

内蒙一机 (600967)

证券研究报告

2024年08月20日

陆军主战装备核心资产稀缺性显著，内需外贸双轮驱动大有可为

● 唯一主战坦克研发制造基地，产品谱系丰富领域广泛

唯一主战坦克研发制造基地，背靠兵器集团军品为主。内蒙古第一机械集团股份有限公司是央企子企业中唯一的集履带、轨道、轮式车辆于一体的重型车辆研发生产制造基地；国家唯一的主战坦克和8×8轮式战车研发制造基地。前身为包头北方创业股份有限公司，2015年4月-2017年2月北方创业实施重大资产重组，以发行股份方式购买一机集团持有的主要经营性资产及负债，以发行股份及支付现金方式购买北方机械控股持有的北方机械100%股权，内蒙一机完成上市股份重组。

● 低估值受益中特估，高股息响应市值考核

盈利能力持续提升，利润水平有待提升。2024年Q1公司净利率7.27%，同比降低0.93pcts；2023年公司净利率8.42%，同比增加2.68pcts。2024Q1公司毛利率13.55%，同比增加1.01pcts，达到近五年同比最高值；2023年毛利率16.12%，同比增加4.67pcts，主要系产品结构调整，高毛利的外贸产品占比增加所致。

估值偏低颇具修复潜力，股息分红较高响应市值考核。截止2024年8月19日，内蒙一机PE(TTM)为15.58倍，处在历史百分位5.17%，估值处于历史较低水平。横向对比同为主机厂上市平台的中航沈飞、中航西飞、洪都航空，内蒙一机估值同样处于较低位置。我们认为，内蒙一机作为国家唯一的主战坦克和8×8轮式战车研发生产基地，陆军主战装备核心资产稀缺性显著，当前估值水平或被严重低估，同时公司或将受益于中特估估值修复，估值有望筑底并逐步修复；公司2021~2023年股息率1.46%/2.93%/3.03%，显著高于其他主机厂。现金分红逐年增长，2021~2023年复合增长率19.47%，在我们选取的主机厂可比公司中处于较高位置。我们认为，公司每年股息率较高，现金分红连续增长或证明公司杰出市场管理能力，有望受益于市值管理考核，在国有上市公司中脱颖而出。

● 军品内需外贸齐发力，总装地位承接产品需求

中国国防费构成中装备费支出占比整体上呈现上升趋势。我们认为，军费预算攀升叠加装备费用支出比例上调，我国装备采购额有望持续提升，公司作为陆军装备终端厂商有望直接受益于下游需求上行，公司军品收入或在高基数下进一步提升。我国ZTZ-99式主战坦克在1999年国庆阅兵上正式亮相，迄今已有20余年。我们认为，公司深度受益于我国唯一主战坦克研发制造基地定位，有望承接我国新一代坦克的研制生产，有效增厚坦克板块收入；VT-4/5坦克优异性能获得巴基斯坦、泰国、尼日利亚、孟加拉国的青睐，外贸订单自2017年起势头火热，我们认为，公司有望直接受益于我国外贸坦克的需求前景，未来海外收入或将得到足额增长。公司民品涵盖范围甚广，公司铁路车辆型号众多，未来铁路货运市场的繁荣或为公司民用铁路车辆及其他工程机械和车辆零部件创造更为广阔的市场空间。

盈利预测与评级：综合军民业务发展情势，我们假设公司净利率毛利率有望持续受益于产品结构优化，公司或将进入业务高收益阶段；我国对坦克装甲体系或有急迫的更新换代需求；公司外贸拳头产品VT-4/5型坦克需求有望进一步增长；铁路货运市场持续扩张，公司民品或持续受益。在此假设下预测2024-2026年公司净利润分别为8.78亿元、9.64亿元和10.60亿，对应EPS分别为0.52元/股、0.57元/股、0.62元/股。对应目前PE为14.29、13.01、11.83倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：配套供需不足的风险；预算关键指标管控的风险；外贸产品市场拓展的风险；外部环境的风险；行业需求萎缩的风险；高科技复杂装备研制生产的风险；外贸交付进度延期风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,348.87	10,009.69	10,330.00	10,887.82	11,954.82
增长率(%)	3.85	(30.24)	3.20	5.40	9.80
EBITDA(百万元)	1,701.24	1,616.19	1,130.47	1,202.00	1,280.71
净利润(百万元)	823.23	851.38	878.32	964.31	1,060.30
增长率(%)	10.27	3.42	3.16	9.79	9.95
EPS(元/股)	0.48	0.50	0.52	0.57	0.62
市盈率(P/E)	15.24	14.74	14.29	13.01	11.83
市净率(P/B)	1.15	1.10	1.06	1.02	0.98
市销率(P/S)	0.87	1.25	1.21	1.15	1.05
EV/EBITDA	1.74	1.61	0.31	(0.55)	(1.72)

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/地面兵装 II
6个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	7.37元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,702.64
流通A股股本(百万股)	1,698.91
A股总市值(百万元)	12,548.43
流通A股市值(百万元)	12,520.99
每股净资产(元)	6.82
资产负债率(%)	49.13
一年内最高/最低(元)	9.43/6.33

作者

王泽宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523070002
wangzeyu@tfzq.com

杨英杰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523090001
yangyingjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《内蒙一机-半年报点评:上半年业绩稳中有增，存货同比+44.3%望助推业绩持续上行》2019-08-29
- 《内蒙一机-半年报点评:收到预付货款大幅增加，归母净利与现金流优化显著》2018-08-31
- 《内蒙一机-公司点评:中铁总未来三年货车采购将翻倍，地面装备龙头军民同发力》2018-07-29

内容目录

1. 国家唯一主战坦克研发制造基地，产品谱系丰富领域广泛	4
2. 低估值受益中特估，高股息响应市值考核	8
3. 军品内需外贸齐发力，总装地位承接产品需求	10
3.1. 军费预算持续增长，地面装甲部队地位凸显	10
3.2. 军贸装甲车市场持续火热，公司装备产品齐全深度受益	12
4. 民品涵盖范围广泛，铁路货运繁荣惠及终端厂商	13
5. 盈利预测与投资建议	14
5.1. 核心假设	15
5.2. 投资评级	15
6. 风险提示	15
6.1. 配套供需不足的风险	15
6.2. 预算关键指标管控的风险	15
6.3. 外贸产品市场拓展的风险	15
6.4. 外部环境的风险	15
6.5. 行业需求萎缩的风险	15
6.6. 高科技复杂装备研制生产的风险	16
6.7. 外贸交付进度延期风险	16

