

战车龙头混改先锋，白马业绩呼之欲出

——内蒙一机（600967）深度报告

2017年08月21日

强烈推荐/首次

内蒙一机

深度报告

报告摘要：

军品：国内升级换装+出口军贸，拉动坦克装甲市场需求。公司军品业务覆盖履带、履带式坦克装甲车辆及其配件，是我国主战重装甲坦克及装甲车辆制造基地及国内唯一8×8轮式装甲车辆生产研制基地。

◆ **国内市场：**我国陆军转型新要求“机动作战、立体攻防、全域作战”，同时海军陆战队将调整扩编为海陆空一体、攻防兼备的两栖作战力量；且我国陆军军力与美俄相比，仍存较大差距，随着本轮军改的落地，有望加速放量国内坦克装甲车辆的升级换装需求。

◆ **国际市场：**我国坦克凭借出口政策宽松、价格合适、性价比高等特点深受发展中国家青睐，2016年公司实现国外地区销售收入10.51亿元，同比大幅增长345.6%，未来有望持续抢占国际军贸市场。

民品：铁路货车行业回暖，在手订单饱满。公司民品业务以铁路车辆及零部件为主。2016年全国铁路货运总量见底，货车采购量触底回升，公司去年底以来合计签订合同金额超过19亿元，板块有望实现扭亏贡献业绩。

列入混改试点。公司隶属于兵器工业集团，集团内仍有哈尔滨一机、北方车辆、江麓机电、重庆铁马等有部分装甲车辆及火炮防务产品，且公司已入选军工混改试点企业，有望继续成为装甲防务产品的上市整合平台。

公司盈利预测。我们预计公司2017-2019年净利润分别为6.98亿元/9.04亿元/11.02亿元，每股EPS分别为0.41元/0.54元/0.65元，对应PE分别为35X/27X/22X。公司作为我国主战重装甲坦克及装甲车辆制造基地及国内唯一8×8轮式装甲车辆生产研制基地，具有极高的业务壁垒及不可或缺性，同时作为已列入全国混合所有制改革试点企业的稀缺标的，未来混改确定性较强。我们认为给予公司2017年45倍估值较为合理，首次覆盖并给予公司“强烈推荐”投资评级，六个月目标价18.5元。

风险提示：军品业务订单不及预期；混改推进不及预期。

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,002.28	10,059.89	12,761.38	15,552.73	18,511.88
增长率(%)	-32.89%	402.42%	26.85%	21.87%	19.03%
净利润(百万元)	(45.44)	496.15	698.46	903.74	1,102.30
增长率(%)	-122.36	-1191.96%	40.78%	29.39%	21.97%
净资产收益率(%)	-2.51%	6.85%	8.47%	10.71%	12.72%
每股收益(元)	(0.07)	0.32	0.41	0.54	0.65
PE	(209.28)	45.13	34.91	26.98	22.12
PB	5.26	3.37	2.96	2.89	2.81

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

分析师：

陆洲 S1480517080001
010-66554142 luzhou@dxzq.net.cn

联系人：李永乐 S1480116050067
010-66554047 liyl@dxzq.net.cn

联系人：张高艳 S1480116080036
021-25102859 zhanggy-yjs@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	11.00 - 17.41
总市值(亿元)	243.98
流通市值(亿元)	119
总股本/流通股(非限售)	822.83/1689.63
(百万股)	
流通B股/H股(万股)	

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

1、《国防军工行业事件点评：混改东风一日起 联通之后看军工》2017-08-16

目录

1. 我国主战坦克和装甲车研制龙头	4
1.1 我国主战坦克及装甲车辆研制基地	4
1.2 控股股东为一机集团，实际控制人为兵器工业集团	5
1.3 业务结构调整优质军品资产为主，盈利能力大幅提升	7
2. 军品：国内升级换装+出口军贸，拉动坦克装甲市场需求	9
2.1 建设现代化新型陆军，将拉动国内坦克装甲的升级换装需求	9
2.2 我国坦克以高性价比优势正在迅速抢占出口军贸市场	13
3. 民品：铁路货车行业回暖，订单饱满	15
3.1 铁路货车行业触底回升	15
3.2 在手订单饱满，确保民品板块盈利能力大幅改善	17
4. 盈利预测及估值	17
5. 风险提示	17

表格目录

表 1：内蒙一机重组注入资产明细	4
表 2：现代陆军作战任务及其装备需求	10
表 3：世界陆军转型方向对比	10
表 4：内蒙一机目前具有代表性的型号产品特点	13
表 4：世界主要出口坦克的型号对比	14
表 6：2016.06 以来内蒙一机新签民品业务订单	17
表 7：公司盈利预测表	18

插图目录

图 1：公司控股子公司及业务分工	4
图 2：一机集团发展历程	5
图 3：内蒙一机股权结构	6
图 4：2012-2017Q1 公司营业收入及增速情况	7
图 5：2012-2017Q1 公司归母净利润及增速情况	7
图 6：2016 公司业务构成	8
图 7：2016 公司各项业务净利率	8
图 8：2012-2016 公司 ROE/ROA/资产周转率	8
图 9：2012-2017Q1 公司综合毛利率及净利率	8
图 10：不同类型的装甲车辆	9
图 11：陆军军力级别划分	12
图 12：全球主战坦克数量前十国家	12
图 13：我国主战坦克构成	12

图 14: 美国主战坦克构成	12
图 15: 俄罗斯主战坦克构成	12
图 16: 2010-2013 期间全球各国坦克出口数量	13
图 17: 2010-2013 期间全球各国坦克出口价值占比	13
图 18: 我国出口的 MBT-2000/VT-1 坦克	15
图 19: 2011-2017H1 我国铁路货运总量	16
图 20: 2011-2016 我国铁路货车采购量	16

1. 我国主战坦克和装甲车研制龙头

1.1 我国主战坦克及装甲车辆研制基地

内蒙一机是隶属于中国兵器工业集团的内蒙古第一机械集团的上市公司，重组更名前股票简称为北方创业，以铁路车辆整车及配件为核心业务。2016年公司通过重大资产重组，注入一机集团主要经营性资产及负债、北方机械100%股权，业务范围新增装甲车辆、火炮等防务装备的研发及制造，形成了军、民品整机及配套核心零部件一体化的业务格局。

