

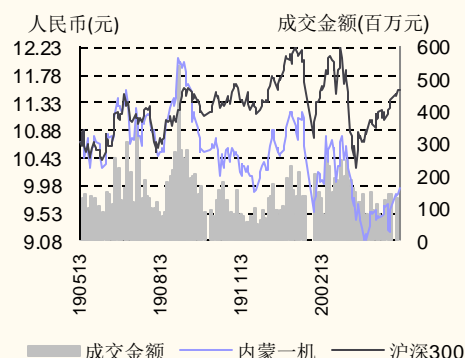
内蒙一机 (600967.SH) 买入 (首次评级)

公司研究

市场价格 (人民币): 9.95 元
目标价格 (人民币): 14.20-14.20 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	16.90
已上市流通 A 股(亿股)	16.90
总市值(亿元)	168.12
年内股价最高最低(元)	9.95/9.21
沪深 300 指数	3960
上证指数	2895



陆战装备龙头：外贸接力，内需持续

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12267	12,681	14,964	17,208	19,273
营业收入增长率	2.5%	3.4%	18.0%	15.0%	12.0%
归母净利润(百万元)	534	572	679	803	925
归母净利润增长率	1.67%	7.19%	18.59%	18.29%	15.19%
摊薄每股收益(元)	0.316	0.339	0.402	0.475	0.547
每股经营性现金流净额	0.95	2.22	0.49	0.98	1.38
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.32%	6.23%	7.12%	7.70%	8.47%
P/E	32.92	31.39	24.40	20.63	17.91
P/B	2.08	1.96	1.68	1.54	1.40

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **中国坦克装甲车龙头：受益外贸接力、内需持续；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。
- **内需持续：新型陆装换装需求：99A 坦克、15 式轻坦、8×8 轮式装甲车等**
(1) 我国国防军费有望保持稳步增长，武器装备是投入重点。我国地缘政治复杂，需保持强大陆军，陆军装备支出较高。坦克装甲车辆为陆军核心装备，新型装备换装需求持续。(2) 根据公司 2019 年年报披露：在国庆 70 周年盛大阅兵式中，公司 99A 坦克、15 式轻型坦克、8×8 轮式装甲无线电接入节点车等 66 台套装备铁甲雄风、威武雄壮通过天安门广场。预计未来几年，我国陆军有望退役部分老旧坦克，逐步换装 99A 坦克等新型装备。
- **外贸接力：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**
(1) 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%。2016-2018 年，年复合增长率分别达 112% 和 45%。存货构成以在产品为主，占 76%。(2) 坦克和装甲车外贸需求趋势较好、盈利能力较强，未来公司业绩有望逐步释放。

投资建议

- 预计 2020-2022 年公司归母净利润 6.8/8.0/9.3 亿元，同比增长 19%/18%/15%，EPS 为 0.40、0.48 和 0.55 元，PE 为 24、21 和 18 倍。
- 公司目前在手现金 122 亿元，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，首次给予“买入”评级。

风险提示

- 新冠疫情影响超预期，外贸及换装需求持续性，军工央企改革低于预期；解禁风险：2 月 10 日公司有 7.3 亿股大额解禁，占解禁前流通股 76%。

王华君 分析师 SAC 执业编号：S1130519030002
wanghuajun@gjzq.com.cn

丁健 分析师 SAC 执业编号：S1130519060005
ding_jian@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

(1) 内需持续：新型陆装换装需求：99A 坦克、15 式轻坦、8×8 轮式装甲车等。我国国防军费有望保持稳步增长，武器装备是投入重点。我国地缘政治复杂，需保持强大陆军，陆军装备支出较高。坦克装甲车辆为陆军核心装备，新型装备换装需求持续。

(2) 外贸需求：有望迎来小高峰：VT-4 坦克、VT-5 轻坦、轮式步兵战车等。预计未来几年，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。预计外贸坦克和装甲车外贸需求趋势较好、盈利能力较强，未来公司业绩有望逐步释放。

■ 我们区别于市场的观点

(1) 市场对国防军工的投入持续性、板块高估值有所分歧。我们认为新冠疫情后国际环境发生重大变化，考虑到 2020 年为“十三五”收官之年，2021-2022 年为“十四五”开局之年，结合国防军工投入具有一定的客观规律，国防军工板块相对具有较高的确定性，在确定性下具有一定的估值溢价；同时考虑国防军工核心企业极高的战略价值，较高估值具有一定的合理性。

(2) 市场对空军、海军、二炮的战略地位高度重视，但低估了陆军的重要地位和现代陆军转型信息化的力度。我们认为，未来我国国防建设的重点是海军、空军和二炮，但作为一个周边局势复杂的大国，中国仍然有必要保持强大的陆军力量。陆军信息化是现代陆军转型方向。99A 坦克、15 式轻型坦克、8×8 轮式战车等新型信息化装备具有较大换装需求。

(3) 市场担心公司业绩释放节奏的不确定性。我们认为公司作为已整体上市的陆战装备龙头企业，受益外贸接力、内需持续。随着外贸需求有望迎来小高峰，公司盈利能力较强的外贸陆战装备业务逐步放量，成本逐步摊薄，盈利能力有望逐步提升。我们认为近期大股东一机集团无偿划转部分股份至中兵投资，具积极意义。

■ 股价上涨的催化因素

陆战装备外贸订单获得重大突破，国内新型装备批量列装，兵器集团资本运作获得突破、周边局势紧张等。

■ 估值和目标价格

预计 2020-2022 年公司归母净利润 6.8/8.0/9.3 亿元，同比增长 19%/18%/15%，EPS 为 0.40、0.48 和 0.55 元，PE 为 24、21 和 18 倍。

公司目前在手现金 122 亿元，为主流军工股中估值最低的标的之一。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、未来具有一定的改革预期；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，首次评级，给予“买入”评级。

■ 投资风险

新冠疫情影响超预期，外贸及换装需求持续性，军工央企改革低于预期；解禁风险：2 月 10 日公司有 7.3 亿股大额解禁，占解禁前流通股 76%。

内容目录

投资要件	2
一、坦克装甲车龙头：受益外贸接力、内需持续	5
1、国家唯一的主战坦克和 8x8 轮式战车研制基地	5
2、大股东为混改试点，近期无偿划转部分股份至中兵投资	6
3、近三年业绩稳健向上，未来受益外贸接力、内需持续	7
二、换装需求：军费有望保持稳健增长，坦克和战车需求持续	8
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	8
2、我国地缘政治复杂，需保持强大陆军，陆军装备支出持续	9
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
三、外贸需求推动，坦克出口有望迎来小高峰	12
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	12
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
四、盈利能力强的外贸军品预期较好，业绩有望逐步释放	17
1、2016-2019 年预收款、存货同步大幅增加	17
2、母公司业务为支撑，核心外贸军品盈利能力较强	17
五、盈利预测与估值：6-12 月目标市值 240 亿元	19
六、风险提示：外贸及换装需求持续性、军工央企改革低于预期风险	20

