

2018年03月05日

内蒙一机 (600967.SH)

陆军装甲兵装备系列报告 (一): 虽无尖则不得其锐, 然无装必不得其固

- 内蒙一机原名北方创业, 于 2016 年 12 月完成收购一机集团军品业务资产及北方机械 100% 股权, 从而成功注入坦克/载具及火炮等军品业务, 成为集团唯一的陆军装甲总装上市公司。2017 年 4 月注销原上市公司军品子公司, 理清管理条线。2017 年 5 月更名为内蒙一机, 设立子公司包头北方创业 (新北创), 将原上市公司的铁路车辆业务独立出来。公司 2016 年实现营收 (100.60 亿, +0.23%), 归母净利润 (4.97 亿, +35.86%)。
- 军品占比较高, 民品保持盈利: 依据 2017 年内蒙一机经营计划, 其军品营收占比 87.44%, 民品占比 12.56%, 其中军品业务主要包含装甲车辆及火炮的国内列装采购及军贸出口。民品主要业务为弹簧、铁路机车两部分。
- 军品业务增速弹性在于轮式、综合营收能力逐步提高: ①履带式坦克: 我国坦克存量较大, 但多数为老旧型号。我们预计存量将大幅缩减, 鉴于新轻坦刚刚量产而已有 99 式、96 式系列坦克已经列装数年, 因此多种型号坦克将错峰配置; ②8×8 轮式坦克及步兵载具: 军改后存在结构性缺口, 我们预计随着“确保到 2020 年基本实现机械化”目标的落实和推进, 2018-2020 年有望维持较高增速; ③军贸业务订单持续增长为业绩提升提供弹性: 根据兰德公司《2016 军力平衡报告》的统计数据, 我国目前主要武器出口国家仍为东南亚第三世界国家, 但是已经积极拓展了非洲国家的军贸市场。根据国会研究服务部的数据, 陆军装甲装备中步兵载具的出口辆呈现明显上升趋势。
- 民品业务保持不亏损但业绩贡献有限: ①机车业务触底回升: 2014 年机车业务订单量达到顶峰后迅速下降, 2017 年公司公告的铁路机车订单总额 16.26 亿元, 其中 9.05 亿元为本年新签订单, 7.21 亿元左右的订单为神华 2014 订单结转至本年执行。我们预计该项业务将保持相对平稳发展; ②弹簧业务: 路通弹簧业务占比较小, 预计将保持盈亏平衡, 暂不考虑其影响。
- 整体上, 我们预计未来 2-3 年内可保持 20% 左右的增长。我们预计 2017-2019 年净利润分别为 5.5、6.5、7.7 亿元, EPS 为 0.32、0.38、0.46 元, 对应当前股价的 PE 分别为 39.2、33.0、27.8 倍。综合考虑到: ①陆军装备十三五期间的换装需求可能较高; ②兵器工业集团资产证券化率亟待提升; ③军贸市场提供积极弹性等因素, 首次评级给予“买入-A”评级。

公司深度分析

证券研究报告

铁路交通设备

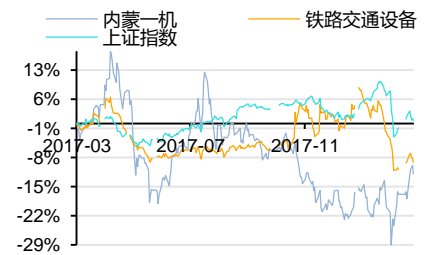
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价: **15.00 元**
股价 (2018-03-02) **12.70 元**

交易数据

总市值 (百万元)	21,458.32
流通市值 (百万元)	9,730.21
总股本 (百万股)	1,689.63
流通股本 (百万股)	766.16
12 个月价格区间	10.23/16.99 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.83	9.29	-12.98
绝对收益	5.83	7.63	-11.85

冯福章

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517040002
fengfz@essence.com.cn

邹承原

报告联系人

zoucy1@essence.com.cn

相关报告

内蒙一机: 唯一陆军装甲
总装上市公司/冯福章 2017-12-29

- 风险提示：陆军装备结构优化调整进度不及预期。零部件供应厂商因生产能力不足无法跟上换装进度要求。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,002.3	10,059.9	10,100.1	11,988.9	14,246.4
净利润	-56.7	496.5	547.5	650.0	772.3
每股收益(元)	-0.03	0.29	0.32	0.38	0.46
每股净资产(元)	1.34	4.29	4.62	4.98	5.41

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	-378.7	43.2	39.2	33.0	27.8
市净率(倍)	9.5	3.0	2.7	2.5	2.3
净利润率	-2.8%	4.9%	5.4%	5.4%	5.4%
净资产收益率	-2.5%	6.9%	7.0%	7.7%	8.5%
股息收益率	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
ROIC	-6.3%	22.9%	16.1%	20.3%	28.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 坦克及装甲车辆的基本情况	5
1.1. 地面装甲概述：冷战以来三代发展，我国曾技术落后 20 年.....	5
1.2. 坦克车辆与步兵载具共同发展.....	5
1.3. 地面装甲仍存在发展必要性.....	7
2. 配套关系与竞争格局	9
2.1. 长年垄断式生产，同品竞争较少（新轻坦共同生产）.....	9
2.2. 竞争格局与任务划分.....	10
3. 我国履带式坦克、轮式坦克/步兵载具的主要总装单位	11
3.1. 军品注入一年有余，业务条线愈发清晰.....	11
3.2. 军民品业务稳定发展，军贸业务提供弹性.....	12
3.2.1. 国内军品列装：增速弹性在于轮式、综合营收能力逐步提高.....	12
3.2.1.1. 履带式坦克.....	13
3.2.1.2. 轮式坦克及步兵载具.....	14
3.2.2. 军贸业务：军贸提供业绩弹性，但并非主要业绩提升点.....	15
3.2.3. 民品业务：保持不亏损，但不考虑其业绩贡献.....	17
4. 内蒙一机盈利预测及投资建议	18
4.1. 财务报表预测和估值数据汇总.....	19

图表目录

图 1：我国陆军主战坦克主要型号（1963-2018）.....	5
图 2：地面火力划分：履带/轮式/快速突击车.....	6
图 3：步兵载具：履带式/轮式分别配置重型旅/中型旅.....	6
图 4：中印边境长期存在明暗冲突.....	7
图 5：习主席十九大要求“确保 2020 年基本实现机械化”.....	8
图 6：军改前，8×8 装甲车占比极低.....	8
图 7：美军斯特赖克旅图片.....	8
图 8：中国 8×8 装备参与阅兵图片.....	8
图 9：美军陆军旅车辆数量及整体重量对比.....	9
图 10：美军陆军旅人员装备开支对比（单位：亿美元）.....	9
图 11：内蒙一机与江麓机电共同生产新轻坦.....	10
图 12：新轻坦现身湖南湘潭.....	10
图 13：陆军主要车辆/装甲分类及生产单位.....	10
图 14：陆军合成旅主要火力/步兵载具.....	10
图 15：内蒙一机重组过程.....	11
图 16：内蒙一机股权结构.....	11
图 17：各子公司主营业务.....	12
图 18：2017 年经营计划（营收）按子公司拆分.....	12
图 19：截至 2017 年中国坦克数量统计.....	13
图 20：截至 2017 年中国坦克数量占比（代级口径）.....	13
图 21：世界主要国家陆军主战坦克数量统计（2016）.....	13
图 22：《欧洲常规武器条约》条约国坦克总量缩减 30%.....	14

图 23: 截至 2016 我国陆军主要 8×8 型号数量.....	15
图 24: 截至 2016 我国陆军主要 8×8 型号数量.....	15
图 25: 我国军贸发展基本情况.....	16
表 1: 世界主要坦克对比.....	5
表 2: 兵器工业集团下属五家装甲生产单位.....	9
表 3: 内蒙一机军品业务业绩拆分 (含军贸)	12
表 4: 内蒙一机募集配套融资用途	17
表 5: 2017 铁路机车业务订单暴增, 但预计难以持续.....	17
表 6: 内蒙一机业绩拆分与营收预测.....	18

1. 坦克及装甲车辆的基本情况

1.1. 地面装甲概述：冷战以来三代发展，我国曾技术落后 20 年

自一战坦克登上历史舞台起，地面装甲一直为陆战主角。冷战期间前后，坦克经历了三代发展。我国坦克近年逐步赶上，三代坦克 99A 稳定生产不足 10 年；据《参考消息》2017 年 6 月 16 日援引美国战略之页网站的报道，我国适合于西部及南方地区的新轻坦开始交付部队试用，我们预计存在换装空间。

表 1：世界主要坦克对比

代级	主要改进领域	美国		苏联/俄		中国	
		名称	服役年份	名称	服役年份	名称	服役年份
第一代	仅光学瞄准镜	M47	1952	T-55	1946	59 式	1963
第二代	红外夜视、机械式弹道计算机	M60	1960	T-62	1961	79 式	1986
						88 式	1988
第三代	大口径滑膛炮、稳像式火控、复合装甲	M1	1981	T-80	1976	96 式	1998
						99 式	1999
						99A 式	2010
						ZTQ-15	未公开

资料来源：央视网，《参考消息》，安信证券研究中心搜集整理

图 1：我国陆军主战坦克主要型号（1963-2018）



资料来源：《参考消息》，央视网，安信证券研究中心搜集整理

1.2. 坦克车辆与步兵载具共同发展

坦克与装甲车辆按底部平台不同分为履带式、轮式两种，按功能不同又可按“火力打击”与“车辆载具”进行划分。

地面装甲主火力分化为三种：主战坦克（履带）、轮式坦克（轮式）、特种突击车（快速/全地形），分别配备军改后重型旅、中型旅及轻型旅，体现为不同作战需求下，火力与移动速度的平衡。

图 2：地面火力划分：履带/轮式/快速突击车



资料来源：腾讯军事，新浪军事，央视网，安信证券研究中心搜集整理

步兵装甲载具：地面装甲一般与步兵配合作战。当代战争强调投送速度、快速反应能力，步兵同样需乘坐载具，根据配合的地面火力不同，有轮式/履带式载具两种。轮式目前通用底盘为8×8或称“大8轮”，意为8个轮子，8轮驱动。其简化版如6×6或4×4等。

图 3：步兵载具：履带式/轮式分别配置重型旅/中型旅



资料来源：腾讯军事，新浪军事，央视网，安信证券研究中心搜集整理

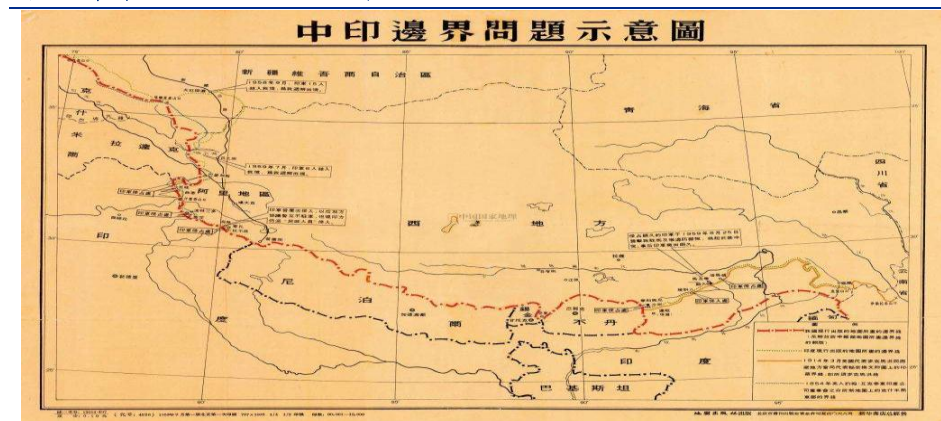
1.3. 地面装甲仍存在发展必要性

我国属于陆权大国、边境线长、争议多。我国奉行积极防御的军事战略，陆地边界漫长、强邻环伺、边界存在纷争的国家，尤以印度、越南为甚。举例来看：

- 1、【2017年6月16日】中方在中印边界锡金段中方一侧的洞朗地区进行道路施工，目的是为了改善当地的交通，便利当地牧民放牧和边防部队巡逻；
- 2、【2017年6月16日】参考消息援引美国战略之页网站报导“外媒关注中国“新轻坦”：称其专为中印及中越边境地形设计”（备注：早在2015年1月28日，参考消息已经援引美国战略之页网站消息称“最新的专用战车是一种轻型坦克，旨在更有效地应付有很多崎岖山区地形的西藏和邻近省份，当然这也包括与越南接壤处的丛林山地。”）；
- 3、【2017年6月18日】印度边防部队270余人携带武器、连同2台推土机，在多卡拉山口悍然越过锡金段边界线，进入中国境内阻挠中方的修路活动；
- 4、【2017年6月20日】央视网援引美国合众国际社的报道称：中国媒体公开的视频显示，解放军在西藏高原组织演练出现了一种未明确型号的新式坦克，中国媒体将其称为“新式轻型坦克”。

《坦克装甲车辆期刊》文章称：中印边境实际控制线（LOC）周围，中方一般享有“高度差”的优势，一旦一线哨所遭到攻击，部署在纵深的解放军装甲机械化部队应当快速机动至战略性的山口、通道等处，初期可以承担防御任务，主要以火力迟滞敌军进攻，控制要点，尽快使战局稳定下来，后期则以积极的进攻打乱敌军部署，歼灭或驱逐入侵之敌。从这些作战需求出发，新轻坦完全可以遂行任务，以火力、机动乃至信息等方面的优势，以积极的进攻行动粉碎装备轻、火力不强的敌山地步兵，摧毁敌空降着陆场。

图4：中印边境长期存在明暗冲突



资料来源：中国国家地理，安信证券研究中心搜集整理

坦克发展的必然性与发展速度：考虑到我国国土面积及周边安全局势，发展必要数量、技术先进的装甲装备仍有必要。我们预计我国坦克总量仍然将维持一定水平，三代坦克换装空间仍然较大。但是，我们预计内蒙一机坦克子业务收入保持平稳，主要因为：①我国坦克存量较大，不存在编制上的结构性缺口；②装甲装备技术相对成熟稳定，新产品单品价值量提升有限；③生产计划性较强，若非备战/打仗，订单需求不会突破平时产能呈几何增长；④若存在周边安全局势隐患或存在阶段性换装进度要求，将出现由多单位同时生产的情况。

目前陆军装备发展重点在于8×8轮式步兵载具，主要因为：

第一：8×8轮式装甲装备助力提升人民军队机械化水平

我国军队人数多、装备数量少，其中以陆军最为突出。陆军长期缺乏步兵载具，大量机步旅仍采用极为老旧的63式运输车。习近平主席在十九大报告中指出“要确保到2020年基本实现机械化”。由此，陆军增加步兵载具已经成为既定趋势。军改前，新型8×8轮式装甲车辆

数量极低且远未达到装备需求，我们认为内蒙一机 8×8 装甲车辆将是陆军实现机械化的最直接应用产品。

图 5：习主席十九大要求“确保 2020 年基本实现机械化”



资料来源：中国军网，安信证券研究中心搜集整理

图 6：军改前，8×8 装甲车占比极低

中国人民解放军陆军				
装甲车类型	型号	数量	代级	类别
装甲步兵战车	04步兵战车	500	三代	履带式
	04A步兵战车	350	三代	履带式
	05式步兵战车	300	三代	履带式
	09式步兵战车	400	三代	8×8轮式
	86式步兵战车	600	二代	履带式
	86A式步兵战车	650	二代	履带式
	92式步兵战车	550	二代	履带式
	92B式步兵战车	600	二代	履带式
	装甲运输车	09A式装甲运输车	120	三代
93式装甲运输车		50	二代	6×6轮式
92A式装甲运输车		700	二代	6×6轮式
89式装甲运输车		1750	二代	履带式
63式装甲运输车		2400	一代	履带式
装甲突击车	09式装甲突击车	250	三代	8×8轮式
装甲车辆合计9220(辆)，其中8×8轮式车辆仅770辆(仅占8.35%)				

资料来源：兰德《2016 军力平衡报告》，安信证券研究中心搜集整理

第二：对标美军“斯特赖克”旅，打造“世界一流军队”

习近平主席在十九大报告中指出“到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队”。根据《坦克装甲车辆期刊》文章：多年来，美国陆军的主要战斗单位，已经是“斯特赖克”战斗旅，以往的主战坦克不再是“唱主角”的了，取而代之的是，以“斯特赖克”系列装甲车为主要装备的中型装备旅（尤其是海外驻军）。这是全球军事对抗大环境所决定的，也是美国陆军为了适应全球快速部署的需要。“斯特赖克”装甲车，成为美国陆军“挑大梁”的武器装备。我们认为，内蒙一机 8×8 装甲车辆是我国陆军对标美国“斯特赖克”旅并打造“世界一流军队”的重要装备之一。

图 7：美军斯特赖克旅图片



资料来源：维基百科，安信证券研究中心搜集整理

图 8：中国 8×8 装备参与阅兵图片

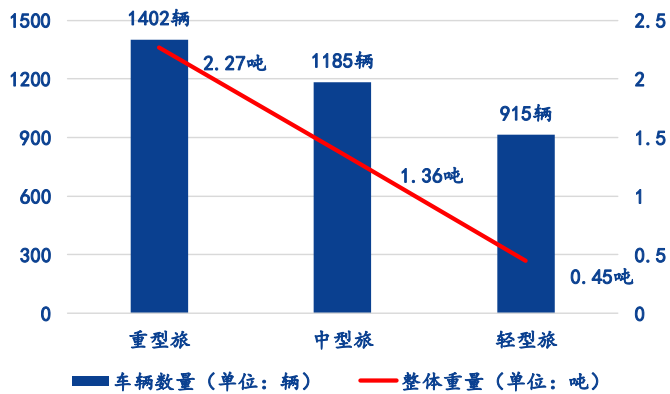


资料来源：央视网，安信证券研究中心

第三：陆军编成的“轻量化”与装备开支的“合理化”

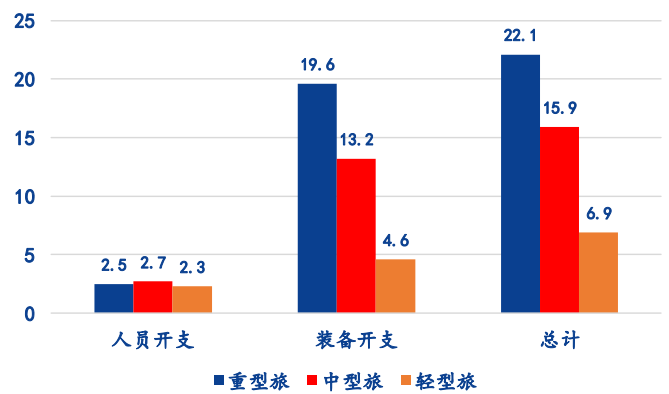
根据《坦克装甲车辆期刊》的文章：①美国陆军“重型装甲旅的空运重量是步兵作战旅的 5 倍，是‘斯特赖克’作战旅的 1.7 倍”；②三类旅人员开支差不多，但装备至相差极大。一个装甲旅的装备开支，竟然是步兵旅（机步旅）的 4 倍。我国传统装甲装备以重量较大的坦克为主。我们认为，内蒙一机 8×8 装甲车辆将有助于陆军向轻量化转型并优化装备开支。

图 9：美军陆军旅车辆数量及整体重量对比



资料来源：《坦克装甲车辆期刊》，安信证券研究中心

图 10：美军陆军旅人员装备开支对比（单位：亿美元）



资料来源：《坦克装甲车辆期刊》，安信证券研究中心

2. 配套关系与竞争格局

2.1. 长年垄断式生产，同品竞争较少（新轻坦共同生产）

从竞争格局上看，建国初期兵器工业集团建设有 5 家装甲生产企业，分别为内蒙一机、北方车辆、重庆铁马、江麓机电及哈尔滨一机。其中，内蒙一机从生产能力、生产规模、设计水平等方面存在比较优势。截至目前，除我国陆军新轻型坦克的国内列装型号由内蒙一机及江麓机电同时生产外，其他坦克及 8×8 轮式装甲载具均由内蒙一机生产。

表 2：兵器工业集团下属五家装甲生产单位

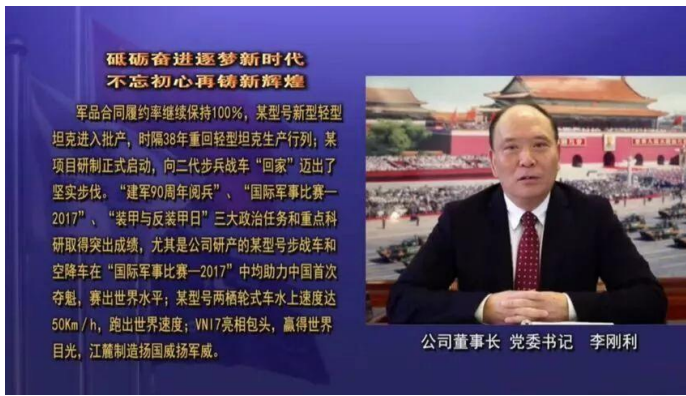
公司	创建时间	主要产品介绍
内蒙一机	1954 年	军品：主战坦克、履带式装甲维修车、8×8 轮式装甲车；
		民品：铁路货车、车辆弹簧
北方车辆	1946 年	军品：履带式突击车、履带式步战车、履带式装甲车、履带式自行突击炮
		民品：北方客车、北方房车、特种车辆、北方索道等
江麓机电	1958 年	军用：履带式两栖突击车、履带式突击车
		民用：挖掘机、起重机、压路机等车辆为主要产品
重庆铁马	1941 年	军民两用：警用防暴车、治安车；
		军用：履带式两栖突击车、6×6 轮式装甲车、6×6 轮式防雷装甲车
		军贸：8×8 轻型轮式装甲车
哈尔滨一机	1950 年	军用：无
		民用：平地机，全液压履带式起重机、打桩机、钻机等多种工程机械产品

资料来源：兵器工业集团各单位网站，百度百科，安信证券研究中心搜集整理

内蒙一机长年对履带坦克式及 8×8 轮式车辆垄断式生产：①内蒙一机主要负责生产主战装备，如：履带式坦克、轮式 8×8 车辆；②其他 4 家主要生产特种车或功能车，配置功能型及保障型作战部队为主，规划“保留军用生产能力，但和平时期主要面向民用/警用”；

新轻坦加速量产，由“垄断生产”转向“共同生产”：2018 年 1 月江麓公司董事长、党委书记李刚利在新年宣传片中提到“某型号新型轻型坦克进入批产，时隔 38 年重回轻型坦克生产行列”。我们认为：①“批产”表示新轻坦列装速度预计较快；②“38 年”可以看出 38 年前正值 1979 年中越战争前后，同样对坦克需求迫切；③《参考消息》2017 年 6 月 16 日报道称：外媒关注中国“新轻坦”，称其专为中印及中越边境地形设计。由此可见我国捍卫国家主权完整的决心以及坦克生产单位（内蒙一机及江麓机电）临危受命的态度与能力。

图 11：内蒙一机与江麓机电共同生产新轻坦



资料来源：凤凰军事，安信证券研究中心

图 12：新轻坦现身湖南湘潭



资料来源：凤凰军事，安信证券研究中心

2.2. 竞争格局与任务划分

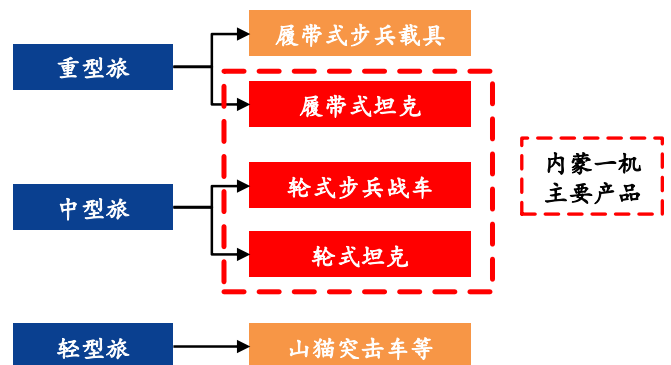
内蒙一机主要关注两类产品：各类坦克车辆及轮式步兵载具。由此，我们在后文中重点关注履带式坦克、8×8 轮式坦克及步兵载具的产品空间及生产能力。

