

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) 2020 年中报点评: 上半年营收小幅增长, 深入布局军工产业

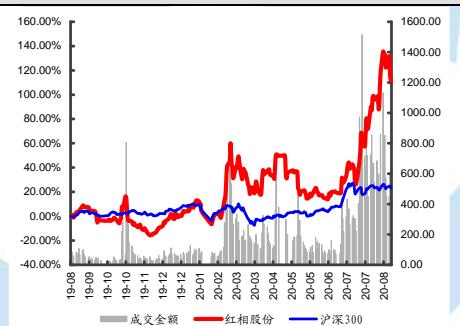
行业分类: 军工

2020 年 08 月 27 日

公司投资评级	持有
6-12 个月目标价	-
当前股价 (20.08.27)	30.1 元

基础数据	
沪深 300	4731.35
总股本 (亿)	3.58
流通 A 股 (亿)	2.65
流通 B 股 (亿)	0
流通 A 股市值 (亿)	80
每股净资产 (2020H)	6.15 元
ROE (2020H)	7.09%
资产负债率 (2020H)	54.46%
动态市盈率	42.8
市净率	4.9

近一年公司指数与沪深 300 走势对比



资料来源: wind

- 公司 8 月 27 日披露 2020 年中报, 2020 年上半年公司实现营收 6.95 亿元 (+5.54%), 实现归母净利润 1.6 亿元 (+12.28%), 基本每股收益 0.446 元 (+11.67%)。
- 各项业务稳步推进, 上半年营收小幅增长 5.54%。分业务板块来看, 电力板块、铁路与轨道交通及新能源板块、军工板块分别实现营收 2.83 亿元、4.05 亿元、0.4 亿元。

(1) 电力板块实现营收 2.83 亿元 (+4.93%), 占营收比重 38.85%, 毛利率为 48.22% (-3.19pct)。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。今年以来, 国网《重点工作任务》及政治局常委会议“新基建”先后重点部署特高压, 输变电行业景气度有望提升, 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) 铁路与轨道交通及新能源板块 (按照 2019 年口径计算) 实现营收 4.05 亿元 (+29.05%), 占营收比重 55.67%, 毛利率为 42.61% (+8.01pct)。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。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) 军工板块实现营收 0.4 亿元 (-15.71%), 占营收比重 5.48%, 毛利率为 77.47% (+15.74pct)。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, 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 多种微波组件产品及 20 多个型号的微波子系统产品, 频率范围已完整覆盖到 8 毫米, 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

股市有风险 入市须谨慎
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

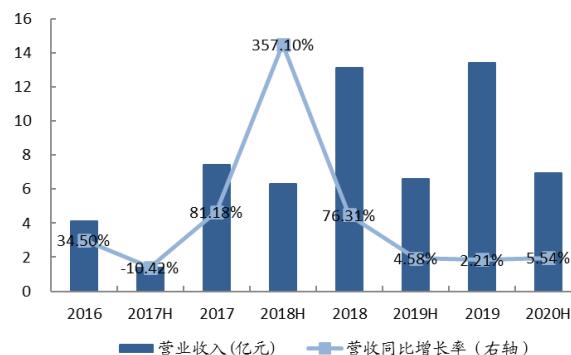
提供组合级产品的民营企业之一。星波通信已于7月22日和7月27日与特殊机构客户签订合同，订单金额分别为2.9亿元和2.1亿元，产品将从今年年底开始陆续交付，明年公司军工板块业绩有望实现高增长。子公司鼎屹信息主要从事红外热成像系统的研发、生产及销售，产品广泛应用于测温、安防监控、侦查、制导等民用和军用领域，在军工领域已经成功研制出红外导引头、激光导引头、瞄准用红外机芯组件等。未来随着国防数字化、信息化、现代化建设持续加快以及国防投入的持续增加，微波混合集成电路产品作为提升武器装备信息化水平的重要产业，仍将保持持续增长势头。