图表目录

图表 1：公司 99A 坦克在国庆 70 周年盛大阅兵式中	5
图表 2：96B 主战坦克	5
图表 3：VT4 坦克	5
图表 4：VN1 轮式战车	5
图表 5：内蒙一机：业务涵盖军工、铁路车辆及零部件、工程机械三大板块	6
图表 6：大股东内蒙一机集团近期无偿划转部分股份至中兵投资	6
图表 7：2016-2019 年公司营业收入稳步增长	7
图表 8：2019 年公司归母净利润同比增长 7.2%	7
图表 9：2019 年公司海外业务营收大幅反弹超预期	7
图表 10：2019 年公司毛利率微降、净利率维持稳定	7
图表 11：中国国防开支平稳增长，2019 年同比增长 7.5%	8
图表 12：2012-2017 国防费占 GDP 平均比重国别比较	8
图表 13：2012-2017 国防费占财政支出平均比重国别比较	8
图表 14：2010-2017 年国防支出中装备费占比逐步提升	9
图表 15：武器装备是投入重点，装备费占比提升至 41%	9
图表 16：我国陆上边界绵长，地域政治复杂	9
图表 17：我国为大陆大国，陆上邻国众多、国土面积大	9
图表 18：装甲车辆主要分为履带式和轮式两大类，坦克是装甲车辆中的重要一	

员	10
图表 19: 世界坦克发展历史: 目前以第三代主战坦克为主力	10
图表 20: 装坦克的分类: 轻型、中型、重型坦克	10
图表 21: 坦克的分类: 主战坦克、特种坦克	11
图表 22: 2015 年 5 月俄军 T-14 阿玛塔主战坦克在红场阅兵上公开亮相	11
图表 23: 我国正在研发第四代新型主战坦克	11
图表 24: 1950-2019 年中国军贸出口值和全球占比	12
图表 25: 2019 年中国军贸出口全球第四	13
图表 26: 装甲车辆是我国主要的出口军品占总量 24%	13
图表 27: 1964-2019 年我国装甲车辆出口数量	13
图表 28: 巴基斯坦现役坦克和步兵战车概况	14
图表 29: 2020 年 1 月 18 日泰国皇家陆军武装部队日阅兵式 VT-4 压轴登场	14
图表 30: 1999-2018 年泰国武器主要采购国家占比	14
图表 31: 2017-2019 年我国交付泰国的坦克数量	14
图表 32: 泰国、越南现役坦克和步兵战车概况	15
图表 33: 孟加拉国现役坦克	15
图表 34: 孟加拉国紧邻印度和缅甸	15
图表 35: 缅甸现役坦克	15
图表 36: 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	16
图表 37: 尼日利亚现役坦克	16
图表 38: 2016-2019 年公司预收款大幅增加	17
图表 39: 2016-2019 年公司存货增长显著	17
图表 40: 2019 年公司在产品和库存商品大幅增加	17
图表 41: 公司存货中在产品占 76%	17
图表 42: 2019 年母公司营业收入占 81%	18
图表 43: 2019 年母公司净利润占 90%	18
图表 44: 公司盈利预测与费用率假设	19
图表 45: 估值比较: 公司为主流军工股中估值最低的标的之一	19

一、坦克装甲车龙头：受益外贸接力、内需持续

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，主要研制生产履带、轮式、火炮等系列产品，形成了轮履结合、车炮结合、轻重结合、内外贸结合的研制生产格局。
- 根据公司 2019 年年报披露：在国庆 70 周年盛大阅兵式中，公司 99A 坦克、15 式轻型坦克、8×8 轮式装甲无线电接入节点车等 66 台套装备铁甲雄风、威武雄壮通过天安门广场。铁路车辆充分发挥了“火车头”作用，订货再创历史新高。

图表 1：公司 99A 坦克在国庆 70 周年盛大阅兵式中



来源：公司 2019 年年报，国金证券研究所

图表 2：96B 主战坦克



来源：China Daily，国金证券研究所

图表 3：VT4 坦克



来源：内蒙一机官网，国金证券研究所

图表 4：VN1 轮式战车



来源：公司 2019 年年报，内蒙一机官网，国金证券研究所

- 2016 年公司成功完成定增收购装甲车辆（内蒙一机）、火炮（北方机械）等资产，实现军工资产整体上市，并被列为国家混合所有制改革试点单位。公司是我军机械化、信息化、智能化装备研发生产的骨干，现代化新型陆军体系作战能力科研制造的主体。
- 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，工程机械的研发、制造、销售，及资产经营等业务。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。

图表 5：内蒙一机：业务涵盖军工、铁路车辆及零部件、工程机械三大板块

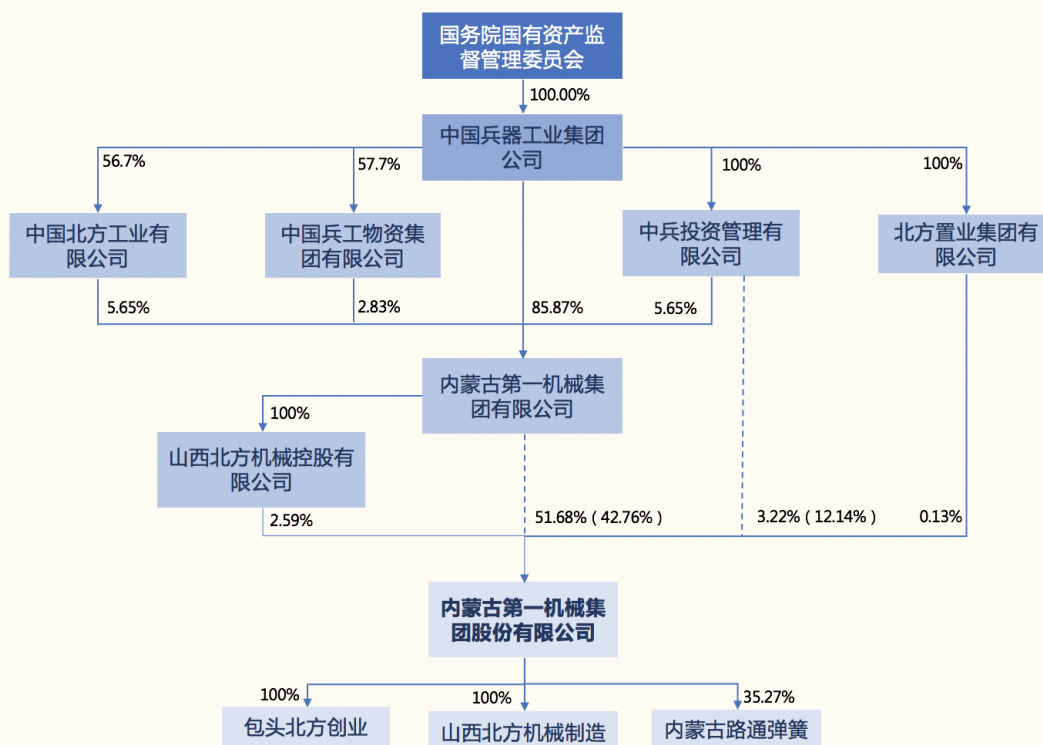
公司名称		参控关系	持股比例	主营业务	产品
内蒙古第一机械集团股份有限公司（内蒙一机）		/	/	坦克装甲车辆及轮式装甲车辆、汽车、专用汽车、铁路车辆、工程机械整车及零配件设计、研发、制造、采购、销售及售后服务	军品：99A 主战坦克，96B 主战坦克，15 式轻型坦克，8X8 轮式装甲车等 民品：铁路车辆：敞车、罐车、漏斗车、棚车、平车、专用车及核心零部件
子公司	包头北方创业有限责任公司	全资子公司	100%	研制、开发、生产、销售铁路车辆、汽车专用车、压力容器，冶金机械，车辆配件，地铁车辆总装、维修、保养，LNG 储罐制造等	铁路车辆：敞车、罐车、漏斗车、棚车、平车、专用车，铁路货车零配件，压力容器，非铁路货车配件
	山西北方机械制造有限责任公司	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
	内蒙古一机集团路通弹簧有限公司	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

