

时代电气 (688187.SH)

电驱 IGBT 模块获法雷奥定点，产能扩充提供增长动力

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：胡剑 021-60893306
证券分析师：胡慧 021-60871321
证券分析师：李梓澎 0755-81981181
联系人：叶子 0755-81982153
联系人：周靖翔 021-60375402
联系人：詹浏洋 010-88005307

◆ 电子 · 半导体

hujian1@guosen.com.cn
huhui2@guosen.com.cn
lizipeng@guosen.com.cn
yezi3@guosen.com.cn
zhoujingxiang@guosen.com.cn
zhanliuyang@guosen.com.cn

◆ 投资评级：买入(维持评级)

执证编码：S0980521080001
执证编码：S0980521080002
执证编码：S0980522090001

事项：

9月23日，公司发布公告：（1）公司控股子公司株洲中车时代半导体将作为法雷奥集团某电驱动系统项目的 IGBT 模块正式供应商。该电驱动系统项目将首先搭载在雷诺汽车的某车型上，公司预计该项目周期为4年，从2023年开始量产，总交货量预计超过250万台。（2）公司子公司株洲中车时代半导体投资建设中低压功率器件产业化项目，预计建设工期24个月，总投资约111.2亿元。其中，宜兴子项目主要聚焦新能源汽车领域中低压组件基材，对应8英寸年产能36万片/年（可拓展至72万片/年）；株洲子项目主要聚焦新能源发电及工控、家电领域中低压组件基材，对应8英寸年产能36万片/年（可拓展至72万片/年）。

国信电子观点：1) 公司本次获法雷奥电驱动系统项目的 IGBT 模块正式定点，产品得到国际头部客户认可，在车规级 IGBT 模块国产化基础上向全球扩展，进一步拓宽未来发展空间；2) 目前新能源发电与汽车等中低压组件市场需求旺盛且公司在 IGBT 器件与新能源汽车电驱系统、光伏逆变器已有一定市场份额，而现有产能不足以覆盖长期市场需求，此次中低压功率器件扩产项目将为公司巩固其头部优势提供保证。我们看好公司在 IGBT、SiC 等功率器件的领先技术及核心装备的先进制造能力，维持“买入”评级。

评论：

◆ 公司产品得到国际头部客户认可，未来发展空间向全球拓展

公司汽车 IGBT 模块国内市占率增超 10%，国际客户拓宽未来成长空间。根据 NE 时代数据，1H22 公司国内新能源乘用车 IGBT 功率模块搭载量约 22.6 万套(占 11.2%)，7 月单月搭载量约 5.5 万套，市占率已提升至 13%，客户涵盖哪吒、理想、长安、宝骏、东风风行、思皓、埃安、东风风神、启辰、俊风、富康等多个品牌，处于国内领先水平。在此基础上，公司成为法雷奥集团某电驱动系统项目的 IGBT 模块正式供应商，并将首先配套雷诺汽车的某车型，实现了海外市场的开拓，进一步拓展了发展空间。根据公告，项目从 2023 年开始量产，总交货量预计超过 250 万，将助力公司未来车用功率器件的快速增长。

表1：我国 22 年 7 月新能源上险乘用车功率模块国产化情况

供应商	配套量（万套）	占比	品牌
总量	42.4	100%	
比亚迪半导体	9.9	23.4%	腾势、东风风神、比亚迪
斯达半导	7.0	16.5%	比亚迪、欧拉、奇瑞、天美、凌宝、江淮、思皓、国金、江铃、易至、Ezoom、理念、马自达、电动屋、哪吒、雷丁、启辰、东风风光、雷诺、新特、东风小康、俊风、雪铁龙、富康、奇瑞、星途、凯翼、野马、东风风行
中车时代电气	5.5	12.9%	哪吒、理想、长安、宝骏、东风风行、思皓、埃安、东风风神、启辰、俊风、富康

备注：该统计数据为上险数据，仅包含零售乘用车大批量供货数据，不包含渠道批发、小批量供货、物流车及大巴车等供货情况

资料来源：NE 时代，国信证券经济研究所整理

◆ 新能源发电与新能源汽车需求增长迅速，产能扩充稳固市场竞争优势地位

公司中低压器件 1H22 快速增长，产能扩充正当时。公司 1H22 功率半导体实现营收 7.72 亿元 (YoY+106.6%)，中低压模块交付能力得到大幅提升，1H22 公司新能源车用器件交付同比增长超过 5 倍，风电用模块向一线设备厂商持续交付，市占率持续攀升，光伏用模块获得批量订单。随着未来国内外汽车厂商定点数增加，新能源发电业务持续上升，公司中低压功率器件业务将保持增长，而目前二期 8 英寸芯片产线已逐步接近设计产能 24 万片/年，因此，本次扩产计划将为公司产能匹配长期市场需求提供保证。

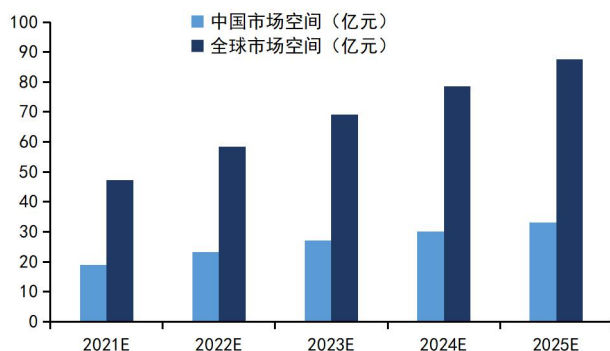
表2：公司功率器件产能情况

产线项目	设计产能	投产情况	产线定位
一期	8 英寸 12 万片/年	稳定产出	高压器件为主，聚焦轨道交通、电网及高压风电等 IGBT 器件
二期	8 英寸 24 万片/年	预计 2022 年满产	中低压器件为主，聚焦汽车、新能源发电等 IGBT 器件
中低压功率器件项目	8 英寸	宜兴：36 万片/年，可拓至 72 万片/年	预计 2024 年投产
		株洲：36 万片/年，可拓至 72 万片/年	预计 2024 年投产
			聚焦新能源汽车领域中低压组件基材
			聚焦新能源发电及工控、家电领域中低压组件基材

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

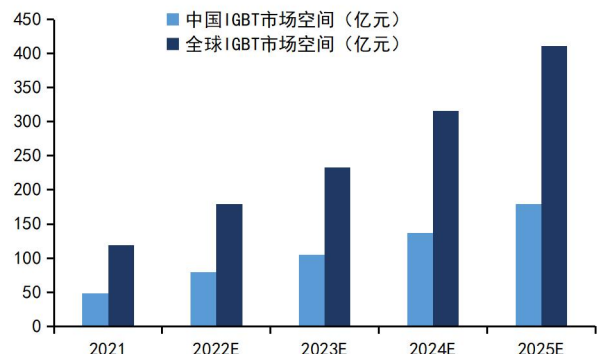
新能源汽车与新能源发电市场高景气，预计 25 年全球光风储用 IGBT 市场将增至 88 亿元，汽车 IGBT 将增至 318.8 亿元。根据全球光风储装机量与新能源汽车销量，我们测算 21-25 年全球光风储 IGBT 市场将由 47 亿元增至 88 亿元，中国光风储 IGBT 市场将由 19 亿元增至 33 亿元；21-25 年全球新能源汽车 IGBT 市场将从 99.9 亿元增至 318.8 亿元，中国新能源汽车 IGBT 市场将从 48 亿元增至 156.7 亿元。

图1：2020-2025 中国及全球光风储用 IGBT 市场空间（亿元）



资料来源：IRENA, CPIA, Omdia, 国信证券经济研究所整理

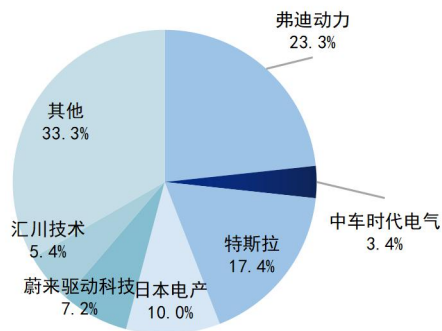
图2：2021-2025 年中国及全球车用 IGBT 市场空间（亿元）



资料来源：英飞凌、中汽协、Omdia, 国信证券经济研究所整理

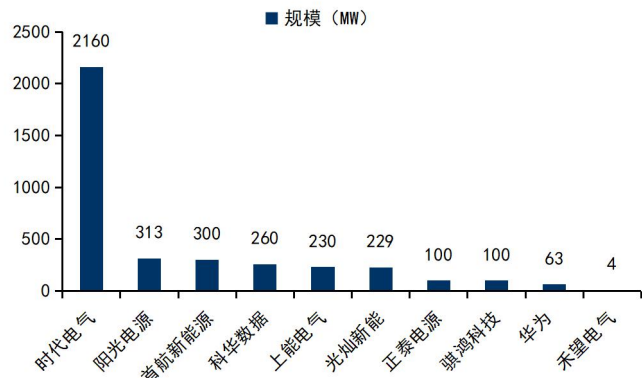
公司新能源汽车电驱动与光伏逆变器业务成长迅速，未来将拉动中低压器件快速增长。公司 1H22 新能源汽车电驱系统实现营收 4.36 亿元 (YoY+197.1%)。根据 NE 时代数据，1H22 公司国内新能源乘用车电驱动系统供应量 6.34 万套 (占 4.6%)，位列第 6；7 月单月电控搭载量 1.74 万套 (YoY+311%)，系统搭载量 1.71 万套 (YoY+>500%)，位列前十，是增速最快的厂商之一。此外，公司光伏逆变器 1H22 累计供货超 10GW，国内累计中标集中式 1.1GW，组串式 5.42GW，市占率在 7、8 月位列第一。未来在整机业务增长的拉动下，公司中低压功率器件业务有望保持高速增长。

