

2020年10月27日

红相股份 (300427.SZ)

公司快报

证券研究报告

二次设备

2020Q3 净利润同比增长 17%，静待航天装备的释放

■ 事件：

2020年10月27日，公司发布三季报，前三季度实现营收（10.37亿元，+8.39%），归母净利润（2.25亿元，+13.67%）；Q3实现营收（3.42亿元，+14.67%），归母净利润（0.66亿元，+17.2%）

■ 点评：

收入增速逐季提升，三大板块稳步推进。2020前三季度实现营收（10.37亿元，+8.39%），单季度看，前三个季度收入增速分别为1.56%、9.06%和14.67%，收入增速逐季提升，主要系公司及各子公司贯彻落实疫情防控措施的基础上，稳步开始各项工作，总体实现了稳定增长，报告期内，公司电力板块、军工板块及铁路与轨道交通板块的各项业务稳步推进；孙公司中宁县银变新能源有限公司建设的100MW风力发电项目通过240验收并正式投入商业运行。

净利润增速高于营收，或因铁轨与新能源、及军工业务毛利率提升所致。2020前三季度综合毛利率47.6%（+2.45pct），参考半年报分部毛利率情况，我们认为原因系，一方面铁路与轨交和新能源分部则由于发电业务毛利率较高，毛利率有所提升；另一方面，军工分部收入规模提升带来的毛利率及收入占比的双重提升，预计随着军工业务的占比不断提升，公司毛利率有望上一个新的台阶。

前三季度期间费用率25.23%（+4.48pct），其中销售费用率下降2.09pct，跟销售有关的运费重分类至营业成本有关，管理费用率和研发费用率分别小幅提升0.29和0.26pct，期间费用率的提升主要系财务费用率同比提升6.03pct，系可转债按实际利率分摊利息以及中宁风电项目的融资租赁利息。

资产负债表多项目预示订单较好。期末存货较年初增长85.14%，主要母公司和子公司星波通信的原材料，主要是用于在手订单的备货，反映订单情况较好；与之对应的，原材料的验收入库使得前期预付款项下降了50.21%；预收账款和合同负债较期初增长7%，主要是预收的合同款项尚未验收确认收入；期末应收账款较年初增长了27.76%，主要是收入增长且回款速度下滑所致，公司主要客户来自电力、军工、铁路等国有大型企业和部分海外客户，受到其结算惯例的影响，公司应收账款收款周期相对较长，但无法收回的风险较小；期末其他非流动资产下降55.79%，主要是预付的设备及工程款，主要是部分设备已验收入库及涵普的新厂房已完工投入使用。

投资评级 **买入-A**

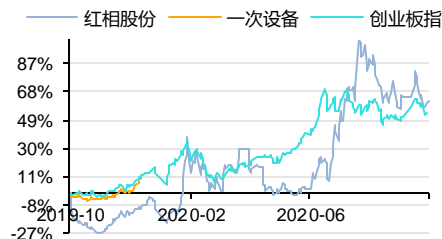
维持评级

6个月目标价：**34元**
股价（2020-10-27）**26.11元**

交易数据

总市值(百万元)	9,364.63
流通市值(百万元)	8,249.25
总股本(百万股)	358.66
流通股本(百万股)	315.94
12个月价格区间	11.85/32.80元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.85	19.44	21.02
绝对收益	2.19	19.06	77.27

冯福章

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040002
fengfz@essence.com.cn

花超

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520090001
huachao@essence.com.cn

王晗

报告联系人

wanghan1@essence.com.cn

相关报告

- 红相股份：【安信军工】红相股份：2020H1 净利润同比增长 12.28%，整体符合预期/冯福章 2020-08-27
- 红相股份：【安信军工】红相股份：发布收购电子战标的志良电子公司 100% 股权草案，强化军工电子业务再进一步/冯福章 2020-08-14
- 红相股份：【安信军工】红相股份：星波取得 2.9 亿合同是 19 年营收的 2.1 倍，导弹业务呈现高业绩弹性/ 2020-07-23

