

公司点评
长城军工 (601606)
国防军工 | 地面兵装
兵器装备集团即将入主，公司业绩有望改善

2021年11月22日

评级 **谨慎推荐**

评级变动 首次

合理区间 **13.60-15.20 元**
交易数据

当前价格(元)	13.37
52周价格区间(元)	12.85-14.81
总市值(百万)	9682.93
流通市值(百万)	9682.93
总股本(万股)	72422.84
流通股(万股)	72422.84

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
长城军工	-0.89	-2.27	-8.42
地面兵装	6.42	5.15	2.81

何晨
分析师

 执业证书编号: S0530513080001
 hechen@cfzq.com

0731-84779574

张看
研究助理

zhangkan@cfzq.com

相关报告

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	1498.76	1585.94	1633.52	1764.20	1940.62
净利润(百万元)	100.43	117.33	80.28	115.67	146.88
每股收益(元)	0.14	0.16	0.11	0.16	0.20
每股净资产(元)	3.19	3.32	3.40	3.51	3.65
P/E	96.42	82.53	120.62	83.71	65.92
P/B	4.19	4.03	3.94	3.81	3.66

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- 事件:** 11月19日, 公司公告: 安徽省国资委拟将持有的安徽军工集团51%股权无偿划转给兵器装备集团, 兵器装备集团将成为公司控股股东安徽军工集团的控股股东, 公司实际控制人将由安徽省人民政府国有资产监督管理委员会变更为国务院国有资产监督管理委员会。
- 公司与兵器装备集团协同发展, 未来业务有望进一步开拓。** 长城军工是全国首家以军品弹药武器装备为主营业务的上市公司, 军品业务2020年营收占比70.46%。公司历史悠久, 四家军品子公司(神剑科技、方圆机电、东风机电和红星机电)的前身均可追溯至上世纪60年代的三线军品工厂, 公司迫击炮弹技术处于国内领先地位, 并掌握单兵火箭的核心技术, 是我国中小口径火箭武器重要的研发生产企业, 同时公司还有部分预应力锚具等民品业务。中国兵器装备集团是特大型中央企业集团, 已形成了末端防御、轻武器、机动突击、先进弹药、信息光电、反恐处突等装备体系, 装备广泛服务于我国陆、海、空、火箭军及公安、武警等国家所有武装力量。公司与兵器装备集团在业务领域上存在互补与协同关系, 本次实控人变更有利于双方在优势业务领域的协同整合并提高资源利用效率。公司可以借力央企军工的资源、平台、技术等方面优势加速高质量发展, 不断拓宽上市公司业务发展, 增厚公司业绩, 提升公司经营效率和收益。
- 公司行业地位有望提升, 业绩有望改善。** 公司2019年、2020年、2021年前三季度的营收与增速分别为14.99亿元(同比+4.77%)、15.86亿元(同比+5.82%)、7.27亿元(同比+2.58%); 归母净利润与增速分别为1.00亿元(同比+2.48%)、1.17亿元(同比+16.83%)、-0.26亿元(同比-2028.91%)。公司曾在2021年半年报中表示, 今年上半年营业收入下降的主要原因是受到军品配套件供应延迟以及部分军品订单尚未落实的影响; 盈利下降则是受主营收入减少以及原材料涨价等诸多因素的影响。我们认为在公司实控人变更后, 公司将受益于兵器装备集团的资源禀赋, 在供应链时效性与订单落实方面将有较大改善, 公司的行业地位也将得到一定提升, 看好公司未来发展。
- 盈利预测:** 预计2021~2023年公司归母净利润分别为0.80亿元、1.16亿元、1.47亿元, EPS分别为0.11元、0.16元和0.20元。考虑到练兵

