

证券研究报告—动态报告

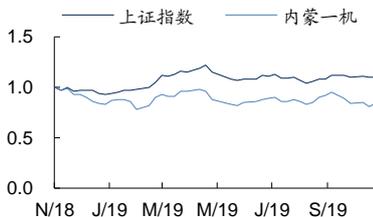
国防军工

地面兵装

内蒙一机(600967)
买入
2019年三季度点评

(维持评级)

2019年11月04日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,690/960
总市值/流通(百万元)	17,606/10,008
上证综指/深圳成指	2,929/9,635
12个月最高/最低(元)	13.16/9.22

相关研究报告:

《内蒙一机-600967-2018年三季度点评: 存货同比大幅上升, 陆军机械化与货运“公转铁”利好全年业绩》——2018-10-31

《内蒙一机-600967-2018年半年报点评: 中报业绩超预期, 军品进入快速上升周期, 民品有望持续景气》——2018-08-31

《内蒙一机-600967-对标美国通用动力地面系统业务, 全军机械化核心受益企业》——2018-02-05

《内蒙一机-600967-2017年三季度点评: 军品收入确认周期性强, 看好全年业绩增长》——2017-10-31

《内蒙一机-600967-2017年半年报点评: 半年业绩持续上升, 看好全年业绩增长》——2017-08-29

证券分析师: 骆志伟

电话: 010-88005308

E-MAIL: luozhiwei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 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。

财报点评

三季度业绩超预期, 装甲产品进入改革后业绩兑现期

● 业绩增速超预期, 存货端持续增长

公司前三季度实现营收 75.36 亿元 (+5.25%), 实现归母净利润 4.21 亿元 (+20.53%), 实现扣非归母净利润 3.82 亿元 (+20.68%)。单三季度来看, 公司实现营收 22.22 亿元 (+6.90%), 实现归母净利润 8686.7 万元 (+43.82%)。前三季度毛利率为 9.78%, 同比下降 1.16%, 净利率为 5.63%, 同比上升 0.72%。单三季度毛利率为 9.44%, 同比下降 0.30%, 净利率为 3.97%, 同比上升 1.03%。存货为 36.53 亿元, 同比增长 11.00%, 环比增长 15.97%。

● 军代表制度改革影响接近尾声, 关注存货变现带来的业绩上涨

自 2018 年三季度以来开始的军代表制度改革, 对于公司的产品交付产生了较大不利影响, 主要原因是主战装备类产品需要军代表进行验收才能实现交付, 但在改革期间由于相关机构调整, 验收进度延缓导致未能及时验收的产品成为存货。到目前, 该项改革已经接近尾声, 为完成十三五期间的装备计划, 军方相关部门可能加快装备验收速度。公司的存货产品进入加速变现期。

● 地面主战装备国内外需求持续增长, 长期业绩持续向好

目前, 中国陆军和海军陆战队正处于军改后更加适应数字化作战的“军-旅-营”新指挥体制加速形成战斗力时期, 对于符合“轻装快反”思想的 8X8 战车 and 15 式新轻型坦克以及符合“重装重火力高度数字化网络作战节点”思想的 99A 式主战坦克需求处于持续增长时期。外贸方面, 南亚、东南亚、中东地区传统友好国家由于地区冲突加剧, 军事斗争前景严峻等因素对 VT-4、VT-5、VN-1 等外贸装甲战车的需求呈高速上升趋势。

● 风险提示: 军队相关改革进度可能低于预期导致存货变现进度不及预期
● 投资建议: 维持买入评级

给予盈利预测, 2019-2021 年归母净利润 6.55/8.11/9.81 亿元, 同比增速 22.8/23.8/20.9%; 摊薄 EPS 为 0.39/0.48/0.58 元, 当前股价对应 PE 为 26.71/21.7/17.9x。采用相对估值法得出公司合理估值区间为 14.4-16.8 元, 对应 2020 年动态 PE 为 30-35 倍, 较当前股价涨幅 38.2%-55.47%。因此, 维持买入评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,267	14,475	16,501	18,564	20,885
(+/-%)	2.5%	18.0%	14.0%	12.5%	12.5%
净利润(百万元)	534	655.43	811.24	980.95	1133
(+/-)	1.7%	22.8%	23.8%	20.9%	15.5%
摊薄每股收益(元)	0.32	0.39	0.48	0.58	0.67
EBIT Margin	7.2%	3.3%	3.7%	3.9%	4.0%
净资产收益率(ROE)	6.3%	7.3%	8.4%	9.3%	9.9%
市盈率(PE)	32.5	26.5	21.4	17.7	15.3
EV/EBITDA	24.7	37.9	34.6	32.7	31.3
市净率(PB)	2.06	1.93	1.79	1.65	1.51