现金流量表来看，经营活动现金净流入 1.31 亿元，去年同期净流出 947 万元，主要是子公司银川卧龙报告期内支付的保函及应付票据的保证金较上年同期减少导致；投资活动现金净流出 1.25 亿元，净流出下降 54%，主要系中宁风电项目投资发生于 2019 年，因此本期购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比减少所致；筹资活动现金净流出 1.1 亿元，流出同比下降 53%，系报告期内发行可转债使得取得借款收到的现金增加额高于流出的增加。

- **全资子公司星波通信航天装备业务占比高，在手订单饱满，具备高弹性。**旗下全资子公司星波通信是航天装备雷达导引头的核心配套单位，年报显示，星波通信是国内少数为多个弹载武器平台提供组合级产品的民营企业之一，配套层级较高，配套武器装备多，配套价值量高，航天装备领域高景气将为公司贡献相当大的业绩弹性。从技术积累角度看，星波通信长期聚焦在雷达、电子对抗微波领域，已经发展为军用微波民营企业的第一梯队，其微波混合集成电路业务成长空间大，增速快于军工行业整体增速。从订单来看，仅近两次公告订单已达星波通信 2019 年营收（1.4 亿元）的 3.6 倍，交付时间主要在 20 和 21 年，而星波通信航天装备领域配套层级高，盈利能力强，2019 年星波通信净利率高达 46.4%，按照 19 年净利率水平，仅公告订单预计就将为公司带来超过 1.6 亿元的净利润，预计公司未来业绩高成长。
- **前期发布收购电子战标的志良电子公司 100% 股权草案，强化军工电子业务再进一步。**志良电子产品覆盖电子侦察、电磁防护、雷达抗干扰和模拟仿真训练四大类别，是典型的高壁垒、轻资产、高技术含量的优质、成长型企业。根据 MarketsandMarkets 预测报告，到 2022 年全球电子战市场空间将超 300 亿美元，随着国内体系对抗的迫切需要，国内电子战领域预计将以较高增速增长。电子战装备是我军体系对抗背景下的发展重点，目前国内除了中电 29 所、航天科工 8511 所、中船 723 所等以外，志良电子是国内极少数具有雷达对抗系统级和全产业链条配套合作能力的企业，拥有军用电子对抗、电子侦察、电子防御和雷达模拟仿真多个产品线。志良电子业绩高速增长，根据本次交易对方的业绩承诺，志良电子 2020 年至 2022 年扣非净利润业绩承诺为：4780 万元、5736 万元、6883 万元，增长率分别为 18.80%、20%、20%。2019 年实现营收 8782 万（同比增长+52%）元，扣非净利润 4,023.17 万元（同比增长+72%）。2020 年 1-5 月，营收 3655 万元，净利润 2252 万元，净利润率高达 61.2%。
- **强化发展军工业务板块是公司长期发展战略，军工业务高成长带动占比迅速提升。**2017 年通过收购星波通信快速切入军工电子领域，新增微波器件、微波组件及子系统军工业业务。公司公告显示，公

司子公司成都鼎屹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军用红外产品，未来将大力向军工领域扩展销售渠道，扩大市场份额。考虑收购志良电子 100% 股权后，军工业务再添新军，进军电子对抗领域。公司围绕军工电子领域内生+外延式发展，军工电子业务的占比有望快速提升，2020 年是公司军工战略发展的关键之年，在军工电子这一优质赛道下深入布局值得期待。

