

红相股份(300427)

报告日期: 2020年12月1日

# 志良电子订单充足, 期待军工电子业务完成整合

——红相股份点评报告

✍️ : 王华君 执业证书编号: S1230520080005  
☎️ : 18610723118  
✉️ : wanghuajun@stocke.com.cn

## 投资要点

### 志良电子潜在订单达 8.6 亿元, 其中备产预告金额为 5.2 亿元

上市公司发布公告,更新拟收购子公司志良电子截止9月30日的最新订单情况:在手已确定订单为 3.45 亿元,将于 2020 年 10-11 月、2021 年、2022 年分别交付;另外客户下达的备产预告金额为 5.18 亿元,系公司首次披露,将有望在未来三年内形成具体订单。

### 志良电子主营电子对抗业务,研发投入高、竞争能力及盈利能力较强

志良电子为我国稀缺的民营军工雷达电子对抗系统级厂商,业务类型及技术储备全面:电子侦察、电磁防护、雷达抗干扰、模拟仿真训练。公司 2018-2020 年前三季度营业收入分别为 0.58、0.88、0.71 亿元,其中电子侦察占收入比重超过 50%。公司 2018-2020 年前三季度的研发费用率分别为 26%、17%、12%,研发投入较高,产品毛利率分别为 77%、76%、75%。

### 国防信息化有望进入加速发展阶段,电子对抗业务将显著受益

电子对抗作为国防信息化的重要组成部分,预测 2025 年国防信息化开支将增长至 2,513 亿元,年复合增长率 11.6%,占 2025 年国防装备费用的比例达到 40%,未来 10 年国防信息化产业总规模有望达到 1.66 万亿元。

### 志良、星波协同性较强,期待上市公司军工电子业务完成整合

志良电子与星波通信的产品均可应用于雷达及电子对抗领域,其中志良电子具备雷达电子对抗系统级产品配套能力,星波通信可为志良电子相关系统级产品提供微波模块,双方属于同一产业链的上下游关系,具有高度协同效应。“十四五”期间军工景气度向上,整合完成后上市公司军工电子业务有望爆发。

### 盈利预测及估值

看好“十四五”期间军工电子业务的发展前景,整合完成后预计 2021 年军工电子收入占比达 44%。预计公司 2020-2022 年归母净利润为 3.1/5.4/6.5 亿元,同比增速分别为 32%/75%/19%,对应 PE 分别为 33/19/16 倍。维持“买入”评级。

### 风险提示

铁路或电网投资规模不及预期;志良电子并购失败;军工订单交付进度低于预期;大股东股权质押风险;限售股解禁风险。

## 财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	1340	1525	2097	2333
(+/-)	2%	14%	38%	11%
净利润	235	310	543	648
(+/-)	2%	32%	75%	19%
每股收益(元)	0.66	0.74	1.29	1.54
P/E	37	33	19	16

## 评级

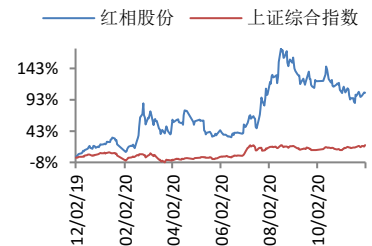
## 买入

上次评级	买入
当前价格	¥ 24.37

## 单季度业绩

## 元/股

3Q/2020	0.18
2Q/2020	0.22
1Q/2020	0.22
4Q/2019	0.12



## 公司简介

公司为电力设备状态检测、监测行业龙头,利用星波通信、志良电子(国内技术最全面的民营电子对抗企业)、鼎屹信息,即将完成微波组件、电子对抗、红外成像等军工电子领域的全面布局,实现内生+外延的双轮驱动发展。

## 相关报告

- 《红相股份:四季度业绩有望提速,期待明后年军工电子放量-20201028》  
2020.10.28
- 《红相股份点评:第三季度业绩提速,军工电子明后年有望大幅增长》  
2020.10.14
- 《红相股份:中报业绩符合预期;期待军工电子业务逐步发力-20200827》  
2020.08.27
- 《【红相股份】深度:电力检测监测龙头,军工电子业务有望爆发\_20200821》

