



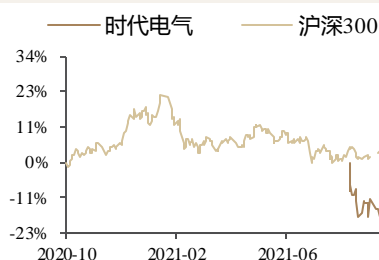
## 买入（维持）

所属行业：工业/工业工程  
当前价格(港币)：53.84 元

### 证券分析师

**张世杰**  
资格编号：S0120521020002  
邮箱：zhangsj3@tebon.com.cn  
**王俊之**  
资格编号：S0120521080002  
邮箱：wangjz3@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.33	65.48	65.48
相对涨幅(%)	4.82	63.79	62.37

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

1. 《发力 IGBT 模块，构建新兴成长曲线-时代电气 (688187.SH)：老树逢春出新枝\_x000b\_》，2021.8.31

# 时代电气 (688187.SH) 产能扩张节奏超预期，抢占 A 级新能源汽车先机

## 投资要点

10月29日，时代电气公布2021年Q3报告，2021年Q3其公司实现营收32.28亿元，同比下降25.10%；归母净利润5.07亿元，同比降低-37.72%。受疫情影响，公司业绩出现明显下降。

- **传统轨交业务处于低谷，未来或将边际改善。**公司2021年前三季度轨交实现营收68.34亿元，同比下降17.75%，主要受疫情带来的客流下降影响。一方面城市轨道交通建设，特别是新一线城市和二、三城市轨道交通建设的持续推进将继续贡献营收增量；另一方面，随着疫情逐步受控，高铁建设将恢复正常状态，该板块已经可以看到黎明的曙光。
- **新兴装备快速发展，功率半导体及新能源汽车电驱系统业务潜力巨大。**2021年前三季度新兴装备实现营收14.89亿元，同比增长28.52%，其中功率半导体营收7.27亿元，同比增长46.69%；新能源汽车业务收入2.84亿元，同比增长257.81%。公司实现了对A级新能源汽车的批量供货，客户覆盖传统车企和造车新势力。伴随着我国新能源汽车的快速发展，公司相关业务板块有望获得飞速增长。
- **产能拓展大超预期，有望领先新能源汽车窗口期卡位。**根据公司三季度业绩交流会信息，公司二期设计月产能2万片，理论上2022年年初就有能力满产，能够满足240万辆A级新能源汽车电驱IGBT模块需求。2020年下半年以来，在全球缺芯叠加我国新能源汽车快速发展背景下，我国车规级IGBT模块迎来发展窗口期。往后看，随着英飞凌、时代电气、华虹半导体、士兰微等厂商的产能的持续释放，车规级IGBT稀缺性将逐步缓解，时代电气凭借全面的客户覆盖、充足的产能和国内领先的技术，有望成为国内车规级新能源汽车IGBT的领导者。
- **布局光伏、碳化硅，积极推进第三条产线规划建设。**根据公司三季度业绩交流会信息，公司正积极布局光伏领域，实现了部分客户的定制开发，随着公司产能的快速释放，公司明年有望实现大批量供货。同时公司扩产原有碳化硅产线，在我国大力发展IGBT的背景下，积极内部推进第三期产线（包括硅基和碳化硅）的扩产计划。在潜力领域的大力布局，将有力支撑公司的持续发展。
- **盈利预测及投资建议。**疫情影响下，2021年公司轨交业务受到明显负面影响，我们下调公司营收及净利润预期，预计公司2021-2023年营业收入分别增长-12.28%/18.67%/12.22%达140.65/166.92/187.31亿元，归母净利润分别增长-14.35%/17.45%/18.55%达21.20/24.90/29.52亿元，对应2021年10月29日市值PE分别为35.96、30.62和25.83倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料及封测价格风险、核心人员流失风险、新产品研发与市场竞争风险、新产线产能爬坡不及预期、新能源汽车渗透率提升不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,416.24		2019	2020	2021E	2022E	2023E
流通 A 股(百万股):	158.49	营业收入(百万元)	16,304	16,034	14,065	16,692	18,731
52 周内股价区间(元):	46.00-57.50	(+/-)YOY(%)	4.1%	-1.7%	-12.3%	18.7%	12.2%
总市值(百万元):	63,556.08	净利润(百万元)	2,659	2,475	2,120	2,490	2,952
总资产(百万元):	43,500.45	(+/-)YOY(%)	1.8%	-6.9%	-14.4%	17.5%	18.5%
每股净资产(元):	22.95	全面摊薄 EPS(元)	2.26	2.11	1.50	1.76	2.08
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	38.9%	37.2%	36.4%	36.2%	35.9%
		净资产收益率(%)	12.1%	10.4%	8.1%	8.7%	9.3%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	2.11	1.50	1.76	2.08
每股净资产	16.84	18.51	20.27	22.35
每股经营现金流	1.23	2.81	0.60	1.11
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	0.00	35.96	30.62	25.83
P/B	0.00	2.91	2.66	2.41
P/S	3.95	5.42	4.57	4.07
EV/EBITDA	-7.15	31.10	25.80	21.31
股息率%	—	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	37.2%	36.4%	36.2%	35.9%
净利润率	15.4%	15.1%	14.9%	15.8%
净资产收益率	10.4%	8.1%	8.7%	9.3%
资产回报率	7.3%	6.0%	6.3%	6.8%
投资回报率	0.0%	7.5%	8.1%	8.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-1.7%	-12.3%	18.7%	12.2%
EBIT 增长率	—	—	17.4%	17.7%
净利润增长率	-6.9%	-14.4%	17.5%	18.5%
偿债能力指标				
资产负债率	28.4%	25.0%	25.8%	25.5%
流动比率	3.4	3.8	3.5	3.5
速动比率	2.7	3.3	3.0	2.9
现金比率	0.7	0.6	0.7	0.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	180.7	180.7	180.7	180.7
存货周转天数	154.4	142.6	145.7	146.1
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
固定资产周转率	5.8	4.4	4.3	4.1

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,475	2,120	2,490	2,952
少数股东损益	21	17	20	24
非现金支出	736	203	196	176
非经营收益	-105	-118	-137	-154
营运资金变动	-1,380	1,763	-1,715	-1,427
经营活动现金流	1,747	3,985	855	1,571
资产	-1,842	-822	-1,371	-1,393
投资	1,104	-4,000	2,000	2,000
其他	108	46	57	65
投资活动现金流	-630	-4,776	686	672
债权募资	66	-293	-15	-15
股权募资	0	241	0	0
其他	-612	-17	-9	-8
融资活动现金流	-545	-69	-24	-23
现金净流量	540	-859	1,517	2,220

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 29 日  
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	16,034	14,065	16,692	18,731
营业成本	10,067	8,949	10,653	11,999
毛利率%	37.2%	36.4%	36.2%	35.9%
营业税金及附加	112	98	117	131
营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	1,108	979	1,112	1,171
营业费用率%	6.9%	7.0%	6.7%	6.3%
管理费用	761	710	830	916
管理费用率%	4.7%	5.1%	5.0%	4.9%
研发费用	1,687	1,547	1,808	1,959
研发费用率%	10.5%	11.0%	10.8%	10.5%
EBIT	0	2,283	2,680	3,155
财务费用	3	-75	-89	-128
财务费用率%	0.0%	-0.5%	-0.5%	-0.7%
资产减值损失	-234	-150	-120	-100
投资收益	43	56	67	75
营业利润	2,778	2,304	2,710	3,219
营业外收支	59	71	79	87
利润总额	2,837	2,375	2,789	3,306
EBITDA	587	2,335	2,756	3,231
所得税	340	237	279	331
有效所得税率%	12.0%	10.0%	10.0%	10.0%
少数股东损益	21	17	20	24
归属母公司所有者净利润	2,475	2,120	2,490	2,952

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,129	4,269	5,786	8,007
应收账款及应收票据	10,398	9,121	10,824	12,147
存货	4,258	3,495	4,254	4,804
其它流动资产	6,640	10,468	8,985	7,428
流动资产合计	26,425	27,353	29,849	32,385
长期股权投资	551	551	551	551
固定资产	2,751	3,204	3,882	4,561
在建工程	1,644	2,144	2,894	3,644
无形资产	804	804	804	804
非流动资产合计	7,440	8,148	9,411	10,725
资产总计	33,866	35,501	39,260	43,110
短期借款	278	0	0	0
应付票据及应付账款	5,380	4,977	5,954	6,646
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,219	2,173	2,460	2,656
流动负债合计	7,877	7,150	8,414	9,303
长期借款	83	73	63	53
其它长期负债	1,646	1,641	1,636	1,631
非流动负债合计	1,729	1,714	1,699	1,684
负债总计	9,606	8,863	10,113	10,987
实收资本	1,175	1,416	1,416	1,416
普通股股东权益	23,852	26,213	28,704	31,656
少数股东权益	407	424	444	468
负债和所有者权益合计	33,866	35,501	39,260	43,110

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

张世杰，德邦证券电子行业首席分析师，北京大学光学博士，曾任职于东北证券及中国科学院物理研究所。具备多年光学及光电方向前沿科学研究经验，在国际知名刊物发表多篇文章；具备多个科技行业二级研究经历，2016、2017年水晶球团队成员，2018年每市TMT行业券商收益第1。

王俊之，德邦证券电子行业分析师，北京大学国家发展研究院（CCER）金融学硕士，曾任职于安信证券研究中心，2021年2月加德邦证券研究所，目前关注模拟芯片、汽车电子、半导体测试设备和光通信器件等领域。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。