

投资评级 **增持** 维持

开启超硬材料与智能弹药双主业时代

股票数据

6 个月内目标价 (元)	14.00
05 月 26 日收盘价 (元)	12.28
52 周股价波动 (元)	10.43-19.10
总股本/流通 A 股 (百万股)	1403/583
总市值/流通市值 (百万元)	17291/7181

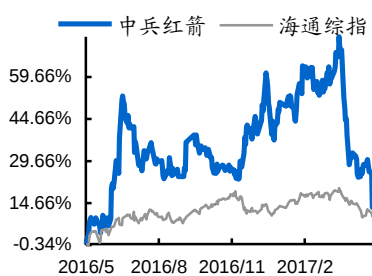
主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	124.8	62.6	57.0
市净率	2.3	2.2	2.2
市销率	4.5	4.1	3.5
EV/EBITDA	23.7	18.9	16.5
分红率(%)	—	—	—

相关研究

《打造智能弹药平台，新旧主业双轮驱动》
2016.12.31

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-11.0	-25.4	-29.1
相对涨幅 (%)	-12.3	-25.3	-29.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:徐志国

Tel:(010)50949921

Email:xzg9608@htsec.com

证书:S0850514060004

分析师:刘磊

Tel:(010)50949922

Email:ll11322@htsec.com

证书:S0850516110001

分析师:蒋俊

Tel:(021)23154170

Email:jj11200@htsec.com

证书:S0850517010002

联系人:张恒昉

Tel:(010)68067998

Email:zhx10170@htsec.com

投资要点:

- **军民品业务双下滑导致公司 2016 年净利润大幅降低。**因实施重大资产重组，中兵红箭对 2015 年财务数据实施追述调整，2016 年实现公司营业收入 37.82 亿元，同比下降 3.99%；归母净利润为 1.38 亿元，同比下降 64.42%。利润下滑幅度远大于收入下滑源自当期综合毛利率降低和资产减值损失增加。2016 年公司综合毛利率为 21.07%，比 2015 年下降 5 个百分点。分业务看，受制于下游市场持续低迷，超硬材料业务销售收入与毛利率有下降，毛利率下降至 23.92%，为该业务 2013 年上市以来最低点；特种装备业务收入和利润率基本稳定。
- **跨集团收购军工资产，打造兵工集团智能化弹药平台。**2016 年中兵红箭通过发行股份及支付现金方式收购兵工集团旗下五家弹药类企业，该五家企业在国内智能弹药行业从业多年，长期从事军工科研生产任务，具有雄厚的技术基础和研发实力以及齐全的生产配套设施，产品涵盖大口径炮弹、火箭弹、导弹及配套产品。本次兵工集团核心弹药资产注入，丰富中兵红箭的产品结构，助力转型升级并提升盈利能力。另外，本次重组涉及豫西工业集团、山东工业集团和东北工业集团三个二级集团，运作成功为兵工集团弹药业务实现跨地域、跨公司的资本运作起到示范作用，为集中资源进行专业化整合与协同发展提供新思路。
- **中国超硬材料行业巨头，以新产品新市场应对需求下滑。**中兵红箭全资子公司中南钻石是中国超硬材料行业的龙头企业，全球最大的人造金刚石和立方氮化硼单晶制造商，覆盖超硬材料全产业链布局，具有明显的规模和成本优势。为应对下游需求变化，中南钻石持续开发新产品并开拓饰品级人造金刚石市场以谋求转型，报告期内大颗粒无色培育钻石新产品研发项目取得突破性进展；2016 年 10 月末，中南钻石与河南晶拓国际钻石有限公司购销合同，有利于公司钻石新产品市场推广。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计中兵红箭 2017 年至 2019 年归母净利润分别为 2.75 亿元、3.01 亿元和 3.53 亿元，对应的 EPS 分别为 0.20 元/股、0.21 元/股和 0.25 元/股。基于中兵红箭在智能弹药领域的市场地位以及我国未来弹药智能化升级列装的前景，并结合可比公司估值情况，我们给予中兵红箭 2017 年 PE 估值为 70 倍，对应目标价 14.00 元，维持“增持”评级。
- **风险提示。**重组后中兵红箭各项业务整合风险；超硬材料下游市场持续低迷；军品订单波动。

主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1548.16	3782.26	4235.74	4910.28	5756.12
(+/-)YoY(%)	-23.95%	144.31%	11.99%	15.93%	17.23%
净利润(百万元)	248.55	137.65	274.52	301.45	352.90
(+/-)YoY(%)	-37.35%	-44.62%	99.43%	9.81%	17.07%
全面摊薄 EPS(元)	0.18	0.10	0.20	0.21	0.25
毛利率(%)	36.54%	21.07%	22.50%	22.49%	22.49%
净资产收益率(%)	5.94%	1.87%	3.58%	3.77%	4.21%

