

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: 010-59562536

邮箱: wangjj@avicsec.com

长城军工 (601606) 2021 年年报点评: 军工央企即将入主, 弹药赛道高增长预期公司

行业分类: 国防军工

2022 年 04 月 16 日

公司投资评级	买入
当前股价(2022.04.14)	11.03 元
目标价格	15.60 元

基础数据 (2022.04.14)

上证指数	3,225.64
总股本 (亿股)	7.24
流通 A 股 (亿股)	7.24
资产负债率 (2021) %	38.93
ROE (2021) %	5.50
PE (TTM)	58.53
PB (LF)	3.12

近一年公司与沪深 300、国防军工走势对比图



资料来源: iFind, 中航证券研究所

➤ **事件:** 公司披露 2021 年年报, 报告期内公司实现营业收入 16.96 亿元 (+6.96%), 归母净利润 1.36 亿元 (+16.32%), 扣非后净利润 0.52 亿元 (-46.05%), 基本每股收益 0.19 元, 毛利率 23.78 (-3.19pcts), 净利率 8.05% (+0.60pcts)。

➤ **投资要点:**

● **2021 年报告期内公司收入规模稳定增长, 持续加大新产品研发投入, 满足客户需求**

报告期内, 公司实现营业收入 16.96 亿元 (+6.96%), 归母净利润 1.36 亿元 (+16.32%), 主要系报告期内公司红星机电火工区土地收储形成的资产处置收益 6719 万元所致; 扣非后净利润 0.52 亿元 (-46.05%), 下降主要原因为:

1) 受大宗原材料涨价影响和军品产品结构变化, 公司整体毛利率 (23.78%, -3.19pcts) 有所下降;

2) 受到职工社保金减免政策取消, 同时人工成本费用同比增加影响, 公司管理费用率 (10.89%, +0.60pcts) 有所提升;

费用方面, 报告期内, 公司三费费用率 (12.43%, -0.38pcts), 延续了近年来的持续下降趋势。其中, 销售费用率 (1.44%, -1.03pcts) 显著下降, 体现出公司营销效率提升明显。另外, 研发费用率 (5.91%, +0.48pcts) 显著提升, 主要系公司为增强创新能力, 满足客户需求, 持续加大新产品研发投入。报告期内, 公司承担军民品科研项目 118 项, 新增科研项目 43 项, 通过设计定型或技术鉴定项目 16 项, 公司申请专利 35 项, 获授权专利 13 项, 其中获授权发明专利 8 项。

其他财务数据方面, 报告期末, 公司存货 (6.46 亿元, +27.01%) 快速增长, 主要系原材料 (2.38 亿元, +59.08%)、在产品 (2.15 亿元, +29.28%) 增长迅速, 体现出公司正处于积极备货阶段, 看好产品交付速度未来有望提升。合同负债 (0.61 亿元, +259.69%) 大幅提升, 主要系公司预收货款增加所致, 反映出公司在手业务订单较多。另外, 公司经营活动产生的现金流量净额同比增长 162.86%, 主要原因是公司收到前期销售回款以及应付部分配套件款暂未支付导致, 综合来看, 我们认为公司当前处于业绩发力开端, 看好未来公司军品业务量继续提升。

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

- 公司军品弹药业务具备高成长性，公司加大研发力度，顺应我军弹药领域技术发展趋势
 公司主营业务分为军品业务与民品业务两部分，以军品业务为主，致力于发展军民融合产业。

①军品业务

公司主要产品为迫击炮弹系列、光电对抗系列、单兵火箭系列、反坦克导弹系列、引信系列、子弹药系列、火工品系列等。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。

图表 1：公司军品主要子公司

子公司全称	持股比例	产品	2021 年营业收入 (万元)	2021 年净利润 (万元)
神剑科技	97.56%	迫击炮弹等	47666.68 (-1.02%)	546.36 (-82.31%)
方圆机电	100%	单兵火箭，中小口径火箭武器等	29494.69 (+3.89%)	2408.33 (+4.11%)
东风机电	100%	引信、子弹药等	45453.42 (+26.59%)	3109.47 (+11.99%)
红星机电	100%	火工品等	23665.71 (-56.62%)	6658.37 (+47.44%)

