

证券研究报告—深度报告

国防军工

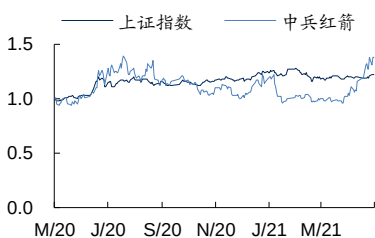
地面兵装

中兵红箭(000519)
买入

合理估值: 目标价格 元 昨收盘: 11.54 元 (首次评级)

2021年05月24日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,393/1,391
总市值/流通(百万元)	17,323/17,310
上证综指/深圳成指	3,511/14,484
12个月最高/最低(元)	13.25/8.42

证券分析师: 贺泽安

电话:

E-MAIL: hezean@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517080003

证券分析师: 吴双

电话:

E-MAIL: wushuang2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519120001

联系人: 田丰

电话:

E-MAIL: tianfeng1@guosen.com.cn

证券分析师: 花超

电话:

E-MAIL: huachao1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521040001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

首次覆盖

培育钻石国内领先、需求爆发深度受益

● 国内领先培育钻石生产商&兵工集团智能弹药上市平台

公司始建于1965年, 主业为内燃机配件, 2013年定增收购中南钻石100%股权主业添加人造金刚石, 2015年收购兵器工业集团旗下6家企业, 打造兵器工业集团旗下智能弹药平台。目前公司主要业务包括特种装备、超硬材料、专用车及汽车零部件三大业务板块, 其中超硬材料业务的人工金刚石/培育钻石均处于行业领先地位, 特种装备和专用车亦处于国内领先地位。公司近5/3年收入CAGR达10.51%/10.61%, 归母净利润CAGR达4.03%/29.64%。公司2020年实现营收/归母净利润64.63亿元, 同比增长21.45%/7.58%; 2021Q1实现营收/归母净利润13.66/0.97亿元, 同比增长50.75%/385.49%, 主要系超硬材料等主要产品销售量大幅增长, 经济效益持续改善所致。

● 培育钻石行业需求爆发, 特种装备业务有望稳步向上

从超硬材料行业来看, 全球超硬材料市场基本由我国主导, 其中人造金刚石销量占世界市场的90%以上。随着人造金刚石合成工艺的不断改进, 颜色、重量和纯净度达到一定标准的宝石级金刚石大单晶可作为培育钻石用于消费领域, 其晶体结构完整性、透明度、折射率、色散等方面媲美天然钻石, 但零售价格远低于天然钻石。2018年以来培育钻石发展契机已现, 爆发拐点正在到来, 全球钻石巨头戴比尔斯、施华洛世奇等珠宝品牌纷纷开始建立自有品牌、发展培育钻石业务, 并加强引导消费习惯, 另一方面, GIA、NGTC均推出实验室培育钻石分级证书, 欧美及国内年轻人群接受度快速提升, 消费者对培育钻石的认知度和接受度明显提升, 培育钻石产业将迎来快速发展期。从特种装备来看, 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, 公司该业务有望保持稳健。

● 投资建议: 首次覆盖给予“买入”评级

公司为国内领先的培育钻石生产商, 将深度受益培育钻石行业爆发, 我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为5.09/7.22/9.73亿元, 对应PE 32/22/17倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示: 宏观经济下行; 行业竞争加剧; 产品价格下滑等。
盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6463.02	7739.55	8932.15	10136.69
(+/-%)	21.45%	19.75%	15.41%	13.49%
净利润(百万元)	274.56	508.94	722.42	973.14
(+/-%)	7.58%	85.36%	41.95%	34.71%
摊薄每股收益(元)	0.20	0.37	0.52	0.70
EBIT Margin	4.96%	8.74%	11.00%	12.91%
净资产收益率(ROE)	3.22%	5.69%	7.60%	9.47%
市盈率(PE)	58.53	31.59	22.25	16.52
EV/EBITDA	27.51	23.23	16.56	13.08
市净率(PB)	1.89	1.80	1.69	1.56

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

受益培育钻石需求向好，经营呈现改善趋势

20 年收入同比增长 21.45%，业绩同比增长 7.58%

公司 2020 年实现营收 64.63 亿元，同比增长 21.45%，实现归母净利润 2.75 亿元，同比增长 7.58%，收入大幅增长主要系特种装备业务大幅增长所致（2020 年实现收入 38.14 亿元，同比增长 43.27%），归母净利润大幅增长主要系超硬材料产品业务经营情况改善所致（公司子公司中南钻石 2020 年实现收入/归母净利润 19.22/4.10 亿元，同比变动-3.73%/+25.38%）。单季度看，公司 2021Q1 实现营收 13.66 亿元，同比增长 50.75%，归母净利润 0.97 亿元，同比增长 385.49%，主要系超硬材料等主要产品销售量大幅增长，经济效益持续改善。公司期间费用率整体稳健，销售/管理/研发/财务费用率为 0.72%/6.60%/4.82%/-0.67%，同比变动-0.75/-1.00/-0.68/+0.05 个 pct。公司经营性现金流净额 18.03 亿元，同比增长 98.36%，现金流状况大幅向好。

