



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

买入 (首次)

行业: 机械设备
日期: 2022年03月10日

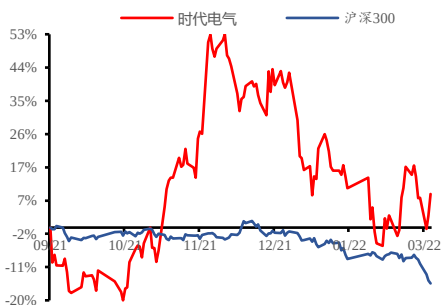
分析师: 陈宇哲
Tel: 021-53686143
E-mail: chenyzhe@shzq.com
SAC 编号: S0870521100002

联系人: 马永正
Tel: 021-53686147
E-mail: mayongzheng@shzq.com
SAC 编号: S0870121100023

基本数据

最新收盘价 (元) 62.80
12mth A 股价格区间 (元) 88.06-46.00
总股本 (百万股) 1,416.24
无限售 A 股/总股本 11.90%
流通市值 (亿元) 449.56

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

新兴装备业务持续放量，轨交业务有望触底反弹

■ 事件描述

2月25日时代电气发布2021年业绩快报，全年实现营业收入151.21亿元（未经审计，下同），同比减少5.7%，实现归母净利润20.18亿元，同比减少18.5%。扣非后归母净利润15.22亿元，同比减少18.7%。其中单Q4业绩下滑幅度较Q3已经有所收窄，Q4单季度公司实现营业收入65.95亿元，同比增加7.16%，实现归母净利润8.15亿元，同比减少16.65%，实现扣非后归母净利润6.43亿元，同比减少10.26%。

■ 核心观点

新能源车功率最强布局，汽车电动化核心标的。汽车新能源渗透率持续提升，根据中汽协的数据，1月国内新能源汽车销量同比增长135.8%，造车新势力产品2月份继续加速放量，蔚来同比增长9.9%，理想同比增长265.8%，小鹏同比增长180%。公司凭借IDM模式优势以及二期IGBT产能的释放，公司IGBT业务深度受益，已有产品打入多家龙头整车厂供应链，有望实现国内IGBT领跑地位。

新能源车电驱和风光变（逆）流器等新兴装备业务有望22年大规模放量。公司已与一汽、长安等一线汽车厂深入合作，推出多个电驱产品。此外，公司在风电变流器、光伏逆变器、车用传感器等领域持续发力，新兴装备批量投产将贡献主要增量，优化公司业务结构。

超前布局碳化硅，抢占市场先机。2021年12月时代电气发布国内首款基于自主SiC器件的大功率电驱产品，预计随着公司碳化硅认证和量产的推进，时代电气有望提前抢占市场先机。

轨交业务受疫情负面影响，未来有望触底反弹。2021年受疫情反复影响，国内运量及铁路建设放缓，中铁移动装备新造投资大幅下降，公司轨交业务出现周期性下滑。但随着疫情逐渐受控及国家“稳增长”“新基建”政策背景下，国内铁路轨道建设继续推进，客流量将稳步恢复，公司轨交业务有望触底反弹。

■ 盈利预测

首次覆盖给予“买入”评级。我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为20.17/24.25/27.45亿元，同比-18.5%/+20.2%/+13.2%，对应EPS为1.42/1.71/1.94元，21-23年PE估值分别为44.10/36.68/32.40倍。公司系全球轨交系统龙头，凭借超前布局和轨交积累的产能/技术优势成功打开新能源IGBT/电驱以及风光变（逆）流器等新兴领域，随着22年订单和产能的释放，公司盈利能力修复在即。

■ 风险提示

宏观政策变化的风险、新能源车需求不及预期、技术迭代不及预期。

■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	16034	15121	18405	20941
年增长率	-1.7%	-5.7%	21.7%	13.8%
归母净利润	2475	2017	2425	2745
年增长率	-6.9%	-18.5%	20.2%	13.2%
每股收益 (元)	2.11	1.42	1.71	1.94
市盈率 (X)	0.00	44.10	36.68	32.40
市净率 (X)	0.00	3.41	3.12	2.84

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2022年03月09日收盘价)

目 录

1 盈利预测与投资建议.....3

2 风险提示 6

图

图 1 国内动车产量 3

图 2 国内机车产量 3

表

表 1 公司分业务增速与毛利预测（百万元人民币） 4

1 盈利预测与投资建议

1) 新兴产业业务假设和预测

新兴产业包括功率半导体、汽车电驱、变流器、海工装备等；

功率半导体器件业务 22-23 年主要受益于公司 2 期 24 万片 IGBT 产线逐步投产，相比现有的 1 期的 12 万片成倍增长，我们根据产能放量节奏以及涨价因素预测功率半导体业务 21-23 年营收分别为 16.22 亿、25.40 亿和 32.60 亿。

汽车电驱业务主要受益于需求端国内电动车渗透率的快速提升，同时第三方电驱公司的份额有望进一步提升，公司电驱业务有望凭借自身 IGBT 芯片自供优势和相关配套产能的落地，份额将大幅提升，我们预计该块业务 21-23 年营收分别达到 5.40 亿、13.20 亿和 21.00 亿元。