图 13：陆军主要车辆/装甲分类及生产单位

	火力（坦克）	步兵载具
轮式	在产品均由内蒙一机生产	在产品均由内蒙一机生产
履带	绝大多数由内蒙一机生产 新轻坦由内蒙一机及江麓机电共同生产	特种车辆 江麓机电生产； 其他步兵载具 北方车辆生产；

资料来源：兵器工业集团官网，维基百科，安信证券研究中心

图 14：陆军合成旅主要火力/步兵载具



资料来源：《坦克装甲车辆期刊》，安信证券研究中心搜集整理

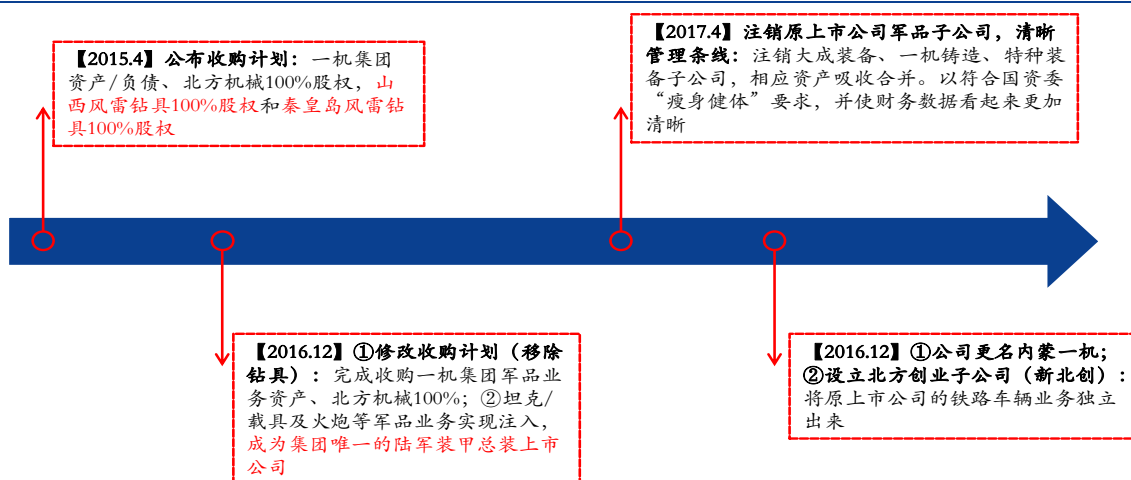
3. 我国履带式坦克、轮式坦克/步兵载具的主要总装单位

内蒙古第一机械集团股份有限公司（以下简称：内蒙一机）是我国陆军履带式坦克、轮式坦克/步兵载具的主要总装单位。习近平总书记在十九大报告中指出“确保 2020 基本实现机械化”。时间紧、任务重，军改造成轮式装备结构性缺口，将迎来较为快速的增长期。

3.1. 军品注入一年有余，业务条线愈发清晰

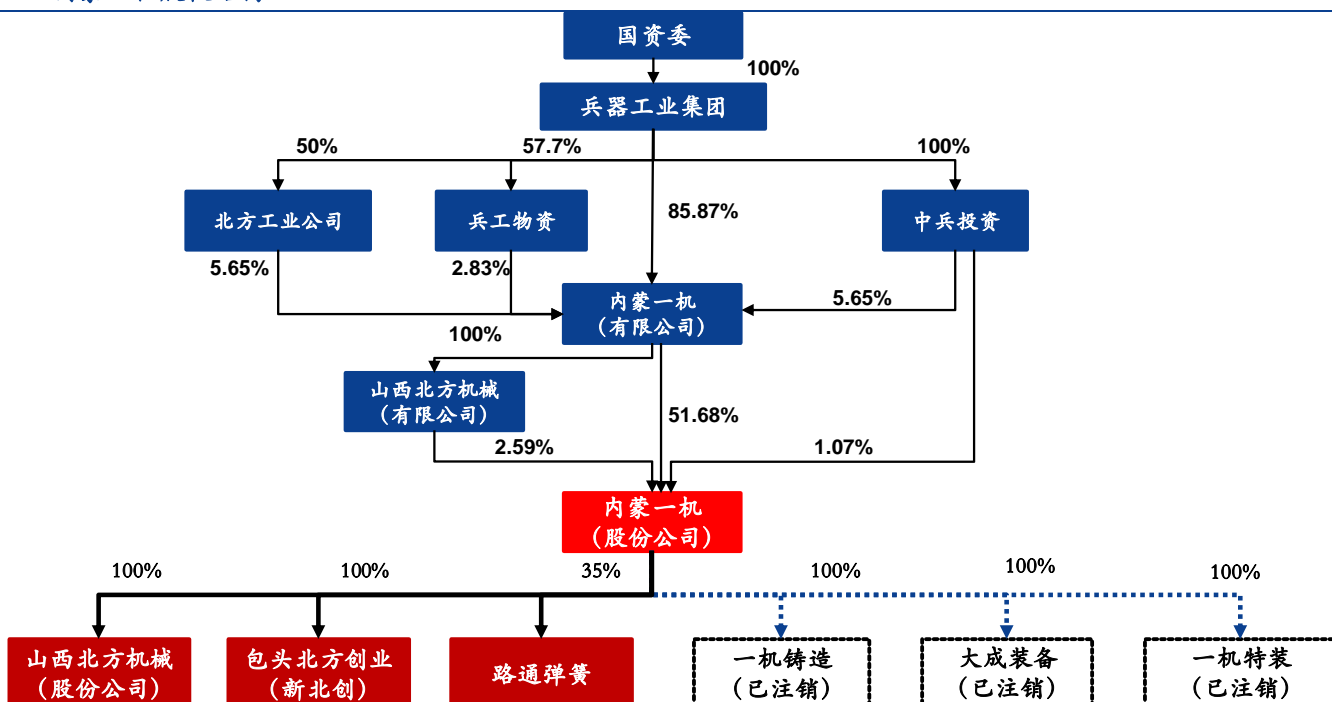
内蒙一机原名包头北方创业股份有限公司（以下简称：北方创业）于 2016 年 12 月完成收购一机集团军品业务资产及北方机械 100% 股权，从而成功注入坦克/载具及火炮等军品业务，成为集团唯一的陆军装甲总装上市公司。2017 年 4 月注销原上市公司军品子公司，理清管理条线。2017 年 5 更名为内蒙一机，设立子公司包头北方创业（新北创），将原上市公司的铁路车辆业务独立出来。

图 15：内蒙一机重组过程



资料来源：公司公告，安信证券研究中心搜集整理

图 16：内蒙一机股权结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心搜集整理

3.2. 军民品业务稳定发展，军贸业务提供弹性

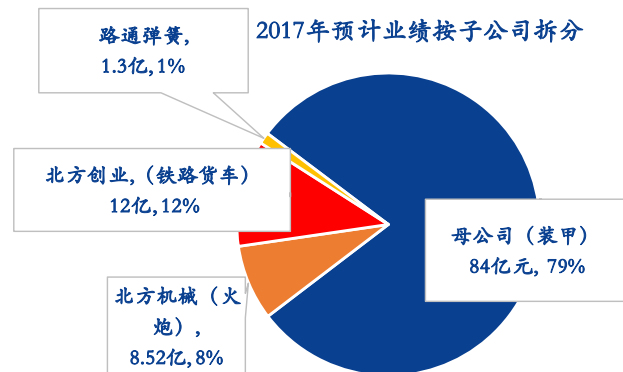
内蒙一机 2017 经营计划中军品营收占比 87%，主要包含国内采购及军贸出口。民品主要业务为弹簧、铁路机车两部分。主营业务拆为 3 部分：

- 1) 内蒙一机本部、北方机械子公司：国内列装的坦克/载具、火炮等国内陆军主战装甲；
- 2) 内蒙一机本部：军贸业务，坦克/火炮/载具出口，一般为主战装备的退化版；
- 3) 民品：铁路机车（子公司北方创业）、车辆弹簧等配件（子公司路通弹簧）

