

# 时代电气 (688187.SH)

## 电驱动系统与功率器件双轮驱动，新兴业务高速增长

**买入**

### 核心观点

**1H22 年业绩稳步提升，归母净利润同比增长超 20%。**公司发布 1H22 业绩预告，1H22 实现归母净利润 8.42 亿元 (YoY+21.08%)，扣非后归母净利润 6.07 亿元 (YoY+23.27%)，尽管 2Q22 受疫情及供应量影响，在新兴业务拉动下，公司 2Q22 单季度扣非归母净利润仍实现了 3.95 亿元 (YoY+16.52%，QoQ+86.32%)。此前公司 1Q22 实现营收 25.45 亿元 (YoY+22.29%)，归母净利润 3.41 亿元 (YoY +31.01%)，扣非后归母净利润 2.12 亿元 (YoY+36.98%)。

**新能源发电重塑电网架构，公司高压功率器件与零部件系统迎增长。**公司在光伏、风电、直流电网等新能源发电领域具备从功率器件、逆变器到系统的制造能力。我们预计 21-25 年全球光伏逆变器市场将由 541 亿元增至 1050 亿元，对应风光储能 IGBT 市场将由 47 亿元增至 88 亿元，叠加我国特高压/柔性直流电网项目高压功率器件年需求 18 亿元，公司该领域业务成长可期。

**汽车电动化渗透加速，公司 IGBT 模块与电驱动系统市占率持续提升。**在汽车电动化驱动下，我们预计 21-25 年全球新能源汽车 IGBT 市场将从 99.9 亿元增至 318.8 亿元。根据 NE 时代数据，公司 22 年 1-6 月我国新能源乘用车电驱动系统供应量为 6.34 万套 (占 4.6%，YoY+275%)，位列第 6；IGBT 功率模块搭载量约 22.6 万套 (占 11.2%，YoY >500%)，位列第 4；均处国内领先水平。

**碳化硅技术持续突破，产能布局拓宽增长空间。**公司在碳化硅领域深耕多年，已具备碳化硅功率器件及模块的制造能力，此外，搭载自研碳化硅功率器件的牵引变流器以及新能源汽车电驱动系统已陆续在整车端应用。在此基础上，公司将现有 4 英寸碳化硅产线 (1 万片/月) 提升至 6 英寸 (2.5 万片/月)，以实现碳化硅 MOSFET 工艺能力的进一步提升，拓宽未来成长空间。

**轨交市场稳步发展，夯实公司业务基础。**公司在轨道交通领域具备从功率器件、牵引变流器到整机系统的全产业链布局。预计随铁路与城轨建设加速，23 年我国高铁与动车牵引系统市场将达 62 亿元。公司作为国内牵引变流系统的龙头供应商，市占率超 60%；在轨道交通核心功率器件领域，公司已实现从晶闸管、IGBT 到碳化硅模块的全范围覆盖。

**投资建议：**我们看好公司高压 IGBT、碳化硅等功率器件的领先技术及核心装备的先进制造能力。预计公司 22-24 年归母净利润 22/25/28 亿元 (YoY+9%/12%/14%)，对应 22-24 年 PE 为 39/35/30 倍，给予“买入”评级。

**风险提示：**新能源发电及汽车需求不及预期，轨交、电网投资不及预期等。

### 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	16,034	15,121	16,931	18,278	19,718
(+/-%)	-1.7%	-5.7%	12.0%	8.0%	7.9%
净利润(百万元)	2475	2018	2190	2458	2802
(+/-%)	-6.9%	-18.5%	8.6%	12.2%	14.0%
每股收益(元)	2.11	1.42	1.55	1.74	1.98
EBIT Margin	14.3%	9.5%	12.5%	12.9%	13.3%
净资产收益率 (ROE)	10.4%	6.2%	6.4%	6.9%	7.5%
市盈率 (PE)	28.4	42.0	38.7	34.5	30.3
EV/EBITDA	28.4	48.7	35.3	31.1	28.0
市净率 (PB)	2.95	2.60	2.49	2.37	2.26

