

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）2019 年年报点评： 深度布局军工领域，三大板块协同发展

行业分类：军工

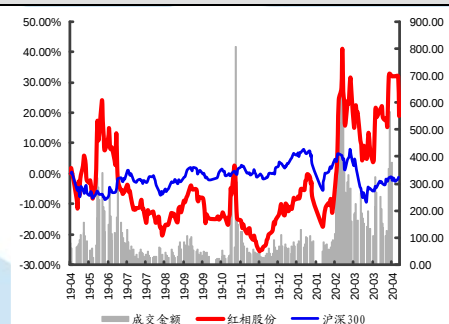
2020 年 04 月 30 日

公司投资评级	持有
6-12 个月目标价	-
当前股价（20.04.29）	18.42 元

基础数据

沪深 300	3867.03
总股本（亿）	3.58
流通 A 股（亿）	2.53
流通 B 股（亿）	0
流通 A 股市值（亿）	46.67
每股净资产（2019，元）	6.24
ROE（2019）	10.5%
资产负债率（2019）	51.07%
动态市盈率	28.2
市净率	3.05

近一年公司指数与沪深 300 走势对比



资料来源：wind

- 公司 4 月 29 日披露 2019 年年报及 2020 年一季报，2019 年公司实现营业收入 13.4 亿元（+2.21%），实现归母净利润 2.35 亿元（+2.32%），基本每股收益 0.66 元（+1.54%）。2020 年一季度公司实现营业收入 3.14 亿元（+1.56%），实现归母净利润 0.81 亿元（+32.71%），基本每股收益 0.2259 元（+31.34%）。

- 三大业务板块协同发展，2019 年营收小幅增长。公司各项业务稳步推进，2019 年营收小幅增长 2.21%。分业务板块来看，电力板块、铁路与轨道交通板块、军工板块分别实现营业收入 5.31 亿元、6.45 亿元、1.4 亿元。

（1）电力板块实现营业收入 5.31 亿元（+5.8%），占营收比重 39.63%，毛利率 50.58%（-3.75pct）。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）铁路与轨道交通板块实现营业收入 6.45 亿元（-6.38%），占营收比重 48.13%，毛利率 33.46%（-0.92pct）。子公司银川卧龙负责生产及销售变压器、电力工程及服务，是国内牵引变压器三大供应商之一，铁路牵引变压器覆盖了我国电气化铁路上 27.5kV 至 330kV 的全部电压等级。公司于 2017 年完成收购银川卧龙 100% 股权，银川卧龙 2019 年归母净利润 11,805.87 万元，2017-2019 年归母净利合计 30,621.29 万元，已完成业绩承诺。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，加上“新基建”背景下，城际高速铁路和城市轨道交通的投资和建设力度加大，牵引变压器需求有望持续提升。公司一季度发行可转换公司债，募集资金部分用于“节能型牵引变压器产业化项目”，该项目由银川卧龙作为实施主体，总投资额 17,510.00 万元，项目达产后，预计年产节能型牵引变压器 100 台，年销售收入 1.73 亿元，年税后净利润 2,986.90 万元。

（3）军工板块实现营业收入 1.4 亿元（+16.49%），占营收比重 10.44%，毛利率 60.47%（-1.46pct）。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，已为航天、航空、兵器、电子、中船等众多研究所及企业研制生产出了 400 多种微波组件

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：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航

资本大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59562524

传 真：010-59562637

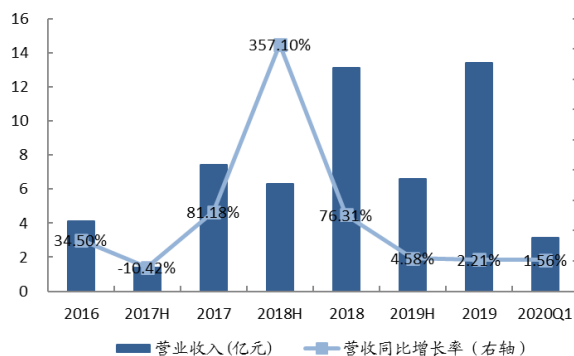
是国内少数具备为军工客户提供微波子系统研制生产能力和为多个弹载武器平台提供组合级产品的民营企业之一，星波通信 2019 年扣非后归母净利润为 6,372.18 万元，2017-2019 年扣非后归母净利润合计 16,909.53 万元，已完成业绩承诺。未来军队智能化、机械化、信息化建设持续加快，微波混合集成电路产品作为提升武器装备信息化水平的重要产业，仍将保持持续稳步增长。

- **拟收购志良电子，在军工领域持续深入布局。**除进一步完成收购星波通信剩余 32.46% 的股权之外，2019 年通过货币增资方式取得了成都鼎屹 51% 股权，成都鼎屹主要从事红外热成像系统的研发、生产及销售，其产品广泛应用于测温、安防监控、侦查、制导等民用和军用领域；今年 4 月公司又发布发行股份及支付现金购买资产预案，将以 8.6 亿元的价格购买志良电子 100% 股权，志良电子专业从事军工雷达电子战领域的电子侦察、电磁防护、雷达抗干扰、模拟仿真训练产品的研制、生产及相关技术服务，产品应用于机载、弹载、舰载、车载、地面等多种武器平台，覆盖系统、模块、器部件等，2018、2019 年度实现营业收入 5792.22 万元、8781.59 万元，实现扣非后净利润 2336.81 万元、4023.17 万元。目前公司军工板块收入占比较低，随着志良电子收购完成，将与星波通信协同发展，公司军工业务产业链条延伸，军工业务收入占比有望提高，公司整体业务布局更加合理。
- 费用方面，2019 年度公司及其子公司研发项目共计 26 个，研发费用 6,932.86 万元 (+12.12%)；受中宁新能源融资租赁借款产生的利息费用影响，2019 年财务费用共计 3871.02 万元 (+97.5%)。
- 2019 年新增中宁新能源风电和盐池华秦光伏发电的固定资产，截止 2019 年末，公司固定资产 10.95 亿元，比 2019 年初增加 8.85 亿元，2019 年共计提折旧与摊销 4,761.47 万元。
- 今年一季度公司实现营收 3.14 亿元 (+1.56%)，归母净利润 0.81 亿元 (+32.71%)，归母净利润变动主要受以下几个因素共同影响：一是一季度毛利率 53.01% (+9.47pct)，营业成本比上年同期减少 2699.83 万元 (-15.48%)；二是受疫情影响导致市场推广费用下降，销售费用较上年同期减少 1,106.25 万元 (-42.28%)，三是公司收到政府补助致使其他收益较上年同期增加 814.92 万元 (+427.22%)，四是中宁新能源新增的融资租赁贷款导致利息费用较上年同期增加 1,684.70 万元 (+220.78%)。
- **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，公司营收有望进一步提升。我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 15.61 亿元、17.12 亿元和 19.65 亿元，增速分别为 16.48%、9.65%、14.78%，归母净利润分别为 2.75 亿元、3.01 亿元和 3.31 亿元，增速分别为 17.04%、9.75%、9.78%，不考虑公司发行可转换债券以及发行股份购买资产带来的股本变化，EPS 分别为 0.77 元、0.84 元和 0.92 元，对应 PE 为 24.03 倍、21.89 倍、19.94 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。

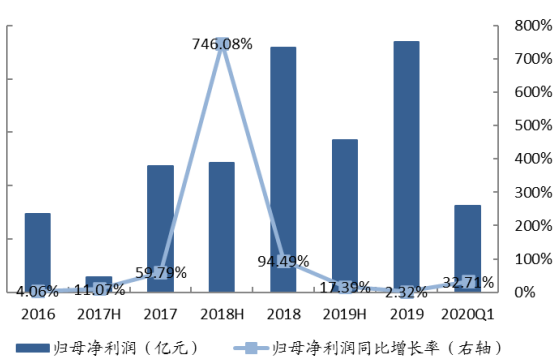
盈利预测

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1340.47	1561.34	1711.94	1965.03
增长率 (%)	2.21%	16.48%	9.65%	14.78%
归属母公司股东净利润	234.72	274.71	301.48	330.97
增长率 (%)	2.32%	17.04%	9.75%	9.78%
每股收益 EPS (元)	0.66	0.77	0.84	0.92

