

IGBT 突入国际市场，公司新兴装备业务有望高歌猛进

2022 年 09 月 23 日

【事件】

- ◆ 9 月 22 日晚间，时代电气发布两份重要公告：
 1. 公司获得法国法雷奥集团雷诺汽车的项目定点；
 2. 公司计划投资 111 亿元新建两大中低压功率器件基材项目。

【投资要点】

- ◆ **突破国际 Tier1 标志着公司的 IGBT 产品获得进一步认可，有望实现从中国走向世界，成为中国的英飞凌。**公司将作为法雷奥集团某电驱动系统的 IGBT 模块正式供应商，预计周期为 4 年，项目从 2023 年开始量产，总交货量预计超过 250 万台。国际客户对于产品性能、质量、产能、价格等都有一系列要求，公司此次产品定点证明了公司的综合实力，在得到客户背书和项目背书的情况下，公司的 IGBT 业务有望吸引更多的国际客户。IGBT 业务有望实现国内与国际市场并进的局面。
- ◆ **投资 111 亿元建设中低压功率器件产能，展现必胜雄心。**公司投资中低压功率器件产业化建设项目，拟投资 111 亿元，宜兴和株洲分别为 58 和 53 亿元。
 - 1) 中低压功率器件产业化（宜兴）一期建设项目可新增年产 36 万片 8 英寸中低压组件基材的生产能力（基建及公共设施具备 72 万片/年的生产能力），项目产品主要用于新能源汽车领域。对应新能源车配套达到 200 万辆以上。
 - 2) 中低压功率器件产业化（株洲）建设项目建成后可新增年产 36 万片 8 英寸中低压组件基材产能，主要用于新能源发电及工控、家电领域。
- ◆ **半导体业务的强势扩张将会为公司的新能源汽车电驱业务、工业变流业务、新能源发电业务等奠定基础。**
 - 1) **公司新能源乘用车电驱系统进步显著，未来产能有望达到 100 万套：**2022 上半年公司交付量同比增长超过 130%，单月产出屡创新高；累计装机 6.3 万套，排名行业前六。2022H1 新能源汽车电驱系统营收同比+197.11%达 4.36 亿元。公司加快基于碳化硅/油冷扁线高压电驱产品平台研发，并将进一步提升产能。
 - 2) **工业变流业务领跑行业：**公司在矿卡电驱、空调变频器等细分领

买入（维持）

东方财富证券研究所

证券分析师：周旭辉

证书编号：S1160521050001

联系人：刘斌

电话：021-23586316

联系人：夏嘉鑫

电话：021-23586316

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	78841.91
流通市值 (百万元)	11682.04
52 周最高/最低 (元)	92.60/36.67
52 周最高/最低 (PE)	57.19/25.86
52 周最高/最低 (PB)	5.23/1.60
52 周涨幅 (%)	17.34
52 周换手率 (%)	850.97

相关研究

- 《归母净利润同增 31%，新兴装备业务明显增长》
2022.04.28
- 《踏上 SiC 新征程》
2022.04.14
- 《重拳出击新能源 IGBT 和 SiC，轨交业务保持行业领先》
2022.03.31
- 《IGBT 才露尖尖角，助力再次腾飞》
2021.11.03

域处于行业领先地位,2022H1 公司工业变流营收 3.26 亿元,同比+119.27%。

3) 新能源发电领域具备后发优势: 作为光伏逆变器领域内唯一的央企, 公司具备技术、全产业链协同优势, 风电变流器持续交付, 集中式和组串式光伏逆变器陆续投放市场。

【投资建议】

- ◆ 公司追求技术领先与市场导向, 在轨交、半导体、新能源电驱、新能源发电等领域都具备从“关键器件—核心部件—系统集成”的完整产业链配套能力, 并掌握核心技术与关键环节。短期, 轨交业务随着首批高铁动车进入大修保养期, 需求有望稳中有升。中长期, 公司新兴装备业务发展空间巨大, 有望呈现多点开花局面。上调公司盈利预测: 预计 2022-2024 年公司营收分别 172.00/195.81/221.09 亿元(原 156.41/168.84/183.81 亿元), 同比增长分别为 13.75%/13.84%/12.91%; 归母净利润分别 23.08/27.00/31.01 亿元(原 20.06/22.00/23.22 亿元), 同比增长分别为 14.39%/16.97%/14.85%; EPS 分别为 1.63/1.91/2.19 元(原 1.42/1.55/1.64 元), 对应 PE 为 34.16/29.20/25.43, 维持“买入”评级。

盈利预测

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15121.17	17200.21	19581.23	22109.27
增长率(%)	-5.69%	13.75%	13.84%	12.91%
EBITDA(百万元)	2689.39	2582.20	2999.23	3426.30
归母净利润(百万元)	2017.69	2308.08	2699.81	3100.86
增长率(%)	-18.49%	14.39%	16.97%	14.85%
EPS(元/股)	1.63	1.63	1.91	2.19
市盈率(P/E)	50.31	34.16	29.20	25.43
市净率(P/B)	3.56	2.25	2.08	1.92
EV/EBITDA	40.49	27.60	23.57	20.34