图表目录

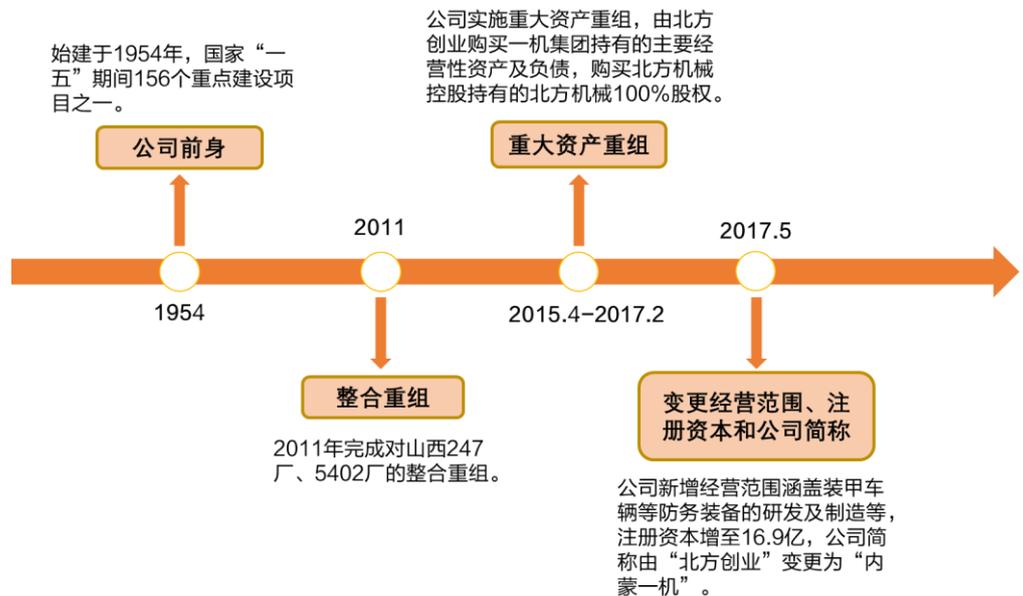
图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构（截止 2024 年 3 月 31 日）	4
图 3：公司 2018-2024 年 Q1 营业收入情况（单位：亿元）	8
图 4：公司 2018-2024 年 Q1 归母净利润情况（单位：亿元）	8
图 5：公司 2018-2024 年 Q1 净利率与毛利率情况	8
图 6：公司 2018-2024 年 Q1 期间费用率情况	8
图 7：公司 2018-2024 年 Q1 研发费用率变化	9
图 8：内蒙一机 PE（TTM）分位点	9
图 9：2015-2023 年我国军费预算情况（中央本级支出安排）	10
图 10：美军强化装甲师预案	11
图 11：世界各国坦克演变历程	12
图 12：VT-4 坦克拥有很高的信息化水平	13
图 13：VT-5 坦克配有独立的综合观瞄火控系统	13
图 14：中国铁路运输行业部分相关政策	13
图 15：2015-2022 年中国社会物流总额变化情况	14
图 16：2015-2022 年中国铁路货运情况	14

表 1: 公司控股参股子公司一览	5
表 2: 公司主要产品	5
表 3: 各主机厂 PE、股息率、现金分红对比	10
表 4: 2010-2017 年中国年度国防费构成 (单位: 亿元)	11
表 5: 2023-2025 年全球装甲装备出口交付额 (单位: 亿美元)	12
表 6: 2017-2022 年 VT-4/5 坦克外贸订单	13
表 7: 公司业务拆分 (单位: 亿元)	15

1. 国家唯一主战坦克研发制造基地，产品谱系丰富领域广泛

国家唯一主战坦克研发制造基地，背靠兵器集团军品为主。内蒙古第一机械集团股份有限公司是央企子企业中唯一的集履带、轨道、轮式车辆于一体的重型车辆研发生产制造基地；国家唯一的主战坦克和8×8轮式战车研发制造基地。前身为包头北方创业股份有限公司，2015年4月-2017年2月北方创业实施重大资产重组，以发行股份方式购买一机集团持有的主要经营性资产及负债，以发行股份及支付现金方式购买北方机械控股持有的北方机械100%股权，内蒙一机完成上市股份重组。

