

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

分析师：王宏涛

证券执业证书号：S0640520110001

电话：010-59562519

邮箱：wanght@avicsec.com

中兵红箭（000519）2021 年报点评： 超硬材料景气度高企，持续看好军品未来 需求势能

行业分类：国防军工

2022 年 4 月 22 日

公司投资评级	买入
当前股价(2022.4.21)	19.05 元
目标价格	28.00 元

基础数据（2022.04.21）

上证指数	3,079.81
总股本（亿股）	13.93
流通 A 股（亿股）	13.91
资产负债率%（2021）	35.78
ROE%（2021）	5.54
PE（TTM）	54.66
PB（LF）	2.94

近一年公司与沪深 300、SW 国防军工
走势对比图



资料来源：IFIND，中航证券研究所

➤ **事件：**公司 4 月 18 日披露 2021 年年报，报告期内公司实现营业收入 75.14 亿元（+16.26%），归母净利润 4.85 亿元（+76.66%），基本每股收益 0.35 元（+76.72%），ROE 为 5.54%（+2.24pcts），毛利率 20.74%（+3.16pcts），净利率 6.46%（+2.21pcts）。

➤ **投资要点：**

● 公司净利高速增长，主要系超硬材料业务利润贡献

报告期内，公司实现营业收入 75.14 亿元（+16.26%），归母净利润 4.85 亿元（+76.66%），主要系超硬材料业务增长助力所致；同时公司 ROE（5.54%，+2.25pcts），毛利率（20.74%，+3.16pcts）和净利率（6.46%，+2.21pcts）均有所提升，我们认为，主要是由于公司毛利率（43.45%，+6.14pcts）较高的超硬材料业务（净利润 6.57 亿元，+60.24%）利润贡献较大所致，且该业务收入占总营收比例（32.03%，+2.30pcts）保持稳定。

费用方面，报告期内，公司期间费用 8.71 亿元（+17.43%），主要系销售费用（0.62 亿元，+34.22%）和管理费用（5.23 亿元，+22.59%）增长较快，销售费用率（0.83%，+0.11pcts）和管理费用率（6.96%，+0.36pcts）也有所提升；研发费用率（4.59%，-0.23pcts），有所下降；财务费用为-0.59 亿元（上期-0.43 亿元），主要系利息收入组成。

同时，我们注意到报告期内公司合同负债（9.45 亿元，+199.29%）大幅增长，主要系收到客户款增加所致，体现出公司在手订单较为充足，未来业绩将保持良好增长态势。

● 2022 年一季报业绩开局稳，净利润创同期历史新高

公司 2022 年 4 月 1 日披露 2022 年一季度业绩预告，预计 2022 年第一季度实现归母净利润 2.4 亿元-2.8 亿元，同比增长 148.14%-189.50%，创公司同期历史新高。报告期内公司经营业绩同比大幅增长主要源于超硬材料产品，产品市场需求总体维持旺盛状态，销售价格较上年同期显著增长；军品装备建设初步形成均衡生产的运行态势。

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

航产融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。

①特种装备业务

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。本板块报告期实现营业收入 43.88 亿元(+15.05%) 占总营收比例 58.40% (-0.62pts), 毛利率 10.70% (+0.82pts)。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全资子公司,均由 2016 年注入上市公司。江机特种实现营业收入 21.43 亿元(+14.91%) 净利润 1.13 亿元(-11.72%), 是国内导弹、引信、智能弹药的研制生产基地。从公司近年财务数据可以看出,近年来军品业务板块业绩主要由子公司江机特种贡献。

子公司北方红阳实现营业收入 8.88 亿元(+80.12%), 净利润亏损 2.43 亿元(上年同期亏损 2.35 亿元), 主要从事军品加工、制造、装药、装配及总装生产业务。子公司北方向东是国内航空火箭弹、导弹战斗部、远程制导火箭弹发射箱的研制生产基地;北方红宇主要有各类弹药用引信、各类子弹药、火箭弹战斗部等产品生产销售,2022 年 3 月 8 日公司披露北方红宇“XX 机家生产线技术改造项目”已完成批复的全部建设内容竣工验收,将重点解决北方红宇机加生产设备及检测手段落后、机加生产能力不足等问题,提升 XX 零部件数字化制造水平。2016-2021 年,公司特种装备收入增长 149.04%,复合增长率为 20.02%。公司系列反坦克导弹近年销量明显加大,产能供不应求,2020 年制导炮弹竞标成功,目前已设计定型,未来订货需求明显。同时,公司作为兵器工业旗下重点国家保军企业,2021 年凭借亮眼业绩被授予兵器工业集团 2021 年度经济效益突出贡献特等奖。

