

内蒙一机(600967)

报告日期: 2023年06月11日

## 军民品市场预期向好, 陆装龙头迎新一轮增长长期

### ——内蒙一机点评报告

事件: 6月9日, 公司参加内蒙古辖区上市公司2023年投资者网上集体接待活动

#### 2023年下半年军民品市场预期向好, 公司有信心实现年度预算目标

公司在活动中表示: “2023年受军品订货结构变化及国内市场波动影响, 公司根据现有合同分析制定了年度预算目标, 保持了持续稳步发展态势。预计从下半年外部安全形势的变化和国民经济的持续企稳, 军品和民品市场预期较好, 有信心实现年度预算目标。” 此前公司2023年预算指标中主营业务收入为143.8亿元。

#### 内需: 现代战争对陆军提出新挑战, 我国新一代坦克等装备具持续换装需求

1) 中国作为陆权大国, 接壤邻国众多、陆上边境漫长, 复杂周边局势下仍需要保持强大的陆军威慑力量。

2) 现代战争对陆军的防空、体系作战能力提出了新要求。以99式为代表的我国第三代主战坦克, 自20世纪90年代研发至今已超过20年, 期间无人机等新技术层出不穷, 未来我国新一代主战坦克、步兵战车等新装备具备持续换装需求。

#### 外贸: 我国坦克出口创下新里程碑, 有望持续受益俄乌冲突、一带一路

1) 根据SIPRI数据, 2019-2022年我国来自巴基斯坦的VT-4坦克订单数量达679辆。参考2016年我国VT-4坦克首次出口泰国, 58辆坦克及其配套设备对应合同金额3亿美元, 中巴VT-4项目已创下我国坦克出口数量及金额的新里程碑。

2) 参考巴基斯坦、泰国VT-4订货占其坦克保有量的1/5到1/10, 我们保守预计埃及、摩洛哥、阿尔及利亚、沙特等潜在客户坦克需求有望达600亿人民币。

3) 俄罗斯与乌克兰均为陆军装备重要出口国, 俄乌冲突背景下双方产能优先自给, 全球军贸市场供给出现空缺。我国推出陆军军贸合成旅, 为客户提供整套陆军装备体系化解决方案, “一带一路”战略推进下中东、北非有望迎来新机遇。

#### 2023年预计关联交易销售额大幅提升, 股权激励要求业绩稳健增长

1) 受外贸新增订货等因素影响, 公司2023年预计关联销售额达85亿元, 相比2022年预计关联销售额增长55%, 相比2022年实际关联销售额增长371%。

2) 此前公司限制性股票解锁的业绩考核条件明确提出: 以2019年为基数, 2021/2022/2023年净利润CAGR不低于10%, 且不低于同行业均值。

#### 低估值、安全边际高: PE估值最低的国防主机厂之一, 持续受益“中特估”

安全边际高: 账上大量现金, 估值水平显著低于国防整机企业。公司PE估值为4大国防整机厂(航发动力、中航西飞、中航沈飞、洪都航空)的1/4左右。

#### 内蒙一机: 预计2023-2025年归母净利润复合增速16%, 持续推荐

预计公司2023-2025年归母净利润分别为9.39、11.11、12.72亿元, 同比增长14%、18%、14%, CAGR=16%, 对应PE为17、14、12倍, 维持“买入”评级。

#### 风险提示: 1) 军贸交付节奏低于预期; 2) 现有内需型号订货低于预期。

### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005  
wanghuajun@stocke.com.cn

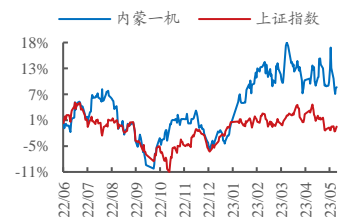
分析师: 刘村阳

执业证书号: S1230522100001  
liucunyang@stocke.com.cn

#### 基本数据

|          |           |
|----------|-----------|
| 收盘价      | ¥9.32     |
| 总市值(百万元) | 15,879.22 |
| 总股本(百万股) | 1,703.78  |

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《陆装龙头迎新一轮增长长期, 内需外贸双驱动》2023.05.15
- 《业绩符合预期, 陆装龙头内需外贸双驱动》2023.04.26
- 《中巴VT-4坦克军贸订单达679辆, 陆装龙头内需外贸双驱动》2023.03.28