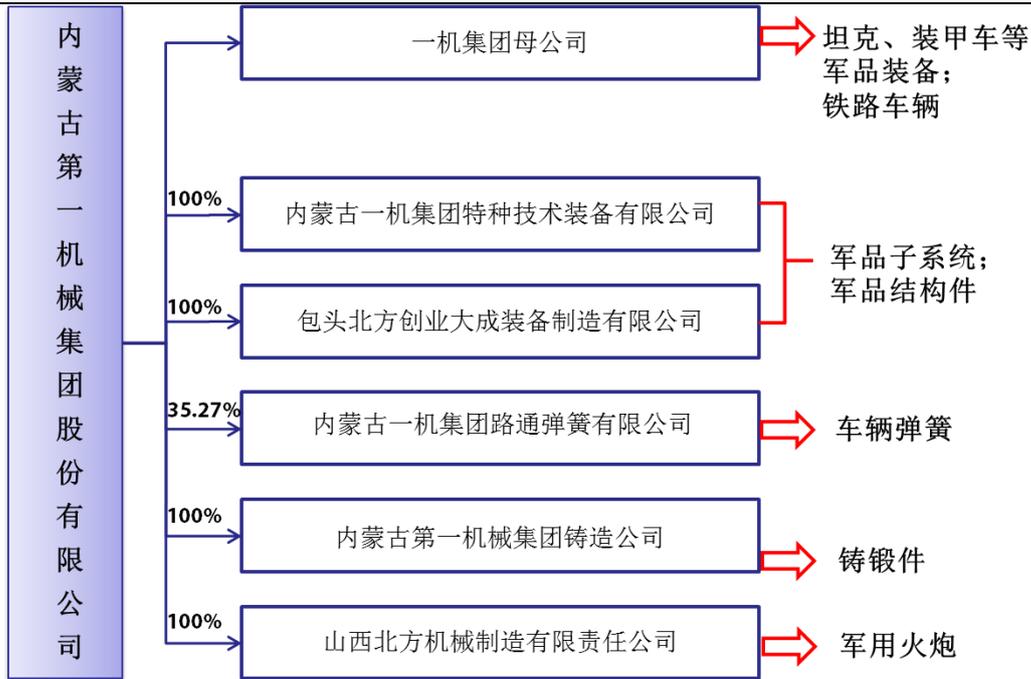
表 1：内蒙一机重组注入资产明细

注入资产	注入资产比例	资产内容	业务范围
一机集团母公司	主要经营性资产及负债	四分公司	履带、轮式装甲车辆传动、行走、操纵三大系列零部件加工、产品热处理及部件装配、试验的核心单位
		五分公司	履带、轮式装甲车辆总装总调及在线检测单位
		十分公司	以生产中小铸钢件、中小铸铁件、各种不锈钢精密件为主的专业化铸造公司
		物采配送中心	承担一机集团军品原辅材料及协作配套件的供应任务
		军品售后服务中心	负责一机集团军品售后服务体系、军品整机交付与备件合同管理
		动力能源公司	一机集团动力、能源支撑保障单位
		维修安装公司	一机集团设备管理和精密数控保全单位
		科研院所	一机集团履带、轮式装甲车辆的研发试验等，还承担着军品批量生产的技术服务工作
		工艺研究所	一机集团工艺技术管理等
		计量检测中心	检测、校准技术研究保障机构
大成装备	13.38%股权	原为一机集团下属三分公司，主要产品为履带式车辆结构件、航载雷达结构件等	
特种技术装备	20%股权	原为一机集团下属六分公司，主要从事钣金冲压、机械加工、装配焊接、表面处理为一体的装甲车辆自动装填系统及动力辅助系统等生产	
北方机械	100%股权	火炮等防务装备生产与销售	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

集团业务分工明确，资产重组成就军民业务一体化格局。完成本次资产注入后，公司成为拥有内蒙一机集团整体军工资产、4家全资子公司及1家相对控股子公司的集团型上市公司，各子公司业务分工明确，紧紧围绕一机集团母公司的坦克及装甲车辆军品装备及铁路车辆民品装备展开。

图 1：公司控股子公司及业务分工



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

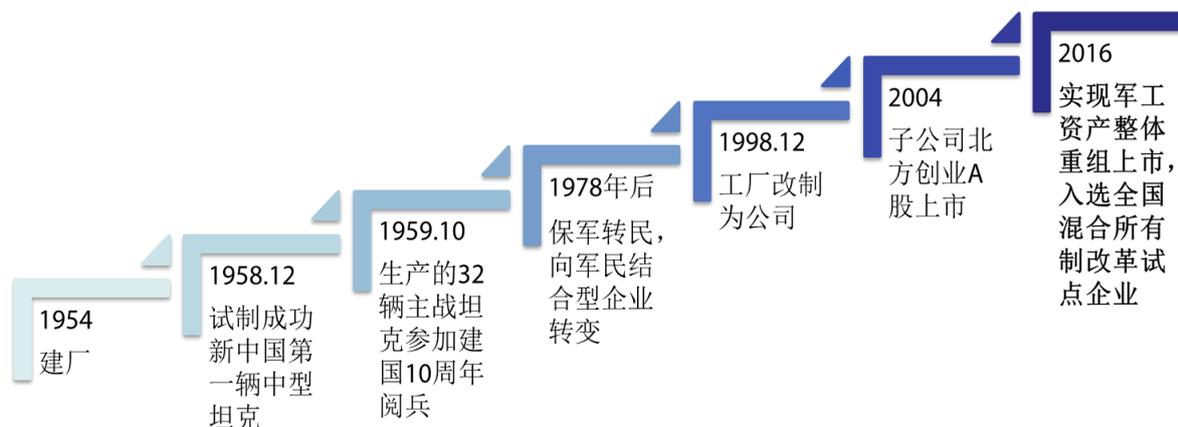
1.2 控股股东为一机集团，实际控制人为兵器工业集团

公司的控股股东为内蒙古第一机械集团有限公司，直接持有公司 51.48% 的股权。实际控制人为中国兵器工业集团。

控股股东发展历史悠久，综合实力雄厚。内蒙古第一机械集团有限公司前身是 617 厂，于 1954 年成立，是国家“一五”期间 156 个重点建设项目之一，也是内蒙古自治区最大的装备制造企业。一机集团是我国唯一的主战坦克研制基地，成功研制了我国第一辆 59 式中型主战坦克。

一机集团拥有国家级的企业技术中心和院士工作站，形成军民品整机和核心零部件的设计开发、工艺研究和计量检测、试验能力和以车辆传动、悬挂、动辅、大型精密结构件和整机装配等为核心的一整套综合机械制造能力。经过近 60 年的发展，已形成以军品、铁路车辆、车辆零部件、石油机械、工程机械等为核心的产品产业格局。

图 2：一机集团发展历程

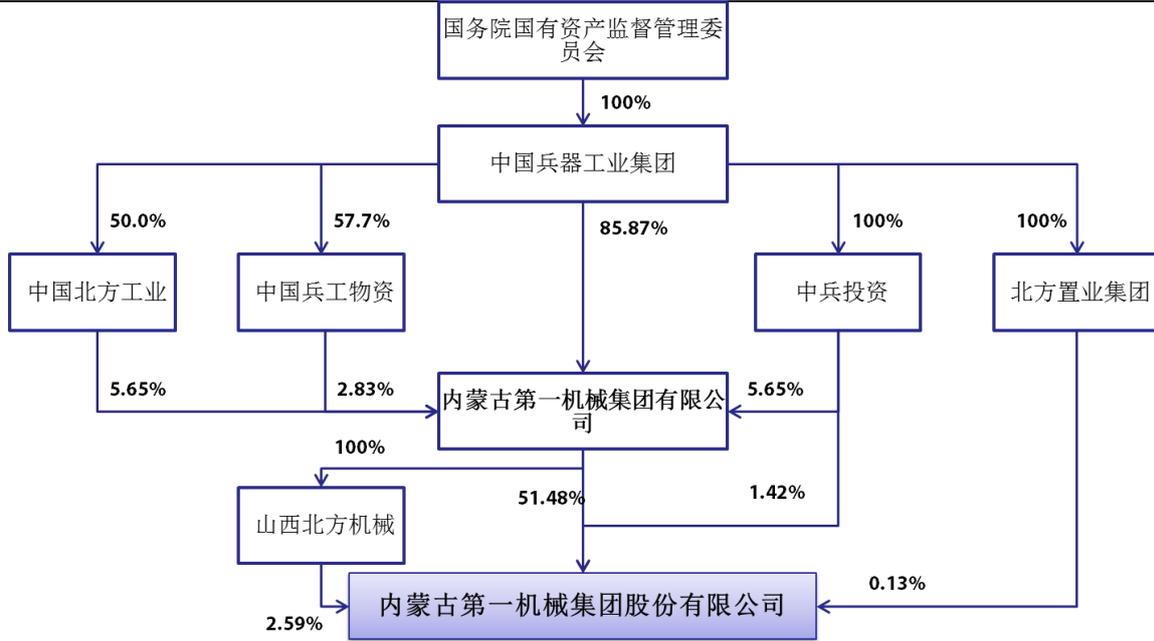


资料来源：包头新闻网，东兴证券研究所

公司的实际控制人为兵器工业集团。中国兵器工业集团是中央管理的国有重要骨干企业，也是陆军装备研制生产的主体，通过中兵投资、中国北方工业等间接及自身直接持有一机集团共计约 95.98%的股权，是内蒙一机的实际控制人。截至 2016 年底，中国兵器工业集团公司资产总额 3692.95 亿元，人员总量 25.3 万人。

公司已入选全国混合所有制改革试点企业，混改预期强烈。兵器工业集团仍有部分体外装甲车辆及火炮防务资产，公司有望继续成为装甲防务产品的上市整合平台。根据兵器工业集团官网信息，中国兵器工业集团公司现有子集团和直管单位 51 家。其中，哈尔滨第一机械集团有限公司、北京北方车辆集团有限公司、江麓机电集团有限公司、重庆铁马工业集团有限公司的产品包括部分装甲车辆；哈尔滨第一机械集团有限公司、内蒙古北方重工业集团有限公司生产火炮防务产品。

图 3：内蒙一机股权结构

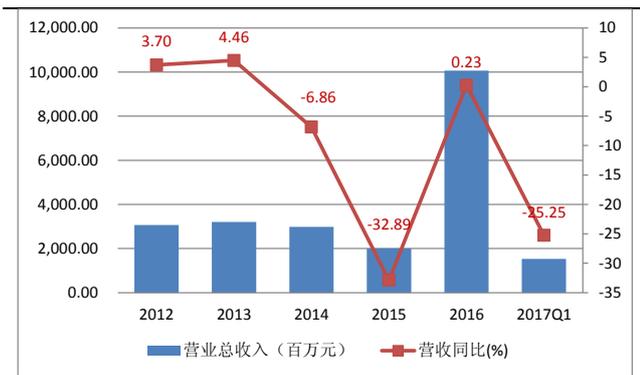


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.3 业务结构调整为优质军品资产为主, 盈利能力大幅提升

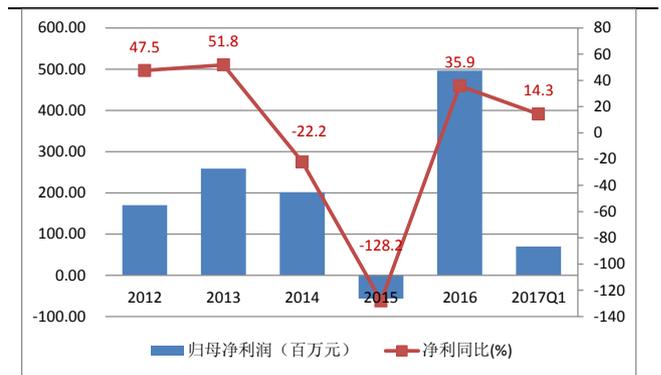
优质军工资产助力业绩扭亏向好。2016年, 公司实现总营业收入 100.6 亿元, 较调整后同比增长 0.23%; 2016 年公司实现归母净利润 4.96 亿元, 较调整后同比增长 35.9%。2016 年公司实现营收稳步增长、净利大幅改善, 主要是由于注入的优质军工资产贡献了可观的业绩, 助力公司扭亏为盈。2017 年 1 季报数据显示, 实现归母净利润 0.7 亿元, 同比增 14.3%, 仍保持向好发展趋势。

图 4: 2012-2017Q1 公司营业收入及增速情况



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 5: 2012-2017Q1 公司归母净利润及增速情况



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

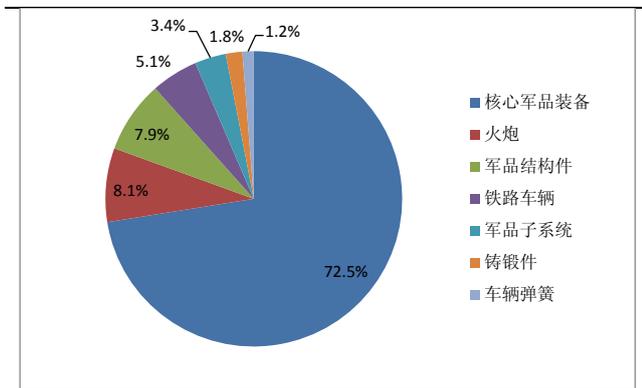
业务结构调整为军品为主、民品为辅, 盈利能力、运营效率均大幅提升。根据公司 2016 年报披露的各项业务收入情况, 可测算出 2016 年公司实现核心军品装备收入约 72.9 亿元, 占比约 72.5%, 加上火炮 (北方机械)、军品结构件 (大成装备)、军品子系统 (特种技术装备) 业务, 军品业务合计贡献收入约 91.8%; 民品业务以铁路

车辆、车辆弹簧和铸锻件为主, 收入占比约为 8.2%。经过业务结构调整, 军品为主、民品为辅, 2016 年公司综合毛利率及净利率分别水平提升至 12.4%、4.9%, 整体盈利能力大幅提升。

2016 年公司的 ROE、ROA 分别为 6.85%、5.73%, 同时资产周转率提升了接近一倍至 1.16 倍, 较 2015 年之前的年度也有明显提升, 公司运营效率获得显著改善。

