

## 内蒙一机

600967

审慎增持 (维持)

## VT-4 有望再获订单, 军贸市场空间广阔

2018年12月2日

## 市场数据

市场数据日期	2018-11-30
收盘价(元)	11.76
总股本(百万股)	1689.63
流通股本(百万股)	960.50
总市值(百万元)	19870.07
流通市值(百万元)	11177.86
净资产(百万元)	8335.59
总资产(百万元)	18796.14
每股净资产	4.90

## 主要财务指标

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	11967	13229	15185	17525
同比增长(%)	19.0%	10.5%	14.8%	15.4%
净利润(百万元)	525	602	722	868
同比增长(%)	5.7%	14.7%	20.0%	20.1%
毛利率(%)	12.9%	13.1%	13.1%	13.1%
净利润率(%)	4.4%	4.6%	4.8%	5.0%
净资产收益率(%)	6.72%	7.21%	8.01%	8.84%
每股收益(元)	0.31	0.36	0.43	0.51
每股经营现金流(元)	1.05	0.24	1.06	1.03

## 相关报告

《内蒙一机三季报点评: 季度波动不改年度交付节奏, 存货大增预示全年增长潜力》2018-10-30

《内蒙一机 2018 中报点评: 现金流存货持续大增, 利润表显著改善》2018-08-31

《内蒙一机深度报告: 陆装主力军, 混改急先锋》2018-08-02

## 分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

黄艳

huangyanyjs@xyzq.com.cn

S0190517080007

## 研究助理

张亚滨

zhangyabin@xyzq.com.cn

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

## 团队成员:

石康、张亚滨、黄艳、李博彦

## 投资要点

- 据凤凰网, 11月29日, 巴基斯坦第10届国际防务展览会开幕第二天, 中国北方工业的VT-4坦克终于战胜对手, 成为巴基斯坦陆军新一代主战装备的最佳选择, 未来巴基斯坦陆军可能会采购约100辆VT-4, 以增强其装甲部队的战斗力。坦克的招标数量与配置细节仍有待官方披露。
- 据法新社报道, 2017年泰国政府购买的第二批10辆VT-4坦克总金额为5800万美元, 即每辆580万美元。若假设此次巴基斯坦购买100辆VT-4主战坦克, 以每辆4000万人民币估算, 共计40亿元人民币。假设三年完成交付, 则后续三年年均13.3亿元。据解放军报报道, VT-4、VT-5等多型外贸坦克均由内蒙古一机集团生产。若此次巴基斯坦VT-4采购合同能顺利签订, 将给公司履式装甲车辆业务带来新的增量。
- 泰国在2017年10月收到部分VT4坦克后, 接连多次高调展示中国产新型主战坦克, 表明VT-4性能优异, 得到了泰国军方高度赞誉。
- 自VT-4问世以来, 我国外贸坦克档次更加全面, 既有性价比较高的59式, 也有先进的VT-4。据《简氏防务周刊》网站2018年1月报道, 泰国军方对已交付的VT-4十分满意, 并有意在泰国境内合作办厂, 未来或将增购100辆VT-4坦克以满足150辆主战坦克的缺口。另外, 据新浪网报道, 我国最新推出的外贸VT-5轻型坦克, 是目前国际军贸市场上唯一的轻型坦克, 能较好的满足中东还有南亚的一些坦克用户的需求, 销售前景广阔。
- 在主战坦克和轮式战车持续列装、军贸市场打开新的增长点和铁路货车需求持续释放的拉动下, 公司业绩有望保持持续快速增长。我们调整盈利预测, 公司2018-2020年EPS0.36/0.43/0.51元/股, 对应的PE分别为33/28/23倍(2018/11/30), 维持“审慎增持”。