图 1：公司发展历程

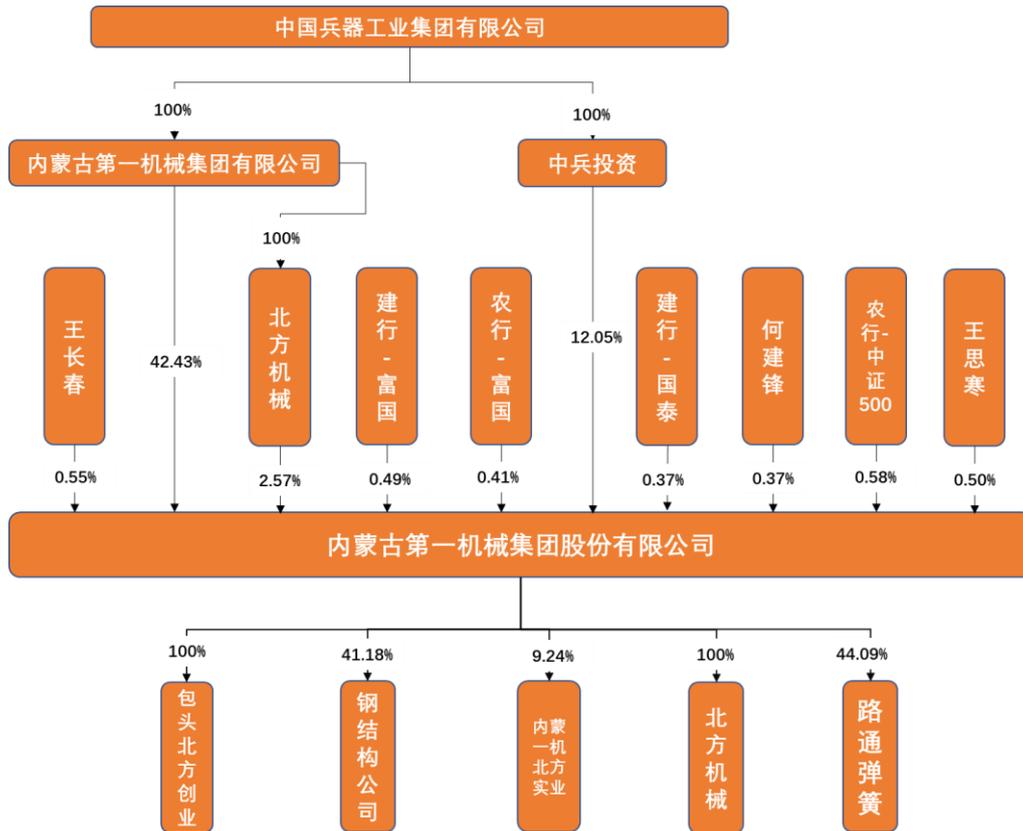


资料来源：内蒙一机官网，内蒙古（包头）科技大市场，天风证券研究所

公司股权结构较为集中稳定，长效激励推动员工积极性。截止 2024 年一季报，公司最大股东为内蒙古第一机械集团有限公司，直接控股 42.43%，中兵投资直接控股 12.05%，北方机械直接控股 2.57%。

2020 年公司发布限制性股票激励计划，业绩考核目标为以 2019 年业绩为基数，2021-2023 年净利润复合增长率均不低于 10%且不低于行业平均值（或对标企业 75 分位值），加权平均净资产收益率分别不低于 6.3%、6.5%和 6.8%且不低于同行业平均值（或对标企业 75 分位值），各年公司 Δ EVA 为正。公司 2021/2022/2023 年加权平均净资产收益率分别为 7.43%/7.71%/7.60%，**股权激励计划有望进一步增进员工工作积极性，优化公司治理，不断激活公司发展活力。**

图 2：公司股权结构（截止 2024 年 3 月 31 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司控股参股公司分工明确，涵盖产业链上下游。根据内蒙一机 2023 年年报披露，公司对外投资公司共 4 家，其中全资子公司 2 家，相对控股子公司 1 家，参股公司 1 家。业务范围涵盖零件生产、金属加工、终端组装、销售服务等领域，实现产业链全链条覆盖，为公司日常经营提供保障。

表 1：公司控股参股子公司一览

被参控公司名称	直接持股比例 (%)	经营范围
包头北方创业有限责任公司	100	铁路车辆；特种车辆等产品设计、研发、生产、修理、销售及服务等
山西北方机械制造有限责任公司	100	军用特种机电产品及与之配套产品；军民通用机电产品及本企业科研、生产所需原材料；机电设备；仪器仪表；零备件的科研、制造、总装与销售等
内蒙古一机集团路通弹簧有限公司	44.09	弹簧制造;机械加工;非标制造等
内蒙古一机集团北方实业有限公司	9.24	各类金属表面处理及热处理加工等

资料来源：iFinD，公司 2023 年报，天风证券研究所

公司产品丰富，涉及领域广泛。公司产品涵盖军民两个领域，军品覆盖 15 式轻型坦克、99A 式主战坦克等陆军核心装备，民品包含铁路车辆、防爆处突、应急处理等多方面产品。我们认为，产品多元化及覆盖范围广赋予公司更强的风险抵御能力及盈利能力，有望在军工主机厂中脱颖而出。

表 2：公司主要产品

所属门类	产品名称	产品实例
军品	99A 坦克	

		96B 坦克	
		15 式轻型坦克	
		迎宾礼炮	
		VN-1 轮式战车	
		VT-2 改进型坦克	
		VT-4 坦克	
		VT-5 坦克	
		ST3A 轮式装甲突击炮	
		VN20 重型步兵战车	
民品	铁路车辆	敞车	
		罐车	

	漏斗车	
	棚车	
	平车	
	专用车	
	工程机械	
	防爆处突装备	
	应急救援装备	
	公共卫生装备	
	农用机械装备	
	石油机械	
	新能源装备	

专用汽车		
车辆零部件	铁路车辆零部件	
	重车零部件	
其他		

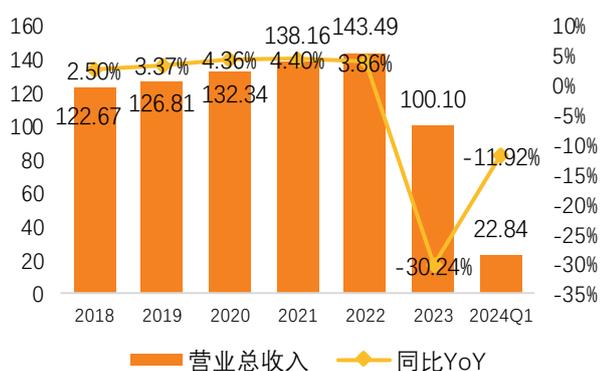
备注：由于民品品类较多，每个品类的民品仅展示一项

资料来源：公司官网，天风证券研究所

2. 低估值受益中特估，高股息响应市值考核

公司收入利润短期承压，利润水平有待提升。2024 年第一季度公司实现营收 22.84 亿元，同比减少 11.92%；2023 年公司营业收入 100.1 亿元，同比减少 30.24%，主要原因是公司军品订单下降。2024Q1 公司归母净利润 1.68 亿元，同比减少 21.51%；2023 年实现归母净利润 8.51 亿元，同比增加 3.45%。2024 年一季度公司营业收入短期承压，利润水平有待提升，若外贸交付节奏延续，或对军品外贸业绩造成相应影响。

图 3：公司 2018-2024 年 Q1 营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 4：公司 2018-2024 年 Q1 归母净利润情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

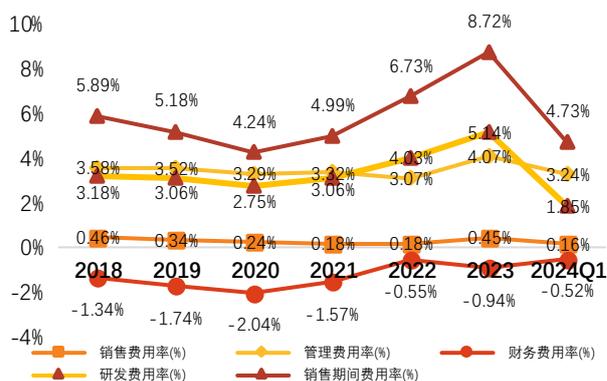
24Q1 盈利能力略有波动，2023 年利率显著上浮。2024 年第一季度公司净利率 7.27%，同比降低 0.93pcts；2023 年公司净利率 8.42%，同比增加 2.68pcts。2024Q1 公司毛利率 13.55%，同比增加 1.01pcts，达到近五年同比最高值；2023 年毛利率 16.12%，同比增加 4.67pcts，主要系产品结构调整，高毛利的外贸产品占比增加所致。2024 年 Q1 公司期间费用率 4.73%，同比上升 1.47pcts；2023 年期间费用率 8.72%，同比升高 1.99pcts。我们认为，伴随公司管理结构持续优化，公司期间费用率增长有望放缓。

图 5：公司 2018-2024 年 Q1 净利率与毛利率情况

图 6：公司 2018-2024 年 Q1 期间费用率情况



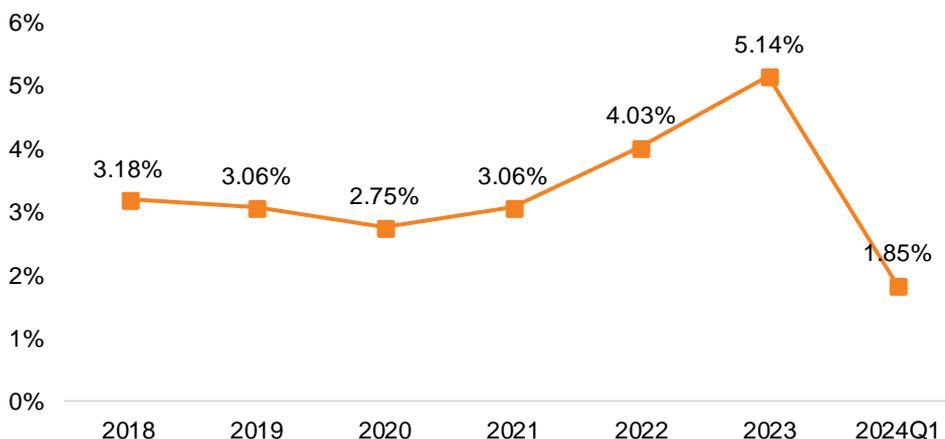
资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

研发费用率逐年提高，公司研发能力不断增强。2024 年 Q1 公司研发费用率 1.85%，同比降低 0.06pcts，2023 年研发费用率 5.14%，同比增加 1.11pcts，为上市以来最高。公司持续扩大研发投入，提升公司技术实力。保障军品方面新产品研发任务进度扎实有序推进，有效实施服务保障，顺利实施巴基斯坦、孟加拉、马里等国交验、培训及技术保障等工作。

图 7：公司 2018-2024 年 Q1 研发费用率变化

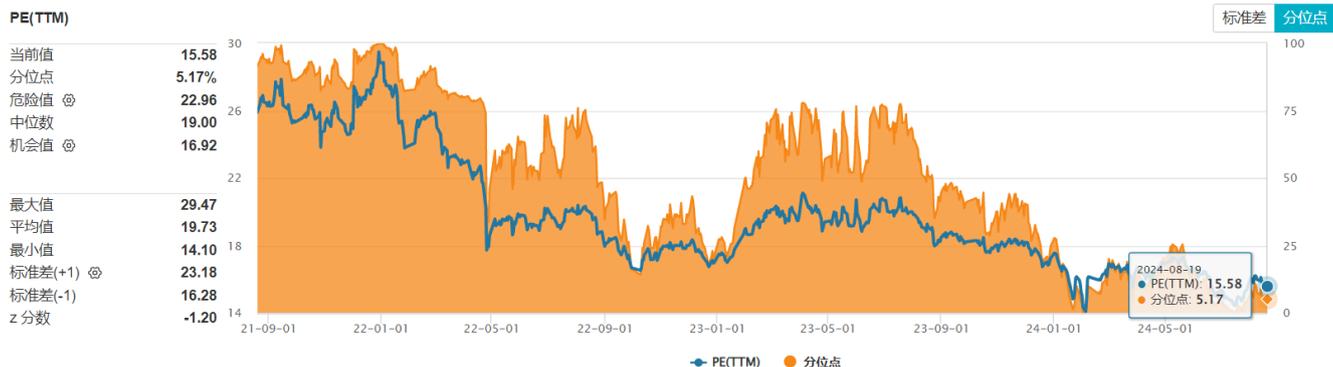


资料来源：Wind，天风证券研究所

估值偏低颇具修复潜质，股息分红较高响应市值考核。截止 2024 年 8 月 19 日，内蒙一机 PE(TTM)为 15.58 倍，处在历史百分位 5.17%，估值处于历史较低水平。横向对比同为主机厂上市平台的中航沈飞、中航西飞，内蒙一机估值同样处于较低位置。**我们认为，内蒙一机作为国家唯一的主战坦克和 8×8 轮式战车研发生产基地，陆军主战装备核心资产稀缺性显著，当前估值水平或被市场低估。同时 2022 年 11 月中国证监会提出“探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥”，对国企估值修复起到一定积极意义，公司或将受益于中特估估值修复，估值有望筑底并逐步修复。**

公司 2021~2023 年股息率 1.46%/2.93%/3.03%，显著高于其他主机厂。现金分红逐年增长，2021~2023 年复合增长率 19.47%，在我们选取的主机厂可比公司中处于较高位置。2024 年 1 月 29 日，国资委将全面推开上市公司市值管理考核，在“一利五率”基础上全面实施“一企一策”考核。**我们认为，公司每年股息率较高，现金分红连续增长或证明公司杰出市场管理能力，有望受益于市值管理考核，在国有上市公司中脱颖而出。**

图 8：内蒙一机 PE (TTM) 分位点



备注：PE (TTM) 数据来自 2024 年 8 月 19 日 Wind 数据

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 3：各主机厂 PE、股息率、现金分红对比

公司\年份	PE			股息率 (%)			现金分红总额 (万元)		
	2024E	2025E	2026E	2021	2022	2023	2021	2022	2023
内蒙一机	13.58	12.26	11.27	1.46	2.93	3.03	29824.41	41231.46	42565.92
中航西飞	57.70	44.70	34.69	0.23	0.39	0.45	23533.48	27817.40	27817.40
中航沈飞	28.82	23.20	18.92	0.60	0.68	0.95	80382.34	78734.27	110227.98

备注：PE 数据来自 2024 年 8 月 20 日 Wind 一致预期

资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 军品内需外贸齐发力，总装地位承接产品需求

3.1. 军费预算持续增长，地面装甲部队地位凸显

乘军费预算持续增长东风，地面兵装下游配套加速。3月5日全国人大会议上发布的政府预算草案报告披露，我国今年军费预算为15537亿元人民币，同比增长7.2%，增幅比去年上调0.1pcts，我国2020年以来，军费预算增速连续四年上升。随着世界地缘政治局势不断变化，主战坦克、轮式装甲车等重型地面兵装需求日益凸显。

图 9：2015-2023 年我国军费预算情况（中央本级支出安排）



资料来源：财政部，环球网，天风证券研究所

2019 年我国国防部披露《新时代的中国国防》白皮书，其中提到我国国防费用按用途划分主要由人员生活费、训练维持费和装备费构成。2010 年至 2017 年中国年度国防费构成中装备费支出占比持续维持在 33.2% 以上，整体上呈现上升趋势。其中还提到，我国要加大淘汰老旧装备力度，逐步形成以高新技术装备为骨干的武器装备体系。我们认为，军费预算攀升叠加装备费用支出比例上调，我国装备采购额有望持续提升，公司作为陆军装备终端

厂商有望直接受益于下游需求上行，公司军品收入或将在高基数下进一步提升。

表 4：2010-2017 年中国年度国防费构成（单位：亿元）

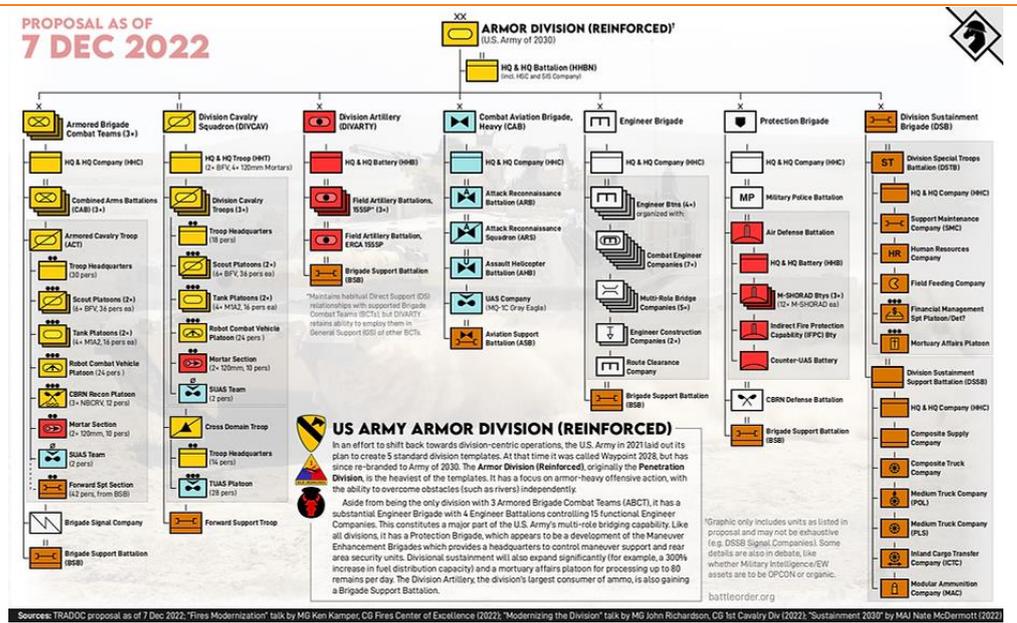
年度\项目	人员生活费		训练维持费		装备费		合计
	支出额	占比 (%)	支出额	占比 (%)	支出额	占比 (%)	
2010	1859.31	34.9	1700.47	31.9	1773.59	33.2	5333.37
2011	2065.06	34.3	1899.43	31.5	2063.42	34.2	6027.91
2012	1955.72	29.2	2329.94	34.8	2406.26	36.0	6691.92
2013	2002.31	27.0	2699.71	36.4	2708.60	36.6	7410.62
2014	2372.34	28.6	2679.82	32.3	3237.38	39.1	8289.54
2015	2818.63	31.0	2615.38	28.8	3653.83	40.2	9087.84
2016	3060.01	31.3	2669.94	27.4	4035.89	41.3	9765.84
2017	3210.52	30.8	2933.50	28.1	4288.35	41.1	10432.37

备注：数据来源于中国政府向联合国提交的国防费基本数据

资料来源：国防部，天风证券研究所

根据解放军报 2020 年 4 月 9 日报道，战场装甲兵在解决领土争端、抵御外侵、稳边守边、守疆卫士等作战任务中肩负重要使命，将始终作为一国战略威慑力量的有机组成部分，为维护国家安全利益提供重要战略支撑。根据《装甲部队——战略威慑的关键力量》内森·詹宁斯（美国陆军上校）著，姜天元、马立军编译，机械化步兵、装甲兵、骑兵、炮兵、工程兵以及防空部队和相关保障力量的相互配合仍是构建 21 世纪地缘政治的关键因素。美国陆军重组后其规划内的 33 个机动旅中 1/3 的旅还是机械化旅，分属第 1 装甲师、第 1 骑兵师、第 1、2、3 和第 4 步兵师，有力证明地面重装部队在战争威慑环节中不可或缺。

图 10：美军强化装甲师预案



资料来源：Battle Order，天风证券研究所

步入 2010 年代后，各国纷纷公布其第四代坦克研究或列装计划：2015 年 5 月 9 日 T-14 坦克在俄罗斯红场阅兵中首次公开亮相；2022 年 6 月，德国和法国公开在萨托利国际防务展上展出 KF-51 “黑豹”主战坦克和 EMBT 欧洲主战坦克；2022 年 10 月 10 日美国通用公司“艾布拉姆斯-X”下一代主战坦克在美陆军协会年会上展出。我国 ZTZ-99 式主战坦克在 1999 年国庆阅兵上正式亮相，迄今已有 20 余年，我国的新一代主战坦克或也在研制中，基于我国地面装甲技术的不断进步以及技术优势，未来或将定型列装。我们认为，公司深度受益于我国唯一主战坦克研发制造基地定位，有望承接我国新一代坦克的研制生产，有效增厚坦克板块收入。

图 11：世界各国坦克演变历程



资料来源：《美国坦克发展史》张国斌，《德国坦克发展史》吕伟康，《从俄乌冲突看未来四代坦克发展路径》王笑梦等，天风证券研究所

3.2. 军贸装甲车市场持续火热，公司装备产品齐全深度受益

根据《未来四年主战坦克市场规模将扩大》(姜江、彭玲霞、闵睿)：

- 2013~2016 年，全球主战坦克出口量为 2078 辆，价值量为 59.06 亿美元，其中新坦克 802 辆，价值为 48.42 亿美元，分别占装备出口总量的 38.6%和出口额的 82.98%，年平均需求量为 200 辆。预计 2017~2020 年全球新坦克市场规模将明显上升，出口量为 1267 辆，价值约为 75.03 亿美元，年平均需求量为 317 辆。
- 2013~2016 年，全球共出口 8944 辆装甲战车，价值为 91.55 亿美元，其中新装甲战车不少于 4002 辆，价值为 84.79 亿美元，分别占该类装备出口总量的 44.75%和出口额的 92.61%，年平均需求量为 1000 辆。预计在 2017~2020 年，全球新装甲战车市场出口额将显著增加，出口量为 4624 辆，价值为 153.57 亿美元，年平均需求量为 1156 辆。
- 2013~2016 年，全球轻型装甲车出口量为 11742 辆，价值为 31.68 亿美元，其中新车出口量不少于 8854 辆，价值为 28.72 亿美元，分别占该类装备出口总量的 75.4%和出口总额的 90.7%，年平均需求量为 2214 辆。预计在 2017~2020 年全球新型装甲车出口量将不低于 4228 辆，价值为 17.17 亿美元，年平均需求量为 1057 辆。

根据俄罗斯国际军贸分析中心《2023~2025 年全球军贸产品出口情况预测》，预计 2023~2025 年全球装甲装备出口交付额为 406.96 亿美元，约占同期全球武器出口总额 11.13%，且轻型装甲车和防地雷反伏击车是装甲装备市场最活跃的领域，由于其制造相对简单，从签订合同到实际交付所需时间相对较短，2023 年起 3 年有望签订新的合同。我们认为，全球装甲装备出口额在未来三年逐年攀升，其中公司产品装甲战车、主战坦克、轻型装甲车均有涉及，叠加疫情后海外市场恢复，公司外贸业务有望迎来新高。

表 5：2023-2025 年全球装甲装备出口交付额 (单位：亿美元)

分类	2023E	2024E	2025E	2023-2025 总额占比
装甲战车	38.54	64.58	83.74	45.92%
主战坦克	52.07	62.44	64.84	44.07%
轻型装甲车	5.87	11.17	9.52	6.53%
防地雷反伏击车	3.52	4.87	5.8	3.49%
总计	100	143.06	163.9	

资料来源：军事文摘《2023-2025 年全球军贸产品出口情况预测》(俄罗斯国际军贸分析中心)，天风证券研究所

VT-4/5 坦克是我国近年来推出的外贸型主战/轻型坦克，VT-4 主战坦克采用全国产化整体式动力舱、自动装弹系统，实现信息采集、处理、交互、分发自动化，是模块化、信息化、具有自主知识产权的高端外贸坦克；VT-5 坦克采用液气悬挂、长身管 105 坦克炮、集成观瞄系统、模块化装甲组件，表明我国坦克研制技术水平新的进步和提高。俄乌冲突实战经验证明，战场情报获取至关重要，我们认为，强化信息化升级的 VT-4/5 坦克有望成为

实战战场重要角色，进一步扩大外需市场。

图 12：VT-4 坦克拥有很高的信息化水平



资料来源：兵工世界公众号，天风证券研究所

图 13：VT-5 坦克配有独立的综合观瞄火控系统



资料来源：兵工科技海上武器版公众号，天风证券研究所

VT-4/5 坦克优异性能获得巴基斯坦、泰国、尼日利亚、孟加拉国的青睐，外贸订单自 2017 年起势头火热，我们认为，公司有望直接受益于我国外贸坦克的需求前景，未来海外收入或将得到足额增长。

表 6：2017-2022 年 VT-4/5 坦克外贸订单

出口国家	型号	订单数量（辆）	订单年份	截止 2022 年已交付（辆）
巴基斯坦	VT-4	679	2019	96
尼日利亚	VT-4	12	2019	12
泰国	VT-4	58	2016	48
	VT-4 ARV	2	2017	2
孟加拉国	VT-5	44	2019	25

资料来源：sipri，天风证券研究所

4. 民品涵盖范围广泛，铁路货运繁荣惠及终端厂商

作为现代运输主要方式之一，铁路运输行业的发展一直备受国家相关政府部门的重视，近年来陆续出台了一系列相关政策，支持、规范行业的发展，为我国铁路运输行业的发展提供了良好的政治环境。公司铁路车辆型号众多，我们认为，铁路货运市场的繁荣或为公司民用铁路车辆及其他工程机械和车辆零部件创造更为广阔的市场空间。

图 14：中国铁路运输行业部分相关政策

◆ 发展背景

智研咨询
www.chyxx.com

中国铁路运输行业部分相关政策

时间	政策	重点解读
2022年	《扩大内需战略规划纲要(2022-2035年)》	优化煤炭产运结构,推进煤矿智能化、绿色化发展,优化建设蒙西、蒙东、陕北、山西、新疆五大煤炭供应保障基地,提高煤炭铁路运输能力
2022年	《“十四五”现代物流发展规划》	逐步建立适应国际铁路联运特点的陆路贸易规则体系,推动完善配套法律法规,加强与国内外银行、保险等金融机构合作,探索使用铁路运输单证开展贸易融资
2022年	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	落实好餐饮、零售、旅游、民航、公路水路铁路运输等特困行业纾困扶持措施
2022年	《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》	优化高速铁路运输组织,扩大复兴号动车组上线运行范围,逐步实现高速铁路达速运行,提高普速铁路服务质量,鼓励开行夕发朝至列车
2022年	《推进多式联运发展优化调整运输结构工作方案(2021-2025年)》	深化铁路市场化改革,促进铁路运输市场主体多元化,研究推进铁路、港口、航运等企业股权划转和交叉持股,规范道路货运平台企业经营,建立统一开放、竞争有序的运输服务市场
2021年	《“十四五”铁路科技创新规划》	加强铁路运输大数据的获取融合及协同共享,建设综合交通大数据应用技术创新平台,支撑开展交通运输大数据采集处理、分析挖掘、管理决策、融合应用等技术的研发和工程化
2021年	《国家综合立体交通网规划纲要》	发展高铁快运,推动双层集装箱铁路运输发展

资料来源:智研咨询整理

精品报告·专项定制·品质服务

资料来源:智研咨询公众号,天风证券研究所

铁路是国家战略性、先导性、关键性重大基础设施,是国民经济大动脉、重大民生工程和综合交通运输体系骨干,在经济社会发展中的地位和作用至关重要,在服务和支撑中国式现代化建设中肩负着重要使命和重大责任。据智研咨询公众号,2022年我国社会物流总额达347.6万亿元,同比增长3.7%。2022年我国铁路营业里程全国铁路营业里程达到15.5万公里,同比增长3.3%,其中高速铁路营业里程达到4.2万公里,同比增长5%。全国铁路路网密度为161.1公里/万平方公里,同比增长2.8%。我们认为,公司或将深度受益于铁路货运扩张,民用产品市场有望得到持续扩张。

图 15: 2015-2022 年中国社会物流总额变化情况



图 16: 2015-2022 年中国铁路货运情况



资料来源:智研咨询公众号,中国物流与采购联合会,天风证券研究所

资料来源:智研咨询公众号,国家铁路局,天风证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 核心假设

2023 年营收同比下降 30.24%，完成全年经营计划 143.8 亿元的 69.61%，2024 年一季度营收同比下降 11.92%。2023 年公司净利率 8.42%，同比增加 2.68pcts；毛利率 16.12%，同比增加 4.67pcts，二者均达到 2017 年以来的最高值。**公司管理结构或将持续优化，公司期间费用率增长有望放缓。**

军品：我国军费预算自 2021 年以来连续第三年增加，军费中装备费占比不断走高，目前世界各国纷纷列装新一代坦克装甲体系，我国对坦克装甲体系或将有急迫的更新换代需求；外贸型装甲战车近年来订单火热，公司拳头产品 VT-4/5 型外贸坦克需求有望进一步增长。

民品：铁路货运市场持续扩张，公司民品或持续受益。**我们认为，公司作为陆军下游主机单位是新型号列装定型的首要受益者之一，有望在十四五末期 2024-2025 年迎来业绩增长。**基于以上分析，我们假设公司总营收未来三年同比增速为 3.20%/5.40%/9.80%，毛利率保持在 15.80%/15.20%/15.15%。

表 7：公司业务拆分（单位：亿元）

合计	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收	132.34	138.16	143.49	100.10	103.30	108.88	119.55
YoY	4.36%	4.40%	3.86%	-30.24%	3.20%	5.40%	9.80%
总成本	119.36	123.85	127.06	93.16	86.98	92.33	101.44
总毛利	12.98	14.31	16.42	16.14	16.33	16.55	18.12
总毛利率	9.81%	10.36%	11.45%	16.12%	15.80%	15.20%	15.15%

资料来源：Wind，天风证券研究所

5.2. 投资评级

考虑到公司受益于地面兵装不可或缺性质，匹配公司业内唯一主战坦克和 8×8 战车研制基地的定位，首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

6.1. 配套供需不足的风险

一方面，提升核心配套产品供需能力，加大重要大宗原材料保供稳价力度，提高物流运行效率和抗风险能力，保链稳链疏通堵点任务繁重。另一方面，市场预期转弱直接拖累影响产业链及供应链恢复，还需要应对国际产业链出现的本土化政治化区域化重塑的新挑战，推动产业链供应链巩固升级提高话语权实现安全发展任务艰巨。

6.2. 预算关键指标管控的风险

国资委在新形势下对央企提出“一增一稳四提升”的刚性要求，明确“一利五率”关键绩效考核指标，加之公司股权激励承诺指标压力，都给企业经营带来考验。

6.3. 外贸产品市场拓展的风险

外贸新产品市场拓展尚需时日。公司始终坚持强化技术创新，但部分新产品仍处于市场培育期，需求订单培育尚需时间。美国全方位各领域对我国进行遏制围堵打压，在非经济领域制造事端，通过长臂管辖实体名单等手段打压制裁相关企业特别是军工企业，导致军工企业产品比较优势难以发挥、科技创新成本上升、产业链供应链受到威胁。

6.4. 外部环境的风险

百年变局叠加世纪疫情，经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，受外部环境变化影响，公司生产经营面临一定压力。

6.5. 行业需求萎缩的风险

陆军装备采购或发生重大改变，公司产品传统市场领域需求可能有下降趋势。

6.6. 高科技复杂装备研制生产的风险

目前军队三化融合即机械信息化智能化步伐加快，公司承担的科研、生产高科技复杂武器装备越来越多，科研生产相交叉已经成为常态。质量、安全、试验、技术、履约、组织管理等风险等级越来越高，对公司管理模式、组织方式、预研储备、基础研究、核心能力、管控水平等带来全新挑战和考验。

6.7. 外贸交付进度延期风险

2024 年公司或继续受外贸交付节奏影响，对军品外贸营收端利润端造成相应波动。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,675.88	5,027.15	6,795.95	8,156.26	10,191.05
应收票据及应收账款	1,944.66	1,615.99	2,056.90	1,814.33	2,436.28
预付账款	1,477.14	1,810.16	1,572.22	2,018.21	1,926.41
存货	3,494.37	3,469.46	3,778.49	3,915.29	4,537.47
其他	2,596.35	2,854.26	2,399.99	1,563.77	1,402.82
流动资产合计	14,188.40	14,777.01	16,603.56	17,467.86	20,494.03
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,816.06	1,777.45	1,806.47	1,791.50	1,758.64
在建工程	415.53	476.07	345.64	279.39	251.63
无形资产	2,103.02	2,035.68	1,890.91	1,742.13	1,593.35
其他	4,484.99	4,606.37	4,470.20	4,518.82	4,530.10
非流动资产合计	8,819.59	8,895.58	8,513.21	8,331.84	8,133.72
资产总计	23,277.21	23,742.12	25,116.77	25,799.69	28,627.75
短期借款	25.02	27.86	20.00	20.00	20.00
应付票据及应付账款	5,865.68	5,270.92	6,325.81	5,984.24	7,540.17
其他	394.31	509.28	6,281.36	6,785.26	7,506.23
流动负债合计	6,285.01	5,808.06	12,627.18	12,789.50	15,066.39
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	599.32	762.36	623.47	661.72	682.52
非流动负债合计	599.32	762.36	623.47	661.72	682.52
负债合计	12,287.78	12,269.17	13,250.65	13,451.22	15,748.91
少数股东权益	46.94	38.17	38.35	38.54	38.75
股本	1,704.25	1,702.64	1,702.64	1,702.64	1,702.64
资本公积	4,419.11	4,428.65	4,428.65	4,428.65	4,428.65
留存收益	4,791.39	5,230.32	5,669.48	6,151.64	6,681.79
其他	27.74	73.16	27.00	27.00	27.00
股东权益合计	10,989.43	11,472.95	11,866.12	12,348.47	12,878.83
负债和股东权益总计	23,277.21	23,742.12	25,116.77	25,799.69	28,627.75

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	823.58	842.60	878.32	964.31	1,060.30
折旧摊销	274.49	261.87	266.19	280.00	289.39
财务费用	(0.69)	1.55	(116.93)	(149.59)	(184.65)
投资损失	(255.03)	(225.84)	(225.00)	(225.00)	(225.00)
营运资金变动	(4,166.00)	(190.40)	233.26	246.50	794.31
其它	(1,073.32)	252.60	0.35	0.39	0.42
经营活动现金流	(4,396.96)	942.37	1,036.20	1,116.61	1,734.78
资本支出	120.15	53.43	158.89	11.76	59.20
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(840.68)	(219.08)	950.99	564.09	586.65
投资活动现金流	(720.53)	(165.65)	1,109.88	575.85	645.85
债权融资	86.66	97.22	108.23	150.19	184.53
股权融资	(366.75)	(372.31)	(485.50)	(482.35)	(530.36)
其他	354.46	(209.42)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	74.38	(484.51)	(377.26)	(332.16)	(345.83)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(5,043.11)	292.21	1,768.81	1,360.30	2,034.80

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	14,348.87	10,009.69	10,330.00	10,887.82	11,954.82
营业成本	12,706.42	8,396.14	8,697.55	9,232.54	10,143.31
营业税金及附加	22.17	47.08	41.32	16.33	16.74
营业费用	25.23	45.10	36.15	19.60	20.32
管理费用	440.31	407.36	413.20	413.74	448.31
研发费用	578.39	514.55	516.50	522.62	573.83
财务费用	(78.94)	(94.49)	(116.93)	(149.59)	(184.65)
资产减值损失	(11.59)	(17.61)	(9.00)	(9.00)	(9.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	255.03	225.84	225.00	225.00	225.00
其他	(495.01)	(450.25)	0.00	0.00	0.00
营业利润	906.86	935.97	958.20	1,048.59	1,152.97
营业外收入	4.14	7.61	5.00	5.00	5.00
营业外支出	8.00	4.25	5.00	5.00	5.00
利润总额	903.00	939.33	958.20	1,048.59	1,152.97
所得税	79.42	96.73	79.53	83.89	92.24
净利润	823.58	842.60	878.67	964.70	1,060.73
少数股东损益	0.35	(8.78)	0.35	0.39	0.42
归属于母公司净利润	823.23	851.38	878.32	964.31	1,060.30
每股收益(元)	0.48	0.50	0.52	0.57	0.62

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	3.85%	-30.24%	3.20%	5.40%	9.80%
营业利润	8.46%	3.21%	2.38%	9.43%	9.95%
归属于母公司净利润	10.27%	3.42%	3.16%	9.79%	9.95%
获利能力					
毛利率	11.45%	16.12%	15.80%	15.20%	15.15%
净利率	5.74%	8.51%	8.50%	8.86%	8.87%
ROE	7.52%	7.45%	7.43%	7.83%	8.26%
ROIC	-17.86%	-417.93%	-3151.30%	-224.38%	-99.58%
偿债能力					
资产负债率	52.79%	51.68%	52.76%	52.14%	55.01%
净负债率	-42.21%	-43.47%	-57.01%	-65.79%	-78.88%
流动比率	1.24	1.29	1.31	1.37	1.36
速动比率	0.94	0.99	1.02	1.06	1.06
营运能力					
应收账款周转率	7.27	5.62	5.63	5.63	5.63
存货周转率	3.84	2.87	2.85	2.83	2.83
总资产周转率	0.52	0.43	0.42	0.43	0.44
每股指标(元)					
每股收益	0.48	0.50	0.52	0.57	0.62
每股经营现金流	-2.58	0.55	0.61	0.66	1.02
每股净资产	6.43	6.72	6.95	7.23	7.54
估值比率					
市盈率	15.24	14.74	14.29	13.01	11.83
市净率	1.15	1.10	1.06	1.02	0.98
EV/EBITDA	1.74	1.61	0.31	-0.55	-1.72
EV/EBIT	2.07	1.92	0.41	-0.71	-2.22

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com