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

三季度业绩超预期，存货端环比继续保持增长。公司前三季实现营收 75.36 亿元 (+5.25%)，实现归母净利润 4.21 亿元 (+20.53%)，实现扣非归母净利润 3.82 亿元 (+20.68%)。单三季度来看，公司实现营收 22.22 亿元 (+6.90%)，实现归母净利润 8686.7 万元 (+43.82%)。前三季度毛利率为 9.78%，同比下降 1.16%，净利率为 5.63%，同比上升 0.72%。单三季度毛利率为 9.44%，同比下降 0.30%，净利率为 3.97%，同比上升 1.03%。存货为 36.53 亿元，同比增长 11.00%，环比增长 15.97%。

军代表制度改革对交付影响减小，短期关注存货变现带来的业绩增长。自军代表制度改革于 2018 年三季度开始以来，由于军队内部负责接收装备相关机构调整，对公司产品的交付产生了较大的不利影响。因为地面武器的生产周期短于战斗机等航空装备，因此该项改革对于地面武器主战装备企业的影响大于航空类企业。在公司报表端可以看到近期以来存货项环比在持续增长。

到目前，军代表制度改革的相关措施已经落地，相关机构调整已经基本完成。军方为完成十三五期间的装备计划，将加快主战装备的交付及确认，在这个过程中，公司的存货项变现将会带来业绩的成长。

国内对于地面主战装备的需求持续上升。中国人民解放军正处于全军向机械化和数字化转型阶段，陆军和海军陆战队正处于跨越式发展时期。公司的主要产品是 99A 式主战坦克、8X8 系列轮式战车、15 式轻型坦克等新型地面主战装备。这些装备不仅数字化作战能力强、协同性好，而且具备较强的快速反应能力。现代战争中，可以快速向热点地区集中绝对优势兵力火力的一方将取得战场的主动权，这就对新型装备除火力、防护、机动能力等传统三大指标上提出了可以快速投送以及具备网络中心节点能力提出了新的要求。

目前，我军依然有老式的 59 式、88 式、96 式等老旧装备大量在役，全军不仅缺乏像 99A 这样的具有强大火力和防护力的数字化作战装备，也缺乏 15 式和 8X8 战车这样的可以进行快速投送的轻装火力平台。根据全军的建军目标，十三五和十四五期间是全军的换装高峰，在这一段时间里，我军对于公司的主要产品需求将处于持续上升趋势。

国外友好国家所处地区不安定局势加剧，武器装备外贸前景明朗。近年来印度从俄罗斯计划引进的 1100 辆左右的 T-90S 主战坦克已经基本交付完毕，该型坦克属于第三代主战坦克，是俄罗斯可以提供的最先进的地面武器装备，这也使得印度成为南亚次大陆上地面装甲力量最为强大的国家，这极大地危害了地区稳定并引发其他国家寻求先进武器装备以保护自己的主权和领土完整。巴基斯坦在历史上与印度爆发过多次战争，并且两国关系素来紧张，近年来边境冲突不断，因此印度购买俄罗斯 T-90S 主战坦克迫使巴基斯坦购买先进且昂贵的第三代主战坦克。我国是巴基斯坦地面武器的主要来源，公司是我国主要的地面武器生产制造企业，对巴武器出口将利好公司的业绩成长。

中东地区自从叙利亚内战后，局势处于持续的动荡，我国的外贸主战坦克在技术水平上好于俄罗斯的同类产品，性能可以与德国、美国的主战坦克相媲美，在国际市场上有极强竞争力。中东传统的产油国为维护自身在本地区的安全和利益，在未来一段时间内对于新型主战坦克和轮式战车的需求均呈上升趋势。这也将持续利好公司的海外业务业绩。

相对估值，按照 2020 年业绩预期，给予公司 30-35 倍市盈率。市场上从事军品主机制造的总装企业共有中航沈飞、中直股份、中航飞机三家，从事地面武器装备总装制造的总体类企业仅内蒙一机一家。虽然资本市场对于航空类武器

装备的关注度高于地面武器，但由于我国地面武器装备在国际外贸市场上具有极强竞争力，且有多次大规模的成功出口经验，客户数量与国际市场认可度好于航空类装备。因此内蒙一机估值水平应略低于中航沈飞及中直股份，但应基本处于同一估值区间，给予 30-35 倍估值。