**风险提示: 装备批产产能扩充不达预期; 业绩释放滞后于收入增长。**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 事件

据凤凰网，11月29日，巴基斯坦第10届国际防务展览会开幕第二天，中国北方工业的VT-4坦克终于战胜对手，成为巴基斯坦陆军新一代主战装备的最佳选择，未来巴基斯坦陆军可能会采购约100辆VT-4，以增强其装甲部队的战斗力。坦克的招标数量与配置细节仍有待官方披露。

## 点评

### • 有望新增40亿元军贸订单

据法新社报道，2017年泰国政府购买的第二批10辆VT-4坦克总金额为5800万美元，即每辆580万美元。若假设此次巴基斯坦购买100辆VT-4主战坦克，以每辆4000万人民币估算，共计40亿元人民币。假设三年完成交付，则后续三年年均13.3亿元。据解放军报报道，VT-4、VT-5等多型外贸坦克均由内蒙古一机集团生产。若此次巴基斯坦VT-4采购合同能顺利签订，将给公司履式装甲车辆业务带来新的增量。

据Military Balance 2018，巴基斯坦是我国最大的坦克出口国，我国曾向其出口MBT-2000、59式、69式、85式等多型坦克。巴基斯坦虽然主战坦克总数达到2467辆，但其中26%为二代坦克、74%为一代坦克，尚未装备三代坦克。因此巴基斯坦对于包括VT-4在内的三代坦克需求空间巨大。

表1、巴基斯坦主战坦克装备情况

型号	数量	进口国家	代数
MBT-2000	321	中国	二代
T-80UD	320	苏联	
T-54/T-55	51	苏联	一代
Type-59	1100	中国	
Type-69	400	中国	
Type-85	275	中国	
共计	2467		

资料来源：Military Balance 2018，兴业证券经济与金融研究院整理

### • 性能优异，再夺头筹

据央视新闻，VT-4重53吨，相当于38辆家用轿车，装备有125毫米的大口径滑膛炮，炮弹初速高达1800米每秒，超过音速5倍，可以轻易射穿1000毫米以上厚度的均质装甲，行驶状态中可以向5公里以外的目标开炮，命中率达到80%。VT-4装有第一代自主研发的1200匹马力发动机，改变了此前MBT-2000高性能外贸坦克动力舱依赖进口的局面，使能在10秒之内从0加速到32公里，国际标准要求时间为12秒。

据环球时报，泰国在 2017 年 10 月收到部分 VT4 坦克后，首先于 2018 年 1 月初举办展示会，并于 1 月 26 日又举办媒体开放日，接连高调展示中国产新型主战坦克，表明 VT-4 获得泰国军方高度赞誉。继 2016/2017 年两次获泰国订单后，此次 VT4 再次击败乌克兰的“堡垒”主战坦克（T-84）以及土耳其的“阿尔泰”主战坦克获得中标，突显其国际军贸市场中认可度在快速提升。

表 2、VT-4、T-84 和阿尔泰坦克参数对比

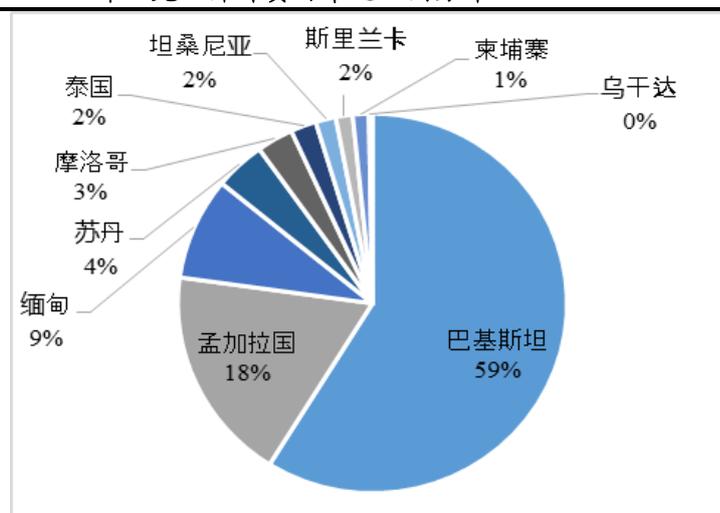
	VT-4	乌克兰 T-84	土耳其阿尔泰坦克
长（米）	10.1	9.72	10.3
宽（米）	3.4	3.56	3.6
高（米）	2.3	2.285	2.5
重量（吨）	53	48	57
最大时速（公里/小时）	71	70	70
口径（毫米）	125	120	120
涉水能力（米）	4.5	5	4.1
乘员（人）	3	3	4
配备	12.7 毫米高射机枪、7.62 毫米同轴机枪、8 具 76 毫米烟幕弹发射器、4 具 76 毫米爆破弹发射器	7.62 毫米并列机枪、12.7 毫米高射机枪	12.7 毫米机枪、7.62 毫米并列机枪

资料来源：维基百科，兴业证券经济与金融研究院整理

• 外贸坦克全档次覆盖，VT 系列新品有望引爆外贸市场

国际军贸市场中，我国生产的坦克主要向巴基斯坦、孟加拉国、缅甸等国出口。据 SIPRI，1990-2018 年我国坦克外贸订单中，59%的订单来自巴基斯坦，是我国坦克出口的主要出口对象。

图 1、1990-2018 年坦克公开外贸订单进口国分布



资料来源：Military Balance 2018，兴业证券经济与金融研究院整理

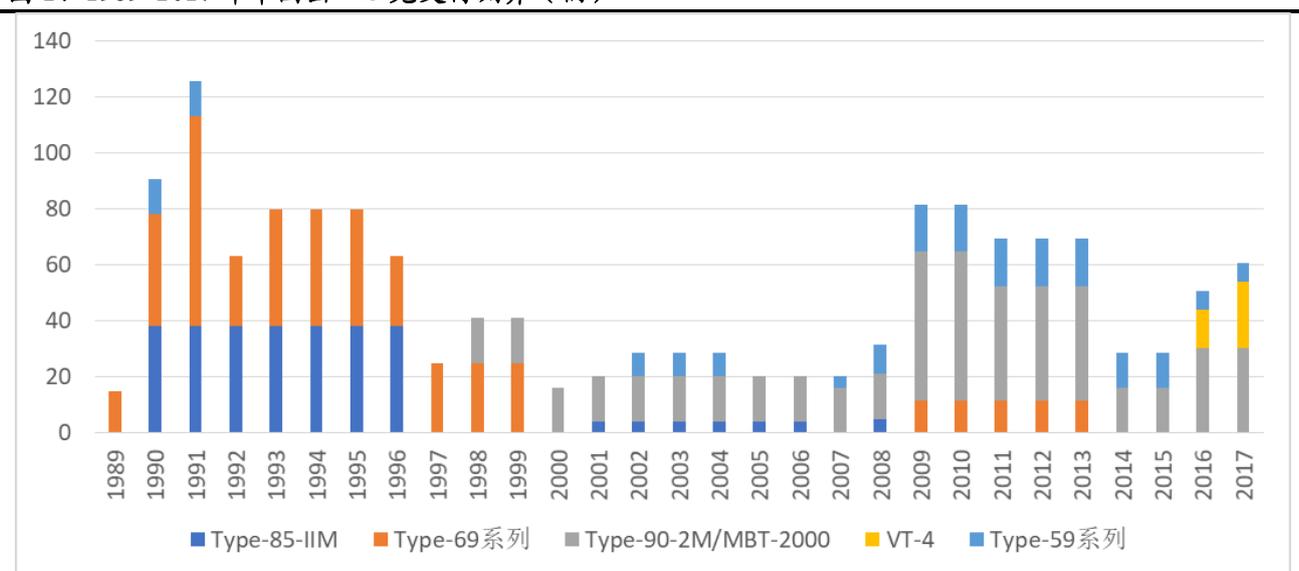
2000年之前,我国外贸坦克以69式、85式坦克为主,主打性价比。随着MBT-2000的推出,其很快成为我国出口坦克中的明星产品。据维基百科,MBT-2000坦克总产量在720辆以上,曾多次在竞标中击败T-90S、T-72向巴基斯坦、孟加拉国、缅甸、摩洛哥等多国出口。