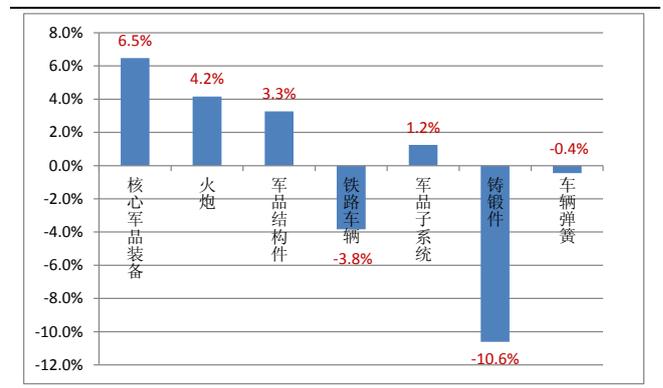
从各项业务的盈利能力来看, 军品资产显著优于民品资产。根据 2016 年报披露数据, 各项业务的净利率分别为: 核心军品装备 (6.5%)、火炮 (4.2%)、军品结构件 (3.3%)、军品子系统 (1.2%); 民品业务铁路车辆 (-3.8%)、铸锻件 (-10.6%)、车辆弹簧 (-0.4%)。呈现出明显的军民品两极分化现象, 军品资产盈利能力显著优于民品资产。民品基本全面处于亏损状态与其所处的铁路车辆处于行业阶段性底部有关。

图 6: 2016 公司业务构成



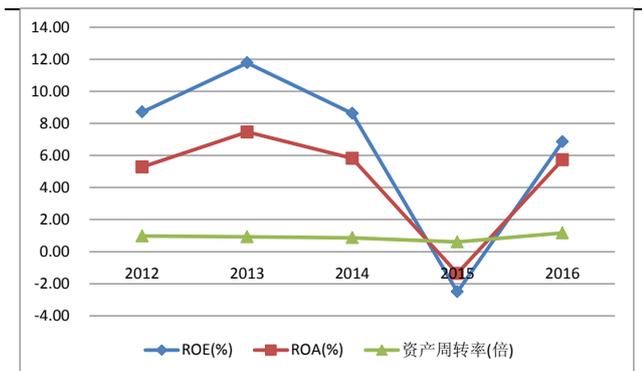
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 7: 2016 公司各项业务净利率



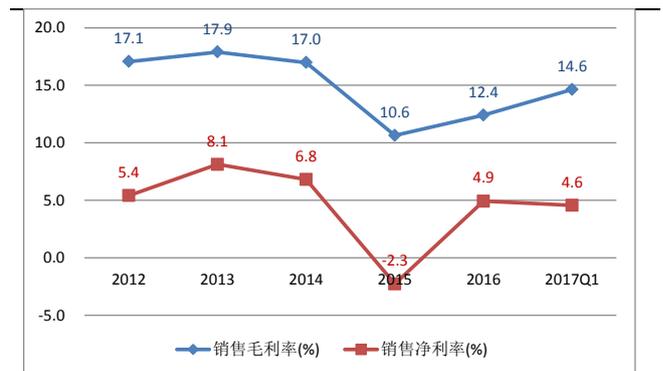
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 8: 2012-2016 公司 ROE/ROA/资产周转率



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 9: 2012-2017Q1 公司综合毛利率及净利率



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2. 军品：国内升级换装+出口军贸，拉动坦克装甲市场需求

装甲车是具有装甲防护的各种履带或轮式军用车辆，具有高度的越野机动性能，有一定的防护和火力作用，一般装备一至两门中小口径火炮及数挺机枪，一些还装有反坦克导弹，结构以装甲车体、武器系统、动力装置等组成。装甲车分为履带式 and 轮式两种，具体包括坦克、步兵战车、装甲运兵车、防地雷反伏击车、两栖冲击车、自行高炮、自行火炮、多管火箭发射车，以及装甲冲击桥、装甲推土机、装甲扫雷车等辅助装甲车辆。

坦克属于履带式装甲车辆的一种，是现代陆上作战的主要武器，具有直射火力、越野能力和装甲防护力，是陆地武器中其重要性唯一高于轮式装甲车的存在，主要执行与对方坦克或其他装甲车辆作战，也可以压制、消灭反坦克武器、摧毁工事、歼灭敌方陆上力量。

坦克装甲车辆是陆军实现战术机动的基本装备，也是实现机械化的基本要素；是实施地面突击、夺取战争决定性胜利的基本力量。

图 10：不同类型的装甲车辆



资料来源：环球网，东兴证券研究所

2.1 建设现代化新型陆军，将拉动国内坦克装甲的升级换装需求

世界陆军跟随科技进步及战争形态的变化而不断发展变革。陆军作为军队发展史上最古老的军种，长久以来是各国国防体系中的绝对主力，处于军队作战、建设和发展的

核心地位。科技进步促使社会向信息化时代迈进，战争形态也随之发生转变。

现代陆军承担七大作战任务，包括战场感知、指挥控制、火力打击、防空反导、兵力突击、信息对抗和综合保障。不同的作战任务产生了不同的装备需求，而各型坦克及装甲车辆已成为现代陆军实现不同作战任务的必备装备。

表 2：现代陆军作战任务及其装备需求

作战任务	具体内容	装备需求
战场感知	包括各种侦察力量，如防空雷达；按照功能可分为可见光侦察、无线电侦察和红外线侦察	装甲侦察车、侦察直升机等
指挥控制	包括联合作战指挥结构和联合作战指挥网络，实现各军兵种之间的信息共享和互联互通	预警/通信直升机、装甲指挥车等
火力打击	地面炮兵和陆军航空兵是中远程火力打击的主力，火力打击可作为作战主线，同时也能对兵力突击进行支援、保障、掩护和配合	地面火力打击装备主要为 各类火炮 ，空中打击通过武装直升机实现
防空反导	降低空中和远程精确打击威胁。防空反导力量包括高炮部队，防空导弹部队和空军航空兵部队	各类高炮
兵力突击	夺取或控制目标、实施突进及近战歼敌，陆军兵力突击系统由装甲兵、机械化步兵和摩托化步兵构成，与火力打击系统和电子攻击相互配合	主战坦克、步兵战车等
信息对抗	摧毁破坏敌指挥系统，破坏干扰敌作战体系的正常运行，降低敌作战体系的战场感知能力、精确打击能力和快速反应能力	电子对抗车、电子战直升机等
综合保障	在各种条件下遂行保障任务，保障各种类型作战	运输直升机及 特种装甲车 等

资料来源：《战术学教程》，东兴证券研究所

新时期世界陆军作战力量结构呈现加速优化调整的新趋势，即根据信息化战争一体化联合作战的要求，从指挥体制、力量构成、作战单元以及装备结构上进行调整转型。

表 3：世界陆军转型方向对比

世界陆军转型方向	基本特点	美国	俄罗斯
调整作战指挥体制	信息化时代，陆军作战力量的指挥体制既要有利于联合作战力量的统一指挥和协同作战，又要便于自身作战目标的实现	将“战区陆军司令部—军—师—旅”四级调整为“战役司令部—战术司令部—旅”三级指挥体制。重点将军司令部改为中级战役司令部，在作战需要时，可以转变为联合作战司令部	陆军指挥体制由“军区—集团军—师—团”四级调整为“军区(联合战略司令部)—集团军(战役司令部)—旅”三级，重点确立以战区为基础的战略方向跨军种军队集团战役指挥体制
优化作战力量构成	对力量构成进行了一系列的调整，加大空中突击、无人化、网络空间、防空反导等新型作战力量的比重，提高现役装备的信息化水平，通过如 C4ISR 一体化指挥系统提升了陆军作战的快速适应能力	围绕“以新技术推动新型作战能力以保持对其他国家的优势，基于以旅为核心的模块化作战力量建设”这两条主线对作战力量的构成进行调整改造	将力量建设重点放在加强各级指挥自动化建设、提升侦查预警和武器装备的信息化水平上，努力并尽快建立全军统一的 C4ISR 一体化指挥系统，以提升陆军作战力量的快速反应能力和机动作战能力。
改造基本作战单元	围绕以“旅”为基本作战单位而展开的调整改革，是当前世界军事强国陆军作战力量结构	在模块化基础上，实施“减旅增营”的转型措施。针对美军未来主要应对小规模、地区突发性威胁增大的	以一师拆二旅的方式全面实行“师改旅”，并划分为摩步、坦克、防空、火力支援、山地、侦察、技术与后

	转型的重要特征	可能, 强化了旅作战队的防护力、持续作战能力、应对复杂城市环境的机动能力以及情报收集能力。	勤支援等多种功能。为适应陆军遂行多样化任务的要求, 俄军开始效仿美军实验组建模块化重型、中型和轻型作战旅, 以替代原来坦克、摩步、空降突击旅的模式。
提高武器装备水平	围绕实现信息化, 适应未来战场环境, 向着网络化、信息化、远程化、精确化和无人化的方向发展, 目标就是建立达到互联互通、一体化联合作战的武器装备体系	重点推广应用数字化作战力量建设成果, 注重对现役主战装备的数字化改造	加快全面换装新式装备, 加快建成制成系列的新型信息化武器装备的研发和列装, 同时重点加强指挥自动化通信、侦察系统装备的换装, 改变了俄格冲突时的装备落后面貌

资料来源: 中国社会科学报《世界陆军作战力量结构转型趋势》, 东兴证券研究所

我国陆军本轮军改的新要求是“机动作战、立体攻防、全域作战”。习主席在 2015 年 12 月 31 日向陆军等授军旗的训词时提到, 陆军对维护国家主权、安全和发展利益具有不可替代的作用, 陆军全体官兵要弘扬陆军光荣传统和优良作风, 适应信息化时代陆军建设模式和运用方式的深刻变化, 探索陆军发展特点和规律, 按照机动作战、立体攻防的战略要求, 加强顶层设计和领导管理, 优化力量结构和部队编成, 加快实现区域防卫型向全域作战型转变, 努力建设一支强大的现代化新型陆军。

公开资料显示, 我国陆军正在探索“军-旅-营”结构建设, 扁平化作战指挥层次, 同时增加直属下级分队的种类和数量, 以达到战术合成的目的。从具体的部队编制体制而言, “师改旅”+“合成营”建设正在全面推开。

- ◆ **师改旅:** 我军的“师改旅”与俄军的谢氏方案(师缩编成旅, 大量裁员)有本质区别, 更贴近于“师拆旅”, 例如 装甲师拆成装甲旅+机步旅, 摩步师拆成机步旅 + 摩步旅, 摩步师也会拆成两旅。
- ◆ **合成营:** 当前世界主要军事强国都在进行合成营建设探索。与传统的单一兵种营相比, 合成营集装甲步兵、炮兵、侦察兵、通信兵、工兵等诸多兵种于一体, 反应快、火力猛、信息化程度高, 具备一定独立作战能力, 更适应信息化战争快节奏、高强度的特点。

中式合成营是在借鉴美军基础上形成的, 首先是多功能化、废除过去单一的步兵营编制, 此外还相当重视模块化编成。以重型装甲合成营为例, 不仅仅是坦克营的编成, 还加入了装甲步兵模块(履带式步兵战车)、自行火炮模块、自行高射炮模块、工兵模块, 以及相应的侦察、情报、网络作战模块等。组建合成营之后, 数字化功能大大强化, 能够接收卫星通信、无人机、导航定位系统的支持, 以履带式步兵战车、装甲车取代过去单一的步兵部队。

我国陆军军力与美俄等军事强国相比, 仍存较大差距, 随着本轮军改的落地, 有望加速放量国内坦克装甲车辆的升级换装需求。

- ◆ 根据《各国三军兵力结构浅析》对军力发展历程所进行的梳理, 各国陆军按照千人装备占有量可以分为五级, 目前中国陆军属于第三级, 而美国处于第五级。

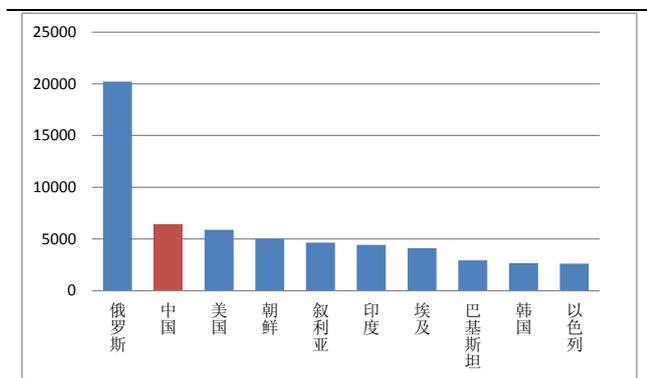
图 11: 陆军军力级别划分

陆军级别	主要衡量指标及特点
第一级	以步兵轻武器为主, 其他装备缺乏或简陋
第二级	除了步兵轻武器外, 具备相当的火炮压制能力, 每千人火炮数超过 5 门
第三级	除了达到第二级的火炮标准外, 坦克数量超过每千人 5 辆, 具备相当的陆上突击能力
第四级	除了达到第三级的标准外, 每千人装备的装甲运输车、步兵战车分别超过 10 辆和 3 辆, 具有相当的战场机动能力
第五级	除了达到第四级的标准外, 每千人装备的武装直升机超过 1 架、运输直升机超过 2 架、野战防空主要使用地空导弹, 具备相当的空中机动能力

资料来源:《各国三军兵力结构浅析》, 东兴证券研究所

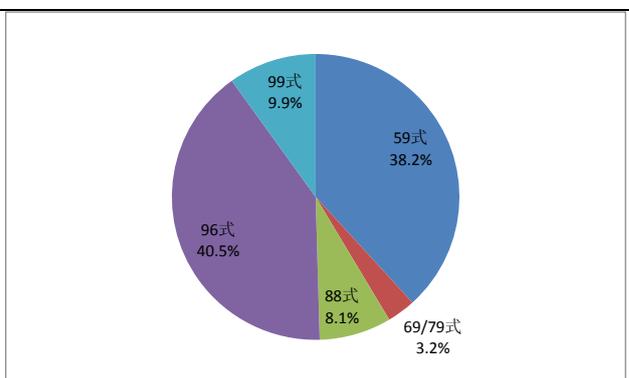
- 从主战坦克数量及构成来看:** 据 Global Firepower 的统计, 目前我国拥有超过 6400 辆主战坦克, 位居全球第二位, 但仍不及俄罗斯的 1/3; Wikipedia 统计数据显示, 当前我国性能相对落后的第一代坦克 (59 式/69 式/79 式) 数量占比仍超过 40%。而相比之下美国接近 90% 为先进的三代坦克 (M1A1/M1A2), 俄罗斯 90% 以上为第二代和第三代坦克。

