

2022年04月10日

国泰集团 (603977.SH)

21年扣非净利增长30%，“民爆+军工”发展可期

■事件：4月9日，公司发布2021年年报，实现营业收入19.88亿元，同比增长13.29%；归母净利润2.40亿元，同比增长25.01%；扣非归母净利润2.23亿元，同比增长30.03%。

■2021年销售净利率稳步增长，期间费用率持续改善。2021年公司销售净利率为14.06%，同比增加1.09pct，主要得益于公司治理水平不断提高，期间费用率较去年改善0.83pct。2021年公司期间费用率为21.32%，其中管理费用率15.95%，同比减少0.67pct；财务费用率为1.44%，同比减少0.23pct。公司管理费用、财务费用比例下降，表明公司管理水平持续提高，财务状况有所改善。

■经营性现金流不断提升，研发费用持续增加。2021年公司经营活动产生的现金流量净额为3.13亿元，较去年同期增长14.17%，主要系公司收入规模增长，年度现金回款较去年同比增加。公司注重研发，持续加码研发投入。2021年公司研发费用为1.04亿元，同比增长10.89%，研发投入强度连续四年保持在5%以上。研发人员方面，公司现有研发人员478人，同比增加10.65%，研发人员占比超过20%。我们认为，随着公司研发费用不断增加，研发人员队伍持续扩充，公司的核心竞争力有望进一步增强。

■资产规模进一步扩大，资产负债率持续优化。报告期内，公司期末总资产为43.76亿元，较上年末增加5.93亿元，增长15.69%，主要增长的资产项目是在建工程、应收账款和交易性金融资产，其中在建工程主要系报告期内宏泰物流在建工程增加投资所致，交易性金融资产主要系期末未到期理财产品。同时，公司加强债务管理，2021年资产负债率为29.87%，下降1.51pct。所有者权益进一步增加，达30.69亿元，同比增长18.23%，其中未分配利润7.30亿元，同比增加31.27%。我们认为公司资产规模进一步扩大，资产负债状况不断改善将为公司未来稳步发展提供稳固基础。

■电子雷管销售增长69%，先发布局顺应政策。2021年民爆行业主要原材料价格大涨，公司通过优化产品结构及调整产品价格，实现营收逆势增长。报告期内公司销售工业炸药15.96万吨，其中混装炸药首次突破4万吨大关；销售工业雷管3844万发，其中电子雷管受全面推广政策影响，增速较快，2021年销售（824万发，+69%）。公司民爆业务生产总值在全国70多家民爆生产企业中位列第八。电子雷管全面替代在即，报告期内，公司高位谋划数码电子雷管规划、建设和产能置

公司快报

证券研究报告

国防军工

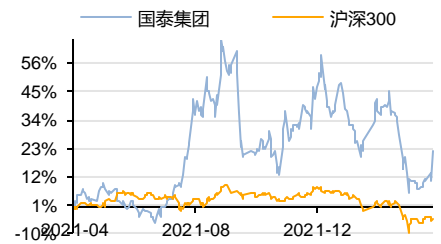
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**13元**
股价（2022-04-08） **9.12元**

交易数据

| | |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元) | 5,335.41 |
| 流通市值(百万元) | 5,300.26 |
| 总股本(百万股) | 585.02 |
| 流通股本(百万股) | 581.17 |
| 12个月价格区间 | 7.07/12.36元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|------|--------|-------|
| 相对收益 | 5.69 | -6.4 | 24.88 |
| 绝对收益 | 5.56 | -15.56 | 19.12 |

张宝涵 分析师
SAC 执业证书编号：S1450522030001
zhangbh@essence.com.cn

温肇东 分析师
SAC 执业证书编号：S1450521060002
wenzd@essence.com.cn

相关报告

国泰集团：民爆等基本盘
稳健发展，老牌军工发力 2021-08-20
模拟仿真/马良

换工作，全资子公司新余国泰已完成数码电子雷管二期建设，三期项目进入设备安装调试阶段。同时，公司紧抓民爆行业结构调整机遇期，先发布局产业链以增强综合竞争实力。2021年7月公司与上海鲲程合资设立国鲲微电子，实施总设计年产5000万发的数码电子雷管延时控制模块项目，为公司后续建立产能规模优势奠定基础。我们认为公司抓住电子雷管全面替代机遇，积极谋划，顺应政策提前布局产业链，有望促进民爆业务再上新台阶。

■**增资澳科新材，多点布局军品发展可期。**2021年9月，公司以自有资金4,163.27万元认购澳科新材增资后51%股权。澳科新材是一家专业从事军用钨基新型毁伤材料和新型非金属纤维材料科研、生产的企业，公司通过增资扩股方式进行控股，以近防弹战斗部业务领域为契机，从防务装备方向进一步拓展军工新材料领域。澳科新材现有AK17、AK06等主要产品，定型批产后有望释放可观利润。我们认为公司在军工领域积极寻找有价值投资标的，多点布局，受益于十四五期间新型装备量产交付及武器弹药战储提升，军品业务发展可期。

■**投资建议：**公司作为江西省民爆龙头企业，积极推进产业转型升级，形成民爆一体化+轨交自动化及信息化+军工新版图，通过产业协同发展，有望加速业绩释放，增强公司核心竞争力。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为3.5、5.0、6.9亿元，对应PE分别为15X、11X、8X，维持“买入-A”评级。

■**风险提示：**民爆原材料价格上涨；轨交订单交付不及预期；军工新材料业务发展不及预期。

| 100,000,000 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 主营收入 | 17.0 | 19.9 | 24.6 | 32.4 | 42.4 |
| 净利润 | 1.9 | 2.4 | 3.5 | 5.0 | 6.9 |
| 每股收益(元) | 0.33 | 0.41 | 0.60 | 0.87 | 1.18 |
| 每股净资产(元) | 3.74 | 4.44 | 4.87 | 5.63 | 6.72 |
| 盈利和估值 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 市盈率(倍) | 27.6 | 22.2 | 15.2 | 10.5 | 7.7 |
| 市净率(倍) | 2.4 | 2.1 | 1.9 | 1.6 | 1.4 |
| 净利润率 | 11.3% | 12.1% | 14.3% | 15.6% | 16.3% |
| 净资产收益率 | 8.8% | 9.3% | 12.3% | 15.4% | 17.6% |
| 股息收益率 | 1.0% | 0.0% | 1.1% | 1.1% | 1.0% |
| ROIC | 11.6% | 12.4% | 15.1% | 22.5% | 28.7% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|------|------|-------|-------|-------|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 100,000,000 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 100,000,000 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业收入 | 17.0 | 19.9 | 24.6 | 32.4 | 42.4 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 10.8 | 12.7 | 13.9 | 19.1 | 24.6 | 营业收入增长率 | 18.4% | 16.6% | 23.6% | 31.9% | 30.7% |
| 营业税费 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 营业利润增长率 | 49.9% | 22.1% | 40.1% | 48.9% | 35.7% |
| 销售费用 | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 1.4 | 1.9 | 净利润增长率 | 34.6% | 24.2% | 46.0% | 44.1% | 36.6% |
| 管理费用 | 1.9 | 2.1 | 2.5 | 3.5 | 4.5 | EBITDA 增长率 | 127.3% | 9.2% | 35.1% | 40.8% | 31.0% |
| 研发费用 | 0.9 | 1.0 | 1.2 | 1.8 | 2.2 | EBIT 增长率 | 90.8% | 11.4% | 43.3% | 47.6% | 34.5% |
| 财务费用 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | NOPLAT 增长率 | 58.8% | 19.5% | 37.5% | 45.9% | 35.2% |
| 资产减值损失 | -0.2 | -0.0 | -0.0 | -0.1 | -0.1 | 投资资本增长率 | 12.3% | 12.8% | -2.3% | 6.1% | 0.5% |
| 加:公允价值变动收益 | - | 0.0 | -1.3 | 0.3 | 0.2 | 净资产增长率 | 15.8% | 17.8% | 9.3% | 15.4% | 19.0% |
| 投资和汇兑收益 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | | | | | | |
| 营业利润 | 2.6 | 3.2 | 4.4 | 6.6 | 8.9 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | -0.1 | -0.0 | -0.0 | -0.1 | -0.1 | 毛利率 | 36.8% | 36.2% | 43.4% | 41.2% | 42.0% |
| 利润总额 | 2.5 | 3.1 | 4.4 | 6.5 | 8.9 | 营业利润率 | 15.2% | 15.9% | 18.0% | 20.3% | 21.1% |
| 减:所得税 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.8 | 1.0 | 净利润率 | 11.3% | 12.1% | 14.3% | 15.6% | 16.3% |
| 净利润 | 1.9 | 2.4 | 3.5 | 5.0 | 6.9 | EBITDA/营业收入 | 21.8% | 20.4% | 22.3% | 23.8% | 23.9% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 17.3% | 16.5% | 19.1% | 21.4% | 22.0% |
| | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| 资产负债表 | | | | | | 固定资产周转天数 | 196 | 169 | 130 | 92 | 64 |
| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 流动资产周转天数 | 45 | 46 | 38 | 43 | 47 |
| 货币资金 | 5.2 | 4.5 | 6.4 | 10.3 | 17.0 | 流动资产周转天数 | 241 | 260 | 246 | 239 | 258 |
| 交易性金融资产 | 0.7 | 2.3 | 1.0 | 1.4 | 1.6 | 应收帐款周转天数 | 78 | 91 | 85 | 77 | 78 |
| 应收帐款 | 4.2 | 5.9 | 5.7 | 8.2 | 10.2 | 存货周转天数 | 34 | 30 | 30 | 30 | 29 |
| 应收票据 | 0.6 | 0.9 | 1.0 | 1.5 | 1.7 | 总资产周转天数 | 737 | 733 | 644 | 532 | 476 |