图3：22 年 1-6 月我国新能源汽车电驱系统供应情况



资料来源：NE 时代，国信证券经济研究所整理

图4：22 年 7 月 20 日-8 月 20 日国内光伏企业中标容量 (MW)



资料来源：光伏头条，国际能源网，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：我们看好公司在功率器件的领先技术及核心装备的先进制造能力，维持“买入”评级

考虑公司新能源汽车与新能源发电 IGBT 产品拓展迅速，芯片制造能力不断升级，未来将进入产品上量的黄金时期，我们预计 2022-2024 年公司营收 171.7/192.0/216.1 亿元，归母净利润 22.0/25.1/29.7 亿元，当前股价对应 PE 分别为 36/32/27x，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

车规级 IGBT 模块放量不及预期；产能释放不及预期；新能源汽车整体销量不及预期。

相关研究报告：

《时代电气 (688187.SH) - 轨交业务保持稳健，新型装备多点开花》 —— 2022-08-31

《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

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	7505	7457	营业收入	16034	15121	17173	19204	21608
应收款项	10560	9506	10796	12073	13585	营业成本	10067	10019	11279	12648	14304
存货净额	4258	4921	5470	6090	6877	营业税金及附加	112	116	132	143	165
其他流动资产	6478	11996	12702	13455	14397	销售费用	1108	1050	1090	1180	1242
流动资产合计	26425	34643	36554	39124	42316	管理费用	761	813	790	871	944
固定资产	4395	4886	5492	6094	6403	研发费用	1687	1690	1748	1931	2121
无形资产及其他	804	713	685	656	628	财务费用	3	(74)	(162)	(154)	(151)
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)	(40)	42
资产总计	33866	44151	46639	49782	53256	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	2296	2618	3105
应付款项	5380	6318	7023	7819	8829	营业外净收支	59	22	22	22	22
其他流动负债	1703	2015	2227	2473	2770	利润总额	2837	2123	2318	2640	3127
流动负债合计	7877	9151	9868	11036	12326	所得税费用	340	88	97	110	130
长期借款及应付债券	83	78	74	70	66	少数股东损益	21	17	18	21	25
其他长期负债	1646	1629	1854	2080	2224	归属于母公司净利润	2475	2018	2203	2509	2972
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	13185	14616	净利润	2497	2035	2221	2530	2997
少数股东权益	407	672	705	742	787	资产减值准备	234	162	189	200	198
股东权益	23852	32621	34089	35761	37741	折旧摊销	514	532	615	768	888
负债和股东权益总计	33866	44151	46589	49688	53144	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)	(154)	(151)
每股收益	2.11	1.42	1.56	1.77	2.10	营运资本变动	(964)	(1594)	(1217)	(1146)	(1491)
每股红利	0.47	0.48	0.52	0.59	0.70	其它	(545)	1066	(27)	(45)	(47)
每股净资产	20.29	23.03	24.07	25.25	26.65	经营活动现金流	1747	2150	1513	1992	2154
ROIC	19%	13%	15%	16%	17%	资本开支	(1855)	(974)	(1193)	(1341)	(1169)
ROE	10%	6%	6%	7%	8%	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%	17%	负债净变化	(148)	(5)	(4)	(4)	(4)
收入增长	-2%	-6%	14%	12%	13%	支付股利、利息	(552)	(673)	(750)	(854)	(1012)
净利润增长率	-7%	-18%	9%	14%	18%	其它融资现金流	155	(46)	(200)	126	(17)
资产负债率	30%	26%	27%	28%	29%	融资活动现金流	(545)	6975	(954)	(733)	(1033)
息率	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%	现金净变动	540	3099	(634)	(81)	(48)
P/E	26.8	39.7	36.3	31.9	26.9	货币资金的期初余额	4244	4784	7883	7250	7168
P/B	2.8	2.5	2.3	2.2	2.1	货币资金的期末余额	4784	7883	7250	7168	7120
EV/EBITDA	27.0	46.3	33.4	29.1	25.4	企业自由现金流	(281)	(664)	250	611	943
						权益自由现金流	(274)	(714)	201	880	1066

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