

汽车及工业行业

2024年9月12日

汽车及工业行业

时代电气（3898 HK）：大规模检修和以旧换新有望带动增长

我们参加了时代电气（3898 HK/未评级）的反向路演活动，以更新公司近况和前景：

陈庆
angus.chan@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

李柳晓, PhD, CFA
joyce.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1854

- ⊕ **大规模检修和设备以旧换新有望带动轨道交通装备业务增长。**根据过往数据，和谐机车/高速动车组的C6修/C5修平均周期大概是12年。和谐号机车于2019年进入C6修，2022年开始逐步放量，近几年处于相对高峰期；高速动车组于2010年大批量投运，2020年首次进入五级修，由于修程修制改革，检修的高峰期延迟了近两年，公司预计2024-2027年将处于高级修的相对高峰期。以旧换新方面，国家铁路局于2024年2月提出，到2027年达年限之老旧内燃机基本淘汰，随着更新补贴政策的完善，我们预计有望给时代电气带来收入增量。
- ⊕ **新能源车相关业务价格承压，时代电气积极应对。**半导体业务：时代电气的碳化硅年产能目前达到22.5万片（6英寸），株洲三期的项目预计2025年就会形成量产，基于碳化硅器件的电驱系统有望在今年内产生销售。宜兴IGBT产线已于2024年6月进入试生产，并有望于2025年达到可观的产能利用率。基于新能源车行业的增长态势，以及时代电气具有行业第一梯队的竞争优势，公司目标新能源车相关半导体业务维持增长。新能源汽车电驱系统：尽管当前行业竞争激烈，但是公司表示行业集中度正在提升，基于其技术优势和母公司的资源，时代电气的出货量和毛利率提升，电驱业务呈现亏损收窄趋势。此外时代电气基于客户的需求，计划在印度尼西亚进行产能布局。传感器：时代电气正在拓展客户和产品品类（目前主要集中在电压和电流传感器）。
- ⊕ **创新驱动长期增长。**时代电气紧跟新能源发展方向，基于中车于2024年6月发布的7款新能源机车，时代电气提供了对应的牵引网络和电池管理系统。相较世界主流的产品，时代电气的牵引储能系统产品兼容范围更广，大幅度缩短设计和交付的周期。针对国铁正在主导的CR450动车组，时代电气在永磁牵引系统、牵引电流装置等都发挥了积极作用。时代电气在轨交设备上持续投入研发，并紧跟国铁和中车的需求，我们认为这有助于其长期增长。
- ⊕ **跟随中车积极开拓国际市场。**时代电气的产品服务了一带一路沿线52个国家和地区，其参与的中老铁路、雅万高铁等已经成为了高质量共建一带一路的合作典范。尽管轨道交通等大型工程类项目受地缘因素影响较大，但时代电气仍然在国际化方面紧跟中车各大主机厂海外市场开拓步伐，不断扩大产品种类和市场份额，推动供电、信号、站台门产业的发展。
- ⊕ **启示：**整体来看，时代电气的轨交业务基本盘稳定，创新驱动新型装备业务增长。在轨道交通领域，2024-2027年将处于动车组高级修的相对高峰期，且时代电气积极参与中车新能源机车和国铁主导的CR450动车组的研发和配套，作为轨交装备行业优质企业，时代电气有望充分受益动车组高级修和未来新型动车/机车新车招标等需求上行。新兴装备板块方面，尽管目前新能源车相关业务竞争激烈，随着时代电气产能利用率和良品率的提升，半导体业务和电驱业务的盈利能力有进一步改善的空间。

图表 1: 交银国际汽车及工业行业覆盖公司

| 股票代码 | 公司名称 | 评级 | 收盘价 (交易货币) | 目标价 (交易货币) | 潜在涨幅 | 最新目标价/评级 发表日期 | 子行业 |
|-----------|-------|----|---------------|---------------|-------|------------------|-------|
| 689009 CH | 九号公司 | 买入 | 45.48 | 51.47 | 13.2% | 2024年08月07日 | 电动两轮车 |
| 1585 HK | 雅迪控股 | 买入 | 10.96 | 13.55 | 23.6% | 2024年08月26日 | 电动两轮车 |
| 2451 HK | 绿源集团 | 中性 | 6.49 | 6.24 | -3.9% | 2024年07月02日 | 电动两轮车 |
| 3808 HK | 中国重汽 | 买入 | 18.80 | 26.49 | 40.9% | 2024年03月26日 | 重卡 |
| 2338 HK | 潍柴动力 | 买入 | 10.86 | 18.60 | 71.3% | 2024年03月14日 | 重卡 |
| 9868 HK | 小鹏汽车 | 买入 | 34.15 | 39.29 | 15.1% | 2024年08月27日 | 整车厂 |
| 2333 HK | 长城汽车 | 买入 | 11.04 | 16.30 | 47.6% | 2024年07月11日 | 整车厂 |
| 2015 HK | 理想汽车 | 买入 | 75.45 | 120.34 | 59.5% | 2024年05月24日 | 整车厂 |
| 9866 HK | 蔚来汽车 | 买入 | 43.20 | 59.88 | 38.6% | 2024年05月16日 | 整车厂 |
| 1211 HK | 比亚迪股份 | 买入 | 240.20 | 306.48 | 27.6% | 2024年03月27日 | 整车厂 |
| 175 HK | 吉利汽车 | 买入 | 8.93 | 12.50 | 40.0% | 2023年08月23日 | 整车厂 |
| 2238 HK | 广汽集团 | 中性 | 2.21 | 3.34 | 51.1% | 2024年04月01日 | 整车厂 |

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至2024年9月11日

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司、Interra Acquisition Corp及北京第四范式智能技术股份有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。