来源：公司公告（2019 年年报），公司官网等，国金证券研究所整理

2、大股东为混改试点，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，之前持股比例为 51.68%。近期，大股东一机集团将其持有的本公司 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，一机集团占股 42.76%；中兵投资占股 12.14%。我们认为本次股份划转，具有积极意义。
- 据中国兵器工业集团公司官网报道，2017 年 1 月 16 日，中国兵器工业集团公司 2017 年度工作会议在北京召开。会议指出，积极稳妥地在 7 家企业开展混合所有制改革，内蒙一机集团列入军工企业混合所有制改革试点。

图表 6：大股东内蒙一机集团近期无偿划转部分股份至中兵投资



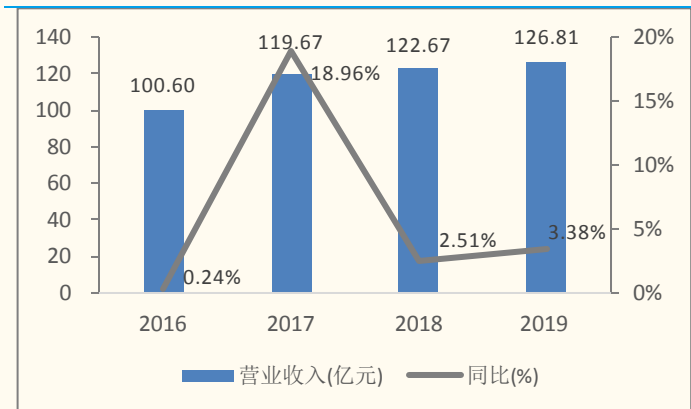
来源：公司 2019 年年报、国金证券研究所整理（公司 5 月 7 日发布公告，第一大股东无偿划转 8.92% 股权至中兵投资，括号内为完成股权划转后的股权比例）

- 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。

3、近三年业绩稳健向上，未来受益外贸接力、内需持续

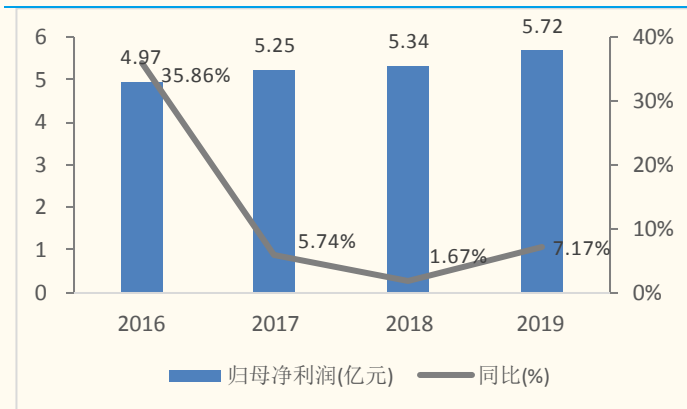
- 2016 年公司资产重组后，营收、归母净利润稳步增长。2016-2019 年公司营收、归母净利润年复合增长率分别为 8%、5%。
- 2019 年公司营业收入 126.8 亿元，同比增长 3.4%；归母净利润达 5.7 亿元，同比增长 7.2%，扣非后归母净利润 5.3 亿元，同比增长 4.9%。

图表 7：2016-2019 年公司营业收入稳步增长



来源：公司公告，国金证券研究所

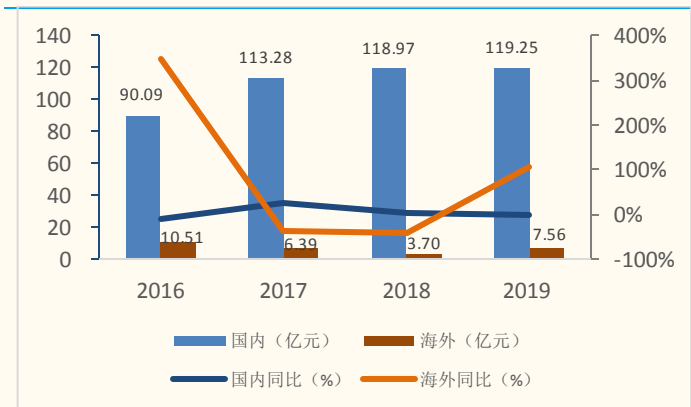
图表 8：2019 年公司归母净利润同比增长 7.2%



来源：公司公告，国金证券研究所

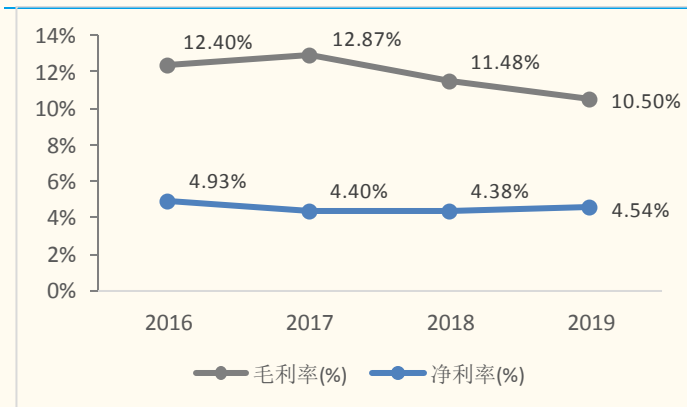
- 2019 年，国内业务维持平稳，海外业务大幅增长。国内业务与 2018 年相比变化不大，基本维持稳定。海外业务增长超预期，营业收入达 7.56 亿元，同比增长 104%。随着公司装甲车辆产品不断进入海外市场，我们预计，在国内业务趋稳的基础上，海外业务将成为公司未来主要增长来源。
- 公司整体盈利能力基本维持稳定。2019 年毛利率为 10.5%，同比下降 1%，净利率为 4.5%，同比上升 0.16%，基本维持稳定。

图表 9：2019 年公司海外业务营收大幅反弹超预期



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：2019 年公司毛利率微降、净利率维持稳定



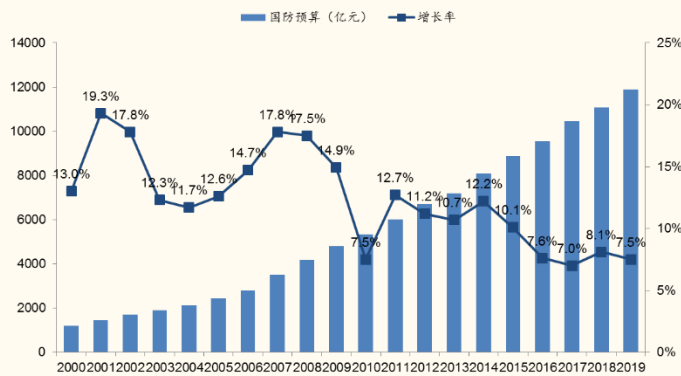
来源：公司公告，国金证券研究所

二、换装需求：军费有望保持稳健增长，坦克和战车需求持续

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

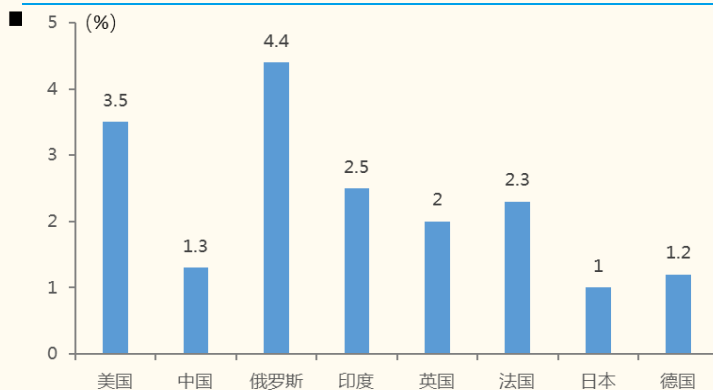
- 中国已成为世界第二大经济体，随着我国经济实力和国际地位显著提升，国防开支保持平稳增长。2019 年我国国防预算 11899 亿元，同比增长约 7.5%。2019 年中国国防开支占 GDP 比例在 1.2% 左右。
- 美国 2019 财年的国防总预算为 7160 亿美元，约 4.8 万亿元人民币，是中国的 4 倍。2019 财年美国国防预算在 GDP 中占比约为 3.4%，远高于中国。

图表 11：中国国防开支平稳增长，2019 年同比增长 7.5%



来源：国防部，国金证券研究所

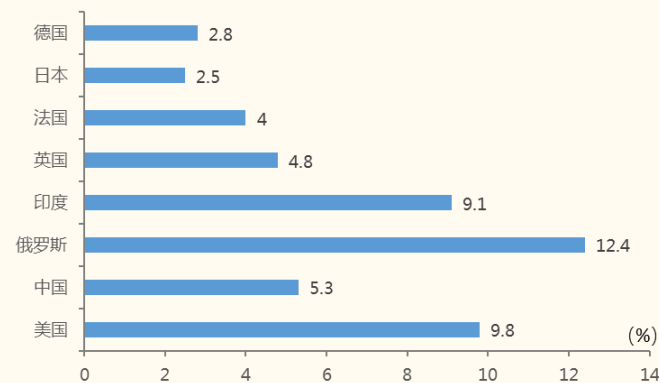
图表 12：2012-2017 国防费占 GDP 平均比重国别比较



来源：国防部，财政部，国金证券研究所

- 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。

图表 13：2012-2017 国防费占财政支出平均比重国别比较

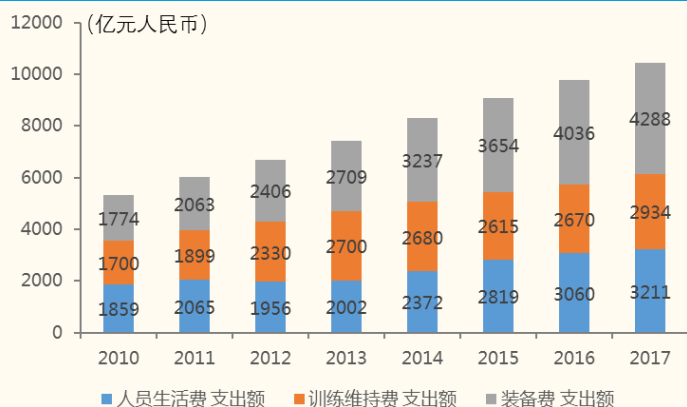


来源：《新时代的中国国防》，国金证券研究所

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%

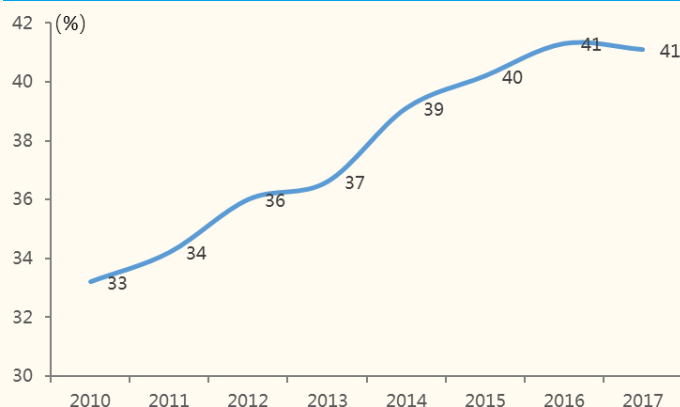
根据中国政府发表《新时代的中国国防》白皮书，2017 年，装备费支出 4289 亿元人民币，同比增长 6.3%，占国防费比例为 41%，相比 2010 年提升约 8 个百分点。

