

## 电气设备

2017年09月04日

# 红相电力 (300427)

## ——外延收购带来竞争力提升，看好公司平台优势多领域扩张

报告原因：有业绩公布需要点评

### 买入 (维持)

**市场数据：** 2017年09月04日

收盘价(元)	17.22
一年内最高/最低(元)	29.1/16.04
市净率	7.9
息率(分红/股价)	0.26
流通A股市值(百万元)	1715
上证指数/深证成指	3379.58 / 10962.85

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2017年06月30日

每股净资产(元)	2.19
资产负债率%	22.83
总股本/流通A股(百万)	284/100
流通B股/H股(百万)	-/-

**一年内股价与大盘对比走势：**


### 相关研究

《红相电力(300427)点评：重组过会消除市场担忧，多维度协同提振公司实力》  
2017/06/23

《红相电力(300427)点评：业绩增速略低申万宏源预期，重申外延收购带来价值提升》  
2017/04/06

### 证券分析师

刘晓宁 A0230511120002  
liuxn@swsresearch.com  
韩启明 A0230516080005  
hanqm@swsresearch.com

### 联系人

宋欢  
(8621)23297818×7409  
songhuan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

### 事件：

- 8月29日公司发布2017年半年报。报告期内，公司实现营业收入1.38亿元，同比降低10.42%；实现归属于上市公司股东的净利润1432.78万元，同比增长11.07%；基本每股收益0.0505元，同比增长10.99%。

### 投资要点：

- **积极优化产品结构，提升盈利能力。**2017年上半年公司实现营收1.38亿元，同比降低10.42%；归属于上市公司股东的净利润1432.78万元，同比增长11.07%，业绩增速略低于申万宏源预期。2017年上半年公司优化产品结构，降低毛利率水平相对较低的用电管理系统产品的销量，公司电能表及用电管理系统销量收入较去年同期减少了2893.48万元。报告期内，公司一方面加快电力设备状态检测、监测产品在发电企业、铁路与轨道交通、军工和石油化工领域的拓展；另一方面积极拓展“十三五”规划和电力体制改革相关产品。
- **电力设备检测监测领域龙头，受益配电网行业景气度向上。**公司是国内电气设备检测监测领域行业龙头企业。结合子公司澳洲红相的国外先进技术积累，以及国内营销渠道的丰富，公司树立了独特的竞争优势。根据国家能源局下发的《配电网建设改造行动计划（2015-2020年）》，配电网投资建设改造不低于2万亿元，2017年上半年国家电网公司配电网终端招标大幅增长，FTU、DTU招标量已超过了2016年全年。我们认为公司将受益配电网自动化改革，相关产品的需求量有望保持高速增长。
- **定增收购方案获批，拓展轨交、军工业务。**2017年6月21日，公司定增重组方案获得证监会无条件通过。公司拟发行6867万股（16.87元/股）并支付5.34亿元现金对价购买银川卧龙100%股权、星波通信67.54%股权，同时向5名特定投资者非公开发行股份募集配套资金不超过9.69亿元，用于银川卧龙车载牵引变压器产业化等项目的建设。银川卧龙在国内电气化铁路牵引变压器的市场占有率第一，星波通信在国内军工微波通讯行业具有较高的知名度，处于民营军工企业一流地位。公司借助此次收购计划，把握铁路、军工电子产业快速发展的契机，提高市场竞争力。
- **调整盈利预测，维持评级不变：**考虑到公司定增受年初融资新规影响推进速度低于此前预期，我们调整17年盈利预测，17年不考虑定增影响的归母净利润为0.86亿元（原17年归母净利润为2.33亿元）。我们考虑收购带来的业绩增厚和股本摊薄，维持公司18-19年盈利预测不变，预计18-19年备考归母净利润为2.99和3.51亿，对应EPS分别为0.85和1.00元/股，目前股价对应18年PE为20倍，维持“买入”评级。

### 财务数据及盈利预测

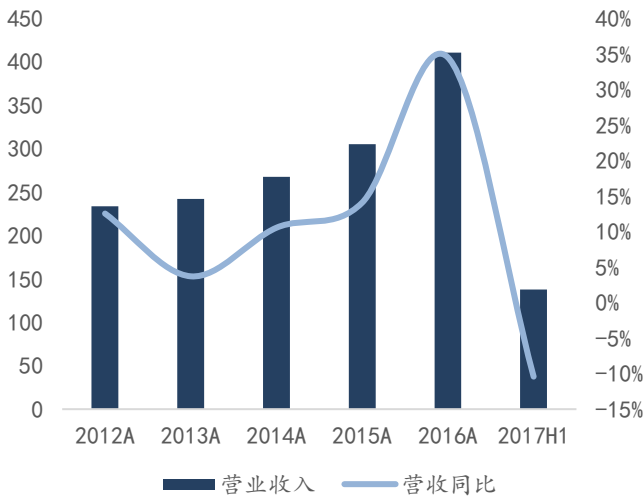
	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	411	138	529	1,754	2,215
同比增长率(%)	34.50	-10.42	28.80	231.70	26.30
净利润(百万元)	74	14	86	299	351
同比增长率(%)	4.06	11.07	17.10	245.50	17.50
每股收益(元/股)	0.26	0.05	0.30	0.85	1.00
毛利率(%)	52.4	49.7	41.0	36.6	36.0
ROE(%)	11.9	2.3	12.2	9.5	10.1
市盈率	66		57	20	17

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 1. 优化产品结构，盈利能力提升

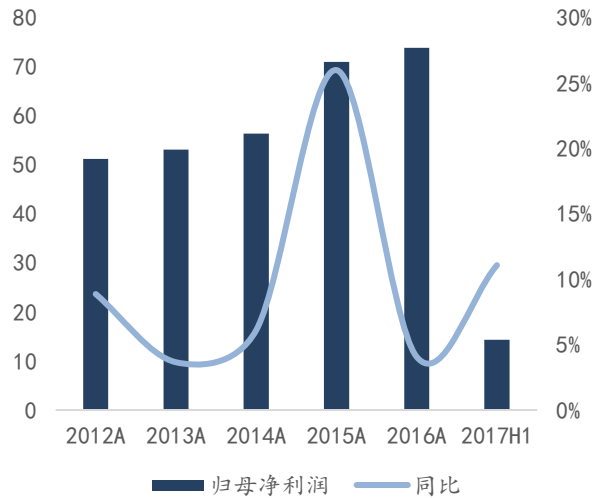
优化产品结构，下调电测产品销量。2017年上半年公司实现营业收入1.38亿元，同比下降10.42%；归属于上市公司股东净利润1432.78万元，同比增长11.07%。公司业绩同比下降的主要原因是公司优化产品结构，电测产品中的电能表及用电管理系统的销量较去年同期减少了2893.48万元。

图 1：公司历年营业收入及同比（单位：百万元）



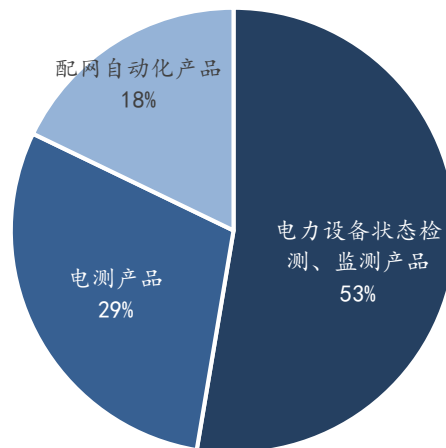
资料来源：Wind、半年报、申万宏源研究

图 2：公司历年归母净利润及同比（单位：百万元）



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 3：2017H1 公司各板块营收占比



资料来源：半年报、申万宏源研究

董事会通过公司第一期员工持股计划，保障公司长远发展。2017年4月20日，公司董事会通过了公司第一期员工持股计划（第二次修订稿）。此次员工持股计划的持有人包括公司及子公司的员工，不包括公司的董事、监事及高级管理人员，合计不超过132人，拟通过参与长江资管红相电力1号定向资产管理计划认购本公司非公开发行的股票的金额不超过59,189,555元，发行价格为16.87元/股，股票来源为认购公司非公开发行的股票。此次员工持股计划的目的是实现公司、股东和员工利益的一致性，有利于公司的长远发展。

## 2. 电力设备检测监测行业龙头

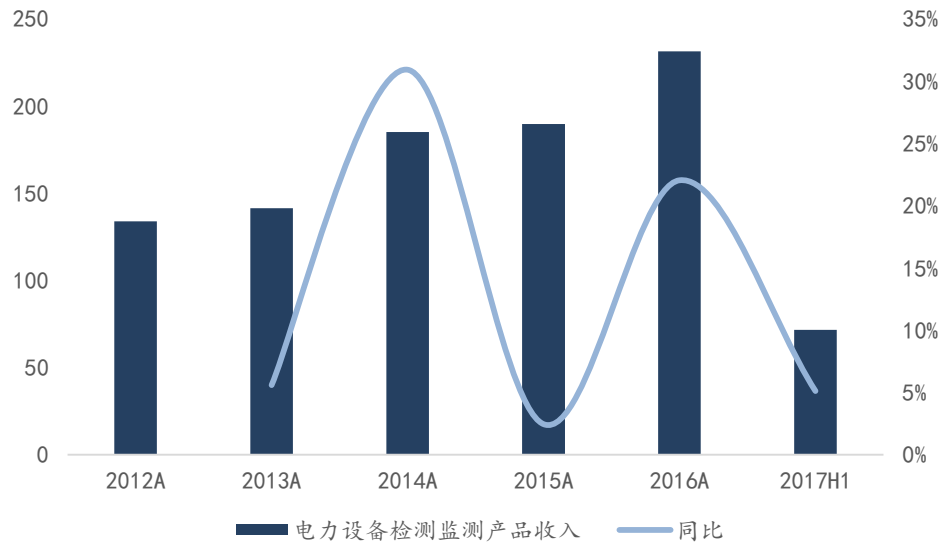
公司是电力设备检测监测行业龙头，毛利率提升显著。2017年上半年公司电力设备检测监测产品实现营业收入7166.29万元，同比增长5.12%，占营业总收入的52.65%；毛利率为51.10%，较上年同期提升13.55个百分点。公司电力设备状态检测、监测产品包括开关柜状态检测、监测系列产品，GIS状态检测、监测系列产品，电缆状态检测、监测系列产品，变压器状态检测、监测系列产品，断路器状态检测、监测系列产品，输电线路状态检测系列产品，接地装置特性参数测量与管理系统、非传统式互感器测试仪和计量装置远程校验监测系统等，产品广泛运用于国家电网、南方电网，口碑良好，业绩稳定，自上市以来，电力设备检测监测产品收入一直处于增长状态。公司是电力设备检测监测龙头企业，受益“十三五”电力设备改造，未来几年业绩有望继续保持增长趋势。

表 1：公司 2017 上半年主营收入情况（单位：百万元）

主营产品	营业收入（百万元）	营业收入同比	占总营收比重	毛利率	毛利率同比
电力设备状态检测、监测产品	71.66	5.12%	52.65%	51.10%	13.55%
电测产品	40.16	-39.90%	29.51%	41.25%	-3.74%
配网自动化产品	24.29	57.19%	17.85%	60.38%	-5.93%

