

**买入**

2024年8月27日

**上半年业绩高增长，轨交业务持续回暖，半导体利润增厚**

- 2024 上半年净利润增长 30.56%:** 公司 2024 上半年收入 102.84 亿元，增长 19.99%；净利润 15.07 亿，增长 30.56%。分业务看，轨道交通业务收入 61.39 亿，增长 30.87%；新兴装备业务 40.94 亿，增长 9.21%，其中，功率半导体器件 17.47 亿，增长 26.63%，传感器 1.36 亿，下降 47%，新能源汽车电驱 9.03 亿，增长 8.23%，工业变流 9.03 亿，下降 3.58%。
- 轨交业务持续回暖:** 国铁集团动车组招标量已超过去年全年水平，公司占有率保持稳定。截至 2023 年底，全国机车拥有量 2.24 万辆，标准动车组保有量 4427 标准列，更新替换和维修的需求特别是动车高级修将增厚公司明年的收入。预计今年动车板块收入增长乐观，机车相对持平，城轨业务略有下滑。
- 新兴装备业务增速快:** 功率半导体宜兴三期预计今年下半年投产，中低压器件产能持续提升，四季度进入量产，明年上半年有望达产。SiC 产品完成第 4 代沟槽栅芯片开发，产线改造完成，新能源车用 SiC 产品处于持续验证阶段。上半年公司在中国乘用车功率半导体装机量市场份额位居行业第二，仅次于比亚迪。
- 维持买入评级，目标价 42.4 港元:** 公司专注于两个大方向：交通和能源，包括新能源车和轨道交通，发电侧变流系统等。随着铁路客货流的增长，轨交业务有望贡献稳定的收入增长；功率半导体等新兴业务规模持续提升，经过业务培育期，盈利能力有望持续改善。预计公司 2024-2026 年收入为 242 亿元，271 亿元和 306 亿元，增速为 11.1%，11.8%和 13%；2024-2026 年净利润分别为 36.3 亿元、41.7 亿元和 44.6 亿元，增速为 17%、14.8%和 7.0%。给予公司 2024 年 15 倍的 PE 估值，目标价 42.4 港元，较现价有 44.5%的上升空间，维持买入评级。

陈晓霞

852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

行业 电气制造

股价 29.35 港元

目标价 42.4 港元

(+44.5%)

总市值 414.29 亿港元

已发行股本 14.12 亿股

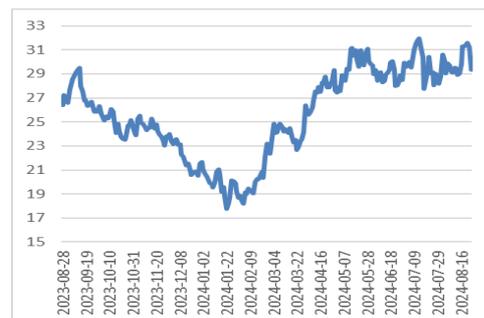
52 周高/低 32.4 港元/17.245 港元

每股净资产 26.1 元人民币

 主要股东 中车株洲电力机车研究所  
41.87%

**盈利摘要**
**股价表现**

截止日12月31日	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
收入 (百万元人民币)	18,034	21,799	24,218	27,070	30,589
变化	19.3%	20.9%	11.1%	11.8%	13.0%
净利润 (百万元人民币)	2556	3106	3633	4171	4462
变化	26.7%	21.5%	17.0%	14.8%	7.0%
市盈率@29.35港元(倍)	14.8	12.1	10.4	9.0	8.4
摊薄每股收益(人民币元)	1.80	2.20	2.57	2.96	3.16
每股派息(人民币元)	0.55	0.78	0.90	1.03	1.11
息率	2.1%	2.9%	3.4%	3.9%	4.1%



来源：公司资料，第一上海预测

来源：Wind

## 主要务报表

## 损益表

人民币百万元，财务年度截至12月底

	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
营业收入	18,033.8	21,798.9	24,218.0	27,070.2	30,588.9
营业成本	(12,139.2)	(14,417.7)	(16,235.2)	(18,160.9)	(20,483.2)
营业税金	(116.2)	(122.5)	(136.1)	(152.1)	(171.9)
其他业务收入	(42.0)	57.2	0.0	0.0	0.0
销售费用	(1,098.2)	(1,486.9)	(1,501.5)	(1,624.2)	(1,774.2)
管理费用	(2,651.9)	(3,062.2)	(3,317.9)	(3,600.3)	(4,007.2)
资产减值	239.4	(6.5)	(41.0)	0.0	0.0
财务收入	190.9	257.8	237.1	237.5	250.2
营业外收入净额	10.3	42.2	38.7	40.5	42.3
其他	514.6	299.3	879.2	991.7	793.4
税前盈利	2,941.5	3,359.6	4,141.3	4,802.3	5,238.4
所得税	(349.6)	(209.5)	(331.3)	(432.2)	(523.8)
净利润	2,555.8	3,105.7	3,632.7	4,171.4	4,461.9
少数股东利润	36.1	44.4	177.3	198.7	252.7
折旧及摊销	716.1	858.8	882.4	1,256.1	1,480.4
EBITDA	3,466.8	3,960.6	4,786.6	5,821.0	6,468.6
EPS (摊薄)	1.80	2.20	2.57	2.96	3.16
增长					
总收入 (%)	19.3%	20.9%	11.1%	11.8%	13.0%
EBITDA (%)	34.3%	14.2%	20.9%	21.6%	11.1%
每股收益 (%)	10.4%	22.2%	17.0%	14.8%	7.0%

