

中航证券金融研究所

分析师：张超

证券执业证书号：S0640519070001

分析师：薄晓旭

证券执业证书号：S0640513070004

电话：0755-83778731

邮箱：xiaoxu_bo@163.com

红相股份 (300427):

三大板块业务稳步推进，上半年营收小幅增长

行业分类：军工

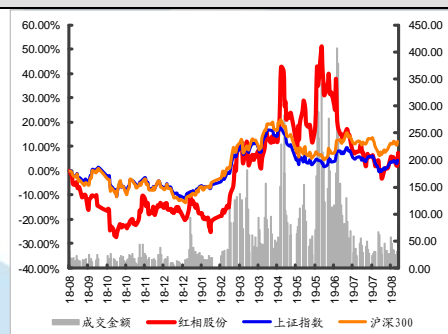
2019年08月28日

| | |
|-----------------|--------|
| 公司投资评级 | 持有 |
| 6-12个月目标价 | - |
| 当前股价 (19.08.28) | 14.16元 |

基础数据

| | |
|-----------------|---------|
| 沪深 300 | 3802.58 |
| 总股本 (亿) | 3.58 |
| 流通 A 股 (亿) | 2.46 |
| 流通 B 股 (亿) | 0 |
| 流通 A 股市值 (亿) | 34.90 |
| 每股净资产 (2018, 元) | 5.89 |
| ROE (2018) | 11.62% |
| 资产负债率 (2019H) | 48.37% |
| 动态市盈率 | 20.3 |
| 市净率 | 2.55 |

近一年公司指数与沪深 300 走势对比



资料来源：wind

● 公司 8 月 28 日披露中报，据中报显示，2019H1 公司实现营收 6.58 亿元 (+4.58%)，实现归母净利润 1.42 亿元 (+17.39%)，基本每股收益 0.3993 元 (+16.14%)。

● 各项业务稳步推进，营收小幅增长。公司 2019H1 各项业务稳步推进，营收小幅增长 4.58%。分业务板块来看，电力分部、铁路与轨道交通分部与新能源分部、军工分部分别实现营收 2.97 亿元、3.14 亿元、0.47 亿元。

(1) 电力分部实现营收 2.97 亿元 (+20.7%)。公司在电力领域的主要业务包括电力状态检测、监测产品、电测产品、智能配网及其他电力设备等，涵盖电力领域中发电、输电、变电、配电、用电的各个环节，产品包括电力检测传感器、手持式终端设备、便携式终端设备、在线安装式检测设备、电力分析软件、大数据云平台等软硬件。受益于电力设备检修模式的变革、配电网建设投资比重的提升及电网智能化体系的推进，公司电力传感、检测、监测业务将继续稳步增长。

(2) 铁路与轨道交通分部与新能源分部实现营收 3.14 亿元 (-9.22%)。子公司银川卧龙负责生产及销售变压器、电力工程及服务，在国内铁路牵引变压器市场拥有较高份额。铁路牵引变压器是一种安装于电气化铁路沿线，承担着从电网获取电能，并向铁路接触网进行供电的电力设备，根据国家《铁路“十三五”规划》内容，未来全国铁路复线率及电气化率仍将提升，铁路在电气化改造、提容提速等方面对牵引变压器仍有较大需求。

(3) 军工分部实现营收 0.47 亿元 (-24.25%)。子公司星波通信致力于微波混合集成电路相关技术在机载、弹载、舰载等多种武器平台上的应用，产品主要为雷达、通信和电子对抗系统提供配套。上半年军工产品营收下滑主要是受军改影响，产品交付进度延后，随着影响逐渐消除，下半年业绩有望回升。未来军队智能化、机械化、信息化建设持续加快，微波混合集成电路产品作为提升武器装备信息化水平的重要产业，仍将保持持续稳步增长。

● 可转换公司债支持公司外延式发展。2019 年 4 月，公司启动公开发行可转换公司债券方案，募集金额不超过人民币 8.03 亿元用于收购星波通信 32.46% 股权、涵普电力 49% 股权、投资年产 24,700 套配网自动化产品扩产易地技改项目、投资节能型牵引变压器产业化项目及补充流动资金等项目。该些募投项目的实施一方面直接增厚公司业绩，另一方面也将进一步提升企业研发实力，新产品开发能力和产业化能力。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