国内领先培育钻石生产商，受益行业需求爆发有望深度受益

公司前身是成都配件厂，始建于 1965 年，主业为内燃机配件；1993 年上市；2010 年银河长沙高科技和湖南新兴科技将其持有的 29.95% 的国有股无偿划给兵器工业集团控制的 3 家子公司，控股股东变为江南集团，并更名“江南红箭”；2013 年，公司定增收购中南钻石 100% 股权，主业添加人造金刚石，控股股东变更为豫西集团；2015 年，公司收购兵器工业集团旗下 6 家企业（包括红阳机电、北方向东、北方红宇、红宇专汽、北方滨海、江机特种），打造兵器工业集团旗下智能弹药平台。目前公司主要业务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，合计 8 家子公司。其中：超硬材料业务板块主要产品包括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；专用车及汽车零部件业务板块主要产品包括专用车、内燃机配件、车底盘结构件及其他配件系列产品。

表 1：中兵红箭主营业务情况

序号	业务板块	子公司	业务领域	2019/2020 年（单位：亿元）	
				收入	净利润
1	超硬材料	中南钻石	超硬材料的研发、生产和销售，主要产品为人造金刚石，包括工业金刚石和培育钻石。	19.96/19.22	3.27/4.10
2	特种装备	红阳机电	大口径炮弹和导弹战斗部、智能化弹药，产品涉及陆、海、空、二炮等领域	3.15/4.93	-0.72/-2.35
3	特种装备	北方向东	多种火箭弹及导弹战斗部及子弹等，服务于陆、海、空、天等多个领域	4.25/6.97	0.65/0.51
4	特种装备	北方红宇	各类弹药用引信、各类子弹药、火箭弹战斗部等产品	0.36/—	-0.39/—
5	特种装备	江机特种	主要涵盖导弹、智能弹药等四个领域十个系列 260 余型号产品，产品覆盖了陆、海、空、陆航、二炮、武警等军兵种，配套行业涉及兵器、航空、航天和船舶等	13.78/18.65	0.51/1.28
6	特种装备/专用车及汽车零部件	北方滨海	军品：4 个系列的弹药类产品，产品涉及装甲兵、炮兵、工程兵、二炮、反恐等领域的多个武器平台；	—	—
7	专用车及汽车零部件	红宇专汽	专用汽车的研发、制造和销售，主要产品包括冷藏保温汽车系列、爆破器材运输车系列等。	—	—
8	专用车及汽车零部件	银河动力	内燃机配件，主要产品包括各种内燃机的关键基础件—气缸套、铝活塞等。	1.50/—	-0.32/—

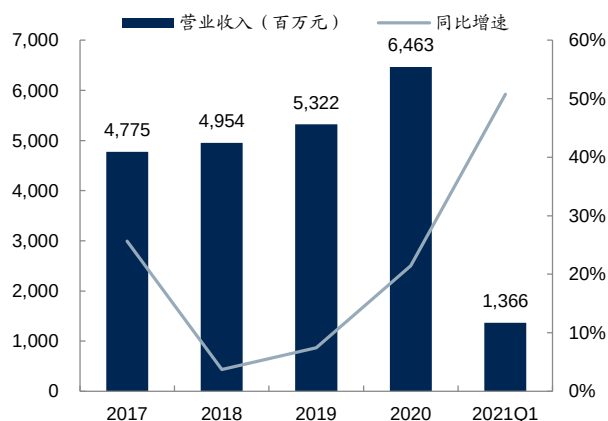
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

分产品看，特种装备和超硬材料是公司营收的主要贡献者，超硬材料是公司业绩的主要贡献者。公司特种装备/超硬材料/改装汽车/汽车零部件 2020 年收入分别为 38.14/19.22/4.22/3.05 亿元，同比增长 43.27%/-3.73%/15.95%/2.00%，收入占比 59.02%/29.74%/6.52%/4.72%；从子公司情况看，主营超硬材料的中南钻石 2020 年实现营收/归母净利润 19.22/4.10 亿元，同比变动 -3.73%/+25.38%，是公司利润的最大贡献者。

分地区看，2020 年境内/境外收入分别为 62.07/2.56 亿元，同比 +24.32%/-22.17%，占比 96.04%/3.96%，主要系海外疫情所致，海外收入出现明显下滑。

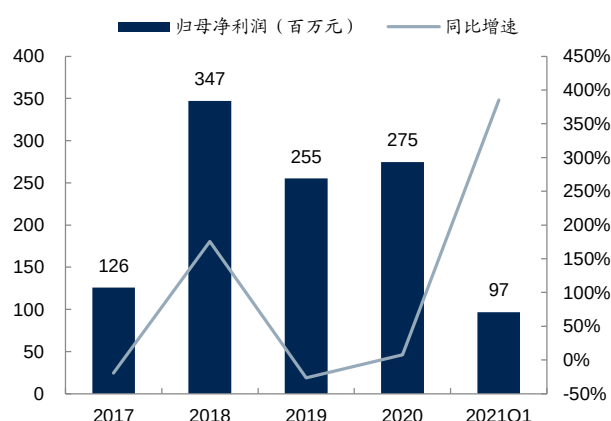
公司营收业绩稳健增长。公司营业收入自 2017 年的 47.75 亿元增长至 2020 年的 64.63 亿元，年复合增长率 7.86%，归母净利润自 2017 年的 1.26 亿元增长至 2020 年的 2.75 亿元，年复合增长率 21.50%，公司近两年业绩提速主要系民品创新成效显著，大颗粒无色培育钻石、医疗废物运输车 and 军用发动机缸套活塞收入实现大幅增加，其中培育钻石以 2-10 克拉产品为主，往后看公司也已掌握了“20-50 克拉培育金刚石单晶”合成技术，20-30 克拉培育钻石可批量化稳定生产。CVD 培育钻石产品制备技术达到了国际主流水平。掌握了厘米级高温高压法 CVD 晶种制备技术，为拓展功能金刚石应用奠定了基础。公司 2021Q1 实现营收 13.66 亿元，同比增长 50.75%，归母净利润 0.97 亿元，同比增长 385.49%，主要系超硬材料等主要产品销售量大幅度增长，经济效益持续改善。

图 1：中兵红箭 2021Q1 营收同比+50.75%



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

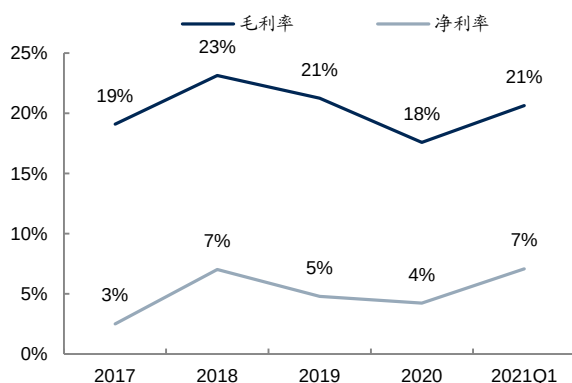
图 2：中兵红箭 2021Q1 归母净利润同比+385.49%



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

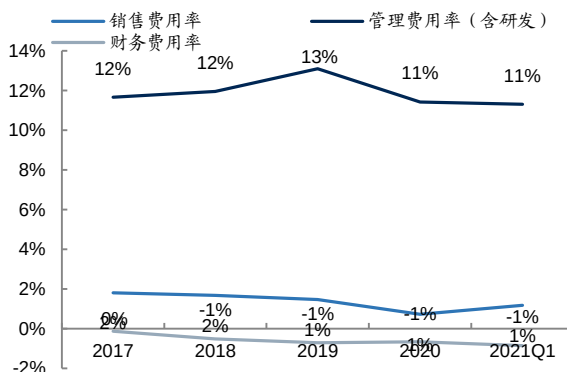
公司盈利能力整体稳健，往后看净利率有望步入上行趋势。从毛利率看，公司毛利率水平近四年基本稳定在 18%-21% 左右。2020 年毛利率 17.58%，同比降低 3.67 个 pct，主要系特种装备毛利率不断下降，同比降低 6.85 个 pct，2021Q1 毛利率回升至 21%；从净利率看，公司近三年净利率水平在 4%-7% 之间，2020 年处于低点，2021Q1 显著回升至 7%，毛利率和净利率的大幅回升主要系毛利率较高的超硬材料等主要产品销售量大幅度增长所致，往后看受益预培育钻石行业的爆发，公司盈利能力有望稳中有升。从期间费用率来看，公司管理费用率长期稳定在 11%-12%，销售费用率稳定在 1.5%-2.5% 之间，2020 年受疫情影响销售费用率进一步下降至 0.72%，公司截止 2021Q1 账上货币资金约 49.10 亿元，仅 0.31 亿元短期借款，因此公司财务费用率长期为负，近三年稳定在 -0.5% 到 -1% 之间。

图 3：中兵红箭盈利能力近年稳中有升



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

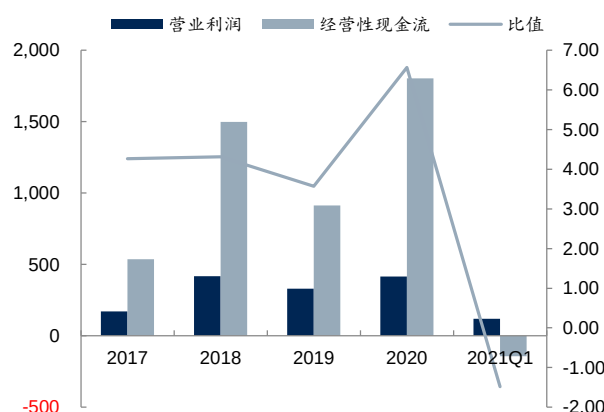
图 4：中兵红箭期间费用率保持稳健



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

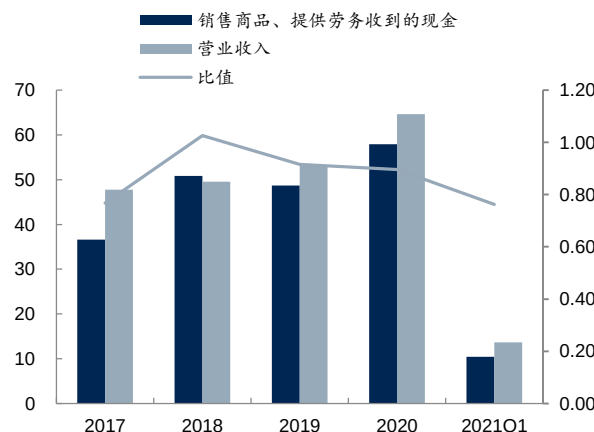
公司现金流状况优异。公司 2017-2020 年经营性现金流净额分别为 5.37/14.99/9.12/18.03 亿元，现金流状况极其优异，公司 2017-2020 年销售收现比约为 0.77/1.03/0.92/0.90/0.76，经营性现金流净额与营业利润比值为 4.26/4.32/3.57/6.57，整体均维持较好状态。