资料来源：公司年报（2015-2016），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润；2015 年数据未经追述调整

目 录

1. 中国超硬材料产业领军企业	5
1.1 超硬材料用途广泛	5
1.2 中国成为全球人造金刚石的生产基地	5
1.3 中南钻石开拓宝石级人造钻石，进军消费市场	6
2. 重大重组置入智能弹药资产，双主业开启新篇章	7
2.1 发行股份支付现金购买资产及募集配套资金概况	7
2.2 智能弹药是陆军武器装备升级的重要方向	8
3. 盈利预测与估值	10
4. 风险提示	11
财务报表分析和预测	12

图目录

图 1	中国人造金刚石产量	6
图 2	中国金刚石出口数量和出口国家地区	6

表目录

表 1	人造金刚石物理特性.....	5
表 2	超硬材料应用领域.....	5
表 3	人造金刚石主要上市公司的产销量	6
表 4	中兵红箭发行股份及支付现金购买资产明细.....	7
表 5	中兵红箭发行股份募集配套资金认购对象、认购金额及锁定期.....	8
表 6	中兵红箭发行股份募集配套资金用途.....	8
表 7	中兵红箭智能弹药资产、产品及经营情况	9
表 8	反坦克导弹发展历程	9
表 9	我国反坦克导弹类型	10
表 10	中兵红箭分业务盈利预测.....	10
表 11	中兵红箭可比公司估值情况	11

1. 中国超硬材料产业领军企业

1.1 超硬材料用途广泛

超硬材料硬度远高于其他材料，具有优异的力学、热学、光学和电学性能，属于高性能、长寿命、节能环保型材料。超硬材料主要指人造金刚石和立方氮化硼以及用这两种材料为主要成分制成的复合材料。人造金刚石是以石墨为原料、镍钴等触媒金属为催化剂，在约 5GPa 和 1700K 高温高压条件下转化生成；立方氮化硼（简称 cBN）硬度仅次于金刚石，但具有比金刚石更高的热稳定性和对铁族金属及其合金的化学惰性。

表 1 人造金刚石物理特性

性能	数值
显微硬度/HV	8000-10000
弹性模量/GPa	约 1050
压缩率/($\text{cm}^2 \cdot \text{N}^{-1}$)	1.7×10^{-6}
热导率/($\text{W} \cdot \text{K}^{-1} \cdot \text{m}^{-1}$)	约 2600
透光波段/ μm	0.225 ~ 远红外
声速/($\text{m} \cdot \text{s}^{-1}$)	约 18000
惰性	常温下不与任何酸碱反应
电子迁移率/($\text{cm}^2 \cdot \text{V}^{-1} \cdot \text{s}^{-1}$)	2200
空穴迁移率/($\text{cm}^2 \cdot \text{V}^{-1} \cdot \text{s}^{-1}$)	1600

资料来源：《中国人造金刚石的发展及其关键技术的进步》 罗锡裕等 粉末冶金工业 2016 年 26 期，海通证券研究所

超硬材料及制品广泛应用于军工、航空航天、电子、机械、汽车、机床工具、建材石材、石油与天然气采掘和地质勘探等领域。超硬材料早期工业应用主要是制作磨具、钻井工具和锯切工具等。

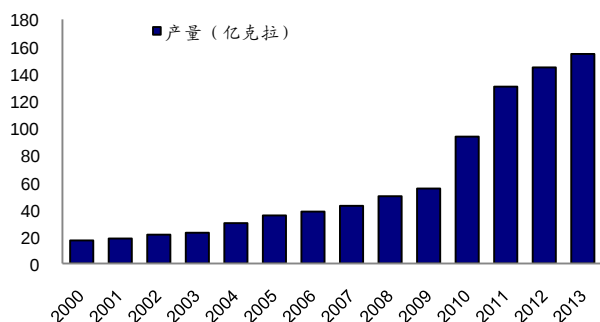
表 2 超硬材料应用领域

应用领域	典型产品
研磨和抛光	磨粒与陶瓷、树脂或金属结合剂制成砂轮，用于机械、汽车、石材等领域打磨和抛光
地质勘查和隧道挖掘	用作勘探和爆破钻孔工作介质，以穿透最坚硬的底层
石材加工和建筑工程	人造金刚石微粉、聚晶金刚石制成锯片、绳锯等用于锯切、研磨、钻探、挖掘
航空工业	航空零部件及系统的精密切削、铣削、钻孔和研磨加工
汽车工业	合金轮毂、缸体、凸轮和曲轴套管加工、变速箱铣削钻孔等
电子通讯行业	良好的导热性和电绝缘性，作为半导体、传感器、电子元器件、辐射探测器等基础材料
激光与光学	光谱波段宽，实现从紫外线到远红外及微波的理想透过率，作为激光光学元件、光谱仪等光学窗口材料