国防部新闻发言人 2021 年 6 月披露,上半年全军弹药消耗大幅增加,高难课目训练比重持续加大。我们认为,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,是名副其实的军队“消耗品”,其需求量有望在“十四五”期间保持持续稳定增长,未来业绩或将受益,或将扭转当前军品业务亏损现状。实战化训练和备战需求催生了武器装备需求“量”的提升,构成了公司军品业务所处赛道在“十四五”高景气发展的底层逻辑。

②超硬材料业务

公司超硬材料业务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。公司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 24.07 亿元(+25.21%),净利润 6.57 亿元(+60.24%),为公司整体净利润规模贡献 135.45% (-13.63pts), 毛利率 43.45% (+6.14pts), 收入占总营收比例为 32.03% (+2.30pts)。中南钻石是超硬材料行业头部优质企业,其主导产品工业金刚石产销量及市场占有率连续多年稳居世界首位,立方氮化硼国内第一。当前,公司可以稳定生产 30 克拉以内的大尺寸高温高压法宝石级培育金刚石单晶,能批量供应 3 克拉以上高品质高温高压法宝石级培育金刚石产品。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。

GJEPC 公布 2022 年 3 月印度钻石进出口数据,当月培育钻石进/出口额保持高增。3 月培育钻石进出口保持高速增长:当月印度培育钻石进/出口额 2.03/1.37 亿美元,同比+157.10%/+59.45%,环比+30.97%/+8.73%,我们认为,主要由于地缘因素影响下天然毛坯钻存在供应链受阻,价格或将持续上升,培育钻石性价比优势更加明显;天然钻石进/出口额 20.37/21.99 亿美元,同比+45.22%/+3.08%,环比-1.21%/+11.12%;另外,培育钻石全年渗透率稳步提升:我们测算 3 月当月印度培育钻石进/出口额占天然钻石比重分别为 9.97%/6.23%,同比+4.33%/+2.20pts;2022 财年(2021 年 4 月-2022 年 3 月)培育钻石进/出口额占比分别为 7.25%/5.40%,同比+1.52%/+1.49pts。

我们认为,公司超硬材料作为公司当前主要利润贡献板块,拥有超硬材料产品全流程技术优势,作为工业金刚石产销世界首位的生产商,将受益于下游光伏、半导体等新基建的需求增长;作为国内领先

的培育钻石生产商，受益于大克拉培育钻石技术的成熟、行业内国际奢侈品珠宝厂商加大培育钻石布局主动引导消费习惯以及当前培育钻石行业较高景气度和渗透率的稳步提升，未来有望持续扩大市场空间规模。

③专用车及汽车零部件业务

公司专用车及汽车零部件板块主要产品包括专用车、内燃机配件以及车底盘机构件等。其中专用汽车收入为 3.98 亿元（-5.52%），汽车零部件收入 3.20 亿元（+5.04%）稳定增长，核心子公司包括红宇专汽、北方滨海以及银河动力公司，爆破器材运输车市场占有率位居全国第一，冷链运输车销量居国内前列。无人消防专用车项目完成产品样机定型。未来公司将利用军方客户资源以及内部军品完整的配套体系向军警类专用车产品市场方向发展。我们认为，公司在专用车业务方面剥离低附加值产品，优化结构调整，有助于未来业绩发展。

➤ 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，产品附加值有望增大；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）在专用车业务方面剥离低附加值产品，优化结构调整向军警用方向发展，有助于未来业绩发展；

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。

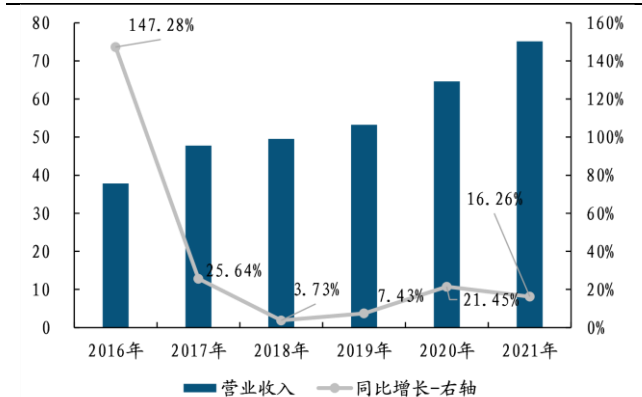
基于以上观点，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 102.40 亿元、133.24 亿元和 176.39 亿元，归母净利润分别为 9.81 亿元、13.75 亿元和 18.83 亿元，EPS 分别为 0.70 元、0.99 元和 1.35 元。我们维持“买入”评级，目标价 28.00 元，对应 2021-2023 年预测收益的 40 倍、28 倍及 21 倍 PE。

