

时代电气 (688187.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

双碳时代的先行者， 新兴装备驱动业绩成长

业绩简评

2022年3月30日公司披露年报，2022年全年实现营收180.34亿元，同比增长19.26%；实现归母净利润25.56亿元，同比26.67%。其中，Q4实现营收71.58亿元，同比增长8.54%；实现归母净利润9.93亿元，同比增长21.81%。

经营分析

新兴装备业务持续放量，2022年下半年业绩再创新高。22年全年实现总营收180.34亿元，同比+19.26%，主要系公司在轨交领域稳中有进，在新兴产业板块紧抓市场机遇，经营业绩再创新高。公司2022年综合毛利率为32.69%，同比下降1.05pct，主要系产品的销售结构变化，轨交业务毛利率略有下滑所致。

新兴装备方面，公司IGBT模块交付在轨交、电网领域市占率国内第一，目前已向一汽、东风等主机厂大量供货，并获得法雷奥超250万台IGBT模块定点。根据NE时代的数据，22年公司新能源车用电驱系统全年销量排名进入行业前六，客户方面，公司配套车型均为市场热销车型，如哪吒S、深蓝03；公司成功研制250kW高压油冷SiC汽车电驱；传感器业务新建19条产线，产能持续提升，交付量大幅增长；光伏逆变器业务公司在国内新签订单超10GW。2022年，公司新兴装备产品共实现营收51.47亿元，同比增长100.09%；2022年新兴领域毛利率为25.71%，较上一年增加5.66pct，主要系新兴领域产品加速放量，规模效应逐步显现。

轨交业务方面，国铁集团移动装备新造投资持续走低，公司在保交付和稳固市场地位时，全力开拓新产品。技术方面攻克了高效轻量化变流技术，检修和海外业务持续推进，获得了欧洲和美洲的机车和地铁海外订单。2022年度公司轨道交通装备产品实现营业收入126.56亿元，同比增长3.30%；2022年轨交业务毛利率为35.78%，较上一年减少1.21pct。

盈利预测、估值与评级

预计公司2023-2025年归母净利润为28.31、31.81、36.57亿元，同比+10.78%/+12.36%/+14.97%，对应PE为24、21、18倍，维持“买入”评级。

风险提示

功率半导体行业竞争加剧；新能源车、光伏风电渗透率不及预期；轨道交通装备不及预期；限售股解禁（2022/9/7）风险。

电子组

分析师：樊志远（执业S1130518070003）

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师：刘妍雪（执业S1130520090004）

liuyanxue@gjzq.com.cn

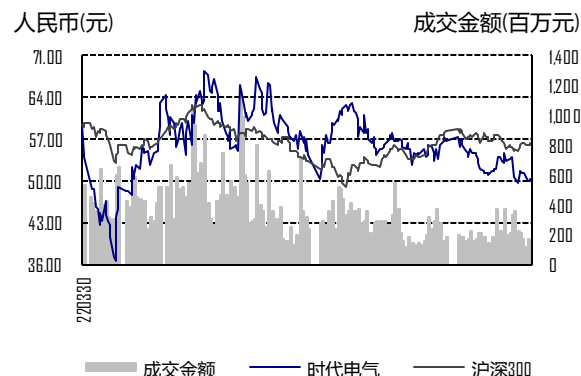
分析师：邓小路（执业S1130520080003）

dengxiaolu@gjzq.com.cn

市价（人民币）：50.19元

相关报告：

1.《轨交牵引变流集大成者，双碳时代下的先行者-时代电气深度报告》，2022.11.24



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,121	18,034	20,812	23,503	26,664
营业收入增长率	-5.69%	19.26%	15.40%	12.93%	13.45%
归母净利润(百万元)	2,018	2,556	2,831	3,181	3,657
归母净利润增长率	-18.49%	26.67%	10.78%	12.36%	14.97%
摊薄每股收益(元)	1.425	1.805	1.999	2.246	2.582
每股经营性现金流净额	1.51	1.43	1.45	1.88	2.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.19%	7.40%	7.76%	8.23%	8.88%
P/E	57.56	30.24	23.88	21.25	18.49
P/B	3.56	2.24	1.85	1.75	1.64