图表 14：2010-2017 年国防支出中装备费占比逐步提升



来源：《新时代的中国国防》，国金证券研究所

图表 15：武器装备是投入重点，装备费占比提升至 41%



来源：《新时代的中国国防》，国金证券研究所

2、我国地缘政治复杂，需保持强大陆军，陆军装备支出持续

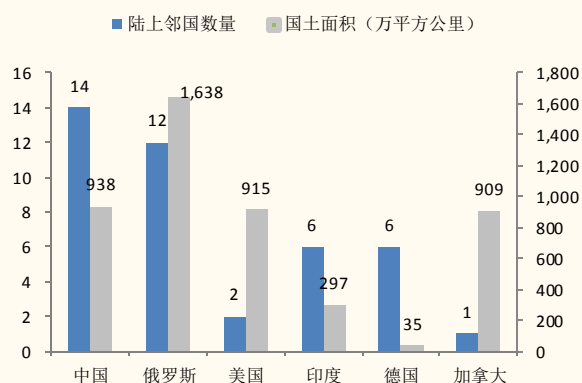
- 我国陆地边境绵长，是世界上邻国最多的国家，共 20 个邻国，包括 14 个陆上邻国 6 个海上邻国。
- 陆地边境绵长、邻国众多、地域政治关系复杂，使得国家领土完整和边境的安全，成为和平发展的重要前提，为了保障广袤土地的主权，需要充分的军事实力以及坚强的陆地防御部署。

图表 16：我国陆上边界绵长，地域政治复杂



来源：百度地图，国金证券研究所

图表 17：我国为大陆大国，陆上邻国众多、国土面积大



来源：百度百科，国金证券研究所

- 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。包括机动作战部队、边海防部队、警卫警备部队等，下辖 5 个战区陆军、新疆军区、西藏军区等。
- 其中，东部战区陆军下辖第 71、72、73 集团军，南部战区陆军下辖第 74、75 集团军，西部战区陆军下辖第 76、77 集团军，北部战区陆军下辖第 78、79、80 集团军，中部战区陆军下辖第 81、82、83 集团军。
- 根据《新时代的中国国防》白皮书，按照机动作战、立体攻防的战略要求，加快实现区域防卫型向全域作战型转变，提高精确作战、立体作战、全域作战、多能作战、持续作战能力，努力建设一支强大的现代化新型陆军。
- 如果我们假设 2018、2019 年装备支出占军费比例 41% 维持不变，则 2019 年装备支出为 4879 亿元左右。陆军作为人数最多的军种，人数占比近 50%；我们假设陆军占全军装备总支出的 1/3，则 2019 年陆军装备支出超过 1600 亿元。

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

- “十三五”期间是国防装备高峰期，部分高端陆军装备正迎来换装高峰期。建设现代化陆军的核心，是提高基于信息系统的体系作战能力，同时传统技术也仍然存在着很大的创新空间。
- 我们认为我国陆军新装备已达到国际第三代水平，但整体来说，新装备占整体比例仍然较低，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。

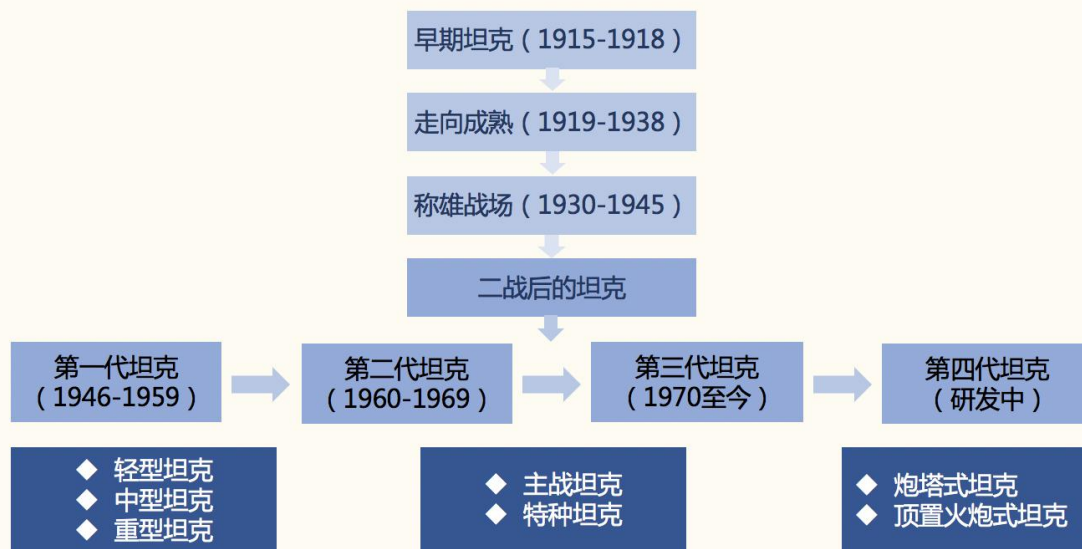
图表 18：装甲车辆主要分为履带式和轮式两大类，坦克是装甲车辆中的重要一员

装甲车辆	说明	优点
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
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

来源：《现代武器知识：车载武器》、国金证券研究所整理

- 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。
- 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。

图表 19：世界坦克发展历史：目前以第三代主战坦克为主力



来源：《现代武器知识：车载武器》、国金证券研究所整理

- 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。

图表 20：装坦克的分类：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

来源：《现代武器知识：车载武器》、国金证券研究所整理

图表 21：坦克的分类：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）

来源：《现代武器知识：车载武器》、国金证券研究所整理

- 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，拥有更强劲的防护力和更高的机动性。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技术措施，来提高战场机动性能和生存能力。
- 据央视网 2016 年 10 月《大国工匠》系列纪录片，我国正在研发第四代新型主战坦克。

