

2022年12月12日
红相股份(300427.SZ)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

国防军工

公司扭亏为盈，军工大订单签署加码业绩快速提升

事件：公司发布关于全资子公司签订重大合同的公告。红相股份有限公司全资子公司合肥星波通信技术有限公司于2022年11月7日与特殊机构客户签署订货合同，上述合同合计金额为10,032万元。

点评：

多领域布局，结构优化，逆境反转。公司通过并购重组，布局电力、军工、轨交、新能源领域。近年来毛利率较高的军工业务持续发力，结构进一步优化。2022年前三季度，公司扭亏为盈，实现逆境反转。

军工：公司军工业务实现多型号批产叠加产能提升，收入有望加速上升。微波技术是军队和国防信息化、数字化建设的重要基础和重要标志之一，在现代战争中起着关键的作用。子公司星波通信主要产品为射频，微波器件、组件、子系统及其混合集成电路模块，主要为雷达、通信和电子对抗系统提供配套，并广泛应用于机载、弹载、舰载、地面设备等多种武器平台。公司已实现多种类别、多个产品型号的研发定型，多个重点型号产品获得了批产订单，此次公司成功签署1亿元订单，加码未来收入预期，叠加公司产能持续提升以满足订单需求，军品业务业绩有望加速增长。

新能源：新能源业务快速发展，子公司银川卧龙积极布局，开拓市场。在传统能源供给紧张、俄乌冲突、电价暴涨的全球背景之下，世界各国加快能源结构转型进程。我国光伏、风电市场规模快速增长，公司紧跟省市“十四五”新能源发展规划，项目所在区域新能源建设需求强劲。公司在稳固宁夏、内蒙、甘肃等原有优势地区新能源项目的同时，积极开拓江苏、江西、广东等地区新能源领域市场，并加大新能源建设的电力工程承接能力，利润有望进一步提升。

电力设备：智能化建设逐步落实，电力检测有效支撑安全供电要求。当前我国电网输电环节的网架结构基本建成，但由于电网规模的不断提升以及线路复杂度的迅速增加，给我国电网带来了挑战，倒逼电网升级。目前我国电网的自动化、智能化体系建设正逐步推进，且对供电安全性、可靠性和稳定性的提出更高要求。开展电力设备带电检测、在线监测和大数据分析是电力公司实施差异化和智能化检修策略的强有力技术支撑手段。公司电力检测等产品覆盖电力领域各个环节，深耕技术绑定大型电力用户，充分受益与电网建设及更新换代带来的

投资评级	买入-A 首次评级
6个月目标价	24.12元
股价(2022-12-12)	18.02元

交易数据

总市值(百万元)	6,518.87
流通市值(百万元)	5,824.73
总股本(百万股)	361.76
流通股本(百万股)	323.24
12个月价格区间	12.0/18.91元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.2	7.2	56.0
绝对收益	-2.8	3.8	34.2

张宝涵 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030001

zhangbh@essence.com.cn

宋子豪 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080004

songzh@essence.com.cn

相关报告

需求上升。

轨道交通：我国“八横八纵”铁路建设维持产业中长期景气，公司持续受益。我国“八纵八横”高速铁路建设将扩大中西部路网覆盖，优化东部网络布局。“十四五”期间预计每年高铁开通新线约 3000 公里，2025 年高铁由 3.79 万公里增加到 5.3 万公里。2016-2021 年，我国铁路建设投资连续保持在每年 7000 亿元以上。目前我国已基本完成“四横四纵”高速铁路网络，铁路投资仍在持续，行业维持中长期景气。子公司银川卧龙是国内最早承接铁路牵引变压器国产化项目的企业之一，也是原铁道部牵引变压器科技创新的重要合作单位之一，在国内铁路牵引变压器市场拥有较高且稳定的市场份额。随着银川卧龙新厂房的投入使用，为公司开拓进入地铁动力变、整流变市场提供了有力保证，对城市轨道交通变压器产品实现全覆盖，订单有望进一步提高。

投资建议：

微波混合集成电路广泛应用于军用通信、雷达、电子对抗系统中，是国防信息化、数字化、现代化建设的重要基础。公司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。当前以信息化为主导、以海空军为重点的武器装备升级换代已经大规模启动，老装备的升级换代将为军用微波混合集成电路相关产品带来发展机遇，公司有望深度受益。我们预计 2022-2024 年公司的净利润分别为 0.9、2.5、3.4 亿元，对应估值分别为 70.5X、26.5X、19.2X，给与“买入-A”评级。

风险提示：原材料价格上涨的风险；疫情不确定性带来的行业需求不及预期。

(亿元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	15.2	13.9	17.2	28.6	36.2
净利润	2.3	-6.4	0.9	2.5	3.4
每股收益(元)	0.64	-1.76	0.26	0.68	0.94
每股净资产(元)	6.59	4.68	4.56	5.25	6.18

盈利和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	28.1	-10.3	70.5	26.5	19.2
市净率(倍)	2.7	3.9	3.9	3.4	2.9
净利润率	15.3%	-45.6%	5.3%	8.6%	9.4%
净资产收益率	9.7%	-37.6%	5.6%	13.0%	15.2%
股息收益率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	11.0%	-15.1%	6.0%	14.0%	15.6%

