红相股份（300427）

证券研究报告
2020 年 08 月 31 日

订单饱满+高成长赛道，未来军工业务高发展可期

事件：公司公布 2020 中报，实现营业收入 6.95 亿元，同比增长 5.54%；归属上市公司净利润 1.6 亿元，同比增长 12.28%；扣非净利润 1.47 亿元，同比增长 7.64%。

点评：

一、业绩位于此前预告区间，财务费用影响利润

中报业绩位于此前预告的 1.57-1.85 亿元利润区间内，符合预期。分项收入看，电力检测设备 4.74 亿元，同比增长 21.25%；铁路及轨道交通 1.11 亿元，同比下滑 47.06%。军工业务星波通信实现收入 3987.4 万元。

毛利率提升明显，净利率基本持平，主要是财务费用增加影响。公司上半年毛利率 48.89%，同比提升 4.75 个百分点。费用端来看，主要是财务费用大幅增加。公司上半年财务费用同比大幅增长 268.86%，增加 3976.4 万元，主要是报告期内发行的可转债利息费用。如后续可转债顺利转股，财务费用有望显著下降。

二、星波通信屡获大单，新一轮高成长确立

星波于 7 月份获得两个军工订单金额共 5 亿元，为星波通信 2019 年收入 1.4 亿元的 3.6 倍，主要在明年交付，保证星波 2021 年高成长。星波 2019 年净利率达到 46%，预计订单将显著增厚公司净利润，2021 年星波利润占比有望达到 40%以上。

2.9 亿订单相关产品主要是微波源高频头、本振接收机，2021 年各季度分批交付；2.1 亿订单相关产品是主动频综接收组件、被动接收机组合、数据链射频组合、主动频综接收组合、指令射频组合，2020 年 12 月开始交付一部分，2021 年 6 月开始交付剩余部分。

星波通信从事射频/微波器件、组件、子系统及其混合集成电路模块的研发、生产、销售和服务，产品主要为雷达、通信和电子对抗系统提供配套。其微波产品频率范围覆盖了从 DC 至 40GHz 的频段，是一家军工资质齐全的民营军工企业。

三、拟收购志良电子，布局电力对抗，军工领域高成长赛道

公司 2020 年 4 月份公告拟以发行股份及支付现金方式购买志良电子 100%股权，作价 8.6 亿元；同时拟非公开募集配套资金不超过 5.5 亿元。志良电子承诺 2020-2022 年扣非净利润不低于 4780 万、5736 万和 6883 万元。

志良电子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，产品覆盖系统、模块、器部件等，其总体技术配套层级高。

志良电子与星波通信属于产业链上下游，协同性强。两者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，双方处于同一产业链条。收购完成后，志良电子可直接向星波通信采购相关微波产品。此次收购将进一步强化公司在雷达、电子对抗领域的产业链上下游实力。

四、盈利预测及估值

预计公司 2020-2022 年净利 2.98 亿、4.72 亿和 6.04 亿元，对应 2020-2022 年 PE 分别为 37、23、18 倍，维持增持评级。

风险提示：军工订单延期交付；收购志良电子失败；电力、铁路业务增速放缓。

投资评级

行业	电气设备/电气自动化设备
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	30.72 元
目标价格	元

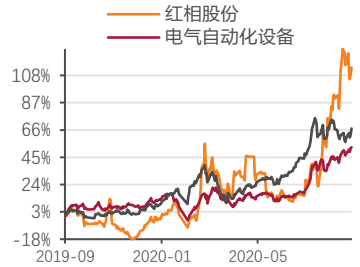
基本数据

A 股总股本(百万股)	358.34
流通 A 股股本(百万股)	265.03
A 股总市值(百万元)	11,008.23
流通 A 股市值(百万元)	8,141.80
每股净资产(元)	6.15
资产负债率(%)	54.46
一年内最高/最低(元)	34.66/11.70

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com
王俊贤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080002
wangjunxian@tfzq.com
王纪斌 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519010001
wangjibin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《红相股份-公司点评:屡获特殊客户大单，军工版图进一步延伸》 2020-08-10
2 《红相股份-公司点评:可转债获得批复，助力公司业务发展》 2020-02-27
3 《红相股份-半年报点评:业绩符合预期，盈利能力提升》 2019-08-28

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,311.49	1,340.47	1,653.80	2,133.54	2,596.83
增长率(%)	76.31	2.21	23.37	29.01	21.71
EBITDA(百万元)	385.10	424.61	457.13	640.39	791.19
净利润(百万元)	229.40	234.72	298.26	471.59	604.44
增长率(%)	94.49	2.32	27.07	58.11	28.17
EPS(元/股)	0.64	0.66	0.83	1.32	1.69
市盈率(P/E)	47.99	46.90	36.91	23.34	18.21
市净率(P/B)	5.30	4.93	4.60	3.97	3.38
市销率(P/S)	8.39	8.21	6.66	5.16	4.24
EV/EBITDA	11.14	13.52	25.97	18.12	14.62

