

时代电气 (688187.SH)

轨交业务保持稳健，新型装备多点开花

买入

核心观点

1H22 年业绩稳步提升，扣非归母净利润同比增长超 25%。1H22 公司实现营业收入 65.27 亿元 (YoY+23.2%)，扣非归母净利润 6.18 亿元 (YoY+25.5%)，毛利率 34.20% (YoY-3.51pct)。尽管受疫情及供应链影响，在新兴业务拉动下，公司 2Q22 仍实现营业收入 39.82 亿元 (YoY+23.8%，QoQ+56.5%)，扣非归母净利润 4.06 亿元 (YoY+20.3%，QoQ+91.5%)，毛利率 33.21% (YoY-4.34pct，QoQ-2.54pct)。

新能源发电需求增加，驱动公司新兴装备业务加速成长。1H22 公司新兴装备整体实现营业收入 18.3 亿 (YoY+135.3%)；其中，工业变流营收 3.26 亿元 (YoY+119.3%)，海工装备营收 1.69 亿元 (YoY+113.0%)，传感器件营收 1.25 亿元 (YoY+343.9%)。受益于新能源发电，公司光伏逆变器 1H22 累计供货超 10GW，国内累计中标集中式 1.1GW，组串式 5.42GW，市占率在 6、7 月位列第一。此外，公司风电变流器持续交付，海工装备获国内外多个新订单。

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。1H22 公司功率半导体营收 7.72 亿元 (YoY+106.6%)；新能源汽车电驱系统营收 4.36 亿元 (YoY+197.1%)。根据 NE 时代数据，1H22 公司国内新能源乘用车电驱系统供应量 6.34 万套 (占 4.6%)，位列第 6；新能源乘用车 IGBT 功率模块搭载量约 22.6 万套 (占 11.2%)，位列第四，均处于国内领先水平。

碳化硅技术持续突破，产线升级稳步推进。公司新能源车用碳化硅模块已进入验证阶段，此外，搭载自研碳化硅功率器件的牵引变流器及新能源汽车驱动已陆续在整车端应用。未来，随公司现有 4 英寸碳化硅产线 (1 万片/月) 逐步提升至 6 英寸 (2.5 万片/月)，预计将满足 10-12 万台车的配套需求。

轨交市场稳步发展，夯实公司业务基础。1H22 公司轨道交通装备产品营收 46 亿元 (YoY+4.7%)。其中除轨道交通电气装备受国铁采购收紧影响营收略降至 36.33 亿元 (YoY-4.99%)，受益于城轨交通与跨平台检修等市场增长，轨道交通工程机械业务营收 5.35 亿元 (YoY+95.4%)；通信信号业务营收 1.86 亿元 (YoY+42.8%)；其他轨道交通装备业务营收 2.46 亿元 (YoY+46.6%)。

投资建议：我们看好公司在高压 IGBT、SiC 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 22.0/24.7/27.3 亿元 (YoY+9.2%/12.1%/10.4%)，对应 22-24 年 PE 分别为 42.4/37.8/34.3 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	17,173	19,078	20,954
(+/-%)	-1.7%	-5.7%	13.6%	11.1%	9.8%
净利润 (百万元)	2475	2018	2203	2470	2728
(+/-%)	-6.9%	-18.5%	9.2%	12.1%	10.4%
每股收益 (元)	2.11	1.42	1.56	1.74	1.93
EBIT Margin	14.3%	9.5%	12.4%	12.5%	13.4%
净资产收益率 (ROE)	10.4%	6.2%	6.5%	6.9%	7.3%
市盈率 (PE)	31.3	46.3	42.4	37.8	34.3
EV/EBITDA	31.0	53.1	38.3	33.8	30.5
市净率 (PB)	3.25	2.86	2.74	2.62	2.49

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

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

联系人：李梓澎

0755-81981181

联系人：詹浏洋

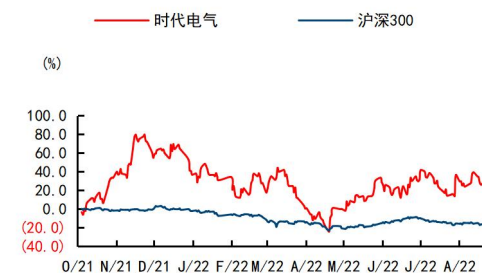
010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入 (维持)
合理估值	
收盘价	65.99 元
总市值/流通市值	93442/49954 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	492.38 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

《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》——2022-07-26

图1: 公司近五年营业收入及增速 (亿元、%)



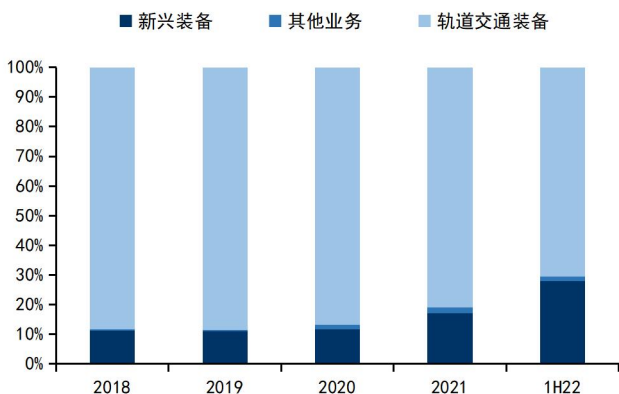
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司近五年扣非归母净利润及增速 (亿元、%)



