

内蒙一机(600967)

报告日期: 2020年10月18日

坦克龙头: 外贸助力高增长, 战略地位被低估

——内蒙一机深度报告

投资要点

□ 我国坦克装甲车龙头: 外贸助力高增长; 大股东为军工混改试点

(1) 国家唯一的集主战坦克系列和中重型轮式装甲车系列为一体的装备研制生产基地。(2) 隶属兵器集团, 大股东一机集团近期无偿划转部分股份至中兵投资; 我们认为此股份划转具积极意义。大股东一机集团为军工企业混合所有制改革试点。兵器集团还有北京北方车辆集团等装甲车辆相关单位。

□ 新型陆军换装需求: 99A 坦克、15 式轻坦、8×8 轮式装甲车等

(1) 我国武器装备将会快速增长。我国地缘政治复杂, 仍需保持强大陆军。主战坦克装甲车为陆军核心装备, 新型装备换装需求持续。我们预计未来几年, 我国陆军有望退役部分老旧坦克, 逐步换装新型装备。

□ 外贸出口有望迎来小高峰: VT-4 坦克、VT-5 轻坦、轮式步兵战车等

未来几年, 预计巴基斯坦、泰国、尼日利亚等我国主要军贸出口国的 VT-4 主战坦克、VT-5 轻型坦克和 VN-1 轮式步兵战车需求向好, 支撑外贸需求。

□ 预收款、存货大幅增长, 盈利能力强的外贸业务增长, 业绩有望逐步释放

公司近三年预收款和存货均大幅度增加。2019 年预收款和存货分别达 90 亿元、36 亿元, 同比增长 52% 和 72%。2016-2019 年预收款及存货的年复合增长率分别达 40% 和 30%。存货构成以在产品为主, 占 76%。

□ 盈利预测及估值

(1) 预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 6.6/7.9/9.1 亿元, 同比增长 16%/19%/15%, EPS 为 0.39、0.47 和 0.54 元, PE 为 29、24 和 21 倍。

(2) 公司为主流军工股中估值最低的标的之一, 考虑陆战核心总装资产整体上市的稀缺性和战略价值, 给予公司 2021 年 30 倍 PE, 目标市值 240 亿, 6-12 月目标价 14.20 元, 给予“买入”评级。

□ 风险提示

出口需求及交付受到中美战略博弈的负面影响。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	12681	13698	16156	18115
(+/-)	3%	8%	18%	12%
净利润	572	664	791	909
(+/-)	7%	16%	19%	15%
每股收益(元)	0.34	0.39	0.47	0.54
P/E	33	29	24	21
ROE	6.4%	7.0%	7.7%	8.3%
PB	2.08	1.95	1.82	1.69

评级

上次评级

当前价格

买入

首次评级

¥11.31

分析师: 邱世梁

执业证书编号: S1230520050001

电话: 18516256639

邮箱: qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君

执业证书编号: S1230520080005

电话: 18610723118

邮箱: wanghuajun@stocke.com.cn

研究助理: 张杨

15601956881

邮箱: zhangyang01@stocke.com.cn



相关报告

- 《业绩稳健增长, 军贸实现新突破》2020.04.27
- 《业绩增长稳步提速, 高存货预示产品交付在即》2019.10.31
- 《中报业绩稳中有增, 全年持续高景气》2019.09.04
- 《铁路车辆加速采购, 军品业务持续景气》2019.06.26
- 《利润大幅增长, 基本面持续向好》2019.04.30

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 6.6/7.9/9.1 亿元，同比增长 16%/19%/15%，EPS 分别为 0.39、0.47 和 0.54 元，PE 分别为 29、24、21 倍。参考可比公司 2021 年 41 倍 PE 估值水平，考虑到公司作为陆军装备龙头企业的稀缺性和战略价值，以及大股东作为军工企业混合所有制改革试点，我们给予公司 2021 年 30 倍 PE，对应目标市值 240 亿，6-12 月目标价 14.20 元，给予“买入”评级。

● 关键假设

“十四五”核心武器装备加速列装；外贸需求不会收到全球地缘政治格局变化的影响

● 我们与市场的观点的差异

市场认为：陆军装备转入低速增长，成长性不如空装、海装，因而缺乏投资机会；

我们认为：外贸需求弥补了内需的低增速；另外公司估值显著低于其它子行业，反应了公司相对较低的增速，2020 年股价涨幅大幅低于其他板块公司，从风险收益比来看，投资吸引力上升。

● 股价上涨的催化因素

陆战装备外贸订单公布；军工板块的上涨；财务报表公布；股权划转完成

● 投资风险

外贸受全球地缘政治变化的影响不能正常推进

正文目录

1. 坦克装甲车龙头：外贸需求推动增长	5
1.1. 国家唯一的主战坦克和 8x8 轮式战车研制基地	5
1.2. 大股东为混改试点单位，近期无偿划转部分股份至中兵投资	6
1.3. 近三年业绩稳健向上，盈利能力提升	7
2. 换装需求：军费有望保持稳健增长，坦克和战车需求持续	9
2.1. 我国军费有望保持稳健增长，武器装备是投入重点、占比提升	9
2.2. 周边地缘环境复杂多变，陆军装备支出持续	9
2.3. 坦克装甲车辆为陆军核心装备，第三代装备换装需求持续	10
3. 外贸需求推动，坦克出口有望迎来小高峰	11
3.1. 近三年我国军贸出口额全球占比稳中有升，装甲车辆占比高	11
3.2. 国际客户坦克换装需求加速，预计未来几年外贸市场新增需求较大	13
4. 外贸军品盈利能力强，业绩有望加快增长	15
4.1. 2016-2019 年预收款、存货同步大幅增加	15
4.2. 核心外贸军品盈利能力较强	16
5. 盈利预测与估值	17
6. 风险提示	18

图表目录

图 1: 公司 99A 坦克参与国庆 70 周年盛大阅兵式	5
图 2: 96B 主战坦克在俄罗斯国际军事竞赛中获得肯定	5
图 3: VT4 坦克	5
图 4: VN1 轮式战车	5
图 5: 大股东内蒙一机集团拟将部分股份无偿划至中兵投资（划转前，截止 2020.6.30）	6
图 6: 2016-2019 年营业收入复合增速为 8%	7
图 7: 2016-2019 年归母净利润复合增速为 5%	7
图 8: 2019 年公司海外业务收入大幅反弹超预期	7
图 9: 毛利率稳中略降，2020H1 净利率有所提升	8
图 10: 期间费用率持续下滑，财务费用率贡献最大	8
图 11: 中国国防开支平稳增长，2019 年同比增长 7.5%	9
图 12: 2012-2017 国防费占 GDP 平均比重国别比较	9
图 13: 2010-2017 年国防支出中装备费占比逐步提升	9
图 14: 武器装备是投入重点，装备费占比提升至 41%	9
图 15: 我国陆上边界绵长，地域政治复杂	10
图 16: 我国国土面积大，为全球陆上邻国最多的国家	10
图 17: 第三代坦克为目前作战主力，第四代坦克正在研发中	10
图 18: 1950-2019 年中国军贸出口值和全球占比	12

图 19: 2019 年中国军贸出口全球第四	12
图 20: 装甲车辆是我国主要的出口军品, 占总量 24%	12
图 21: 1964-2019 年我国装甲车辆出口数量	13
图 22: 1999-2018 年泰国武器主要采购国家占比	14
图 23: 2017-2019 年我国交付泰国的坦克数量	14
图 24: 孟加拉国紧邻印度和缅甸	14
图 25: 孟加拉国现役坦克	14
图 26: 2016 年以来预收款加合同负债持续增长	16
图 27: 2016-2019 年公司存货明显增长	16
图 28: 2019 年公司在产品和库存商品大幅增加	16
图 29: 2020 上半年在产品占存货的比例为 60%	16
图 30: 2019 年母公司营业收入占 82%	16
图 31: 2019 年母公司净利润占 90%	16
表 1: 公司主营业务涵盖军工、铁路车辆及零部件、工程机械三大板块	6
表 2: 坦克为装甲车辆装备中重要的一员	10
表 3: 按照战斗总质量和火炮口径, 坦克可分为轻型、中型、重型坦克	11
表 4: 按照作战任务的不同, 坦克可分为主战坦克、特种坦克	11
表 5: 巴基斯坦与印度现役坦克及步兵战车概况对比	13
表 6: 泰国、越南现役坦克和步兵战车概况对比	14
表 7: 缅甸现役坦克	15
表 8: 伊朗现役坦克和战车依然停留在两伊战争结束后的水平, 未来换装需求迫切	15
表 9: 公司收入及盈利预测, 预计 2020-2022 年收入增速为 14%/19%/10%	17
表 10: 公司在可比公司中估值水平较低	18
表附录: 三大报表预测值	19

1. 坦克装甲车龙头：外贸需求推动增长

1.1. 国家唯一的主战坦克和 8x8 轮式战车研制基地

公司是国家唯一的集主战坦克系列和中重型轮式装甲车系列为一体的装备研制生产基地。公司主要研制生产履带、轮式、火炮等系列产品，形成了轮履结合、轻重结合、车炮一体、内外贸协调发展的研制生产格局。

99A 坦克、15 式轻型坦克、8x8 轮式装甲无线电接入节点车等 66 台套参与国庆 70 周年盛大阅兵式。铁路车辆订单量再创历史新高，外贸出口澳大利亚、印度尼西亚和白俄罗斯等国。

图 1：公司 99A 坦克参与国庆 70 周年盛大阅兵式



资料来源：公司 2019 年年报，浙商证券研究所

图 2：96B 主战坦克在俄罗斯国际军事竞赛中获得肯定



资料来源：China Daily，浙商证券研究所

图 3：VT4 坦克



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 4：VN1 轮式战车



资料来源：公司 2019 年年报，公司官网，浙商证券研究所

2016 年公司通过定向增发实现装甲车辆（内蒙一机）、火炮（北方机械）等军工资产的整体上市。

目前公司业务涵盖轮履装甲车辆、火炮系列军品装备，铁路车辆，车辆零部件以及工程机械等民品装备。履带装备实现轻中重全系列发展，并根据兵器工业集团规划构建新一代的装甲装备体系建设。轮式装备属于我军装甲机械化部队的主干装备。火炮装备为子公司北方机械研制生产，涵盖突击炮、榴弹炮等。

民品方面，铁路车辆目前可研制生产敞车、罐车、漏斗车、棚车、平车、专用车 6 大系列 40 多个型号货车产品，具备年造整车 8000 辆及核心零部件的生产能力。石油工程机械可生产钻杆钻挺及油杆、油管等产品，是行业内集钻井设备和采油设备为一体的最大石油机械供应商。

表 1: 公司主营业务涵盖军工、铁路车辆及零部件、工程机械三大板块

公司名称	参控关系	持股比例	主营业务	产品
内蒙古第一机械集团股份有限公司 (内蒙一机)	/	/	坦克装甲车辆及轮式装甲车辆、汽车、专用汽车、铁路车辆、工程机械整车及零配件设计、研发、制造、采购、销售及售后服务	军品: 99A 主战坦克, 96B 主战坦克, 15 式轻型坦克, 8X8 轮式装甲车等
包头北方创业有限责任公司	全资子公司	100%	研制、开发、生产、销售铁路车辆、汽车专用车、压力容器, 冶金机械, 车辆配件, 地铁车辆总装、维修、保养, LNG 储罐制造等	铁路车辆: 敞车、罐车、漏斗车、棚车、平车、专用车, 铁路货车零配件, 压力容器, 非铁路货车配件
山西北方机械制造有限公司	全资子公司	100%	计量检定, 理化试验服务; 工程机械、军用特种机电产品、军民通用机电产品、液压系统及装置、电气控制系统的设备设计、制造及销售	火炮装备: 100mm 轮式自行突击炮、122mm 轮式自行榴弹炮等 高效节能电机、工程机械、新型环保能源成套装备、压力容器设备、拆炉机、抓钢机和压力容器等
内蒙古一机集团通弹簧有限公司	参股子公司	35.27%	弹簧制造; 机械加工; 非标制造; 车辆配件、化工产品、金属材料的销售	热卷圆柱螺旋弹簧、钢板弹簧、冷卷弹簧减震器、车辆悬架及其他减震产品

资料来源: 2019 年年报, 公司官网, 浙商证券研究所

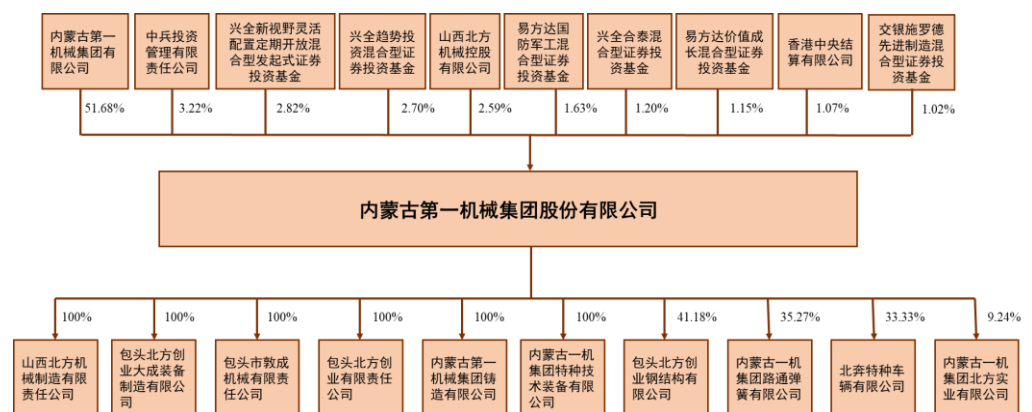
1.2. 大股东为混改试点单位, 近期无偿划转部分股份至中兵投资

公司隶属于中国兵器工业集团公司, 第一大股东为内蒙古第一机械集团, 持股比例为 51.68%。

2020 年 5 月 6 日, 上市公司公告: 一机集团拟将其持有的 8.92% 股权无偿划转至公司第二大股东中兵投资, 无偿划转后, 一机集团持股比例降至 42.76%; 中兵投资占股 12.14%。

