

公司研究

轨交业务静待触底反弹，IGBT 芯片进入高速增长长期

——时代电气（688187.SH、3898.HK）2021 年三季度报点评

要点

前三季度业绩同比下滑，幅度符合预期

时代电气 2021 年前三季度累计实现营业收入 85.3 亿元，同比下降 13.7%；累计实现归母净利润 12.0 亿元，同比下降 19.7%，幅度处于业绩预告区间内（-15%至-25%）；每股收益为 1.02 元。公司前三季度综合毛利率为 37.9%，同比下降 0.4 个百分点；净利率为 14.2%，同比下降 0.9 个百分点。

轨交产品龙头地位稳固，静待行业触底反弹

在疫情冲击下，国铁市场设备投资有所下滑，但中长期投资仍有保障。公司轨道交通装备产品包括轨道交通电气装备、轨道工程机械及通信信号系统等，主要产品龙头地位稳固，长期有望维持稳健增长。

IGBT 等功率半导体业务成长空间巨大

公司新兴装备业务包括功率半导体、工业变流、新能源汽车电驱、传感器、海工装备，代表了多个公司重点布局的具备较高增长潜力的方向。根据招股书，公司已建成两条 8 英寸 IGBT 产线，采用 IDM 模式，IGBT 芯片与模块已用于轨交、电网、新能源汽车、风电、光伏等众多领域；IGBT 业务随着新产能逐渐投产，正处于高速增长期。随着新能源汽车产销量的快速增长，公司 IGBT 业务国产替代空间广阔，成长空间巨大。此外，公司积极布局碳化硅领域研发，于 2018 年完成国内首条 6 英寸碳化硅生产线，“高性能 SiC SBD、MOSFET 电力电子器件产品研制与应用验证”项目已通过科技成果鉴定。

在科创板成功上市，加快业务升级与协同发展

公司 9 月在 A 股科创板成功上市，募资金额约 75.55 亿元。通过募投项目，公司将进一步巩固在轨交牵引变流系统领域的领先优势，提升“智慧城轨”信息化系统的技术能力，并在半导体、新能源汽车电驱等新兴领域加强研发，提升产品竞争力，为公司未来的发展壮大打下坚实基础。

维持“买入”评级

考虑到轨交业务受疫情冲击，订单量下降，我们下调公司 21-23 年净利润预测 13.1%/5.7%/3.7%至 23.3%/28.3%/31.8 亿元，对应 21-23 年 EPS 分别为 1.65/2.00/2.24 元人民币。我们认为公司轨交业务未来有望触底反弹；IGBT 等新产业成长空间巨大，对公司估值有提升作用，值得重点关注，维持公司 A 股和港股“买入”评级。

风险提示：轨交投资波动风险、新产业发展不顺风险、次新股股价波动风险

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	16,304	16,034	14,386	16,888	18,517
营业收入增长率	4.13%	-1.66%	-10.28%	17.39%	9.65%
净利润（百万元）	2,659	2,475	2,330	2,830	3,175
净利润增长率	1.79%	-6.91%	-5.86%	21.44%	12.19%
EPS（元）	1.88	1.75	1.65	2.00	2.24
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.14%	10.38%	6.91%	7.84%	8.20%
P/E	29	31	33	27	24
P/E（H 股）	16	18	19	15	14

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-29；汇率：按 1HKD=0.82164CNY 换算

A 股：买入（维持）

当前价：53.84 元

H 股：买入（维持）

当前价：37.30 港元

作者

分析师：陈佳宁

执业证书编号：S0930512120001

021-52523851

chenjianing@ebsecn.com

分析师：王锐

执业证书编号：S0930517050004

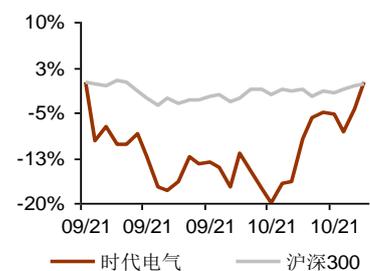
010-56513153

wangrui3@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	14.16
总市值(亿元):	762.50
一年最低/最高(元):	44.96/62.76
近 3 月换手率:	35.72%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.32	-8.39	-10.91
绝对	6.19	-6.37	-6.37

资料来源：Wind

相关研报

轨交电气装备龙头，IGBT 芯片等新产业成长空间广阔——时代电气（688187.SH）、中车时代电气（3898.HK）投资价值分析报告（2021-09-07）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	16,304	16,034	14,386	16,888	18,517
营业成本	9,966	10,067	8,986	10,547	11,532
折旧和摊销	475	514	576	686	808
税金及附加	151	112	101	118	130
销售费用	1,121	1,108	1,007	1,165	1,259
管理费用	850	761	691	794	852
研发费用	1,607	1,687	1,583	1,858	2,037
财务费用	4	3	-168	-268	-285
投资收益	95	43	60	70	80
营业利润	2,901	2,778	2,591	3,159	3,551
利润总额	2,933	2,837	2,648	3,216	3,608
所得税	275	340	318	386	433
净利润	2,658	2,497	2,330	2,830	3,175
少数股东损益	-2	21	0	0	0
归属母公司净利润	2,659	2,475	2,330	2,830	3,175
EPS(按最新股本计)	1.88	1.75	1.65	2.00	2.24