来源：公司公告、中航证券研究所

报告期内，公司实现军品收入 11.62 亿元(+8.83%)，占总营收 72.69%，毛利率(27.08%，-2.64pcts)有所下降，主要系受产品结构不同以及原材料涨价影响；新产品受竞价采购和工艺熟练程度影响，毛利率相对较低所致。具体来看，公司各项产品收入均实现提升，**特别是子弹、引信系列板块实现收入 3.64 亿(+42.58%)提升幅度显著。**

目前公司现有或在研产品已全面覆盖了海、陆、空、火箭军诸军兵种，已逐步实现由传统弹药向高效毁伤、远程压制、精确打击弹药的跨越，单一弹药系统向武器系统的跨越，陆军弹药装备向海、空和火箭军诸军兵种弹药装备的跨越。

报告期内，公司通过应用增程技术、减阻技术和复合材料技术增加弹药射程，如公司研制的 950 远程弹药射程增加近一倍；首个信息化弹药 D064 产品取得批量订货，D109B 产品完成设计定型并取得批量订货；某型反坦克导弹当年定型、当年取得批量订货、当年完成产品交付。省国资委“尖 20”清单项目按计划实施，其中，智能巡飞项目通过了试验验证，取得阶段性技术攻关成果；2400Mpa 超高强度锚具项目已通过省级新产品鉴定。公司 D108B 产品研发及产业化项目入围省国资委“尖 30”项目清单。通过应用各种探测和制导控制技术和信息化技术提高弹药的精确打击能力，如公司已通过设计定型并批量生产的 D064 产品和其他在研的精确打击弹药均能够实现精确打击目标。通过使用新型弹体材料和新型高能炸药，研究最佳的装填结构和装填配比，增强弹药的毁伤能力，如公司研制的 D053C 破片弹药通过使用高能炸药，提高爆破威力，通过装填预制破片环，形成钨、钢和自然破片，大大提高了杀伤和穿甲效能。通过扩展应用平台、通用化和多用途化，使弹药的使用更加简便，后勤保障更加方便，从而保障弹药的机动作战能力。

我们认为，训练、演习的频率和强度不断加大将使弹药消耗大幅提升。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。以 2021 年 8 月中俄联合开展的“西部·联合-2021”演习为例，演习期间的 45 分钟内演习部队投射弹药 265 吨、火力密度平均每分钟 228 发、火力峰值最高每分钟 364 发，**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民品业务

公司的民品业务主要为预应力锚具业务，该产品主要集中在桥梁领域，客户主要集中在央企建筑类企业。产品包括预应力锚固系列、高铁和城市轨道减振器等零部件（铸件）、汽车空调压缩机等汽车零部件

系列、塑料包装件系列等产品的研发、生产和销售。

报告期内，公司实现民品收入 4.37 亿元（-2.47%），占总营收 27.31%，毛利率（5.63%，-10.50pts）有所下降，主要是受到钢材等大宗物资涨价影响，原材料成本大幅上升所致。公司孙公司金星预应力积极参与市场竞争，承接的合同项目遍布全 30 多个省、直辖市和自治区，与中国中铁股份有限公司和中国铁建股份有限公司等国内大型工程建设单位建立了良好的合作关系，积累了较好的客户资源，抗风险能力较强。其产品在雄安新区建设、京沪高铁、兰新铁路、沪昆铁路、北京大兴机场、港珠澳大桥等多个国家重点工程中应用，具有较强的综合实力。“十四五”期间，公司将力争在预应力细分领域进一步巩固和提升行业地位和品牌形象，进一步把握城市轨道交通发展机遇，利用军转民球铁铸件基体技术，从新材料、新工艺等方面探索新路径，开发新型轨道交通减振装备，进一步做大做强轨道交通产品业务。

由公司的财务数据和经营情况可以看出，公司 2021 年收入利润均实现了稳步提升，同时公司持续加大研发力度，紧盯军队转型发展需要，聚力高新技术武器装备研发，加强产品效能。**我们判断，在军用产品所处的弹药及弹药信息化赛道“十四五”有望维持高景气度下，公司的军品仍将是“十四五”期间收入的主要来源，也将是业绩增长的主要驱动力。**

● 军工央企兵器装备集团与安徽军工签订战略合作，公司未来业务有望进一步协同拓展

2021 年 11 月 19 日，公司公告披露安徽省国资委与中国兵器装备集团签订战略合作，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长城军工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。

实施完成后，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国资委变更为国务院国有资产监督管理委员会。中国兵器装备集团是国防科技工业的核心力量，产品主要覆盖单兵班组、末端防御、突击压制、先进弹药等多个领域，装备我国陆、海、空、火箭军及公安、武警等国家所有武装力量。战略合作后，兵器装备集团将安徽军工集团作为重要子企业，发展纳入总体规划，强化兵器装备集团装备体系牵引，将加大各种资源在安徽军工集团的配置力度，将安徽军工集团建设成为以火炮及弹药为体系化的军品研发创新基地和生产制造基地，以汽车关键零部件等为重点的民品研发生产基地，通过五年左右的努力，着力将安徽军工集团打造为百亿级军工集团。

安徽军工集团 2020 年实现营业收入 17.12 亿元，净利润 0.92 亿元，其中公司分别贡献 92.65% 和 127.28%，因此我们认为，公司作为安徽军工集团旗下主要军品生产企业，**公司将充分受益于十大军工央企之一兵器装备集团与地方国企安徽军工集团的战略合作，基于产业资源协同增强军工装备体系化和军民融合能力建设，进一步提升公司综合核心竞争力和盈利能力，进而成为安徽军工集团迈向百亿军工集团过程中业绩主要贡献来源。**

我们认为，公司作为安徽军工集团旗下主要军品生产企业，有望通过本次战略合作，增强军工装备体系化和军民融合能力建设，进一步提升公司综合核心竞争力和盈利能力。

● 公司筹备非公开发行，提升整体研发能力，增强新产品技术储备

公司于 2021 年 12 月发布非公开发行预案，向包括公司控股股东安徽军工集团在内的不超过 35 名（含 35 名）的特定投资者预计募集资金总额（含发行费用）不超过 6.93 亿元，其中安徽军工集团承诺以现金方式参与本次发行认购，认购资金总额不超过 0.55 亿元。

定增助力主业发展和研发投入。本次募投项目将完善研发生产条件及相关设备设施，为公司升级原有军品产品，持续研发更新换代系列设备，满足后续军品研制生产需求，做优做强做大主业，**我们认为，本次募投项目将进一步提升公司研发生产能力，为公司创造新的盈利增长点，提升公司的营收和盈利水平。**
 图表 2：公司本次非公开发行募集资金投向项目（单位：万元）

序号	项目名称	实施主体	项目建设期	预计总投资金额	募集资金拟投入金额
----	------	------	-------	---------	-----------

1	高能制导弹药生产能力建设项目	神剑科技	2 年	13,963.00	13,963.00
2	低成本自寻的火箭生产能力建设项目	方圆机电	2 年	11,602.00	11,602.00
3	新型火工品生产能力建设项目	红星机电	2 年	14,210.00	14,210.00
4	新型航空子弹药科研生产能力建设项目	东风机电	2 年	14,020.00	14,020.00
5	无人智能飞行器研制项目	长城军工研究院	3 年	6,554.00	6,554.00
6	超高强度预应力锚固体系研发条件建设项目	金星预应力	2 年	3,500.00	3,500.00
7	偿还国拨资金专项应付款	长城军工	--	5,500.00	5,500.00
合计				69,349.00	69,349.00

来源：公司公告、中航证券研究所

➤ 投资建议

1) 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；

2) 军品外贸市场空间较大，公司产品在国际市场上具有综合指标优异、效费比高、质量优异等竞争优势，有望为公司带来业绩增长第二曲线；

3) 军工央企集团有望成为公司大股东，业务协同性高，或将提升公司订单，增厚公司业绩。

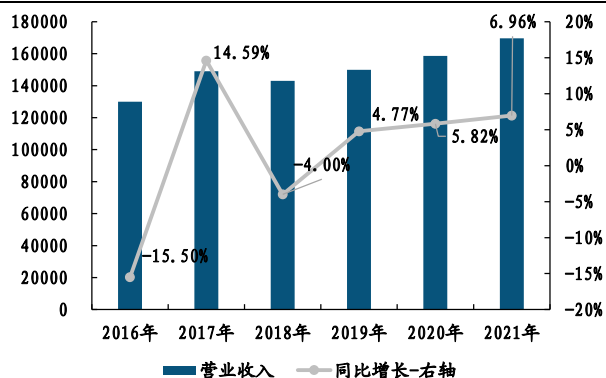
基于以上观点，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 22.42 亿元、30.33 亿元和 41.18 亿元，归母净利润分别为 1.78 亿元、2.26 亿元和 2.71 亿元，EPS 分别为 0.25 元、0.31 元、0.37 元。我们给予“买入”评级，目标价 15.60 元，对应 2022-2024 年预测收益的 62 倍、50 倍及 42 倍 PE。