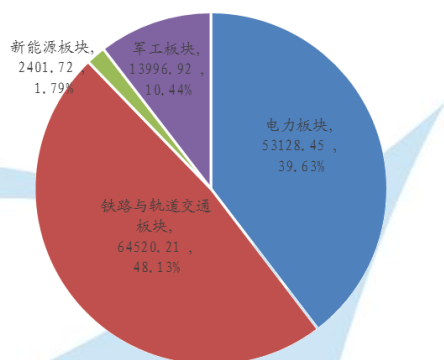
资料来源：Wind，中航证券金融研究所

图表 1: 营业收入及同比增速


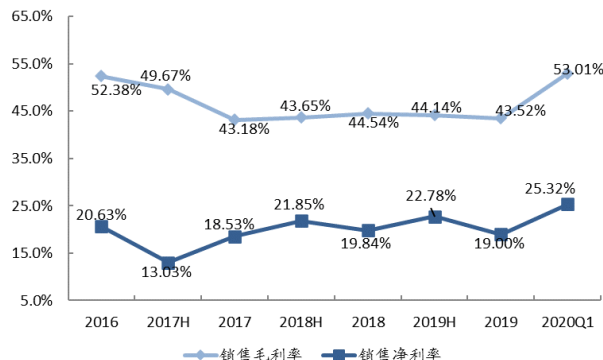
数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

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: 2019 年公司营收占比 (万元)


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 4: 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 5: 红相股份营业收入拆分及预测

业务板块	项目	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
电力板块	营收 (万元)	50213.91	53128.45	61097.72	67207.49	73928.24
	增长率		5.80%	15.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	54.33%	50.58%	51.00%	52.00%	52.00%
铁路与轨道交通板块	营收 (万元)	68920.16	64520.21	64520.21	67746.22	81295.46
	增长率		-6.38%	0.00%	5.00%	20.00%
	毛利率	34.38%	33.46%	31.00%	31.50%	31.50%
新能源板块	营收 (万元)	0.00	2401.72	2521.80	2647.89	2647.89
	增长率			5.00%	5.00%	0.00%
	毛利率	0.00%	59.06%	60.00%	60.00%	60.00%
军工板块	营收 (万元)	12015.28	13996.92	27993.85	33592.61	38631.51
	增长率		16.49%	100.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	61.93%	60.47%	56.00%	55.00%	55.00%
合计	营收 (万元)	131149.35	134047.30	156133.57	171194.22	196503.10
	增长率		2.21%	16.48%	9.65%	14.78%
	毛利率	44.54%	43.52%	43.78%	44.60%	44.22%