图表 22：2015 年 5 月俄军 T-14 阿玛塔主战坦克在红场阅兵上公开亮相



来源：中国军视网，国金证券研究所

图表 23：我国正在研发第四代新型主战坦克



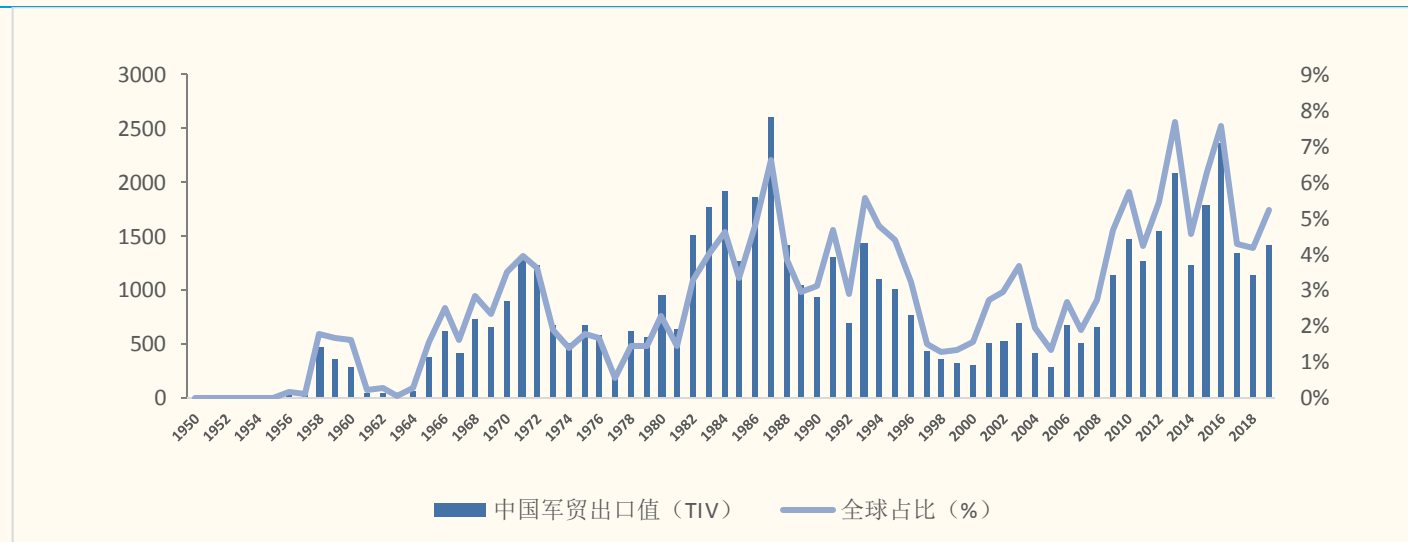
来源：央视网，国金证券研究所

三、外贸需求推动，坦克出口有望迎来小高峰

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。
- 军贸业务转型升级进程持续深入，单纯产品型开始向科工贸一体化运作的“大军贸”转变，从单一产品装备模式向提供成套成体系模式升级、成建制一揽子解决方案转变。
- 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。

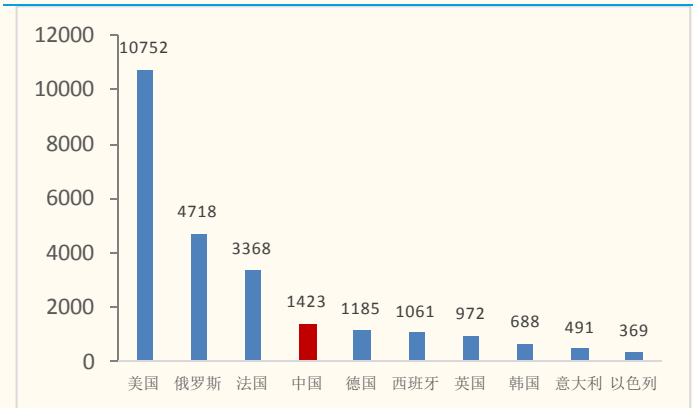
图表 24：1950-2019 年中国军贸出口值和全球占比



来源：SIPRI、国金证券研究所整理（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）

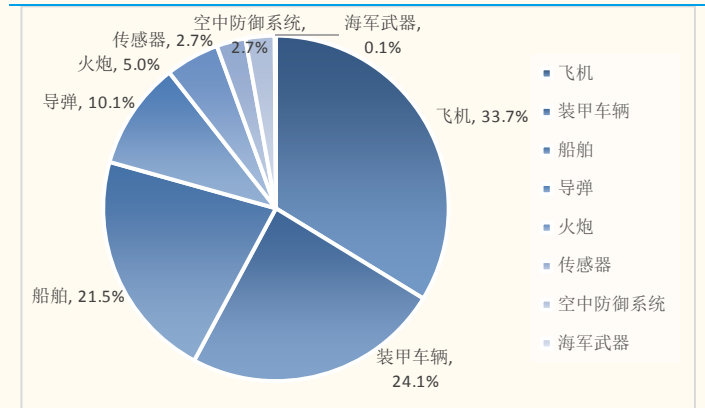
- 我国军贸出口品类齐全，装甲车辆是我国第二大出口军品。我国军贸出口总量靠前的军品主要有飞机、装甲车辆、船舶、导弹、火炮等，其中装甲车辆占军品出口总量的 1/4。
- 纵观我国装甲车出口历史，80 年代两伊战争时期出现出口额高峰，随后是 21 世纪初我国装甲车辆出口再次增加，我国自 2009 年以来已经累计交付 3300 多辆装甲车辆。

图表 25：2019 年中国军贸出口全球第四



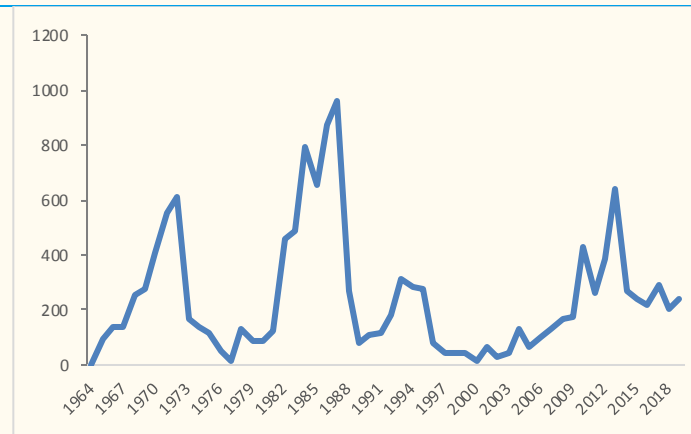
来源：SIPRI、国金证券研究所整理（单位 TIV: Trend Indicator Values, 因各国军品价格不透明，TIV 为 SIPRI 用来反映军贸价值趋势的指数，量级为百万）

图表 26：装甲车辆是我国主要的出口军品占总量 24%



来源：SIPRI，国金证券研究所

图表 27：1964-2019 年我国装甲车辆出口数量



来源：SIPRI，国金证券研究所整理

- 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。与内部动荡的武器供应国相比，我国国内发展环境稳定，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。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。

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）。

图表 28：巴基斯坦现役坦克和步兵战车概况

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

来源：《Military Balance 2020》，SIPRI，国金证券研究所整理

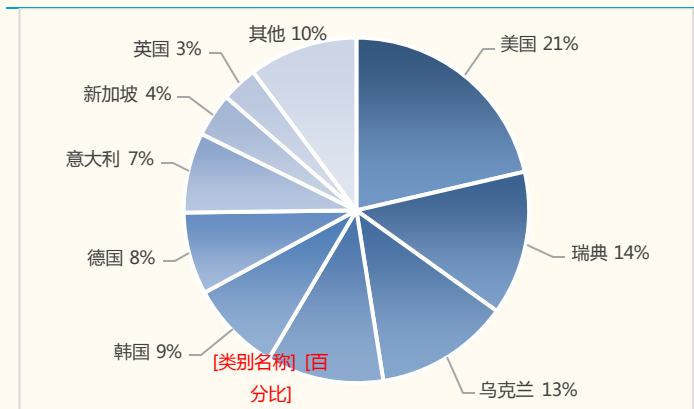
图表 29：2020 年 1 月 18 日泰国皇家陆军武装部队日阅兵式 VT-4 压轴登场