图 12: 全球主战坦克数量前十国家



资料来源: Global Firepower, 东兴证券研究所

图 13: 我国主战坦克构成



资料来源: Wikipedia, 东兴证券研究所

图 14: 美国主战坦克构成

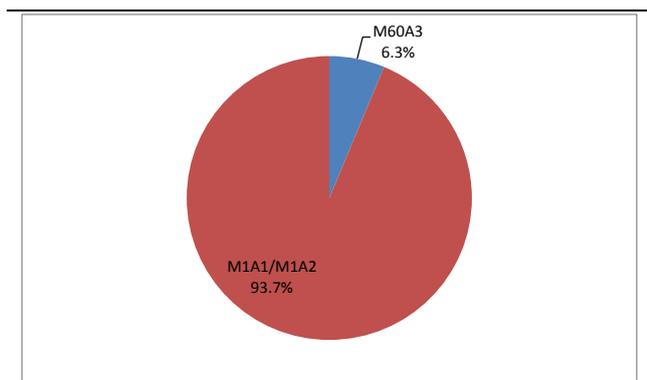
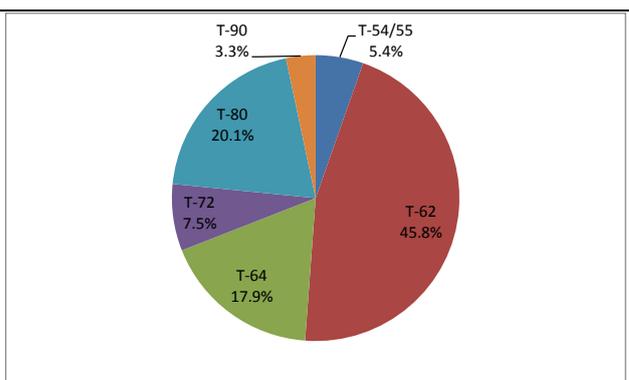


图 15: 俄罗斯主战坦克构成



资料来源: Wikipedia, 东兴证券研究所

资料来源: Wikipedia, 东兴证券研究所

海军陆战队扩编, 将带来主战坦克等机械化装备的增配需求。2017年7月31日,《解放军报》在第19版一篇题为《两栖劲旅 勇往直前》的文章中称, 海军陆战队司令员孔军介绍说, 这次军队规模结构和力量编成改革, 海军陆战队调整扩编成为一支海陆空一体、攻防兼备的两栖作战力量, 必将在维护海洋权益、履行国际义务等方面发挥重要作用。

香港大公网2017年3月20日的报道称, 中国拟将海军陆战队从现今两个旅扩编至六至七个旅, 二万兵力增至约十万人, 并将成立独立的领导机构。“全时全域”是新时期海军陆战队的任务要求。要达到这一目标, 需要进一步增强部队作战能力, 尤其要增配主战坦克、武装直升机、大口径火炮等重武器, 实现机械化和重装化。

表 4: 内蒙一机目前具有代表性的型号产品特点

型号	基本特点
99A	主要用于压制、消灭反坦克武器, 摧毁野战和坚固防御工事, 歼灭敌有生力量, 是我军最先进且完全信息化的主战坦克, 实现了火力、机动力、防护力和信息力的有效融合, 体现了陆战装备的新水平。配备 125mm 滑膛炮、独一无二的主动激光自卫武器系统及激光告警装置。
96B	从搜索、发现、跟踪瞄准到射击目标的反应时间约 6 秒, 命中率较高。发动机功率 1130 马力、配备 125mm 滑膛炮。
大八轮	是我军轻型机械化部队未来的标准装备, 公路机动、铁路运输均可快速部署, 中国空军运-8 中型运输机也能装载, 战略机动性极强, 具有良好的水上浮渡能力。外贸型号称为 VN1 8x8 轮式步兵战车。
新轻坦	我军全新研制的唯一一款重型地面装甲突击兵器(相对轮式的“重型”), 是一款“轻量化的主战坦克”, 是“应用了四代坦克技术的三代坦克”, 强化高原性能。

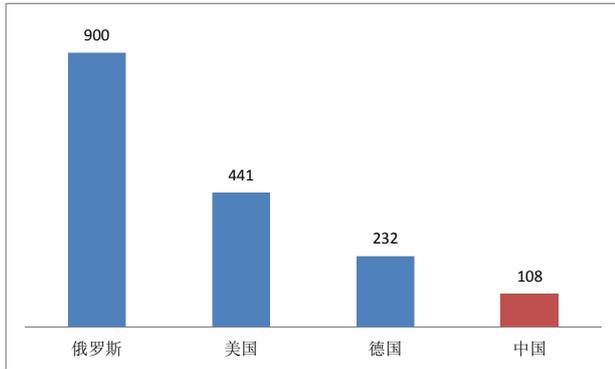
资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

我们认为, 公司是我国主战重轻装坦克及装甲车辆制造基地及国内唯一 8x8 轮式装甲车辆生产研制基地, 有望充分受益于我国陆军师改旅、海军陆战旅扩编对坦克装甲车辆产品需求的拉动放量。

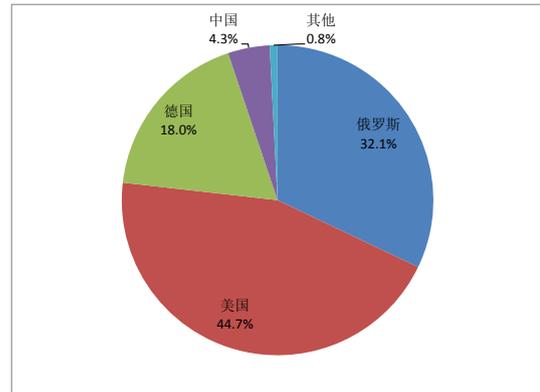
2.2 我国坦克以高性价比优势正在迅速抢占出口军贸市场

目前全球坦克出口的国家主要有: 俄罗斯、美国、德国和中国。根据俄智库的评估, 2010-2013 年期间全球出口了 1608 辆新坦克, 总价值量约 89.2 亿美元。其中, 俄罗斯和美国分列出口数量位居第一/第二、价值量第二/第一, 中国主要凭借与巴基斯坦联合研制的 MBT-2000 成功进军世界新型主战坦克市场, 此外还向孟加拉国、摩洛哥和缅甸供应, 4 年间出口总量达 108 辆, 价值量占比仅 4.3%。

图 16: 2010-2013 期间全球各国坦克出口数量
图 17: 2010-2013 期间全球各国坦克出口价值占比



资料来源：军事天地，东兴证券研究所



资料来源：军事天地，东兴证券研究所

根据美国武器军售研究机构发布的最新陆战兵器市场报告中称，到 2025 年，全球市场总共会需要不少于 3800 辆主战坦克，预估市场价值将会超过 172 亿美元，其中高端坦克的数量大约需要 800 到 900 辆。

我国坦克凭借出口政策宽松、价格合适、性价比高等特点而一直深受发展中国家青睐。

- ◆ 两伊战争时期受我国坦克外贸政策宽松带动，迎来了我国坦克出口的“黄金时代”：伊拉克从中国采购了总数约 2 千辆的 59 和 69 系列，伊朗购买量也达到数百。
- ◆ 巴基斯坦一直是中国坦克的忠实用户，装备了几乎所有系列的中国出口型坦克；90 年代后，巴基斯坦为抗衡邻国印度开始大批量装备 T-72 主战坦克，巴基斯坦与中国联合研制新一代主战坦克 MBT-2000，巴军对 MBT-2000 坦克的性能非常满意，认为它能够有效压制印度装备的 T-72 乃至其后引进的 T-90。
- ◆ 我国最新款外贸坦克为 MBT-3000 坦克，针对巴基斯坦最新需求而研制，其定位为高端外贸产品，相较 MBT-2000 坦克，作战性能有所增强，出口价格也相应提高。

表 5：世界主要出口坦克的型号对比

出口国	坦克型号	主要性能参数	采购价格（万美元）	主要购买国/地区
美国	M1A2	装甲防护厚度：800/1200mm 发动机功率：1500 马力	900	沙特阿拉伯，伊拉克等
俄罗斯	T-90S	装甲防护厚度：770/1360mm 发动机功率：1100 马力	360	印度、叙利亚、独联体国家、越南等
	T-72B 改	装甲防护厚度：450/800mm 发动机功率：840 马力	300	
德国	豹 2A6	装甲防护厚度：820/1300mm 发动机功率：1500 马力	860	欧洲、北约
中国	MBT2000	装甲防护厚度：600/890mm 发动机功率：1200 马力	330	巴基斯坦、中东、东南亚等
	MBT3000	发动机功率：1300 马力	500	

资料来源：《国外坦克》，搜狐军事，东兴证券研究所

图 18：我国出口的 MBT-2000/VT-1 坦克



巴基斯坦陆军演习中登场的 MBT-2000



缅甸陆军装备的 VT-1

资料来源：铁血社区，东兴证券研究所

我国坦克凭借良好口碑正在快速抢占国际军贸市场。据“泰国武装力量”网站报道，泰国陆军已于 2016 年 4 月与中方签署了购买 MBT-3000 坦克合同，其中首批可能采购 50 辆。若未来泰国军方对 MBT-3000 坦克性能满意，将继续采购 150 辆以实现陆军坦克的现代化。

据泰国军事网站 TAF2017 年 3 月 22 日报道，与中国签订了采购八轮装甲车（出口型 VN-1，民间称大八轮）的协议。现在泰国确定购买的 ZBL-08 系列每年产量巨大，可以说是目前全球产量最大的八轮车族，拥有各种功能不同的衍生子型号：包括突击、运兵、侦察、维修、通信、指挥、防空、自行火炮等。

2016 年公司实现国外地区销售收入 10.51 亿元，同比大幅增长 345.6%（按重组后合并口径），也充分验证了公司出口产品正在不断扩大自身影响力、逐步打开市场。我们认为，公司作为我国坦克和装甲车研制龙头及国内唯一 8x8 轮式装甲车辆生产研制基地，最新出口型号覆盖 MBT2000、MBT3000/VT-4 等先进产品，未来有望持续抢占国际军贸市场。

3. 民品：铁路货车行业回暖，订单饱满

3.1 铁路货车行业触底回升

民品板块，公司主要以铁路货运车辆及车辆零部件为主。公司铁路货车需求主要来自三个方向：中国铁路总公司、神华集团等企业自备、海外出口。

铁总货车采购量受全国货运复苏带动，回升明显。2013 年，全国铁路货运总量达到

峰值 39.7 亿吨，随后逐年下降进入下行周期，2016 年基本保持稳定，到 2017 年 1-6 月份货运总量完成 18.2 亿吨，同比增长 15.4%。铁路货车采购量在 2012 年达到 4.03 万辆的高峰后随货运量下降，2016 年货运总量见底，货车采购量开始回升。2017 年 1 月份铁总招标采购货车 4 万辆，其中公司获得订单 1500 辆，价值 5.58 亿元。

图 19：2011-2017H1 我国铁路货运总量



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 20：2011-2016 我国铁路货车采购量



资料来源：wind，东兴证券研究所

此次铁路货运量回升的主要原因在于 2016 年 3 季度交通部和环保部分别针对公路治超和港口防霾推出新政，严格限制货车重量，禁止汽运煤炭到港口，导致公路煤炭货运回归铁路。同时，铁总自 2015 年开始进行深化铁路货运改革，推动铁路向现代物流转型发展，稳定“黑货”运输同时不断扩大“白货”运输是另一大原因。2016 年国家铁路发送集装箱、商品汽车、散货等运量同比实现大幅增长，涨幅分别达 40%、53%和 25%，铁路货运总量总体虽然出现小幅下滑，但运输结构已经开始发生变化，以集装箱、现代物流为主导的“白货”运输呈现爆发式增长态势。

我们看好今年铁路货运量企稳回升的趋势继续延续，预计未来三年铁总货车采购量在 3 万辆到 5 万辆之间，公司订单量维持在 1500-2500 辆之间。

神华集团着力发展运输，自备车放量值得期待。神华集团拥有全国第二长铁路线，里程 2155 公里，旗下运输板块拥有 5 万辆自备铁路货车，三个出海码头，40 艘航运船舶，保障集团货物运输同时也对外开展物流业务。2014 年公司与神华集团签订 2800 辆 C80 型铝合金货运敞车订单，成为神华集团重要供应商之一。2017 年，神华运输板块计划加速转型现代化物流企业，强化产运衔接，提升运输效能，扩大装备配套，充分开发市场，努力实现利润“三年三连跳”。

2016 年 12 月，神华与公司启动前期签订的 1100 辆 C80 型铝合金运煤专用敞车协议。预计在神华运输业务加速发展的过程中，公司的订单会有进一步提升。

外贸出口沉寂 3 年或有惊喜。2013 年公司与印尼 KERETA API 公司签订 600 辆 KKBW BM 敞车车辆销售合同，合同总价约 3970 万美元。2014 年 3 月，公司首次进入非洲市场，与埃塞俄比亚政府签订约 4.9 亿元的 1100 辆出口货车订单。公司目前在印尼、中亚、非洲和东南亚部分国家均建立了合作关系，同时公司积极和印尼及俄罗斯运输企业沟通，在当地设立部门。

