

四方股份 (601126.SH)

电网与新能源业务量利齐增，高分红彰显稳健发展理念

买入

核心观点

全年业绩符合预期，现金分红5亿元。公司发布2023年年度报告，2023年公司实现营业收入57.51亿元，同比增长13.24%，实现归母净利润6.27亿元，同比增长15.46%。全年销售毛利率34.44%（同比+2.29pct.），扣非销售净利率10.84%（同比+0.42pct.）。2023年公司拟派发现金红利5亿元，占归母净利润80%。

四季度业绩保持稳健，销售毛利率同比提升。2023年第四季度公司实现营收15.14亿元（同比+2.39%，环比+10.78%），归母净利润1.06亿元（同比+1.05%，环比-36.35%），销售毛利率29.26%（同比+2.32pct.，环比-7.43pct.），销售净利率6.97%（同比-0.09pct.，环比-5.21pct.）。

网内外二次业务量利齐增，储能业务实现高质量发展。公司实现电网自动化收入29.24亿元，同比+11.01%，毛利率41.89%，同比+1.98pct.。电厂及工业自动化收入24.91亿元，同比+11.55%，毛利率27.54%，同比+2.77pct.。其他收入3.22亿元，同比+61.87%，毛利率18.93%，同比+7.93pct.。我们估计其他收入主要来自储能业务，较高的毛利率水平体现公司稳健高质量发展理念。

电网二次技术积淀深厚，深耕变电站新型需求。2023年公司中标首个500kV二次优化示范站山东先行变、内蒙古首座新一代数字化二次集成变电站，在新一代高可靠变电站技术中保持领先地位。公司累计中标国家电网55座新一代集控站，及深圳110kV后海三数字孪生智慧变电站项目，在智能运检、数字孪生领域技术领先。

新能源业务规模持续增长，海上风电优势突出。2023年公司参与新能源项目294个（风电112个、光伏182个），合计容量约27GW（其中风电10GW、光伏17GW）。2023年公司助力明阳青洲四海上风电项目成功并网，进一步提升公司大型海上风电二次设备集成能力。

风险提示：新能源装机不及预期；网内市场竞争加剧。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到网内继保统招规则变化和股权激励成本情况，下调盈利预测。预计公司2024-2026年实现归母净利润7.45/8.75/10.20亿元（24-25年原预测值为8.13/9.73亿元），当前股价对应PE分别为18/15/13倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,078	5,751	6,733	7,613	8,468
(+/-%)	18.2%	13.2%	17.1%	13.1%	11.2%
净利润(百万元)	543	627	745	875	1020
(+/-%)	20.2%	15.5%	18.8%	17.4%	16.6%
每股收益(元)	0.67	0.75	0.90	1.05	1.23
EBIT Margin	10.1%	11.0%	11.6%	12.6%	13.1%
净资产收益率(ROE)	13.7%	15.2%	16.2%	17.1%	18.8%
市盈率(PE)	23.4	20.7	17.5	14.9	12.8
EV/EBITDA	28.7	24.9	22.1	18.4	16.5
市净率(PB)	3.14	3.07	2.61	2.47	2.33

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

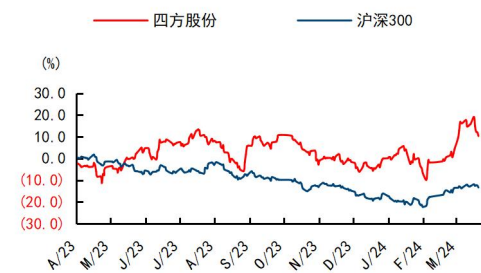
电力设备·电网设备

证券分析师: 王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn
 证券分析师: 王晓声 010-88005231 wangxiaosheng@guosen.com.cn
 S0980520080003 S0980523050002

基础数据

投资评级 合理估值 15.63元
 收盘价 13008/12710 百万元
 总市值/流通市值 16.93/11.88 元
 52周最高价/最低价 143.91 百万元
 近3个月日均成交额

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《四方股份(601126.SH)-电力二次设备领军企业之一, 发输变配用储景气共振》——2023-09-12

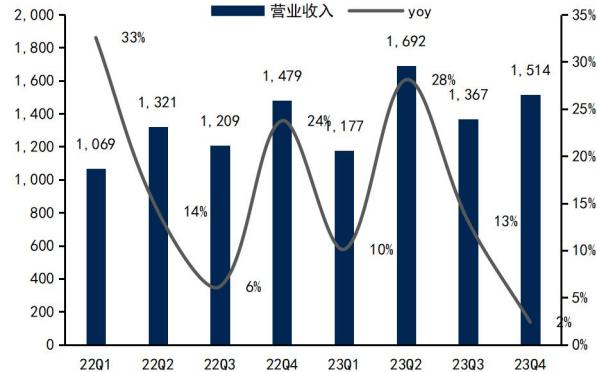
全年业绩符合预期，现金分红 5 亿元。公司发布 2023 年年度报告，2023 年公司实现营业收入 57.51 亿元，同比增长 13.24%，实现归母净利润 6.27 亿元，同比增长 15.46%，实现扣非净利润 6.23 亿元，同比增长 17.77%。全年销售毛利率 34.44%（同比+2.29pct.），扣非销售净利率 10.84%（同比+0.42pct.）。2023 年公司拟派发现金红利 5 亿元，占归母净利润 80%。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：百万元、%）



