

中航证券研究所
 分析师: 张超
 证券执业证书号: S0640519070001
 分析师: 王菁菁
 证券执业证书号: S0640518090001
 电话: 010-59562536
 邮箱: wangjj@avicsec.com

中兵红箭 (000519) 2020 年报点评: 军品收入“十三五”实现翻番, 2021 一季 度民品需求新增

行业分类: 国防军工

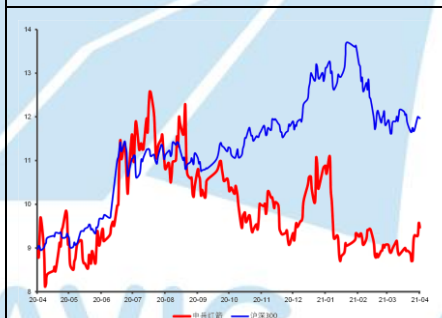
2021 年 4 月 22 日

公司投资评级	买入
当前股价 (2021.4.21)	9.35 元
目标价格	12.76 元

基础数据 (2021.04.21)

上证指数	3472.93
总股本 (亿股)	13.93
流通 A 股 (亿股)	13.91
资产负债率% (2020)	29.99
ROE% (2020)	3.29
PE (TTM)	47.42
PB (LF)	1.53

上市以来公司与沪深 300 走势对比图



资料来源: wind, 中航证券研究所

➤ **事件:** 公司 4 月 19 日披露 2020 年年报, 报告期内公司实现营业收入 64.63 亿元 (+21.45%), 归母净利润 2.75 亿元 (+7.58%), 基本每股收益 0.20 元 (+7.76%), 毛利率 17.58% (-3.67pcts)。公司 2021 年一季报预计归母净利润 8800 万元-10000 万元, 比 2020 年同期增长 341.77%-402.01%。

投资要点:

● 公司营收涨幅较大, 主要系军品贡献

报告期内, 公司实现营业收入 64.63 亿元 (+21.45%), 归母净利润 2.75 亿元 (+7.58%), 基本每股收益 0.20 元 (+7.76%), 毛利率 17.58% (-3.67pcts)。公司产品如大颗粒无色培育钻石、医疗废物运输车 and 军用发动机缸套活塞收入实现大幅增长, 助益公司业绩增长。其中军品收入 38.14 亿元, 同比增长 11.52 亿元, 增速 43.27%, 占营收比例由 2019 年的 50.03% 上升至 59.02%。

● 公司业务主要包括特种装备业务板块、超硬材料业务板块、专用车及汽车零部件业务板块三大业务板块。

“十三五”期间智能弹药业务收入翻倍, 国防需求不可或缺。特种装备业务主要包括江机特种、北方向东、北方红宇、北方滨海和北方红阳五家弹药类公司, 由 2016 年注入上市公司。特种装备业务产品报告期实现营业收入 38.14 亿元 (+43.27%) 占总营收比例 59.02%, 毛利率 9.88% (-6.85pcts), 其中根据年报披露, 2020 年报告期内江机特种实现营业收入 18.65 亿元 (+35.38%) 净利润 1.28 亿元 (+149.83%), 是国内导弹、引信、智能弹药的研制生产基地, 近年来军品业务板块业绩主要由江机特种贡献; 北方向东实现营业收入 6.97 亿元 (+64.05%) 净利润 5131.23 万元 (-20.84%), 是国内航空火箭弹、导弹战斗部、远程制导火箭弹发射箱的研制生产基地。子公司北方红阳实现营业收入 4.93 亿元 (+56.16%), 净利润 -2.35 亿元 (较上年增加亏损 1.62 亿元), 主要从事军品加工、制造、装药、装配及总装生产业务。公司军品业务定位于智能弹药的研发制造, 涉及大口径炮弹、火箭弹、子弹药等多个武器装备领域, 能够满足不同弹药的生产要求, 处于国内先进水平。

公司系列反坦克导弹近年销量明显加大, 制导炮弹竞标成功, 目前已设计定型, 未来订货需求明显。2016-2020 年, 公司军品收入增长 116.43%, 复合增长率为 21.29%, 我们认为, 公司军品收入在此期间的高速增长反应了弹药的国防需求日益增长。随着军队全面加强练兵备战, 加大实战化演习的背景下, 弹药作为现代军队不可或缺的消耗性装备, 其需求量有望在“十四五”期间保持持续稳定增长。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航资本大厦中航证券有限公司
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 010-59562524
 传真: 010-59562637

公司超硬材料系列在人造金刚石产销量和综合竞争实力均全球排名第一。超硬材料业务业绩贡献主要公司为中南钻石公司，报告期内实现营业收入 19.22 亿元（-3.73%）净利润 4.10 亿元（+25.42%）毛利率 37.31%（+4.79pcts），主要产品为人造金刚石和立方氮化硼单晶及聚晶系列产品、复合材料、培育钻石、高纯石墨及制品等。报告期内公司科研取得突破，掌握了“20-50 克拉培育金刚石单晶”合成技术，20-30 克拉培育钻石可批量化稳定生产。CVD 培育钻石产品制备技术达到了国际主流水平。掌握了厘米级高温高压法 CVD 晶种制备技术，为拓展功能金刚石应用奠定了基础。

专用车及汽车零部件板块核心公司包括红宇专汽、北方滨海以及银河动力公司，主要产品包括专用车、内燃机配件以及车底盘机构件等。专用汽车收入 4.22 亿元（+15.95%）毛利率 5.42%（-1.04pcts），汽车零部件收入 3.05 亿元（+2.00%）毛利率 6.30%（+2.15pcts），汽车及汽车零部件板块净利润约为-2031.51 万元。核心产品防爆运输车市场占比 60%，冷链运输车销量居国内前列，医疗废物转运车在 2020 年销量是过去 3 年的总和。无人机消防车项目即将完成产品样车设计试制。公司剥离低附加值产品，优化结构调整，有助于未来业绩发展。

公司费用管控平稳。期间费用方面，报告期内公司销售费用为 0.46 亿元（-40.67%），销售费用率 0.72%（-0.75pcts）下降明显，主要系公司转变执行新收入准则（按照产品控制权转移前发生的运输费用等作为合同履行成本，计入营业成本）；管理费用率为 6.60%（-1.00pcts），研发费用占营收比例为 4.82%（-0.68pcts），均有所下降；财务费用为-0.43 亿元（上期-0.38 亿元），主要系利息收入增加所致。

现金流方面，报告期内，经营活动产生的现金流量净额（18.03 亿元，+97.72%）大幅增长，主要系销售收入增加和本期部分采购物资款项尚未支付所致，同时，采购付款同比略增。资产方面，公司货币资金 53.58 亿元，同比增长 37.68%，亦受销售增加影响。

● 2021 年一季度业绩恢复增长态势，民品营销成绩亮眼

公司 2021 年一季报预计归母净利 8800 万元-10000 万元，比 2020 年同期增长 341.77%-402.01%，比 2019 年同期增长约 21.46%-38.03%。随着国内疫情得到有效控制，市场供需关系同比发生重大变化，超硬材料等主要产品销售量有大幅度增长，尤其是大颗粒无色钻石项目建成投产，有效缓解供不应求现象，产量、收入实现大幅增长；专用汽车一季度大客户订贷金额占公司主营业务收入 36%，新开发客户 4 家大客户，营销成绩显现。

➤ 投资建议

我们认为，1）“十四五”期间国防和军队现代化质量效益建设水平要求大幅提升，加速武器装备升级换代和智能化方向发展，公司军品产品业绩有望持续稳定增长；

2) 超硬材料中南钻石由工业金刚石逐步扩大向饰品级、消费级领域转变, 将应用于更高端产品; 同时, 超硬材料在新基建发展下 (光伏、5G、第四代半导体等), 将突破行业加工方式, 未来市场空间可期;

3) 公司预计红宇汽车 2021 年增速超过 10%, 未来红宇专汽将利用军方客户资源以及内部军品完整的配套体系向军用方向发展;

4) 根据公司披露 2020 年 11 月投资者关系记录, 公司目前已有股权激励方案, 未来待条件成熟时推出。股权激励方案有望进一步提升员工凝聚力和团队稳定性, 从而更进一步提升经营效率, 提高公司经营业绩和内在价值。

基于以上观点, 我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 77.60 亿元、94.76 亿元和 117.75 亿元, 归母净利润分别为 3.07 亿元、3.49 亿元和 3.93 亿元, EPS 分别为 0.22 元、0.25 元和 0.28 元。我们给予“买入”评级, 目标价 12.76 元, 对应 2021-2023 年预测收益的 58 倍、51 倍及 46 倍 PE。

