

时代电气(688187.SH)

功率器件等新兴装备快速成长，IGBT业务向中低压布局

推荐 (维持)

股价:50.19元

主要数据

| | |
|-------------|------------------------|
| 行业 | 电子&半导体 |
| 公司网址 | www.tec.crczic.cc |
| 大股东/持股 | 中车株洲电力机车研究所有限公司/41.63% |
| 实际控制人 | |
| 总股本(百万股) | 1,416 |
| 流通A股(百万股) | 211 |
| 流通B/H股(百万股) | 547 |
| 总市值(亿元) | 603 |
| 流通A股市值(亿元) | 106 |
| 每股净资产(元) | 24.38 |
| 资产负债率(%) | 27.2 |

行情走势图



证券分析师

| | |
|----|--|
| 付强 | 投资咨询资格编号 S1060520070001 FUQIANG021@pingan.com.cn |
| 徐勇 | 投资咨询资格编号 S1060519090004 XUYONG318@pingan.com.cn |

研究助理

| | |
|-----|--|
| 徐碧云 | 一般证券从业资格编号 S1060121070070 XUBIYUN372@pingan.com.cn |
|-----|--|



事项:

公司公布2022年年报。2022年，公司实现销售收入180.34亿元，同比增长19.26%；实现归母净利润25.56亿元，同比增长26.67%；实现扣非归母净利润19.98亿元，同比增长31.02%。公司公布了利润分配预案：拟每10股派发现金股利5.5元（含税），不送红股不以资本公积转增股本。

平安观点:

- **新兴装备业务驱动成长，传统轨交业务稳中有升。**2022年，公司新兴装备产品实现营业收入51.47亿元，同比增长100.09%。其中，功率半导体器件实现收入18.35亿元，同比增长71.83%；工业变流实现收入13.74亿元，同比增长160.20%；新能源汽车电驱系统实现收入10.93亿元，同比增长139.75%；海工装备实现收入4.37亿元，同比增长50.21%。2022年，公司轨道交通装备产品实现营业收入126.56亿元，同比增长3.30%。其中轨道交通电气装备业务实现收入97.66亿元，同比增长3.38%，增速较上年同期实现转正（上年同期下降11.8%）。
- **公司毛利率略有回落但费用控制有效，公司业绩仍保持高增。**2022年，公司毛利率为32.69%，较上年同期下降1.05个百分点，主要是受到轨交设备毛利率下滑拖累影响。2022年，期间费用率为19.74%，较上年同期下降3.28个百分点。其中，销售、管理和研发费用率分别为6.09%、4.94%和9.77%，较上年同期分别下降0.86个、0.44个和1.41个百分点。2022年，归母净利润增速为26.67%，增速较上年同期实现转正（上年同期下降18.49%）；净利润率为14.37%，较上年同期上升0.92个百分点。
- **加快布局中低压IGBT和SIC，公司产品布局趋于完整。**时代电气是国内高压IGBT的龙头，在轨交、电网等领域有着较高的市占率。公司现有的IGBT产线，主要面向轨交、新能源和新能源汽车等领域。2022年9月，公司在宜兴和株洲启动了两条中低压IGBT新产能建设，投资规模达到11

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 15,121 | 18,034 | 21,882 | 25,873 | 30,544 |
| YOY(%) | -5.7 | 19.3 | 21.3 | 18.2 | 18.1 |
| 净利润(百万元) | 2,018 | 2,556 | 2,920 | 3,356 | 3,761 |
| YOY(%) | -18.5 | 26.7 | 14.2 | 14.9 | 12.1 |
| 毛利率(%) | 33.7 | 32.7 | 32.2 | 31.3 | 30.4 |
| 净利率(%) | 13.3 | 14.2 | 13.3 | 13.0 | 12.3 |
| ROE(%) | 6.2 | 7.4 | 7.9 | 8.4 | 8.7 |
| EPS(摊薄/元) | 1.42 | 1.80 | 2.06 | 2.37 | 2.66 |
| P/E(倍) | 35.2 | 27.8 | 24.3 | 21.2 | 18.9 |
| P/B(倍) | 2.2 | 2.1 | 1.9 | 1.8 | 1.6 |