图 5：中兵红箭经营性现金流较好



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6：中兵红箭销售收现比维持较好状态



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

培育钻石，媲美天然钻石的消费领域新兴选择

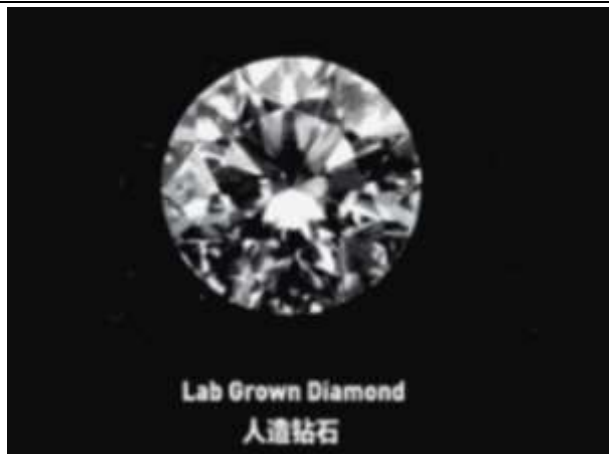
培育钻石（即合成钻石）是人工模拟天然金刚石结晶条件和生长环境采用科学方法合成出来的金刚石晶体。培育钻石在晶体结构完整性、透明度、折射率、色散等方面媲美天然钻石，在全球钻石消费市场需求增加、天然钻石供给不断下降的背景下，培育钻石成为钻石消费领域的新兴选择，广泛用于制作钻戒、项链、耳饰等各类钻石饰品及其他时尚消费品。

培育钻石性价比优势显著，价格比天然钻石低一半，且可合成罕见彩钻。培育钻石在颜色、粒度、净度等方面与天然钻石别无二致，但同等粒度和品级培育钻石的市场价格仅为天然钻石的一半甚至更低。根据贝恩咨询《2019 年全球钻石行业报告》，2019 年培育钻石零售价格约为天然钻石的 45%，培育钻石性价比优势显著。培育钻石饰品的销售价格约为同等级天然钻石饰品销售价格的 30% 至 50%，并且能够合成天然罕见的蓝色、粉色等彩色钻石。

天然金刚石矿藏供需失衡，培育钻石发展潜力巨大。天然金刚石原生矿主要分

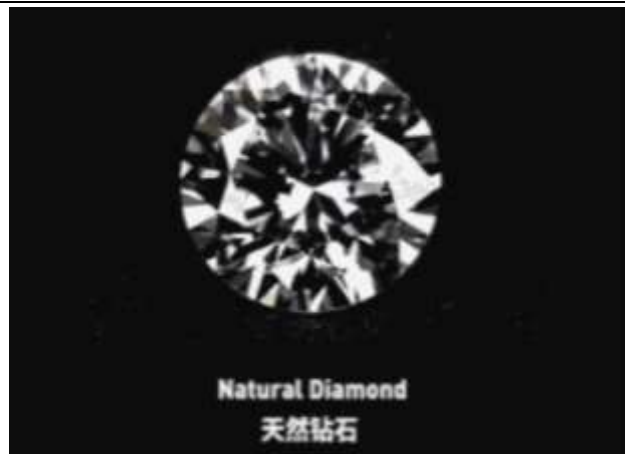
布在南非、扎伊尔、博茨瓦纳、俄罗斯、澳大利亚等国，矿藏储量不高，开采成本高昂，且采掘难度较大，因此全球工业用金刚石主要是人造金刚石。随着人造金刚石合成工艺的不断提高，颜色、重量和纯净度达到一定标准的宝石级金刚石大单晶可作为培育钻石用于消费领域，其在品级、尺寸、颜色、定制化等可控性方面的优势显著。展望未来，在全球毛坯天然钻石产量持续下降，但钻石消费需求不断增加，导致供需失衡的大趋势下，培育钻石行业将迎来快速发展期，市场前景广阔。

图 7：培育钻石



资料来源：天然钻石协会，国信证券经济研究所整理

图 8：天然钻石



资料来源：天然钻石协会，国信证券经济研究所整理

全球钻石巨头入局培育钻石，消费习惯和认知度逐步建立，行业迎来快速增长长期

全球珠宝巨头开启培育钻石业务，培养引导消费习惯。天然钻石行业经过一百多年的发展，目前已处于成熟阶段，消费诉求主要侧重奢侈消费和价值收藏。培育钻石行业处在发展初期，凭借品质和价格优势，面向新一代年轻消费者，满足时尚消费和日常佩戴的消费诉求。自 2018 年 5 月全球最大钻石生产商戴比尔斯宣布推出培育钻石饰品品牌 Lightbox 以来，包含施华洛世奇在内的国家全球珠宝品牌开始建立自有品牌，发展培育钻石业务。目前，全球珠宝巨头不断培养引导消费习惯，消费者对培育钻石的认知度和接受度明显提升。