来源：环球网，国金证券研究所

- 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%。

图表 30：1999-2018 年泰国武器主要采购国家占比



来源：SIPRI，国金证券研究所

图表 31：2017-2019 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

来源：SIPRI，国金证券研究所

图表 32：泰国、越南现役坦克和步兵战车概况

国家	泰国				越南			
类别	型号	数量	装备时段	技术划代	型号	数量	装备时段	技术划代
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	/

来源：《Military Balance 2020》，SIPRI，国金证券研究所整理

- 孟加拉国近年来加速推进国防现代化建设进程。

图表 33：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

来源：《Military Balance 2020》，SIPRI，国金证券研究所整理

图表 34：孟加拉国紧邻印度和缅甸



来源：谷歌地图，国金证券研究所

- 缅甸是东南亚国家中除了越南和泰国之外拥有装甲车辆数量最多的国家。

图表 35：缅甸现役坦克

缅甸			
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

来源：《Military Balance 2020》，SIPRI，国金证券研究所整理

- 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。

图表 36：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

伊朗				
类别	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	/

来源：《Military Balance 2020》，SIPRI，国金证券研究所整理

- 非洲地区尼日利亚等国家也有一定的坦克需求。

图表 37：尼日利亚现役坦克

尼日利亚			
型号	数量	装备时段	技术划代
VT-4	17	2020 年	第三代
T-72AV	10	2014-2015 年	第三代
T-72M1	31	2015 年	第三代
维克斯 Mk3	174	1984-1994 年	第一代
T-55	100	1981 年	第一代
FV101 蝎式	154	1977-1979 年	第一代

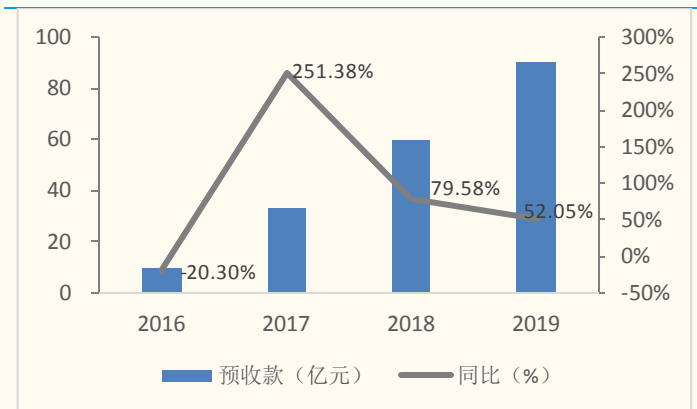
来源：《Military Balance 2020》，SIPRI，国金证券研究所整理

四、盈利能力强的外贸军品预期较好，业绩有望逐步释放

1、2016-2019 年预收款、存货同步大幅增加

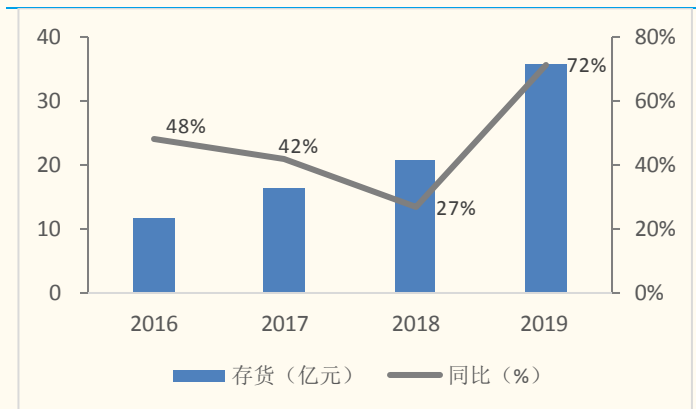
- 公司近三年预收款和存货增幅显著，产品逐步交付后有望促进业绩较快增长。2019 年，预收款和存货分别达 90 亿元、36 亿元，同比增加 52%和 72%。2016-2019 年，预收款和存货年复合增长率分别达 112%和 45%。
- 存货的大量增加系主产品的个别协作配套件供应不齐，产品未达到销售条件。我们预计，未来配套件供应跟上后，公司产品有望集中交付，业绩有望迎来较快增长。

图表 38：2016-2019 年公司预收款大幅增加



来源：公司公告，国金证券研究所

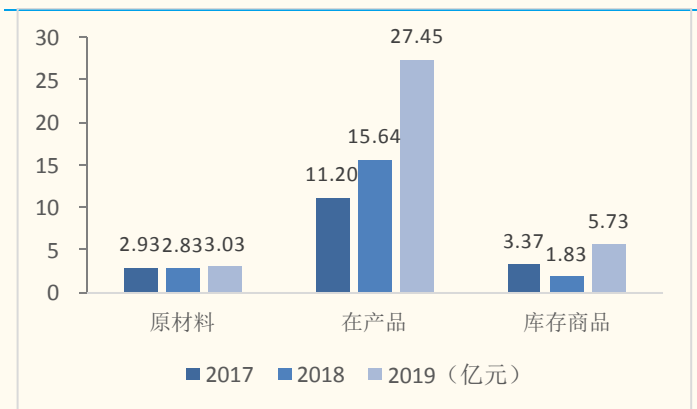
图表 39：2016-2019 年公司存货增长显著



来源：公司公告，国金证券研究所

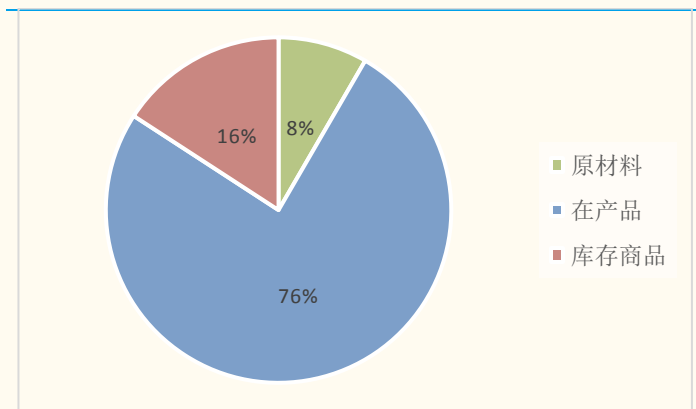
- 2019 年，公司存货中在产品与库存商品增幅显著，与 2018 年末相比分别增加 76%和 213%。存货构成分类中，在产品占比高。据 2019 年年报显示，在存货中，在产品的比例高达 76%。