资料来源：半年报、申万宏源研究

图 4：公司设备检测监测产品营业收入及同比（单位：百万元）

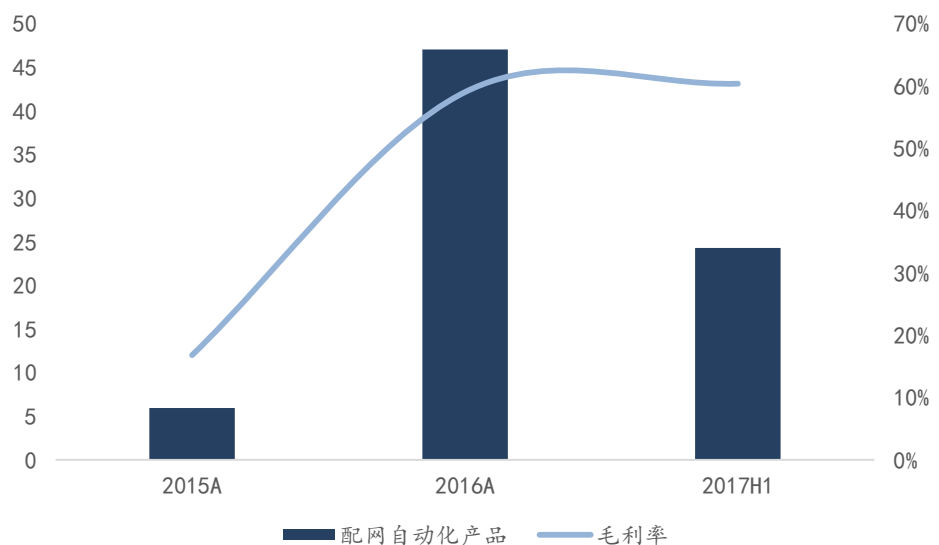


资料来源：Wind、申万宏源研究

### 3. 配电网业绩高增长

受益“十三五”电力设备改造，配电网业绩高增长。公司 2015 年起布局配网自动化产品，业绩呈现高速增长趋势。2017 年上半年公司配网自动化产品实现营业收入 2429.37 亿元，同比增长 57.19%，占营业总收入的 17.85%；毛利率为 60.38%，较去年同期下降 5.93%。根据国家能源局下发的《配电网建设改造行动计划（2015-2020 年）》，规划 2015-2020 年配电网建设改造投资不低于 2 万亿元，配电网自动化改造进入全面高速发展期，未来几年公司配网自动化产品业绩有望保持较高的增长速度。

图 5：公司自动化产品营业及毛利率情况（单位：百万元）



资料来源：Wind、申万宏源研究

## 4. 定增方案获证监会无条件通过

定增收购银川卧龙、星波通信方案获批，拓展轨交军工业务领域。2017年6月21日，公司定增重组方案获得证监会无条件通过，公司拟发行6867万股（16.87元/股）并支付5.34亿元现金对价购买银川卧龙100%股权、星波通信67.54%股权，同时向5名特定投资者非公开发行股份募集配套资金不超过9.69亿元，用于银川卧龙车载牵引变压器产业化等项目的建设。银川卧龙在国内电气化铁路牵引变压器的市场占有率第一，星波通信在国内军工微波通讯行业具有较高的知名度，处于民营军工企业一流地位。公司借助此次收购计划，把握铁路、军工电子产业快速发展的契机，提高市场竞争力。

表 2：公司 2016 年定向增发募集资金用途

序号	资金用途	拟投资募集金额（万元）
1	支付本次交易的现金对价	53,414.39
2	车载牵引变压器产业化项目	14,500.00
3	银川卧龙拟建项目	14,310.00
4	高速铁路节能型牵引变压器产业化项目	4,190.00
5	星波通信拟建项目	6,486.00
6	支付中介机构费用等	4,008.32
	合计	96,908.71

资料来源：公司公告、申万宏源研究

**表 3：公司盈利预测表（百万元，元/股）**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	268	305	411	529	1,754	2,215
二、营业总成本	206	238	321	436	1,395	1,787
其中：营业成本	133	152	196	312	1,112	1,419
营业税金及附加	3	2	5	6	11	13
销售费用	33	41	55	58	140	177
管理费用	32	39	61	63	123	155
财务费用	0	(1)	(1)	(5)	(0)	(8)
资产减值损失	4	4	6	1	10	30
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	5	1	6	4	4
三、营业利润	62	72	90	99	363	433
加：营业外收入	4	16	11	14	15	18
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0
四、利润总额	66	88	101	113	378	451
减：所得税	10	12	16	16	56	67
五、净利润	56	76	85	97	322	384
少数股东损益	0	5	11	11	23	33
归属于母公司所有者的净利润	56	71	74	86	299	351
六、全面摊薄每股收益	0.85	0.83	0.26	0.30	0.85	1.00

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：18-19 年增发摊薄股本为 352 百万股



## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；  
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；  
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；  
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；  
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；  
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。