2018 年全球钻石巨头戴比尔斯入局，培育钻石行业迎来高速发展期。在 2012 年至 2015 年期间，培育钻石已在部分国家时尚消费市场零星出现。2016 年前后，我国采用温差晶种法生产的无色小颗粒培育钻石开始尝试小批量生产和销售，但其生产技术、产品品质和市场规模尚处于不断探索、提升过程中。2018 年以来，在以美国联邦贸易委员会（FTC）为培育钻石正名和戴比尔斯进军培育钻石饰品市场为首的一系列事件的影响和推动下，培育钻石在行业组织建立、技术规范制定、合成和鉴定技术提升、生产成本和零售价格降低、产能规模和市场份额提高等方面取得快速发展和明显进步，培育钻石行业进入快速崛起的发展阶段。

权威鉴定机构推出实验室培育钻石分级证书，为培育钻石全球价值流通提供了坚实的参考依据。2020 年 10 月，GIA 发布公告，表示正式启用新版培育钻石检测报告（LGDR: Laboratory Grown Diamond Report），以满足消费者对培育钻石日渐高涨的兴趣；近期，国家珠宝玉石质量监督检验中心（NGTC）更新了企业标准《合成钻石鉴定与品质评价》（Q/NGTC-J-SZ-0001—2020 代替 Q/NGTC-J-SZ-0001—2019），标准指出，合成钻石中文名改称为“实验室培育

钻石”或“合成钻石”。目前，NGTC 已经可以出具实验室培育钻石镶嵌首饰证书，据称后续还将推出实验室培育钻石裸钻分级证书。NGTC 推出培育钻石证书一方面从国家层面上认可了培育钻石在珠宝领域的特殊地位，给培育钻石一个确定的市场身份，另一方面也解决了国内培育钻石标准混乱的问题，为培育钻石后续的价值流通提供了参考依据。

表 2：培育钻石行业里程碑事件

事件主题	时间	事件
行业组织和技术规范	2018.7	美国联邦贸易委员会(FTC)对钻石的定义进行了调整，将实验室培育钻石纳入钻石大类
	2019.2	欧亚经济联盟推出培育钻石 HS 编码
	2019.3	HRD 针对培育钻石采用了天然钻石的分级语言
	2019.3	GIA 更新实验室培育钻石证书的术语
	2019.3	培育钻石展团初次亮相香港珠宝展
	2019.7	印度推出毛坯培育钻石 HS 编码
	2019.7	中宝协成立培育钻石分会
	2019.10	央视报道实验室种出钻石引发全国关注
	2019.11	培育钻石展团参加北京国际珠宝展
	2019.11	世界珠宝联合会(CIBJO)创立培育钻石委员会
	2019.11	欧盟通过新的海关编码区分天然钻石和培育钻石
	2019.12	NGTC《合成钻石鉴定与分级》企业标准发布实施
市场动向	2017.5	施华洛世奇旗下培育钻石品牌 Diama 在北美地区正式开售
	2018.5	戴比尔斯宣布推出培育钻石饰品品牌 Lightbox
	2019.5	美国最大珠宝零售商 Signet 开始在其线上品牌销售培育钻石
	2019.10	美国最大珠宝零售商 Signet 开始在线下门店销售培育钻石
	2019.11	美国第一个在线培育钻石交易平台 lab-Grown Diamond Exchange (LGDEX)在纽约成立
	2019.11	Rosy Blue 宣布开辟独立的培育钻石业务线
	2019.12	戴比尔斯向客户发布引导手册明确区分天然钻石和培育钻石

资料来源：力量钻石公司招股说明书，中国珠宝玉石首饰行业协会培育钻石分会官网，国信证券经济研究所整理

图 9：GIA 新版培育钻石检测报告



资料来源：GIA，国信证券经济研究所整理

图 10：NGTC 实验室培育钻石证书（分级）样版



资料来源：广州钻石交易所，国信证券经济研究所整理

市场空间：2030 年全球培育钻石产量规模将达到 1000-1700 万克拉，全球主要产能在中国

全球培育钻石行业空间大，且处在成长期。根据 ULTRAC 公司创始人 Andrey Zharkov 在 2019 年培育钻石特别论坛上的分享，2019 年全球毛坯培育钻石产量达 600 万 ct，成品培育钻石约 200 万 ct，产值约 8 亿美元。根据《2018 年全球钻石行业报告》预测，随着培育钻石合成技术不断提高，全球培育钻石产量年均增长率将保持在 15%-20%，2030 年培育钻石产量规模将达到 1000 万克拉至 1700 万克拉。

全球培育钻石消费量 80% 在美国，产能大部分集中在中国。从消费结构来看，根据贝恩咨询《2019 年全球钻石行业报告》统计数据，全球培育钻石消费市场中，美国和中国分别约占全球的 80%/10%。从产能结构来看，全球培育钻石总产量中，中国占据主要产能，其次为印度、美国。

竞争格局：行业进入门槛高，河南有中国最大培育钻石产业集群

培育钻石技术实现突破时间尚短，行业处于发展初期，市场消费需求快速增长，供给能力与消费需求存在一定差距，且培育钻石企业的研发实力、工艺水平和质量控制能力要求都远高于一般人造金刚石企业，因此行业进入门槛较高，竞争相对较小。我国人造金刚石产业集群在河南省，郑州市、许昌市、南阳市、商丘市等地存在集人造金刚石研发、生产和销售于一体的金刚石产业集群，涌现出中南钻石、黄河旋风、豫金刚石、力量钻石、惠丰钻石、联合精密等一批知名的金刚石生产企业，河南省人造金刚石产业链完整、配套齐全，具有明显的地域优势。