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 疫情反复
- ◆ 原材料价格上涨
- ◆ 海外业务拓展不及预期
- ◆ 新兴装备业务拓展不及预期

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	34642.98	36926.74	40300.97	44274.30
货币资金	8219.32	8162.59	8737.11	9729.00
应收及预付	9651.06	10974.69	12492.56	14104.66
存货	4921.09	5467.89	6211.40	7009.18
其他流动资产	11851.51	12321.57	12859.90	13431.47
非流动资产	9507.76	10326.79	11039.63	11646.80
长期股权投资	611.73	672.65	733.57	794.49
固定资产	3964.43	5012.02	5944.21	6762.43
在建工程	921.28	829.16	746.24	671.62
无形资产	713.24	622.71	532.18	441.65
其他长期资产	3297.08	3190.26	3083.44	2976.61
资产总计	44150.75	47253.53	51340.60	55921.10
流动负债	9151.24	9816.33	11070.68	12414.06
短期借款	389.55	0.00	0.00	0.00
应付及预收	6318.06	7125.91	8087.65	9117.87
其他流动负债	2443.63	2690.42	2983.03	3296.20
非流动负债	1706.86	1706.86	1706.86	1706.86
长期借款	77.69	77.69	77.69	77.69
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1629.17	1629.17	1629.17	1629.17
负债合计	10858.10	11523.19	12777.54	14120.92
实收资本	1416.24	1416.24	1416.24	1416.24
资本公积	10519.47	10519.47	10519.47	10519.47
留存收益	20862.59	23280.95	26091.03	29302.16
归属母公司股东权益	32620.99	35039.35	37849.43	41060.57
少数股东权益	671.65	691.00	713.63	739.62
负债和股东权益	44150.75	47253.53	51340.60	55921.10

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	15121.17	17200.21	19581.23	22109.27
营业成本	10019.42	11300.54	12825.71	14459.46
税金及附加	116.40	132.40	150.73	170.19
销售费用	1050.33	1169.61	1302.15	1437.10
管理费用	813.02	924.81	1052.83	1188.75
研发费用	1690.05	1922.42	2188.54	2471.09
财务费用	-73.81	-72.97	-90.99	-101.84
资产减值损失	-161.87	-58.63	-64.22	-68.87
公允价值变动收益	71.13	0.00	0.00	0.00
投资净收益	33.61	38.23	43.52	49.14
资产处置收益	-2.07	-2.36	-2.68	-3.03
其他收益	533.09	606.38	690.32	779.45
营业利润	2101.47	2407.02	2819.21	3241.21
营业外收入	24.63	24.63	24.63	24.63
营业外支出	3.01	3.01	3.01	3.01
利润总额	2123.08	2428.64	2840.83	3262.82
所得税	88.48	101.21	118.39	135.97
净利润	2034.61	2327.43	2722.44	3126.85
少数股东损益	16.91	19.35	22.63	25.99
归属母公司净利润	2017.69	2308.08	2699.81	3100.86
EBITDA	2689.39	2582.20	2999.23	3426.30

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2150.25	1808.21	2034.22	2446.32
净利润	2034.61	2327.43	2722.44	3126.85
折旧摊销	602.53	831.76	937.94	1043.62
营运资金变动	-312.38	-1368.28	-1633.37	-1730.73
其它	-174.51	17.29	7.20	6.58
投资活动现金流	-6013.74	-1459.23	-1454.27	-1448.99
资本支出	-971.26	-1436.54	-1436.87	-1437.21
投资变动	-5157.47	-60.92	-60.92	-60.92
其他	114.99	38.23	43.52	49.14
筹资活动现金流	6974.93	-405.70	-5.44	-5.44
银行借款	265.14	-389.55	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	7698.86	0.00	0.00	0.00
其他	-989.07	-16.15	-5.44	-5.44
现金净增加额	3099.17	-56.73	574.51	991.89
期初现金余额	4783.89	8219.32	8162.59	8737.11
期末现金余额	7883.06	8162.59	8737.11	9729.00

主要财务比率

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长	-5.69%	13.75%	13.84%	12.91%
营业利润增长	-24.34%	14.54%	17.12%	14.97%
归属母公司净利润增长	-18.49%	14.39%	16.97%	14.85%
获利能力 (%)				
毛利率	33.74%	34.30%	34.50%	34.60%
净利率	13.46%	13.53%	13.90%	14.14%
ROE	6.19%	6.59%	7.13%	7.55%
ROIC	5.84%	4.62%	5.05%	5.39%
偿债能力				
资产负债率 (%)	24.59%	24.39%	24.89%	25.25%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	3.79	3.76	3.64	3.57
速动比率	3.18	3.13	3.00	2.93
营运能力				
总资产周转率	0.34	0.36	0.38	0.40
应收账款周转率	2.31	2.31	2.31	2.31
存货周转率	3.07	3.15	3.15	3.15
每股指标 (元)				
每股收益	1.63	1.63	1.91	2.19
每股经营现金流	1.52	1.28	1.44	1.73
每股净资产	23.03	24.74	26.73	28.99
估值比率				
P/E	50.31	34.16	29.20	25.43
P/B	3.56	2.25	2.08	1.92
EV/EBITDA	40.49	27.60	23.57	20.34

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地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，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。