投资建议：维持买入评级。 给予盈利预测，2019-2021 年归母净利润 6.55/8.11/9.81 亿元，同比增速 22.8/23.8/20.9%；摊薄 EPS 为 0.39/0.48/0.58 元，当前股价对应 PE 为 26.71/21.7/17.9x。采用相对估值法得出公司合理估值区间为 14.4-16.8 元，对应 2020 年动态 PE 为 30-35 倍，较当前股价涨幅 38.2%-55.47%。因此，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

代码	公司简称	昨收盘	总市值 亿元	EPS			PE			PB 18A	PEG	投资评级
				18A	19E	20E	18A	19E	20E			
600760.SH	中航沈飞	29.41	411.85	0.53	0.62	0.78	56.4	48.3	38.4	4.63	2.1	买入
600038.SH	中直股份	45.21	266.50	0.87	1.08	1.24	51.9	41.9	36.4	3.33	3.6	买入
000768.SZ	中航飞机	15.01	415.57	0.20	0.25	0.32	75.0	60.0	46.9	2.55	3.6	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理，以上公司盈利预测采用 wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	8802	11329	13912	16186	营业收入	12267	14475	16501	18564
应收款项	1719	1824	2080	2340	营业成本	10858	12781	14503	16299
存货净额	2087	2033	2311	2599	营业税金及附加	24	29	43	41
其他流动资产	2821	2548	2970	3342	销售费用	57	77	89	102
流动资产合计	15428	17734	21273	24466	管理费用	439	1108	1251	1397
固定资产	2297	2170	2015	1855	财务费用	(164)	(252)	(308)	(370)
无形资产及其他	2432	2334	2237	2140	投资收益	20	30	30	30
投资性房地产	143	143	143	143	资产减值及公允价值变动	(92)	(73)	(91)	(85)
长期股权投资	30	40	60	80	其他收入	(389)	0	0	0
资产总计	20329	22421	25728	28684	营业利润	592	689	863	1039
短期借款及交易性金融负债	95	172	154	140	营业外净收支	(4)	10	10	10
应付款项	5116	7477	8617	9911	利润总额	588	699	873	1049
其他流动负债	6103	5192	6682	7516	所得税费用	51	40	57	63
流动负债合计	11314	12841	15452	17568	少数股东损益	3	4	5	6
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	534	655	811	981
其他长期负债	501	506	508	510					
长期负债合计	501	506	508	510	现金流量表 (百万元)				
负债合计	11815	13347	15961	18078	净利润	534	655	811	981
少数股东权益	63	66	70	75	资产减值准备	(17)	(1)	(7)	(7)
股东权益	8451	9009	9698	10532	折旧摊销	291	331	347	359
负债和股东权益总计	20329	22421	25728	28684	公允价值变动损失	92	73	91	85
					财务费用	(164)	(252)	(308)	(370)
					营运资本变动	127	1676	1669	1205
					其它	20	4	10	12
关键财务与估值指标					经营活动现金流	1046	2739	2923	2635
每股收益	0.32	0.39	0.48	0.58	资本开支	15	(180)	(180)	(180)
每股红利	0.04	0.06	0.07	0.09	其它投资现金流	0	0	0	0
每股净资产	5.00	5.33	5.74	6.23	投资活动现金流	(15)	(190)	(200)	(200)
ROIC	11%	8%	15%	24%	权益性融资	0	0	0	0
ROE	6%	7%	8%	9%	负债净变化	0	0	0	0
毛利率	11%	12%	12%	12%	支付股利、利息	(60)	(98)	(122)	(147)
EBIT Margin	7%	3%	4%	4%	其它融资现金流	(79)	77	(18)	(14)
EBITDA Margin	10%	6%	6%	6%	融资活动现金流	(199)	(22)	(139)	(161)
收入增长	3%	18%	14%	13%	现金净变动	832	2527	2583	2274
净利润增长率	2%	23%	24%	21%	货币资金的期初余额	7970	8802	11329	13912
资产负债率	58%	60%	62%	63%	货币资金的期末余额	8802	11329	13912	16186
息率	0.3%	0.6%	0.7%	0.8%	企业自由现金流	1244	2280	2412	2066
P/E	32.5	26.5	21.4	17.7	权益自由现金流	1165	2594	2682	2399
P/B	2.1	1.9	1.8	1.6					
EV/EBITDA	24.7	37.9	34.6	32.7					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032