- **持续深入布局军工产业。**公司已于8月14日发布发行股份购买资产交易草案，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，客户覆盖船舶、航空、航天、电子等军工集团所属单位以及地方军工企业和军队有关单位。志良电子2019年度实现营业收入8,781.59万元，实现扣非后净利润4,023.17万元，今年1-5月实现营业收入3,655.76万元，实现扣非后净利润2,093.61万元。依据业绩承诺内容，志良电子2020年至2022年扣非后净利润分别为4,780万元、5,736万元、6,883万元，年增长率分别为18.80%、20%、20%。志良电子与公司子公司星波通信产品均可应用于雷达及电子对抗领域，且存在产业链上下游依存关系，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。
- **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。我们将公司2020-2022年的营业收入小幅调整为15.29亿元、17.63亿元和19.83亿元，增速分别为14.05%、15.33%、12.48%，归母净利润小幅调整为2.76亿元、3.29亿元和3.69亿元，增速分别为17.39%、19.43%、12%，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、0.92元和1.03元，对应PE为39倍、33倍、29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。

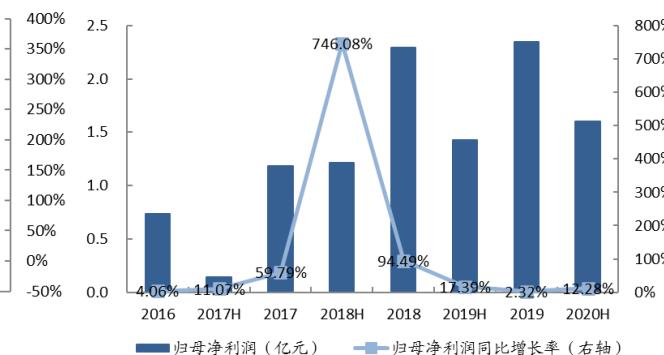
盈利预测

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1340.47	1528.77	1763.11	1983.19
增长率（%）	2.21%	14.05%	15.33%	12.48%
归属母公司股东净利润	234.72	275.53	329.05	368.56
增长率（%）	2.32%	17.39%	19.43%	12.00%
每股收益EPS(元)	0.66	0.77	0.92	1.03

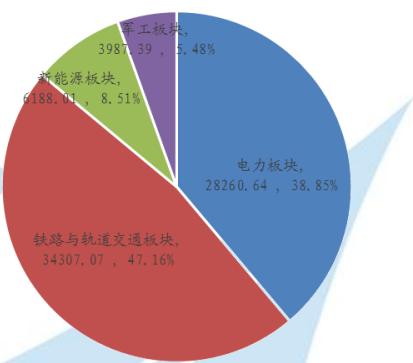
资料来源：Wind, 中航证券金融研究所

图表 1: 营业收入及同比增速


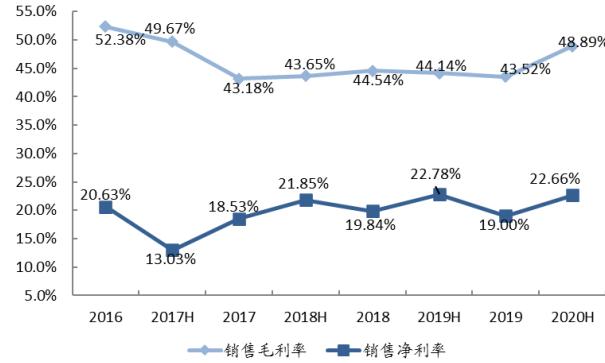
数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

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: 2020H 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	53128.45	55784.87	58574.11
	增长率	-	5.80%	0.00%	5.00%	5.00%
	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	67746.22	73165.92	80482.51
	增长率	-	-6.38%	5.00%	8.00%	10.00%
	毛利率	34.38%	33.46%	31.00%	31.50%	31.50%
新能源板块	营收(万元)	-	2401.72	9606.87	11528.25	12681.07
	增长率	-	-	300.00%	20.00%	10.00%
	毛利率	-	59.06%	60.00%	60.00%	60.00%
军工板块	营收(万元)	12015.28	13996.92	22395.08	35832.12	46581.76
	增长率	-	16.49%	60.00%	60.00%	30.00%
	毛利率	61.93%	60.47%	65.00%	63.00%	63.00%
合计	营收(万元)	131149.35	134047.30	152876.62	176311.16	198319.45
	增长率	357.10%	2.21%	14.05%	15.33%	12.48%
	毛利率	44.54%	43.52%	44.75%	46.25%	46.78%