备战将加速武器弹药的消耗，公司作为我国中小口径武器弹药的重要生产基地，在实控人变更后业绩有望得到改善。给予公司 2022 年 85~95 倍 PE 估值，对应价格区间 13.60~15.20 元，首次覆盖，给予公司“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**产品研发交付不及预期、上游成本增加、下游需求放缓。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	749.80	622.66	894.47	1223.57	1557.62	营业收入	1498.76	1585.94	1633.52	1764.20	1940.62
应收票据及账款	731.08	1045.73	948.54	1024.42	1126.87	营业成本	1101.32	1158.27	1225.14	1305.51	1416.66
预付账款	23.55	29.85	27.60	29.81	32.79	营业税金及附加	3.83	4.14	4.17	4.51	4.96
其他应收款	27.39	25.30	28.55	30.83	33.91	销售费用	39.60	39.20	42.87	46.30	50.93
存货	508.17	487.03	557.59	594.16	644.75	管理费用	174.86	163.17	179.69	185.24	199.88
其他流动资产	104.75	33.16	33.59	33.85	34.20	研发费用	90.80	86.09	94.74	102.32	112.56
流动资产总计	2144.74	2243.72	2490.33	2936.65	3430.14	财务费用	7.84	0.87	5.44	-1.92	-3.08
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-5.20	-1.17	-3.61	-3.90	-4.29
固定资产	983.44	945.32	890.88	752.82	609.66	信用减值损失	-6.29	-23.04	-10.20	-11.01	-12.11
在建工程	189.45	195.22	162.68	130.14	97.61	其他经营损益	-0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	234.33	251.62	209.69	167.75	125.81	投资收益	4.03	4.08	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.07	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	102.25	153.05	139.28	125.51	111.75	资产处置收益	0.13	0.22	-0.08	-0.08	-0.08
非流动资产合计	1509.46	1545.21	1402.53	1176.23	944.83	其他收益	38.61	20.31	24.75	24.75	24.75
资产总计	3654.20	3788.93	3892.86	4112.88	4374.97	营业利润	111.78	134.68	92.32	131.99	166.98
短期借款	270.00	290.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	1.45	0.33	1.66	1.66	1.66
应付票据及账款	581.05	534.01	591.96	630.79	684.50	营业外支出	2.07	1.71	3.99	3.99	3.99
其他流动负债	84.41	109.25	389.14	489.52	595.28	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	935.46	933.25	981.10	1120.31	1279.78	利润总额	111.16	133.31	89.99	129.66	164.64
长期借款	57.14	44.18	44.18	44.18	44.18	所得税	9.80	15.13	9.40	13.54	17.20
其他非流动负债	333.43	390.76	390.76	390.76	390.76	净利润	101.36	118.17	80.59	116.11	147.45
非流动负债合计	390.56	434.94	434.94	434.94	434.94	少数股东损益	0.93	0.84	0.31	0.45	0.57
负债合计	1326.02	1368.19	1416.04	1555.25	1714.72	归母净利润	100.43	117.33	80.28	115.67	146.88
股本	724.23	724.23	724.23	724.23	724.23	EBITDA	198.57	218.87	316.63	354.04	392.97
资本公积	665.02	664.94	664.94	664.94	664.94	NOPLAT	109.00	120.02	87.87	116.81	147.10
留存收益	921.58	1015.47	1071.24	1151.60	1253.65	EPS(元)	0.14	0.16	0.11	0.16	0.20
归属母公司权益	2310.82	2404.64	2460.41	2540.77	2642.81	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	17.36	16.10	16.41	16.86	17.43	成长能力					
股东权益合计	2328.18	2420.74	2476.82	2557.63	2660.24	营收增长率	4.77%	5.82%	3.00%	8.00%	10.00%
负债和股东权益合计	3654.20	3788.93	3892.86	4112.88	4374.97	营业利润增长率			-31.45%		
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EBIT 增长率	-4.56%	12.76%	-28.88%	33.86%	26.48%
税后经营利润	101.36	118.17	60.58	96.11	127.44	EBITDA 增长率	-2.29%	10.23%	44.67%	11.81%	10.99%
折旧与摊销	79.57	84.69	221.20	226.30	231.40	归母净利润增长率	2.48%	16.83%	-31.58%	44.08%	26.99%
财务费用	7.84	0.87	5.44	-1.92	-3.08	经营现金流增长率	120.49%	-414.44%	119.14%	-89.87%	3.74%
投资损失	-4.03	-4.08	0.00	0.00	0.00	盈利能力					
营运资金变动	197.97	-338.60	363.05	22.00	0.03	毛利率	26.52%	26.97%	25.00%	26.00%	27.00%
其他经营现金流	8.64	14.48	0.00	0.00	-0.00	净利率	6.76%	7.45%	4.93%	6.58%	7.60%
经营性现金净流量	391.36	-124.46	650.28	342.49	355.79	营业利润率	7.46%	8.49%	5.65%	7.48%	8.60%
资本支出	174.82	42.96	78.53	0.00	0.00	ROE	4.35%	4.88%	3.26%	4.55%	5.56%
长期投资	0.00	-1.99	0.00	0.00	0.00	ROA	2.75%	3.10%	2.06%	2.81%	3.36%
其他投资现金流	-394.10	-9.48	-137.06	20.00	20.00	ROIC	4.94%	5.71%	3.63%	6.07%	8.65%
投资性现金净流量	-219.28	31.49	-58.53	20.00	20.00	估值倍数					
短期借款	-104.50	20.00	-290.00	0.00	0.00	P/E	96.42	82.53	120.62	83.71	65.92
长期借款	16.18	-12.95	0.00	0.00	0.00	P/S	6.46	6.11	5.93	5.49	4.99
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	4.19	4.03	3.94	3.81	3.66
资本公积增加	24.46	-0.08	0.00	0.00	0.00	股息率	0.31%	0.37%	0.25%	0.36%	0.46%
其他筹资现金流	-82.04	-33.52	-29.95	-33.39	-41.75	EV/EBIT	79.63	72.27	95.83	69.23	52.89
筹资性现金净流量	-145.90	-26.55	-319.95	-33.39	-41.75	EV/EBITDA	47.72	44.31	28.88	24.98	21.74
现金流量净额	26.18	-119.52	271.81	329.11	334.04	EV/NOPLAT	86.93	80.79	104.08	75.71	58.09

资料来源: iFinD, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438