图 17：各子公司主营业务

经营实体	主营业务	简介
母公司	装甲车辆	履带式/轮式装甲车辆军品业务开发、生产、销售
北方机械	火炮	中口径火炮
北方创业	铁路车辆	铁路车辆及零配件的研制、开发、生产、销售
路通弹簧	车辆弹簧	铁路车辆/汽车钢板弹簧

图 18：2017 年经营计划（营收）按子公司拆分



资料来源：内蒙一机 2016 年年报，安信证券研究中心搜集整理

资料来源：内蒙一机 2016 年年报，安信证券研究中心搜集整理

3.2.1. 国内军品列装：增速弹性在于轮式、综合营收能力逐步提高

履带式坦克：我国坦克存量较大，但多数为老旧型号。我们预计总量将大幅缩减，鉴于新轻坦刚刚开始量产而已有 99 式、96 式系列坦克已列装数年，因此预计多种型号坦克将错峰配置，每年产量维持在 175 辆左右。

8×8 轮式坦克/步兵载具：我们预计 2017-2020 年陆军中型旅主要型号（装甲突击、装甲步战、装甲输送）8×8 车辆的需求为 5388 辆左右，有望在十三五期间配置完成以实现“2020 年基本实现机械化”的既定目标。我们推断 2016-2017 年 8×8 产出分别为 597 辆、776 辆。以此为基数，我们给出 2018-2020 年 29.87% 的复合增速。

表 3：内蒙一机军品业务业绩拆分（含军贸）

	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F
履带式坦克					
营收(亿元)	34.48	34.48	34.48	34.48	34.48
数量(辆)	172.42 (1)	172.42	172.42	172.42	172.42
价格(亿元)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
轮式坦克/步兵战车					
营收(亿元)	59.73	77.57	100.74	130.84	169.93
数量(辆)	597 (2)	776	1007	1308	1699
yoy		29.87%	29.87%	29.87%	29.87%
价格(亿元)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
军品业务营收(亿元)	94.21	112.05	135.23	165.32	204.41
yoy		18.94%	20.68%	22.26%	23.64%

注：(1) 3390 / (2017-1998) = 172.42 辆/年；(2) (94.21-172.42×0.2) / 0.1=597 辆

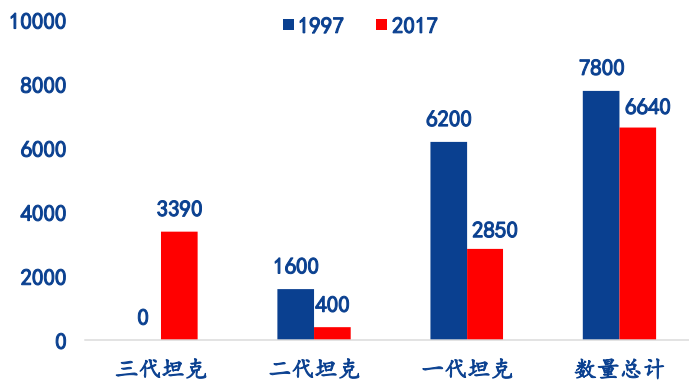
资料来源：Wind，《参考消息》，公司公告，安信证券研究中心预测

3.2.1.1. 履带式坦克

【2018年2月27日】《参考消息》援引美国《外交学者》网站题为《中国拥有世界上最大的现役坦克部队》的文章：截至2017年，中国解放军的作战坦克部队有大约3390辆第3代主战坦克、400辆第2代主战坦克和2850辆第一代主战坦克组成。相比之下，1997年，这支部队曾有6200辆第1代主战坦克和1600辆第二代主战坦克。

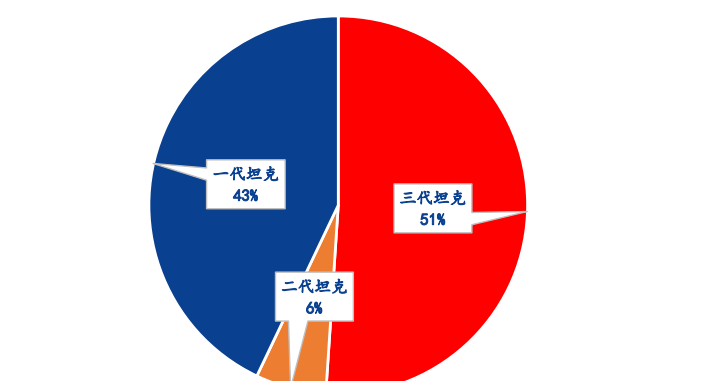
我们判断，坦克总量逐年压缩，三代坦克占比已经达到50%以上，但一代坦克比例仍然较大。同时，根据美国智库兰德公司《军力平衡报告》的统计，美国、日本等陆军强国仅保留三台坦克，俄罗斯虽然库存二代及以下坦克数量较多，但正在加紧生产阿玛塔 T-14 四代坦克且数量较大。我们由此预计我国十三五期间将批量淘汰一代坦克，稳步换装三代坦克。

图 19：截至 2017 年中国坦克数量统计



资料来源：《参考消息》，美国《外交学者》网站，安信证券研究中心

图 20：截至 2017 年中国坦克数量占比（代级口径）



资料来源：《参考消息》，美国《外交学者》网站，安信证券研究中心

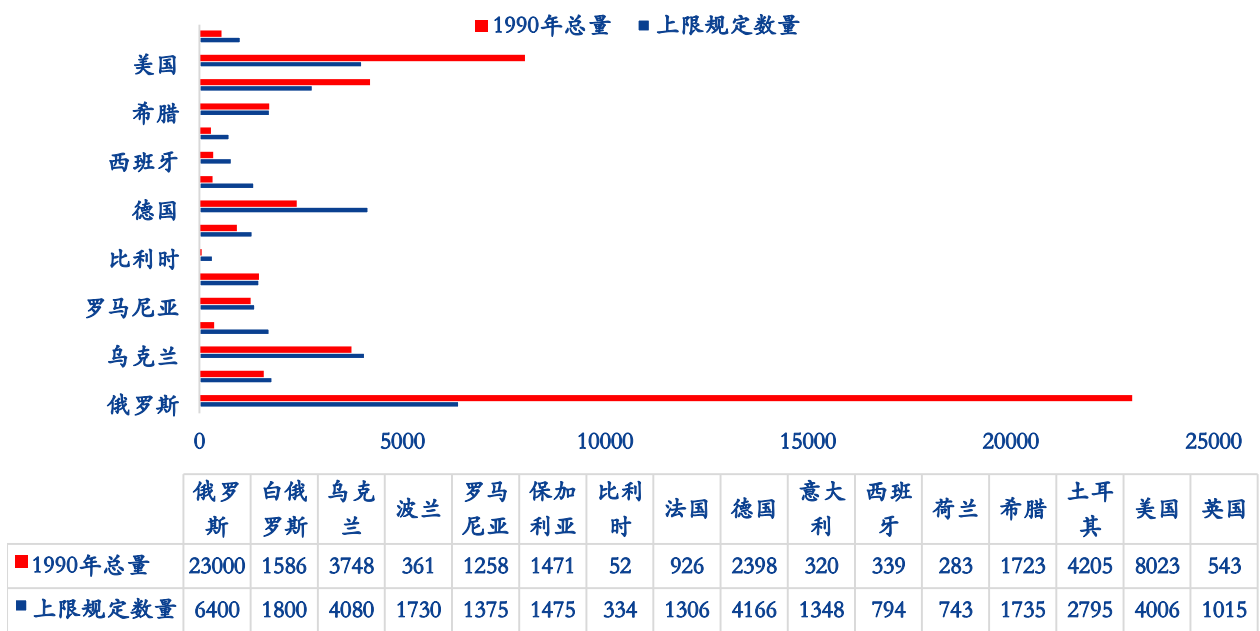
图 21：世界主要国家陆军主战坦克数量统计（2016）



资料来源：兰德公司《2016 军力平衡报告》，安信证券研究中心搜集整理

我国坦克总量压缩空间预测假设：《欧洲常规武器力量条约（CFE）》（以下简称：条约）对参加国常规武器装备数量上限分别做出了规定，约定坦克总量由当时的 50,326 辆下降到 35,102 辆，降幅 30%。鉴于目前坦克建造的主要目的仍为有效打击敌对国家坦克，在世界各国坦克总体数量大幅下降的前提下，我们预计我国坦克总量也将大幅缩减 30% 左右。

图 22:《欧洲常规武器条约》条约国坦克总量缩减 30%



资料来源:《欧洲常规武器条约》,安信证券研究中心搜集整理

坦克年产能测算: 96 及 99 系列坦克是在我国陆军努力赶超其他国家三代坦克的背景下发展起来的,因此定型后的列装需求相对迫切。我们据此假设两款坦克自 1998、1999 年分别定型后至 2017 年 19 年期间,内蒙一机的履带式坦克生产线一直处于相对满产状态。按照【2018 年 2 月 27 日】《参考消息》援引《外交学者》题为《中国拥有世界上最大的现役坦克部队》的文章:截至 2017 年,解放军拥有 96、99 系列坦克 3390 辆。

我们判断,坦克年产能=3390/ (2017-1998) =172.42 辆/年。

坦克及装甲车辆价格预测假设: 结合维基百科对 99 式主战坦克的表述:①“99 式主战坦克在 2009 年国庆 60 周年阅兵式...参加阅兵式的单车造价为 1600 万人民币(约合 190 万美元),创下了中国国产坦克造价的新高”;②“美国 M1A2 坦克的造价约 1000 万美元,日本 10 式坦克造价约 800 万美元,99 式造价仅约 300 万美元”。我们判断,99 系列坦克的价格区间为 (190~300 万美元),折合人民币为 (1600~2500 万人民币)。

同时,结合①:2018 年 2 月 27 日《参考消息》援引国际战略研究所的观点“最新的 ZTZ-99A 似乎产量不大,并配发给了北京周边的战略预备役部队,可能是由于成本相对较高。中国第 3 代坦克绝大多数仍是上世纪 90 年代末的 ZTZ-96 坦克”、②“相对于造价昂贵的 99 式主战坦克,96 式坦克及其改进型的成本较低,火力和防护力指标满足需求,单坦克性价比凸出可节省经费,适合大批量生产装备部队”;③维基百科对 96 式主战坦克的表述“相对于造价昂贵的 99 式主战坦克,96 式坦克及其改进型的成本较低,火力和防护力指标满足需求,单坦克性价比凸出可节省经费,适合大批量生产装备部队”。我们判断 96 系列坦克的价格相对较低。结合传统陆军步坦协同的作战理念,我们大体预测:坦克的单位价格为 2000 万左右、8×8 等装甲车辆的单位价格为 1000 万左右。

3.2.1.2. 轮式坦克及步兵载具

通过公开信息编制猜测推断装备整体需求: 根据《坦克装甲车》期刊文章:①“本轮军改后,原七大军区被五大战区取代,陆军集团军也由 18 个减少为 13 个”;②“结合公开数据,笔者猜测军改后的中国陆军集团军,由 6 个合成旅(重型、中型、轻型各 2 个,所谓折中就体现在这里)、1 个炮兵旅、1 个防空旅、1 个特战旅、1 个陆航旅(或空中突击旅)、1 个工兵

旅和 1 个勤务兵旅组成，总计 12 个旅”；③“根据公开报道中透露的信息，参考合成营的编成特点，我们大致可以推断，无论是重型、中型，还是轻型合成旅，都下辖 4 个合成营、1 个炮兵营、1 个防空营、1 个作战支援营、1 个侦察营和 1 个勤务营”；④“按这种模型编成的合成营，拥有 31 辆 ZBL-08 型 8×8 轮式步战车，15 辆 ZTL-08 型 8×8 轮式突击车...”。

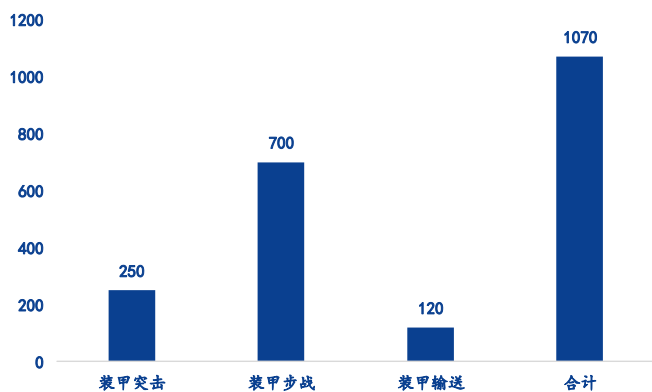
我们推断，仅 ZBL-08 型 8×8 轮式步战车、ZTL-08 型 8×8 轮式突击车的需求量即为： 13 （集团军） $\times 2$ （中型合成旅） $\times 4$ （合成营） $\times (31+15)$ （营编制需求） $=4784$ 辆

对标美国“斯特赖克旅”打造世界一流军队，“车族式发展”提升需求空间弹性：《坦克装甲车》期刊文章称：①中国陆军编成的轻型机械化步兵师（中型旅），其规模和美军的“斯特赖克”作战旅相当，以 09 式(08 式)轮式步兵战车为主，装备的各种变形车全部是轮式的...；②美陆军“斯特赖克”作战旅的主要装备，是清一色的“斯特赖克”轮式装甲车，一共是 10 种车型...；③内蒙古一机集团“十二五”发展回顾文章《这五年，我们从未止步》提到：轮式车辆形成全系列发展局面，8×8 轮式系列车族已达 40 个品种，成为我军新时期装备建设中的最重要的高机动、信息化、轻量化武器和保障平台。

我们由此判断，①我国陆军对“中型旅”的建设参照美军“斯特赖克”的发展模式；②装备需求远不止 ZBL-08、ZTL-08 两种产品，而是呈“车族式”、“平台化”的发展（上述结论有助于支撑内蒙一机的长期发展逻辑）

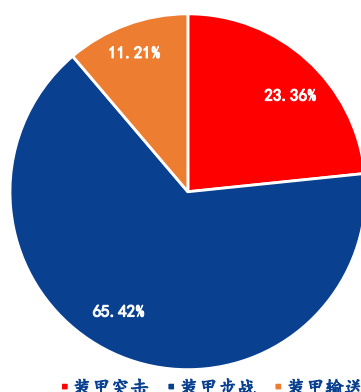
根据美国智库兰德公司的数据，推断中型旅主要 8×8 型号的发展空间：兰德公司《2016 军力平衡报告》数据显示：截至 2016 年我国陆军拥有 ZBL-08(09 式步兵战车)700 辆、ZTL-11 (09 式装甲突击车) 250 辆、ZSL-08 (09 式装甲运输车) 120 辆。

图 23：截至 2016 我国陆军主要 8×8 型号数量



资料来源：兰德《2016 军力平衡报告》，安信证券研究中心搜集整理

图 24：截至 2016 我国陆军主要 8×8 型号数量



资料来源：兰德《2016 军力平衡报告》，安信证券研究中心

我们按比例推算：①中型旅主要型号装备（突击车、步战车、运输车）的编制需求大体为： $4784 \times (700+250+120) / (700+250) = 5388$ 辆。

3.2.2. 军贸业务：军贸提供业绩弹性，但并非主要业绩提升点

我们强调，军贸整体订单的增长主要反应“一带一路”沿线国家政治上向中国靠拢，每年并不一定会给企业带来实质性业绩增厚。以泰国接收我国 VT-4 坦克为例：接收首批 VT-4 坦克以后对产品质量表示认同，并将订单总量进一步增加，但是根据美国国会服务部对 2008-2015 年 6 年间我国坦克交付情况来看，每年实际交付量并未明显提升。每年订单具体数量由当地军队/政府结合其周边局势、国防预算等因素综合确定。同时，外贸订单由北方工业公司经由当地军火交易中间商与外国军方签订，签订价格的多少或利润的丰厚程度与内蒙一机并无直

接关系，内蒙一机仅单方面与北方工业公司进行结算。

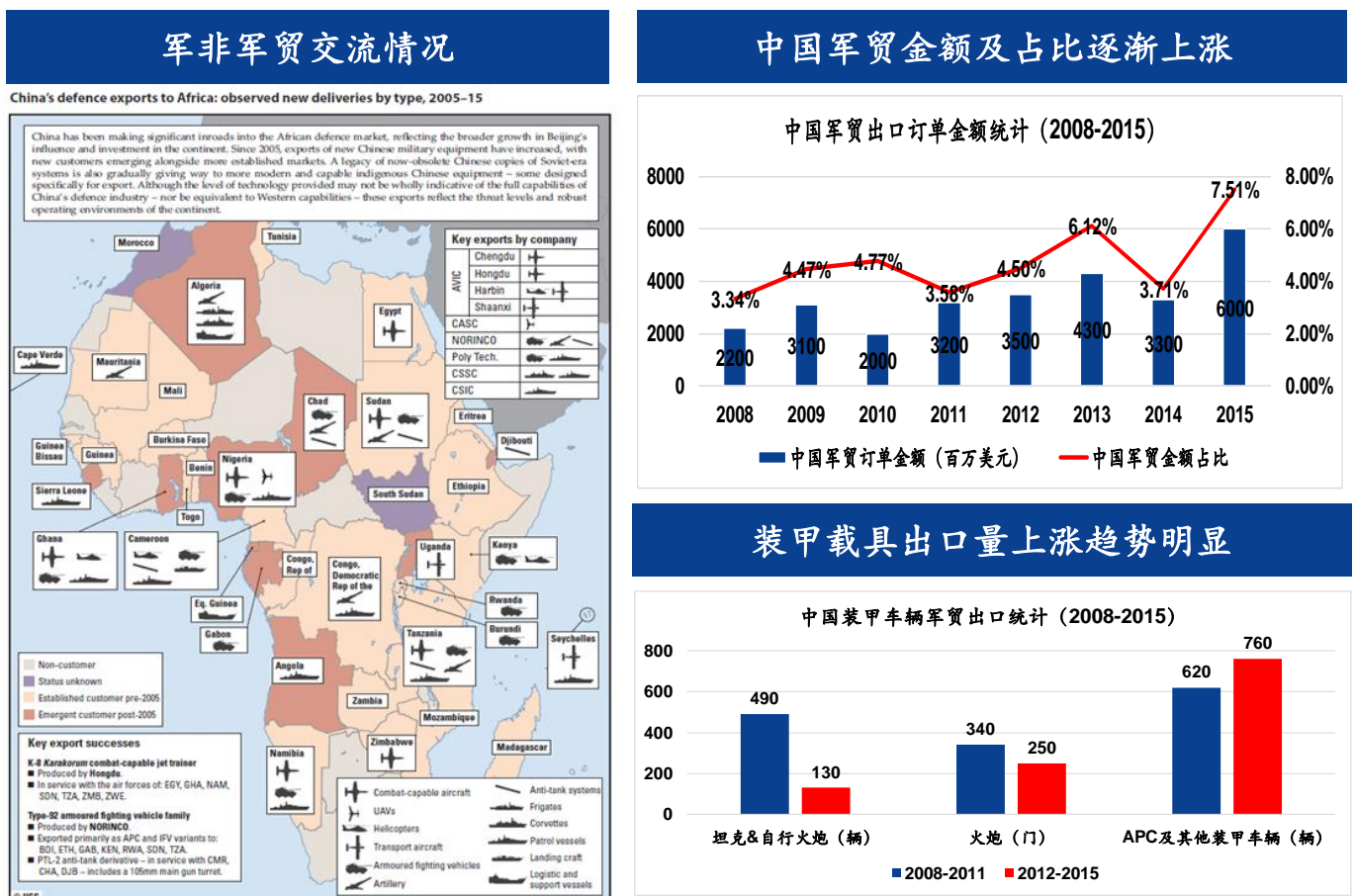
我们同时注意到近年来军贸订单呈现明显增加的趋势，主要因为：①我国综合实力快速提升，部分东南亚国家政治上向我国靠拢；②我国装备性价比较高，其中尤其以陆军装备最为明显；③我国有意拓展军贸市场，或跟随或带动“一带一路”政策的发展。

物美价廉，已与第三世界国家有大量合作：

相对其他空天武装，各国同级别装甲车辆性能差距不大，我国成本相对较低，受益一带一路，地面武器军贸市场有望最先提速。根据兰德公司的数据，我国目前主要武器出口国家仍为东南亚第三世界国家，但是已经积极拓展了非洲国家的军贸市场。

同时，根据国会研究服务部的数据，我国军贸总额呈现明显上升趋势。其中，陆军装甲装备中步兵载具的出口辆呈现明显上升趋势，与我们对内蒙一机8×8产量增速的判断一致。

图 25：我国军贸发展基本情况



资料来源：兰德公司《2016 军力平衡报告》，国会研究服务《常规武器转移向发展中国家，2008-2015》，安信证券研究中心搜集整理

军贸分线，产能增加，未来空间较大：

配套融资资金中有 4.2 亿元用于军贸分线，扩产一旦完成将实现从“剩余产能再利用”向“积极拓展新军贸订单”的转变。

表 4：内蒙一机募集配套融资用途

方向	项目	实施单位	募集资金投资金额
产业 项目 投资	新型变速器系列产品 产业化建设项目	一机集团本次拟注入主体	23,100.00
	军贸产品生产线建设项目	北方机械	14,337.00
	综合技术改造项目	一机集团本次拟注入主体	11,400.00
	节能减排改造项目	北方机械	1,960.00
	4X4 轻型战术车产业化建设项目	一机集团本次拟注入主体	7,700.00
	环保及新能源配套设施 生产建设项目	一机集团本次拟注入主体	15,440.00
	外贸车辆产业化建设项目	一机集团本次拟注入主体	28,000.00
	小计		101,937.00

资料来源：公司公告，安信证券研究中心搜集整理

3.2.3. 民品业务：保持不亏损，但不考虑其业绩贡献

机车业务触底回升，但预计难以持续：2014 年机车业务订单量达到顶峰后迅速下降，2017 年公司公告的铁路机车订单总额 16.26 亿元，其中 9.05 亿元为本年新签订单，7.21 亿元左右的订单为神华 2014 订单结转至本年执行。我们预计该项业务收入可以保持基本稳定。

弹簧业务：过去几年维持在盈/亏不足百万状态，预测未来几年对业绩影响仍将不大。

表 5：2017 铁路机车业务订单暴增，但预计难以持续

年份	铁路机车业务 (亿元)	披露重大合同总额 (亿元)	公司归母净利润 (亿元)	披露合同拆分		
				铁总	神华	外贸
2010A	18.96	6.41	0.57	6.41	-	-
2011A	20.51	15.52	1.15	3.67	6.72	5.13
2012A	22.00	16.34	1.70	8.69	-	7.65
2013A	21.17	15.57	2.59	3.19	9.98	2.40
2014A	17.81	16.08	2.01	-	11.14	4.94
2015A	3.62	0.00	-0.57	-	-	-
2016A	5.15	4.84	-0.09	4.84	-	-
2017F	10 亿+	16.26	N/A	9.05	7.21	-

资料来源：公司公告，安信证券研究中心搜集整理

4. 内蒙一机盈利预测及投资建议

我们预计随着“十三五”进入到第3年，陆军将加速实现机械化。公司未来2-3年的发展逻辑在于：

(一) 军品业务：8×8轮式装甲车辆加速列装；坦克车辆生产业务需求急迫将为企业提供稳定营收来源，但是由于新轻坦由内蒙一机与江麓机电共同生产，订单分流导致该部分业务增速预期不高。同时，我们关注到①内蒙一机2016年报中披露的2017年经营计划中，军品业务营收相比2016年的发生额减少6.91%，低于我们预计的2017年8×8装甲车辆的生产需求21.73% ($1-87.7/112.05=21.73\%$)。我们判断主要是由于个别零部件配套企业的供应能力无法匹配增加的换装需求，导致整体产能受限、无法按时交付；②根据《包头日报》报道：一机集团2017年经营业绩为134.2亿元，同比增加3.32%，增幅较小；而根据经营计划，公司2017年营收相比2016年增长0.40%，同样增幅较小。从而我们判断公司全年营收基本与经营计划相差不大。综合上述信息，我们保守估计内蒙一机每年的营收水平低于我们所预计的生产计划25%左右（略大于21.73%）。

(二) 民品业务：由于2015-2016年铁路车辆招标情况低于平均水平，我们判断铁路车辆业务2017年经营计划完成较好是由于短期补偿性增长，预计未来将保持相对平稳发展。路通弹簧业务占比较小，预计保持盈亏平衡，暂不考虑其影响。

整体上，我们预计未来2-3年内可以保持20%左右的增長。2017-2019年的EPS分别为0.32/0.38/0.46元，对应PE为39.2/33.0/27.8倍。综合考虑到：①陆军装备十三五期间的换装需求较高；②兵器集团资产证券化率亟待提升；③军贸市场提供积极弹性等因素，我们给予公司买入评级。

风险提示：陆军装备结构优化调整进度不及预期。零部件供应厂商因生产能力不足无法跟上换装进度要求。

表6：内蒙一机业绩拆分与营收预测

	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F
履带式坦克					
营收(亿元)	34.48	34.48	34.48	34.48	34.48
数量(辆)	172.42	172.42	172.42	172.42	172.42
价格(亿元)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
轮式坦克/步兵战车					
营收(亿元)	59.73	77.57	100.74	130.84	169.93
数量(辆)	597	776	1007	1308	1699
yoy		29.87%	29.87%	29.87%	29.87%
价格(亿元)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
军品生产需求预计	94.21	112.05	135.23	165.32	204.41
yoy		18.94%	20.68%	22.26%	23.64%
8×8交付速度不及预期(1)		24.35	25.19	32.71	42.48
(一) 军品业务营收(亿元)	94.21	87.70	110.04	132.61	161.93
yoy		-6.91%	25.47%	20.51%	22.11%
(二) 民品业务营收(亿元)	6.39	13.30	9.85	9.85	9.85
合计(亿元)	100.60	101.00	119.89	142.46	171.77
yoy		0.40%	18.70%	18.83%	20.58%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心预测

4.1. 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,002.3	10,059.9	10,100.1	11,988.9	14,246.4	成长性					
减:营业成本	1,789.3	8,812.5	8,807.3	10,420.5	12,355.9	营业收入增长率	-32.9%	402.4%	0.4%	18.7%	18.8%
营业税费	1.8	7.3	7.1	8.4	10.0	营业利润增长率	-126.3%	-880.4%	11.6%	20.9%	20.6%
销售费用	49.5	39.0	64.6	74.9	91.2	净利润增长率	-128.2%	-976.3%	10.3%	18.7%	18.8%
管理费用	222.1	796.0	757.5	887.2	1,054.2	EBITDA 增长率	-109.6%	-2637.7	-2.4%	20.4%	17.7%
财务费用	-20.6	-96.3	-133.1	-116.3	-115.8	EBIT 增长率	-140.5%	-572.3%	5.1%	31.7%	25.1%
资产减值损失	26.2	18.1	57.3	60.0	60.0	NOPLAT 增长率	-143.2%	-557.4%	5.1%	31.7%	25.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	26.4%	49.8%	4.1%	-10.7%	-31.8%
投资和汇兑收益	3.0	7.7	8.6	8.5	8.5	净资产增长率	-2.8%	207.4%	7.7%	7.8%	8.4%
营业利润	-62.9	490.9	547.9	662.6	799.3	利润率					
加:营业外净收支	13.7	64.4	64.4	64.4	64.4	毛利率	10.6%	12.4%	12.8%	13.1%	13.3%
利润总额	-49.2	555.3	612.3	727.1	863.8	营业利润率	-3.1%	4.9%	5.4%	5.5%	5.6%
减:所得税	-3.8	59.2	65.3	77.5	92.1	净利润率	-2.8%	4.9%	5.4%	5.4%	5.4%
净利润	-56.7	496.5	547.5	650.0	772.3	EBITDA/营业收入	-1.3%	6.6%	6.4%	6.5%	6.4%
						EBIT/营业收入	-4.2%	3.9%	4.1%	4.6%	4.8%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	97	37	54	42	33
货币资金	855.6	5,135.8	5,555.6	6,270.0	7,665.0	流动营业资本周转天数	68	-27	-73	-63	-59
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	414	201	323	309	306
应收账款	492.5	969.0	489.9	1,241.8	816.0	应收账款周转天数	75	26	26	26	26
应收票据	151.2	397.5	348.8	537.1	515.6	存货周转天数	101	31	43	43	42
预付账款	19.7	1,001.6	367.0	790.9	925.2	总资产周转天数	600	310	504	460	428
存货	560.5	1,159.1	1,238.4	1,598.3	1,765.3	投资资本周转天数	248	69	84	68	46
其他流动资产	71.1	398.7	1,057.1	1,057.1	1,057.1	投资回报率					
可供出售金融资产	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	ROE	-2.5%	6.9%	7.0%	7.7%	8.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-1.4%	3.5%	3.8%	4.0%	4.4%
长期股权投资	-	-	663.0	663.0	663.0	ROIC	-6.3%	22.9%	16.1%	20.3%	28.5%
投资性房地产	20.5	19.9	19.9	19.9	19.9	费用率					
固定资产	526.4	1,553.4	1,452.7	1,351.9	1,251.2	销售费用率	2.5%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%
在建工程	407.8	871.0	595.0	595.0	595.0	管理费用率	11.1%	7.9%	7.5%	7.4%	7.4%
无形资产	126.0	2,500.0	2,380.9	2,251.2	2,121.4	财务费用率	-1.0%	-1.0%	-1.3%	-1.0%	-0.8%
其他非流动资产	12.0	65.0	43.0	43.0	43.0	三费/营业收入	12.5%	7.3%	6.8%	7.1%	7.2%
资产总额	3,246.4	14,074.0	14,214.3	16,422.1	17,440.7	偿债能力					
短期债务	54.0	225.0	155.0	-	-	资产负债率	26.8%	48.1%	44.7%	48.4%	47.3%
应付账款	636.3	2,199.7	2,448.6	2,443.2	2,670.8	负债权益比	36.7%	92.7%	80.7%	93.7%	89.7%
应付票据	107.4	2,692.7	2,689.5	3,678.6	4,215.5	流动比率	2.47	1.47	1.58	1.57	1.67
其他流动负债	73.2	1,038.7	440.4	1,206.9	747.7	速动比率	1.83	1.28	1.36	1.35	1.44
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	4.05	-4.10	-3.12	-4.70	-5.90
其他非流动负债	-	614.8	614.8	614.8	614.8	分红指标					
负债总额	870.9	6,770.8	6,348.3	7,943.4	8,248.7	DPS(元)	-	0.03	0.02	0.02	0.03
少数股东权益	114.9	58.5	59.1	58.7	58.1	分红比率	0.0%	10.2%	6.8%	5.7%	7.6%
股本	822.8	1,689.6	1,689.6	1,689.6	1,689.6	股息收益率	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
留存收益	1,427.3	5,540.8	6,117.2	6,730.4	7,444.2						
股东权益	2,375.5	7,303.2	7,866.0	8,478.7	9,192.0						
						现金流量表					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E						
净利润	-45.4	496.2	547.5	650.0	772.3	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	57.5	266.9	230.5	230.5	230.5	EPS(元)	-0.03	0.29	0.32	0.38	0.46
资产减值准备	26.2	18.1	-	-	-	BVPS(元)	1.34	4.29	4.62	4.98	5.41
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	-378.7	43.2	39.2	33.0	27.8
财务费用	2.4	-7.3	-133.1	-116.3	-115.8	PB(X)	9.5	3.0	2.7	2.5	2.3
投资损失	-3.0	-	-8.6	-8.5	-8.5	P/FCF	-62.3	-217.8	56.1	28.5	14.8
少数股东损益	11.2	-0.4	-0.4	-0.5	-0.6	P/S	10.7	2.1	2.1	1.8	1.5
营运资金的变动	-335.8	223.9	94.2	26.2	451.1	EV/EBITDA	-532.6	27.2	24.9	19.5	15.1
经营活动产生现金流量	-302.2	704.3	730.1	781.5	1,329.1	CAGR(%)	-342.7%	15.9%	39.1%	-342.7%	15.9%
投资活动产生现金流量	-68.3	-403.9	-389.1	8.5	8.5	PEG	1.1	2.7	1.0	-0.1	1.8
融资活动产生现金流量	174.3	1,419.4	78.8	-75.6	57.4	REP	-14.6	3.5	4.3	3.6	3.4

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

冯福章声明，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。

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。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

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