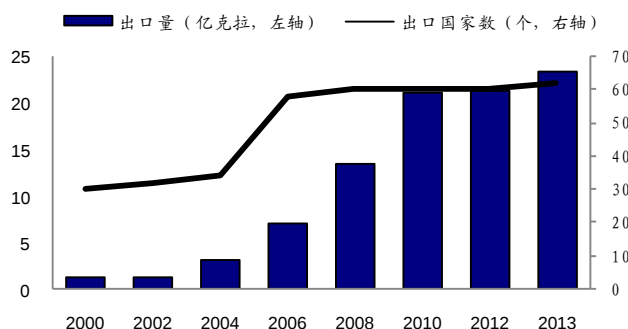
资料来源：《超硬材料的研究进展》 林峰，新型工业化 2016 年 6 月，海通证券研究所

1.2 中国成为全球人造金刚石的生产基地

常见的人造金刚石有单晶金刚石、金刚石微粉和聚晶金刚石三类，其生产工艺为将石墨、金属触媒等原辅料利用静压触媒法生产单晶金刚石，通过机械粉碎将单晶金刚石变成金刚石微粉，金刚石微粉以金属或合金等粘合剂在高温高压环境下烧结形成聚晶金刚石。中国人造金刚石产业起步于 20 世纪 60 年代，经过几代科研人员努力，中国拥有独立知识产权的“六面顶”设备及工艺方法已达到国际先进水平。发达国家超硬材料的企业已从中国采购生产设备。

图1 中国人造金刚石产量


资料来源:《中国人造金刚石的发展及其关键技术的进步》罗锡裕等 粉末冶金工业 2016 年 26 期, 海通证券研究所

图2 中国金刚石出口数量和出口国家地区


资料来源:《中国人造金刚石的发展及其关键技术的进步》罗锡裕等 粉末冶金工业 2016 年 26 期, 海通证券研究所

根据行业协会统计, 2000 年至 2013 年中国人造金刚石产量由 16 亿克拉增长到约 155 亿克拉, 年均复合增长约 19%。2015 年中国人造金刚石年产量约 150 亿克拉, 占全球总产量的 90% 以上。中国人造金刚石产品已具备产能和价格优势, 出口规模不断提升, 2013 年中国人造金刚石出口国家达 62 个, 出口量达 23.30 亿克拉。另外, 2015 年中国立方氮化硼年产量也达到 3.5 亿克拉以上, 占世界总产量近 70%, 中国已成为世界超硬材料生产大国。

1.3 中南钻石开拓宝石级人造钻石, 进军消费市场

中兵红箭全资子公司中南钻石的超硬材料业务主要产品包括人造金刚石、立方氮化硼等。中南钻石超硬材料产品处于行业领先地位, 技术研发实力雄厚、产销量规模居世界第一。中南钻石有限公司在产能和产销量上领跑, 是国内超硬材料行业的龙头企业、全球最大的人造金刚石和立方氮化硼单晶制造商, 基本覆盖超硬材料全产业链, 具有明显的规模和成本优势。另外, 中南钻石新品研发能力强, 2016 年 6 月中南钻石所属郑州中南杰特超硬材料有限公司与河南工业大学联合申报的“直接转化法合成大尺度多晶金刚石”项目通过专家鉴定, 该项成果达到国际先进水平, 填补国内空白; 2016 年 12 月, 中南钻石入选工信部首批制造业单项冠军示范(培育)企业名单。

表 3 人造金刚石主要上市公司的产销量

上市公司	2016 年产量 (万克拉)	2016 年销量 (万克拉)
中南钻石 (中兵红箭)	613761	551111
黄河旋风	261899	274316
豫金刚石	82158	87066

资料来源: 中兵红箭、黄河旋风和豫金刚石 2016 年年报, 海通证券研究所

受国内外宏观经济低迷、超硬材料下游需求发生重大变化, 工业用金刚石销售大幅下滑。随着合成金刚石行业进入者增多, 供给过剩导致竞争日益激烈, 低端合成金刚石粉售价大幅下降, 再加上近几年我国宏观经济增速放缓, 钢铁等行业产能过剩, 直接影响磨料磨具等传统应用市场, 产品利润率持续下降, 业内企业纷纷转型, 寻找新的利润增长点。

随着人造金刚石品级的不断提升, 其优异性能已在高新领域得到广泛应用, 如用于航空仪表轴承、雷达波导管、光学器件、高能烟速器等精密仪器的加工; 单晶硅、多晶硅厚度片的切割、磨削; 芯片等大规模集成电路的微细精密切割、开槽、背面减薄、纳米金刚石抛光等加工; 高纯大单晶金刚石可制作高强度光学窗口、非常环境中某些装置的窗孔及研究核聚变能源的构件等等。