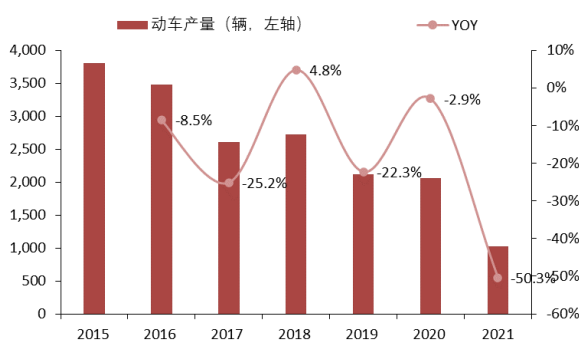
工业变流器主要成长动能来自于公司风电变流器，核心优势在于自身 IGBT 芯片自供，随着二期项目的扩产有望支撑公司份额的大幅提升，另外公司光伏逆变器新品也有望贡献部分增量。我们预计 21-23 年营收分别为 6.00 亿、11.00 亿和 15.70 亿。

综上测算结果，我们测算新兴产业 21-23 年营收有望从 2020 年的 19.01 亿分别提升至 33.73 亿、56.50 亿和 77.20 亿，增速分别为 77.41%、67.51%和 36.64%。同时，随着新兴产业中各项业务规模成倍增长带来的规模效应，叠加功率和电驱等高端产品占比的提升，有望带动新兴产业未来 3 年综合毛利率的持续上行，预计 21-23 年分别为 25.00%、27.00%和 29.00%。

2) 轨交业务假设与预测

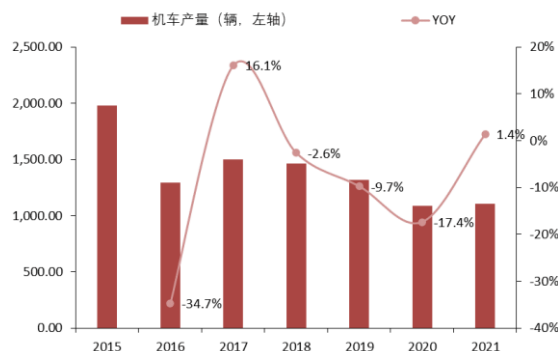
2021 年受疫情反复影响，国内运量及铁路建设放缓，中铁移动装备新造投资大幅下降，造成国内动车组和机车组的招标量/产量大幅下滑，公司轨交业务出现周期性下滑，我们预计 21 年轨交业务收入 115.27 亿，同比-17.01%。

图 1 国内动车产量



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 2 国内机车产量



资料来源: Wind, 上海证券研究所

随着疫情逐渐受控，客流量也将稳步恢复，同时国家“稳增长”和“新基建”政策背景下，国内铁路轨道建设继续推进，会带来稳定的新增需求，同时叠加之前旧轨交设备的更新替换需求，我们认为公司轨交业务有望 22-23 年迎来触底反弹。预计 22-23 年轨交业务恢复到 125.56 亿和 130.21 亿，逐步恢复到接近 2020 年的水平。

轨交设备竞争格局稳定，过往业务毛利率基本保持在接近 40% 的水平，且在逆周期的 2020 年依然有 39.5%，我们预计未来三年轨交业务毛利率有望继续保持平稳状态，分别为 39.90%、39.43% 和 39.18%。

3) 综合营收与毛利率预测

我们认为轨交业务周期反弹，同时新兴产业依托核心芯片/模块产能释放，有望迈入高增长期。我们预计 2021-2023 年公司的营业收入将分别达到 151.21/184.05/209.41 亿元，同比分别增长-5.69%/21.72%/13.78%。综合预计 2021-2023 年公司的毛利率将分别达到 36.35%/35.45%/35.28%。

表 1 公司分业务增速与毛利预测（百万元人民币）

分业务收入测算	2020	2021E	2022E	2023E
轨道交通装备	13890.43	11527.80	12555.19	13021.38
新兴装备	1901.20	3373.00	5650.00	7720.00
其他业务	242.26	220.00	200.00	200.00
合计	16033.89	15120.80	18405.19	20941.38
分业务成本测算	2020E	2021E	2022E	2023E
轨道交通装备	8402.67	6927.70	7604.11	7919.89
新兴装备	1480.11	2529.75	4124.50	5481.20
其他业务	183.88	167.20	152.00	152.00
合计	10,066.66	9,624.65	11,880.61	13,553.09
分业务增速	2020E	2021E	2022E	2023E
轨道交通装备	-3.77%	-17.01%	8.91%	3.71%
新兴装备	7.69%	77.41%	67.51%	36.64%
其他业务	131.87%	-9.19%	-9.09%	0.00%
合计	-1.66%	-5.69%	21.72%	13.78%
分业务毛利率	2020E	2021E	2022E	2023E
轨道交通装备	39.51%	39.90%	39.43%	39.18%
新兴装备	22.15%	25.00%	27.00%	29.00%
其他业务	24.10%	24.00%	24.00%	24.00%
合计	37.22%	36.35%	35.45%	35.28%