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					
(亿元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	15.2	13.9	17.2	28.6	36.2	成长性					
减:营业成本	8.8	9.3	12.7	22.1	27.8	营业收入增长率	13.1%	-8.0%	23.7%	66.0%	26.3%
营业税费	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	营业利润增长率	-13.7%	-352.1%	-116.6%	166.1%	38.0%
销售费用	1.0	1.3	1.1	1.3	1.6	净利润增长率	-1.3%	-374.5%	-114.5%	166.4%	38.0%
管理费用	0.9	1.1	1.2	1.3	1.6	EBITDA 增长率	22.7%	120.4%	-69.3%	66.9%	26.3%
研发费用	1.0	1.0	0.9	1.2	1.5	EBIT 增长率	10.4%	149.9%	-84.0%	130.1%	34.8%
财务费用	1.2	1.1	0.3	0.3	0.3	NOPLAT 增长率	11.6%	-263.3%	-122.5%	130.1%	34.8%
资产减值损失	-0.1	-7.2	-0.1	-0.1	-0.1	投资资本增长率	18.7%	-43.1%	-2.0%	20.8%	9.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	1.4%	-29.0%	-2.9%	14.9%	17.9%
投资和汇兑收益	-	0.2	0.1	0.4	0.7						
营业利润	2.5	-6.4	1.1	2.8	3.9	利润率					
加:营业外净收支	-	-	-	-	-	毛利率	42.1%	33.1%	26.6%	23.0%	23.1%
利润总额	2.5	-6.4	1.1	2.8	3.9	营业利润率	16.7%	-45.8%	6.1%	9.8%	10.7%
减:所得税	0.3	-	0.1	0.4	0.5	净利润率	15.3%	-45.6%	5.3%	8.6%	9.4%
净利润	2.3	-6.4	0.9	2.5	3.4	EBITDA/营业收入	28.8%	68.9%	17.1%	17.2%	17.2%
						EBIT/营业收入	22.4%	61.0%	7.9%	10.9%	11.7%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	285	258	132	63	37
(亿元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	流动营业资本周转天数	189	233	162	116	126
货币资金	5.0	7.4	1.4	2.3	2.9	流动资产周转天数	464	568	402	240	257
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	219	227	150	50	60
应收帐款	9.6	8.0	6.4	1.6	10.5	存货周转天数	67	119	98	110	116
应收票据	0.9	1.2	1.4	2.9	2.5	总资产周转天数	1,154	1,138	748	457	422
预付帐款	0.2	1.0	1.5	2.2	2.3	投资资本周转天数	761	704	409	269	245
存货	3.6	5.6	3.7	13.7	9.6						
其他流动资产	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	9.7%	-37.6%	5.6%	13.0%	15.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.5%	-16.3%	2.8%	6.1%	7.5%
长期股权投资	-	-	0.3	0.6	0.9	ROIC	11.0%	-15.1%	6.0%	14.0%	15.6%
投资性房地产	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	费用率					
固定资产	13.0	7.0	5.7	4.4	3.1	销售费用率	6.7%	9.4%	6.6%	4.6%	4.5%
在建工程	0.7	0.5	1.1	1.4	1.6	管理费用率	6.2%	7.7%	7.1%	4.6%	4.5%
无形资产	1.0	0.6	1.8	2.8	3.6	研发费用率	6.5%	7.4%	5.5%	4.2%	4.1%
其他非流动资产	14.0	6.9	8.8	7.2	7.1	财务费用率	7.8%	7.8%	1.7%	1.1%	0.9%
资产总额	49.3	38.9	32.8	39.9	44.8	四费/营业收入	27.2%	32.3%	21.0%	14.4%	14.0%
短期债务	6.8	5.0	5.7	5.2	5.4	偿债能力					
应付帐款	4.2	3.8	3.4	6.1	7.3	资产负债率	51.8%	56.5%	50.0%	52.8%	50.4%
应付票据	0.1	0.7	0.2	1.4	0.8	负债权益比	107.3%	130.1%	100.0%	111.9%	101.6%
其他流动负债	1.8	5.0	3.1	2.5	4.0	流动比率	1.57	1.64	1.19	1.54	1.63
长期借款	7.2	1.7	-	0.9	0.2	速动比率	1.29	1.25	0.89	0.63	1.07
其他非流动负债	5.3	5.9	3.9	5.0	4.9	利息保障倍数	2.89	7.78	4.53	10.08	12.77
负债总额	25.5	22.0	16.4	21.1	22.6	分红指标					
少数股东权益	-0.1	-	-	-	-0.1	DPS(元)	0.13	-	-	-	-
股本	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	分红比率	20.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	18.7	11.9	12.8	15.3	18.7	股息收益率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	23.8	16.9	16.4	18.9	22.2						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.64	-1.76	0.26	0.68	0.94
(亿元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	BVPS(元)	6.59	4.68	4.56	5.25	6.18
净利润	2.2	-6.3	0.9	2.5	3.4	PE(X)	28.1	-10.3	70.5	26.5	19.2
加:折旧和摊销	1.0	1.1	1.6	1.8	2.0	PB(X)	2.7	3.9	3.9	3.4	2.9
资产减值准备	0.1	7.2	-	-	-	P/FCF	-484.9	27.0	-27.7	-183.2	87.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	4.3	4.7	3.8	2.3	1.8
财务费用	1.2	1.0	0.3	0.3	0.3	EV/EBITDA	22.7	5.3	23.0	14.1	11.0
投资收益	-	-0.2	-0.1	-0.4	-0.7	CAGR(%)	3.7%	-181.0%	-28.8%	3.7%	-181.0%
少数股东损益	-0.1	-	-	-	-	PEG	7.7	0.1	-2.4	7.2	-0.1
营运资金的变动	1.3	3.3	-1.3	-2.8	-2.7	ROIC/WACC	1.1	-1.5	0.6	1.4	1.5
经营活动产生现金流量	3.3	2.3	1.4	1.4	2.3	REP	2.7	-1.7	6.0	2.2	1.7
投资活动产生现金流量	-1.6	2.3	-2.0	-1.4	-1.1						
融资活动产生现金流量	-1.1	-3.0	-5.4	0.9	-0.7						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 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。

目 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。

目 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。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

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