宝石级金刚石是行业企业看好的发展方向。随着人工合剂技术的日臻完善, 人造金刚石的粒度和纯度逐渐接近天然钻石。从工艺技术和设备看, 工业常用的 HPHT 法或

CVD 法都可以生产具有一定粒度的、结晶完美、无色或有色金刚石。从物理和化学性质分析，人造金刚石与天然钻石没有差别，随着人们消费观念的逐步转变，对人造金刚石首饰及饰品认可度逐步提升，我们判断该行业市场空间将扩大。当前国际上从事宝石级人造金刚石生产厂家有宝氏金刚石公司、阿波罗金刚石公司、查塔姆创想宝石公司和新时代金刚石公司等。

从设备适用性看，用于生产工业级金刚石设备经改进可用于生产宝石级金刚石，而批量生产满足一定品级的产品是业内企业盈利的关键。中南钻石较早开展宝石级人造金刚石研究，2016 年 10 月公司与河南晶拓国际钻石有限公司签署购销合同，金额约为 2520 万美元。本次购销合同的签署有利于中南钻石培育钻石新产品进一步向市场推广，从而提升中南钻石在培育钻石领域的竞争力和公司整体盈利水平。

2. 重大重组置入智能弹药资产，双主业开启新篇章

2016 年末中兵红箭以发行股份及支付现金方式，置入兵工集团旗下豫西工业集团、山东工业集团和东北工业集团从事智能弹药研发生产、专用车及汽车零部件业务。本次重组提升了中兵红箭的资产规模、盈利能力及综合竞争力，也为兵工集团弹药业务实现跨地域、跨公司资本运作起到示范作用。

2.1 发行股份支付现金购买资产及募集配套资金概况

中兵红箭分别向豫西工业集团、山东工业集团和江北机械发行股份及支付现金购买资产，标的资产为豫西工业集团持有的红阳机电 100%股权、北方向东 100%股权、北方红宇 100%股权、红宇专汽 100%股权，山东工业集团持有的北方滨海 100%股权，江北机械持有的江机特种 100%股权。各标的资产交易对价的 85%通过发行股份方式支付，15%以现金方式支付。本次重组注入资产作价合计 24.12 亿元，其中现金共支付 3.62 亿元；发行股份支付 20.51 亿元，股份发行价格为 10.18 元/股，发行股数 2.01 亿股。

表 4 中兵红箭发行股份及支付现金购买资产明细

交易标的	交易价格（亿元）	主营产品及行业地位
红阳机电 100%股权	4.20	主营产品为大口径炮弹、火箭弹（研制）、导弹战斗部，产品覆盖解放军所有军种。中原地区重要的弹药研制生产战略基地、中南地区唯一弹药销毁中心。
北方向东 100%股权	2.30	主营产品为航空火箭弹、导弹战斗部、远程制导火箭弹发射箱
北方红宇 100%股权	0.60	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。
红宇专汽 100%股权	1.38	主营产品光电、机械产品
北方滨海 100%股权	7.41	主营产品中军品为爆破器材运输车、方舱产品；民品为冷藏保温汽车。
江机特种 100%股权	8.24	主营产品中军品包括 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；民品为拖挂车轴、底盘结构件等。
合计	24.12	主营产品为导弹、引信、智能弹药、排爆器材，飞机零部件加工；国内导弹、引信、智能弹药的研制生产基地。

资料来源：中兵红箭股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易之非公开发行股票情况报告暨上市公告书。2017.01.25，海通证券研究所

同时，中兵红箭非公开发行股份募集配套资金总额 20.48 亿元，增发价格为 12.13 元/股，新增股份 1.69 亿股。其中，中兵红箭关联单位豫西工业集团有限公司、中兵投资管理有限责任公司参与认购。募集资金用于标的资产相关军民融合产业化项目投资、支付并购交易中的现金对价等。

表 5 中兵红箭发行股份募集配套资金认购对象、认购金额及锁定期

认购对象	认购股数（万股）	认购金额（亿元）	锁定期（月）
豫西工业集团有限公司	824.40	1.00	36
中兵投资管理有限责任公司	824.40	1.00	36
上海大策创业投资合伙企业（有限合伙）	2139.86	2.60	12
博时基金管理有限公司	1914.19	2.32	12
九泰基金管理有限公司	1984.57	2.41	12
北信瑞丰基金管理有限公司	2588.50	3.14	12
财通基金管理有限公司	5732.23	6.95	12
华泰柏瑞基金管理有限公司	872.26	1.06	12
合计	16880.40	20.48	——

资料来源：中兵红箭股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易之非公开发行情况报告暨上市公告书。2017.01.25，海通证券研究所