- **电力、轨道交通板块稳健增长，受益特高压、轨交等新基建投资，盈利稳健。**公司是电力监测检测细分行业龙头，产品多应用在 110kv 及以上的电网领域，受益电网公司继续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，保持稳健增长。旗下银川变压器是铁路牵引变压器龙头，核心受益我国持续投入的铁路基础设施建设，包括我国中西部地区的主干线，中东部地区的复线、支线、联络线铁路建设，旧线的电气化改造，以及运行年限在 15 年以上线路的自然更换等。
- **投资建议：**看好公司后续军工业务占比提高后将成为军工电子核心标的，预计随着电子对抗公司志良电子的进入，军工业务具备更高的成长性，公司军工利润占比有望快速提升。旗下星波通信是航天装备赛道中较为纯正的公司，航天装备业务占比高，多型产品正处于放量初期，已签订单十分饱满，业绩高弹性。另外，公司在军工的长期布局，预计志良电子进入后，公司军工业务占比快速提升，我们认为公司军工业务的价值还未充分体现，估值方面有望继续重塑。暂不考虑志良并表，我们预计 2020、2021、2022 年归母净利润 3.1 亿、4.5 亿、5.8 亿，对应 2020、2021、2022 年估值仅为 30X、21X、16X，作为军工电子的成长性标的，估值弹性重塑空间大，维持“买入-A”评级。
- **风险提示：**电力监测检测产品招投标不达预期、铁路投资不达预期、武器装备采购不达预期、志良电子收购不及预期