点评报告

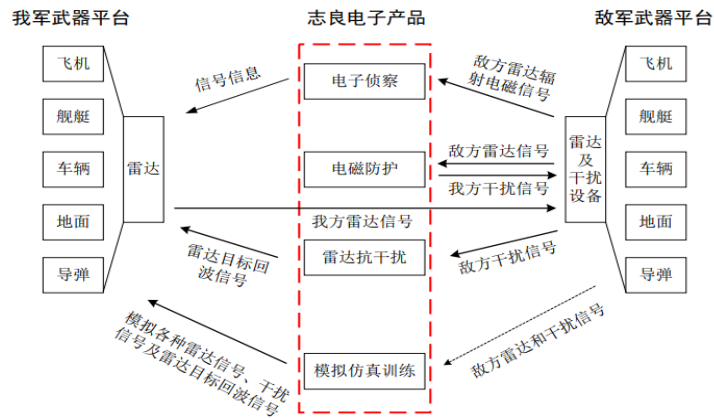
行业公司研究——电气设备行业

证券研究报告

志良电子为一家民营军工雷达电子对抗的系统级厂商，上市公司拟以发行股份及支付现金方式购买标的公司 100% 股权，交易作价为 8.6 亿元。

我国自主雷达电子对抗的发展历史较短，从事该领域的企业主要有少数国营的军工科研院所以及志良电子等。公司专注于雷达电子战领域，业务能力覆盖雷达对抗和复杂电磁环境建设领域各主要环节，业务体系涉及装备和模拟仿真训练，业务之间相互融合，创新研发实力突出。

图 1：志良电子产品主要应用于雷达电子对抗领域

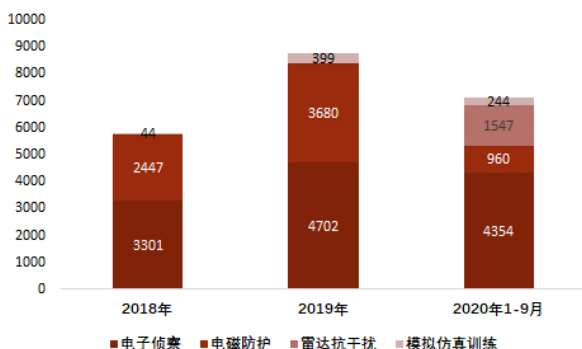


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

国防信息化产业“十四五”期间有望实现加速发展。根据中国产业信息网，预测 2025 年中国国防信息化开支将增长至 2,513 亿元，年复合增长率 11.6%，占 2025 年国防装备费用（6,284 亿元）的比例达到 40%，未来 10 年国防信息化产业总规模有望达到 1.66 万亿元。雷达电子战作为信息对抗的主要分支之一，是现代信息化战争中能否掌握制信息权的关键，雷达电子战装备市场将充分受益于行业发展。

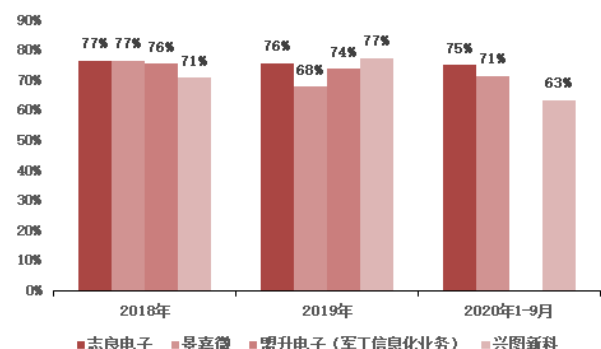
志良电子 2018-2020 年前三季度收入分别为 0.58、0.88、0.71 亿元，其中电子侦察占收入比重超过 50% 以上，长期来看模拟仿真训练有较大的成长空间。公司所在的军工信息化行业毛利率普遍在 70% 以上，电子对抗技术壁垒、认证壁垒较高，竞争格局较好、盈利能力较强。公司 2018-2020 年前三季度的研发费用率分别为 26%、17%、12%。

图 2：志良电子收入主要业务来源拆分（单位：万元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 3：军工信息化行业毛利率普遍在 70% 以上



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

公司9月8日发布《关于对深圳证券交易所重组问询函回复的公告》，截止2020年5月31日，志良电子在手订单达到3.61亿元（不含税）。

近日上市公司公布截至2020年9月30日的最新订单情况，志良电子已签订具体合同的在手订单金额达到3.45亿元（不含税），客户下达的备产预告金额为5.18亿元（不含税），备产预告为公司首次公开披露。

**备产预告金额有望在未来三年形成具体订单。**其中电子侦察产品3.83亿元、雷达抗干扰产品1.22亿元。同时，随着雷达电子对抗及模拟仿真训练市场需求快速增长，志良电子重点储备项目逐步释放，未来经营业绩的实现具有较高保障。

参照志良电子过往合同的执行情况，目前在手订单的执行进度，以及相关型号装备的列装计划，标的公司大部分订单的实际执行周期在1-2年。当前在手订单可确保公司2020-2022年每年实现的收入分别为1.29、1.42、1.45亿元。