表 6 中兵红箭发行股份募集配套资金用途

项目	实施主体	拟使用募集资金（亿元）
智能化弹药生产能力建设项目	红阳机电	2.34
智能化弹药研发条件建设项目	红阳机电	0.68
机加生产线技术改造项目	北方红宇	0.33
系列化产品生产能力和扩充建设项目	北方向东	1.77
郑州专汽智能化增资扩产项目	红宇专汽	0.99
特品研发条件及生产能力建设项目	北方滨海	3.29
汽车底盘结构部件生产项目	北方滨海	1.87
研发生产条件建设项目	江机特种	3.12
飞机零部件及高端防爆器材生产能力建设项目	江机特种	2.48
支付现金对价	——	3.62
合计	——	20.48

资料来源：中兵红箭股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易之非公开发行情况报告暨上市公告书。2017.01.25，海通证券研究所

本次交易完成后，中兵红箭成为兵器工业集团旗下唯一智能弹药上市平台。军品将新增大口径炮弹、火箭弹、导弹、子弹药等军品的研发制造业务；民品将新增改装车、专用车、车底盘结构件及其他配件系列产品。核心军品资产的注入将丰富上市公司的产品结构，助推公司转型升级，实现公司业务整体相关多元化与细分领域专业化，强化上市公司的盈利能力。

2.2 智能弹药是陆军武器装备升级的重要方向

当前全球陆军“小型化”已经成为基本发展方向，中国陆军正在实施优化力量规模编成，从“规模陆军”向“效能陆军”转型，“陆军转型建设要把新型作战力量建设作为突破口，着力提高精确打击能力”。陆军转型需要新型武器装备做支撑，我们认为，为提升精确打击能力这一目标，加速智能弹药的研发投入与生产列装将成为必然。

智能弹药泛指采用精确制导系统，以弹体作为运载平台，通过高新技术的应用能够实现态势感知、电子对抗、战场侦察、精确打击、高效毁伤和毁伤评估等功能的灵巧化、制导化、智能化、微型化、多能化弹药。智能弹药具有模块结构、远程作战、智能控制、精确打击等优点。美国投入大量资源发展智能弹药，美国国防部将“远程精确打击作为 21 世纪陆军现代化建设的目标之一”，在其主导的科索沃、伊拉克和利比亚等战争中，精确打击和定点清除代替大兵团作战和地毯式轰炸。从美军主导的历次局部战争看，智能弹药广泛应用已成为现代战争形态的重要标志之一，并逐渐成为决定战争胜负的关键

因素。

本次重组注入智能弹药业务由北方红阳、北方滨海、江机特种、北方向东和北方红宇五家军工企业承担，主要产品有大口径炮弹、航空火箭弹、导弹战斗部及配套产品等。

表 7 中兵红箭智能弹药资产、产品及经营情况

子公司	主要产品	2016 年营业收入 (万元)	2016 年净利润 (万元)
北方红阳	大口径炮弹、导弹战斗部等	59492.05	1054.84
北方滨海	四种系列弹药	57902.49	3909.30
江机特种	导弹、引信、排防爆器材等	64158.12	2290.69
北方向东	航空火箭弹、导弹战斗部等	13070.94	1049.38
北方红宇	光电、机械产品	5656.36	-0.45

资料来源：中兵红箭 2016 年年报，海通证券研究所

现代智能弹药起始于末敏弹。末敏弹为末端敏感引爆弹药的简称，是能够在炮弹飞行弹道某段探测目标存在并驱动战斗部朝向目标方向爆炸的智能弹药。末敏弹具有作战距离远、命中概率高、毁伤效果好、效费比高等特点，常用于攻击装甲目标，尤其对付集群装甲或一定规模的编队装甲方面效能尤为卓越。

航空火箭弹是从航空器上发射的以火箭发动机推进（或增程）的无控或简易控制弹药，主要用于杀伤、压制敌有生力量、破坏工事、攻击集群装甲目标等。航空火箭弹成本低于导弹，根据战斗部的不同可实施杀伤、爆破、破甲、燃烧等军事效能，多用于攻击地面目标，以齐射或连射方式发射多枚弹以增强攻击效果。与航炮相比，航空火箭弹具有威力大、射程远、成本低和高可靠等优点，已成为各国武装直升机对地攻击的标准武器。2015 年发展武装直升机制导航空火箭弹仍是各国陆军精确打击能力建设的重点方向之一。如美国陆军计划采购先进精确杀伤武器系统 II 制导火箭弹；法国研制“螫刺”LG 激光制导火箭弹计划于 2019 年装备“虎”式攻击直升机。中国列装航空火箭弹主要为 90 系列和 130 系列。

反坦克导弹是用于击毁坦克和其他装甲目标的导弹，具有精度高、射程远、威力大、轻便性好等特点。目前世界上比较知名的反坦克导弹主要有美国的“陶氏”、欧洲的“米兰”、俄罗斯的“短号”、以色列的“长钉”以及中国的“红箭”系列等。

