

红相股份(300427)

通信设备/通信

发布时间: 2021-02-01

证券研究报告 / 公司点评报告

电力、铁路和轨交抗周期，军工通信和军工电子高成长

买入

上次评级: 买入

1月29日公司披露2020年业绩预告，归属于上市公司股东的净利润2.35~2.50亿元，同比增加0.12%-6.51%。电力、军工及铁路与轨道交通板块各项目业务稳步推进。主要影响因素为100MW风电项目正式投入商业运行，可转债承担按实际利率摊销的财务费用约2700万元。

**电力、铁路和轨道交通领域抗周期属性奠定基本盘。**我国的电网资产保有量处在较高水平并持续快速增长，各类检测、监测设备在各级电网公司的配置率逐步上升。公司在电力检测、监测方面掌握全设备、多方位学科的检测技术，业务稳健。铁路和轨道交通领域主要为铁路牵引变压器，子公司银川卧龙在国内铁路牵引变压器市场拥有较高且稳定的市场份额。银川卧龙和保变电气、中铁电气工业有限公司三家公司在牵引变压器市场中处于优势地位。

**军工通信和军工电子领域顺周期属性提供高成长。**公司通过并购鼎屹信息、星波通信、志良电子(拟收购)完成军工领域布局。鼎屹信息主要产品为光学模块、整机及图像处理系统，星波通信主要产品为射频、微波器件及模块，志良电子主要产品为雷达电子战。志良电子和星波通信主要客户均为军工科研院所、军工厂等，经过多年的发展，其在各自领域均已赢得客户认可并积累了稳定、优质的军工客户资源；成都鼎屹已成功研制军工红外产品，有望借助志良电子和星波通信成熟的军工市场渠道，加大军工业务开拓力度。十四五新装备列装、老装备升级和军贸背景下，公司在导引头和电子侦察领域将充分受益，尤其受益于导弹的放量高景气度。去年军工领域贡献的利润占比不到3成，随着星波通信产品放量、志良电子并表及产品放量，预计今年将超过4成，明年将超过6成。

**盈利预测:**根据近况调整利润预测。预计2020~2022年营收分别为15.44、19.30、24.82亿元，归母净利润为2.43、3.65、5.51亿元，当前PE为27.54、18.37、12.17倍，给予电力和铁路轨交板块15倍PE、军工通信及军工电子板块50倍PE，认为公司合理市值110.75亿元，维持“买入”评级，六个月目标价30.76元，上涨空间65.3%。

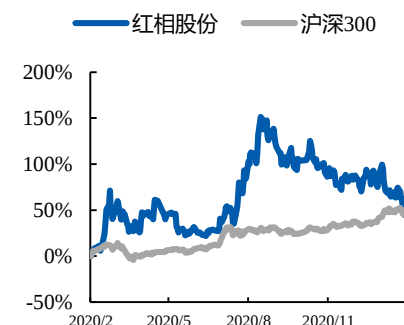
**风险提示:**系统性风险，订单确认不及预期，商誉减值风险。

| 财务摘要(百万元) | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 1,311  | 1,340  | 1,544  | 1,930  | 2,482  |
| (+/-)%    | 76.31% | 2.21%  | 15.20% | 24.96% | 28.60% |
| 归属母公司净利润  | 229    | 235    | 243    | 365    | 551    |
| (+/-)%    | 94.49% | 2.32%  | 3.72%  | 49.93% | 50.90% |
| 每股收益(元)   | 0.64   | 0.65   | 0.68   | 1.01   | 1.53   |
| 市盈率       | 17.34  | 21.61  | 27.54  | 18.37  | 12.17  |
| 市净率       | 1.92   | 2.27   | 2.70   | 2.36   | 1.97   |
| 净资产收益率(%) | 11.05% | 10.50% | 9.82%  | 12.83% | 16.22% |
| 股息收益率(%)  | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  |
| 总股本(百万股)  | 353    | 358    | 360    | 360    | 360    |

#### 股票数据 2021/02/01

|             |             |
|-------------|-------------|
| 6个月目标价(元)   | 30.76       |
| 收盘价(元)      | 18.61       |
| 12个月股价区间(元) | 13.15~32.80 |
| 总市值(百万元)    | 6,703.73    |
| 总股本(百万股)    | 360         |
| A股(百万股)     | 360         |
| B股/H股(百万股)  | 0/0         |
| 日均成交量(百万股)  | 6           |

#### 历史收益率曲线



| 涨跌幅(%) | 1M   | 3M   | 12M |
|--------|------|------|-----|
| 绝对收益   | -24% | -25% | 28% |
| 相对收益   | -26% | -39% | -5% |

#### 相关报告

《北三应用蓄势待发，军用市场将率先落地》  
--20201230

《年度策略：基础设施建设重心转向，应用寻找确定性》  
--20201109

《政策催化、行业需求、技术成熟共促 NB-IoT 智能水表风口》  
--20200217

《东北证券通信行业2020年投资策略：基础设施加速，强化确定性的应用场景》  
--20191201

证券分析师: 孙树明

执业证书编号: S0550518010001

010-58034574 sunsm@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

| 资产负债表 (百万元)      | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金             | 495          | 900          | 1,000        | 1,200        |
| 交易性金融资产          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应收款项             | 913          | 1,052        | 1,315        | 1,849        |
| 存货               | 206          | 232          | 279          | 341          |
| 其他流动资产           | 264          | 290          | 337          | 402          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>1,878</b> | <b>2,475</b> | <b>2,931</b> | <b>3,792</b> |
| 可供出售金融资产         |              |              |              |              |
| 长期投资净额           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产             | 1,095        | 1,089        | 1,063        | 1,038        |
| 无形资产             | 87           | 90           | 93           | 96           |
| 商誉               | 1,074        | 1,074        | 1,074        | 1,074        |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>2,915</b> | <b>2,910</b> | <b>2,886</b> | <b>2,861</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>4,793</b> | <b>5,385</b> | <b>5,816</b> | <b>6,653</b> |
| 短期借款             | 877          | 578          | 474          | 530          |
| 应付款项             | 483          | 545          | 653          | 799          |
| 预收款项             | 55           | 63           | 79           | 102          |
| 一年内到期的非流动负债      | 173          | 173          | 173          | 173          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>1,813</b> | <b>1,615</b> | <b>1,688</b> | <b>1,984</b> |
| 长期借款             | 598          | 598          | 598          | 598          |
| 其他长期负债           | 37           | 587          | 587          | 587          |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>634</b>   | <b>1,184</b> | <b>1,184</b> | <b>1,184</b> |
| <b>负债合计</b>      | <b>2,448</b> | <b>2,799</b> | <b>2,872</b> | <b>3,169</b> |
| 归属于母公司股东权益合计     | 2,234        | 2,480        | 2,844        | 3,395        |
| 少数股东权益           | 111          | 106          | 100          | 89           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>4,793</b> | <b>5,385</b> | <b>5,816</b> | <b>6,653</b> |

| 利润表 (百万元)        | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>1,340</b> | <b>1,544</b> | <b>1,930</b> | <b>2,482</b> |
| 营业成本             | 757          | 854          | 1,024        | 1,252        |
| 营业税金及附加          | 12           | 13           | 17           | 21           |
| 资产减值损失           | -3           | 0            | 0            | 0            |
| 销售费用             | 135          | 124          | 154          | 199          |
| 管理费用             | 75           | 86           | 116          | 149          |
| 财务费用             | 39           | 145          | 124          | 121          |
| 公允价值变动净收益        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 投资净收益            | 12           | 0            | 0            | 0            |
| <b>营业利润</b>      | <b>293</b>   | <b>275</b>   | <b>422</b>   | <b>636</b>   |
| 营业外收支净额          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>利润总额</b>      | <b>293</b>   | <b>275</b>   | <b>421</b>   | <b>636</b>   |
| 所得税              | 38           | 36           | 63           | 95           |
| 净利润              | 255          | 239          | 358          | 540          |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>235</b>   | <b>243</b>   | <b>365</b>   | <b>551</b>   |
| 少数股东损益           | 20           | -5           | -7           | -10          |

| 现金流量表 (百万元)      | 2019A       | 2020E      | 2021E       | 2022E        |
|------------------|-------------|------------|-------------|--------------|
| <b>净利润</b>       | <b>255</b>  | <b>239</b> | <b>358</b>  | <b>540</b>   |
| 资产减值准备           | 1           | 0          | 0           | 0            |
| 折旧及摊销            | 48          | 34         | 34          | 34           |
| 公允价值变动损失         | 0           | 0          | 0           | 0            |
| 财务费用             | 39          | 147        | 127         | 125          |
| 投资损失             | -12         | 0          | 0           | 0            |
| 运营资本变动           | -94         | -91        | -179        | -421         |
| 其他               | 3           | 0          | 0           | 0            |
| <b>经营活动净现金流量</b> | <b>239</b>  | <b>329</b> | <b>340</b>  | <b>278</b>   |
| <b>投资活动净现金流量</b> | <b>-886</b> | <b>-29</b> | <b>-9</b>   | <b>-9</b>    |
| <b>融资活动净现金流量</b> | <b>788</b>  | <b>105</b> | <b>-231</b> | <b>-69</b>   |
| <b>企业自由现金流</b>   | <b>-767</b> | <b>433</b> | <b>639</b>  | <b>1,061</b> |

| 财务与估值指标       | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>每股指标</b>   |        |        |        |        |
| 每股收益 (元)      | 0.65   | 0.68   | 1.01   | 1.53   |
| 每股净资产 (元)     | 6.20   | 6.88   | 7.90   | 9.43   |
| 每股经营性现金流量 (元) | 0.66   | 0.91   | 0.94   | 0.77   |
| <b>成长性指标</b>  |        |        |        |        |
| 营业收入增长率       | 2.2%   | 15.2%  | 25.0%  | 28.6%  |
| 净利润增长率        | 2.3%   | 3.7%   | 49.9%  | 50.9%  |
| <b>盈利能力指标</b> |        |        |        |        |
| 毛利率           | 43.5%  | 44.7%  | 46.9%  | 49.6%  |
| 净利润率          | 17.5%  | 15.8%  | 18.9%  | 22.2%  |
| <b>运营效率指标</b> |        |        |        |        |
| 应收账款周转率 (次)   | 226.75 | 226.75 | 226.75 | 250.00 |
| 存货周转率 (次)     | 99.31  | 99.31  | 99.31  | 99.31  |
| <b>偿债能力指标</b> |        |        |        |        |
| 资产负债率         | 51.1%  | 52.0%  | 49.4%  | 47.6%  |
| 流动比率          | 1.04   | 1.53   | 1.74   | 1.91   |
| 速动比率          | 0.84   | 1.29   | 1.46   | 1.62   |
| <b>费用率指标</b>  |        |        |        |        |
| 销售费用率         | 10.1%  | 8.0%   | 8.0%   | 8.0%   |
| 管理费用率         | 5.6%   | 5.6%   | 6.0%   | 6.0%   |
| 财务费用率         | 2.9%   | 9.4%   | 6.4%   | 4.9%   |
| <b>分红指标</b>   |        |        |        |        |
| 分红比例          | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| 股息收益率         | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| <b>估值指标</b>   |        |        |        |        |
| P/E (倍)       | 21.61  | 27.54  | 18.37  | 12.17  |
| P/B (倍)       | 2.27   | 2.70   | 2.36   | 1.97   |
| P/S (倍)       | 4.97   | 4.34   | 3.47   | 2.70   |
| 净资产收益率        | 10.5%  | 9.8%   | 12.8%  | 16.2%  |

资料来源：东北证券

### 分析师简介:

孙树明：清华大学电气工程硕士，哈尔滨工业大学电气工程及其自动化本科，现任东北证券通信组分析师。曾任国家电网公司中国电力科学研究院研发工程师。两年电力行业工作经验，两年电力设备新能源行业研究经验，三年通信行业研究经验，2015 年以来具有 5 年证券研究从业经历，当前重点关注 5G、数据中心、物联网、北斗及专网通信等细分领域，2016 年团队获得电气设备行业水晶球第 2 名。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

|                      |      |                                |                                                                                                                                         |
|----------------------|------|--------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 股票<br>投资<br>评级<br>说明 | 买入   | 未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。     | 投资评级中所涉及的市场基准：<br><br>A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。 |
|                      | 增持   | 未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。 |                                                                                                                                         |
|                      | 中性   | 未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。  |                                                                                                                                         |
|                      | 减持   | 未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。 |                                                                                                                                         |
|                      | 卖出   | 未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。     |                                                                                                                                         |
| 行业<br>投资<br>评级<br>说明 | 优于大势 | 未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。        |                                                                                                                                         |
|                      | 同步大势 | 未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。       |                                                                                                                                         |
|                      | 落后大势 | 未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。       |                                                                                                                                         |

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

| 地址                                    | 邮编     |
|---------------------------------------|--------|
| 中国吉林省长春市生态大街 6666 号                   | 130119 |
| 中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层               | 100033 |
| 中国上海市浦东新区杨高南路 729 号                   | 200127 |
| 中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D           | 518038 |
| 中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼 | 510630 |

## 机构销售联系方式

| 姓名              | 办公电话          | 手机          | 邮箱                |
|-----------------|---------------|-------------|-------------------|
| <b>公募销售</b>     |               |             |                   |
| <b>华东地区机构销售</b> |               |             |                   |
| 阮敏 (总监)         | 021-20361121  | 13636606340 | ruanmin@nesc.cn   |
| 吴肖寅             | 021-20361229  | 17717370432 | wuxiaoyin@nesc.cn |
| 齐健              | 021-20361258  | 18221628116 | qijian@nesc.cn    |
| 陈希豪             | 021-20361267  | 13262728598 | chen_xh@nesc.cn   |
| 李流奇             | 021-20361258  | 13120758587 | Lilq@nesc.cn      |
| 李瑞暄             | 021-20361112  | 18801903156 | lirx@nesc.cn      |
| 周嘉茜             | 021-20361133  | 18516728369 | zhoujq@nesc.cn    |
| 刘彦琪             | 021-20361133  | 13122617959 | liuyq@nesc.cn     |
| 金悦              | 021-20361229  | 17521550996 | jinyue@nesc.cn    |
| 周之斌             | 021-20361111  | 18054655039 | zhouzb@nesc.cn    |
| <b>华北地区机构销售</b> |               |             |                   |
| 李航 (总监)         | 010-58034553  | 18515018255 | lihang@nesc.cn    |
| 殷璐璐             | 010-58034557  | 18501954588 | yinlulu@nesc.cn   |
| 温中朝             | 010-58034555  | 13701194494 | wenzc@nesc.cn     |
| 曾彦戈             | 010-58034563  | 18501944669 | zengyg@nesc.cn    |
| 周颖              | 010-63210813  | 19801271353 | zhouying1@nesc.cn |
| 过宗源             | 010-58034553  | 15010780605 | guozy@nesc.cn     |
| 王动              | 010-58034555  | 18514201710 | wang_dong@nesc.cn |
| <b>华南地区机构销售</b> |               |             |                   |
| 刘璇 (总监)         | 0755-33975865 | 18938029743 | liu_xuan@nesc.cn  |
| 刘曼              | 0755-33975865 | 15989508876 | liuman@nesc.cn    |
| 王泉              | 0755-33975865 | 18516772531 | wangquan@nesc.cn  |
| 王谷雨             | 0755-33975865 | 13641400353 | wanggy@nesc.cn    |
| 周金玉             | 0755-33975865 | 18620093160 | zhoujy@nesc.cn    |
| 陈励              | 0755-33975865 | 18664323108 | Chenli1@nesc.cn   |
| 张瀚波             | 0755-33975865 | 15906062728 | zhang_hb@nesc.cn  |
| 姜青豆             | 0755-33975865 | 18561578188 | jiangqd@nesc.cn   |
| <b>非公募销售</b>    |               |             |                   |
| <b>华东地区机构销售</b> |               |             |                   |
| 李茵茵 (总监)        | 021-20361229  | 18616369028 | liyinyin@nesc.cn  |
| 杜嘉琛             | 021-20361229  | 15618139803 | dujiachen@nesc.cn |
| 王天鸽             | 021-20361229  | 19512216027 | wangtg@nesc.cn    |