➤ 风险提示: 特种装备订单波动; 超硬材料下游市场发展不及预期; 专车业务结构调整不及预期

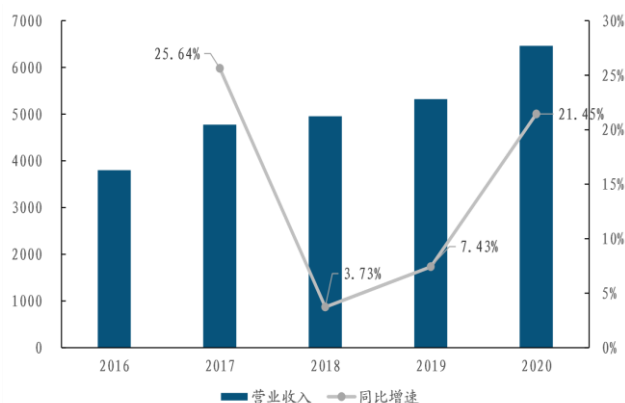
➤ 盈利预测:

单位: 百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5321.63	6463.02	7759.50	9475.90	11774.75
增长率 (%)	7.43%	21.45%	20.06%	22.12%	24.26%
归属母公司股东净利润	255.22	274.56	306.57	348.96	392.70
增长率 (%)	-26.49%	7.58%	11.66%	13.83%	12.53%
每股收益 (EPS)	0.18	0.20	0.22	0.25	0.28

数据来源: WIND, 中航证券研究所

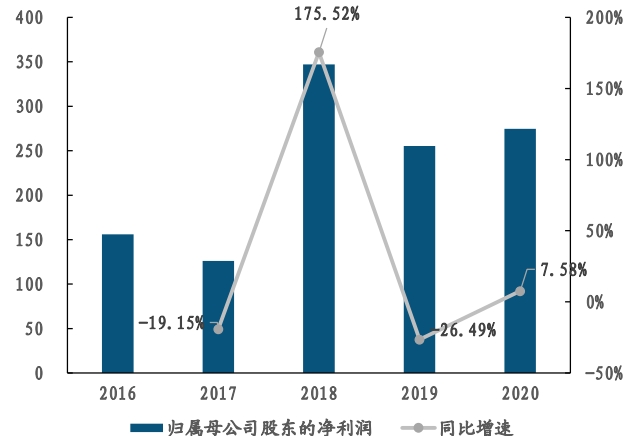
◆ 2016-2020 年公司年报主要财务数据

图 1: 公司年报营业收入及增速 (单位: 百万元; %)



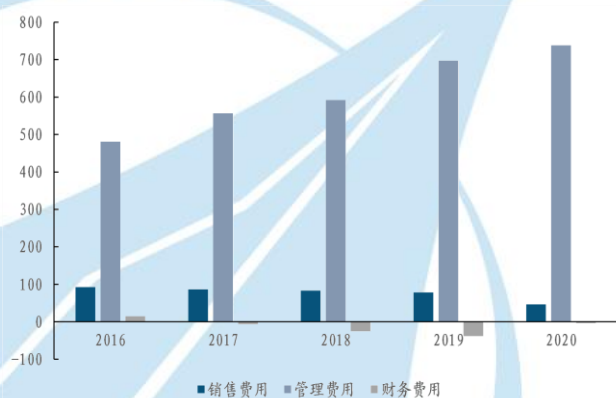
资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 2: 公司年报归母净利润及增速 (单位: 百万元; %)



资料来源: WIND, 中航证券研究所

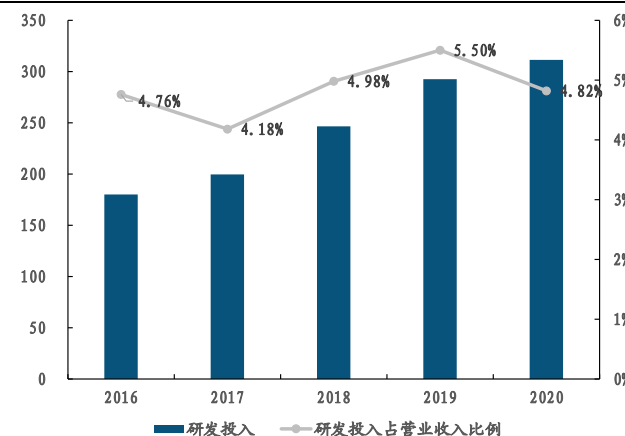
图 3: 公司年报三费情况 (单位: 百万元)