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	311.12	495.48	132.30	170.68	207.75
应收票据及应收账款	1,160.27	913.42	1,711.19	1,532.60	2,415.56
预付账款	60.80	140.31	66.04	129.26	135.96
存货	234.03	206.00	309.42	336.23	433.85
其他	51.48	123.20	57.08	123.70	108.33
流动资产合计	**1,817.70**	**1,878.42**	**2,276.03**	**2,292.48**	**3,301.45**
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	210.07	1,095.16	1,122.92	1,137.15	1,143.08
在建工程	240.23	90.68	60.41	42.25	31.35
无形资产	79.13	86.75	79.47	72.18	64.90
其他	1,307.89	1,642.03	1,326.07	1,390.28	1,451.76
非流动资产合计	**1,837.31**	**2,914.62**	**2,588.86**	**2,641.86**	**2,691.09**
资产总计	**3,655.01**	**4,793.04**	**4,864.89**	**4,934.34**	**5,992.54**
短期借款	435.45	876.90	818.25	572.85	580.02
应付票据及应付账款	403.94	482.93	459.34	755.49	734.56
其他	314.91	453.57	824.48	421.77	961.52
流动负债合计	**1,154.29**	**1,813.40**	**2,102.08**	**1,750.11**	**2,276.10**
长期借款	227.22	597.68	200.00	200.00	200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	34.48	36.57	34.82	35.29	35.56
非流动负债合计	**261.70**	**634.25**	**234.82**	**235.29**	**235.56**
负债合计	**1,415.99**	**2,447.65**	**2,336.89**	**1,985.40**	**2,511.66**
少数股东权益	162.67	110.99	132.32	177.57	228.37
股本	352.59	358.34	358.34	358.34	358.34
资本公积	1,082.12	972.73	972.73	972.73	972.73
留存收益	1,724.52	1,800.85	2,037.35	2,413.03	2,894.16
其他	(1,082.87)	(897.52)	(972.73)	(972.73)	(972.73)
股东权益合计	**2,239.02**	**2,345.39**	**2,528.00**	**2,948.94**	**3,480.87**
负债和股东权益总计	**3,655.01**	**4,793.04**	**4,864.89**	**4,934.34**	**5,992.54**

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**1,311.49**	**1,340.47**	**1,653.80**	**2,133.54**	**2,596.83**
营业成本	727.31	757.09	918.95	1,140.88	1,370.53
营业税金及附加	11.10	11.51	14.84	18.51	22.71
营业费用	110.38	135.15	137.27	170.68	207.75
管理费用	64.78	74.69	82.69	96.01	116.86
研发费用	61.83	69.33	77.73	100.28	122.05
财务费用	19.60	38.71	75.45	54.52	47.03
资产减值损失	47.78	(3.21)	(3.00)	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	12.23	12.00	12.00	12.00
其他	(32.76)	(48.25)	(24.00)	(24.00)	(24.00)
营业利润	**301.47**	**293.22**	**361.88**	**564.66**	**721.90**
营业外收入	1.19	0.24	11.24	24.01	24.49
营业外支出	0.42	0.48	0.53	0.48	0.49
利润总额	**302.24**	**292.99**	**372.59**	**588.19**	**745.90**
所得税	42.09	38.27	51.89	70.58	89.51
净利润	**260.15**	**254.72**	**320.71**	**517.61**	**656.39**
少数股东损益	30.75	20.00	22.45	46.02	51.95
归属于母公司净利润	**229.40**	**234.72**	**298.26**	**471.59**	**604.44**
每股收益（元）	0.64	0.66	0.83	1.32	1.69

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	260.15	254.72	298.26	471.59	604.44
折旧摊销	35.32	47.61	19.80	21.21	22.26
财务费用	21.77	39.02	75.45	54.52	47.03
投资损失	0.00	(12.23)	(12.00)	(12.00)	(12.00)
营运资金变动	(405.60)	(586.94)	(25.20)	(181.07)	(517.19)
其它	125.62	496.94	22.45	46.02	51.95
经营活动现金流	**37.26**	**239.12**	**378.76**	**400.28**	**196.49**
资本支出	264.68	792.32	11.76	9.53	9.73
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,066.45)	(1,677.85)	(9.76)	(7.53)	(7.73)
投资活动现金流	**(801.77)**	**(885.53)**	**2.00**	**2.00**	**2.00**
债权融资	785.60	1,647.54	1,117.14	904.45	914.51
股权融资	(14.85)	(61.69)	(145.95)	(49.82)	(42.33)
其他	(257.76)	(798.34)	(1,715.13)	(1,218.52)	(1,033.60)
筹资活动现金流	**512.98**	**787.50**	**(743.94)**	**(363.90)**	**(161.42)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(251.53)**	**141.10**	**(363.18)**	**38.38**	**37.06**

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	76.31%	2.21%	23.37%	29.01%	21.71%
营业利润	91.37%	-2.74%	23.41%	56.03%	27.85%
归属于母公司净利润	94.49%	2.32%	27.07%	58.11%	28.17%
获利能力					
毛利率	44.54%	43.52%	44.43%	46.53%	47.22%
净利率	17.49%	17.51%	18.03%	22.10%	23.28%
ROE	11.05%	10.50%	12.45%	17.02%	18.58%
ROIC	18.04%	11.66%	12.85%	16.71%	20.10%
偿债能力					
资产负债率	38.74%	51.07%	48.04%	40.24%	41.91%
净负债率	21.19%	49.12%	38.96%	24.88%	20.30%
流动比率	1.57	1.04	1.08	1.31	1.45
速动比率	1.37	0.92	0.94	1.12	1.26
营运能力					
应收账款周转率	1.25	1.29	1.26	1.32	1.32
存货周转率	6.49	6.09	6.42	6.61	6.74
总资产周转率	0.38	0.32	0.34	0.44	0.48
每股指标（元）					
每股收益	0.64	0.66	0.83	1.32	1.69
每股经营现金流	0.10	0.67	1.06	1.12	0.55
每股净资产	5.79	6.24	6.69	7.73	9.08
估值比率					
市盈率	47.99	46.90	36.91	23.34	18.21
市净率	5.30	4.93	4.60	3.97	3.38
EV/EBITDA	11.14	13.52	25.97	18.12	14.62
EV/EBIT	12.26	15.21	27.15	18.74	15.04

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com