表3、1990-2018年我国坦克公开外贸订单汇总

进口国	订单数量	订单合计	型号	订单时间	交付时间	交付数量	交付合计
巴基斯坦	268	1048	Type-85-IIM	1990	1992-1996	268	843
	530		Type-69	1990	1993-1999	250	
	250		Type-90-2M/MBT-2000	1998	2001-2017	325	
孟加拉国	50	326	Type-69	1991	1991	50	272
	174		Type-59G	2009	2014-2017	120	
	58		Type-69-IIG	2009	2010-2013	58	
	44		Type-90-2M/MBT-2000	2011	2012-2013	44	
缅甸	30	155	Type-69	1989	1990	30	155
	50		Type-69	1993	1995	50	
	25		Type-59D	2002	2004	25	
	50		Type-90-2M/MBT-2000	2009	2012-2013	50	
苏丹	25	75	Type-85-IIM	2001	2002-2006	25	75
	50		Type-59D	2008	2010-2015	50	
摩洛哥	54	54	Type-90-2M/MBT-2000	2009	2010	54	54
泰国	28	38	VT-4	2016	2017	28	28
	10		VT-4	2017	-	-	
坦桑尼亚	30	30	Type-59G	2007	2011-2013	30	30
斯里兰卡	25	25	Type-59	1990	1991	25	25
柬埔寨	24	24	Type-59	1990	1990	0	0
乌干达	5	5	Type-85-IIM	2008	2008	5	5

资料来源: SIPRI, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、1989-2017 年中国出口坦克交付测算（辆）



资料来源：SIPRI，兴业证券经济与金融研究院整理

自 VT-4 问世以来，我国外贸坦克档次更加全面，既有性价比较高的 59 式，也有先进的 VT-4。据《简氏防务周刊》网站 2018 年 1 月报道，泰国军方对已交付的 VT-4 十分满意，并有意在泰国境内合作办厂，未来或将增购 100 辆 VT-4 坦克以满足 150 辆主战坦克的缺口。另外，据新浪网报道，我国最新推出的外贸 VT-5 轻型坦克，是目前国际军贸市场上唯一的轻型坦克，这款坦克还能够在复杂条件下保持良好的机动能力，比如高原、热带、水网稻田等，能较好的满足中东还有南亚的一些坦克用户的需求，销售前景广阔。

• “公转铁”有望为铁路货车业务提供业绩支持

据凤凰网，2018 年 6 月国务院第 14 次常务会议确定了提高综合运输效率，调整运输结构三年行动计划，即以深化交通运输供给侧结构性改革为主线，以推进大宗货物运输“公转铁、公转水”为主攻方向，通过三年集中攻坚，实现全国铁路货运量较 2017 年增加 11 亿吨的目标。截止 2018 年 11 月底，公司 2018 年已签订合同金额为 14.84 亿元，显著高于 2017 年和 2016 年的 5.58 亿元和 4.1 亿元。公司铁路货车业务未来三年有望在“工转铁”的拉动下，为公司业绩提供额外支撑。

表 4、2016-2018 年公司来自中国铁路总公司的铁路货车订单

时间	车型	数量 (辆)	金额 (千万元)
2018-11-23	C70E 敞车	1000	37.7
2018-10-26	C80B 敞车	402	18.3
2018-03-24	C80B 敞车	1200	55.1
2018-03-20	C70E 敞车	1000	37.3
2017-03-14	NX70A 平车	500	55.8
2017-03-14	X70 平车	1000	
2016-12-03	NX70A 平车	500	27.9
2016-06-20	CQ70 罐车	300	13.1