表 3：行业重点公司介绍

产品类型	2019 年	竞争领域
中南钻石	上市公司中兵红箭（000519.SZ）的全资子公司，主要产品包括人造金刚石产品、立方氮化硼产品、复合片产品、培育钻石产品及其他高端或功能性超硬材料产品等。	金刚石单晶 培育钻石
黄河旋风	上市公司，证券代码为 600172.SH，主要产品包括碳系新材料（超硬材料及制品、超硬复合材料及制品、培育钻石、金刚石线锯、金刚石微粉、石墨烯）、智能制造、合金粉、3D 打印金属耗材及制件等。	金刚石单晶 金刚石微粉 培育钻石
豫金刚石	上市公司，证券代码为 300064.SZ，主要产品包括人造金刚石单晶及原辅材料、培育钻石饰品、微米钻石线和超硬磨具等。	金刚石单晶 培育钻石
惠丰钻石	新三板挂牌企业，证券代码为 839725，主营业务是从事金刚石微粉和金刚石破碎整形料的研究、生产和销售。	金刚石微粉
联合精密	主要从事精密研磨抛光材料及其制品的研发、生产和销售，主要产品包括金刚石微粉、纳米金刚石、研磨膏、研磨液、氧化铝以及磨砂轮、磨头等精密磨具等。	金刚石微粉
元素六集团（Element Six）	前身为戴比尔斯公司超硬材料事业部，在全球开展经营活动，总部注册在卢森堡，主要生产工厂位于中国、荷兰、瑞典、南非和英国，产品主要包括人造金刚石大单晶、人造金刚石聚晶和立方	金刚石单晶 培育钻石
日进集团（ILJIN）	日进集团（ILJIN）为韩国知名企业，其产品包括金刚石单晶、LED、超高压电缆和可充电电池等，其生产工厂主要位于韩国、中国等。	金刚石单晶
住友电工公司（Sumitomo Electric）	日本住友电工公司成立于 1900 年，其通过 CVD 法研制的大尺寸人造金刚石单晶在超精密加工及半导体功能材料应用处于世界前列。	金刚石单晶
Pure Grown Diamonds	原 Gemesis 公司，1996 年成立于美国纽约，是国际上重要的培育钻石生产企业，曾生产出世界上最大的培育钻石，其产品经过切割打磨后批发给珠宝生产企业。	培育钻石

资料来源：力量钻石公司招股说明书，国信证券经济研究所整理。

行业龙头中南钻石 2019 年超硬材料收入规模 20 亿，行业毛利率在 30%-45%。

行业内重点公司有中南钻石、黄河旋风、惠丰钻石、力量钻石。从营收规模来看，2019 年中南钻石和黄河旋风超硬材料营收已突破 10 亿，惠丰钻石和力量钻石体量较小。从盈利能力来看，2019 年重点公司毛利率在 30%-45% 之间，可比公司中力量钻石毛利率最高，达到 43.59%，黄河旋风和惠丰钻石在 38%-39% 左右，中南钻石毛利率最低，为 32.52%。

具体看，培育钻石毛利率远高于传统金刚石。根据力量钻石招股书披露数据，力量钻石金刚石微粉/大单晶金刚石/钻石成本业务毛利率分别为 40.59%/39.72%/66.88%，培育钻石相比传统金刚石具备更强的盈利能力。

表 4：行业重点公司收入规模对比

可比公司	19 年营收（亿元）	营收同比增长	19 年毛利率	19 年研发人员数量(人)	研发人员占比	19 年研发投入（亿元）	研发投入占比
中南钻石	19.96	2.32%	32.52%	1,519	18.21%	2.92	5.50%
黄河旋风	14.83	-14.62%	38.04%	363	13.15%	1.17	4.01%
惠丰钻石	1.09	-25.83%	39.16%	17	12.41%	0.07	6.58%
力量钻石	2.45	10.67%	43.59%	40	11.94%	0.10	4.07%
行业平均	-	-12.71%	36.57%	-	14.59%	-	5.36%

资料来源：力量钻石公司招股说明书，国信证券经济研究所整理。

注 2：由于中兵红箭、黄河旋风主营业务已实现多元化发展，为提高可比性，上述公司最近一个完整会计年度营业收入仅为超硬材料业务收入数据。

投资建议：首次覆盖给予“买入”评级

公司业务主要包括特种装备、超硬材料、专用车及汽车零部件三大业务板块，其全资子公司中南钻石主要负责超硬材料业务板块，为国内领先的培育钻石生产商，当前得益于大克拉培育钻石技术成熟+ GIA/IGI/NGTC 均出具培育钻石分级证书+国际珠宝厂商加大培育钻石布局主动引导消费习惯带动下下游消费者接受度快速提升，行业自 2020 年下半年以来需求爆发，公司有望深度受益，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 5.09/7.22/9.71 亿元，对应 PE 32/23/17 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值

公司	投资评级	市值（亿元）	股价（元） 20210521	EPS			PE		
				2020	2021	2022	2020	2021	2022
黄河旋风	买入	88.69	6.15	-0.68	0.08	0.28	-9.04	76.88	21.96
						平均值	-9.04	76.88	21.96
中兵红箭	买入	160.70	11.54	0.20	0.37	0.52	58.53	31.56	22.27