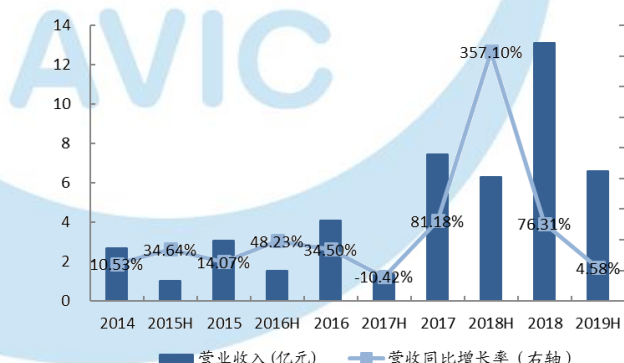
- **产业整合，布局新领域。**报告期内，公司积极进行产业协同整合，通过货币增资方式取得了成都鼎屹51%股权。成都鼎屹信息致力于红外光学、成像电路、图像处理、人工智能系统工程等方面的设计与研究，开发出多款拥有完全知识产权的智能型红外热像光电系统，产品主要包括车载夜视仪、红外制导、红外夜视IPC等，应用于军用装备、家电、消防、公共安全等领域。
- **三大业务板块协同发展，产品覆盖率与渗透率进一步提高。**公司在电力设备状态检测、监测业务上已形成了基础学科覆盖较广、产品形态相对齐全、业务种类相对完善的电力设备状态检修体系，将持续受益于电网公司推进状态检修的设备管理模式、坚强智能电网+泛在电力物联网建设和配网建设。铁路与交通轨道领域，子公司银川卧龙掌握多项铁路牵引变压器相关核心技术，研发、生产技术处于行业内领先水平，未来随着我国铁路基础设施建设投入持续加大，市场空间可期。在军工领域，子公司星波通信技术研发能力强、产品工艺可靠性高，微波产品频率范围覆盖了从DC至40GHz的频段，其射频、微波、毫米波产品已广泛配套在空军、海军、火箭军等军种的机载、舰载、弹载等平台 and 装备上，是武器型号数量覆盖较多、重点装备型号覆盖较多的民营军工企业之一，未来将受益于各军兵种信息化、数字化武器装备逐步列装，以及持续加强的实战化训练所带来的导弹等装备的消耗等。
- **投资建议。**公司充分利用在电网市场深厚的积淀以及丰富的业务经验，积极拓展在发电、铁路与轨道交通、军工等领域的业务布局，进一步提升公司业绩。我们预计公司2019-2021年的营业收入分别为13.76亿元、15.09亿元和16.64亿元，增速分别为4.93%、9.66%、10.28%，归母净利润分别为2.44亿元、2.74亿元和3.10亿元，增速分别为18.47%、12.52%、13.32%，EPS分别为0.680元、0.765元和0.867元，对应PE为20.82倍、18.5倍、16.33倍，给予公司“持有”评级。
- **风险提示：**电力设备需求低于预期；军工产品订单低于预期。

盈利预测

| 单位：百万元 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 743.86 | 1311.49 | 1376.16 | 1509.07 | 1664.22 |
| 增长率 (%) | 81.18% | 76.31% | 4.93% | 9.66% | 10.28% |
| 归属母公司股东净利润 | 106.46 | 205.76 | 243.77 | 274.28 | 310.81 |
| 增长率 (%) | 44.23% | 93.27% | 18.47% | 12.52% | 13.32% |
| 每股收益 EPS (元) | 0.297 | 0.574 | 0.680 | 0.765 | 0.867 |

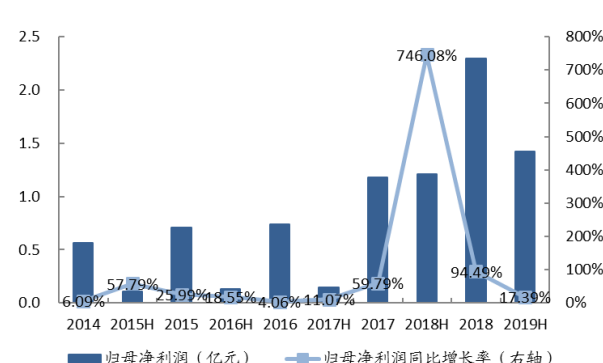
资料来源：Wind，中航证券金融研究所

图表 1：营业收入及同比增速

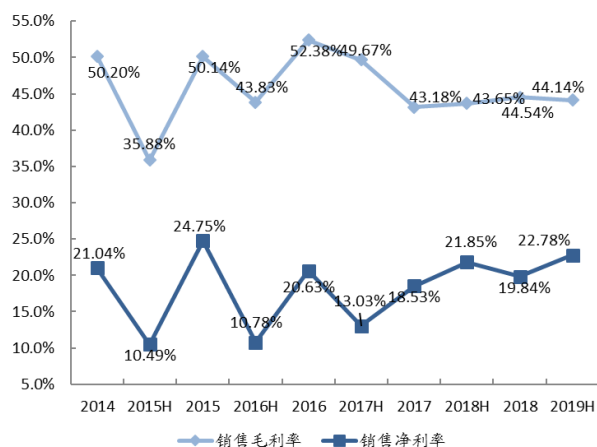


数据来源：Wind，中航证券金融研究所

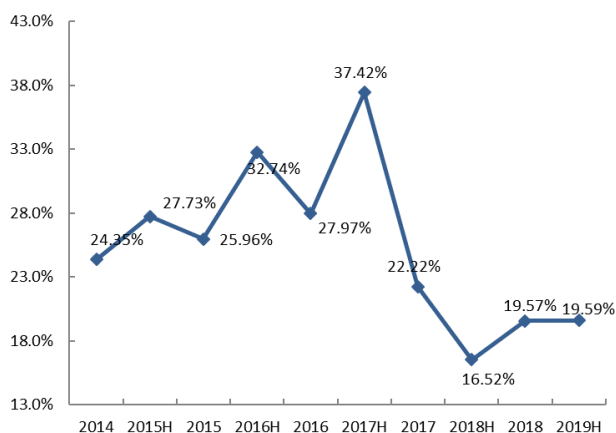
图表 2：归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

图表 3: 毛利率及净利率走势


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 4: 期间费用率走势


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 5: 红相股份营业收入拆分及预测

| 业务板块 | 项目 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|---------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 电力分部 | 营收 (万元) | 38163.00 | 53410.66 | 64092.79 | 73706.71 | 84762.71 |
| | 增长率 | - | 39.95% | 20.00% | 15.00% | 15.00% |
| | 毛利率 | 54.64% | 51.08% | 51.00% | 51.00% | 51.00% |
| 铁路与轨道交通分部、新能源分部 | 营收 (万元) | 31759.34 | 69004.09 | 65553.89 | 68831.58 | 72273.16 |
| | 增长率 | - | 117.27% | -5.00% | 5.00% | 5.00% |
| | 毛利率 | 33.21% | 34.34% | 34.00% | 34.00% | 34.00% |
| 军工分部 | 营收 (万元) | 7312.52 | 12015.28 | 11414.52 | 11985.24 | 13183.77 |
| | 增长率 | - | 64.31% | -5.00% | 5.00% | 10.00% |
| | 毛利率 | 48.79% | 61.93% | 61.00% | 61.00% | 61.00% |
| 分部间抵销 | 营收 (万元) | -2848.72 | -3280.68 | -3444.71 | -3616.95 | -3797.79 |
| | 增长率 | - | 15.16% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| | 毛利率 | - | - | - | - | - |
| 合计 | 营收 (万元) | 74386.15 | 131149.35 | 137616.48 | 150906.59 | 166421.85 |
| | 增长率 | 357.10% | 76.31% | 4.93% | 9.66% | 10.28% |
| | 毛利率 | 43.18% | 44.54% | 45.01% | 45.26% | 45.57% |

资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

公司财务报表预测

| 财务和估值数据摘要 | | | | | | |
|---------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元 | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 410.56 | 743.86 | 1311.49 | 1376.16 | 1509.07 | 1664.22 |
| 增长率(%) | 34.50% | 81.18% | 76.31% | 4.93% | 9.66% | 10.28% |
| 归属母公司股东净利润 | 73.82 | 106.46 | 205.76 | 243.77 | 274.28 | 310.81 |
| 增长率(%) | 4.06% | 44.23% | 93.27% | 18.47% | 12.52% | 13.32% |
| 每股收益(EPS) | 0.206 | 0.297 | 0.574 | 0.680 | 0.765 | 0.867 |
| 每股股利(DPS) | 0.047 | 0.036 | 0.072 | 0.107 | 0.121 | 0.137 |
| 每股经营现金流 | 0.366 | 0.820 | 0.090 | 1.334 | 0.364 | 1.408 |
| 销售毛利率 | 52.38% | 43.18% | 44.54% | 45.01% | 45.26% | 45.57% |
| 销售净利率 | 20.63% | 16.98% | 18.03% | 20.56% | 21.10% | 21.68% |
| 净资产收益率(ROE) | 11.89% | 5.69% | 9.91% | 10.42% | 10.67% | 10.97% |
| 投入资本回报率(ROIC) | 15.34% | 29.96% | 13.47% | 10.67% | 11.50% | 11.76% |
| 市盈率(P/E) | 68.74 | 47.66 | 24.66 | 20.82 | 18.50 | 16.33 |
| 市净率(P/B) | 8.17 | 2.71 | 2.44 | 2.17 | 1.97 | 1.79 |
| 股息率(分红/股价) | 0.003 | 0.003 | 0.005 | 0.008 | 0.009 | 0.010 |