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

#### • 估值与评级

在主战坦克和轮式战车持续列装、军贸市场打开新的增长点和铁路货车需求持续释放的拉动下，公司业绩有望保持持续快速增长。我们调整盈利预测，公司 2018-2020 年 EPS0.36/0.43/0.51 元/股，对应的 PE 分别为 33/28/23 倍(2018/11/30)，维持“审慎增持”。

- 风险提示：装备批产产能扩充不达预期；业绩释放滞后于收入增长。

附表

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	13127	14025	16762	19462
货币资金	7970	8526	10455	12365
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	872	1056	1177	1371
其他应收款	26	33	36	42
存货	1645	1717	2096	2371
<b>非流动资产</b>	5048	4733	4409	4080
可供出售金融资产	3	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	24	22	23	23
固定资产	2050	2011	1867	1671
在建工程	361	180	90	45
油气资产	0	0	0	0
无形资产	2489	2400	2312	2224
<b>资产总计</b>	18175	18758	21171	23542
<b>流动负债</b>	9687	9731	11475	13054
短期借款	195	205	202	203
应付票据	3955	4080	4791	5488
应付账款	2102	2440	2755	3197
其他	3436	3006	3728	4167
<b>非流动负债</b>	620	611	617	615
长期借款	0	0	0	0
其他	620	611	617	615
<b>负债合计</b>	10307	10342	12093	13669
股本	1690	1690	1690	1690
资本公积	3959	3959	3959	3959
未分配利润	1978	2527	3136	3871
少数股东权益	60	60	61	62
<b>股东权益合计</b>	7868	8417	9078	9873
<b>负债及权益合计</b>	18175	18758	21171	23542

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	525	602	722	868
折旧和摊销	248	291	305	312
资产减值准备	109	-16	42	24
无形资产摊销	72	71	71	71
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	12	-150	-175	-213
投资损失	0	-19	-21	-20
少数股东损益	1	1	1	1
营运资金的变动	886	-297	900	763
<b>经营活动产生现金流量</b>	1770	411	1783	1733
<b>投资活动产生现金流量</b>	880	39	37	37
<b>融资活动产生现金流量</b>	-1912	106	109	140
现金净变动	738	556	1929	1910
现金的期初余额	4324	7970	8526	10455
现金的期末余额	5062	8526	10455	12365

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	11967	13229	15185	17525
营业成本	10427	11501	13202	15237
营业税金及附加	35	35	35	35
销售费用	57	63	73	84
管理费用	905	1036	1189	1364
财务费用	-94	-150	-175	-213
资产减值损失	109	109	100	103
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	25	19	21	20
<b>营业利润</b>	557	654	782	936
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	3	4	4	4
<b>利润总额</b>	555	651	779	933
所得税	29	48	56	64
净利润	526	603	723	869
少数股东损益	1	1	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	525	602	722	868
<b>EPS(元)</b>	0.31	0.36	0.43	0.51

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长性(%)</b>				
营业收入增长率	19.0%	10.5%	14.8%	15.4%
营业利润增长率	13.4%	17.3%	19.6%	19.7%
净利润增长率	5.7%	14.7%	20.0%	20.1%
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	12.9%	13.1%	13.1%	13.1%
净利率	4.4%	4.6%	4.8%	5.0%
ROE	6.7%	7.2%	8.0%	8.8%
<b>偿债能力(%)</b>				
资产负债率	56.7%	55.1%	57.1%	58.1%
流动比率	1.36	1.44	1.46	1.49
速动比率	1.17	1.25	1.27	1.30
<b>营运能力(次)</b>				
资产周转率	74.2%	71.6%	76.1%	78.4%
应收帐款周转率	1269.3%	1316.0%	1306.1%	1320.0%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.31	0.36	0.43	0.51
每股经营现金	1.05	0.24	1.06	1.03
每股净资产	4.62	4.95	5.34	5.81
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	37.8	33.0	27.5	22.9
PB	2.5	2.4	2.2	2.0

### 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn