

四方股份 (601126.SH)

业绩符合预期，新能源业务持续高增长

2022 上半年公司实现营业收入、归上净利润、扣非归上净利润分别为 23.9、3.04、2.93 亿元，同比增长 21.7%、21.3%、28.7%。Q2 单季度营业收入、归上净利润、扣非归上净利润 13.2、1.75、1.65 亿元，同比增长 14.1%、11.2%、11.2%。公司业绩表现符合预期，维持强烈推荐评级。

- **业绩符合预期。**报告期内公司业务经营态势良好，实现收入 23.9 亿元，同比增长 21.7%，归上净利润 3.04 亿，同比增长 21.3%。收入结构变化造成综合毛利率同比略有下降，而同期费用率整体下降约 5pcts，实际净利率 12.7% 同比基本持平。报告期公司经营活动现金净流量下滑主要系公司增加备货，期末公司在手现金 14.5 亿，负债率 45.7%，较 2021 年年末下降约 1.8pcts。
- **新能源业务持续快速增长。**报告期公司新能源发电配套产品中标三峡包头风电基地、广西贵港覃塘区 2000MW 多能互补新能源发电等项目，在风电、光伏领域优势继续强化，抽蓄方面公司参与助力华北丰宁抽蓄电站并网，参与东北敦化、华中天池抽蓄项目建设。上半年新能源业务贡献收入 5.85 亿，同比大幅增长 82.1%，营收占比提升至 24.5%，新签合同额 6 亿，较去年同期增长 76%。毛利率 20.7%，同比下降主要系公司逐渐从设备供应向系统集成方向扩充，相对而言集成类业务毛利率偏低。
- **储能业务逐步开始贡献。**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。年初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，在多层级控制、能源管理、级联变流器等方向加大投入。报告期内公司中标宁波慈溪氢电耦合项目高压直流储能电池系统、中节能河南尉氏县风电配置储能项目、中电建甘肃礼县固城风电配置储能项目等，未来储能将是公司重要的成长方向。
- **传统发电及电网业务维持稳定。**发电业务中，传统电源侧业务维持稳定，增长主要系新能源业务贡献。配用电业务营收 2.3 亿，毛利率下降 6pcts 至 15%，主要系一二次融合开关合同额增加所致。公司传统优势的输变电业务营收 10.6 亿，同比增长 15%，毛利率基本持平，上半年公司在国网、南网中标份额分别为 18%、16.4%，继续维持份额领先。未来两年国网集控站改造或提速，公司具备完整的集控站系统方案，电网侧业务也有望实现较快增长。
- **投资建议：**预测 2022、2023 年公司实现归上净利润 5.4、6.7 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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3863	4298	5257	6626	8100
同比增长	5%	11%	22%	26%	22%
营业利润(百万元)	384	509	616	774	909
同比增长	89%	33%	21%	26%	17%
归母净利润(百万元)	344	452	540	674	790
同比增长	83%	31%	19%	25%	17%
每股收益(元)	0.42	0.56	0.66	0.83	0.97
PE	35.8	27.2	22.8	18.2	15.6
PB	3.0	3.2	3.1	2.8	2.6

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：18.00 - 19.00 元
当前股价：15.13 元

基础数据

总股本 (万股)	81317
已上市流通股 (万股)	78819
总市值 (亿元)	123
流通市值 (亿元)	119
每股净资产 (MRQ)	4.7
ROE (TTM)	13.3
资产负债率	45.7%
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	-21	-6	-4
相对表现	-19	6	13



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《四方股份 (601126) — Q1 业绩超预期，新能源业务快速增长》 2022-04-30
- 《四方股份 (601126) — 业绩较快增长，进一步拓展新能源市场》 2022-04-02
- 《四方股份 (601126) — 业绩表现超预期，新能源业务发力》 2021-09-13

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

张伟鑫 S1090521070003

zhangweixin@cmschina.com.cn

正文目录

一、业绩表现符合预期	3
二、新能源持续快速增长，储能业务逐步收获	5
盈利预测	7
风险提示	7

图表目录

图 1 公司具备完整的风光站控保护及外送一体化方案	5
图 2 新能源相关业务营收及订单情况（亿元）	5
图 3: 公司储能主要产品	5
图 4: 集控站整体架构	6
图 5: 四方股份历史 PE Band	7
图 6: 四方股份历史 PB Band	7
表 1: 业绩摘要	3
表 2: 负债情况	4
表 3: 现金流情况	4
表 4: 资产回报率情况	4
表 5: 固定资产和在建工程情况	4
表 6: 部分由公司参与的新能源项目	6
表 7: 盈利预测	7
附: 财务预测表	9

一、业绩表现符合预期

2022 上半年公司实现营业收入、归上净利润、扣非归上净利润分别为 23.9、3.04、2.93 亿元，同比增长 21.7%、21.3%、28.7%。Q2 单季度营业收入、归上净利润、扣非归上净利润 13.2、1.75、1.65 亿元，同比增长 14.1%、11.2%、11.24%。公司业绩表现符合预期

报告期内公司各项主营业务经营态势良好，实现收入 23.9 亿元，同比增长 21.7%，新能源业务贡献加大，业务结构变化造成综合毛利率同比略有下降，而同期费用率整体下降约 5pcts，实际净利率 12.7%同比基本持平。

报告期公司经营活动现金净流量下滑主要系公司增加备货，期末公司在手现金 14.5 亿，负债率 45.7%，较 2021 年年末下降约 1.8pcts。

表 1：业绩摘要

(人民币, 百万)	2020 年	2021 年	同比变化	2021H1	2022H1	同比变化(%)
营业收入	3863.19	4298.22	11.26	1963.95	2390.26	21.71
营业成本	2446.70	2749.71	12.38	1220.50	1563.53	28.11
毛利润	1416.49	1548.51	9.32	743.45	826.74	11.20
销售税金	40.45	35.60	-11.99	20.49	24.38	18.99
毛利润(扣除销售税金)	1376.04	1512.91	9.95	722.96	802.36	10.98
销售费用	421.48	433.32	2.81	199.37	182.50	-8.46
管理费用	203.35	211.94	4.22	106.31	104.84	-1.38
研发费用	418.88	446.72	6.65	188.91	200.45	6.11
经营利润	332.33	420.93	26.66	228.38	314.58	37.74
资产和信用减值损失	-145.43	-47.19	-67.55	7.67	-26.68	-447.67
财务费用	-20.68	-38.29	85.17	-19.89	-29.34	47.50
投资收益	84.09	2.37	-97.18	-0.09	-3.66	3892.09
资产处置收益	-0.12	0.73	-682.91	0.10	0.07	-36.51
公允价值变动净收益	0.00	0.00		0.00	0.00	
其他收益	92.57	93.83	1.36	49.99	45.85	-8.29
营业外收入	29.69	25.90	-12.76	12.81	16.01	24.95
营业外支出	2.48	1.31	-47.27	0.57	1.58	178.16
利润总额	411.34	533.56	29.71	318.19	373.92	17.52
所得税	73.98	81.14	9.68	67.74	70.01	3.35
税后净利润	337.36	452.43	34.11	250.45	303.91	21.35
少数股东损益	-6.59	0.54	-108.17	-0.10	0.06	-159.10
归母净利润	343.95	451.89	31.38	250.55	303.85	21.27
非经常性损益	88.34	42.51	-51.88	23.15	11.25	-51.43
扣非归母净利润	255.61	409.38	60.16	227.39	292.60	28.68
主要比率			百分点变			百分点变化
毛利率	36.67	36.03	-0.64	37.85	34.59	-3.27
销售费用率	10.91	10.08	-0.83	10.15	7.64	-2.52
管理费用率	5.26	4.93	-0.33	5.41	4.39	-1.03
研发费用率	10.84	10.39	-0.45	9.62	8.39	-1.23
财务费用率	-0.54	-0.89	-0.36	-1.01	-1.23	-0.21
经营利润率	8.60	9.79	1.19	11.63	13.16	1.53
所得税率	22.61	15.27	-7.33	21.28	18.54	-2.74
净利率	8.73	10.53	1.79	12.75	12.71	-0.04
扣非净利率	6.62	9.52	2.91	11.58	12.24	0.66

资料来源：公司公告、招商证券

表 2: 负债情况

负债情况	2019	2020	2021	2021H1	2022H1	同比变化
负债率%	33.26	39.35	47.44	41.88	45.68	9.06
短期借款(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
一年内到期的非流动负债(百万)	0.00	0.00	5.57	5.41	5.74	6.09
长期借款(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付债券(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期应付款(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
在手现金(百万元)	1,122.52	2,178.77	2,013.93	1,453.22	1,450.87	-0.16

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	2019	2020	2021	2021H1	2022H1	百分点变化
赊销比	65.48	30.26	25.03	57.96	50.10	-7.86
存货营收比	23.38	27.97	36.27	57.76	66.02	8.27
销售商品、劳务获现金(百万元)	4642.04	4785.80	5248.04	2096.54	2118.82	1.06
销售商品、劳务获现金/营收	126.10	123.88	122.10	106.75	88.64	-18.11
经营性现金流净额(百万元)	860.75	985.43	668.21	63.50	-129.49	-303.91
经营现金流净额/税后净利润	458.14	286.50	147.87	25.35	-42.62	-67.96

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	2019	2020	2021	2021H1	2022H1	百分点变化
归上净利率(%)	5.10	8.90	10.51	12.76	12.71	-0.05
总资产周转率(%)	0.64	0.61	0.60	0.30	0.33	0.03
权益乘数	1.45	1.57	1.77	1.68	1.87	0.19
ROE(%)	4.76	8.52	11.26	6.42	7.94	1.52
ROA(%)	3.13	5.32	6.36	3.81	4.24	0.42
ROIC(%)	4.23	7.84	10.35	5.95	7.34	1.38

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	2019	2020	2021	2021H1	2022H1	同比变化
固定资产	483.13	404.49	375.50	393.10	371.18	-5.58
在建工程	7.79	7.67	7.97	4.71	13.79	192.92

资料来源: 公司公告、招商证券

二、新能源持续快速增长，储能业务逐步收获

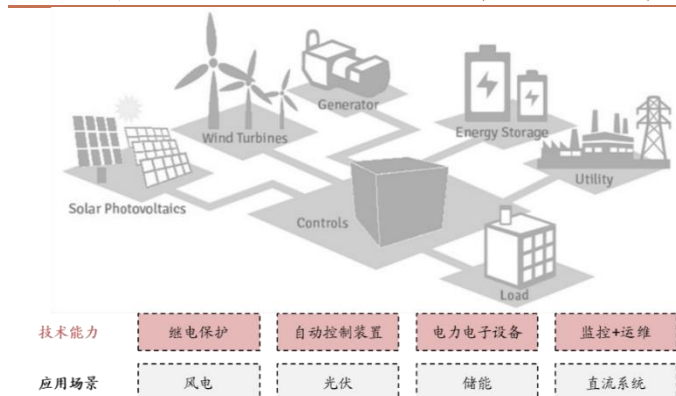
新能源业务持续快速增长。报告期公司新能源发电配套产品中标三峡包头风电基地、广西贵港覃塘区 2000MW 多能互补新能源发电等项目，在风电、光伏领域优势继续强化，抽蓄方面公司参与助力华北丰宁抽蓄电站并网，参与东北敦化、华中天池抽蓄项目建设。上半年新能源业务贡献收入 5.85 亿，同比大幅增长 82.1%，营收占比提升至 24.5%，新签合同额 6 亿，较去年同期增长 76%。毛利率 20.7%，同比下降主要系公司逐渐从设备供应向系统集成方向扩充，相对而言集成类业务毛利率偏低。

储能业务逐步开始贡献。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。年初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，在多层级控制、能源管理、级联变流器等方向加大投入。报告期内公司中标宁波慈溪氢电耦合项目高压直流储能电池系统、中节能河南尉氏县风电配置储能项目、中电建甘肃礼县固城风电配置储能项目等，未来储能将是公司重要的成长方向。

传统发电及电网业务维持稳定。

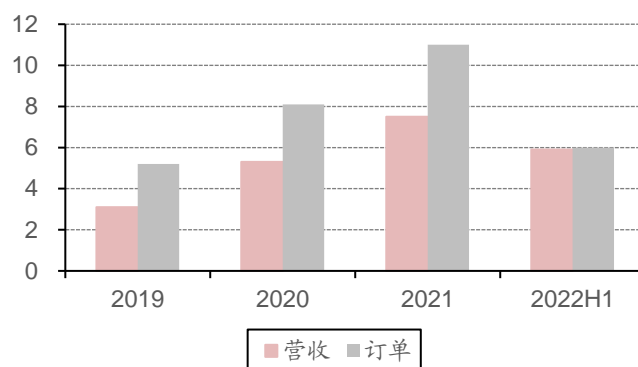
- 1) 发电业务中，传统电源侧业务维持稳定，增长主要系新能源业务贡献。
- 2) 配用电业务营收 2.3 亿，毛利率下降 6pcts 至 15%，主要系一二次融合开关合同额增加所致。
- 3) 公司传统优势的输变电业务营收 10.6 亿，同比增长 15%，毛利率基本持平，上半年公司在国网、南网中标份额分别为 18%、16.4%，继续维持份额领先。未来两年国网集控站改造或提速，公司具备完整的集控站系统方案，电网侧业务也有望实现较快增长。