| 预付帐款 | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.6 | 0.7 | 投资资本周转天数 | 494 | 476 | 404 | 312 | 246 |
| 存货 | 1.4 | 1.9 | 2.2 | 3.2 | 3.6 | | | | | | |
| 其他流动资产 | 0.1 | 0.4 | 0.7 | 0.4 | 0.5 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | ROE | 8.8% | 9.3% | 12.3% | 15.4% | 17.6% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 5.9% | 6.4% | 9.0% | 11.2% | 13.1% |
| 长期股权投资 | 0.2 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | ROIC | 11.6% | 12.4% | 15.1% | 22.5% | 28.7% |
| 投资性房地产 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 9.4 | 9.2 | 8.6 | 7.9 | 7.2 | 销售费用率 | 3.9% | 3.9% | 3.8% | 4.3% | 4.5% |
| 在建工程 | 1.9 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 管理费用率 | 11.3% | 10.7% | 10.3% | 10.8% | 10.6% |
| 无形资产 | 3.8 | 3.8 | 3.6 | 3.5 | 3.4 | 研发费用率 | 5.3% | 5.2% | 5.0% | 5.5% | 5.2% |
| 其他非流动资产 | 9.2 | 8.9 | 8.8 | 8.9 | 8.8 | 财务费用率 | 1.7% | 1.4% | 1.1% | 1.0% | 0.9% |
| 资产总额 | 37.2 | 43.8 | 44.2 | 51.6 | 60.4 | 四费/营业收入 | 22.2% | 21.3% | 20.2% | 21.6% | 21.2% |
| 短期债务 | 1.2 | 2.8 | - | - | - | 偿债能力 | | | | | |
| 应付帐款 | 2.4 | 3.6 | 4.9 | 6.1 | 7.5 | 资产负债率 | 30.0% | 29.9% | 24.0% | 24.9% | 23.7% |
| 应付票据 | 0.0 | 1.5 | 0.5 | 0.9 | 1.3 | 负债权益比 | 42.9% | 42.6% | 31.7% | 33.2% | 31.0% |
| 其他流动负债 | 1.6 | 2.1 | 2.2 | 2.0 | 2.1 | 流动比率 | 2.37 | 1.62 | 2.31 | 2.84 | 3.22 |
| 长期借款 | 0.4 | 0.0 | - | - | - | 速动比率 | 2.11 | 1.44 | 2.01 | 2.49 | 2.89 |
| 其他非流动负债 | 5.4 | 3.1 | 3.0 | 3.9 | 3.3 | 利息保障倍数 | 10.31 | 11.47 | 17.39 | 20.39 | 24.53 |
| 负债总额 | 11.2 | 13.1 | 10.6 | 12.9 | 14.3 | 分红指标 | | | | | |
| 少数股东权益 | 4.2 | 4.7 | 5.2 | 5.9 | 6.9 | DPS(元) | 0.09 | - | 0.10 | 0.10 | 0.09 |
| 股本 | 5.5 | 5.8 | 5.8 | 5.8 | 5.8 | 分红比率 | 28.5% | 0.0% | 16.4% | 12.0% | 7.6% |
| 留存收益 | 15.5 | 19.6 | 22.6 | 27.0 | 33.4 | 股息收益率 | 1.0% | 0.0% | 1.1% | 1.1% | 1.0% |
| 股东权益 | 26.0 | 30.7 | 33.6 | 38.7 | 46.1 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | EPS(元) | 0.33 | 0.41 | 0.60 | 0.87 | 1.18 |
| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | BVPS(元) | 3.74 | 4.44 | 4.87 | 5.63 | 6.72 |
| 净利润 | 2.2 | 2.8 | 3.5 | 5.0 | 6.9 | PE(X) | 27.6 | 22.2 | 15.2 | 10.5 | 7.7 |
| 加:折旧和摊销 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | PB(X) | 2.4 | 2.1 | 1.9 | 1.6 | 1.4 |
| 资产减值准备 | 0.2 | 0.0 | - | - | - | P/FCF | 21.2 | -31.7 | 46.9 | 12.6 | 8.5 |
| 公允价值变动损失 | - | -0.0 | -1.3 | 0.3 | 0.2 | P/S | 3.1 | 2.7 | 2.2 | 1.6 | 1.3 |
| 财务费用 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | EV/EBITDA | 11.2 | 15.5 | 9.5 | 6.4 | 4.3 |
| 投资损失 | -0.1 | -0.2 | -0.2 | -0.1 | -0.1 | CAGR(%) | 37.8% | 41.4% | 36.4% | 37.8% | 41.4% |
| 少数股东损益 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.7 | 1.0 | PEG | 0.7 | 0.5 | 0.4 | 0.3 | 0.2 |
| 营运资金的变动 | 0.5 | -0.7 | -0.0 | -2.5 | -0.8 | ROIC/WACC | 1.1 | 1.2 | 1.4 | 2.1 | 2.7 |
| 经营活动产生现金流量 | 2.7 | 3.1 | 3.5 | 4.6 | 8.3 | REP | 1.5 | 1.9 | 1.3 | 0.8 | 0.5 |
| 投资活动产生现金流量 | -2.2 | -4.0 | 2.7 | -0.6 | -0.3 | | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | 1.8 | 0.0 | -4.4 | -0.1 | -1.4 | | | | | | |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034