资料来源: WIND, 中航证券研究所

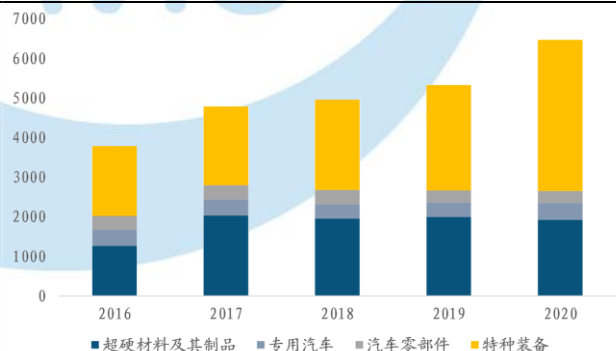
注: 表中管理费用中包含研发费用

图 4: 公司年报研发投入及其占营收比例情况 (单位: 百万元; %)



资料来源: WIND, 中航证券研究所

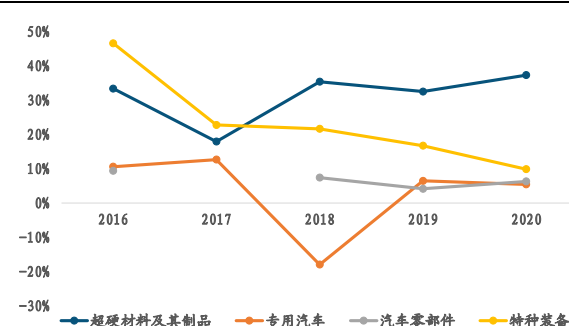
图 5: 公司近年各主营业务收入情况 (单位: 百万元)



资料来源: WIND, 中航证券研究所

注: 公司 2017 年年报未披露汽车零部件毛利率情况

图 6: 公司近年主要业务毛利率情况 (单位: %)



资料来源: WIND, 中航证券研究所

◆ 盈利预测

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6463.02	7759.50	9475.90	11774.75	货币资金	5358.59	5722.01	6984.14	7753.92
营业成本	5326.92	6368.99	7720.01	9565.81	应收和预付款项	931.83	1213.15	1533.01	2036.31
营业税金及附加	31.12	37.25	47.38	58.87	存货	1564.28	2143.80	2933.60	3826.32
销售费用	46.43	93.11	123.19	164.85	其他流动资产	369.29	218.41	200.03	242.76
管理费用	738.12	853.54	1099.20	1436.52	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-43.21	4.66	5.69	8.24	投资性房地产	54.17	59.48	58.85	58.28
资产减值损失	-52.24	18.00	26.00	35.00	固定资产和在建工程	3179.36	2923.41	2636.08	2341.86
投资收益	7.33	8.00	9.58	14.60	无形资产和开发支出	513.24	502.12	491.00	479.88
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	195.90	198.72	200.99	202.39
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	12166.67	12981.10	15037.70	16941.73
营业利润	414.95	391.94	464.01	520.06	短期借款	26.50	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-34.50	4.90	-7.31	-3.24	应付和预收款项	2749.60	3446.44	4833.56	6199.17
利润总额	380.46	396.84	456.69	516.82	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	105.90	90.20	107.70	124.07	其他负债	873.05	644.72	965.20	1110.87
净利润	274.56	306.64	349.00	392.75	负债合计	3649.15	4091.16	5798.76	7310.04
少数股东损益	0.00	0.07	0.04	0.05	股本	1392.56	1392.56	1392.56	1392.56
归属母公司股东净利润	274.56	306.57	348.96	392.70	资本公积	3783.19	3910.85	3910.85	3910.85
现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	留存收益	3279.89	3586.46	3935.42	4328.11
经营活动现金流净额	1803.32	332.94	1265.61	773.70	归属母公司股东权益	8517.52	8889.87	9238.83	9631.52
投资活动现金流净额	-197.22	-6.14	1.20	6.33	少数股东权益	0.00	0.07	0.11	0.17
筹资活动现金流净额	-148.55	36.62	-4.69	-10.24	股东权益合计	8517.52	8889.94	9238.94	9631.69
现金流量净额	1457.21	363.42	1262.12	769.78	负债和股东权益合计	12166.67	12981.10	15037.70	16941.73

数据来源：WIND，中航证券研究所

注：表中管理费用中均包含研发费用

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超，SAC执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券研究所首席分析师。
王菁菁，SAC执业证书号：S0640518090001，英国萨里大学理学硕士，中航证券研究所军工行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。