## 资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月底

	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
现金	7,500.4	7,903.2	7,322.9	7,998.1	10,034.5
应收账款及票据	9,306.5	11,504.8	12,012.7	13,345.8	14,917.5
存货	4,921.1	5,821.6	5,443.0	5,926.0	6,491.5
其他流动资产	14,715.2	12,285.5	14,050.2	14,371.3	14,870.3
总流动资产	36,443.2	37,515.0	38,828.8	41,641.2	46,313.8
固定资产	4,802.5	5,232.5	7,848.8	9,418.6	9,889.5
无形资产	818.4	1,602.3	1,602.3	1,602.3	1,602.3
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他固定资产	6,443.8	9,055.1	8,190.0	8,190.0	7,790.0
总资产	48,507.8	53,404.8	56,469.9	60,852.0	65,595.6
应付账款	8,705.3	10,138.3	11,277.0	12,461.8	13,886.5
其它应付	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
短期银行贷款	830.4	894.1	894.1	894.1	894.1
其他短期负债	2,166.3	2,399.8	2,399.8	2,399.8	2,399.8
总短期负债	11,702.0	13,432.2	14,570.9	15,755.7	17,180.3
长期银行贷款	72.7	631.9	884.7	1,061.7	1,274.0
其他负债	1,439.2	1,624.2	1,624.2	1,624.2	1,624.2
总负债	13,213.9	15,688.3	17,079.8	18,441.5	20,078.5
少数股东权益	671.7	765.0	850.6	1,027.9	1,226.6
股东权益	34,528.9	36,866.0	38,362.2	41,183.9	44,037.7
每股净资产	24.4	26.1	27.2	29.2	31.2
营运资金	24,741.2	24,082.8	24,258.0	25,885.5	29,133.5

## 财务分析

	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
盈利能力					
毛利率 (%)	32.7%	33.9%	33.0%	32.9%	33.0%
EBITDA 利率 (%)	19.2%	18.2%	19.8%	21.5%	21.1%
净利率 (%)	14.2%	14.2%	15.0%	15.4%	14.6%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	20.8%	20.9%	19.9%	19.3%	18.9%
实际税率 (%)	11.9%	6.2%	8.0%	9.0%	10.0%
股息支付率 (%)	30.5%	35.5%	35.0%	35.0%	35.0%
库存周转天数	55.5	54.1	50.8	45.9	44.4
应付账款天数	90.9	95.0	96.6	95.8	94.2
应收账款天数	199.4	174.2	177.2	171.0	168.6
财务状况					
负债/股东权益	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
收入/总资产	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
总资产/股东权益	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5

## 现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月底

	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
EBITDA	3,466.8	3,960.6	4,786.6	5,821.0	6,468.6
营运资金变化	(1,167.7)	(960.4)	(677.4)	(952.4)	(1,211.5)
其他营运活动	(257.8)	(218.2)	183.5	(54.0)	(132.9)
营运性现金流	2,041.2	2,781.9	4,292.7	4,814.6	5,124.2
资本开支	(953.4)	(2,980.5)	(2,502.3)	(2,691.0)	(1,416.4)
其他投资活动	(1,309.5)	703.8	(123.2)	0.0	0.0
投资性现金流	(2,263.0)	(2,276.8)	(2,625.4)	(2,691.0)	(1,416.4)
负债变化	110.9	340.3	(252.8)	(176.9)	(212.3)
股本变化	170.0	49.9	0.0	0.0	0.0
股息等付款	(665.5)	(841.7)	(1,101.0)	(1,271.4)	(1,460.0)
其他融资活动	(206.7)	(137.5)	0.0	0.0	0.0
融资性现金流	(591.4)	(589.1)	(1,353.8)	(1,448.4)	(1,672.3)
现金变化	(813.1)	(83.9)	313.5	675.2	2,035.4
汇率影响	4.9	18.5	0.0	0.0	1.0
期初持有现金	7,883.1	7,074.9	7,009.4	7,322.9	7,998.1
期末持有现金	7,074.9	7,009.4	7,322.9	7,998.1	10,034.5

资料来源：公司报告，第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号  
永安集团大厦 19 楼  
电话: (852) 2522-2101  
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2024 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。