备行业研究助理，中国人民大学金融工程硕士，武汉大学金融工程学士，曾任兴业证券机械军工团队研究助理，2022年加入信达证券研发中心，负责风电设备行业研究。

曾一赞，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022年加入信达证券研发中心，负责新型电力系统和电力设备行业研究。

陈攻洁，团队成员，上海财经大学会计硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责锂电材料行业研究。

孙然，新能源与电力设备行业研究助理，山东大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@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±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。