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	1512.47	1754.56	2048.30	净利润	254.72	282.30	343.97	409.01
营业成本	757.09	839.06	941.55	1079.39	折旧与摊销	47.61	87.81	90.15	92.70
营业税金及附加	11.51	12.99	15.06	17.59	财务费用	38.71	75.26	78.97	80.71
销售费用	135.15	113.44	149.14	184.35	资产减值损失	-3.21	30.00	30.00	30.00
管理费用	144.02	136.12	163.17	204.83	经营营运资本变动	249.25	-179.48	-128.58	-162.55
财务费用	38.71	75.26	78.97	80.71	其他	-347.96	-62.23	-40.84	-40.87
资产减值损失	-3.21	30.00	30.00	30.00	经营性现金流净额	239.12	233.66	373.67	409.00
投资收益	12.23	19.00	19.00	19.00	资本支出	-659.17	-150.00	-100.00	-150.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-226.36	-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	324.61	395.66	470.44	短期借款	441.45	166.12	-0.67	28.51
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	324.71	395.65	470.46	股权融资	-103.64	0.00	0.00	0.00
所得税	38.27	42.41	51.68	61.45	支付股利	-46.23	-47.49	-51.22	-62.72
净利润	254.72	282.30	343.97	409.01	其他	125.45	-315.13	-70.67	-72.41
少数股东损益	20.00	32.08	35.59	40.30	筹资性现金流净额	787.50	-396.50	-272.56	-256.62
归属母公司股东净利润	234.72	250.22	308.39	368.71	现金流量净额	141.30	-344.24	24.21	29.37
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	151.25	175.46	204.83	成长能力				
应收和预付款项	1109.27	1412.23	1594.86	1842.66	销售收入增长率	2.21%	12.83%	16.01%	16.74%
存货	206.00	229.27	258.37	297.50	营业利润增长率	-2.74%	10.70%	21.89%	18.90%
其他流动资产	67.67	10.23	11.87	13.85	净利润增长率	-2.09%	10.83%	21.85%	18.91%
长期股权投资	0.00	1.00	2.00	3.00	EBITDA 增长率	6.50%	28.49%	15.81%	14.00%
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	1208.63	1180.75	1201.99	毛利率	43.52%	44.52%	46.34%	47.30%
无形资产和开发支出	1160.55	1200.23	1239.91	1279.60	三费率	23.71%	21.48%	22.30%	22.94%
其他非流动资产	541.09	627.35	630.29	627.69	净利率	19.00%	18.66%	19.60%	19.97%
资产总计	4793.04	4840.18	5093.51	5471.12	ROE	10.86%	11.27%	12.29%	13.01%
短期借款	876.90	1043.02	1042.34	1070.85	ROA	5.31%	5.83%	6.75%	7.48%
应付和预收款项	612.30	682.01	764.48	881.46	ROIC	10.18%	10.87%	12.13%	13.33%
长期借款	597.68	397.68	247.68	97.68	EBITDA/销售收入	28.31%	32.24%	32.19%	31.43%
其他负债	360.77	212.48	241.25	277.09	营运能力				
负债合计	2447.65	2335.19	2295.76	2327.08	总资产周转率	0.32	0.31	0.35	0.39
股本	358.34	358.34	358.34	358.34	固定资产周转率	2.05	1.43	1.76	2.20
资本公积	972.73	972.73	972.73	972.73	应收账款周转率	1.36	1.51	1.45	1.48
留存收益	828.13	1030.86	1288.02	1594.02	存货周转率	3.32	3.70	3.72	3.76
归属母公司股东权益	2234.40	2361.92	2619.09	2925.09	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	143.07	178.65	218.96	资本结构				
股东权益合计	2345.39	2504.99	2797.75	3144.04	资产负债率	51.07%	48.25%	45.07%	42.53%
负债和股东权益合计	4793.04	4840.18	5093.51	5471.12	带息债务/总负债	60.24%	61.69%	56.19%	50.21%
					流动比率	1.04	0.95	1.02	1.09
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	速动比率	0.92	0.83	0.89	0.95
EBITDA	379.55	487.67	564.78	643.84	股利支付率	19.69%	18.98%	16.61%	17.01%
PE	45.95	43.11	34.98	29.25	每股指标				
PB	4.60	4.31	3.86	3.43	每股收益	0.66	0.70	0.86	1.03
PS	8.05	7.13	6.15	5.27	每股净资产	6.55	6.99	7.81	8.77
EV/EBITDA	29.818	23.498	19.990	17.315	每股经营现金	0.667	0.652	1.043	1.141
股息率	0.004	0.004	0.005	0.006	每股股利	0.129	0.133	0.143	0.175

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, 未来也将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达或为任何就送达、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提供。

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。