图 1 公司具备完整的风光站控保护及外送一体化方案



资料来源：企业官网等、招商证券

图 2 新能源相关业务营收及订单情况（亿元）



资料来源：公司公告、企业官网、招商证券

图 3：公司储能主要产品



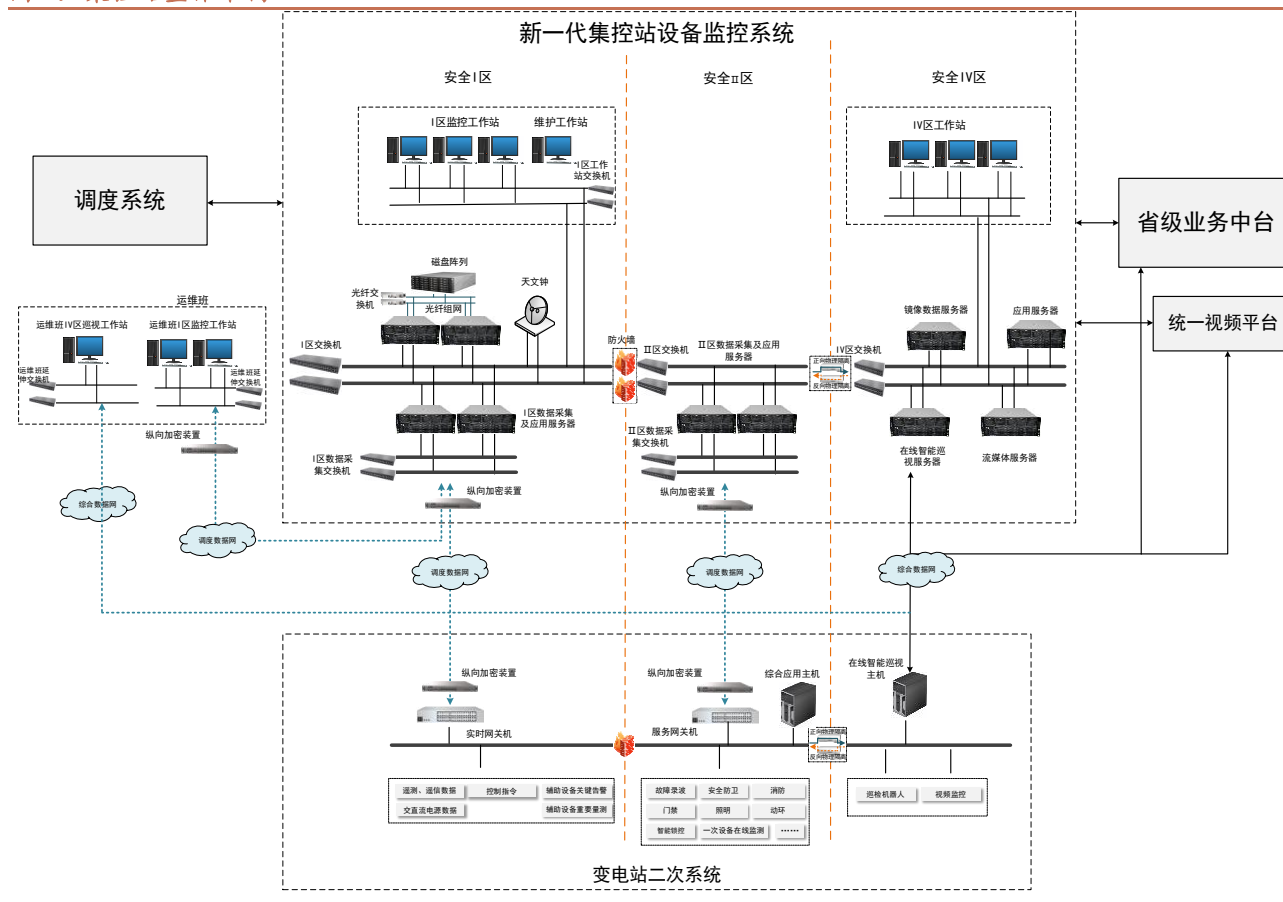
资料来源：企业官网、招商证券

表 6: 部分由公司参与的新能源项目

日期	项目列举
2022	华北丰宁抽蓄电站、东北敦化抽蓄、华中天池抽蓄项目等
2022	山东潍坊昌邑、明阳青洲四等海上风电项目
2022	广西贵港覃塘区 2000MW 多能互补新能源发电项目
2022	德润风电场 4*10MVar 调相机项目
2021	南方电网调峰调频公司高压级联电池储能系统集成项目
2021	山东莱芜孟家百兆瓦储能电站能量管理系统项目
2021	普惠安阳风电场配套储能项目、河南商水风电配套储能项目
2021	山东高速光伏、港华新豪分布式光伏项目
2021	华润苍南 1 号等海上风电项目
2021	三峡乌兰察布新一代电网友好绿色电站示范项目
2020	山东三峡新能源昌邑海上风电项目
2019	粤电珠海金湾海上风电
2019	三峡集团福清兴化湾二期海上风电
2019	新疆木垒大石头南 220kV 风电升压汇集站
2019	西藏朗明桑珠孜区 50 兆瓦光伏生态示范等工程项目
2017	巴基斯坦风电工程
2017	安哥拉柴光互补分布式发电等大型工程
2017	山东希格斯光伏集控系统
2017	国电投安徽分公司新能源集控系统
2017	鸬鹚岛海上风电项目
2016	四方风电次同步解决方案在新疆、蒙东、吉林、宁夏地区落地使用

