

受益新型电力系统建设，新能源业务快速增长

2023 年 04 月 02 日

► **事件：**2023 年 3 月 30 日，公司发布 2022 年年度报告。2022 年实现营收 50.78 亿元，同比增长 18.15%；实现归母净利润 5.43 亿元，同比增长 20.21%；实现扣非归母净利润 5.29 亿元，同比增长 29.29%。单季度来看，22Q4 单季度营收 14.79 亿元，同比增长 23.75%，环比增长 22.34%；归母净利润为 1.05 亿元，同比增长 55.47%，环比下降 22.28%。费用管控能力不断提升，2022 年公司期间费用率为 20.06%，同比-4.46pcts，其中销售/管理费用率分别同比降低 1.72/0.55pcts。整体来看，公司 2022 年经营质量持续提升。

► **业务涵盖“发输变用”环节，受益国家新型电力系统建设。**1) **输变电保护和自动化系统：**22 年实现收入 21.31 亿元，同比增长 8.5%，公司作为电力继电保护龙头企业，具有明显的竞争优势，有望持续受益于新一轮的电网投资；2) **发电与企业电力系统：**22 年实现收入 18.57 亿元，同比增长 34.6%，增长主要源于公司积极把握市场机遇，在新能源市场的大力开拓；3) **配用电系统：**22 年实现收入 5.02 亿元，同比下滑 0.9%，毛利率下滑 5.4pcts，主要系毛利率相对较低的配电开关产品合同占比增加所致；4) **电力电子应用系统：**22 年实现收入 3.76 亿元，同比下滑 4.7%，主要系交货合同额减少所致，毛利率下滑 6.41pcts，主要系期完工合同结构变化所致。整体来看，在构建新型电力系统的历史机遇下，公司紧抓市场机会，业务持续开拓，实现业绩稳定增长。

► **发力新能源市场，收入体量实现快速增长。**2022 年公司新能源板块收入达到 13.60 亿元，同比增长 81.59%，占总营收的 26.77%。

新能源项目持续中标：公司凭借自身供应链管理能力和新能源一二次设备的集成能力，不断提升重点客户的市场占有率，新签合同额同比大幅增长。公司 2022 年内接连中标新能源项目，在多能互补新能源发电、海上风电、分布式光伏、分布式调相机、微电网等领域均有项目中标。未来随着新能源装机占比不断上升，公司新能源业务有望保持可观的增速。

储能业务有望厚积薄发：公司是国内最早进行储能系统研究与应用的厂家之一，在国内外实施了百余个储能项目，储能 EMS 累积应用的储能规模已超过 1GWh，同时储能变流器技术也处于行业领先，覆盖贯穿发电至用电环节的储能场景。公司获得“2022 年度最佳储能 EMS 供应商奖”。公司中标多个储能项目，随着储能市场起量，储能业务有望实现高速增长。

► **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 62.05、75.52、92.81 亿元，对应增速分别为 22.2%、21.7%、22.9%；归母净利润分别为 6.72、7.96、9.57 亿元，对应增速分别为 23.6%、18.5%、20.2%，以 3 月 31 日收盘价作为基准，对应 2022-2024 年 PE 为 18X、15X、12X。维持“推荐”评级。

► **风险提示：**政策变化风险；原材料价格波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5078	6205	7552	9281
增长率 (%)	18.2	22.2	21.7	22.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	543	672	796	957
增长率 (%)	20.2	23.6	18.5	20.2
每股收益 (元)	0.67	0.83	0.98	1.18
PE	22	18	15	12
PB	2.9	2.8	2.7	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

14.51 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理 李佳

执业证书：S0100121110050

邮箱：lijia@mszq.com

相关研究

1.四方股份 (601126.SH) 2022 年半年报点评：业绩稳步提升，新老业务共迎新契机-2022/08/31

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5078	6205	7552	9281
营业成本	3446	4213	5170	6406
营业税金及附加	49	62	76	93
销售费用	425	509	604	724
管理费用	222	261	302	353
研发费用	425	527	642	789
EBIT	610	760	912	1106
财务费用	-54	-43	-44	-47
资产减值损失	-26	-21	-25	-32
投资收益	-1	0	0	0
营业利润	637	782	930	1122
营业外收支	17	18	18	18
利润总额	654	800	948	1140
所得税	110	128	152	182
净利润	544	672	797	958
归属于母公司净利润	543	672	796	957
EBITDA	704	860	1021	1218

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2323	2340	2427	2703
应收账款及票据	1134	1277	1555	1911
预付款项	121	147	181	224
存货	1921	2057	2524	3128
其他流动资产	2040	2462	2905	3472
流动资产合计	7537	8284	9592	11438
长期股权投资	51	51	51	51
固定资产	380	435	487	509
无形资产	149	150	150	150
非流动资产合计	914	1008	1099	1137
资产合计	8452	9292	10690	12575
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	2651	3001	3825	4914
其他流动负债	1728	2036	2418	2964
流动负债合计	4378	5037	6243	7878
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	25	24	24	31
非流动负债合计	25	24	24	31
负债合计	4404	5061	6267	7909
股本	813	813	813	813
少数股东权益	3	4	4	5
股东权益合计	4048	4231	4424	4665
负债和股东权益合计	8452	9292	10690	12575

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	18.15	22.17	21.71	22.90
EBIT 增长率	30.35	24.62	20.01	21.30
净利润增长率	20.21	23.63	18.51	20.22
盈利能力 (%)				
毛利率	32.15	32.10	31.53	30.98
净利润率	10.70	10.82	10.54	10.31
总资产收益率 ROA	6.43	7.23	7.44	7.61
净资产收益率 ROE	13.43	15.88	18.01	20.53
偿债能力				
流动比率	1.72	1.64	1.54	1.45
速动比率	0.89	0.81	0.73	0.68
现金比率	0.53	0.46	0.39	0.34
资产负债率 (%)	52.10	54.46	58.62	62.90
经营效率				
应收账款周转天数	76.78	70.00	70.00	70.00
存货周转天数	203.45	180.00	180.00	180.00
总资产周转率	0.64	0.70	0.76	0.80
每股指标 (元)				
每股收益	0.67	0.83	0.98	1.18
每股净资产	4.97	5.20	5.43	5.73
每股经营现金流	0.87	0.84	1.08	1.37
每股股利	0.62	0.74	0.88	1.06
估值分析				
PE	22	18	15	12
PB	2.9	2.8	2.7	2.5
EV/EBITDA	13.48	11.01	9.18	7.48
股息收益率 (%)	4.24	5.12	6.07	7.30

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	544	672	797	958
折旧和摊销	95	101	110	112
营运资金变动	18	-89	-32	38
经营活动现金流	710	683	879	1116
资本开支	-75	-170	-175	-124
投资	-30	0	0	0
投资活动现金流	-104	-170	-175	-124
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	-6	0
筹资活动现金流	-413	-496	-617	-716
现金净流量	195	18	87	276

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026