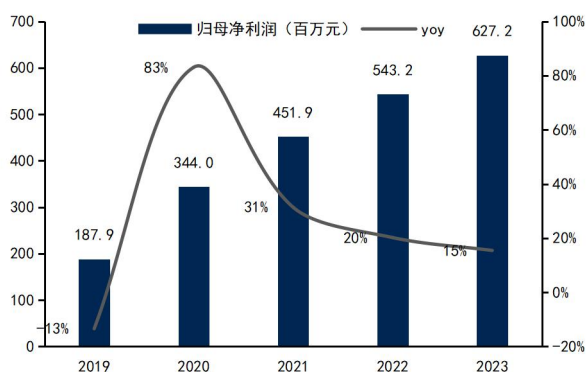
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



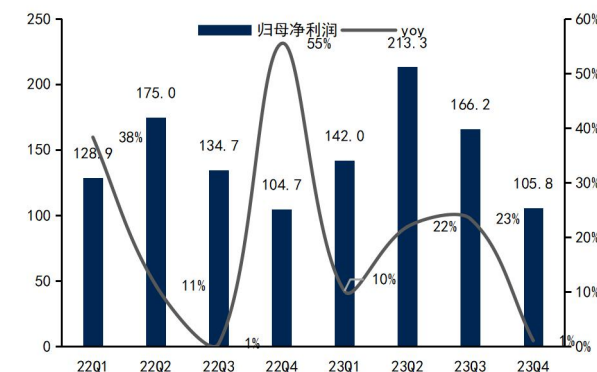
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



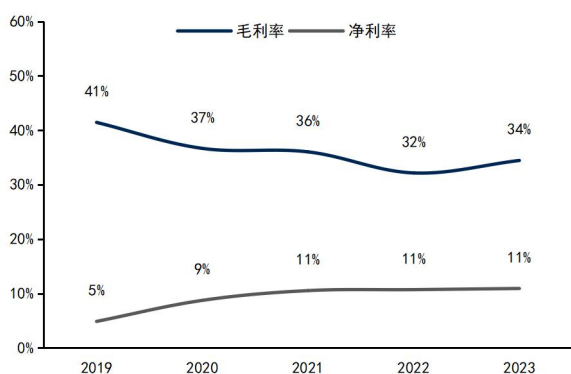
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



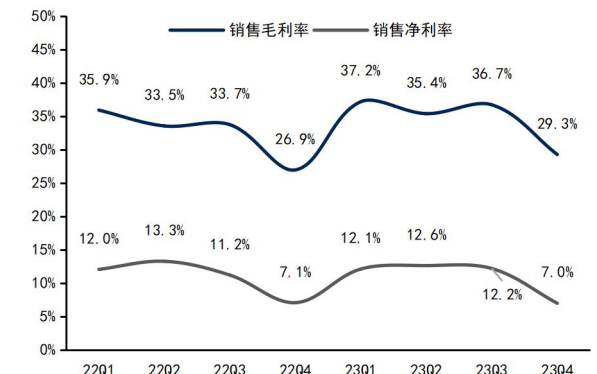
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司年度毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

四季度业绩保持稳健，销售毛利率同比提升。2023 年第四季度公司实现营收 15.14 亿元（同比+2.39%，环比+10.78%），归母净利润 1.06 亿元（同比+1.05%，环比-36.35%），销售毛利率 29.26%（同比+2.32pct.，环比-7.43pct.），销售净利率 6.97%（同比-0.09pct.，环比-5.21pct.）。

网内外二次业务量利齐增，储能业务实现高质量发展。2023 年公司实现电网自动化收入 29.24 亿元，同比+11.01%，毛利率 41.89%，同比+1.98pct.。电厂及工业自动化收入 24.91 亿元，同比+11.55%，毛利率 27.54%，同比+2.77pct.。其他收入 3.22 亿元，同比+61.87%，毛利率 18.93%，同比+7.93pct.。我们估计，其他收入主要来自储能业务，较高的毛利率水平体现公司长期以来稳健高质量发展理念。

电网二次技术积淀深厚，深耕变电站新型需求。公司持续跟踪新型电力系统建设新技术发展，打造高水平研发平台，保持技术领先优势。2023 年公司中标首个 500kV 二次优化示范站山东先行变、内蒙古首座新一代数字化二次集成变电站，在新一代高可靠变电站技术中保持领先地位。公司累计中标国家电网 55 座新一代集控站，及深圳 110kV 前海三数字孪生智慧变电站项目，在智能运检、数字孪生领域技术领先。