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 电子·半导体

**证券分析师: 胡剑**

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

**联系人: 周靖翔**

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

**联系人: 詹浏洋**

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

**证券分析师: 胡慧**

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

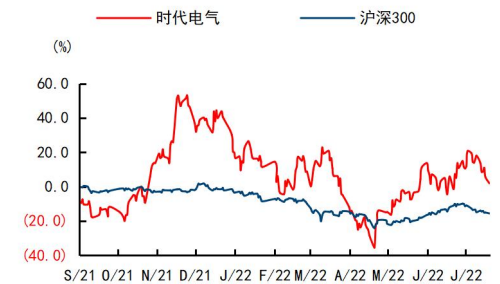
**联系人: 李梓澎**

0755-81981181

#### 基础数据

投资评级	买入 (首次覆盖)
合理估值	
收盘价	57.87 元
总市值/流通市值	81944/41435 百万元
52 周最高价/最低价	92.60/36.67 元
近 3 个月日均成交额	465.02 百万元

#### 市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

图1: 公司近五年营业收入及增速 (亿元、%)



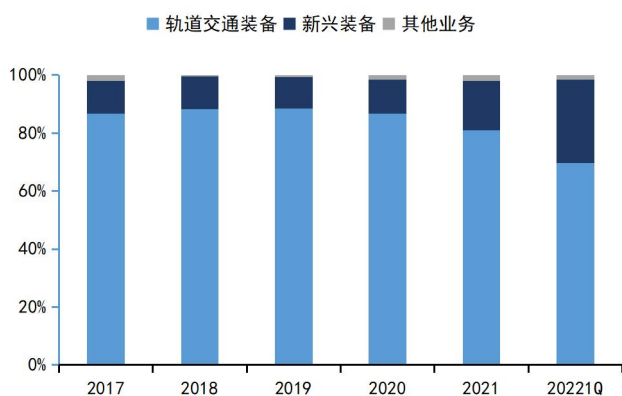
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司近五年扣非归母净利润及增速 (亿元、%)



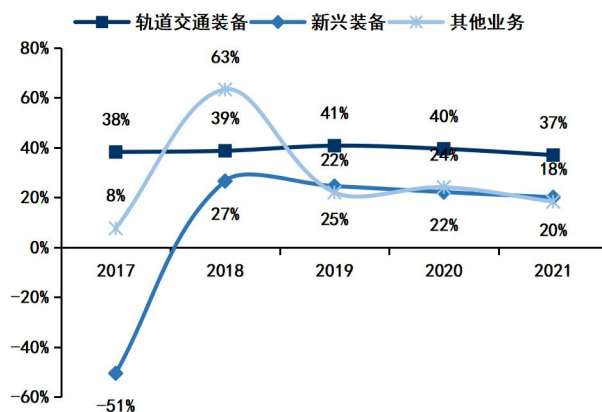
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司近五年分产品营收结构 (%)



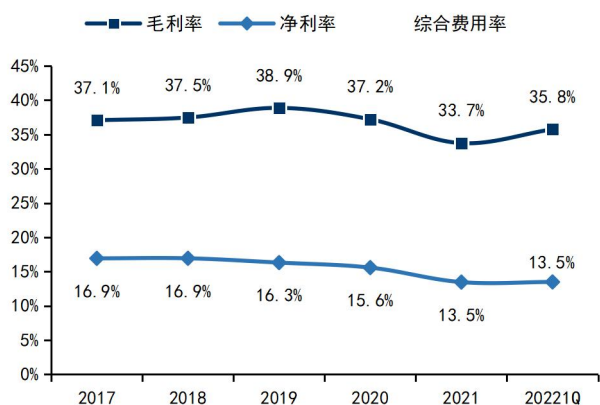
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司近五年分业务毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司近五年综合毛利率、净利率、综合费用率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司近五年研发投入及占营收比例 (亿元、%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 盈利预测

**轨道交通装备：**21年公司受国铁集团等大客户缩减投资预算导致轨道交通装备产品市场需求下降影响，轨道交通装备业务营收122.52亿元(YoY -12%)。1Q22轨道交通装备整体17.71亿元(YoY+2.79%)，部分市场有所回暖，预计未来随轨交工程机械销量、城轨建设等下游市场拉动有望实现22-24年业务增速3%/4%/4%，对应营收126.25/130.69/136.32亿元。其中，轨道交通电气装备、通信信号业务及其他轨道交通装备业务市场保持相对稳定；轨道工程机械业务基于平均销量测算，预计22-24年销量436/440/444辆，均价574/532/538万元左右，保持稳步提升。