资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 集控站整体架构



资料来源: 国家电网、招商证券

盈利预测

表 7: 盈利预测

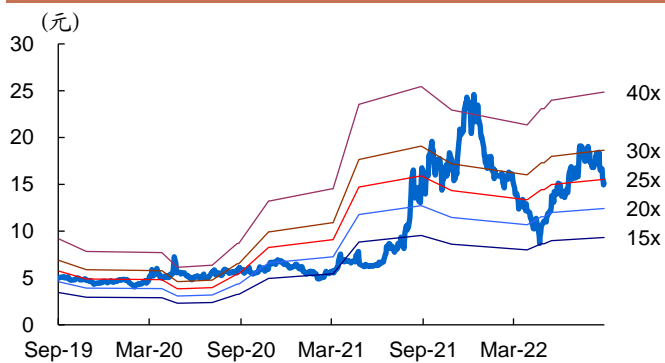
单位: 亿元	项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
合计	营业收入	38.6	43.0	52.6	66.3	81.0
	yoy (%)	4.9	11.3	22.3	26.0	22.2
	营业成本	24.5	27.5	34.2	43.8	54.4
	毛利率 (%)	36.7	36.0	34.9	33.9	32.9
输变电保护和自动化系统	收入	19.5	19.6	22.1	25.1	27.0
	yoy (%)	1.1	0.9	12.7	13.5	7.6
	成本	10.6	10.3	11.6	13.2	14.1
	毛利率 (%)	45.5	47.7	47.7	47.6	48.0
发电与企业电力系统	收入	9.0	13.8	19.1	27.4	37.6
	yoy (%)	2.3	53.8	38.8	43.0	37.5
	成本	5.5	9.7	13.7	19.7	27.3
	毛利率 (%)	39.3	29.3	28.5	28.0	27.4
配用电系统	收入	6.4	5.1	6.1	7.4	8.8
	yoy (%)	23.9	(20.4)	20.3	21.4	18.2
	成本	5.6	4.1	4.9	6.0	7.1
	毛利率 (%)	12.9	19.6	19.0	19.3	19.3
电力电子应用系统	收入	3.6	3.9	4.7	5.8	7.6
	yoy (%)	4.6	8.9	18.0	25.0	30.0
	成本	2.7	3.1	3.7	4.6	5.9
	毛利率 (%)	24.9	21.7	21.0	21.5	21.9

资料来源: 公司公告、招商证券

风险提示

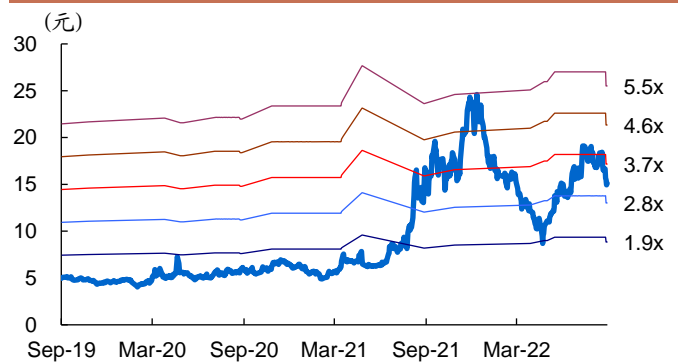
- 1) **新业务拓展不达预期:** 公司新业务有望快速成长, 新业务拓展进度对公司业绩有较大影响。
- 2) **电网投资不及预期:** 公司下游客户以电力企业为主, 如果受政策变化或其他因素造成电力投资力度低于预期, 将影响公司的成长空间。

图 5: 四方股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 6: 四方股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、四方股份（601126）：Q1 业绩超预期，新能源业务快速增长，2022.4.30
- 2、四方股份（601126）：业绩较快增长，进一步拓展新能源市场，2022-04-02
- 3、四方股份（601126）：业绩表现超预期，新能源业务发力，2021.9.13
- 4、四方股份（601125）：电力软件领先企业，新能源业务带来新增长，2021.6.28

