

轨交装备望迎反弹，IGBT、新兴装备持续放量

2022 年 04 月 03 日

3 月 29 日，时代电气发布 2021 年年报，公司全年实现营收 151.21 亿元，同比下降 5.69%；归母净利润 20.18 亿元，同比下降 18.49%；扣非净利 15.22 亿元，同比下降 18.74%。

► **Q4 业绩符合预期，看好 22 年将迎反弹。**在前三季度营收同比下滑的情况下，公司 Q4 实现营收 65.95 亿元，同比增长 7.16%；反映新兴装备业务营收占比正稳步提升，部分抵消轨交业务下滑影响。Q4 毛利率为 28.41%，环比 Q3 降 9.72 个百分点，主要因：1) 政府端订单的营收确认较多集中在 Q4，且由于审计调整等因素，一般 Q4 毛利率低于其余季度；2) 城轨领域毛利率低于机车、动车，而新兴装备业务毛利率亦低于轨交，因此总体毛利率有所下降。

► **疫情影响轨交业务 21 年表现，而 22 年有望触底反弹。**公司在轨交牵引系统市占率领先，21 年受疫情影响，国铁集团等大客户缩减投资预算，进而影响公司下游需求，公司轨交装备营收为 122.52 亿元，同比下降 11.8%。而当下，动车高铁牵引系统业务预计至暗时刻已过，城轨领域受益非牵引系统的新签订单大幅增长，以及信号系统同样迎历史新高订单，公司轨交业务将迎来发展新机遇。

► **国内汽车级 IGBT、SiC 最强音，22 年受益 2 期产线爬坡将迎放量。**公司 21 年功率器件业务营收 10.68 亿元，同比增长 33.26%。若不考虑并表，公司时代半导体子公司营收为 13.10 亿元，而该营收中不包含 2 期 IGBT 产能贡献。公司在轨交+电网 IGBT 市占率国内第一，且预计随着公司 2 期 IGBT 产线稳步爬坡，将有望于新能源汽车、光伏等获得领先市占。同时，公司提前卡位 SiC，3300V 轨交用 SiC 模块达国际一流水平，车规级 SiC 器件更已应用于自主电驱上。

► **电驱、传感器件等持续发力，预将贡献成长新动能。**公司新兴装备业务中电驱、传感器件等亦有看点。电驱方面，21 年公司实现收入 4.56 亿元，同比增长达 171.32%，行业排列前十，产品应用于长安、江铃、合众哪吒等车型。传感器件方面，公司交付同比增长 320%，稳居轨交领域国内市场占有率第一，在新能源汽车、风电、光伏领域位居行业前列，车用传感器亦迎旺盛订单。光伏逆变器及风电变流器方面，21 年公司风电交付 3GW，光伏交付 2GW，凭借成本优势及国企背景，2022 年有望迎来放量。

► **投资建议：**我们预计公司 2022/23/24 年归母净利润分别为 22.95/27.55/31.39 亿元，对应现价（2022.4.1 收盘价）PE 分别为 34/28/25 倍，公司作为国内轨交牵引系统龙头，资金技术实力强大。目前公司向新能源 IGBT 及电驱业务延伸布局，凭借强大技术优势及产能基础，将打开新的业绩增长点。维持“推荐”评级。

► **风险提示：**技术迭代不及预期的风险/宏观经济及行业政策变化的风险/IGBT 业务进展不及预期的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	15,121	17,512	20,711	24,982
增长率（%）	-5.7	15.8	18.3	20.6
归属母公司股东净利润（百万元）	2,018	2,295	2,755	3,139
增长率（%）	-18.5	13.7	20.1	13.9
每股收益（元）	1.42	1.62	1.95	2.22
PE	38	34	28	25
PB	2.3	2.2	2.0	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 1 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

54.31 元



分析师：方竞

执业证号：S0100521120004

电话：15618995441

邮箱：fangjing@mszq.com

研究助理：童秋涛

执业证号：S0100122010028

电话：13127514626

邮箱：tongqiutao@mszq.com

相关研究

- 1.时代电气(688187.SH) 2021 年业绩快报点评:Q4 业绩符合预期, IGBT、新兴装备放量在即
- 2.时代电气(688187):功率半导体收入大增, 车规 IGBT 快速发展
- 3.时代电气(688187)公司深度研究:轨交电气龙头, 汽车 IGBT 打开未来成长空间