**新型装备：**受益于海外市场复工复产、新能源汽车渗透加速及自主IGBT器件助力系统订单批量交付，21年新兴装备产品实现营收25.72亿元(YoY+35.31%)。随着下游应用加速发展，我们预计新型装备业务将延续高增长态势，预计22-24年业务增速为56%/23%/18%，对应营收40.09/49.13/57.90亿元。其中，功率半导体器件随二期IGBT产能增加，预计未来新能源汽车IGBT功率模块配套量有望达80万只以上，叠加新能源发电需求增加，22-24年功率半导体业务将实现收入19.5/23.2/26.0亿元；新能源汽车电驱根据1-6月系统配套量数据，预计22年供应量有望超15万套，23-24年增加至21/28万套，对应收入8.1/11.3/15.0亿元；工业变流产品将随中国新能源发电装机量同步增加，预计22-24年营收为6.5/7.7/8.6亿元；海工装备与传感器产品预计稳步快速增加。

**其他业务：**我们假设业务稳定，保持与21年相同水平。

表1：公司营业收入及毛利率预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入(百万元)</b>	163.04	160.34	151.21	169.31	182.78	197.18
轨道交通装备	144.34	138.90	122.52	126.25	130.69	136.32
轨道交通电气装置	109.23	106.18	94.47	96.36	100.21	105.22
轨道工程机械	19.92	20.15	21.27	22.98	23.42	23.87
通信信号系统	6.58	6.01	2.74	2.79	2.85	2.94
其他轨道交通装备	8.61	6.56	4.04	4.12	4.20	4.29
新型装备	17.65	19.01	25.72	40.09	49.13	57.90
功率半导体	5.19	8.01	10.68	19.54	23.19	25.98
新能源汽车电驱系统	1.31	1.68	4.56	8.05	11.27	15.02
工业变流产品	5.15	4.05	5.28	6.51	7.67	8.62
海工装备	4.52	3.25	2.91	3.02	3.14	3.26
传感器件	1.47	2.02	2.30	2.97	3.86	5.02
其他业务	1.04	2.42	2.97	2.97	2.97	2.97
<b>同比增速(%)</b>	4%	-2%	-6%	12%	8%	8%
轨道交通装备	4%	-4%	-12%	3%	4%	4%
新兴装备	1%	8%	35%	56%	23%	18%
其他业务	30%	132%	23%	0%	0%	0%
<b>毛利率(%)</b>	38.88%	37.22%	33.74%	34.45%	34.18%	34.00%
轨道交通装备	40.75%	39.51%	36.99%	37.54%	37.58%	37.62%
新兴装备	24.55%	22.15%	20.05%	25.66%	25.91%	26.17%
其他业务	22.00%	24.10%	18.31%	21.47%	21.29%	20.35%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

综上所述，我们预计22-24年公司营业收入分别同比增长12%/8%/8%至169.31/182.78/197.18亿元，对应综合毛利率为34.45%/34.18%/34%。我们预计22-24年公司归母净利润分别同比增长8.6%/12.2%/14.0%至21.90/24.58/28.02亿元。

## 投资建议

我们看好公司在新能源发电与汽车业务的高增长潜力，在高压 IGBT、SiC 等功率器件的领先技术以及电驱、逆变器、轨交等核心装备的先进制造能力。我们预计公司 22-24 年营收 169.31/182.78/197.18 亿元 (YoY+12%/8%/8%)，归母净利润 21.90/24.58/28.02 亿元 (YoY+8.6%/12.2%/14.0%)，对应 22-24 年 PE 分别为 38.7/34.5/30.3 倍，给予“买入”评级。

表2：公司未来 3 年盈利预测表（单位：百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	16034	15121	16931	18278	19718
营业成本	10067	10019	11099	12031	13015
销售费用	1108	1050	1091	1105	1113
管理费用	761	813	737	784	834
研发费用	1687	1690	1757	1860	1987
财务费用	3	(74)	(163)	(164)	(172)
营业利润	2778	2101	2283	2565	2926
利润总额	2837	2123	2305	2587	2948
归母净利润	2475	2018	2190	2458	2802