据中国兵器工业集团公司官网报道, 2017 年 1 月 16 日内蒙一机集团列入军工企业混合所有制改革试点。

图 5: 大股东内蒙一机集团拟将部分股份无偿划至中兵投资 (划转前, 截止 2020.6.30)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

目前, 兵器集团中和装甲车相关单位还有北京北方车辆集团、湖南江麓机电集团、哈尔滨一机集团、北方通用动力集团、中国北方车辆研究所等。

1.3. 近三年业绩稳健向上，盈利能力提升

公司 2016-2019 年营业收入的复合增速约为 8%。其中 2019 年实现营业收入 127 亿元，同比增长 3%。2016-2019 年归母净利润年复合增速约为 5%，其中 2019 年归母净利润达 5.7 亿元，同比增长 7%。

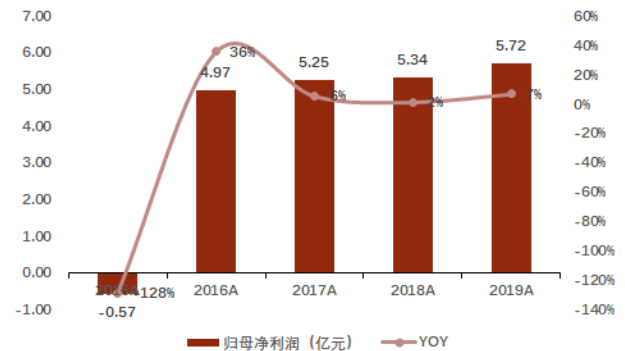
2020 上半年实现营业收入 53 亿元，同比增长 0.3%。2020 上半年实现归母净利润为 3.8 亿元，同比增长 13%；扣非归母净利润为 3.6 亿元，同比增长 17%。

图 6：2016-2019 年营业收入复合增速为 8%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

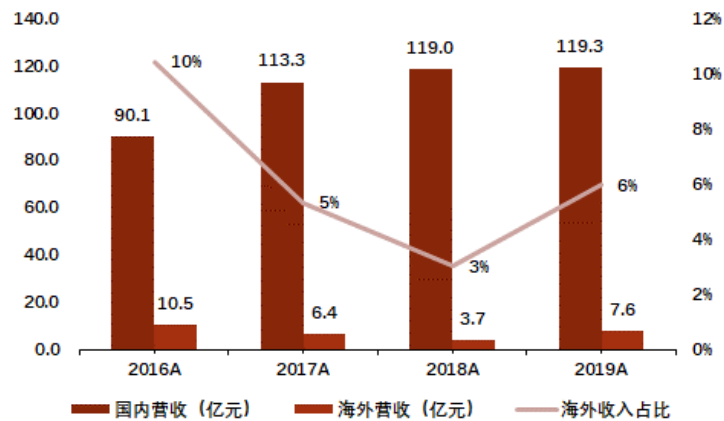
图 7：2016-2019 年归母净利润复合增速为 5%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2019 年国内业务与 2018 年基本持平，海外业务营业收入大幅反弹，达 7.56 亿元，同比增长 104%。随着公司装甲车辆产品不断进入海外市场，海外业务营收仍有望持续增长。

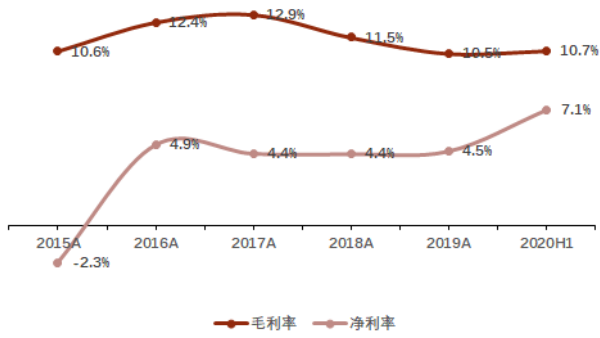
图 8：2019 年公司海外业务收入大幅反弹超预期



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

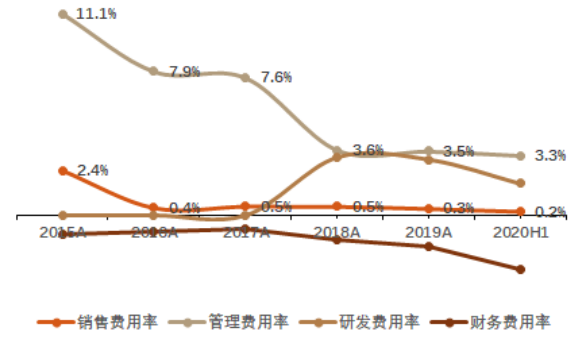
2020 上半年公司盈利能力有所增强。2016-2019 年公司的毛利率总体处于下滑趋势，2019 年相比 2016 年下滑接近 2pct，但净利率仅小幅下滑 0.4pct。2020 上半年公司毛利率、净利率相比去年同期均小幅提升 0.7pct。2016-2019 年上市公司财务费用率分别为 -1%、-0.8%、-1.3%、-1.7%，系利息收入不断增加所致。根据 2020 半年报，公司在手货币资金 90 亿元，短期借款仅 0.55 亿元，且无长期借款。

图 9：毛利率稳中略降，2020H1 净利率有所提升



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 10：期间费用率持续下滑，财务费用率贡献最大



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

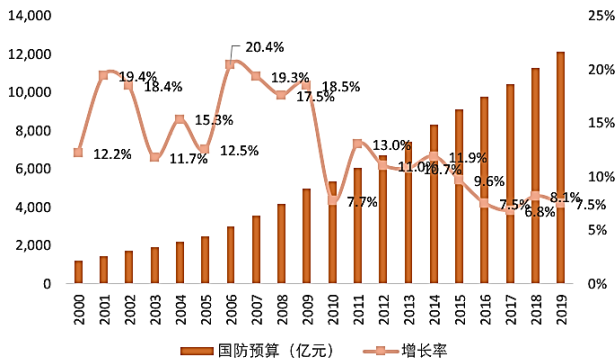
2. 换装需求：军费有望保持稳健增长，坦克和战车需求持续

2.1. 我国军费有望保持稳健增长，武器装备是投入重点、占比提升

中国已成为世界第二大经济体，随着我国经济实力和国际地位显著提升，国防开支保持平稳增长。2019年我国国防预算11899亿元，同比增长约7.5%。2019年中国国防开支占GDP比例在1.2%左右。

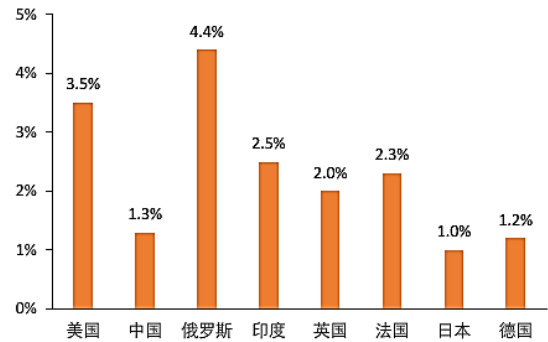
美国2019财年的国防总预算为7160亿美元，约4.8万亿元人民币，是中国的4倍。2019财年美国国防预算在GDP中占比约为3.4%，远高于中国。

图 11：中国国防开支平稳增长，2019 年同比增长 7.5%



资料来源：国防部，浙商证券研究所

图 12：2012-2017 国防费占 GDP 平均比重国别比较

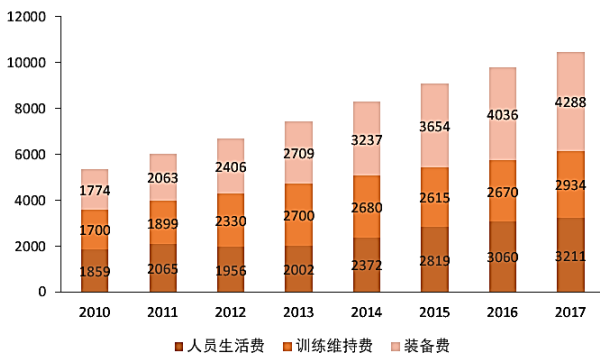


资料来源：国防部，财政部，浙商证券研究所

根据中国政府发表《新时代的中国国防》白皮书，在2017年国防费位居世界前列的国家中，中国国防费无论是占国内生产总值和国家财政支出的比重，还是国民人均和军人人均数额，都处于较低水平。

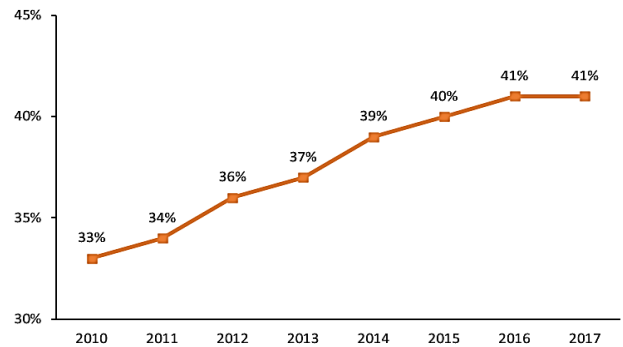
武器装备是投入重点，2017年中国装备费在国防费中的占比提升至41%。根据中国政府发表《新时代的中国国防》白皮书，2017年，装备费支出4289亿元人民币，同比增长6.3%，占国防费比例为41%，相比2010年提升约8个百分点。

图 13：2010-2017 年国防支出中装备费占比逐步提升



资料来源：《新时代的中国国防》，浙商证券研究所

图 14：武器装备是投入重点，装备费占比提升至 41%



资料来源：《新时代的中国国防》，浙商证券研究所

2.2. 周边地缘环境复杂多变，陆军装备支出持续

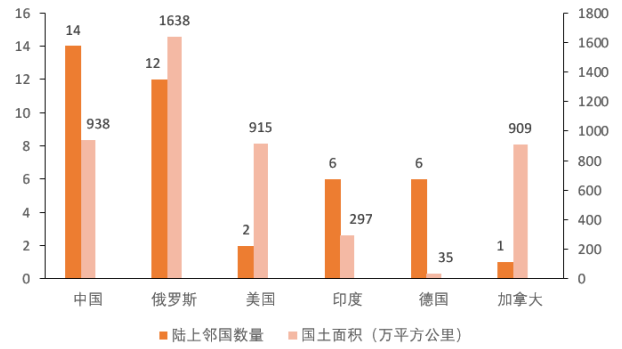
我国陆地边境绵长，是世界上邻国最多的国家，共20个邻国，包括14个陆上邻国6个海上邻国。地域政治关系复杂，使得国家领土完整和边境的安全，成为和平发展的重要前提，为了保障广袤土地的主权，需要充分的军事实力以及坚强的陆地防御部署。

图 15: 我国路上边界绵长, 地域政治复杂



资料来源: 百度地图, 浙商证券研究所

图 16: 我国国土面积大, 为全球陆上邻国最多的国家



资料来源: 百度百科, 浙商证券研究所

根据中国政府发表《新时代的中国国防》白皮书, 陆军对维护国家主权、安全、发展利益具有不可替代的作用。

2.3. 坦克装甲车辆为陆军核心装备, 第三代装备换装需求持续

我国陆军新装备已达到国际第三代水平, 新式装备仍然具有较大的市场需求。装甲车辆、火炮作为陆军核心装备, 同样面临新装备占比偏低, 换装需求大的情况, 新一代装甲车辆、8x8 轮式战车等武器装备具有较大市场需求。

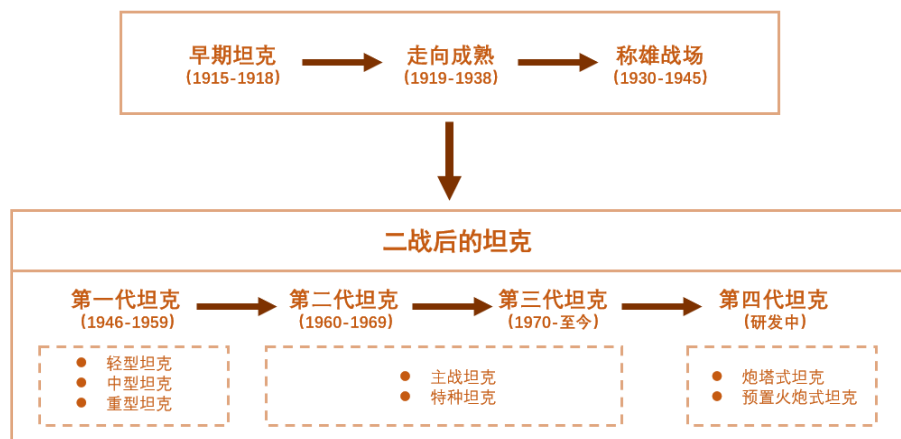
表 2: 坦克为装甲车辆装备中重要的一员

装甲车辆类型	定义	性能优点
轮式装甲车	靠轮胎支撑和行驶的装甲车辆	公路行驶速度快、油耗低、噪声小、寿命长、使用经济、维修简便、成本低
履带式装甲车	用安装在装甲车体两侧的履带行驶装置行驶的装甲车辆	由于履带与地面接触面积大, 附着性好, 单位压力小, 具有较高的越野机动性能

资料来源: 《现代武器知识: 车载武器》, 浙商证券研究所

(1) 坦克在装甲车辆发展史上具有里程碑的意义。坦克是具有强大火力、高度越野机动性和坚强装甲防护力的履带式装甲战斗车辆, 是地面作战的主要突击兵器和装甲兵的基本装备。(2) 坦克可以在复杂的地形和全天候条件下担负多种作战任务, 主要用于与敌方坦克及其他装甲车辆作战, 压制、消灭敌反坦克武器和其他炮兵武器, 摧毁野战工事, 歼灭敌有生力量。

图 17: 第三代坦克为目前作战主力, 第四代坦克正在研发中



资料来源: 《现代武器知识: 车载武器》, 浙商证券研究所

坦克按生产年代和技术水平的 timeline 划分,可分为一代、二代、三代坦克;按战斗总质量和火炮口径分可以为轻、中、重型;根据战场上作战任务的不同,可分为主战坦克和特种坦克。

表 3: 按照战斗总质量和火炮口径, 坦克可分为轻型、中型、重型坦克

种类	重量	火炮口径	主要用途
轻型坦克	10-20 吨	57-85 毫米	主要用于战场警戒、目标侦察或其他特殊任务
中型坦克	20-40 吨	最大为 105 毫米	执行装甲兵的主要作战任务
重型坦克	40-60 吨	88-125 毫米	用于攻击敌方坦克、装甲车等目标

资料来源:《现代武器知识: 车载武器》, 浙商证券研究所

表 4: 按照作战任务的不同, 坦克可分为主战坦克、特种坦克

种类	特点
主战坦克	习惯上把在战场上执行主要作战任务的坦克统称为主战坦克(取代了传统的中型和重型坦克)
特种坦克	装有特殊设备、担负专门任务的坦克, 如侦察坦克、空降坦克、水陆坦克、喷火坦克等, 统称为特种坦克, 多数是轻型坦克(但大部分国家, 将支援作战用的轻型坦克, 仍保留轻型坦克的称呼)

资料来源:《现代武器知识: 车载武器》, 浙商证券研究所

我国在役坦克结构较美俄老化, 换装需求持续。面对当代智能化、信息化战争趋势, 以及《新时代的中国国防》白皮书关于“机动作战、立体攻防”的战略要求, 换装需求主要是高端的主战坦克和步兵战车。

根据《Military Balance》, 我国陆军在役主战坦克数量结构偏老化。我国目前一二代主战坦克占比仍较多, 预计未来有望逐步退役, 具备更换为第三代主战坦克的换装需求。

我国陆军步兵战车的比重持续升高, 机动作战能力增强。步兵战车是供步兵机动和作战使用的装甲战斗车辆。它具有高度的机动性、较强的火力和一定的装甲防护力, 主要用于协同坦克作战, 也可独立执行任务。

目前, 世界各国正在研制新一代主战坦克——第四代主战坦克。新一代主战坦克最突出的特征为轻型化、高机动、多功能一体化, 其火炮系统将比第三代主战坦克领先一代, 信息化程度全面压倒第三代。第四代主战坦克未来有望带来新的更换需求。

- 2015 年 5 月 9 日, 俄罗斯的阿玛塔 T-14 在红场阅兵上公开亮相, 被称为世界上首款第四代主战坦克。
- 美国正在研发的第四代主战坦克, 即“未来作战系统”, 依靠提高车辆行驶速度、降低车辆高度、采用隐身技术和新型主-被动相结合的 装甲防御方式等高新技术措施, 来提高战场机动性能和生存能力。
- 据央视网 2016 年《大国工匠》系列纪录片, 我国正在研发第四代新型主战坦克。

3. 外贸需求推动, 坦克出口有望迎来小高峰

3.1. 近三年我国军贸出口额全球占比稳中有升, 装甲车辆占比高

中国是世界前 5 大军贸出口国, 但与美俄差距大, 具备增长空间。根据 SIPRI (瑞典斯德哥尔摩国际和平研究所) 数据统计显示, 近 10 年来, 中国军贸出口的市场份额在 4%-8%

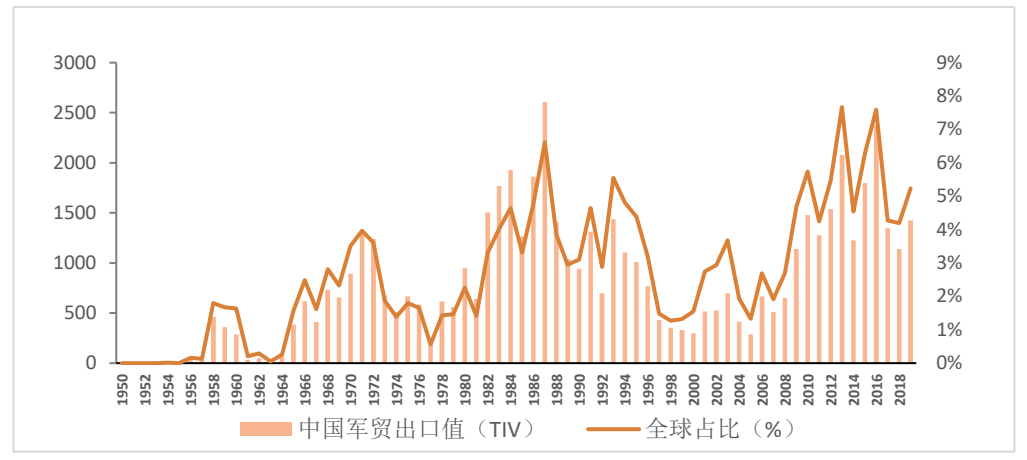
之间。2019 年市场份额为 5%，比 2018 年新增 1 个百分点，但与美国(39%)、俄罗斯(17%)相比，差距较大。

根据瑞典斯德哥尔摩国际和平研究所(SIPRI)发布的数据，国际军贸市场上主要常规武器在 2014 年-2018 年的交易规模相比 2009 年-2013 年的交易规模增长了 7.8%。

目前，军贸产品技术配置模块化多元化，良好的性价比优势，可靠的产品质量，完善的培训和售后服务，用户的个性化需求响应，为用户提供产品系统性解决方案等是吸引用户、提高市场竞争力的主要途径。

自 2005 年以来，中国军贸出口持续增加，随着我国科研实力和制造水平的不断提高，出口军品竞争力不断增强，预计未来有广阔的增长空间。

图 18：1950-2019 年中国军贸出口值和全球占比



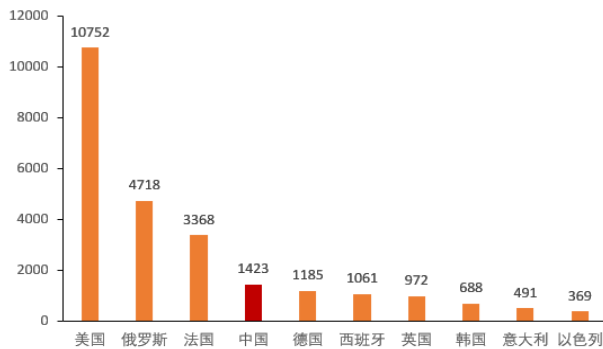
资料来源：SIPRI，浙商证券研究所

注：TIV: Trend Indicator Values，因各国军品价格不透明，TIV 为 SIPRI 用来反映军贸价值趋势的指数，单位为百万

我国军贸出口品类齐全，装甲车辆是我国第二大出口军品。我国军贸出口总量靠前的军品主要有飞机、装甲车辆、船舶、导弹、火炮等，其中装甲车辆占军品出口总量的 1/4。

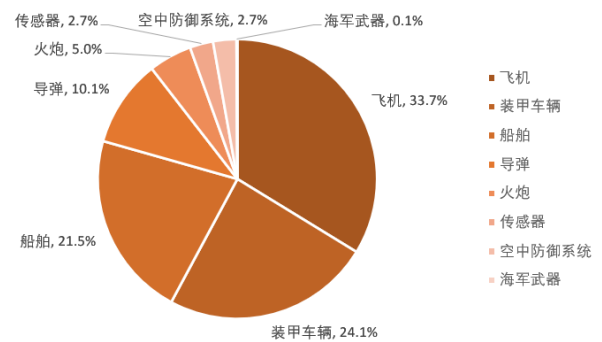
纵观我国装甲车出口历史，80 年代两伊战争时期出现出口额高峰，随后是 21 世纪初我国装甲车辆出口再次增加，我国自 2009 年以来已经累计交付 3300 多辆装甲车辆。

图 19：2019 年中国军贸出口全球第四



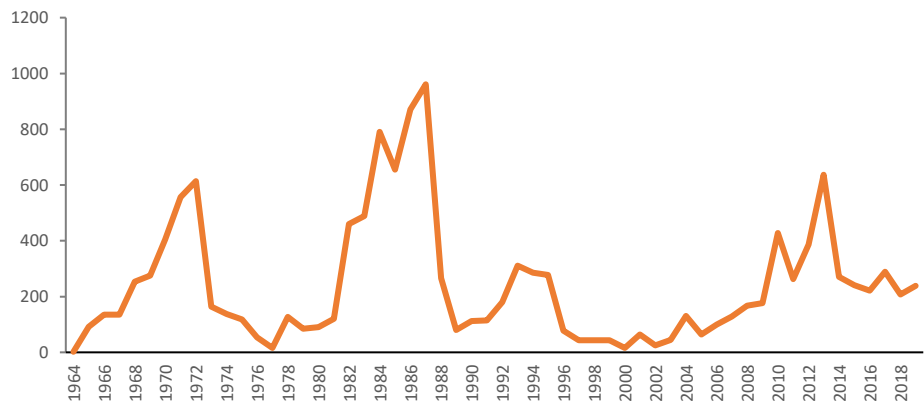
资料来源：SIPRI，浙商证券研究所 (单位 TIV: Trend Indicator Values，因各国军品价格不透明，TIV 为 SIPRI 用来反映军贸价值趋势的指数，量级为百万)

图 20：装甲车辆是我国主要的出口军品，占总量 24%



资料来源：百度百科，浙商证券研究所

图 21：1964-2019 年我国装甲车辆出口数量



资料来源：SIPRI，浙商证券研究所

我国装甲车辆生产供应稳定，售后服务完善。坦克在售出后，在使用年限内，每年的定期维修保养总费用几乎与采购费用相当。配件的长期及时供给和维修技术支持都是售后服务的重要内容,也成为潜在用户筛选客户的重要权衡因素。我国军工企业可提供及时周到的售后支持，与用户国共建坦克维修中心，是我国坦克出口的一大优势。

近年来，我国装甲车辆出口稳定增长。军工企业积极参加国际防务展览，向全球市场推介新型坦克、装甲车，装甲车外贸业务将受益。随着 VT-4、VN-1 等新型现代化陆军装备在国际市场上不断受到认可，预计军贸出口即将迎来下一个增长期。

3.2. 国际客户坦克换装需求加速，预计未来几年外贸市场新增需求较大

我国装甲车辆的主要出口国家和地区分布在亚洲、非洲和中东。巴基斯坦陆军现有装甲力量设备升级和换装需求迫切。从数量上看，印度目前装备的坦克总量较大。

根据《Military Balance 2020》统计，印度装备约有 1000 多辆 T-90S 战术型坦克（第三代坦克）。

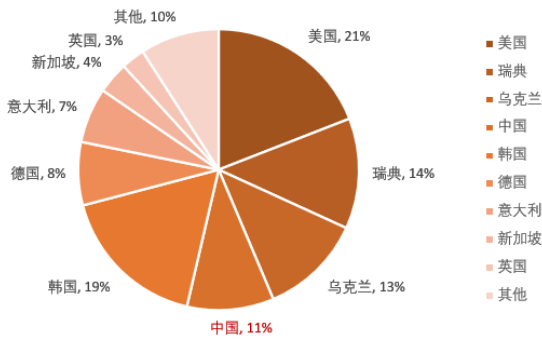
表 5：巴基斯坦与印度现役坦克及步兵战车概况对比

巴基斯坦				印度			
型号	数量	装备时段	技术划代	T-90S	1025	2001-2019 年	第三代
VT-1 (MBT 2000)	300	2001-2019 年	第三代	T-72 M1	2418	1992-2001 年	第三代
Al-Khalid I	50	2002 年	第三代	Arjun	122	2004-2011 年	第三代
T-80UD	315	1996 年	第三代				
Al-Zarrar	500	1979 年	59 式改装				
69 式	400	1993-1999 年	第一代				(预计还有 1100 台各类型坦克库存中)
59 式	600	1965-1996 年	第一代				
85-IIAP	268	1992-1996 年	第二代				

资料来源：《Military Balance 2020》，SIPRI，浙商证券研究所

泰国陆军近年来加快了装备更新换代的步伐。中泰两国是友好近邻。据 SIPRI 统计数据显示,1999-2018 年,泰国来自中国的武器采购金额占所有进口来源的比例约为 11%。

图 22：1999-2018 年泰国武器主要采购国家占比



资料来源：SIPRI，浙商证券研究所

图 23：2017-2019 年我国交付泰国的坦克数量

序号	交付年份	型号	数量
1	2017	VT-4	28
2	2018	VT-4	10
3	2019	VN-1	34
4	2019	VT-4	10
5	2019	VN-1	3

资料来源：SIPRI，浙商证券研究所

表 6：泰国、越南现役坦克和步兵战车概况对比

国家	泰国				越南				
	类别	型号	数量	型号	数量	型号	数量	型号	第三代
主战坦克		VT-4	28	2017-2019 年	第三代	T-90S	64	2018-2019 年	第三代
		T-84 Oplot	49	2014-2018 年	第三代	T-62	70	2004-2011 年	第二代
		M60A1	53	1991 年	第二代	T-54/55	850	1972-1975 年	第一代
		M60A3	125	1996-1997 年	第二代	T-34	45	1960 年	第一代
		M48A5	105	1979-1988 年	第一代	59 式	350	1970-1972 年	第一代
轻型坦克		M41	24	1964-1967	/	PT-76	300	1965-1973 年	/
		蝎式	104	1975-1978 年	/	62/63 型	320	1968-1972 年	/
		Stingray	66	1988-1990 年	/				
步兵战车		BTR-3E1	168	2010-2012 年	/	BMP-1/2	300	1979-1984	/

资料来源：《Military Balance 2020》，SIPRI，浙商证券研究所

孟加拉国近年来加速推进国防现代化建设进程。

图 24：孟加拉国紧邻印度和缅甸



资料来源：谷歌地图，浙商证券研究所

图 25：孟加拉国现役坦克

孟加拉国			
型号	数量	装备时段	技术划代
MBT-2000	44	2012-2013 年	第三代
59 式/59G (BD)	174	2014-2019 年	第一代
69/69G	58	2010-2013 年	第一代

资料来源：《Military Balance 2020》，SIPRI，浙商证券研究所

缅甸是东南亚国家中除了越南和泰国之外拥有装甲车辆最多的国家。

表 7：缅甸现役坦克

型号	数量	装备时段	技术划代
MBT-2000	50	2012-2013 年	第三代
T-72S	50	2002 年	第三代
T-55	10	2006 年	第一代
59D	25+	2004 年	第一代
69-II	100	1990/1995 年	第一代
63 式	105	1993	第一代

资料来源：《Military Balance 2020》,SIPRI, 浙商证券研究所

伊朗以陆域面积为主，气候干燥，多高原、盆地或山脉，以重型主战坦克的需求为主。

表 8：伊朗现役坦克和战车依然停留在两伊战争结束后的水平，未来换装需求迫切

型号	型号	数量	装备时段	技术划代
主战坦克	佐勒菲卡尔	150	1993-2002 年	第三代
	T-72S	480	1993-2002 年	第三代
	M60A1	150	1969-1970 年	第二代
	T-62	75	1982 年	第一代
	酋长 Mk3/Mk5	100	1971-1975 年	第一代
	T-55/54/59 式/Safir-74	105	1981-1988 年	第一代
	M47/48	168	1958-1962 年	第一代
轻型坦克	蝎式	80	1975-1978 年	/
步兵战车	BMP-1	210	1986-1989 年	/
	BMP-2/BMT-2	400	1993-2001 年	/

资料来源：《Military Balance 2020》,SIPRI, 浙商证券研究所

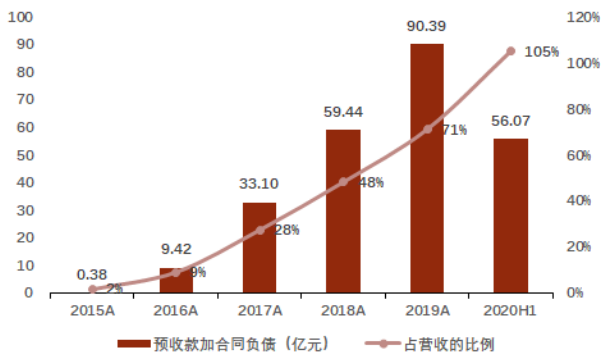
4. 外贸军品盈利能力强，业绩有望加快增长

4.1. 2016-2019 年预收款、存货同步大幅增加

公司近三年预收款和存货增幅显著，产品逐步交付后有望促进业绩较快增长。2019 年，预收款和存货分别达 90 亿元、36 亿元，同比增加 52%和 72%。2017-2019 年，预收款和存货年复合增长率分别达 40%和 30%。

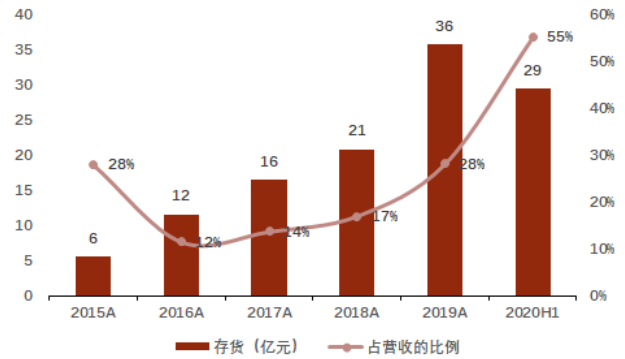
存货的大量增加系主产品的个别协作配套件供应不齐，产品未达到销售条件。预计未来配套件供应跟上后，公司产品有望集中交付，业绩有望迎来较快增长。

图 26：2016 年以来预收款加合同负债持续增长



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

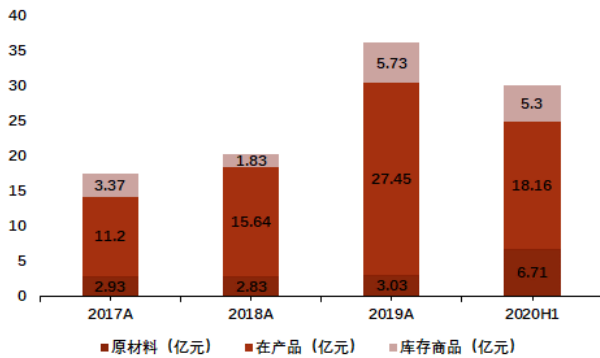
图 27：2016-2019 年公司存货明显增长



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

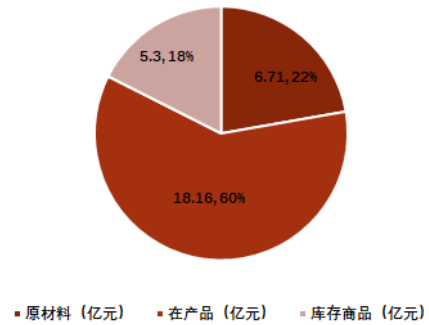
2019 年，公司存货中在产品 and 库存商品增幅显著，与 2018 年末相比分别增加 76% 和 213%。存货构成分类中在产品的占比最高，2019-2020H1 在产品占存货的比例分别为 76% 和 60%。

图 28：2019 年公司在产品和库存商品大幅增加



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 29：2020 上半年在产品占存货的比例为 60%

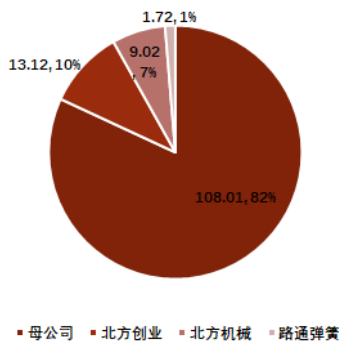


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4.2. 核心外贸军品盈利能力较强

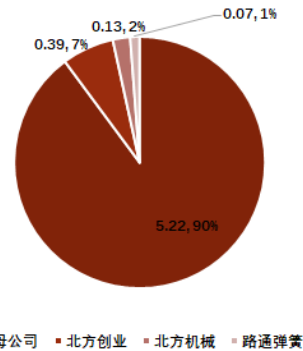
公司母公司以履带、轮式装甲车辆为主营业务，2019 年，母公司营收占总营收的比例为 82%，母公司净利润占总净利润的比例为 90%，母公司构成公司最主要的利润来源。同时母公司在职工占员工总数的 79%。

图 30：2019 年母公司营业收入占 82%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 31：2019 年母公司净利润占 90%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

VT-4 主战坦克是公司为了适应未来信息化战争、瞄准国际市场开发的全新一代主战坦克。2012 年首次亮相法国巴黎的欧洲防务展，是目前国际市场上的高端外贸型坦克。

VN-1 轮式战车是内蒙一机在国际市场推出的新式 8x8 轮式步兵战车。现代化的步兵战车拥有突出的防护力和机动性能，可以大大弥补坦克的部分缺陷。

轮式战车可适应快速反应和低强度冲突的要求，在陆军、海军陆战队、空军空降兵等领域需求量很大。轮式战车可以用军用大型运输机快速运输，是实现全球打击能力或快速反应能力的先锋。

5. 盈利预测与估值

特种装备收入：公司核心业务为特种装备。根据外贸需求、换装内需综合考虑，我们预计公司 2020-2022 年特种装备收入增速为 8%、18%、12%。

综合毛利率：外贸需求盈利能力较强，考虑到规模效应逐步显现，我们预计公司 2020-2022 年综合毛利率稳中有升。

预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 6.6/7.9/9.1 亿元，同比增长 16%/19%/15%，EPS 分别为 0.39、0.47 和 0.54 元，PE 分别为 29、24、21 倍。

表 9：公司收入及盈利预测，预计 2020-2022 年收入增速为 14%/19%/10%

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
特种装备收入	11967	12267	12681	13698	16156	18115
YOY	19.0%	2.5%	3.4%	8.0%	17.9%	12.1%
毛利率	12.9%	11.5%	10.5%	11.2%	11.3%	11.3%
销售费用率	0.5%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用率	7.6%	3.6%	3.5%	3.2%	3.2%	3.2%
研发费用率	0.0%	3.2%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
财务费用率	-0.8%	-1.3%	-1.7%	-1.3%	-1.3%	-1.4%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

我们选 8 家主流军工可比公司，其 2021 年的平均估值为 45 倍。公司为主流军工股中估值最低的标的之一。

参考公司历史估值中枢，考虑到公司作为陆军装备龙头企业（核心军品总装资产整体上市）的稀缺性和战略价值，以及大股东作为军工企业混合所有制改革试点，我们给予公司 2021 年 30 倍 PE，对应目标市值 240 亿，6-12 月目标价 14.20 元，给予“买入”评级。

表 10：公司在可比公司中估值水平较低

代码	名称	股价(元)	EPS(元)			PE			ROE(摊薄)
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2019A
600760	中航沈飞	60.76	0.96	1.04	1.25	63	58	49	10.1%
600038	中直股份	55.55	1.22	1.48	1.79	45	38	31	7.2%
002389	航天彩虹	23.88	0.42	0.53	0.64	57	45	37	3.6%
000547	航天发展	23.27	0.58	0.74	0.92	40	32	25	8.6%
002179	中航光电	50.78	1.16	1.40	1.70	44	36	30	13.1%
600893	航发动力	39.87	0.48	0.58	0.69	83	69	58	3.8%
600990	四创电子	43.75	0.88	1.13	1.43	50	39	31	4.5%
600562	国睿科技	20.28	0.37	0.46	0.55	55	44	37	2.3%
平均值						55	45	37	6.7%
600967	内蒙一机	11.31				29	24	21	6.2%

资料来源：Wind，浙商证券研究所（除内蒙一机，其余盈利预测均为 Wind 一致预期）

6. 风险提示

出口需求及交付受到中美战略博弈的负面影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	20588	22232	25927	29767	营业收入	12681	13698	16156	18115
现金	12677	13945	16008	18300	营业成本	11350	12161	14338	16077
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	22	27	32	36
应收账款	1241	1405	1373	1573	营业费用	43	41	45	51
其它应收款	10	19	18	20	管理费用	446	442	515	574
预付账款	2531	2432	3011	3376	研发费用	387	411	477	534
存货	3582	3831	4717	5498	财务费用	(220)	(178)	(204)	(252)
其他	547	600	800	1000	资产减值损失	32	87	88	86
非流动资产	4755	4746	4754	4817	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	32	44	29	18
长期投资	30	30	30	30	其他经营收益	5	3	3	4
固定资产	2060	2077	2130	2220	营业利润	657	753	896	1030
无形资产	2350	2220	2075	1928	营业外收支	(1)	(1)	(1)	(1)
在建工程	193	282	386	509	利润总额	655	752	895	1028
其他	122	136	133	130	所得税	79	83	98	113
资产总计	25344	26978	30681	34584	净利润	576	669	796	915
流动负债	15713	16628	19650	22744	少数股东损益	4	5	6	7
短期借款	95	717	106	110	归属母公司净利润	572	664	791	909
应付款项	6416	7239	8985	10597	EBITDA	768	786	917	1016
预收账款	9039	8493	10340	11775	EPS (最新摊薄)	0.34	0.39	0.47	0.54
其他	163	179	220	262	主要财务比率				
非流动负债	385	502	463	450		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	385	502	463	450	营业收入	3.38%	8.02%	17.94%	12.13%
负债合计	16098	17130	20113	23193	营业利润	10.94%	14.73%	18.95%	14.91%
少数股东权益	67	72	78	85	归属母公司净利润	7.17%	16.15%	18.98%	14.93%
归属母公司股东权益	9179	9776	10490	11306	获利能力				
负债和股东权益	25344	26978	30681	34584	毛利率	10.50%	11.22%	11.25%	11.25%
					净利率	4.54%	4.89%	4.93%	5.05%
					ROE	6.44%	6.96%	7.74%	8.27%
					ROIC	4.29%	4.64%	5.57%	5.83%
					偿债能力				
					资产负债率	63.52%	63.50%	65.55%	67.06%
					净负债比率	0.59%	4.18%	0.53%	0.47%
					流动比率	1.31	1.34	1.32	1.31
					速动比率	1.08	1.11	1.08	1.07
					营运能力				
					总资产周转率	0.56	0.52	0.56	0.56
					应收帐款周转率	17.00	20.00	25.00	27.00
					应付帐款周转率	6.16	5.04	4.68	4.25
					每股指标(元)				
					每股收益	0.34	0.39	0.47	0.54
					每股经营现金	2.24	0.40	1.63	1.43
					每股净资产	5.43	5.79	6.21	6.69
					估值比率				
					P/E	33.41	28.76	24.17	21.03
					P/B	2.08	1.95	1.82	1.69
					EV/EBITDA	7.57	8.20	4.07	1.42

资料来源：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“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 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

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>