### 财务摘要

| (百万元)     | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 14349 | 14860 | 17500 | 19700 |
| (+/-) (%) | 4%    | 4%    | 18%   | 13%   |
| 归母净利润     | 823   | 939   | 1111  | 1272  |
| (+/-) (%) | 10%   | 14%   | 18%   | 14%   |
| 每股收益(元)   | 0.48  | 0.55  | 0.65  | 0.75  |
| P/E       | 19    | 17    | 14    | 12    |
| ROE       | 7.7%  | 8.3%  | 9.3%  | 10.0% |

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 附录：公司 2023 年财务预算、预计关联交易额均同比改善， 股权激励要求业绩稳健增长，坦克军贸出口创新里程碑

公司 2023 年预算指标中，主营业务收入、经营活动现金净流量、应收账款、存货指标均较上年同比改善。其中主营业务收入 143.80 亿元，同比增加 1.99 亿元，增幅 1.41%；应收账款 10.50 亿元，同比降低 8.58%；存货 34.52 亿元，主要是军品预投、进口件储备、军品跨期交付占用；经营活动现金流净流入 5.52 亿元，同比改善 112.52%。

表1：公司 2023 年主要财务预算指标

| 指标        | 2022 年实际 (万元) | 2023 年预算 (万元) | 增减比率    |
|-----------|---------------|---------------|---------|
| 主营业务收入    | 1,418,067     | 1,438,000     | 1.41%   |
| 经营活动现金净流量 | -439,696      | 55,200        | 112.55% |
| 应收账款      | 114,858       | 105,000       | -8.58%  |
| 存货        | 349,437       | 345,200       | -1.21%  |

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

受外贸产品新增订货等因素影响，公司 2023 年预计关联销售额达 85 亿元，相比 2022 年预计关联销售额增长 55%，相比 2022 年实际关联销售额增长 371%，我们判断公司外贸需求向好，全年业绩有望提速。

表2：公司 2023 年日常关联交易预计金额和类别 (万元)

| 关联交易类别         | 2023 年预计金额 | 2023 年 1-3 月与关联人<br>累计已发生的交易金额 | 2022 年实际发生金额 |
|----------------|------------|--------------------------------|--------------|
| 购买商品、接受劳务的关联交易 | 890,000.00 | 17,604.54                      | 659,060.69   |
| 销售商品、提供劳务的关联交易 | 850,000.00 | 7,346.71                       | 180,389.36   |

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

股权激励要求业绩稳健增长，公司限制性股票解锁的业绩考核条件为：以 2019 年为基数，2021/2022/2023 年净利润 CAGR 不低于 10%，且不低于同行业均值；2021 年加权平均净资产收益率不低于 6.3%，且不低于同行业平均值；2022 年加权平均净资产收益率不低于 6.5%，且不低于同行业平均值；2023 年加权平均净资产收益率不低于 6.8%，且不低于同行业平均值。

表3：公司股权激励要求业绩稳健增长

| 解除限售期    | 业绩考核目标   |
|----------|--|
| 第一个解除限售期 | 以 2019 年业绩为基数，2021 年净利润复合增长率不低于 10% 且不低于同行业平均值 (或对标企业 75 分位值)；2021 年加权平均净资产收益率不低于 6.3% 且不低于同行业平均值 (或对标企业 75 分位值)；<br>2021 年公司 $\Delta$ EVA 为正。 |
| 第二个解除限售期 | 以 2019 年业绩为基数，2022 年净利润复合增长率不低于 10% 且不低于同行业平均值 (或对标企业 75 分位值)；2022 年加权平均净资产收益率不低于 6.5% 且不低于同行业平均值 (或对标企业 75 分位值)；<br>2022 年公司 $\Delta$ EVA 为正。 |
| 第三个解除限售期 | 以 2019 年业绩为基数，2023 年净利润复合增长率不低于 10% 且不低于同行业平均值 (或对标企业 75 分位值)；2023 年加权平均净资产收益率不低于 6.8% 且不低于同行业平均值 (或对标企业 75 分位值)；<br>2023 年公司 $\Delta$ EVA 为正。 |

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

根据瑞典斯德哥尔摩国际和平研究所（SIPRI）发布的 2022 年最新军贸数据库，2019-2022 年，我国来自巴基斯坦的 VT-4 坦克订单数量达 679 辆，其中 2020-2022 年已交付 96 辆。VT-4 由兵器工业集团研制，是我国最先进的第三代外贸主战坦克。参考 2016 年我国 VT-4 坦克首次出口泰国，58 辆坦克及其配套设备对应合同金额 3 亿美元，**中巴 VT-4 军贸项目已创下我国坦克出口数量及金额的新里程碑。**

表4：近年中国坦克军贸订货统计

| 出口国家 | 出口型号     | 订货数量（辆） | 订货时间 | 交付时间      | 已交付数量（辆） | 备注                      |
|------|----------|---------|------|-----------|----------|-------------------------|
| 孟加拉国 | VT-5     | 44      | 2019 | 2021-2022 | 25       |                         |
| 尼日利亚 | VT-4     | 12      | 2019 | 2020-2022 | 12       |                         |
| 巴基斯坦 | MBT-2000 | 530     | 1998 | 2001-2022 | 425      |                         |
| 巴基斯坦 | VT-4     | 679     | 2019 | 2020-2022 | 96       | 包括通过授权在巴基斯坦<br>组装生产     |
| 泰国   | VT-4     | 58      | 2016 | 2017-2019 | 48       | 合同金额 92 亿泰铢 (3 亿<br>美元) |

资料来源：SIPRI，浙商证券研究所

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 9.39、11.11、12.72 亿元，同比增长 14%、18%、14%，CAGR=16%，对应 PE 为 17、14、12 倍。我们选取 4 大国防整机厂（航发动力、中航西飞、中航沈飞、洪都航空）作为可比公司，其 2023 年的平均 PE 估值为 67 倍，**公司 PE 估值仅为其 1/4 左右。**

表5：可比公司估值（市值数据截至 2023 年 6 月 9 日收盘）

| 证券代码      | 可比公司 | 市值<br>(亿元) | 归母净利润（亿元） |       |       |       | PE（倍） |       |       |       |
|-----------|------|------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |            | 2022A     | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 600893.SH | 航发动力 | 1,071      | 12.68     | 15.60 | 19.61 | 24.90 | 85    | 69    | 55    | 43    |
| 000768.SZ | 中航西飞 | 660        | 5.23      | 8.84  | 11.08 | 14.96 | 126   | 75    | 60    | 44    |
| 600760.SH | 中航沈飞 | 1,092      | 23.05     | 28.09 | 34.69 | 44.99 | 47    | 39    | 31    | 24    |
| 600316.SH | 洪都航空 | 160        | 1.41      | 1.87  | 2.24  | 2.89  | 114   | 86    | 72    | 55    |
|           |      |            | PE 平均值    |       |       |       | 93    | 67    | 54    | 42    |
| 600967.SH | 内蒙一机 | 159        | 8.23      | 9.39  | 11.11 | 12.72 | 19    | 17    | 14    | 12    |

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

| (百万元)          | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 14458 | 19141 | 23951 | 24978 |
| 现金             | 4676  | 7483  | 10681 | 11066 |
| 交易性金融资产        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款           | 1945  | 1816  | 2373  | 2601  |
| 其它应收款          | 28    | 14    | 19    | 26    |
| 预付账款           | 1477  | 3703  | 3950  | 3779  |
| 存货             | 3494  | 4050  | 4645  | 5107  |
| 其他             | 2838  | 2075  | 2283  | 2399  |
| <b>非流动资产</b>   | 8820  | 7055  | 7723  | 7287  |
| 金额资产类          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 1816  | 1723  | 1626  | 1515  |
| 无形资产           | 2103  | 1937  | 1772  | 1609  |
| 在建工程           | 416   | 412   | 394   | 363   |
| 其他             | 4485  | 2982  | 3931  | 3799  |
| <b>资产总计</b>    | 23277 | 26196 | 31673 | 32265 |
| <b>流动负债</b>    | 11688 | 14141 | 18863 | 18589 |
| 短期借款           | 25    | 25    | 25    | 25    |
| 应付款项           | 5866  | 7559  | 8699  | 9262  |
| 预收账款           | 5403  | 6169  | 9687  | 8834  |
| 其他             | 394   | 387   | 451   | 468   |
| <b>非流动负债</b>   | 599   | 470   | 526   | 532   |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 599   | 470   | 526   | 532   |
| <b>负债合计</b>    | 12288 | 14611 | 19389 | 19121 |
| 少数股东权益         | 47    | 47    | 48    | 48    |
| 归属母公司股东权益      | 10942 | 11537 | 12236 | 13095 |
| <b>负债和股东权益</b> | 23277 | 26196 | 31673 | 32265 |

