

时代电气 (688187. SH) / 电子

证券研究报告/公司点评

2023 年 3 月 31 日

评级：买入（维持）

市场价格 47.74 元/股

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师：杨旭

执业证书编号：S0740521120001

Email: yangxu01@zts.com.cn

分析师：游凡

执业证书编号：S0740522120002

Email: youfan@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	15,121	18,034	22,182	27,061	32,474
增长率 yoy%	-6%	19%	23%	22%	20%
净利润 (百万元)	2,018	2,556	3,105	3,789	4,871
增长率 yoy%	-18%	27%	21%	22%	29%
每股收益 (元)	1.42	1.80	2.19	2.68	3.44
每股现金流量	1.52	1.44	0.71	0.72	1.23
净资产收益率	6%	7%	8%	9%	10%
P/E	33.5	26.5	21.8	17.8	13.9
P/B	2.1	2.0	1.8	1.6	1.5

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄，估值所用股价按 3 月 31 日收盘价计算

投资要点

事件概述：

公司发布 2022 年年度报告：全年实现营业收入 180.3 亿元，YoY+19%；归母净利润 25.6 亿元，YoY+27%；扣非归母净利 20.0 亿元，YoY+31%。业绩增速亮眼系新兴装备业务销售额持续高速增长。

经测算，22Q4 公司营收 71.6 亿元，QoQ+65%、YoY+9%；归母净利 9.9 亿元，QoQ+43%、YoY+22%；扣非归母净利 8.6 亿元，QoQ+65%、YoY+33%。

新兴装备业务乘势突破，市场份额快速增长

轨交业务是公司传统业务，公司是轨交行业牵引变流系统供应商，2012 年-2022 年连续十一年在国内市场占有率稳居第一。公司在传统业务稳固发展的同时，大力发展新兴装备业务，22 年公司新兴装备业务营收占比为 28.54%，逐年提升。1) 新能源领域全年交付器件数大幅增长，二期产能释放顺利。22 年公司在国内新能源乘用车 IGBT 功率模块搭载量 63.28 万套(占 12.4%)，市场排名第 4。技术上突破第七代超精细沟槽 ST MOS 技术，电流密度大幅提升。新能源汽车电驱动系统全年装机超 16.7 万套并成功研制 250kW 高压油冷 SiC 汽车电驱，市场份额快速增长，国内市场排名前 6；2) 光伏逆变器业务新签国内订单超 10GW，光伏 225kW 逆变器实现批量应用；3) 完成全球首个大功率 IGBT 制氢电源研制以及实证测试，中标三峡集团国内首个 IGBT 制氢电源批量订单；4) 传感器交付量大幅增长，在国内轨道交通领域市场占有率第一，在新能源领域位居行业前列。

轨交反弹+新能源高增，23 年公司有望实现较快成长

1) 轨交：疫后出行需求复苏，据国家铁路集团数据，2023 年国内高铁预计新增 2500 公里，较 22 年增长 20%，有望相对应带来轨交装备需求的增长。此外 23 年进入高铁轨交装备维修保障周期，有望释放新的需求增量。2) 新能源：根据中汽协数据，23 年我国新能源汽车销量预计为 900 万辆，同比增长 35%，公司新能源车业务基本覆盖国内主流客户，23 年 IGBT 模块将开始出口法雷奥，业绩有望高增。同时，国内风光储 23 年装机有望增长，公司模块能力突出有望抢占更高市场份额。

产品、产能双管齐下，有望抢占 SiC 上车先机

公司为国内进入 SiC 领域较早的厂商。在产品端，公司 SiC 业务延续硅基业务“先高压、再中低压”的战略，在数年前就已在高压轨交领域验证 SiC 器件——21 年公司 SiC 牵引逆变器在深圳地铁已取得成功应用。同年公司发布国内首款基于自主 SiC 的车电驱产品，22 年小批量验证，产品进度国内领先。在产能端，公司目前已有 6 寸碳化硅产线，未来有望进一步扩产。结合产品、产能两方面优势，公司有望抢占国产 SiC 上车先机。

投资建议

时代电气作为国产大功率器件龙头，在轨交领域有望受益于疫情后的需求复苏，我们上调对公司 2023-25 年归母净利润的预测为 31.1/37.9/48.7 亿元 (23/24 年原预测为 30.6/36.6 亿元)，对应 PE 为 22/18/14 倍。我们维持对公司的“买入”评级。

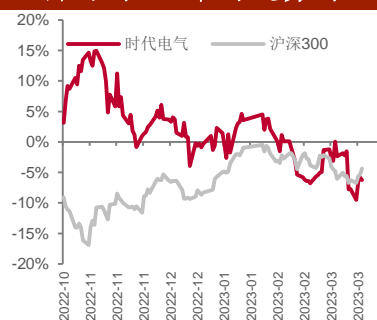
风险提示

行业景气不及预期，研发进展不及预期，产能爬坡不及预期。

基本状况

总股本(百万股)	1,416
流通股(百万股)	210
市价(元)	47.74
市值(百万元)	67,611
流通市值(百万元)	10,018

股价与行业-市场走势对比



相关报告

时代电气 (688187)：法雷奥定点吹响 IGBT 出海号角，三期扩产把握新能源东风

时代电气 (688187)：Q2 业绩超预期，新能源业务高增

时代电气 (688187)：Q1 业绩超预期，二期放量保障新能源业务高增

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	7,500	7,564	8,199	9,742	营业收入	18,034	22,182	27,061	32,474
应收票据	3,405	4,188	5,109	6,131	营业成本	12,139	14,621	17,785	21,626
应收账款	8,100	9,786	11,722	13,969	税金及附加	116	143	133	153
预付账款	716	862	1,048	1,275	销售费用	1,098	1,331	1,624	1,948
存货	5,822	7,012	8,529	10,371	管理费用	890	1,109	1,353	1,624
合同资产	431	531	647	777	研发费用	1,762	1,970	2,457	2,385
其他流动资产	10,901	11,867	13,004	14,264	财务费用	-191	-181	-194	-168
流动资产合计	36,443	41,278	47,612	55,752	信用减值损失	-62	-62	-62	-
其他长期投资	2	2	3	3	资产减值损失	73	73	73	73
长期股权投资	464	464	464	464	公允价值变动收益	166	166	166	166
固定资产	4,803	4,582	4,450	4,394	投资收益	-42	2	36	37
在建工程	454	554	554	454	其他收益	572	50	112	116
无形资产	633	626	621	616	营业利润	2,931	3,572	4,258	5,481
其他非流动资产	5,712	5,707	5,703	5,700	营业外收入	12	2	127	125
非流动资产合计	12,066	11,935	11,793	11,629	营业外支出	1	1	24	0
资产合计	48,510	53,213	59,405	67,381	利润总额	2,942	3,573	4,361	5,606
短期借款	454	97	226	531	所得税	350	424	518	666
应付票据	2,619	3,154	3,837	4,665	净利润	2,592	3,149	3,843	4,940
应付账款	6,086	7,331	8,917	10,843	少数股东损益	36	44	54	69
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	2,556	3,105	3,789	4,871
合同负债	640	787	960	1,152	NOPLAT	2,424	2,989	3,671	4,791
其他应付款	982	982	982	982	EPS (按最新股本摊薄)	1.80	2.19	2.68	3.44
一年内到期的非流动负债	376	376	376	376					
其他流动负债	545	602	667	741	主要财务比率				
流动负债合计	11,702	13,328	15,965	19,290	会计年度	2022E	2023E	2024E	2025E
长期借款	73	68	63	58	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	19.3%	23.0%	22.0%	20.0%
其他非流动负债	1,439	1,439	1,439	1,439	EBIT增长率	34.2%	23.3%	22.8%	30.5%
非流动负债合计	1,512	1,507	1,502	1,497	归母公司净利润增长率	26.7%	21.5%	22.0%	28.6%
负债合计	13,214	14,835	17,467	20,787	获利能力				
归属母公司所有者权益	34,531	37,569	41,075	45,663	毛利率	32.7%	34.1%	34.3%	33.4%
少数股东权益	765	809	863	931	净利率	14.4%	14.2%	14.2%	15.2%
所有者权益合计	35,296	38,378	41,938	46,594	ROE	7.2%	8.1%	9.0%	10.5%
负债和股东权益	48,510	53,213	59,405	67,381	ROIC	11.2%	12.5%	13.3%	15.0%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	27.2%	27.9%	29.4%	30.8%
会计年度	2022E	2023E	2024E	2025E	债务权益比	6.6%	5.2%	5.0%	5.2%
经营活动现金流	2,041	1,008	1,018	1,746	流动比率	3.1	3.1	3.0	2.9
现金收益	3,126	3,671	4,320	5,424	速动比率	2.6	2.6	2.4	2.4
存货影响	-900	-1,190	-1,518	-1,842	营运能力				
经营性应收影响	-2,643	-2,688	-3,118	-3,569	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
经营性应付影响	2,616	1,780	2,269	2,754	应收账款周转天数	146	145	143	142
其他影响	-158	-564	-936	-1,022	应付账款周转天数	160	165	164	164
投资活动现金流	-2,263	-479	-419	-388	存货周转天数	159	158	157	157
资本支出	-1,015	-576	-534	-492	每股指标(元)				
股权投资	148	0	0	0	每股收益	1.80	2.19	2.68	3.44
其他长期资产变化	-1,396	97	115	104	每股经营现金流	1.44	0.71	0.72	1.23
融资活动现金流	-591	-465	36	185	每股净资产	24.38	26.53	29.00	32.24
借款增加	7	-363	124	300	估值比率				
股利及利息支付	-666	-364	-436	-566	P/E	26	22	18	14
股东融资	170	0	0	0	P/B	2	2	2	1
其他影响	-102	262	348	451	EV/EBITDA	70	59	50	40

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。