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	5129	8219	7732	8087	8582	营业收入	16034	15121	16931	18278	19718
应收款项	10560	9506	10644	11491	12397	营业成本	10067	10019	11099	12031	13015
存货净额	4258	4921	5378	5775	6218	营业税金及附加	112	116	130	136	150
其他流动资产	6478	11996	12632	13185	13846	销售费用	1108	1050	1091	1105	1113
<b>流动资产合计</b>	<b>26425</b>	<b>34643</b>	<b>36386</b>	<b>38538</b>	<b>41043</b>	管理费用	761	813	737	784	834
固定资产	4395	4886	5492	6094	6403	研发费用	1687	1690	1757	1860	1987
无形资产及其他	804	713	685	656	628	财务费用	3	(74)	(163)	(164)	(172)
其他长期资产	1691	3297	3297	3297	3297	投资收益	43	34	69	58	64
长期股权投资	551	612	612	612	612	资产减值及公允价值变动	(232)	(91)	(80)	(33)	56
<b>资产总计</b>	<b>33866</b>	<b>44151</b>	<b>46472</b>	<b>49197</b>	<b>51983</b>	其他收入	670	653	15	15	15
短期借款及交易性金融负债	795	818	618	744	727	营业利润	2778	2101	2283	2565	2926
应付款项	5380	6318	6905	7414	7983	营业外净收支	59	22	22	22	22
其他流动负债	1703	2015	2186	2335	2499	<b>利润总额</b>	<b>2837</b>	<b>2123</b>	<b>2305</b>	<b>2587</b>	<b>2948</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>7877</b>	<b>9151</b>	<b>9709</b>	<b>10493</b>	<b>11210</b>	所得税费用	340	88	96	108	123
长期借款及应付债券	83	78	74	70	66	少数股东损益	21	17	18	21	23
其他长期负债	1646	1629	1854	2080	2224	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2475</b>	<b>2018</b>	<b>2190</b>	<b>2458</b>	<b>2802</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1729</b>	<b>1707</b>	<b>1928</b>	<b>2149</b>	<b>2290</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债合计</b>	<b>9606</b>	<b>10858</b>	<b>11637</b>	<b>12642</b>	<b>13499</b>	净利润	2497	2035	2209	2479	2825
少数股东权益	407	672	705	741	784	资产减值准备	234	162	187	193	184
股东权益	23852	32621	34080	35718	37585	折旧摊销	514	532	615	768	888
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>33866</b>	<b>44151</b>	<b>46422</b>	<b>49102</b>	<b>51868</b>	公允价值变动损失	(2)	(71)	(107)	(160)	(240)
						财务费用	14	21	(163)	(164)	(172)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营运资本变动	(964)	(1594)	(1062)	(676)	(834)
每股收益	2.11	1.42	1.55	1.74	1.98	其它	(545)	1066	(24)	(30)	(12)
每股红利	0.47	0.48	0.52	0.58	0.66	<b>经营活动现金流</b>	<b>1747</b>	<b>2150</b>	<b>1656</b>	<b>2411</b>	<b>2639</b>
每股净资产	20.29	23.03	24.06	25.22	26.54	资本开支	(1855)	(974)	(1193)	(1341)	(1169)
ROIC	19%	13%	15%	16%	16%	其它投资现金流	1225	(5040)	0	0	0
ROE	10%	6%	6%	7%	7%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(630)</b>	<b>(6014)</b>	<b>(1193)</b>	<b>(1341)</b>	<b>(1169)</b>
毛利率	37%	34%	34%	34%	34%	权益性融资	0	7699	0	0	0
EBIT Margin	14%	9%	13%	13%	13%	负债净变化	(148)	(5)	(4)	(4)	(4)
EBITDA Margin	18%	13%	16%	17%	18%	支付股利、利息	(552)	(673)	(746)	(837)	(954)
收入增长	-2%	-6%	12%	8%	8%	其它融资现金流	155	(46)	(200)	126	(17)
净利润增长率	-7%	-18%	9%	12%	14%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(545)</b>	<b>6975</b>	<b>(950)</b>	<b>(715)</b>	<b>(975)</b>
资产负债率	30%	26%	27%	27%	28%	<b>现金净变动</b>	<b>540</b>	<b>3099</b>	<b>(487)</b>	<b>355</b>	<b>495</b>
息率	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	货币资金的期初余额	4244	4784	7883	7396	7751
P/E	28.4	42.0	38.7	34.5	30.3	货币资金的期末余额	4784	7883	7396	7751	8246
P/B	3.0	2.6	2.5	2.4	2.3	企业自由现金流	(281)	(664)	389	1014	1395
EV/EBITDA	28.4	48.7	35.3	31.1	28.0	权益自由现金流	(274)	(714)	342	1293	1539

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032