1.19亿元，项目建设周期24个月。其中，宜兴一期建设项目投资额约

58.26亿元，规划36万片8吋IGBT，具备扩展至72万片的能力，该产线主要面向新能源汽车市场；株洲项目设计产能36万片8吋IGBT，主要用于新能源发电、工控、家电。目前，宜兴项目已经签订《土地出让合同》，后续产线建设工作将有序启动。在全球中低压供需两旺的大格局下，公司加大相关领域的产能投入，有助于公司提升相应领域的市场份额，提升业绩。除了中低压IGBT新建产线之外，公司已经建成的SiC芯片线的基础上，拟投资4.6亿元，实施碳化硅芯片生产线技术能力提升建设项目，相关项目正在建设中。

- **投资建议：**公司作为国内轨道交通装备领域的龙头企业，在轨交设备配套方面有着较为领先的市场地位，近年来在功率半导体等新兴领域快速发展。依托其现有在高压领域的技术积累，公司正在顺应市场的需要，将产品覆盖市场不断向工业、新能源汽车、风电光伏等领域推进，效果开始显现。同时，作为国内为数不多的IDM模式的IGBT企业，随着后续新产线的建设和投产，公司在该领域的市场占有率将进一步提升。结合公司年报以及行业发展情况，我们调整了公司2023-2025年行业盈利预期。预计2023-2025年EPS分别为2.06元（前值为1.99元）、2.37元（前值为2.30元）和2.66元（新增），对应3月30日收盘价PE分别为24.3X、21.2X和18.9X。我们持续看好公司后续发展，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 市场需求不及预期。公司下游为轨道交通、新能源汽车等领域，如果下游投资进度或者需求不及预期，公司的配套产品也会受到影响。2) 市场竞争加剧的风险。公司目前重点发展的功率半导体等领域，也面临着国际、国内竞争对手的激烈竞争，如果出现竞争环境恶化，公司毛利率可能出现下滑。3) 技术研发进度不及预期。公司在新兴领域研发投入规模较大，一旦投入方向出现偏差或者研发进度不及预期，可能对公司的经营和中长期发展带来不利影响。

资产负债表

单位：百万元

| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 36443 | 40806 | 47180 | 54365 |
| 现金 | 7500 | 7928 | 9415 | 10870 |
| 应收票据及应收账款 | 14855 | 17574 | 20780 | 24531 |
| 其他应收款 | 187 | 246 | 291 | 343 |
| 预付账款 | 716 | 498 | 588 | 695 |
| 存货 | 5822 | 6888 | 8257 | 9870 |
| 其他流动资产 | 7364 | 7672 | 7849 | 8057 |
| 非流动资产 | 12066 | 11087 | 10084 | 9073 |
| 长期投资 | 464 | 415 | 366 | 317 |
| 固定资产 | 5010 | 4288 | 3556 | 2811 |
| 无形资产 | 633 | 587 | 529 | 459 |
| 其他非流动资产 | 5961 | 5797 | 5634 | 5487 |
| 资产总计 | 48510 | 51893 | 57263 | 63438 |
| 流动负债 | 11702 | 12572 | 15041 | 17954 |
| 短期借款 | 454 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 8705 | 9302 | 11150 | 13328 |
| 其他流动负债 | 2542 | 3270 | 3891 | 4626 |
| 非流动负债 | 1512 | 1453 | 1397 | 1344 |
| 长期借款 | 208 | 149 | 93 | 40 |
| 其他非流动负债 | 1304 | 1304 | 1304 | 1304 |
| 负债合计 | 13214 | 14025 | 16438 | 19298 |
| 少数股东权益 | 765 | 795 | 830 | 869 |
| 股本 | 1416 | 1416 | 1416 | 1416 |
| 资本公积 | 10511 | 10511 | 10511 | 10511 |
| 留存收益 | 22603 | 25146 | 28068 | 31343 |
| 归属母公司股东权益 | 34531 | 37073 | 39996 | 43271 |
| 负债和股东权益 | 48510 | 51893 | 57263 | 63438 |

现金流量表

单位：百万元

| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 1950 | 1160 | 1802 | 1794 |
| 净利润 | 2592 | 2950 | 3391 | 3800 |
| 折旧摊销 | 725 | 931 | 954 | 962 |
| 财务费用 | -191 | -8 | -24 | -32 |
| 投资损失 | 42 | -12 | -12 | -12 |
| 营运资金变动 | -1168 | -2611 | -2418 | -2817 |
| 其他经营现金流 | -50 | -90 | -89 | -107 |
| 投资活动现金流 | -2263 | 150 | 150 | 168 |
| 资本支出 | 1201 | -0 | -0 | 0 |
| 长期投资 | 21450 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -24914 | 150 | 150 | 168 |
| 筹资活动现金流 | -591 | -882 | -465 | -506 |
| 短期借款 | 65 | -454 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 52 | -59 | -56 | -53 |
| 其他筹资现金流 | -708 | -369 | -409 | -454 |
| 现金净增加额 | -899 | 428 | 1486 | 1455 |

利润表

单位：百万元

| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 18034 | 21882 | 25873 | 30544 |
| 营业成本 | 12139 | 14827 | 17772 | 21244 |
| 税金及附加 | 116 | 154 | 182 | 215 |
| 营业费用 | 1098 | 1313 | 1501 | 1680 |
| 管理费用 | 890 | 1028 | 1138 | 1283 |
| 研发费用 | 1762 | 2079 | 2329 | 2749 |
| 财务费用 | -191 | -8 | -24 | -32 |
| 资产减值损失 | 73 | 0 | 0 | 0 |
| 信用减值损失 | -62 | 73 | 86 | 102 |
| 其他收益 | 572 | 561 | 561 | 561 |
| 公允价值变动收益 | 166 | 180 | 180 | 200 |
| 投资净收益 | -42 | 12 | 12 | 12 |
| 资产处置收益 | 4 | 3 | 3 | 3 |
| 营业利润 | 2931 | 3317 | 3818 | 4282 |
| 营业外收入 | 11 | 34 | 34 | 34 |
| 营业外支出 | 1 | 4 | 4 | 4 |
| 利润总额 | 2942 | 3348 | 3848 | 4313 |
| 所得税 | 350 | 398 | 457 | 513 |
| 净利润 | 2592 | 2950 | 3391 | 3800 |
| 少数股东损益 | 36 | 30 | 35 | 39 |
| 归属母公司净利润 | 2556 | 2920 | 3356 | 3761 |
| EBITDA | 3476 | 4270 | 4778 | 5242 |
| EPS (元) | 1.80 | 2.06 | 2.37 | 2.66 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入(%) | 19.3 | 21.3 | 18.2 | 18.1 |
| 营业利润(%) | 39.5 | 13.2 | 15.1 | 12.2 |
| 归属于母公司净利润(%) | 26.7 | 14.2 | 14.9 | 12.1 |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 32.7 | 32.2 | 31.3 | 30.4 |
| 净利率(%) | 14.2 | 13.3 | 13.0 | 12.3 |
| ROE(%) | 7.4 | 7.9 | 8.4 | 8.7 |
| ROIC(%) | 11.7 | 11.8 | 12.5 | 13.1 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 27.2 | 27.0 | 28.7 | 30.4 |
| 净负债比率(%) | -19.4 | -20.5 | -22.8 | -24.5 |
| 流动比率 | 3.1 | 3.2 | 3.1 | 3.0 |
| 速动比率 | 2.5 | 2.6 | 2.5 | 2.4 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.5 |
| 应收账款周转率 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 |
| 应付账款周转率 | 1.99 | 2.26 | 2.26 | 2.26 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.80 | 2.06 | 2.37 | 2.66 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.38 | 0.82 | 1.27 | 1.27 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 24.38 | 26.18 | 28.24 | 30.55 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 27.8 | 24.3 | 21.2 | 18.9 |
| P/B | 2.1 | 1.9 | 1.8 | 1.6 |
| EV/EBITDA | 19 | 14 | 12 | 11 |

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐 (预计6个月内, 股价表现强于市场表现20%以上)

推荐 (预计6个月内, 股价表现强于市场表现10%至20%之间)

中性 (预计6个月内, 股价表现相对市场表现在±10%之间)

回避 (预计6个月内, 股价表现弱于市场表现10%以上)

行业投资评级:

强于大市 (预计6个月内, 行业指数表现强于市场表现5%以上)

中性 (预计6个月内, 行业指数表现相对市场表现在±5%之间)

弱于大市 (预计6个月内, 行业指数表现弱于市场表现5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师 (一人或多人) 就本研究报告确认: 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户, 并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的, 本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司 (以下简称“平安证券”) 的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准, 不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠, 但平安证券不能担保其准确性或完整性, 报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价, 报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断, 可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问, 此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023号平安金融中心B座25层
邮编:518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333号平安金融大厦26楼
邮编:200120

北京

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心北楼16层
邮编:100033