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,015	1,747	1,773	2,294	3,142
净利润	2,659	2,475	2,330	2,830	3,175
折旧摊销	475	514	576	686	808
净营运资金增加	-1,439	1,576	858	1,569	943
其他	321	-2,818	-1,992	-2,791	-1,784
投资活动产生现金流	-1,475	-630	-1,820	-1,815	-1,810
净资本支出	-748	-1,842	-1,850	-1,850	-1,850
长期投资变化	527	551	-30	-35	-40
其他资产变化	-1,255	661	60	70	80
融资活动现金流	-685	-545	7,348	-198	-281
股本变化	0	0	241	0	0
债务净变化	65	109	-375	0	0
无息负债变化	1,813	-1,292	-1,294	675	540
净现金流	-137	540	7,301	282	1,051

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	38.9%	37.2%	37.5%	37.5%	37.7%
EBITDA 率	22.2%	22.7%	22.3%	22.5%	23.1%
EBIT 率	19.3%	19.4%	18.3%	18.4%	18.8%
税前净利润率	18.0%	17.7%	18.4%	19.0%	19.5%
归母净利润率	16.3%	15.4%	16.2%	16.8%	17.1%
ROA	8.1%	7.4%	5.5%	6.3%	6.6%
ROE (摊薄)	12.1%	10.4%	6.9%	7.8%	8.2%
经营性 ROIC	16.7%	14.2%	10.8%	11.4%	11.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	33%	28%	19%	19%	19%
流动比率	2.85	3.35	5.31	5.07	4.99
速动比率	2.45	2.81	4.63	4.39	4.31
归母权益/有息债务	28.50	27.18	67.12	71.82	77.01
有形资产/有息债务	40.52	36.43	79.82	85.72	91.84

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	32,986	33,866	42,082	45,121	48,271
货币资金	4,302	5,129	12,430	12,712	13,763
交易性金融资产	4,906	3,732	3,732	3,732	3,732
应收账款	7,414	7,937	7,927	8,778	9,399
应收票据	2,726	2,461	2,446	2,702	2,778
其他应收款 (合计)	106	163	154	179	195
存货	3,768	4,258	4,313	4,746	5,074
其他流动资产	3,041	2,085	2,085	2,085	2,085
流动资产合计	26,775	26,425	33,402	35,303	37,430
其他权益工具	2	93	93	93	93
长期股权投资	527	551	581	616	656
固定资产	2,983	2,751	3,178	3,628	4,058
在建工程	92	1,644	2,178	2,579	2,879
无形资产	746	804	837	870	902
商誉	417	247	247	247	247
其他非流动资产	772	512	512	512	512
非流动资产合计	6,211	7,440	8,680	9,818	10,841
总负债	10,789	9,606	7,937	8,612	9,152
短期借款	147	278	0	0	0
应付账款	4,391	3,612	3,235	3,691	4,036
应付票据	2,282	1,768	1,618	1,793	1,960
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	113	83	83	83	83
流动负债合计	9,382	7,877	6,837	7,513	8,053
长期借款	231	83	3	3	3
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	677	1,057	1,057	1,057	1,057
非流动负债合计	1,407	1,729	1,099	1,099	1,099
股东权益	22,196	24,260	34,145	36,509	39,118
股本	1,175	1,175	1,416	1,416	1,416
公积金	5,394	5,648	12,962	12,962	12,962
未分配利润	15,466	17,157	19,487	21,851	24,460
归属母公司权益	21,910	23,852	33,738	36,102	38,711
少数股东权益	286	407	407	407	407

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	6.88%	6.91%	7.00%	6.90%	6.80%
管理费用率	5.21%	4.74%	4.80%	4.70%	4.60%
财务费用率	0.03%	0.02%	-1.17%	-1.59%	-1.54%
研发费用率	9.85%	10.52%	11.00%	11.00%	11.00%
所得税率	9%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.00	0.33	0.40	0.45
每股经营现金流	1.42	1.23	1.25	1.62	2.22
每股净资产	15.47	16.84	23.82	25.49	27.33
每股销售收入	11.51	11.32	10.16	11.92	13.07

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE (A 股)	29	31	33	27	24
PB (A 股)	3.5	3.2	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	16.3	16.4	20.0	17.0	15.0
股息率	0.0%	0.0%	0.6%	0.7%	0.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE