

陆军王牌——受益先进主战装备加快列装和出口

内蒙一机 (600967. SH)

◆ 报告结论:

战争的空间从陆地到海洋再到天空甚至太空，并不能否定陆军的战略地位。美国从未放弃陆军，而是给陆军装上翅膀变成全球最强的陆军。多个军种的重要性表现在多军种的协同化和体系化作战，任何短板都可能招致败局，因此全球范围看最近的二三十年是补齐海军和空军的短板，并非放弃陆军。习主席鲜明提出“努力建设一支强大的现代化新型陆军”，日常实战化训练和演戏的力度不断加大，装备更新换代加快、装备维护工作量都大幅增加，军工行业的景气度持续。

公司是陆军主战装备最重要的厂商，是研制一体化的企业，在 A 股上市公司中属于稀缺品种。公司拥有装甲车装备和火炮等资产，成为国家唯一的集主战坦克和轮式车辆为一体的装备研制生产基地——包括履带式装甲车、8×8 轮式装甲车、中口径系列火炮等。公司参与或主持了我国所有的装甲产品研制，涵盖战斗、保障、火力打击和一体化信息装备，已形成轮履结合、轻重结合、车炮一体的协调发展、服务多军兵种的研制生产格局。

国土面积相差不大的前提下，我国先进主战坦克的数量仅是美国的 1/10 不到，同俄罗斯的差距也非常大，我国主战坦克更新换代的需求仍然非常迫切。我国装甲车辆常年持续对外大量出口，VT-4 和先进自行火炮将是国际军售舞台的明星产品，年出口额有望达到近 20 亿元。兵器工业集团的装甲车和火炮资产有望在厂所改制后陆续注入上市公司。

投资建议：目前公司业绩位于军工板块前列，估值优势明显。预计公司 2018~2010 年的归属母公司所有者净利润分别为 6.49 亿元、7.69 亿元和 8.81 亿元，对应 ESP 分别为 0.38 元、0.46 元和 0.52，对应 PE 分别为 36X、29X 和 26X，在军工行业中估值优势明显，给予“买入”评级。

◆ 风险提示:

中国陆军换装进度可能不及预期，国际军品外贸市场景气程度可能不及预期，以上因素可能导致公司业绩可能不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	10059.89	11967.46	12924.85	14475.84	15923.42
增长率 (%)	402.42	18.96	8.00	12.00	10.00
归母净利润 (百万元)	496.51	521.66	648.79	768.63	881.06
增长率 (%)	976.35	5.07	24.37	18.47	14.63
EPS (元)	0.294	0.309	0.384	0.455	0.521
ROE (%)	6.85	6.68	7.79	8.60	9.13
P/E	46.55	44.31	35.63	30.07	26.23
PB	3.19	2.96	2.78	2.58	2.40
EV/EBITDA	11	13	13	10	7

买入

当前价位: 13.68 元

目标价位: 18.5 元

证券分析师: 周明

0871-63577091

zhouming@hongtastock.com

S1200512070001

市场表现: (前复权 5/7)



重要数据: (2017 年年报)

总股本 (亿股)	16.9
流通股 (亿股)	9.60
每股净资产	4.62
资产负债率	56.71
市盈率	44
市净率	2.96
营业收入 (亿元)	119.67
EPS	0.309
十大流通股东持股比例 (%)	19.06

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自正规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

一、军事强国的陆军——加紧信息化建设步伐，战略兵种地位巩固.....	4
（一）美国陆军——插上翅膀的雷神之锤.....	5
（二）俄罗斯陆军——先进主战坦克是陆军之魂.....	6
（三）中国陆军——向着现代化新型陆军的目标前进.....	6
二、内蒙一机——陆军之王，受益长期装备更新及出口.....	7
（一）公司是地面部队主战装甲装备最重要的供应商.....	7
（二）我国主战坦克正处于更新换代的关键时期，公司长期受益.....	10
（三）主战坦克军贸——国内唯一，国际明星.....	11
（四）业绩稳步提升，仍保持龙头地位.....	13
（五）受益于兵器工业集团国企改革.....	14
三、投资建议.....	16
四、风险提示.....	16

图表目录

图 1 公司股权关系	8
图 2 2012 年中国武器出口结构.....	11
图 3 2013 年中国武器出口结构.....	11
图 4 2014 年中国武器出口结构.....	11
图 5 2015 年中国武器出口结构.....	11
图 6 2002 年至 2016 年我国装甲车辆出口统计.....	12
图 7 公司近年收入情况.....	13
图 8 公司近年净利润情况.....	13
图 9 公司在陆军装备行业内 ROE 水平较高（据 2017 年年报）	14
表 1 以二战后参加过所有区域战争的美国陆军第一骑兵师装备配置为例.....	5
表 2 全球目前主要的主战坦克对比	8
表 3 全球主战坦克特点	9
表 4 上市公司除内蒙一机集团外主要经营实体（2017 年口径，单位：百万元）	10
表 5 公司近年来产品出口统计（据公开信息）	12
表 6 兵器工业集团在持续推进国企改革	14
表 7 兵器工业集团装甲车和火炮资产统计（深色标识的为未注入资产）	15

一、军事强国的陆军——加紧信息化建设步伐，战略兵种地位巩固

现代陆军的发展以机械化为路径，可以追述到一战时期。

坦克在一战时期的出现改变了战争的模式，作为钢铁怪兽面对轻兵器势如破竹，是战场突击的新型中坚力量。一战时期还出现了大口径火炮，与坦克一起构成影响战争的重要因素之一。

二战时期各国对坦克的重视程度都非常高，机械化部队的雏形显现，陆军依靠坦克实施大范围突击战、闪电战的战术得以成功实施。装甲和大口径火炮的结合使得坦克的用途相对于一战时期有了明显扩展，不论是进攻还是防守，坦克都成为陆军的标志。二战时期是空军大规模使用的雏形期。飞机的任务从单纯的侦察拓展到空域控制权的争夺和守卫、战略和战术轰炸以及军力转移。海军方面，潜艇开始亮相并称为海军的重要装备和军事力量，航空母舰逐渐取代战列舰成为海洋霸主。

二战之后，全球范围内在美苏两个超级大国的军备竞赛中，各个兵种的建设齐头并进，还产生了新的战略核武器装备。

90年的海湾战争是现代战争的一个转折点。表面上看美国为首的多国部队利用空军和精确制导导弹就将伊拉克强大的军事力量折服，但是后续解密资料来看，强大的陆军和信息战也是这场战争的重要组成部分。海湾战争为全球各个国家的军事领导人开启了信息化条件下多兵种立体作战的脑洞。至此，陆军、空军、海军等各个兵种之间的较量和博弈上升到了战略高度，陆军的重要性似乎在减弱？美国对南联盟的军事行动似乎也告诉世人其空军就可以搞定一切，再强大的陆军在空军面前也只是废铜烂铁？

我们看实际不然。海湾战争给大多数国家提了个醒——相比陆军，本国的空军或者其他兵种是不是太落后了？诚然，丧失制空权会失去战争的主动权，可是一旦失去陆军，国家丧失的是全部的国防能力。在全世界恶补空军和海军实力的同时，美国没有放弃陆军，超过2000辆M1A1主战坦克参与伊拉克战争，表明美国对陆军是战争最后也是最关键的军事力量的认识非常清楚。面对其他国家和地区的军事建设，美国并没有掉以轻心，而是加强各个军种的建设，其目标是各兵种联合作战体系的建立——完善，以确保其在全球范围内的绝对安全。

我们必须站在现代战争的视角看待陆军发展的问题。现代陆军已经包含航空兵、炮兵、装甲兵（坦克兵）组成的飞行化陆军，主要装备单兵武器、装甲、导弹、直升机、无人机、战略运输机。机械化为陆军提供了半径一千公里的高机动性，突破这一限制，需要的是战略投送能力，这是衡量陆军强大与否的标准，插上翅膀的陆军才是强大陆军和必要

的陆军。以美国为例，美军提出即时全球打击系统，其中陆军要在 96 小时内将 1 个旅、120 小时内将 1 个师、30 天内将 5 个师的作战部队部署到全球任何地区，就是为陆军插上了飞翔的翅膀。

（一）美国陆军——插上翅膀的雷神之锤

美军是世界整体实力最强军队，分为五大军种，分别是美国陆军、美国海军、美国空军，美国海军陆战队和美国海岸警卫队。

根据 2017 年 7 月 DMDC 的统计数据表明，美军现役人数约 143 万人，另外预备役人员数量为 81.8 万人左右。从现役人员构成来看，陆军为 54.13 万人，空军为 33.38 万人、海军为 31.72 万人、海军陆战队为 19.53 万人，海岸警卫队为 4.24 万人。陆军人数仍是最多。

美国陆军的作战师分为三种六类：装甲师、机械化步兵师、轻步兵师、山地师、空降师和空中突击师。其中，装甲师和机械化步兵师为重型装备师，轻步兵师和山地师为轻型装备师，空降师和空中突击师为快速反应师。

根据美国 Deagle 公布的消息，美国重型主战坦克 M1A2 截止 2017 年的产量为 10228 辆，目前装备数量约 8000 辆左右。以 860 万美元的单位造价来计算，M1A2 的总造价约 880 亿美金左右，现保有量价值约 688 亿美金，每年的装备加维护费用估算为 270 亿美金（70 亿美金新购+200 亿美金保养）。而美国 2019 年美国军费支出预算为 7160 亿美元，M1A2 相关费用占比为 3.78%，为陆军装备第一。

可以看出，美国对主战坦克的购买、使用和维护的花费是十分巨大的。也映射出美国对地面装甲部队的重视是战略级别的。

表 1 以二战后参加过所有区域战争的美国陆军第一骑兵师装备配置为例

部队类型	简介	装备配置
重型装备师	美国第 1 骑兵师，是美军快速反应部队中的两个重型师之一。先后参加过第二次世界大战、朝鲜战争、越南战争和海湾战争。目前美国陆军十个师中最为重装化的一个师，也是唯一一个完全由装甲旅级战斗队构成的师级单位。	全师编制总人数 17000 人，主要装备有：M1A2 型主战坦克 348 辆；M2 型步兵战斗车、M3 型骑兵战斗车等各式装甲作战车辆 798 辆；火炮 147 门；高炮 36 门；反坦克导弹发射装置 48 辆（或部）；防空导弹发射装置 93 辆（或部）；AH-64 型攻击直升机、AH-1 型攻击直升机、UH-60 型多用途直升机、OH-58 型观察直升机、EH-60 型电子战直升机等各式直升机 127 架。

资料来源：百度、维基百科、红塔证券整理

（二）俄罗斯陆军——先进主战坦克是陆军之魂

由于俄罗斯军事战略的重点由对付核战争转向反击可能的局部侵略，按照足够防御的理论，全面改革现有军队的结构，建设一支数量少、质量高、能够应付各种战争和冲突的职业化军队。俄罗斯联邦武装力量现役部队规模为 190 万人，预备役 200 万人。主要分为 3 个军种：俄罗斯陆军、俄罗斯空天军和俄罗斯海军；2 个“独立兵种”：空降军和战略火箭军。

俄罗斯陆军现役人员约 36 万人，人数只有美国陆军的 70%。其陆军建设的主要目标是：在各种战争中保证陆军军团具有实施高效率、高度机动的战斗行动能力，并维持高度的战斗准备程度。俄陆军共有火炮约 2.2 万门、各类防空导弹发射装置 13, 746 套（部），导弹约 10 万枚，各种高炮约 2, 740 门。

俄陆军现装备主力坦克约 2.9 万辆，其中 T-80 坦克 5300 辆，T-72 系列坦克 1.1 万辆，最新型 T-90 坦克 3570 辆。装甲车辆共 3.7 万辆，其中包括可发射炮射导弹的 BMP-3 在内的步兵战车和伞兵战车约 1.9 万辆。

从总体水准上说，俄罗斯陆军武器装备的性能和水准完全可以和西方一流国家的陆军武器相匹敌。其与西方国家最大的区别在于：包括美国在内的西方国家，其武器的某些部件在其他国家生产，不同国家的差异只是比例高低的问题，而俄罗斯的所有武器装备均自行研制生产，特色鲜明——可靠实用，某些装备还处于世界领先水准，为西方国家所不及。尤其是凡美国陆军拥有的装备，俄罗斯一定有一款性能可与之抗衡的同类武器装备或系统。就其现有装备看，一级师的标准装备均为 70 年代以后的武器，具有 70 年代到 80 年代中期的世界水准，少数更具备 80 年代后期到 90 年代水准。二、三级师则配备 60 年代和 70 年代的武器，尚有极少数 50 年代至 40 年代水准的武器装备。

（三）中国陆军——向着现代化新型陆军的目标前进

当前，中国人民解放军陆军机动作战部队共有 85 万人，分为 13 个集团军，分布于五大战区。

在深化国防和军队改革中，中国人民解放军陆军领导机构于 2015 年 12 月 31 日正式成立。习近平主席为陆军授予军旗并致训词，鲜明提出“努力建设一支强大的现代化新型陆军”。建设适应时代发展和作战需要的新型陆军是一个战略重点，坚持以强军目标为引领，坚持战斗力是唯一的根本的标准，坚持信息主导，把信息力作为形成和提高战斗力的

关键因素，把信息系统建设和信息高效利用作为重要抓手，推动陆军由机械化向信息化转变。大力发展新型作战力量，加强陆军部队数字化、立体化、特种化、无人化建设，推动陆军由区域防卫型向全域作战型转变。

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。之所以不可替代，是因为未来联合作战行动将在陆、海、空、天、电、网等多维战场展开，只要人类生活在地球上，陆地仍将是最重要的作战空间，陆地安全仍是国家安全之本，地面作战仍是国土防卫、要地夺控、占领控制的决定性手段。陆战场是其他战场的基本依托，无论是“海权”“空权”“天权”，还是“电磁权”“网络权”“信息权”，都离不开“陆权”；

陆军之所以不可替代，也是因为陆军仍然是各个国家国防力量主要组成部分；2013年美国《陆军战略计划》特别指出，陆军是国家力量，没有陆军保卫的国际安全秩序是建立在沙滩上的。之所以不可替代，是因为我国陆地边境线长，与多个国家陆地接壤相连，陆军维护国家利益边界的战略作用愈发凸显。因此，既要摒弃那种认为“陆战过时”“陆军无用”的思想，又要摒弃“大陆军思维”，找准陆军在联合作战体系中的新定位，并发扬光大。

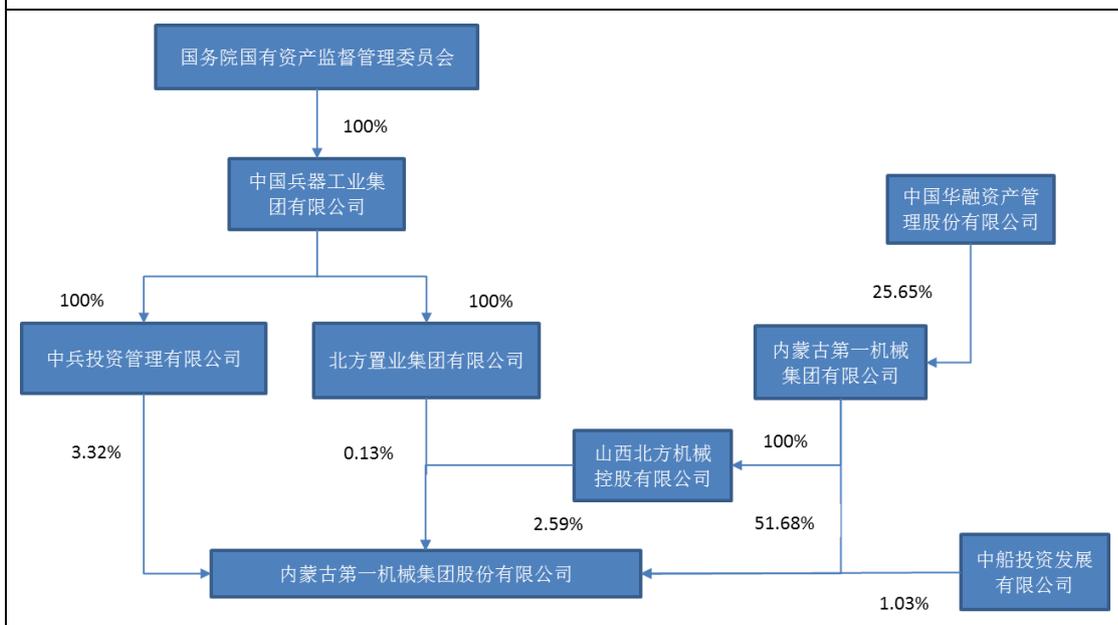
我国目前装备的坦克总数量约 7000 辆，重型主战坦克 99 系列的列装数量约 700 辆左右，仅占 10% 左右，其余都是旧型或者轻型、中型坦克。即便是较新型的中型主战坦克 96 系列，我国的列装量也仅为 2000 辆左右。因此，我国主战坦克更新换代的需求仍然迫切。

二、内蒙一机——陆军之王，受益长期装备更新及出口

（一）公司是地面部队主战装甲装备最重要的供应商

公司是陆军主战装备最重要的厂商，是研制一体化的企业，在 A 股上市公司中属于稀缺品种。公司在原有铁路货车业务基础上，于 2016 年完成发行股份购买资产并募集配套资金，收购装甲车装备（内蒙一机集团资产）和火炮（北方机械）等资产，成为国防建设提供核心装备的大型企业、国家唯一的集主战坦克和轮式车辆为一体的装备研制生产基地——包括履带式装甲车装备、8×8 轮式装甲车装备、中口径系列火炮等。公司参与或主持了我国所有的装甲突击产品研制，实现了涵盖战斗、保障、火力打击和一体化信息装备，已形成轮履结合、轻重结合、车炮一体的协调发展、服务多军兵种的研制生产格局。

图 1 公司股权关系



数据来源：公司公告、红塔证券整理

内蒙一机集团（其业务包括履带式 and 轮式装甲车研制业务）产品是我国陆军装备更新换代的主角，包括 99 系列重型主战坦克、96 型中型主战坦克、ZBL-08 轮式步兵战车、ZSL-10 轮式装甲运输车、ZTL-11 轮式装甲突击车、PLZ-09 轮式自行榴弹炮、ZBD-05 两栖步兵车、04 系列履带式步兵车等，以及在这些装备基础上发展的外贸型产品，如 VT2、VT4、VT5 型主战坦克、VN1、VP11 型轮式装甲车等。

表 2 全球目前主要的主战坦克对比

	ZTZ-99	M1A2	T-90	豹 2	VT-4	梅卡瓦 MK IV	勒克莱尔	K2 黑豹	90 式	挑战者 2
生产国	中国	美国	俄罗斯	德国	中国	以色列	法国	韩国	日本	英国
成员 (人)	3	4	3	4	3	4+6 (步兵)	3	3	3	4
重量 (吨)	58	66	47	62	52	65	56.5	55	50.2	62.5
发动机类型	柴油机	燃气轮机	柴油机	柴油机						
发动机功率 (匹)	1500	1500	1250	1500	1300	1500	1500	1500	1500	1200
速度 (千米/小时)	80	72	80	70	70	64	72	70	70	59
最大行程 (千米)	600	465	500	550	500	500	550	450	350	450
装甲	复合装甲	查布汉装甲	反应装甲	复合装甲	复合装甲	复合装甲	复合装甲	复合装甲	复合装甲	夹层装甲
主武器	125mm 滑膛炮	120mm 滑膛炮	125mm 滑膛炮	120mm 滑膛炮	125mm 滑膛炮	120mm 滑膛炮	120mm 滑膛炮	120mm 滑膛炮	120mm 滑膛炮	120mm 线膛炮
单位造价 (万美元)	400	860	400	600	580	600	740	850	850	680
服役日期	1998 年	1993 年	1995 年	1979 年	2014 年	2002 年	1990 年	2012 年	1990 年 8 月	1998 年

月	6
日	

资料来源：百度、维基百科、红塔证券整理

表 3 全球主战坦克特点

型号	特点
ZTZ-99	125mm 滑膛炮，可发射尾翼稳定脱壳穿甲弹、破甲弹和榴弹等弹药，列装了激光制导炮射导弹系统。猎-歼火控系统，下反/上反稳像式，该系统属指挥仪型数字式坦克火控系统，极大的方便了炮长在坦克行进间进行射击，而且射击时只需一次瞄准精度极高。炮塔基础装甲为约束陶瓷复合装甲，炮塔正面和炮塔尾仓两侧的护栏上布置新型双防反应装甲，进一步强化了防护能力。炮塔后部还有一部激光压制系统，可干扰敌方激光测距仪工作或使步兵致盲。
M1A2	使用燃气涡轮引擎，可使用多种燃料，相较于柴油引擎，维护较为简单，排气较少，更换非常方便。配备先进的战场管理系统(BMS)，能自动地提供双方部队位置、后勤信息、目标数据和命令等。配备自主导航系统，通过 GPS 卫星定位系统能快速准确标定本身所在方位。安装车长独立热像仪，具备了猎-歼作战能力，大大提高坦克在能见度很低情况下与敌交战能力。
T-90	T-90A 在远距离杀伤力上技压群雄。能发射反坦克导弹，因此在较远射程上杀伤力更强。
豹 2	在西方国家中率先使用 120 毫米口径主炮、1,500 匹马力的柴油发动机、液压传动系统、高效能冷却系统和指挥仪式火控系统。成为西方国家 20 世纪末 21 世纪初的主流坦克和设计样本。在同世代的西方主战坦克中拥有极为突出的外销成绩，这也使其至今仍不断的推出修改型以满足不同的需求。
VT-4	移植了部分 99A 型坦克的技术。防护装甲进行了明显加强，安装复合装甲加爆炸反应装甲，正面防护水平相当于超过 700 毫米均质钢装甲。炮塔正面附加楔形装甲，侧裙板为硬质装甲。采用了主动防御系统，装有激光告警装置。125 毫米口径滑膛坦克炮，可发射尾翼稳定脱壳穿甲弹 (APFSDS)、破甲弹 (HEAT) 和杀伤爆破榴弹 (HE)，穿甲弹的威力可达到 700 毫米，配用新型穿甲弹，穿甲威力可达到 1000 毫米。
梅卡瓦 MK IV	全车 75%重量是用于防御。另外车身后方有可以从内部开启的紧急逃生门、后期的版本甚至还有紧急洒水系统。这种设计思想在阿以战争和以巴冲突中保存了很多以色列坦克兵的生命，也为它赢得了“世界上防护能力第一坦克”的美誉。可搭载 5-6 名步兵战斗，使其兼有步兵战车的功能，这也是当今世界上主战坦克中绝无仅有的。
勒克莱尔	可以同时锁定六个目标，战车全重仅 56 吨，使本车成为全欧洲最轻主战坦克之一，有极高动力重量比，也是加速最快战车 (0 到 32 km/h 仅 5 秒)。

K2 黑豹	越野性能较佳，透过换气装置可以越过 4.1 米深的河川，能攀爬最高 1.3 米的 60 度斜坡。国产的 120mm 滑膛炮，新型自动装弹机每分钟可装 15 发，而且不受主炮角度影响。毫米波雷达配合激光测距仪和水平感应器，新的 FCS 既可以追踪低飞飞机用主炮击落，也能追踪到来袭的炮弹。三方向激光侦测器，侦测到敌人锁定时可以发出雷达和激光警报并自动启用干扰反制手段。与他国比较之下是较为昂贵的一种主战坦克。
90 式	车重较轻，以便于行驶日本的桥梁和雪地。火控系统曾领先全球几年，可用炮弹有钨合金尾翼稳定脱壳穿甲弹和多用途空心装药破甲弹。穿甲性能与美军贫铀弹相当。
挑战者 2	线膛炮弹药种类限制明显。多目标快速射击能力是全球第一。
资料来源：百度、维基百科、红塔证券整理	

内蒙一机集团业务，即履带式装甲装备的收入为 100 亿元左右，净利润约为 4.8 亿元，分别占公司总收入和总净利润的 84% 和 91%。在 A 股上市公司中，公司的军品业务占比非常高，而且有研发资产，因此属于稀缺品种。

表 4 上市公司除内蒙一机集团外主要经营实体（2017 年口径，单位：百万元）

实体	收入	净利润	总资产	净资产	简介
北方创业（原有业务平台）	1100.17	35.85	2007.02	1148	北方创业主营铁路车辆
北方机械	652.49	8.6	1011.8	198.07	主营中口径火炮
路通弹簧	145.56	2.1	185.48	92.06	铁路车辆弹簧、汽车钢板弹簧
数据来源：公司公告、红塔证券整理					

（二）我国主战坦克正处于更新换代的关键时期，公司长期受益

我国目前装备的坦克总数量约 7000 辆，重型主战坦克 99 系列的列装数量约 700 辆左右，仅占 10% 左右，其余都是旧型或者轻型、中型坦克。即便是较新型的中型主战坦克 96 系列，我国的列装量也仅为 2000 辆左右。根据美国 Deagle 公布的消息，美国重型主战坦克 M1A2 截止 2017 年的产量为 10228 辆，目前装备数量约 8000 辆左右。国土面积相差不大的前提下，我国先进主战坦克的数量仅是美国的 1/10 不到，同俄罗斯的差距则也非常大。因此，我国主战坦克更新换代的需求仍然非常迫切。

估算到 2030 年我国主战坦克年均市场空间 70 亿元，到 2025 年我国履带式装甲车年均市场空间 40 亿元、轮式装甲车（含特种防护车）年均市场空间 40 亿元。内蒙一机作为

我国主战坦克总装级制造商、我国唯一的 8×8 轮式装甲车总装基地、“雪狼”4×4 特种防护车制造商，显著受益于我国陆军现代化建设。根据公司在以上三个产品市场的占有率估算，公司应取得的年均收入为 $70 \times 100\% + 40 \times 80\% + 40 \times 50\% = 122$ 亿元。

公司新型履带装备立项研究，装甲车改进研制项目获得陆军批复，进一步提升了公司在军品核心领域的重要站位。

(三) 主战坦克军贸——国内唯一，国际明星

2012 至 2015 年中国武器装备出口的数据显示，装甲车辆的占比常年在出口总额的 30% 左右，并且在国际市场的用户国家数量不断增多。装甲车辆是我国武器装备出口的核心产品。

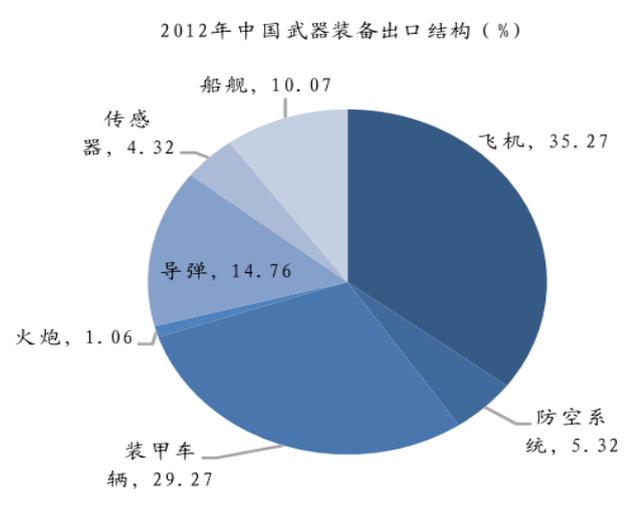
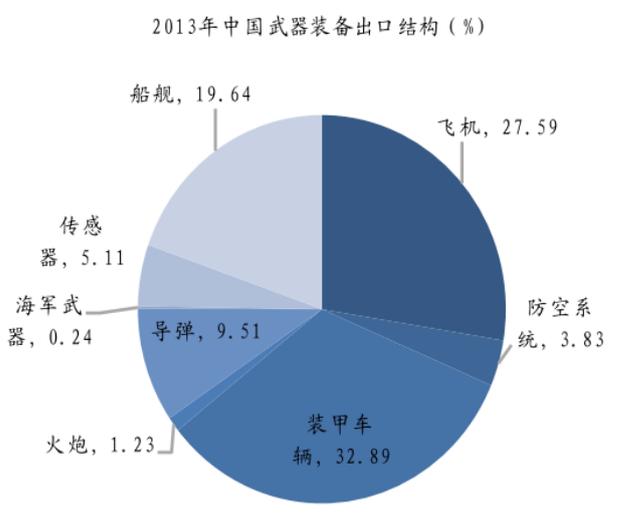
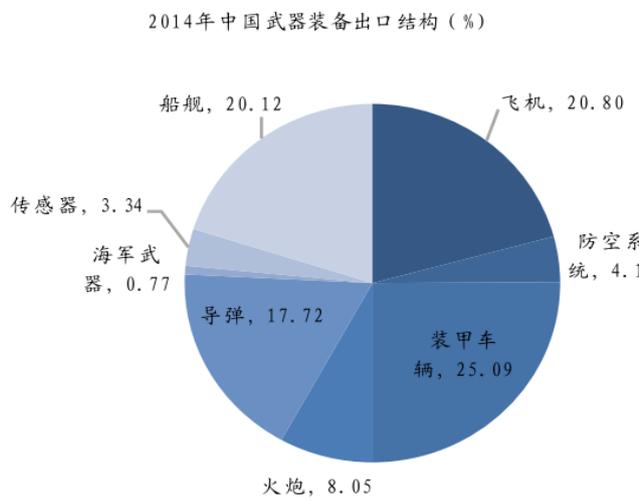
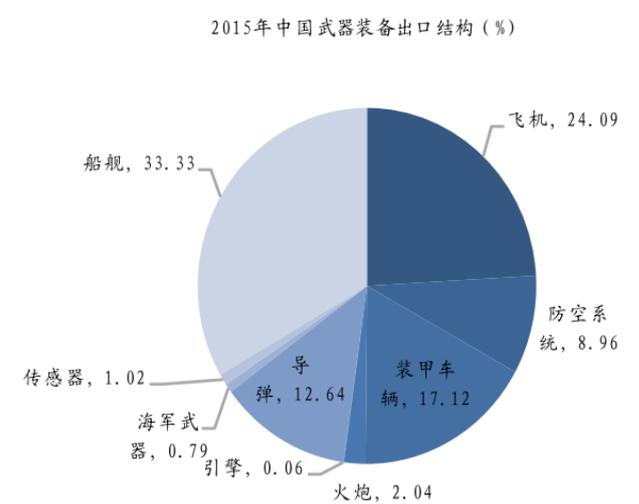
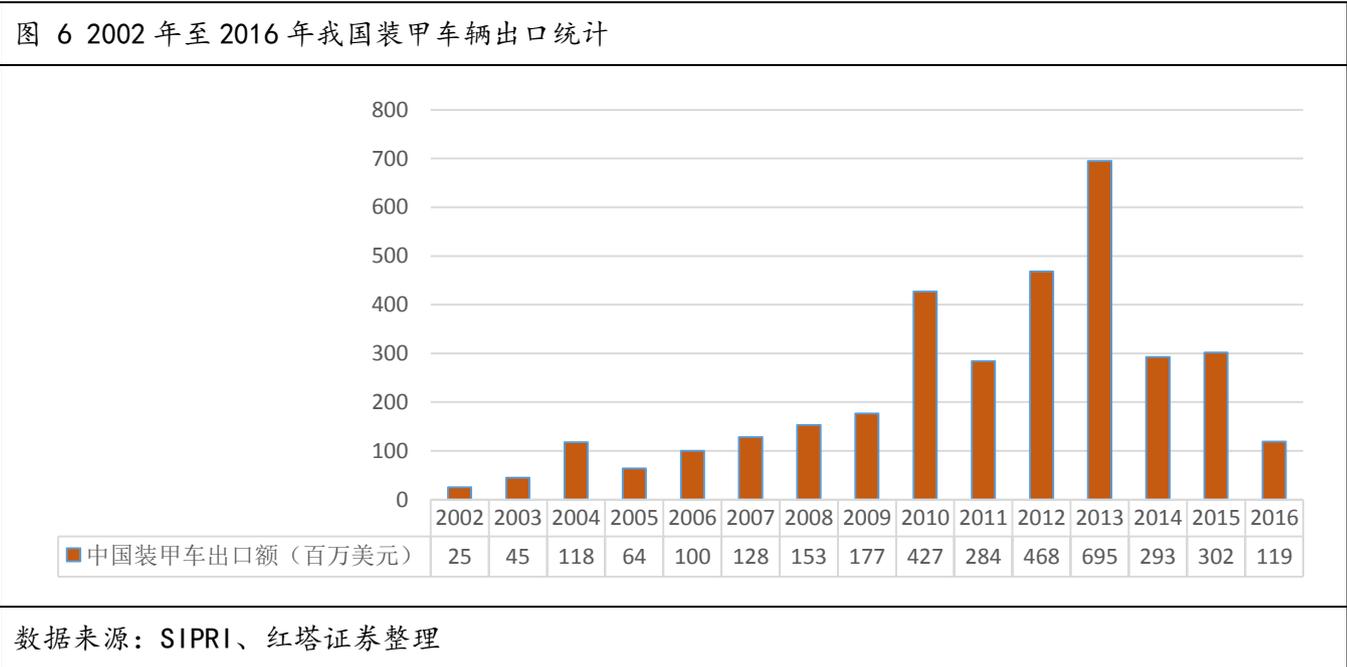
图 2 2012 年中国武器出口结构	图 3 2013 年中国武器出口结构
 <p>2012年中国武器装备出口结构 (%)</p> <ul style="list-style-type: none"> 飞机, 35.27 装甲车辆, 29.27 导弹, 14.76 舰船, 10.07 防空系统, 5.32 传感器, 4.32 火炮, 1.06 海军武器, 0.24 	 <p>2013年中国武器装备出口结构 (%)</p> <ul style="list-style-type: none"> 飞机, 27.59 装甲车辆, 32.89 舰船, 19.64 导弹, 9.51 防空系统, 3.83 传感器, 5.11 火炮, 1.23 海军武器, 0.24
<p>资料来源：SIPRI Arms Transfers Database、红塔证券</p>	<p>资料来源：SIPRI Arms Transfers Database、红塔证券</p>

图 4 2014 年中国武器出口结构	图 5 2015 年中国武器出口结构
 <p>2014年中国武器装备出口结构 (%)</p> <ul style="list-style-type: none"> 飞机, 20.80 装甲车辆, 25.09 舰船, 20.12 导弹, 17.72 防空系统, 4.11 传感器, 3.34 火炮, 8.05 海军武器, 0.77 	 <p>2015年中国武器装备出口结构 (%)</p> <ul style="list-style-type: none"> 飞机, 24.09 装甲车辆, 17.12 舰船, 33.33 导弹, 12.64 防空系统, 8.96 传感器, 1.02 火炮, 2.04 海军武器, 0.79 引擎, 0.06

资料来源：SIPRI Arms Transfers Database、 红塔证券	资料来源：SIPRI Arms Transfers Database、 红塔证券
---	---



从 80 年代开始大量出口第一代技术标准的 69-2 型中型坦克以来，到 90 年代末期出口达到二代半水平的 MBT-2000 主战坦克，再到近年来出口达到国际领先水平的 VT-4 型主战坦克(单车均价为 580 万美元)，我国装甲车辆产品有常年持续对外大量出口的记录，而且已经实现了从大量出口廉价技术性能一般的装备到出口高技术高价值主战装备的跨越。根据维基百科，我国装甲车辆已经实现出口和有潜在出口可能的外贸市场，总空间不低于 300 亿美元。从 2002 年至 2016 年我国装甲车辆出口统计来看，主战坦克的出口对出口总额的贡献较大。未来 VT-4 和先进自行火炮将是国际军售舞台的明星产品，年出口额有望达到近 20 亿元。

<p>表 5 公司近年来产品出口统计 (据公开信息)</p> <p>2017 年 10 月 8 日，泰国从中国购买的第一批 28 辆 VT-4 主战坦克运抵泰国梭桃邑码头，开始交付泰国方面验收。若未来泰国军方对坦克性能满意，将继续采购 150 辆以实现陆军坦克的现代化。VT-4 主战坦克堪称目前国际市场上顶尖的高端外贸型坦克。这次竞标中，VT-4 先后击败美国 M1A1、俄罗斯 T-90 和乌克兰 T-84 等多个竞争对手，成功拿下泰国主战坦克的招标。这一具有里程碑意义的事件，反映出中国外贸坦克有了长足的进步。</p> <p>2017 年 6 月 14 日泰国皇家陆军宣布，将从中国采购 34 辆 VN-1 装甲运兵车，总价值 6800 万美元 (约合 4 亿元人民币)，这是该国首次列装中国制造的装甲车，预计此后会采购更多。但泰国并不是 VN-1 装甲车出口的第一个国家，目前 VN-1 装甲车已大量出口委内瑞拉和阿根廷，其中阿根廷一次购买了</p>

110 辆 VN-1 装甲车，并打算在其国内联合生产 VN-1 装甲车。
资料来源：百度

(四) 业绩稳步提升，仍保持龙头地位

2017 年年报显示，公司年初至报告期末，实现营业收入 119.67 亿，比上年同期增长 18.96%，实现净利润 5.26 亿元，比上年同期增长 6.09%，公司净资产 78.08 亿，比上年度末增长 7.94%，公司总体保持良好的增长态势。军队改革已经完成顶层设计，整个体系重建基本完成，军品采购正在恢复正常。公司产品属于军队急需的重点装备，因此相比其他一般类装备企业受影响较小，根据军品采购三年低两年高的历史特征，未来两至三年将出现采购高峰期，公司将直接受益。而且，在供给侧结构性改革的推动下，包括神华等规模化煤炭企业的自有铁路货车订单恢复，也提升了公司业绩。此外，公司外贸产品已经实现批量销售，并成为国际军售市场的明星，外贸业务有望加速发展。

2016 年公司完成购买大股东军品资产后营业收入和净利润受军改影响较小。

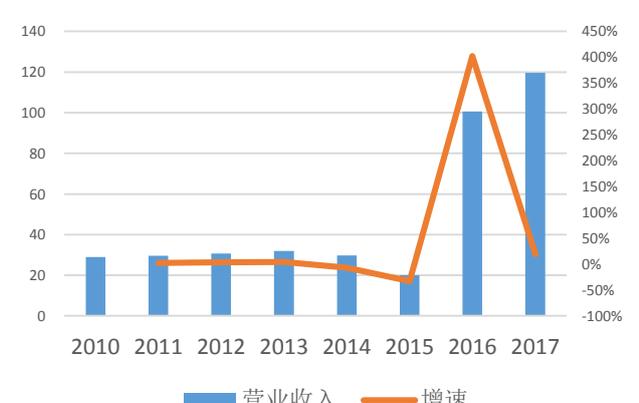
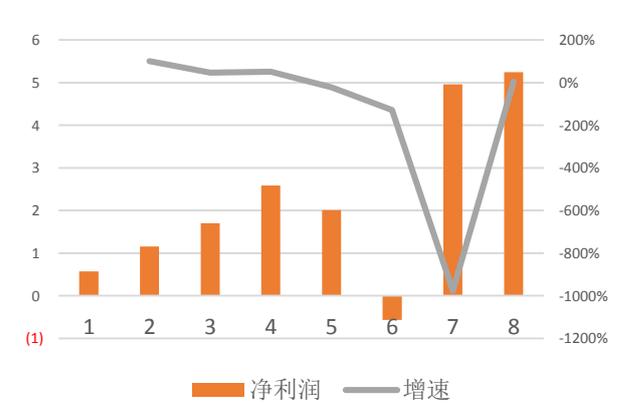
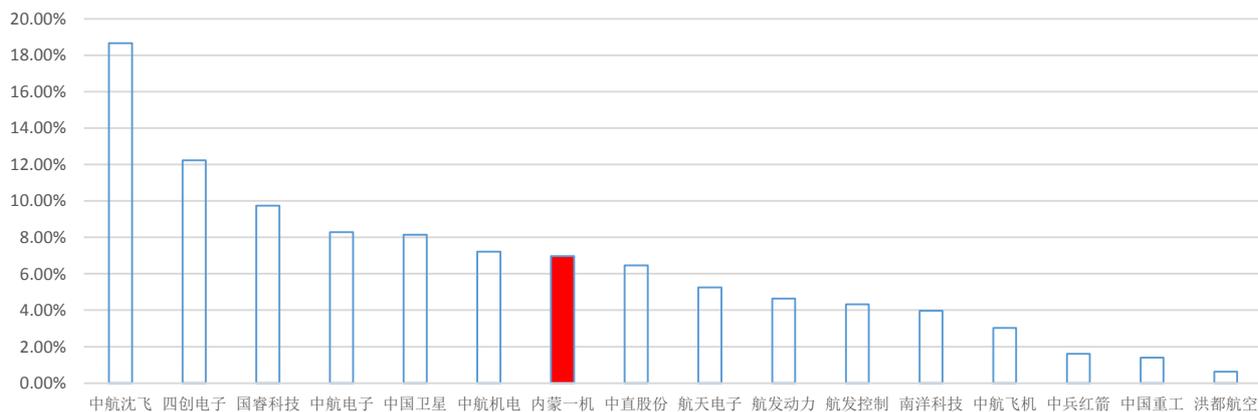
<p>图 7 公司近年收入情况</p>  <table border="1"> <caption>图 7 数据表</caption> <thead> <tr> <th>年份</th> <th>营业收入 (亿元)</th> <th>增速 (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2010</td><td>30</td><td>0</td></tr> <tr><td>2011</td><td>30</td><td>0</td></tr> <tr><td>2012</td><td>30</td><td>0</td></tr> <tr><td>2013</td><td>30</td><td>0</td></tr> <tr><td>2014</td><td>30</td><td>0</td></tr> <tr><td>2015</td><td>20</td><td>-50</td></tr> <tr><td>2016</td><td>120</td><td>400</td></tr> <tr><td>2017</td><td>120</td><td>0</td></tr> </tbody> </table>	年份	营业收入 (亿元)	增速 (%)	2010	30	0	2011	30	0	2012	30	0	2013	30	0	2014	30	0	2015	20	-50	2016	120	400	2017	120	0	<p>图 8 公司近年净利润情况</p>  <table border="1"> <caption>图 8 数据表</caption> <thead> <tr> <th>年份</th> <th>净利润 (亿元)</th> <th>增速 (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>1</td><td>0.5</td><td>0</td></tr> <tr><td>2</td><td>1.2</td><td>0</td></tr> <tr><td>3</td><td>1.8</td><td>0</td></tr> <tr><td>4</td><td>2.5</td><td>0</td></tr> <tr><td>5</td><td>2.0</td><td>0</td></tr> <tr><td>6</td><td>0.2</td><td>-1000</td></tr> <tr><td>7</td><td>5.0</td><td>2000</td></tr> <tr><td>8</td><td>5.3</td><td>6</td></tr> </tbody> </table>	年份	净利润 (亿元)	增速 (%)	1	0.5	0	2	1.2	0	3	1.8	0	4	2.5	0	5	2.0	0	6	0.2	-1000	7	5.0	2000	8	5.3	6
年份	营业收入 (亿元)	增速 (%)																																																					
2010	30	0																																																					
2011	30	0																																																					
2012	30	0																																																					
2013	30	0																																																					
2014	30	0																																																					
2015	20	-50																																																					
2016	120	400																																																					
2017	120	0																																																					
年份	净利润 (亿元)	增速 (%)																																																					
1	0.5	0																																																					
2	1.2	0																																																					
3	1.8	0																																																					
4	2.5	0																																																					
5	2.0	0																																																					
6	0.2	-1000																																																					
7	5.0	2000																																																					
8	5.3	6																																																					
<p>数据来源：公司公告、红塔证券</p>	<p>数据来源：公司公告、红塔证券</p>																																																						

图 9 公司在陆军装备行业内 ROE 水平较高（据 2017 年年报）



数据来源：公司公告、红塔证券

（五）受益于兵器工业集团国企改革

公司隶属的中国兵器工业集团是陆军武器装备研制发展主体和我军毁伤与信息化装备研制发展的骨干力量，经营范围包括：坦克装甲车辆、火炮、火箭炮、火箭弹、导弹、炮弹、枪弹、炸弹、航空炸弹、深水炸弹、引信、火工品、火炸药、推进剂、战斗部、火控指控设备、单兵武器、民用枪支弹药、夜视器材、光学产品、电子与光电子产品、工程爆破与防化器材及模拟训练器材、车辆等。

在近期陆续召开的 2018 年度工作会议上，电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等七大领域央企纷纷明确了混改计划。兵器工业集团混改正在部署和执行，是军工集团的先锋队。

表 6 兵器工业集团在持续推进国企改革

年份	主要内容
2014 年	集团提出大力推进“无禁区改革”：2014 年印发《集团公司全面深化改革领导小组 2014~2015 年工作要点》，有序推进军品科研管理体制、总部精简审批事项改革、混合所有制和骨干人员持股激励试点、军工事业单位改革等工作；
2016 年	集团继续推动全方面改革：2016 年印发《中国兵器工业集团公司 2016 年全面深化改革工作要点》，明确 2016 年及今后一个时期的全面深化改革工作的总体要求、十个方面共 47 项重点改革任务以及推进落实的责任和具体措施；
2017 年 1 月	集团提出发展混合所有制经济发展的指导意见：2017 年印发《中国兵器工业集团公司关于发展混合所有制经济的指导意见(试行)》，积极稳妥推动集团公司发展混合所有制经济，实现各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展；

2017年	集团工作会议，重申推进混改、员工持股试点、结构调整与资本运作：集团董事长尹家绪强调，2017年要坚定不移推进全面深化改革，稳妥有序推进混合所有制改革和骨干员工持股试点，深入推进“一企一策”改革；深入推进结构调整和转型升级，加快民品结构调整步伐，继续加强资本运作。
资料来源：兵工集团、公司网站、红塔证券整理	

兵器工业集团的装甲车和火炮资产有望在厂所改制后陆续注入上市公司。

表 7 兵器工业集团装甲车和火炮资产统计（深色标识的为未注入资产）

	企业	行业地位	代表产品
装甲车	内蒙古第一机械集团（617厂）	我国装甲车辆制造基地，先后研制生产了我国一代、二代和三代履带装甲车辆，此外也是我国唯一8×8轮式装甲车辆生产研制基地	96A/99A 主战坦克（VT2/VT4）、ZBL09 轮式步兵战车（VN1）、ZTL09 轮式装甲突击车（11 式）、4x4 高防护特种车
	哈尔滨第一机械集团（674厂）	我国第一台轻型坦克诞生地	62 式轻型坦克、蟒式全地形双节履带车
	北京北方车辆集团（618 厂）	中国自行研制第一代履带式装甲运兵车诞生地	63 式/89 式装甲运兵车、ZBD04 式步兵战车（VN11/VN12）
	重庆铁马工业集团（256 厂）	从上个世纪五十年代开始研制生产装甲车辆，已形成完善的轮式特种车辆、专用汽车及其关键零部件的研发体系	92 式轮式装甲车（VN4）
火炮	内蒙古第一机械集团（北方机械）	中口径系列火炮的市场份额位居国内第一，中口径轮式自行火炮方面属国内领先地位	中口径轮式/履带式自行火炮
	内蒙古北方重工业集团	始建于 1954 年，是我国大中口径火炮产研中心	大中口径火炮
	哈尔滨第一机械集团	我国第一门大口径履带式自行火炮诞生地	大口径自行火炮、火箭炮

资料来源：《坦克装甲车辆》2016 年 01 期，《现代兵器》2016 年 9 月期，环球军事，内蒙古新闻网，公司公告，各集团官网

三、投资建议

公司具备兵器工业集团的强大背景，一直是我国陆战最重要装备轮式和履带式装甲装备的寡头供应商，是陆军支柱。我国陆军正加速实现机械化，装甲装备处于更型换代的高潮期，为公司业绩稳步发展提供了坚实的基础。此外，公司外贸产品在国际市场颇有建树，已是明星。兵器工业集团是央企混改的重点单位，也是科研院所改制的先锋，内蒙一机甚至是兵器工业集团仍存在装甲装备资产注入公司的预期。目前公司业绩位于军工板块前列，估值优势明显。预计公司 2018~2010 年的归属母公司所有者净利润分别为 6.49 亿元、7.69 亿元和 8.81 亿元，对应 ESP 分别为 0.38 元、0.46 元和 0.52，对应 PE 分别为 36X、29X 和 26X，在军工行业中估值优势明显，给予“买入”评级。

四、风险提示

中国陆军换装进度可能不及预期，国际军品外贸市场景气程度可能不及预期，以上因素可能导致公司业绩可能不及预期。

财务报表及预测

利润表：

单位：(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	10059.89	11967.46	12924.85	14475.84	15923.42
营业成本	8812.54	10426.76	11180.00	12478.17	13694.14
销售费用	39.02	57.13	64.62	72.38	79.62
管理费用	796.04	905.09	977.49	1094.79	1204.27
EBITDA	739.95	700.56	694.39	819.81	932.54
折旧与摊销					
财务费用	-96.33	-94.26	-106.94	-122.86	-142.76
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	7.74	24.60	0.00	0.00	0.00
营业利润	490.94	553.56	765.27	906.62	1039.24
利润总额	555.34	551.30	765.27	906.62	1039.24
少数股东损益	-0.36	1.36	1.69	2.00	2.30
归属母公司净利润	496.51	521.66	648.79	768.63	881.06

资产负债表：

单位：(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	13966.65	18087.35	14837.63	20265.34	17892.00
流动资产	8,969.52	13,067.25	9,878.58	15,367.34	13,055.06
货币资金	5043.62	7910.46	4795.90	9245.38	7069.52
交易型金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款及账款	1,334.96	1,433.44	1,556.43	1,792.22	1,891.30
其他应收款	31.52	25.89	25.89	25.89	25.89
存货	1,159.11	1,645.16	1,361.70	1,994.30	1,688.73
可供出售投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
持有到期金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,553.42	2,050.13	2,349.62	2,288.56	2,227.51
无形资产	126.05	2,499.99	2,488.95	2,488.95	2,488.95
总负债	6,663.46	10,219.38	6,448.93	11,259.74	8,179.26
流动负债	6,059.46	9,605.47	6,448.93	11,259.74	8,179.26
长期负债	604.00	613.91	0.00	0.00	0.00
股东权益	13,966.65	18,087.35	14,837.63	20,265.34	17,892.00
股本	1,689.63	1,689.63	1,689.63	1,689.63	1,689.63
公积金	3,892.75	3,959.05	3,959.05	3,959.05	3,959.05
未分配利润	1,662.29	2,159.70	2,678.74	3,293.64	3,998.48
少数股东权益	58.52	59.59	61.28	63.29	65.58

现金流量表：

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	690.26	1773.72	-2282.84	4480.35	-2142.41
投资活动现金流	-403.92	880.20	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	1419.40	-1911.58	-831.73	-30.86	-33.46
净现金流	1705.74	742.34	-3114.56	4449.48	-2175.86

关键指标：

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
------	------	------	-------	-------	-------

成长性 (%YoY)

收入增长率	402.42%	18.96%	8.00%	12.00%	10.00%
净利润增长率	1191.96%	5.42%	24.37%	18.47%	14.63%
EBITDA 增长率	6385.37%	-5.32%	-0.88%	18.06%	13.75%
EBIT 增长率	783.03%	-4.23%	45.31%	19.05%	14.38%

估值指标

PE	46.55	44.31	35.63	30.07	26.23
PB	3.19	2.96	2.78	2.58	2.40
EV/EBITDA	24.94	22.23	26.65	17.17	17.44
EV/EBIT	39.01	34.38	28.11	17.96	18.14
EV/NOPLAT	49.67	35.28	33.07	21.13	21.35
EV/IC	7.15	57.86	4.98	-143.58	5.81

盈利能力 (%)

毛利率	12.40%	12.87%	13.50%	13.80%	14.00%
EBITDA 率	7.36%	5.85%	5.37%	5.66%	5.86%
EBIT 率	4.70%	3.79%	5.09%	5.41%	5.63%
净利润率	4.93%	4.37%	5.03%	5.32%	5.55%
ROA	3.39%	2.50%	4.44%	3.87%	5.01%
ROE	6.85%	6.68%	7.79%	8.60%	9.13%
ROIC	23.00%	17.10%	207.88%	17.91%	-777.40%

偿债能力

资产负债率	47.71%	56.50%	43.46%	55.56%	45.71%
流动比率	1.48	1.36	1.53	1.36	1.60
速动比率	1.22	1.09	1.17	1.10	1.27

每股指标 (元)

EPS	0.294	0.309	0.384	0.455	0.521
每股经营性现金流	0.409	1.050	-1.351	2.652	-1.268
每股净资产	4.288	4.621	4.929	5.292	5.710
每股销售收入	5.954	7.083	7.650	8.567	9.424

系列相关报告:

红塔证券投资评级：

以报告日后 6 个月内绝对收益为基准：

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	绝对收益在 15%以上
	持有	绝对收益在 5%--15%之间
	减持	绝对收益在-5%--5%之间
	回避	绝对收益在-5%以下

公司声明：

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。

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师。

免责声明：

本报告仅供红塔证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因任何机构或个人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息来源合法合规，本公司力求但不能担保其准确性或完整性，也不保证本报告所含信息保持在最新状态。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。投资者应当自行关注。

本公司已采取信息隔离墙措施控制存在利益冲突的业务部门之间的信息流动，以尽量防范可能存在的利益冲突。但在法律许可的情况下，本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或期权并进行交易；可能为这些公司提供或者争取提供保荐承销、财务顾问或者金融产品等相关服务；本公司的员工也可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的观点、结论仅供投资者参考，不构成投资建议。本报告也没有考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。在决定投资前，如有需要，投资者应向专业人士咨询并谨慎决策。除法律法规规定必须承担的责任外，本公司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承担责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或发布。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。如征得本公司同意后引用、刊发，则需注明出处为“红塔证券股份有限公司研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。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。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

红塔证券股份有限公司版权所有。

红塔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。