### 现金流量表

| (百万元)          | 2022   | 2023E | 2024E  | 2025E |
|----------------|--------|-------|--------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | (4397) | 1392  | 3364   | 580   |
| 净利润            | 824    | 939   | 1112   | 1272  |
| 折旧摊销           | 274    | 198   | 199    | 199   |
| 财务费用           | (79)   | (87)  | (132)  | (160) |
| 投资损失           | (255)  | (255) | (255)  | (255) |
| 营运资金变动         | (4579) | (344) | 4000   | (138) |
| 其它             | (582)  | 941   | (1559) | (338) |
| <b>投资活动现金流</b> | (721)  | 1678  | 112    | 58    |
| 资本支出           | (12)   | (19)  | 0      | 26    |
| 长期投资           | 1      | (1)   | 0      | 0     |
| 其他             | (709)  | 1697  | 111    | 33    |
| <b>筹资活动现金流</b> | 74     | (263) | (278)  | (253) |
| 短期借款           | 5      | 0     | 0      | 0     |
| 长期借款           | 0      | 0     | 0      | 0     |
| 其他             | 69     | (263) | (278)  | (253) |
| <b>现金净增加额</b>  | (5043) | 2807  | 3198   | 386   |

### 利润表

| (百万元)           | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 14349 | 14860 | 17500 | 19700 |
| 营业成本            | 12706 | 13099 | 15400 | 17296 |
| 营业税金及附加         | 22    | 23    | 27    | 30    |
| 营业费用            | 25    | 25    | 28    | 30    |
| 管理费用            | 440   | 416   | 490   | 516   |
| 研发费用            | 578   | 609   | 735   | 847   |
| 财务费用            | (79)  | (87)  | (132) | (160) |
| 资产减值损失          | 12    | (9)   | (18)  | (5)   |
| 公允价值变动损益        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 255   | 255   | 255   | 255   |
| 其他经营收益          | 8     | 8     | 10    | 9     |
| <b>营业利润</b>     | 907   | 1047  | 1234  | 1409  |
| 营业外收支           | (4)   | (4)   | (4)   | (4)   |
| <b>利润总额</b>     | 903   | 1043  | 1231  | 1405  |
| 所得税             | 79    | 103   | 119   | 133   |
| <b>净利润</b>      | 824   | 939   | 1112  | 1272  |
| 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 1     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 823   | 939   | 1111  | 1272  |
| EBITDA          | 1109  | 1151  | 1295  | 1443  |
| EPS (最新摊薄)      | 0.48  | 0.55  | 0.65  | 0.75  |

### 主要财务比率

|                | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | 3.85%  | 3.56%  | 17.77% | 12.57% |
| 营业利润           | 8.46%  | 15.41% | 17.94% | 14.13% |
| 归属母公司净利润       | 10.27% | 14.06% | 18.35% | 14.43% |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 11.45% | 11.85% | 12.00% | 12.20% |
| 净利率            | 5.74%  | 6.32%  | 6.35%  | 6.46%  |
| ROE            | 7.69%  | 8.32%  | 9.31%  | 10.00% |
| ROIC           | 6.60%  | 7.17%  | 7.77%  | 8.28%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 52.79% | 55.78% | 61.22% | 59.26% |
| 净负债比率          | 0.30%  | 0.22%  | 0.18%  | 0.18%  |
| 流动比率           | 1.24   | 1.35   | 1.27   | 1.34   |
| 速动比率           | 0.94   | 1.07   | 1.02   | 1.07   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.52   | 0.60   | 0.60   | 0.62   |
| 应收账款周转率        | 15.67  | 14.87  | 18.05  | 16.43  |
| 应付账款周转率        | 5.23   | 5.34   | 5.78   | 5.53   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.48   | 0.55   | 0.65   | 0.75   |
| 每股经营现金         | -2.58  | 0.82   | 1.97   | 0.34   |
| 每股净资产          | 6.42   | 6.77   | 7.18   | 7.68   |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 19.29  | 16.92  | 14.29  | 12.49  |
| P/B            | 1.45   | 1.38   | 1.30   | 1.21   |
| EV/EBITDA      | 9.05   | 7.73   | 4.44   | 3.73   |

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>