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理及预测

盈利预测假设基础

中兵红箭主营业务主要包括特种装备、超硬材料、专用车及汽车零部件三大业务板块。其中：超硬材料业务板块主要产品包括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；专用车及汽车零部件业务板块主要产品包括专用车、内燃机配件、车底盘结构件及其他配件系列产品。

1) 超硬材料：主要包括工业用金刚石和培育钻石，我们预计工业用金刚石增长保持稳健，增量主要来自于培育钻石业务。随着人造金刚石合成工艺的不断提高，颜色、重量和纯净度达到一定标准的宝石级金刚石大单晶可作为培育钻石用于消费领域，公司已具备培育钻石的成熟生产工艺，受益于下游行业需求的快速增长，我们预计超硬材料业务 2021-23 年营收增速分别为 36.65%、28.71%、21.36%，毛利率得益于 1) 盈利能力更强的培育钻石业务占比提升+2) 传统工业金刚石因行业部分产能转做培育钻石行业供需格局优化经营情况向好而稳步提升；

2) 特种装备：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，我们预计该业务保持稳健，2021-23 年营收增速分别为 15%、10%、10%，毛利率 2020 年因疫情影响有所降低，我们预计 2021 年有所改善并保持稳健；

3) 改装汽车及专用零部件: 我们预计该业务保持稳健, 2021-23 年营收维持不变, 毛利率保持稳健;

整体预计公司 2021-23 年的营业收入分别为 77.40/89.32/101.37 亿元, 毛利分别为 16.87/21.32/26 亿元。

表 6: 盈利预测假设基础

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
特种装备					
营业收入 (亿元)	26.62	38.14	43.86	48.25	53.08
同比增速	16.79%	43.27%	15.00%	10.00%	10.00%
成本 (亿元)	22.17	34.37	38.16	41.98	46.18
毛利 (亿元)	4.46	3.77	5.70	6.27	6.90
毛利率	16.73%	9.88%	13.00%	13.00%	13.00%
超硬材料					
营业收入 (亿元)	19.97	19.22	26.26	33.80	41.02
同比增速	2.32%	-3.73%	36.65%	28.71%	21.36%
成本 (亿元)	13.47	12.05	15.51	19.17	22.34
毛利 (亿元)	6.49	7.17	10.76	14.64	18.69
毛利率	32.52%	37.31%	40.96%	43.30%	45.55%
改装汽车					
营业收入 (亿元)	3.64	4.22	4.22	4.22	4.22
同比增速	0.74%	15.95%	0.00%	0.00%	0.00%
成本 (亿元)	3.40	3.99	3.99	3.99	3.99
毛利 (亿元)	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23
毛利率	6.46%	5.42%	5.50%	5.50%	5.50%
汽车零部件					
营业收入 (亿元)	2.99	3.05	3.05	3.05	3.05
同比增速	-17.33%	2.00%	0.00%	0.00%	0.00%
成本 (亿元)	2.87	2.86	2.87	2.87	2.87
毛利 (亿元)	0.12	0.19	0.18	0.18	0.18
毛利率	4.15%	6.30%	6.00%	6.00%	6.00%
营业总收入					
营业收入 (亿元)	53.22	64.63	77.40	89.32	101.37
同比增速	7.43%	21.45%	19.75%	15.41%	13.49%
营业成本 (亿元)	41.91	53.27	60.52	68.00	75.36
营业成本/营业收入	78.75%	82.42%	78.20%	76.13%	74.35%
毛利率	21.25%	17.58%	21.80%	23.87%	25.65%
毛利 (亿元)	11.31	11.36	16.87	21.32	26.00

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

未来 3 年盈利预测

根据以上假设，我们得出以下盈利预测结果。

表 7：盈利预测简要结果

利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6463	7740	8932	10137
营业成本	5327	6052	6800	7536
营业税金及附加	31	47	51	56
销售费用	46	100	104	107
管理费用	738	864	995	1128
财务费用	(43)	(114)	(109)	(132)
投资收益	7	8	10	9
资产减值及公允价值变动	52	(76)	(76)	(76)
其他收入	(8)	0	0	0
营业利润	415	722	1025	1374
营业外净收支	(34)	(17)	(24)	(25)
利润总额	380	705	1001	1348
所得税费用	106	196	279	375
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	275	509	722	973

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

风险提示

1、宏观经济下行风险

公司主要产品为金刚石单晶、金刚石微粉和培育钻石，金刚石单晶和金刚石微粉主要用于制作锯、切、磨、钻等各类超硬材料制品和工具，其终端应用领域广泛覆盖建材石材、勘探采掘、机械加工、清洁能源、消费电子、半导体等行业。培育钻石作为钻石消费领域的新兴选择，主要用于制作各类钻石饰品及其他时尚消费品。由于人造金刚石产品终端应用广泛涵盖国民经济诸多领域，市场需求会受到宏观经济及政策等多方面因素的影响，如未来出现宏观经济下滑、政策调整等不利因素造成下游行业景气程度变化或市场需求下降，公司客户可能会相应削减订单量，将导致公司经营业绩的波动。