➤ 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

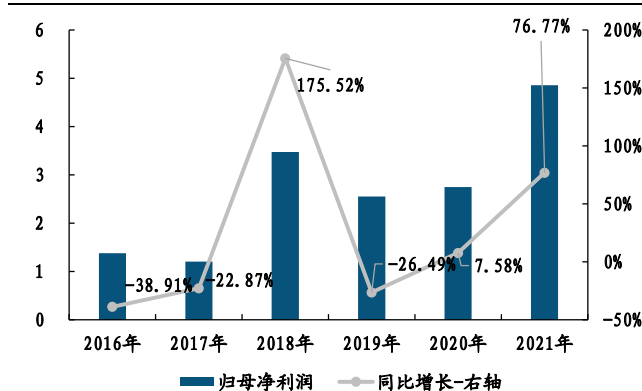
➤ 盈利预测：

单位：百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6463.02	7513.66	10239.62	13323.79	17639.37
增长率 (%)	21.45%	16.26%	36.28%	30.12%	32.39%
归属母公司股东净利润	274.56	485.34	981.48	1375.48	1882.62
增长率 (%)	7.58%	76.77%	102.23%	40.14%	36.87%
每股收益 (EPS) (元)	0.20	0.35	0.70	0.99	1.35

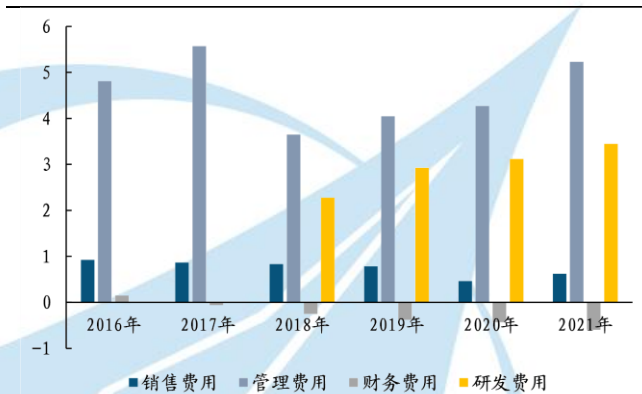
数据来源：IFIND，中航证券研究所

◆ 2016-2021 年年报公司财报主要财务数据
图 1: 公司年报营业收入及增速 (单位: 亿元; %)


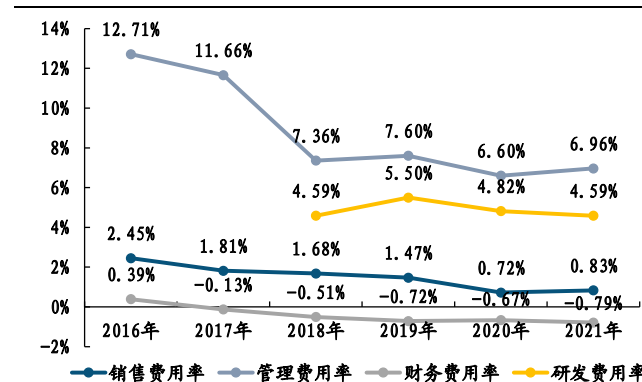
资料来源: IFIND, 中航证券研究所

图 2: 公司年报归母净利润及增速 (单位: 亿元; %)


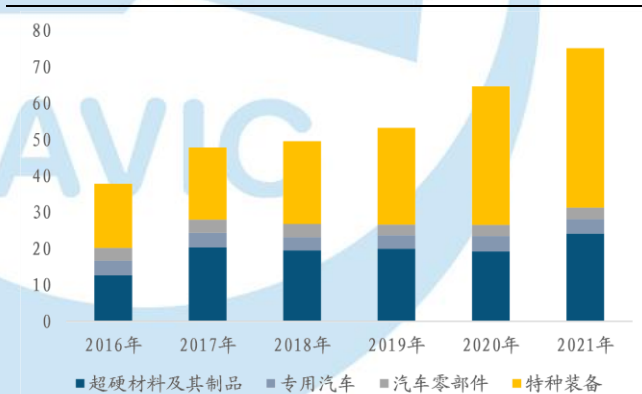
资料来源: IFIND, 中航证券研究所

图 3: 公司年报费用情况 (单位: 亿元)