反坦克导弹迄今已经历四代产品。早期第一代反坦克导弹采用目视瞄准、导线传输指令并手动控制制导，代表型号如法国 SS-10、前苏联 AT-1 等；第二代产品多采用光学瞄准方式，部分型号以机动车辆为发射平台；第三代产品最大特点是具备“发射后不管”的能力；第四代则采用复合制导方式，实现多目标打击能力。

表 8 反坦克导弹发展历程

发展阶段	特点	代表产品
第一代	目视瞄准、手控制导、导线传输指令	苏联的 AT-1 和 AT-3、法国的 SS-10
第二代	光学跟踪、半自动制导	美国的“陶”、瑞典的“比尔”、俄罗斯的 AT-4
第三代	红外成像、激光、毫米波等制导	美国的“标枪”、俄罗斯的“短号”
第四代	复合制导和多目标打击能力	——

资料来源：境外轻型/便携式反坦克导弹市场分析 苑桂萍等《飞航导弹》2015 年第 3 期，海通证券研究所

我国的反坦克导弹主要是红箭系列，包括第一代反坦克导弹 HJ-73、第二代反坦克导弹 HJ-8、重型反坦克导弹 HJ-9 以及近期研制的 HJ-10 和 HJ-12 反坦克导弹等。导弹的制导方式也由最初的线控制导、红外半自动制导发展到目前的红外成像制导，HJ-12 已实现“发射后不管”的能力，诸如射程、破甲威力等指标也在不断提升。

表 9 我国反坦克导弹类型

导弹代号	射程（米）	静破甲厚度（毫米）	最大飞行速度（米/秒）	弹长（米）	弹径（米）
红箭-73	500 至 3000	150	120	0.84	0.12
红箭-8	100 至 4000	800	200	0.875	0.12
红箭-9	100 至 5000	1100	—	—	0.152
红箭-10	10000	—	230	1.85	—
红箭-12	4000	1100	/	0.98	0.14

资料来源：十年一“箭” 中国红箭 9 反坦克导弹系统 刘向平等 《现代兵器》 2006 年 2 月，海通证券研究所

3. 盈利预测与估值

关键假设

- （1）随着宝石级人造金刚石市场逐步开拓以及原有工业市场的缓慢恢复，超硬材料业务收入和利润率呈现缓慢提升态势，我们假设 2017 年至 2019 年该业务营业收入增速分别为 5%，8%和 10%，毛利率稳定在 25%。
- （2）现代信息化战争对精确打击能力要求逐步提升，智能化弹药代替传统弹药成为必然趋势。中兵红箭作为国内智能弹药领域的领军企业未来将受益于智能弹药的升级列装。我们假设 2017 年至 2019 年该业务营业收入增速分别为 20%，25%和 25%，毛利率稳定在 22%。
- （3）改装汽车与汽车零部件业务销售规模小幅增长，利润率稳定。具体预测结果如下表所示。三项费率保持稳定。

表 10 中兵红箭分业务盈利预测

	2016	2017E	2018E	2019E
超硬材料及其制品				
营业收入（百万元）	1,263.04	1,326.19	1,432.29	1,575.52
YoY(%)	-9.63%	5%	8%	10%
毛利率	23.92%	25%	25%	25%
改装汽车和汽车零部件				
营业收入（百万元）	756.86	794.70	834.44	876.16
YoY(%)	-9.16%	5%	5%	5%
毛利率	17.48%	18%	18%	18%
特种装备				
营业收入（百万元）	1762.37	2114.84	2643.56	3304.44
YoY(%)	3.15%	20 %	25%	25%
毛利率	20.56%	22%	22%	22%

资料来源：中兵红箭 2016 年年报，海通证券研究所

我们预计中兵红箭 2017 年至 2019 年实现归母净利润为 2.75 亿元、3.01 亿元和 3.53 亿元，对应的 EPS 分别为 0.20 元/股、0.21 元/股和 0.25 元/股。基于中兵红箭在智能弹药领域的市场地位以及我国未来弹药智能化升级列装的前景，结合可比公司估值情况，我们给予中兵红箭 2017 年 PE 估值为 70 倍，对应目标价 14.00 元，维持“增持”评级。

表 11 中兵红箭可比公司估值情况

证券代码	证券简称	股价（元）	市值（亿元）	2017 年 PE（倍）
002414.SZ	高德红外	17.41	108.68	74
002338.SZ	奥普光电	34.06	40.87	66
002268.SZ	卫士通	28.33	148.44	72
	平均值			71

资料来源：wind，股价取 2017 年 05 月 26 日收盘价，2017 年 PE 估值取 wind 一致预期；海通证券研究所

4. 风险提示

- （1）重组后中兵红箭各项业务整合风险；
- （2）超硬材料下游市场持续低迷；
- （3）军品订单波动。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标（元）					营业总收入	3782.26	4235.74	4910.28	5756.12
每股收益	0.10	0.20	0.21	0.25	营业成本	2985.41	3282.62	3806.10	4461.80
每股净资产	5.25	5.46	5.70	5.97	毛利率%	21.07%	22.50%	22.49%	22.49%
每股经营现金流	0.11	0.26	0.51	0.46	营业税金及附加	20.74	22.22	26.18	30.67
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	0.55%	0.52%	0.53%	0.53%
价值评估（倍）					营业费用	92.65	97.42	117.85	144.83
P/E	125.21	62.78	57.17	48.84	营业费用率%	2.45%	2.30%	2.40%	2.52%
P/B	2.34	2.25	2.16	2.06	管理费用	480.85	505.14	601.37	704.96
P/S	4.56	4.07	3.51	2.99	管理费用率%	12.71%	11.93%	12.25%	12.25%
EV/EBITDA	23.76	19.00	16.65	14.77	EBIT	202.61	328.34	358.79	413.86
股息率（%）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	14.64	4.06	4.75	-1.16
盈利能力指标（%）					财务费用率%	0.39%	0.10%	0.10%	-0.02%
毛利率	21.07%	22.50%	22.49%	22.49%	资产减值损失	63.41	23.47	27.42	28.75
净利率	3.63%	6.47%	6.13%	6.12%	投资收益	2.71	0.71	3.49	2.43
净资产收益率	1.87%	3.58%	3.77%	4.21%	营业利润	125.46	301.51	330.10	388.70
资产回报率	1.34%	2.74%	2.83%	3.09%	营业外收支	32.35	22.91	24.72	25.39
投资回报率	3.36%	5.16%	5.95%	7.10%	利润总额	157.81	324.43	354.82	414.10
盈利增长（%）					EBITDA	638.36	789.84	865.91	939.32
营业收入增长率	144.31%	11.99%	15.93%	17.23%	所得税	20.70	50.31	53.89	61.90
EBIT 增长率	-35.97%	62.05%	9.27%	15.35%	有效所得税率%	13.12%	15.51%	15.19%	14.95%
净利润增长率	-44.93%	99.92%	9.78%	17.04%	少数股东损益	-0.54	-0.40	-0.52	-0.71
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	137.65	274.52	301.45	352.90
资产负债率	28.2%	23.5%	25.0%	26.7%	扣除非经常性损益净利润	109.00	254.76	279.96	330.60
流动比率	2.38	3.01	3.04	3.06	资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
速动比率	1.56	2.08	2.11	2.09	货币资金	2746.12	3106.42	3698.29	4238.76
现金比率	4.05	3.54	4.21	4.83	应收款项	1021.42	1041.62	1224.98	1395.89
经营效率指标					存货	2011.99	1888.63	2137.68	2542.06
应收帐款周转天数	78.40	89.76	91.06	88.51	其它流动资产	42.72	42.72	42.72	42.72
存货周转天数	212.73	210.00	205.00	207.95	流动资产合计	6527.61	6622.70	7651.31	8835.13
总资产周转率	0.49	0.42	0.47	0.52	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产周转率	1.74	1.80	2.49	3.67	固定资产	2539.48	2629.48	2719.48	2799.48
					在建工程	376.97	386.97	396.97	406.97
					无形资产	587.08	617.08	609.94	594.41
					非流动资产合计	3738.89	3403.16	3016.04	2590.58
现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E	资产总计	10266.50	10025.86	10667.35	11425.70
净利润	137.11	274.12	300.93	352.19	短期借款	633.00	833.00	833.00	833.00
折旧摊销	435.75	461.51	507.12	525.46	应付账款	620.41	619.16	711.46	811.25
营运资金变动	-497.98	-403.76	-123.62	-265.93	预收账款	172.92	124.61	158.61	193.27
经营活动现金流	157.20	363.23	719.47	648.47	其它流动负债	4.29	4.29	4.29	4.29
固定资产投资	0.00	-90.00	-90.00	-80.00	流动负债合计	2738.86	2200.62	2513.76	2891.17
无形资产投资	0.00	-30.00	-20.00	-10.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	277.18	102.87	95.28	74.61	其它长期负债	157.70	157.70	157.70	157.70
投资活动现金流	-91.10	-102.16	-91.79	-72.18	非流动负债合计	157.70	157.70	157.70	157.70
债务变化	-67.00	200.00	0.00	0.00	负债总计	2896.56	2358.32	2671.46	3048.87
股票发行	2004.06	0.00	0.00	0.00	实收资本	1403.46	1403.46	1403.46	1403.46
融资活动现金流	1871.70	99.23	-35.82	-35.82	普通股股东权益	7366.00	7663.99	7992.86	8374.52
现金净流量	1937.80	360.31	591.86	540.47	少数股东权益	3.95	3.55	3.03	2.32
公司自由现金流	-342.41	228.64	595.23	540.27	负债和所有者权益合计	10266.50	10025.86	10667.35	11425.70
股权自由现金流	-381.32	398.70	561.48	510.01					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 25 日；2015 年数据未经追溯调整

资料来源：公司年报（2016），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

徐志国 军工行业
刘磊 军工行业
蒋俊 军工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国卫星,钢构工程,大立科技,北方创业,全信股份,宏大爆破,航天机电,中航光电,四创电子,达刚路机,航新科技,中航动力,江南红箭,光电股份,鼎立股份,尤洛卡,高德红外,晨曦航空,中航电测,久之洋,通光线缆,亿利达,鹏起科技,康拓红外,航天晨光,银河电子,航天电器,中航飞机,航天长峰,卫士通

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	类别	评级	说明
	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
		增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长
(021)23219422 kljiang@htsec.com

邓 勇 所长助理
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟 奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
联系人
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
联系人
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
史霄安 sxal1398@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenya@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
薛 涵 xh11528@htsec.com
联系人
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com
联系人
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳 (021) 23154149 dj11195@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
联系人
申 浩(021)23154117 sh10156@htsec.com
郑英亮(021)23154147 zyl10427@htsec.com
李 影 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
唐一杰 021-23219406 tyj11545@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
刘 娜(021)23219608 liuy4986@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
联系人
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com
殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙 建(021)23154170 sj10968@htsec.com
联系人
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
刘 浩 01056760098 lh11328@htsec.com

汽车行业

邓 学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
联系人
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com
王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威 0755-82900463 dw11213@htsec.com

公用事业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
联系人
赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
王 晴(021)23154116 wq10458@htsec.com
李宏科 (021) 23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史 岳 (021) 23154135 sy11542@htsec.com

互联网及传媒

钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com
联系人
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
唐 宇 ty11049@htsec.com
刘 欣(010)58067933 lx11011@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
杨 娜(021)23154135 yn10377@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com
联系人
金 晶 jj10777@htsec.com
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业

陈 平(021)23219646 cp9808@htsec.com
 联系人
 谢 磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
 张天闻 ztw11086@htsec.com
 尹 苓(021)23154119 yl11569@htsec.com

煤炭行业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
 联系人
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com

电力设备及新能源行业

房 青(021)23219692 fangq@htsec.com
 徐柏乔(021)32319171 x bq6583@htsec.com
 杨 帅(010)58067929 ys8979@htsec.com
 联系人
 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
 张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 刘 强(021)23219733 lq10643@htsec.com
 联系人
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com
 联系人
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 鲁 立 ll11383@htsec.com
 洪 琳 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 联系人
 庄 宇(010)50949926 zy11202@htsec.com
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com

非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
 联系人
 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com
 张 杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 联系人
 童 宇(021)23154181 ty10949@htsec.com

纺织服装行业

于旭辉(021)23219411 yxh10802@htsec.com
 唐 苓(021)23212208 tl9709@htsec.com
 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 联系人
 马 榕 23219431 mr11128@htsec.com

建筑建材行业

邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com
 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com
 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
 联系人
 周 俊 0755-23963686 zj11521@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
 耿 耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com
 联系人
 杨 震(021)23154124 yz10334@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 联系人
 刘 璇(021)23219197 lx11212@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟 dsw11227@htsec.com
 联系人
 毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
 陈 阳(010)50949923 cy10867@htsec.com
 联系人
 关 慧(021)23219448 gh10375@htsec.com
 夏 越(021)23212041 xy11043@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 孔梦遥(010)58067998 kmy10519@htsec.com
 成 珊(021)23212207 cs9703@htsec.com

军工行业

徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com
 刘 磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
 蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
 联系人
 张恒晖(010)68067998 zhx10170@htsec.com
 张宇轩 zyx11631@htsec.com

银行行业

林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com
 联系人
 林瑾璐 ljl11126@htsec.com
 谭敏沂 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com
 联系人
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
 顾熹阁 gxm11214@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 联系人
 李 阳 ly11194@htsec.com
 朱默辰 zmc11316@htsec.com

造纸轻工行业

曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
 联系人
 朱 悦(021)23154173 zy11048@htsec.com
 赵 洋 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
蒋炯 jj10873@htsec.com
方烨晨(021)232154220 fyc10312@htsec.com
李唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
慈晓聪 021-23219989 cxc11643@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
陆铂锡 lbx11184@htsec.com
吴尹 wy11291@htsec.com
陈铮茹 czr11538@htsec.com
张明 zm11248@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com