2、市场竞争加剧风险

中国自主研发六面顶压机的推广使用和人造金刚石合成技术的不断进步，促使中国已经成为全球最大的人造金刚石生产基地，生产技术水平得到迅速提高，但同时由于参与企业数量众多、实力参差不齐，国内市场竞争激烈。培育钻石作为钻石消费的新兴选择，在品质、成本、环保和科技等方面优势明显，市场前景广阔，吸引了越来越多的国内外钻石生产商关注并进行生产布局，加剧了行业的竞争。如公司未来不能保持产品质量的稳定性、订单交付及时性以及较高的客户黏性，造成在现有客户供应体系中的份额下降或客户流失；或公司研发、创新能力不能持续满足下游市场需求，无法通过新产品打开新的客户市场从而构建新的业务增长通道，则可能导致公司市场竞争力下降，进而对公司未

来经营业绩造成不利影响。

3、产品价格下滑的风险

培育钻石行业现在可以通过工业手段展开批量化生产，当前较好的市场前景吸引越来越多的国内外钻石生产商关注并进行生产布局，若行业技术持续突破，培育钻石产能快速扩张，行业供给迅速满足需求导致行业竞争进一步加剧，培育钻石毛坯价格存在持续下降的风险。

4、业绩不及预期的风险

公司业务主要包括特种装备、超硬材料、专用车及汽车零部件三大业务板块，合计 8 家子公司，其中公司业绩主要有子公司中南钻石贡献，红阳机电、北方红宇、银河动力等子公司近年处于亏损状态，若这些子公司今年仍然持续亏损，公司业绩存在不及预期的风险。

表 8：中兵红箭主营业务情况

序号	业务板块	子公司	业务领域	2019/2020 年（单位：亿元）	
				收入	净利润
1	超硬材料	中南钻石	超硬材料的研发、生产和销售，主要产品为人造金刚石，包括 工业金刚石和培育钻石 。	19.96/19.22	3.27/4.10
2	特种装备	红阳机电	大口径炮弹和导弹战斗部、智能化弹药，产品涉及陆、海、空、二炮等领域	3.15/4.93	-0.72/-2.35
3	特种装备	北方向东	多种火箭弹及导弹战斗部及子弹等，服务于陆、海、空、天等多个领域	4.25/6.97	0.65/0.51
4	特种装备	北方红宇	各类弹药用引信、各类子弹药、火箭弹战斗部等产品	0.36/—	-0.39/—
5	特种装备	江机特种	主要涵盖导弹、智能弹药等四个领域十个系列 260 余型号产品，产品覆盖了陆、海、空、陆航、二炮、武警等军兵种，配套行业涉及兵器、航空、航天和船舶等	13.78/18.65	0.51/1.28
6	特种装备/专用车及汽车零部件	北方滨海	军品：4 个系列的弹药类产品，产品涉及装甲兵、炮兵、工程兵、二炮、反恐等领域的多个武器平台；	—	—
7	专用车及汽车零部件	红宇专汽	专用汽车的研发、制造和销售，主要产品包括冷藏保温汽车系列、爆破器材运输车系列等。	—	—
8	专用车及汽车零部件	银河动力	内燃机配件，主要产品包括各种内燃机的关键基础件—气缸套、铝活塞等。	1.50/—	-0.32/—

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	5359	5225	5081	6027	营业收入	6463	7740	8932	10137
应收款项	684	927	1140	1194	营业成本	5327	6052	6800	7536
存货净额	1564	2389	2490	2672	营业税金及附加	31	47	51	56
其他流动资产	517	993	1175	1148	销售费用	46	100	104	107
流动资产合计	8224	9634	9986	11141	管理费用	738	864	995	1128
固定资产	3186	3250	3271	3262	财务费用	(43)	(114)	(109)	(132)
无形资产及其他	513	501	490	478	投资收益	7	8	10	9
投资性房地产	244	244	244	244	资产减值及公允价值变动	52	(76)	(76)	(76)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(8)	0	0	0
资产总计	12167	13629	13991	15124	营业利润	415	722	1025	1374
短期借款及交易性金融负债	27	631	32	19	营业外净收支	(34)	(17)	(24)	(25)
应付款项	2597	2488	2708	2998	利润总额	380	705	1001	1348
其他流动负债	681	1124	1255	1269	所得税费用	106	196	279	375
流动负债合计	3305	4244	3995	4287	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	60	110	160	归属于母公司净利润	275	509	722	973
其他长期负债	345	384	380	403					
长期负债合计	345	444	490	563	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3649	4688	4485	4850		2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	275	509	722	973
股东权益	8518	8941	9505	10275	资产减值准备	(46)	4	2	1
负债和股东权益总计	12167	13629	13991	15124	折旧摊销	396	218	259	291
					公允价值变动损失	(52)	76	76	76
					财务费用	(43)	(114)	(109)	(132)
					营运资本变动	1676	(1165)	(148)	118
					其它	46	(4)	(2)	(1)
					经营活动现金流	2295	(362)	910	1458
					资本开支	(786)	(351)	(347)	(346)
					其它投资现金流	(100)	0	0	0
					投资活动现金流	(886)	(351)	(347)	(346)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(48)	60	50	50
					支付股利、利息	(66)	(86)	(158)	(204)
					其它融资现金流	286	605	(600)	(12)
					融资活动现金流	58	579	(707)	(166)
					现金净变动	1467	(133)	(144)	946
					货币资金的期初余额	3892	5359	5225	5081
					货币资金的期末余额	5359	5225	5081	6027
					企业自由现金流	1517	(810)	473	1007
					权益自由现金流	1756	(62)	2	1139

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032