资料来源: IFIND, 中航证券研究所

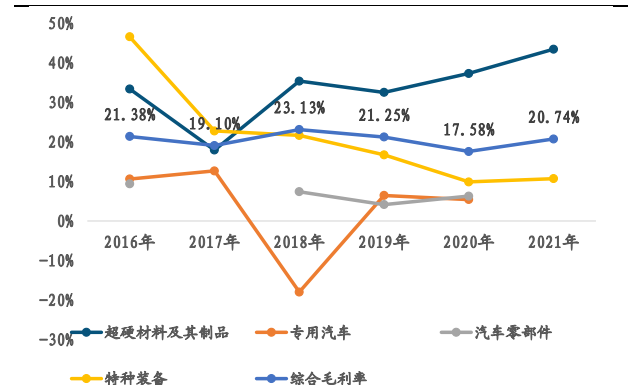
图 4: 公司年报各项费用率情况 (单位: %)


资料来源: IFIND, 中航证券研究所

图 5: 公司近年各主营业务收入情况 (单位: 亿元)


资料来源: IFIND, 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: IFIND, 中航证券研究所

◆ 盈利预测

利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6463.02	7513.66	10239.62	13323.79	17639.37	货币资金	5358.59	6379.28	7466.49	9564.52	12226.37
营业成本	5326.92	5955.11	7713.51	9948.88	13072.54	应收票据及账款	900.28	1727.72	2143.07	2690.60	3562.08
税金及附加	31.12	39.83	55.56	72.30	95.72	预付账款	247.36	171.54	322.42	419.53	555.42
销售费用	46.43	62.32	81.92	106.59	158.75	其他应收款	46.06	16.82	60.70	78.99	104.57
管理费用	426.70	523.08	716.77	932.67	1234.76	存货	1564.28	1212.15	1479.30	1962.52	2614.51
研发费用	311.42	344.54	460.78	610.23	811.41	其他流动资产	107.42	263.73	241.48	298.87	327.58
财务费用	-43.21	-59.35	-23.01	-29.46	-37.98	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-52.24	-49.84	-51.20	-13.32	-8.82	固定资产	2505.77	2808.91	2465.74	2104.58	1725.41
信用减值损失	23.35	-11.36	0.00	0.00	0.00	在建工程	680.15	689.38	574.48	459.59	344.69
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	513.24	492.77	410.64	328.51	246.38
投资收益	7.33	7.14	9.66	9.66	9.66	长期待摊费用	0.00	3.50	1.75	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	243.52	264.96	259.34	253.72	248.10
资产处置收益	-0.81	-1.34	-0.46	-0.46	-0.46	资产总计	12166.67	14030.75	15425.43	18161.43	21955.12
其他收益	73.70	35.44	45.98	45.98	45.98	短期借款	26.50	27.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	414.95	628.18	1238.06	1724.45	2350.53	应付票据及账款	2596.64	3104.50	3474.95	4481.99	5889.20
营业外收入	2.24	5.88	3.69	3.69	3.69	其他流动负债	681.41	1432.09	1588.44	2060.29	2720.22
营业外支出	36.74	30.10	30.00	30.00	30.00	流动负债合计	3304.55	4563.59	5063.39	6542.27	8609.42
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	16.24	9.93	4.13	2.13
利润总额	380.46	603.96	1211.76	1698.15	2324.23	其他非流动负债	344.60	439.98	439.98	439.98	439.98
所得税	105.90	118.62	230.23	322.65	441.60	非流动负债合计	344.60	456.22	449.91	444.11	442.10
净利润	274.56	485.34	981.53	1375.50	1882.63	负债合计	3649.15	5019.82	5513.30	6986.38	9051.53
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	股本	1392.56	1392.56	1392.56	1392.56	1392.56
归属母公司股东净利润	274.56	485.34	981.53	1375.50	1882.62	资本公积	3783.19	3783.19	3783.19	3783.19	3783.19
现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	留存收益	3341.77	3835.18	4736.38	5999.29	7727.83
经营性现金净流量	1803.32	1573.38	1145.14	2230.46	2740.34	归属母公司权益	8517.52	9010.94	9912.13	11175.04	12903.58
投资性现金净流量	-197.22	-564.72	32.71	-43.52	39.61	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01
筹资性现金净流量	-148.55	15.26	-90.64	-88.92	-118.10	股东权益合计	8517.52	9010.94	9912.13	11175.05	12903.59
现金流量净额	1457.21	1023.61	1087.21	2098.03	2661.85	负债和股东权益合计	12166.67	14030.75	15425.43	18161.43	21955.12

数据来源：IFIND，中航证券研究所

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。
王宏涛，SAC执业证书号：S0640520110001，航天二院博士，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发送或为任何就发送、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。