新能源业务规模持续增长，海上风电优势突出。公司受益于清洁能源快速建设，持续扩大重点客户市场占有率，中标多个重大项目。2023 年公司参与新能源项目 294 个（风电 112 个、光伏 182 个），合计容量约 27GW（其中风电 10GW、光伏 17GW）；2022 年公司参与风电项目 100 个，合计容量 9GW，光伏项目 119 个，容量 11GW。2023 年公司助力明阳青洲四海上风电项目成功并网，进一步提升公司大型海上风电二次设备集成能力。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。考虑到网内继保统招规则变化和股权激励成本情况，下调盈利预测。预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 7.45/8.75/10.20 亿元（24-25 年原预测值为 8.13/9.73 亿元），当前股价对应 PE 分别为 18/15/13 倍，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			ROE (22A)	投资评级
				22A	23E	24E	22A	23E	24E		
601126.SH	四方股份	15.63	130	0.67	0.75	0.90	23.4	20.7	17.5	13.4	买入
600406.SH	国电南瑞	24.51	1,969	0.96	0.93	1.09	25.5	26.4	22.5	15.2	-
002028.SZ	思源电气	58.36	451	1.59	2.00	2.67	36.7	29.2	21.9	13.3	-
000400.SZ	许继电气	24.52	250	0.75	0.91	1.16	32.7	26.9	21.1	7.5	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：可比公司均采用 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2323	3120	2000	2017	2685	营业收入	5078	5751	6733	7613	8468
应收款项	1134	1137	1476	1669	1856	营业成本	3446	3770	4477	5122	5729
存货净额	1921	2031	3680	4210	4709	营业税金及附加	49	48	61	69	76
其他流动资产	880	725	895	1024	573	销售费用	425	479	525	556	593
流动资产合计	7537	8525	9394	9945	10969	管理费用	222	278	323	312	322
固定资产	408	405	415	423	428	研发费用	425	541	566	594	635
无形资产及其他	149	210	196	182	168	财务费用	(54)	(57)	(33)	(12)	(31)
其他长期资产	305	311	404	305	254	投资收益	(1)	7	0	0	0
长期股权投资	51	55	55	55	55	资产减值及公允价值变动	(23)	(79)	(45)	(50)	(50)
资产总计	8452	9505	10464	10909	11873	其他收入	119	192	145	150	150
短期借款及交易性金融负债	6	8	506	0	0	营业利润	637	734	870	1022	1194
应付款项	2651	2911	2208	2526	2825	营业外净收支	17	2	8	8	8
其他流动负债	629	941	1065	1198	1329	利润总额	654	735	878	1030	1202
流动负债合计	4378	5249	5462	5627	6271	所得税费用	110	107	132	155	180
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	1	1	1	1
其他长期负债	25	21	21	21	21	归属于母公司净利润	543	627	745	875	1020
长期负债合计	25	21	21	21	21	现金流量表 (百万元)	2020	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	4404	5271	5483	5649	6292	净利润	543	627	745	875	1020
少数股东权益	3	4	5	6	7	资产减值准备	(26)	(65)	(30)	(30)	(30)
股东权益	4045	4231	4976	5255	5575	折旧摊销	84	98	53	56	59
负债和股东权益总计	8452	9505	10464	10909	11873	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(54)	(57)	(33)	(12)	(31)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	168	679	(2275)	137	288
每股收益	0.67	0.75	0.90	1.05	1.23	其它	(60)	(105)	(2)	19	1
每股红利	0.61	0.00	0.72	0.84	0.98	经营活动现金流	710	1233	(1508)	1057	1337
每股净资产	4.98	5.09	5.98	6.32	6.71	资本开支	(75)	(128)	(50)	(50)	(50)
ROIC	13%	14%	15%	16%	19%	其它投资现金流	(29)	4	(93)	99	50
ROE	14%	15%	16%	17%	19%	投资活动现金流	(104)	(124)	(143)	49	0
毛利率	32%	34%	34%	33%	32%	权益性融资	37	59	0	0	0
EBIT Margin	10%	11%	12%	13%	13%	负债净变化	(97)	25	498	(506)	0
EBITDA Margin	12%	13%	12%	13%	14%	支付股利、利息	(407)	(500)	0	(596)	(700)
收入增长	18%	13%	17%	13%	11%	其它融资现金流	(97)	25	498	(506)	0
净利润增长率	20%	15%	19%	17%	17%	融资活动现金流	(413)	(359)	531	(1090)	(669)
资产负债率	52%	55%	52%	52%	53%	现金净变动	193	750	(1120)	17	669
股息率	3.9%	0.0%	4.6%	5.4%	6.3%	货币资金的期初余额	2014	2323	3120	2000	2017
P/E	23.4	20.7	17.5	14.9	12.8	货币资金的期末余额	2323	3120	2000	2017	2685
P/B	3.1	3.1	2.6	2.5	2.3	企业自由现金流	602	1191	(1607)	960	1243
EV/EBITDA	28.7	24.9	22.1	18.4	16.5	权益自由现金流	550	1265	(1081)	464	1269

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032