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	16,034	15,121	18,034	20,812	23,503	26,664
增长率	-5.7%	19.3%	15.4%	12.9%	13.4%	
主营业务成本	-10,067	-10,019	-12,139	-14,312	-16,149	-18,486
%销售收入	62.8%	66.3%	67.3%	68.8%	68.7%	69.3%
毛利	5,967	5,102	5,895	6,499	7,354	8,178
%销售收入	37.2%	33.7%	32.7%	31.2%	31.3%	30.7%
营业税金及附加	-112	-116	-116	-160	-181	-205
%销售收入	0.7%	0.8%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-1,108	-1,050	-1,098	-1,270	-1,422	-1,573
%销售收入	6.9%	6.9%	6.1%	6.1%	6.1%	5.9%
管理费用	-761	-813	-890	-905	-1,011	-987
%销售收入	4.7%	5.4%	4.9%	4.4%	4.3%	3.7%
研发费用	-1,687	-1,690	-1,762	-1,790	-1,974	-2,133
%销售收入	10.5%	11.2%	9.8%	8.6%	8.4%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	2,300	1,432	2,028	2,375	2,766	3,280
%销售收入	14.3%	9.5%	11.2%	11.4%	11.8%	12.3%
财务费用	-3	74	191	166	203	222
%销售收入	0.0%	-0.5%	-1.1%	-0.8%	-0.9%	-0.8%
资产减值损失	-149	-40	12	-169	-88	31
公允价值变动收益	2	71	166	300	200	100
投资收益	37	25	-58	40	42	50
%税前利润	1.3%	1.2%	n.a	1.2%	1.1%	1.2%
营业利润	2,778	2,101	2,931	3,311	3,723	4,283
营业利润率	17.3%	13.9%	16.3%	15.9%	15.8%	16.1%
营业外收支	59	22	10	20	20	20
税前利润	2,837	2,123	2,942	3,331	3,743	4,303
利润率	17.7%	14.0%	16.3%	16.0%	15.9%	16.1%
所得税	-340	-88	-350	-500	-561	-645
所得税率	12.0%	4.2%	11.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	2,497	2,035	2,592	2,831	3,181	3,657
少数股东损益	21	17	36	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,475	2,018	2,556	2,831	3,181	3,657
净利率	15.4%	13.3%	14.2%	13.6%	13.5%	13.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,497	2,035	2,592	2,831	3,181	3,657
少数股东损益	21	17	36	0	0	0
非现金支出	736	643	804	898	991	1,057
非经营收益	-105	-215	-198	211	-249	-157
营运资金变动	-1,388	-319	-1,168	-1,887	-1,262	-1,179
经营活动现金净流	1,740	2,144	2,030	2,053	2,661	3,379
资本开支	-1,842	-971	-931	3,290	-1,345	-1,445
投资	1,104	-5,157	21,450	-700	-100	300
其他	108	115	-22,782	40	42	50
投资活动现金净流	-630	-6,014	-2,263	2,630	-1,403	-1,095
股权募资	0	7,699	170	0	0	0
债权募资	66	33	111	-1,695	0	0
其他	-612	-757	-872	-917	-1,005	-1,146
筹资活动现金净流	-545	6,975	-591	-2,612	-1,005	-1,146
现金净流量	532	3,093	-819	2,071	253	1,138

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,129	8,219	7,500	9,571	9,824	10,962
应收款项	12,004	12,417	14,610	16,113	17,850	19,997
存货	4,258	4,921	5,822	6,274	7,079	8,104
其他流动资产	5,034	9,086	8,511	9,245	9,674	9,432
流动资产	26,425	34,643	36,443	41,204	44,427	48,495
%总资产	78.0%	78.5%	75.1%	84.0%	84.2%	84.8%
长期投资	644	728	618	618	618	618
固定资产	4,395	4,886	5,256	5,796	6,262	6,641
%总资产	13.0%	11.1%	10.8%	11.8%	11.9%	11.6%
无形资产	1,405	1,312	1,281	1,239	1,245	1,252
非流动资产	7,440	9,508	12,066	7,849	8,312	8,688
%总资产	22.0%	21.5%	24.9%	16.0%	15.8%	15.2%
资产总计	33,866	44,151	48,510	49,053	52,739	57,183
短期借款	795	818	830	0	0	0
应付款项	6,024	7,071	9,689	9,263	10,436	11,966
其他流动负债	1,059	1,262	1,183	1,573	1,774	2,017
流动负债	7,877	9,151	11,702	10,836	12,210	13,983
长期贷款	83	78	73	73	73	73
其他长期负债	1,646	1,629	1,439	905	1,029	1,175
负债	9,606	10,858	13,214	11,814	13,311	15,231
普通股股东权益	23,852	32,621	34,531	36,473	38,663	41,187
其中：股本	1,175	1,416	1,416	1,416	1,416	1,416
未分配利润	17,157	18,317	19,860	21,842	24,031	26,556
少数股东权益	407	672	765	765	765	765
负债股东权益合计	33,866	44,151	48,510	49,053	52,739	57,183

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	2.106	1.425	1.805	1.999	2.246	2.582
每股净资产	20.292	23.034	24.382	25.754	27.300	29.082
每股经营现金净流	1.480	1.514	1.434	1.450	1.879	2.386
每股股利	0.000	0.450	0.550	0.600	0.700	0.800
回报率						
净资产收益率	10.38%	6.19%	7.40%	7.76%	8.23%	8.88%
总资产收益率	7.31%	4.57%	5.27%	5.77%	6.03%	6.40%
投入资本收益率	8.04%	4.01%	4.94%	5.41%	5.95%	6.63%
增长率						
主营业务收入增长率	-1.66%	-5.69%	19.26%	15.40%	12.93%	13.45%
EBIT 增长率	-11.89%	-37.74%	41.65%	17.07%	16.50%	18.56%
净利润增长率	-6.91%	-18.49%	26.67%	10.78%	12.36%	14.97%
总资产增长率	2.72%	30.37%	9.87%	1.12%	7.52%	8.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	174.7	174.8	148.3	165.0	160.0	155.0
存货周转天数	145.5	167.2	161.5	160.0	160.0	160.0
应付账款周转天数	145.1	151.0	161.8	155.0	157.0	160.0
固定资产周转天数	62.6	95.7	97.2	97.2	96.4	92.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-32.91%	-44.76%	-37.68%	-44.31%	-43.00%	-43.36%
EBIT 利息保障倍数	768.2	-19.4	-10.6	-14.3	-13.7	-14.8
资产负债率	28.37%	24.59%	27.24%	24.09%	25.24%	26.63%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-11-24	买入	55.76	72.00~72.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402