

军品增长确定，民品景气持续

——内蒙一机（600967）事件点评

2018年07月11日

强烈推荐/维持

内蒙一机

事件点评

陆洲	分析师	执业证书编号：S1480517080001
	luzhou@dxzq.net.cn 010-66554142	
王习	分析师	执业证书编号：S1480518010001
	Wangxi@dxzq.net.cn 010-66554034	
张高艳	研究助理	执业证书编号：S1480116080036
	zhanggy-yjs@dxzq.net.cn 021-25102859	
张卓琦	研究助理	执业证书编号：S1480117080010
	zhangzq_yjs@dxzq.net.cn 010-66554018	

事件：

中国铁路总公司发布《2018-2020 年货运增量行动方案》，总体目标指出，到 2020 年全国铁路货运量达到 47.9 亿吨，较 2017 年增长 30%，大宗货物运量占铁路货运总量的比例稳定保持在 90%以上。

观点：

- 军品业务：我国唯一的主战重轻装坦克和8*8轮式装甲车辆研制生产单位，陆装绝对龙头，未来3-5年国内军品订单十分饱满。**网络公开资料显示，目前我国陆军正在全面推行机械化合成旅的改革，将以重装主战坦克和轮履式步战车为核心装备。公司凭借雄厚的技术实力成为主战坦克和8*8轮式战车的唯一研制单位，将成为陆军全面建设机械化合成旅的最大产业赢家，我们预计仅8*8轮式战车需求量就有望达8000辆、对应市场规模或高达650亿元，这还不包括主战坦克2000-3000辆的升级换代需求及未来新轻坦的规模化列装需求。根据2020年全面机械化目标，我们判断未来3-5年公司的军品生产任务将持续高负荷运行、增长十分确定。此外，凭借高性价比优势，外贸型号在东南亚和中东地区的拓展潜力正在逐步兑现。
- 财务数据验证订单的高增长及高确定性。**2017 年报显示，经营性活动现金流入 149.9 亿元，较 2016 年大幅增加了 50%，2018 年 1 季度经营活动现金流入为 37.2 亿元，1 季度为军品生产的淡季，但较去年同期依然强势增长 26%；预收款项方面，2017 年报为 33.1 亿元，同比暴增 251%，2018Q1 继续增加至 52.4 亿元，充分印证公司的订单和排产的高增长。

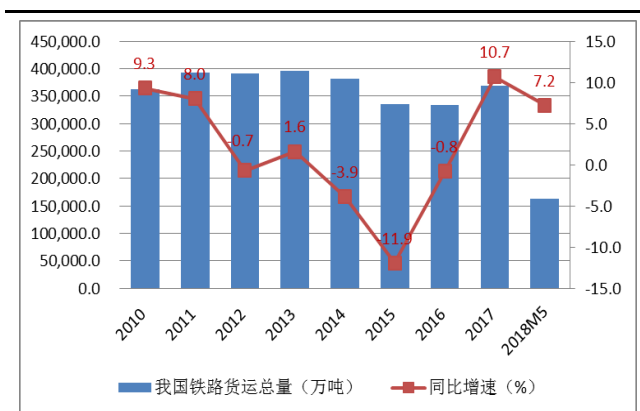
目前已进入“十三五”后半程，陆装龙头将充分受益于“前低后高”和转移订货潜力。我们认为，不论是从主战装备产品在部队需求的覆盖广度还是市场空间方面，数据端即体现在收入和利润规模上，公司都是兵器集团下属的几家同类型单位中最为优质的陆军主战装备资产，未来这种优势将随着装备产品的大批量交付而愈加扩大，强者将恒强。2018年开始转入“十三五”军品采购周期的后半程，“前低后高”的特点决定了后三年军品订单将呈现加速状态，而公司作为实力雄厚的陆装龙头将充分受益，同时极有可能获得5年采购周期末尾的预算转移订单。

- **持续推动降本增效工作, 加大减人增效力度, 三项费用率稳中有降, 有望提升公司的规模经济效益。**公司持续推动降本增效项目向广度和深度延伸, 进一步加大减人增效力度, 2018 年 1 季度三项费用率同比下降 1.6 pct、环比下降 3.0 pct, 呈现出稳中有降趋势, 有望通过内部运营管理效率的改善提升公司经济效益。
- **民品业务: 铁路车辆业务景气度有望持续。**2016年起全国铁路货运总量见底, 货车采购量触底回升, 公司的铁路车辆业务虽随之获得大幅修复, 但市场一直担忧铁路车辆业务回暖难以持续。

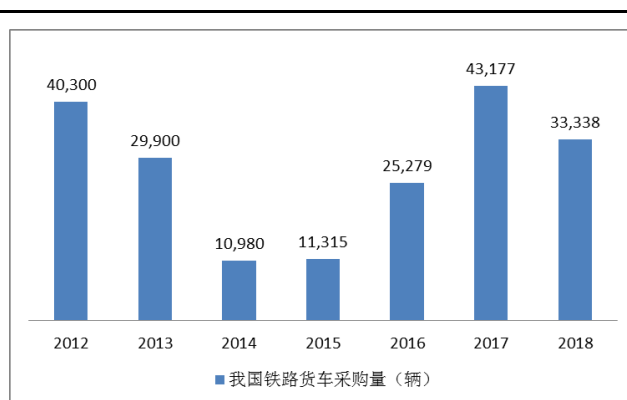
近日, 中国铁路总公司发布《2018-2020年货运增量行动方案》, 到2020年全国铁路货运量达到47.9亿吨, 相比于2017年的36.9亿吨, 未来3年全国铁路货运量的复合增长率有望达9.1%, 铁路车辆业务也将随之保持稳健持续增长。

Wind数据显示, 2018年1-5月国内铁路累计货运量达16.28亿吨, 同比增长7.2%, 仍然维持在相对高位运行, 截至2018年4月12日铁路货车采购总量为33,338辆, 已达到2017年采购量的77.2%, 数据端也已印证铁路货车的回暖正在持续, 2018全年的铁路货车招标量或有望超过上一年度, 公司的铁路车辆业务未来1-2年有望维持较为平稳的发展态势, 为公司总体业绩贡献正向利润。

根据以往公告统计, 2018年以来公司先后签订了价值3.73亿元的1000辆C70E型、价值5.5亿元的1200辆C80B型, 2018年合计订单价值量已达9.23亿元, 占到2017年公开披露订单总额的102%, 公司的铁路车辆民品业务有望持续贡献正向利润。

图 1: 2011-2018M5 我国铁路货运总量


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 2: 2011-2018M4 我国铁路货车采购量


资料来源: wind, 东兴证券研究所

结论:

我们预计公司2018-2020年营业收入分别为133.9亿元/ 153.1/ 178.9亿元, 净利润分别为6.9亿元/ 8.4亿元/ 10.4亿元; EPS分别为0.40元/ 0.50元/ 0.62元, 对应当前股价PE分别为31.5X/ 25.5X/ 20.6X, 维持“强烈推荐”投资评级。

风险提示:

国防经费投入减少; 军品业务订单不及预期; 混改推进不及预期。

公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表		单位:百万元			
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	9062	13127	16703	21863	27953	营业收入	10060	11967	13395	15315	17887
货币资金	5136	7970	10849	14771	19388	营业成本	8813	10427	11553	13206	15383
应收账款	937	872	734	977	1061	营业税金及附加	7	35	47	54	63
其他应收款	32	26	29	33	39	营业费用	39	57	74	84	103
预付款项	1002	1065	1134	1214	1307	管理费用	796	905	1031	1179	1377
存货	1159	1645	1899	2127	2503	财务费用	-96	-94	-88	-128	-171
其他流动资产	399	988	1428	2022	2816	资产减值损失	18.14	109.05	75.00	45.00	45.00
非流动资产合计	5012	5048	4486	4045	3626	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	7.74	24.60	30.00	30.00	30.00
固定资产	1553.42	2050.13	2193.71	1976.75	1759.79	营业利润	491	557	733	905	1116
无形资产	2500	2489	2240	2016	1814	营业外收入	69.96	0.78	0.78	0.78	0.78
其他非流动资产	50	94	0	0	0	营业外支出	5.56	3.04	5.00	5.00	5.00
资产总计	14074	18175	21188	25907	31579	利润总额	555	555	729	900	1112
流动负债合计	6156	9687	12733	16733	21518	所得税	59	29	44	54	67
短期借款	225	195	0	0	0	净利润	496	526	685	846	1045
应付账款	2057	2102	1899	2398	2661	少数股东损益	0	1	2	2	2
预收款项	942	3310	5961	8991	12531	归属母公司净利润	497	525	684	845	1043
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	3094	3127	1111	1218	1364
非流动负债合计	615	620	6	6	6	EPS（元）	0.32	0.31	0.40	0.50	0.62
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	6771	10307	12738	16739	21523	成长能力					
少数股东权益	59	60	61	63	65	营业收入增长	402.42%	18.96%	11.92%	14.34%	16.79%
实收资本（或股	1690	1690	1690	1690	1690	营业利润增长	-880.43%	13.52%	31.58%	23.37%	23.33%
资本公积	3893	3959	3959	3959	3959	归属于母公司净利润	30.24%	23.53%	30.24%	23.53%	23.45%
未分配利润	1552	1978	2353	2828	3407	获利能力					
归属母公司股东	7245	7808	8351	9068	9954	毛利率(%)	12.40%	12.87%	13.75%	13.77%	13.99%
负债和所有者权	14074	18175	21188	25907	31579	净利率(%)	4.93%	4.40%	5.12%	5.53%	5.84%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润（%）	3.82%	3.53%	2.89%	3.23%	3.26%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	6.85%	6.72%	8.19%	9.31%	10.48%
经营活动现金流	704	1770	3652	3936	4619	偿债能力					
净利润	496	526	685	846	1045	资产负债率(%)	48%	57%	60%	65%	68%
折旧摊销	2699.03	2664.42	0.00	216.96	216.96	流动比率	1.36	1.31	1.31	1.31	1.30
财务费用	-96	-94	-88	-128	-171	速动比率	1.19	1.16	1.18	1.18	1.18
应收账款减少	0	0	138	-243	-83	营运能力					
预收帐款增加	0	0	2651	3031	3539	总资产周转率	1.16	0.74	0.68	0.65	0.62
投资活动现金流	-404	880	52	-15	-15	应收账款周转率	14	13	17	18	18
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.52	5.76	6.70	7.13	7.07
长期股权投资减	0	0	3	0	0	每股指标（元）					
投资收益	8	25	30	30	30	每股收益(最新摊薄)	0.32	0.31	0.40	0.50	0.62
筹资活动现金流	1419	-1912	-824	0	13	每股净现金流(最新摊薄)	1.02	0.44	1.70	2.32	2.73
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.29	4.62	4.94	5.37	5.89

长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率						
普通股增加	867	0	0	0	0	P/E	39.81	41.10	31.48	25.48	20.64	
资本公积增加	3178	66	0	0	0	P/B	2.97	2.76	2.58	2.37	2.16	
现金净增加额	1720	738	2879	3921	4617	EV/EBITDA	5.37	4.40	9.61	5.55	1.57	

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

王习

香港理工大学硕士，四年证券从业经验，曾任职于中航证券，长城证券，2017年加入东兴证券军工组。

研究助理简介

张高艳

清华大学工学硕士，2年制造型企业运营管理咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，重点关注航空智能制造、军民融合等方向。

张卓琦

清华大学工业工程博士，3年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017年加盟东兴证券研究所，关注新三板、军工领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。