| 报表预测 | | | | | | |
|------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 利润表 | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 410.56 | 743.86 | 1311.49 | 1376.16 | 1509.07 | 1664.22 |
| 减: 营业成本 | 195.53 | 422.65 | 727.31 | 756.75 | 826.06 | 905.83 |
| 营业税金及附加 | 5.26 | 7.35 | 11.10 | 14.29 | 15.67 | 17.28 |
| 营业费用 | 54.78 | 67.18 | 110.38 | 115.60 | 128.27 | 146.45 |
| 管理费用 | 61.12 | 99.06 | 64.78 | 123.85 | 143.36 | 158.10 |
| 财务费用 | -1.08 | -0.95 | 19.60 | 16.52 | 4.88 | -4.17 |
| 资产减值损失 | 5.75 | 6.26 | 47.78 | 19.93 | 19.93 | 19.93 |
| 加: 投资收益 | 0.70 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | -61.83 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 89.90 | 142.32 | 268.70 | 329.21 | 370.89 | 420.79 |
| 加: 其他非经营损益 | 10.89 | -0.48 | 0.77 | 3.73 | 3.73 | 3.73 |
| 利润总额 | 100.79 | 141.84 | 269.47 | 332.95 | 374.63 | 424.52 |
| 减: 所得税 | 16.07 | 15.51 | 32.96 | 49.94 | 56.19 | 63.68 |
| 净利润 | 84.72 | 126.33 | 236.51 | 283.00 | 318.43 | 360.84 |
| 减: 少数股东损益 | 10.90 | 19.86 | 30.75 | 39.24 | 44.15 | 50.03 |
| 归属母公司股东净利润 | 73.82 | 106.46 | 205.76 | 243.77 | 274.28 | 310.81 |
| 资产负债表 | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金 | 392.75 | 431.88 | 211.44 | 412.85 | 452.72 | 791.05 |
| 应收和预付款项 | 296.73 | 964.92 | 1257.81 | 961.56 | 1471.75 | 1211.20 |
| 存货 | 60.55 | 170.11 | 234.03 | 196.56 | 273.47 | 241.95 |
| 其他流动资产 | 0.07 | 0.06 | 14.74 | 14.74 | 14.74 | 14.74 |

| | | | | | | |
|------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资性房地产 | 15.03 | 13.99 | 29.01 | 25.09 | 21.16 | 17.23 |
| 固定资产和在建工程 | 58.85 | 226.81 | 450.30 | 379.41 | 308.53 | 237.64 |
| 无形资产和开发支出 | 7.24 | 1141.49 | 1148.81 | 1139.95 | 1131.10 | 1122.24 |
| 其他非流动资产 | 9.28 | 115.20 | 178.86 | 178.48 | 178.09 | 178.09 |
| 资产总计 | 840.49 | 3064.46 | 3525.01 | 3308.64 | 3851.55 | 3814.14 |
| 短期借款 | 3.00 | 200.00 | 435.45 | 157.95 | 118.21 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 144.12 | 839.67 | 496.79 | 255.56 | 563.06 | 332.04 |
| 长期借款 | 0.48 | 0.00 | 227.22 | 227.22 | 227.22 | 227.22 |
| 其他负债 | 2.87 | 0.77 | 122.93 | 122.93 | 122.93 | 122.93 |
| 负债合计 | 150.47 | 1040.44 | 1282.38 | 763.67 | 1031.42 | 682.19 |
| 股本 | 283.74 | 352.59 | 352.59 | 358.34 | 358.34 | 358.34 |
| 资本公积 | 4.45 | 1082.12 | 1082.12 | 1134.16 | 1134.16 | 1134.16 |
| 留存收益 | 332.75 | 437.94 | 641.65 | 846.96 | 1077.97 | 1339.75 |
| 归属母公司股东权益 | 620.94 | 1872.65 | 2076.35 | 2339.46 | 2570.48 | 2832.26 |
| 少数股东权益 | 69.08 | 147.77 | 162.67 | 201.91 | 246.06 | 296.09 |
| 股东权益合计 | 690.02 | 2020.42 | 2239.02 | 2541.37 | 2816.53 | 3128.34 |
| 负债和股东权益合计 | 840.49 | 3060.86 | 3521.40 | 3305.04 | 3847.95 | 3810.54 |
| 现金流量表 | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 经营性现金净流量 | 131.00 | 293.83 | 32.21 | 478.21 | 130.39 | 504.63 |
| 投资性现金净流量 | -7.56 | -39.23 | -801.77 | 3.17 | 3.17 | 3.17 |
| 筹资性现金净流量 | 27.66 | -170.94 | 512.98 | -279.97 | -93.69 | -169.47 |
| 现金流量净额 | 150.96 | 83.60 | -256.63 | 201.41 | 39.87 | 338.33 |

资料来源: Wind、中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张超，SAC 执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券金融研究所首席分析师。

薄晓旭，SAC 执业证书号：S0640513070004，金融学硕士，中航证券金融研究所军工、电子行业研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。