近两年受全球经济下行影响, 公司外贸业务拓展放缓, 随着全球经济的复苏, 大宗商品回暖, 我们预计公司在外贸出口方面会有预期外的收获。

3.2 在手订单饱满, 确保民品板块盈利能力大幅改善

2015年-2016年, 由于订单量下降, 公司铁路货车业务实现收入分别只有3.04亿、5.15亿元, 其中2016年亏损近2000万元。

2016年底以来, 公司公告签订多个铁路货车合同, 订单量较前期明显增加, 新签订的C80、C80E等高单价车型将显著提升毛利水平, 预计2017年公司铁路货车业务收入将达到12-14亿元, 板块有望实现扭亏。

表 6: 2016.06 以来内蒙一机新签民品业务订单

订单时间	客户	车型	数量 (辆)	总价 (万元)	单价 (万元)
2017/6/30	铁总	C80E 型通用敞车	700	34650	49.5
2017/3/14	铁总	NX _{70A} 型共用平车	500	55830	37.2
	铁总	X ₇₀ 型集装箱专用平车	1000		
2016/12/9	神华	C80 型铝合金运煤专用敞车	1100	72050	65.5
2016/12/2	铁总	NX _{70A} 型共用平车	750	27922.5	37.2
2016/6/1	铁总	GQ70 型铁路轻油罐车	300	13083	43.6
	铁总	NX _{70A} 型共用平车	200	7430	37.1

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4. 盈利预测及估值

我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 127.6 亿元/ 155.5 亿元/ 185.1 亿元, 增长率分别为 26.8%/ 21.8%/ 19.0%; 净利润分别为 6.98 亿元/ 9.04 亿元/ 11.02 亿元。截至报告日期 2017/08/18, 按照公司总股本 1689.63 百万股计算, 则对应公司 2017-2019 年预测 EPS 分别为 0.41 元/ 0.54 元/ 0.65 元, 对应 PE 分别为 35X/ 27X/ 22X。

公司作为我国主战重轻装坦克及装甲车辆制造基地及国内唯一 8x8 轮式装甲车辆生产研制基地, 具有极高的业务壁垒及不可或缺性, 同时作为已列入全国混合所有制改革试点企业的稀缺标的, 未来混改确定性较强, 我们认为给予公司 2017 年 45 倍估值较为合理, 首次覆盖并给予公司“强烈推荐”投资评级, 六个月目标价 18.5 元。

5. 风险提示

军品订单不及预期; 民品业务拓展不及预期; 混改推进不及预期。

表 7: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	2151	9062	13360	15984	20135	营业收入	2002	10060	12761	15553	18512
货币资金	856	5136	5984	7617	8873	营业成本	1789	8813	10919	13204	15679
应收账款	487	937	2147	2033	2767	营业税金及附加	2	7	10	12	15
其他应收款	5	32	40	49	58	营业费用	49	39	50	60	75
预付款项	20	1002	1585	2673	3737	管理费用	222	796	995	1213	1444
存货	561	1159	2428	2337	3131	财务费用	-21	-96	27	65	72
其他流动资产	71	399	442	522	588	资产减值损失	26.23	18.14	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	1096	5012	4491	4048	3627	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	3.02	7.74	60.00	60.00	60.00
固定资产	526.37	1553.42	2206.19	1988.00	1769.80	营业利润	-63	491	815	1053	1282
无形资产	126	2500	2250	2025	1822	营业外收入	15.03	69.96	40.00	40.00	40.00
其他非流动资产	1	50	0	0	0	营业外支出	1.38	5.56	50.00	50.00	50.00
资产总计	3246	14074	17851	20032	23762	利润总额	-49	555	805	1043	1272
流动负债合计	871	6156	9514	11506	15006	所得税	-4	59	107	140	170
短期借款	54	225	2532	1891	3250	净利润	-45	496	698	904	1102
应付账款	618	2057	3117	3404	4259	少数股东损益	11	0	0	-1	-1
预收款项	38	942	1630	2747	3911	归属母公司净利润	-57	497	699	904	1103
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	97	3094	1311	1561	1774
非流动负债合计	0	615	11	11	11	EPS (元)	-0.07	0.32	0.41	0.54	0.65
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	871	6771	9525	11516	15017	成长能力					
少数股东权益	115	59	58	58	57	营业收入增长	-32.89%	402.42%	26.85%	21.87%	19.03%
实收资本(或股	823	1690	1690	1690	1690	营业利润增长	-126.25%	-880.43%	66.08%	29.21%	21.68%
资本公积	715	3893	4771	4771	4771	归属于母公司净利润	40.77%	29.39%	40.77%	29.39%	21.97%
未分配利润	616	1552	1562	1576	1593	获利能力					
归属母公司股东	2261	7245	8254	8444	8674	毛利率(%)	10.64%	12.40%	14.44%	15.10%	15.30%
负债和所有者权	3246	14074	17851	20032	23762	净利率(%)	-2.27%	4.93%	5.47%	5.81%	5.95%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	3.82%	-1.75%	3.53%	3.92%	4.51%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	-2.51%	6.85%	8.47%	10.71%	12.72%
经营活动现金流	-302	704	-1261	2999	787	偿债能力					
净利润	-45	496	698	904	1102	资产负债率(%)	27%	48%	53%	57%	63%
折旧摊销	180.36	2699.03	0.00	218.19	218.19	流动比率	2.47	1.47	1.40	1.39	1.34
财务费用	-21	-96	27	65	72	速动比率	1.83	1.28	1.15	1.19	1.13
应收账款减少	0	0	-1209	114	-734	营运能力					
预收帐款增加	0	0	688	1118	1164	总资产周转率	0.60	1.16	0.80	0.82	0.85
投资活动现金流	-68	-404	108	55	55	应收账款周转率	5	14	8	7	8
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.56	7.52	4.93	4.77	4.83
长期股权投资减	0	0	3	0	0	每股指标(元)					
投资收益	3	8	60	60	60	每股收益(最新摊薄)	-0.07	0.32	0.41	0.54	0.65

筹资活动现金流	174	1419	2001	-1421	415	每股净现金流(最新)	-0.24	1.02	0.50	0.97	0.74
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.75	4.29	4.89	5.00	5.13
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	867	0	0	0	P/E	-209.28	45.13	34.91	26.98	22.12
资本公积增加	0	3178	878	0	0	P/B	5.26	3.37	2.96	2.89	2.81
现金净增加额	-196	1720	848	1632	1257	EV/EBITDA	114.46	6.30	15.98	11.96	10.58

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

联系人简介

李永乐

北京航空航天大学理学博士，中央财经大学金融管理专业硕士，4年国防电子领域项目论证与管理经验，2016年加盟东兴证券研究所，从事军工行业研究，重点关注国防信息化、军民融合等方向。

张高艳

清华大学工学硕士，2年制造型企业运营管理咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，重点关注航空智能制造、军民融合等方向。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。