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	15,121	17,512	20,711	24,982
营业成本	10,019	11,883	14,006	17,028
营业税金及附加	116	157	186	224
销售费用	1,050	1,137	1,345	1,623
管理费用	813	868	1,026	1,238
研发费用	1,690	1,713	2,025	2,443
EBIT	2,087	1,754	2,122	2,426
财务费用	-74	-158	-167	-175
资产减值损失	-162	-158	-87	-123
投资收益	34	40	47	57
营业利润	2,101	2,340	2,833	3,228
营业外收支	22	20	0	0
利润总额	2,123	2,360	2,833	3,228
所得税	88	63	75	86
净利润	2,035	2,297	2,758	3,142
归属于母公司净利润	2,018	2,295	2,755	3,139
EBITDA	2,689	2,864	3,466	3,939

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	8,219	8,852	8,412	8,961
应收账款及票据	9,307	10,504	11,697	13,274
预付款项	345	169	393	435
存货	4,921	4,968	6,129	7,627
其他流动资产	11,852	11,506	12,051	13,237
流动资产合计	34,643	36,000	38,682	43,534
长期股权投资	612	654	706	753
固定资产	3,964	5,589	6,506	6,991
无形资产	713	679	715	716
非流动资产合计	9,508	11,803	12,725	13,547
资产合计	44,151	47,804	51,407	57,081
短期借款	390	400	400	400
应付账款及票据	6,318	7,609	8,428	10,629
其他流动负债	2,444	2,728	3,029	3,673
流动负债合计	9,151	10,737	11,857	14,703
长期借款	78	78	78	78
其他长期负债	1,629	1,629	1,629	1,629
非流动负债合计	1,707	1,707	1,707	1,707
负债合计	10,858.1	12,443.5	13,564.1	16,409.4
股本	1,416	1,416	1,416	1,416
少数股东权益	672	674	677	681
股东权益合计	33,292.6	35,360.4	37,842.9	40,671.3
负债和股东权益合计	44,151	47,804	51,407	57,081

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-5.69	15.81	18.27	20.62
EBIT 增长率	-29.57	-15.95	21.01	14.29
净利润增长率	-18.49	13.73	20.05	13.94
盈利能力 (%)				
毛利率	33.74	32.14	32.38	31.84
净利润率	13.46	13.12	13.32	12.58
总资产收益率 ROA	4.57	4.80	5.36	5.50
净资产收益率 ROE	6.19	6.62	7.41	7.85
偿债能力				
流动比率	3.79	3.35	3.26	2.96
速动比率	3.18	2.85	2.68	2.38
现金比率	0.90	0.82	0.71	0.61
资产负债率 (%)	24.59	26.03	26.39	28.75
经营效率				
应收账款周转天数	158.09	158.25	145.67	131.88
存货周转天数	179.27	157.23	163.64	166.71
总资产周转率	0.34	0.37	0.40	0.44
每股指标 (元)				
每股收益	1.42	1.62	1.95	2.22
每股净资产	23.51	24.97	26.72	28.72
每股经营现金流	1.52	2.99	1.42	2.22
每股股利	0.45	0.16	0.19	0.22
估值分析				
PE	38	34	28	25
PB	2.3	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	25.91	24.11	20.05	17.50
股息收益率 (%)	0.83	0.30	0.36	0.41

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	2,035	2,297	2,758	3,142
折旧和摊销	603	1,110	1,344	1,513
营运资金变动	-312	715	-2,197	-1,672
经营活动现金流	2,150	4,232	2,017	3,141
资本开支	-971	-3,354	-2,153	-2,264
投资	-5,157	-82	-52	-47
投资活动现金流	-6,014	-3,356	-2,157	-2,254
股权募资	7,699	0	0	0
债务募资	33	10	0	0
筹资活动现金流	6,975	-243	-300	-339
现金净流量	3,099	633	-441	549

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001