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	5973	6487	7006	8288	9813
现金	2179	2014	2615	2936	3323
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	105	159	195	245	300
应收款项	1064	917	1106	1381	1625
其它应收款	52	41	50	63	77
存货	1081	1559	1362	1655	2055
其他	1493	1797	1677	2008	2432
非流动资产	886	884	907	930	949
长期股权投资	23	23	23	23	23
固定资产	404	376	397	418	436
无形资产商誉	189	184	187	190	193
其他	269	302	300	299	297
资产总计	6858	7371	7913	9219	10762
流动负债	2675	3468	3877	4858	5948
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1529	1808	1902	2433	3021
预收账款	659	1069	1331	1702	2113
其他	487	592	643	724	813
长期负债	24	29	29	29	29
长期借款	0	0	0	0	0
其他	24	29	29	29	29
负债合计	2699	3497	3905	4887	5977
股本	813	813	813	813	813
资本公积金	1302	1361	1361	1361	1361
留存收益	2042	1697	1830	2154	2607
少数股东权益	2	3	3	4	5
归属于母公司所有者权益	4157	3871	4004	4328	4781
负债及权益合计	6858	7371	7913	9219	10762

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	985	668	978	627	658
净利润	344	452	540	674	790
折旧摊销	124	100	83	87	90
财务费用	0	1	(38)	(44)	(47)
投资收益	(84)	(2)	(104)	(111)	(130)
营运资金变动	626	109	493	12	(54)
其它	(25)	9	5	9	9
投资活动现金流	126	(49)	(3)	0	20
资本支出	(39)	(43)	(107)	(111)	(110)
其他投资	165	(7)	104	111	130
筹资活动现金流	(85)	(797)	(374)	(306)	(290)
借款变动	11	(102)	(6)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	36	59	0	0	0
股利分配	(145)	(797)	(407)	(350)	(337)
其他	13	43	38	44	47
现金净增加额	1026	(178)	601	321	388

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3863	4298	5257	6626	8100
营业成本	2447	2750	3423	4377	5436
营业税金及附加	40	36	39	46	57
营业费用	421	433	505	616	745
管理费用	203	212	263	325	381
研发费用	419	447	531	623	729
财务费用	(21)	(38)	(38)	(44)	(47)
资产减值损失	(145)	(47)	(22)	(20)	(20)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	93	94	100	105	120
投资收益	84	3	4	6	10
营业利润	384	509	616	774	909
营业外收入	30	26	20	20	20
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	411	534	635	793	928
所得税	74	81	95	118	138
少数股东损益	(7)	1	1	1	1
归属于母公司净利润	344	452	540	674	790

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	5%	11%	22%	26%	22%
营业利润	89%	33%	21%	26%	17%
归母净利润	83%	31%	19%	25%	17%
获利能力					
毛利率	36.7%	36.0%	34.9%	33.9%	32.9%
净利率	8.9%	10.5%	10.3%	10.2%	9.7%
ROE	8.3%	11.7%	13.5%	15.6%	16.5%
ROIC	6.8%	10.3%	12.3%	14.3%	15.3%
偿债能力					
资产负债率	39.4%	47.4%	49.4%	53.0%	55.5%
净负债比率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.2	1.9	1.8	1.7	1.6
速动比率	1.8	1.4	1.5	1.4	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
存货周转率	2.5	2.1	2.3	2.9	2.9
应收账款周转率	2.2	3.8	4.4	4.5	4.6
应付账款周转率	1.8	1.6	1.8	2.0	2.0
每股资料(元)					
EPS	0.42	0.56	0.66	0.83	0.97
每股经营净现金	1.21	0.82	1.20	0.77	0.81
每股净资产	5.11	4.76	4.92	5.32	5.88
每股股利	0.98	0.00	0.53	0.41	0.39
估值比率					
PE	35.8	27.2	22.8	18.2	15.6
PB	3.0	3.2	3.1	2.8	2.6
EV/EBITDA	16.9	13.9	11.3	9.1	7.8

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，任何机构和个人均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。