**图 4：公司目前 3.45 亿在手合同有望在 2021-2022 年每年贡献 1.4 亿左右收入**

合同签订时间	产品类别	在手订单金额及执行情况		在手订单预计收入实现金额分年度情况			预计剩余收入实现周期
		在手订单金额	已执行未验收	2020年10-12月	2021年	2022年	
2018年	电子侦察	1,883	1,883	1,883	-	-	3个月内
	电磁防护	4,078	4,078	2,653	1,425	-	1年内
	模拟仿真训练	168	168	168	-	-	3个月内
	小计	6,129	6,129	4,704	1,425	-	-
2019年	电子侦察	5,144	2,618	827	4,076	241	1-2年
	电磁防护	1,492	61	236	314	942	1-2年
	模拟仿真训练	256	-	-	256	-	1年内
	小计	6,893	2,679	1,063	4,647	1,183	-
2020年 1-9月	电子侦察	13,255	516	-	4,613	8,642	1-2年
	电磁防护	6,147	1,735	44	2,400	3,703	1-2年
	雷达抗干扰	278	-	-	278	-	1年内
	模拟仿真训练	1,796	-	-	872	925	1-2年
	小计	21,477	2,251	44	8,163	13,270	-
合计	34,499	11,059	5,811	14,235	14,453	-	

备注：在手订单金额截止至2020年9月30日

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1878	2865	3146	3755	<b>营业收入</b>	1340	1525	2097	2333
现金	495	1395	1281	1679	营业成本	757	847	1000	1122
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	12	12	19	21
应收账款	913	988	1253	1322	营业费用	135	137	168	163
其它应收款	56	49	71	83	管理费用	75	88	193	189
预付账款	140	86	123	153	研发费用	69	79	101	98
存货	206	279	350	449	财务费用	39	41	29	30
其他	68	68	68	68	资产减值损失	1	3	2	2
<b>非流动资产</b>	2915	2925	3362	3437	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	12	12	12	12
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	28	32	35	35
固定资产	1095	1384	1455	1465	<b>营业利润</b>	293	361	633	755
无形资产	87	109	120	134	营业外收支	(0)	(0)	(0)	(0)
在建工程	91	77	65	56	<b>利润总额</b>	293	361	633	754
其他	1642	1354	1722	1781	所得税	38	47	85	99
<b>资产总计</b>	4793	5789	6508	7192	<b>净利润</b>	255	313	549	655
<b>流动负债</b>	1813	1480	1784	1968	少数股东损益	20	3	5	7
短期借款	877	504	605	662	<b>归属母公司净利润</b>	235	310	543	648
应付款项	483	542	631	722	EBITDA	413	513	789	920
预收账款	55	80	105	112	EPS (最新摊薄)	0.66	0.74	1.29	1.54
其他	398	354	443	472	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	634	632	633	633		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	598	598	598	598	<b>成长能力</b>				
其他	37	35	35	36	营业收入	2.21%	13.73%	37.52%	11.27%
<b>负债合计</b>	2448	2113	2417	2601	营业利润	-2.74%	23.04%	75.55%	19.13%
少数股东权益	111	114	120	126	归属母公司净利润	2.32%	32.18%	75.04%	19.40%
归属母公司股东权益	2234	3562	3971	4464	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	4793	5789	6508	7192	毛利率	43.52%	44.45%	52.30%	51.91%
					净利率	19.00%	20.56%	26.16%	28.08%
					ROE	10.24%	10.30%	13.98%	14.94%
					ROIC	8.18%	7.79%	11.21%	12.00%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	51.07%	36.49%	37.14%	36.17%
					净负债比率	67.31%	56.83%	55.22%	53.60%
					流动比率	1.04	1.94	1.76	1.91
					速动比率	0.92	1.75	1.57	1.68
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.32	0.29	0.34	0.34
					应收帐款周转率	1.39	1.74	2.03	1.97
					应付帐款周转率	1.82	1.79	1.87	1.83
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.66	0.74	1.29	1.54
					每股经营现金	0.57	1.80	0.90	1.52
					每股净资产	6.24	8.49	9.46	10.63
					<b>估值比率</b>				
					P/E	37.21	32.98	18.84	15.78
					P/B	3.91	2.87	2.58	2.29
					EV/EBITDA	15.28	19.81	13.19	10.95

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	239	756	379	638
净利润	255	313	549	655
折旧摊销	48	86	102	110
财务费用	39	41	29	30
投资损失	(12)	(12)	(12)	(12)
营运资金变动	284	83	(154)	13
其它	(373)	245	(134)	(158)
<b>投资活动现金流</b>	(886)	(399)	(462)	(111)
资本支出	(736)	(355)	(155)	(105)
长期投资	107	4	(3)	1
其他	(257)	(48)	(304)	(7)
<b>筹资活动现金流</b>	788	542	(30)	(129)
短期借款	441	(373)	101	57
长期借款	370	0	0	0
其他	(24)	914	(132)	(186)
<b>现金净增加额</b>	141	899	(114)	398

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>