资料来源：Wind，上海证券研究所

投资建议：

首次覆盖给予“买入”评级。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 20.17/24.25/27.45 亿元，同比-18.5%/+20.2%/+13.2%，对应 EPS 为 1.42/1.71/1.94 元，21-23 年 PE 估值分别为 44.10/36.68/32.40 倍。公司系全球轨交系统龙头，凭借超前布

请务必阅读尾页重要声明

局和轨交积累的产能/技术优势成功打开新能源 IGBT/电驱以及风光变（逆）流器等新兴领域，随着 22 年订单和产能的释放，公司盈利能力修复在即。

2 风险提示

1. 政策风险

半导体产业是美国限制的核心产业，时代电气作为国内一流功率半导体公司，存在被制裁风险，影响公司产能扩张和持续经营能力。

2. 产能投产不及预期

公司新兴业务核心增长逻辑依赖 IGBT 2 期产线的产能爬坡，存在不及预期的风险。

3. 技术迭代不及预期

公司 IGBT/SIC 等新品开发进展低于预期。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	5129	9876	8958	9773
应收票据及应收账款	10398	9620	11697	13404
存货	4258	3591	4650	5365
其他流动资产	6640	5122	6751	6616
流动资产合计	26425	28209	32057	35157
长期股权投资	551	734	825	924
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	2751	2773	2785	2780
在建工程	1644	1684	1684	1684
无形资产	804	1072	1429	1905
其他非流动资产	1691	1800	1787	1753
非流动资产合计	7440	8063	8509	9046
资产总计	33866	36273	40566	44203
短期借款	278	0	0	0
应付票据及应付账款	5380	5677	7104	7780
合同负债	693	722	926	1002
其他流动负债	1527	1615	1837	1959
流动负债合计	7877	8014	9867	10741
长期借款	83	83	83	83
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1646	1646	1646	1646
非流动负债合计	1729	1729	1729	1729
负债合计	9606	9742	11596	12470
股本	1175	1416	1416	1416
资本公积	3322	3322	3322	3322
留存收益	19482	21499	23924	26669
归属母公司股东权益	23852	26110	28535	31280
少数股东权益	407	420	435	453
股东权益合计	24260	26530	28970	31733
负债和股东权益合计	33866	36273	40566	44203

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流量	1747	5622	-119	1826
净利润	2497	2030	2439	2763
折旧摊销	587	226	300	398
营运资金变动	-1380	3378	-2912	-1412
其他	44	-13	53	77
投资活动现金流量	-630	-826	-796	-1009
资本支出	-1842	-733	-743	-952
投资变动	1104	-184	-90	-99
其他	108	91	37	42
筹资活动现金流量	-545	-48	-2	-2
债权融资	66	0	0	0
股权融资	0	241	0	0
其他	-612	-289	-2	-2
现金净流量	540	4748	-918	814

利润表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	16034	15121	18405	20941
营业成本	10067	9625	11881	13553
营业税金及附加	112	95	116	132
销售费用	1108	1113	1380	1466
管理费用	761	869	1012	1110
研发费用	1687	1814	2025	2408
财务费用	3	-64	-92	-91
资产减值损失	-234	-67	-90	-120
投资收益	43	91	37	42
公允价值变动损益	2	0	0	0
营业利润	2778	2206	2651	3004
营业外收支净额	59	0	0	0
利润总额	2837	2206	2651	3004
所得税	340	177	212	240
净利润	2497	2030	2439	2763
少数股东损益	21	13	14	18
归属母公司股东净利润	2475	2017	2425	2745

主要指标

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力指标				
毛利率	37.2%	36.3%	35.4%	35.3%
净利率	15.4%	13.3%	13.2%	13.1%
净资产收益率	10.4%	7.7%	8.5%	8.8%
资产回报率	7.3%	5.6%	6.0%	6.2%
投资回报率	10.2%	7.2%	7.9%	8.2%
成长能力指标				
营业收入增长率	-1.7%	-5.7%	21.7%	13.8%
EBIT 增长率	1.1%	-26.8%	19.6%	13.7%
归母净利润增长率	-6.9%	-18.5%	20.2%	13.2%
每股指标 (元)				
每股收益	2.11	1.42	1.71	1.94
每股净资产	20.29	18.44	20.15	22.09
每股经营现金流	1.49	3.97	-0.08	1.29
每股股利				
营运能力指标				
总资产周转率	0.47	0.42	0.45	0.47
应收账款周转率	2.02	2.20	2.14	2.12
存货周转率	2.36	2.68	2.55	2.53
偿债能力指标				
资产负债率	28.4%	26.9%	28.6%	28.2%
流动比率	3.35	3.52	3.25	3.27
速动比率	2.73	3.00	2.71	2.70
估值指标				
P/E	0.00	44.10	36.68	32.40
P/B	0.00	3.41	3.12	2.84
EV/EBITDA	-1.20	33.85	28.34	24.24

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。