➤ 风险提示：军品交付不及预期、收入季节性波动、宏观经济发展不及预期

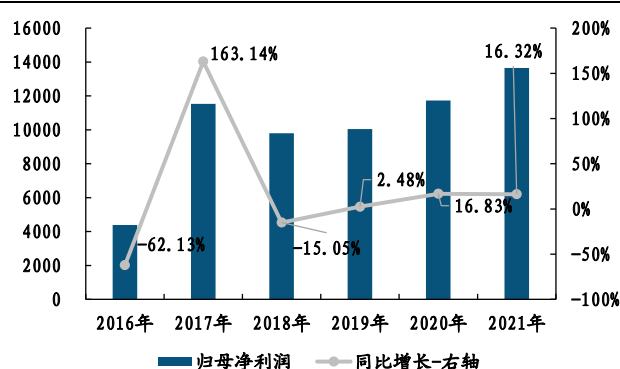
➤ 盈利预测：

单位: 百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1585.94	1696.26	2241.78	3032.91	4118.08
增长率 (%)	5.82%	6.96%	32.16%	35.29%	35.78%
归属母公司股东净利润	117.33	136.48	177.75	226.40	271.20
增长率 (%)	16.83%	16.32%	30.24%	27.37%	19.79%
每股收益 (EPS) 元	0.16	0.19	0.25	0.31	0.37

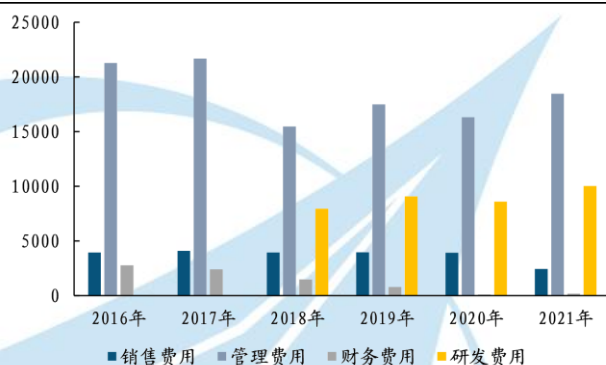
数据来源：iFind，中航证券研究所

◆ 2016-2021 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：万元；%）


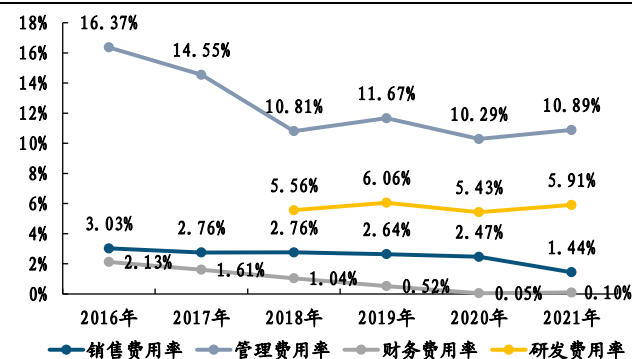
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图 2：公司年报归母净利润及增速（单位：万元；%）


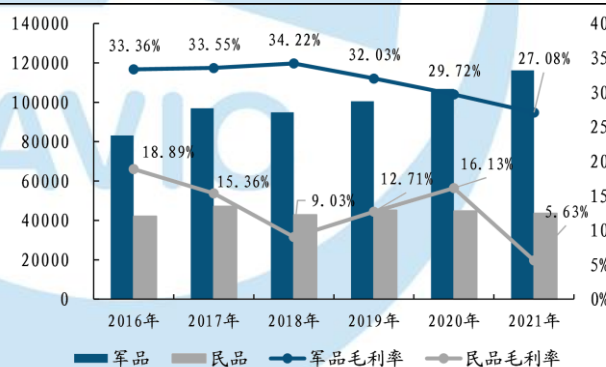
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图 3：公司年报费用情况（单位：万元）