资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

公司财务报表预测

利润表	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1340.47	1561.34	1711.94	1965.03	净利润	254.72	309.92	336.27	367.14
营业成本	757.09	877.83	948.42	1096.16	折旧与摊销	47.61	84.27	86.61	89.16
营业税金及附加	11.51	13.40	14.70	16.87	财务费用	38.71	45.10	46.30	45.36
销售费用	135.15	117.10	145.52	176.85	资产减值损失	-3.21	30.00	30.00	30.00
管理费用	144.02	140.52	159.21	196.50	经营营运资本变动	258.20	-200.24	-70.10	-126.10
财务费用	38.71	45.10	46.30	45.36	其他	-356.91	-61.38	-42.53	-41.76
资产减值损失	-3.21	30.00	30.00	30.00	经营性现金流净额	239.12	207.67	386.55	363.81
投资收益	12.23	19.00	19.00	19.00	资本支出	-663.29	-150.00	-100.00	-150.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-222.24	-31.40	23.10	26.99
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-885.53	-181.40	-76.90	-123.01
营业利润	293.22	356.38	386.81	422.28	短期借款	441.45	263.32	81.38	187.80
其他非经营损益	-0.23	0.10	-0.01	0.03	长期借款	370.46	-200.00	-150.00	-150.00
利润总额	292.99	356.48	386.79	422.30	股权融资	-103.64	0.00	0.00	0.00
所得税	38.27	46.56	50.52	55.16	支付股利	-234.82	-143.97	-187.97	-216.23
净利润	254.72	309.92	336.27	367.14	其他	314.04	-284.97	-38.00	-37.06
少数股东损益	20.00	35.22	34.79	36.18	筹资性现金流净额	787.50	-365.62	-294.59	-215.49
归属母公司股东净利润	234.72	274.71	301.48	330.97	现金流量净额	141.30	-339.35	15.06	25.31
资产负债表	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	495.48	156.13	171.19	196.50	成长能力				
应收和预付款项	1109.27	1460.01	1561.63	1778.99	销售收入增长率	2.21%	16.48%	9.65%	14.78%
存货	206.00	238.85	258.05	298.25	营业利润增长率	-2.74%	21.54%	8.54%	9.17%
其他流动资产	67.67	10.56	11.58	13.29	净利润增长率	-2.09%	21.67%	8.50%	9.18%
长期股权投资	0.00	1.00	2.00	3.00	EBITDA 增长率	6.50%	27.98%	6.99%	7.14%
投资性房地产	27.14	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1185.84	1212.58	1188.65	1213.84	毛利率	43.52%	43.78%	44.60%	44.22%
无形资产和开发支出	1160.55	1199.82	1239.09	1278.36	三费率	23.71%	19.39%	20.50%	21.31%
其他非流动资产	541.09	627.35	630.29	627.69	净利率	19.00%	19.85%	19.64%	18.68%
资产总计	4793.04	4906.30	5062.49	5409.93	ROE	10.86%	12.72%	13.01%	13.42%
短期借款	876.90	1140.22	1221.59	1409.40	ROA	5.31%	6.32%	6.64%	6.79%
应付和预收款项	612.30	712.05	766.16	887.06	ROIC	10.18%	10.87%	11.07%	11.47%
长期借款	597.68	397.68	247.68	97.68	EBITDA/销售收入	28.31%	31.11%	30.36%	28.34%
其他负债	360.77	220.23	242.63	280.44	营运能力				
负债合计	2447.65	2470.17	2478.06	2674.57	总资产周转率	0.32	0.32	0.34	0.38
股本	358.34	358.34	358.34	358.34	固定资产周转率	2.05	1.47	1.71	2.09
资本公积	972.73	972.73	972.73	972.73	应收账款周转率	1.36	1.53	1.41	1.47
留存收益	828.13	958.86	1072.37	1187.11	存货周转率	3.38	3.95	3.82	3.94
归属母公司股东权益	2234.40	2289.93	2403.44	2518.18	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.60%	—	—	—
少数股东权益	110.99	146.21	180.99	217.17	资本结构				
股东权益合计	2345.39	2436.13	2584.43	2735.35	资产负债率	51.07%	50.35%	48.95%	49.44%
负债和股东权益合计	4793.04	4906.30	5062.49	5409.93	带息债务/总负债	60.24%	62.26%	59.29%	56.35%
					流动比率	1.04	0.92	0.92	0.91
					速动比率	0.92	0.80	0.80	0.79
					股利支付率	100.04%	52.41%	62.35%	65.33%
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	每股指标				
EBITDA	379.55	485.75	519.71	556.80	每股收益	0.66	0.77	0.84	0.92
PE	28.12	24.03	21.89	19.94	每股净资产	6.55	6.80	7.21	7.63
PB	2.81	2.71	2.55	2.41	每股经营现金	0.667	0.580	1.079	1.015
PS	4.92	4.23	3.86	3.36	每股股利	0.655	0.402	0.525	0.603
EV/EBITDA	18.790	15.165	14.023	13.127					
股息率	0.036	0.022	0.028	0.033					

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：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

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。