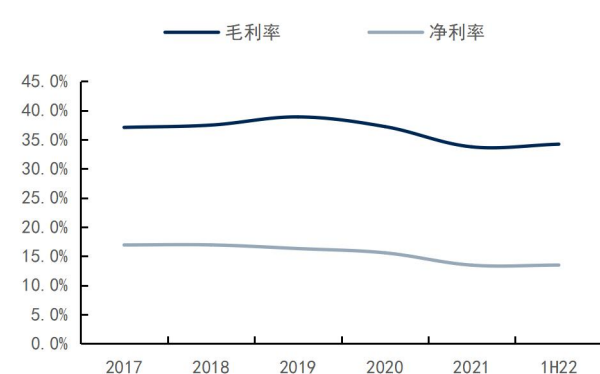
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司近五年分产品营收结构 (%)



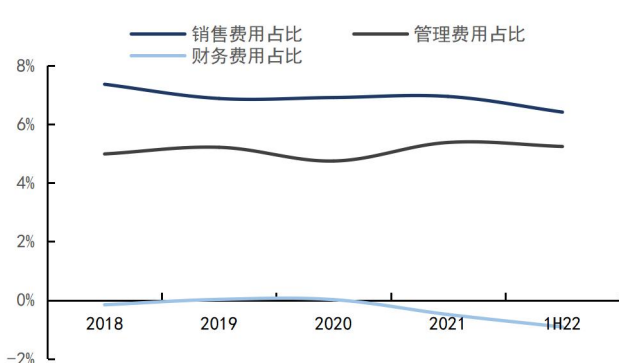
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司近五年毛利率、净利率 (%)



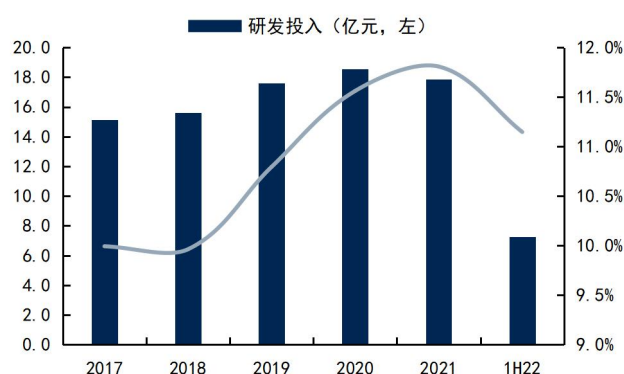
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	5129	8219	7586	0	0	营业收入	16034	15121	17173	19078	20954
应收款项	10560	9506	10796	11994	13173	营业成本	10067	10019	11279	12587	13816
存货净额	4258	4921	5470	6059	6628	营业税金及附加	112	116	132	142	160
其他流动资产	6478	11996	12702	13418	14206	销售费用	1108	1050	1090	1173	1204
流动资产合计	26425	34643	36554	31471	34007	管理费用	761	813	790	865	916
固定资产	4395	4886	5492	6094	6403	研发费用	1687	1690	1748	1922	2049
无形资产及其他	804	713	685	656	628	财务费用	3	(74)	(162)	(155)	88
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)	(82)	(39)	47
资产总计	33866	44151	46639	42130	44947	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	6008	营业利润	2778	2101	2296	2577	2849
应付款项	5380	6318	7023	7779	8509	营业外净收支	59	22	22	22	22
其他流动负债	1703	2015	2227	2460	2672	利润总额	2837	2123	2318	2599	2871
流动负债合计	7877	9151	9868	10983	17189	所得税费用	340	88	97	108	120
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	归属于母公司净利润	2475	2018	2203	2470	2728
长期负债合计	1729	1707	1928	2149	2290	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	9606	10858	11796	13132	19479	净利润	2497	2035	2221	2491	2751
少数股东权益	407	672	705	742	783	资产减值准备	234	162	189	199	193
股东权益	23852	32621	34089	35735	37552	折旧摊销	514	532	615	768	888
负债和股东权益总计	33866	44151	46589	49608	57814	公允价值变动损失	(2)	(71)	(107)	(160)	(240)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	14	21	(162)	(155)	88
每股收益	2.11	1.42	1.56	1.74	1.93	营运资本变动	(964)	(1594)	(1217)	(1051)	(1152)
每股红利	0.47	0.48	0.52	0.58	0.64	其它	(545)	1066	(27)	(44)	(280)
每股净资产	20.29	23.03	24.07	25.23	26.52	经营活动现金流	1747	2150	1513	2048	2247
ROIC	19%	13%	15%	16%	17%	资本开支	(1855)	(974)	(1193)	(1341)	(1169)
ROE	10%	6%	6%	7%	7%	其它投资现金流	1225	(5040)	0	0	0
毛利率	37%	34%	34%	34%	34%	投资活动现金流	(630)	(6014)	(1193)	(1341)	(1169)
EBIT Margin	14%	9%	12%	13%	13%	权益性融资	0	7699	0	0	0
EBITDA Margin	18%	13%	16%	17%	18%	负债净变化	(148)	(5)	(4)	(4)	(4)
收入增长	-2%	-6%	14%	11%	10%	支付股利、利息	(552)	(673)	(750)	(841)	(929)
净利润增长率	-7%	-18%	9%	12%	10%	其它融资现金流	155	(46)	(200)	126	5264
资产负债率	30%	26%	27%	28%	35%	融资活动现金流	(545)	6975	(954)	(719)	4332
息率	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	现金净变动	540	3099	(634)	(12)	5410
P/E	31.3	46.3	42.4	37.8	34.3	货币资金的期初余额	4244	4784	7883	7250	7237
P/B	3.3	2.9	2.7	2.6	2.5	货币资金的期末余额	4784	7883	7250	7237	12647
EV/EBITDA	31.0	53.1	38.3	33.8	30.5	企业自由现金流	(281)	(664)	250	664	1260
						权益自由现金流	(274)	(714)	201	935	6436

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