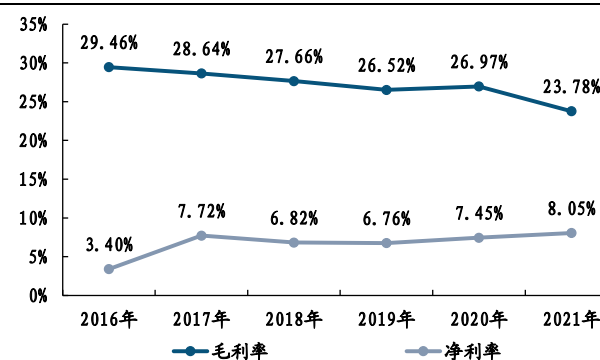
资料来源：IFIND，中航证券研究所

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及毛利率情况（单位：万元；%）


资料来源：IFIND，中航证券研究所

图 6：公司毛利率和净利率情况（单位：%）


资料来源：IFIND，中航证券研究所

◆ 盈利预测

利润表	2020	2021	2022E	2023E	2024E	资产负债表	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1585.94	1696.26	2241.78	3032.91	4118.08	货币资金	622.66	631.52	1072.83	1213.16	1647.23
营业成本	1158.27	1292.96	1661.38	2217.66	3006.61	应收票据及账款	1045.73	1287.95	1424.61	1927.36	2616.97
税金及附加	4.14	4.88	6.01	8.13	11.04	预付账款	29.85	40.86	43.81	59.27	80.47
销售费用	39.20	24.47	37.21	45.49	65.89	其他应收款	25.30	21.18	34.90	47.22	64.12
管理费用	163.17	184.71	228.66	321.49	450.86	存货	487.03	617.39	752.83	1004.89	1362.39
研发费用	86.09	100.23	134.51	200.17	255.32	其他流动资产	33.16	4.93	5.20	6.92	9.27
财务费用	0.87	1.75	3.19	3.82	25.92	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-1.17	-9.37	-7.28	-9.84	-13.37	固定资产	945.32	1145.78	1020.19	968.92	1144.96
信用减值损失	-23.04	-28.62	-26.60	-35.99	-48.87	在建工程	195.22	23.59	139.66	175.73	11.80
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	251.62	227.29	189.41	151.52	113.64
投资收益	4.08	1.32	3.14	3.14	3.14	长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.07	0.08	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	153.05	216.58	200.62	184.66	168.70
资产处置收益	0.22	68.89	23.08	23.08	23.08	资产总计	3788.93	4217.07	4884.07	5739.65	7219.55
其他收益	20.31	25.75	28.22	28.22	28.22	短期借款	290.00	228.24	0.00	319.59	1076.45
营业利润	134.68	145.32	191.38	244.75	294.66	应付票据及账款	534.01	826.48	901.49	1203.34	1631.43
营业外收入	0.33	0.81	0.86	0.86	0.86	其他流动负债	109.25	182.20	173.13	232.25	315.02
营业外支出	1.71	4.78	2.85	2.85	2.85	流动负债合计	933.25	1236.92	1074.62	1755.18	3022.91
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	44.18	28.56	21.45	14.45	8.57
利润总额	133.31	141.35	189.39	242.76	292.67	其他非流动负债	390.76	376.13	376.13	376.13	376.13
所得税	15.13	4.73	10.61	15.05	19.90	非流动负债合计	434.94	404.69	397.58	390.58	384.70
净利润	118.17	136.61	178.78	227.71	272.77	负债合计	1368.19	1641.61	1472.20	2145.76	3407.61
少数股东损益	0.84	0.13	1.03	1.31	1.57	股本	724.23	724.23	724.23	836.00	836.00
归属母公司股东净利润	117.33	136.48	177.75	226.40	271.20	资本公积	664.94	717.34	1410.83	1298.83	1298.83
现金流量表	2020	2021	2022E	2023E	2024E	留存收益	1015.47	1117.84	1259.73	1440.45	1656.93
经营性现金净流量	-101.42	63.75	178.95	54.27	41.07	归属母公司权益	2404.64	2559.41	3394.79	3575.28	3791.76
投资性现金净流量	31.49	26.47	-156.71	-177.03	-277.34	少数股东权益	16.10	16.05	17.08	18.39	19.96
筹资性现金净流量	-26.55	-91.91	419.08	263.09	670.34	股东权益合计	2420.74	2575.46	3411.87	3593.67	3811.72
现金流量净额	-96.48	-1.69	441.31	140.33	434.07	负债和股东权益合计	3788.93	4217.07	4884.07	5739.42	7219.32

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。