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	1,311.5	1,340.5	1,568.4	1,979.3	2,414.7
净利润	229.4	234.7	311.4	449.5	575.2
每股收益(元)	0.64	0.65	0.87	1.25	1.60
每股净资产(元)	5.79	6.23	7.18	8.45	9.95
盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	40.8	39.9	30.1	20.8	16.3
市净率(倍)	4.5	4.2	3.6	3.1	2.6
净利润率	17.5%	17.5%	19.9%	22.7%	23.8%
净资产收益率	11.0%	10.5%	12.1%	14.8%	16.1%
股息收益率	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	18.0%	11.7%	13.1%	15.8%	18.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,311.5	1,340.5	1,568.4	1,979.3	2,414.7	成长性					
减:营业成本	727.3	757.1	831.2	1,035.2	1,243.6	营业收入增长率	76.3%	2.2%	17.0%	26.2%	22.0%
营业税费	11.1	11.5	12.2	14.4	16.9	营业利润增长率	91.4%	-2.7%	26.3%	39.8%	27.0%
销售费用	110.4	135.1	128.8	161.3	193.2	净利润增长率	94.5%	2.3%	32.7%	44.4%	28.0%
管理费用	64.8	74.7	166.2	205.8	246.3	EBITDA 增长率	142.2%	10.3%	9.3%	28.8%	25.1%
财务费用	19.6	38.7	73.6	59.8	70.4	EBIT 增长率	147.7%	7.8%	17.6%	30.1%	26.0%
资产减值损失	47.8	-3.2	-2.0	-	2.0	NOPLAT 增长率	101.1%	4.4%	33.4%	30.3%	27.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	61.6%	18.3%	8.2%	8.1%	14.7%
投资和汇兑收益	-	12.2	12.0	15.0	15.0	净资产增长率	10.8%	4.8%	14.9%	16.9%	17.0%
营业利润	301.5	293.2	370.3	517.7	657.4	利润率					
加:营业外净收支	0.8	-0.2	0.0	0.2	-0.0	毛利率	44.5%	43.5%	47.0%	47.7%	48.5%
利润总额	302.2	293.0	370.3	517.9	657.3	营业利润率	23.0%	21.9%	23.6%	26.2%	27.2%
减:所得税	42.1	38.3	49.2	68.4	82.2	净利润率	17.5%	17.5%	19.9%	22.7%	23.8%
净利润	229.4	234.7	311.4	449.5	575.2	EBITDA/营业收入	29.4%	31.7%	29.6%	30.2%	31.0%
						EBIT/营业收入	26.7%	28.2%	28.3%	29.2%	30.1%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	60	175	250	196	158
货币资金	311.1	495.5	235.3	455.2	724.4	流动营业资本周转天数	152	205	172	185	211
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	479	496	441	416	447
应收账款	1,134.8	888.3	1,333.5	1,512.6	1,999.9	应收账款周转天数	250	272	255	259	262
应收票据	62.2	80.7	93.6	104.3	151.4	存货周转天数	55	59	54	53	53
预付账款	60.8	140.3	16.7	176.1	89.5	总资产周转天数	940	1,134	1,084	909	855
存货	234.0	206.0	260.2	325.6	382.4	投资资本周转天数	550	726	700	600	548
其他流动资产	14.7	67.7	27.7	36.7	44.0	投资回报率					
可供出售金融资产	105.0	-	104.0	110.0	71.3	ROE	11.0%	10.5%	12.1%	14.8%	16.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.1%	5.3%	6.9%	8.4%	9.4%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	18.0%	11.7%	13.1%	15.8%	18.6%
投资性房地产	29.0	27.1	27.1	27.1	27.1	费用率					
固定资产	210.1	1,095.2	1,082.2	1,069.3	1,056.4	销售费用率	8.4%	10.1%	8.2%	8.2%	8.0%
在建工程	240.2	90.7	90.7	90.7	90.7	管理费用率	4.9%	5.6%	10.6%	10.4%	10.2%
无形资产	79.1	86.8	79.5	72.2	64.9	财务费用率	1.5%	2.9%	4.7%	3.0%	2.9%
其他非流动资产	1,173.9	1,614.9	1,298.9	1,363.1	1,424.6	三费/营业收入	14.9%	18.5%	23.5%	21.6%	21.1%
资产总额	3,655.0	4,793.0	4,649.5	5,343.0	6,126.7	偿债能力					
短期债务	435.4	876.9	965.6	988.2	1,097.1	资产负债率	38.7%	51.1%	42.0%	41.0%	39.8%
应付账款	404.8	597.2	642.2	766.8	728.2	负债权益比	63.2%	104.4%	72.5%	69.6%	66.1%
应付票据	16.9	37.0	36.9	48.6	52.0	流动比率	1.57	1.04	1.02	1.23	1.53
其他流动负债	297.1	302.3	274.4	317.7	345.0	速动比率	1.37	0.92	0.89	1.08	1.35
长期借款	227.2	597.7	-	35.3	181.2	利息保障倍数	17.86	9.75	6.03	9.66	10.34
其他非流动负债	34.5	36.6	34.8	35.3	35.6	分红指标					
负债总额	1,416.0	2,447.6	1,953.9	2,191.9	2,439.1	DPS(元)	0.13	0.13	-	-	-
少数股东权益	162.7	111.0	120.6	120.6	120.6	分红比率	20.2%	20.2%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	352.6	358.3	358.7	358.7	358.7	股息收益率	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,724.5	1,800.9	2,216.3	2,671.8	3,208.3						
股东权益	2,239.0	2,345.4	2,695.5	3,151.1	3,687.6						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	260.2	254.7	311.4	449.5	575.2	EPS(元)	0.64	0.65	0.87	1.25	1.60
加:折旧和摊销	35.3	47.6	20.2	20.2	20.2	BVPS(元)	5.79	6.23	7.18	8.45	9.95
资产减值准备	47.8	3.2	-	-	-	PE(X)	40.8	39.9	30.1	20.8	16.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.5	4.2	3.6	3.1	2.6
财务费用	21.8	39.0	73.6	59.8	70.4	P/FCF	-72.7	14.6	-18.3	33.0	28.3
投资损失	-	-12.2	-12.0	-15.0	-15.0	P/S	7.1	7.0	6.0	4.7	3.9
少数股东损益	30.8	20.0	9.6	-	-	EV/EBITDA	11.1	13.5	21.5	16.3	13.0
营运资金的变动	-405.0	-587.8	45.3	-338.9	-581.2	CAGR(%)	20.0%	31.2%	32.6%	20.0%	31.2%
经营活动产生现金流量	37.3	239.1	448.2	175.6	69.6	PEG	2.0	1.3	0.9	1.0	0.5
投资活动产生现金流量	-801.8	-885.5	-92.0	9.0	53.7	ROIC/WACC	1.8	1.2	1.3	1.6	1.9
融资活动产生现金流量	513.0	787.5	-616.4	35.3	145.9	REP	1.0	1.7	2.4	1.8	1.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

冯福章、花超声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	徐逸岑	18019221980	xuyc@essence.com.cn	
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn	
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn	
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn	
刘晓萱		010-83321365	liuwx1@essence.com.cn	
曹琰		15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn	
张杨		15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn	
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn	
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn	
	杨萍	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034