图表 40：2019 年公司在产品和库存商品大幅增加



来源：公司 2017-2019 年报，国金证券研究所

图表 41：公司存货中在产品占 76%

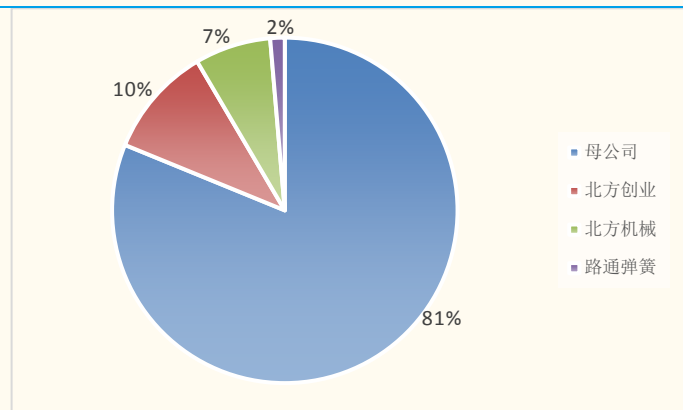


来源：公司 2019 年年报，国金证券研究所

2、母公司业务为支撑，核心外贸军品盈利能力较强

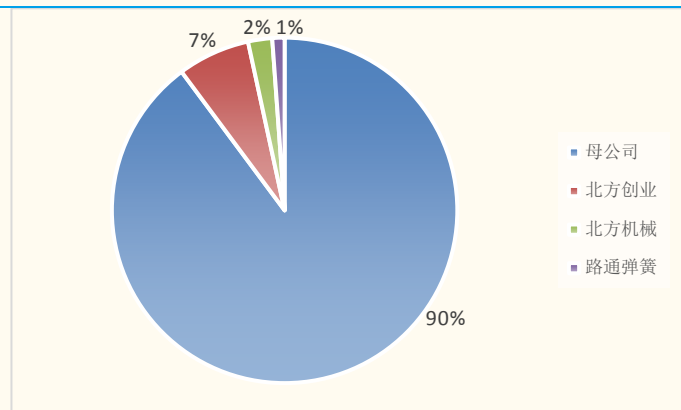
- 公司主要业务在母公司。母公司以履带、轮式装甲车辆为主营业务，2019 年，母公司营收占总营收的 81%，母公司净利润占总净利润的 90%，母公司构成公司最主要的利润来源。母公司在职工占员工总数的 79%。

图表 42：2019 年母公司营业收入占 81%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 43：2019 年母公司净利润占 90%



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司紧紧围绕现代化军队装备由传统机械化向信息化、智能化转变的需求，不断加大研发投入，圆满完成各项军品科研生产任务。
- 2019 年国庆阅兵式中，公司 99A 坦克、15 式轻型坦克、8X8 轮式装甲无线电接入节点车等 66 套装备铁甲雄风、威武雄壮通过天安门广场，56 门阅兵礼炮齐发，接受党和人民检阅。96B 坦克参加俄罗斯国际军事竞赛全程无故障，表现优异，得到参赛部队官兵充分肯定。
- VT-4 主战坦克是公司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。

五、盈利预测与估值：6-12 月目标市值 240 亿元

- 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 18%、15%、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 6.8/8.0/9.3 亿元，同比增长 19%/18%/15%，EPS 分别为 0.40、0.48 和 0.55 元，PE 分别为 24、21 和 18 倍。

图表 44：公司盈利预测与费用率假设

单位：百万元	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E
特种装备收入	11967	12267	12681	14964	17208	19273
Yoy		2.5%	3.7%	18%	15%	12%
成本	10427	10858	11350	13242	15229	17018
毛利率	12.87%	11.48%	10.50%	11.50%	11.50%	11.70%
销售费用率	0.48%	0.46%	0.34%	0.35%	0.38%	0.40%
管理费用率	-	3.58%	3.52%	3.52%	3.52%	3.52%
研发费用率	-	3.18%	3.06%	3.1%	3.1%	3.1%
财务费用率	-0.8%	-1.3%	-1.7%	-0.5%	-0.8%	-0.8%
所得税率	5.2%	8.7%	12.1%	11%	11%	11%

来源：Wind，国金证券研究所

- 我们选取 9 家主流军工股对内蒙一机进行估值，这些主流军工股 2021 年的平均估值为 47 倍。
- 公司目前在手现金 122 亿元，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、未来具有一定的改革预期，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。首次评级，给予“买入”评级。

图表 45：估值比较：公司为主流军工股中估值最低的标的之一

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600760	中航沈飞	34.90	0.94	1.04	1.23	37	34	28
600038	中直股份	44.12	1.24	1.51	1.77	35	29	25
002389	航天彩虹	13.23	0.38	0.49	0.60	35	27	22
000547	航天发展	15.96	0.57	0.73	0.92	28	22	17
002179	中航光电	36.45	1.15	1.39	1.69	32	26	22
600893	航发动力	24.87	0.57	0.67	0.79	43	37	31
600990	四创电子	39.42	1.05	1.35	1.46	37	29	27
600562	国睿科技	15.26	0.17	0.20	0.26	91	76	59
600150	中国船舶	19.15	0.11	0.13	0.16	168	142	121
平均值						56	47	39
600967	内蒙一机	9.95	0.40	0.48	0.55	24	21	18

来源：Wind，国金证券研究所（除内蒙一机为国金预测外，其余均为 Wind 一致预期）

六、风险提示：外贸及换装需求持续性、军工央企改革低于预期风险

- 新冠疫情影响超预期风险。如果未来新冠疫情影响超预期，则可能会影响公司主要产品的供应链情况，公司正常生产和交付节奏存在受影响的可能性。公司外贸出口产品的交付进度也可能会受到影响。
- 外贸及换装需求持续性。外贸及换装需求在一定时期内存在阶段性、脉冲性，存在一定的持续性风险。
- 军工央企改革低于预期。大股东一机集团为军工企业混合所有制改革试点。但混改进展、节奏进度依赖整体军工央企改革进程，时间和力度具有不确定性。
- 股东解禁风险：2020年2月10日公司有7.3亿股大额解禁，占解禁前流通股的76%。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	11,967	12,267	12,681	14,964	17,208	19,273	货币资金	7,970	8,802	12,677	13,276	14,657	16,501
增长率		2.5%	3.4%	18.0%	15.0%	12.0%	应收账款	1,459	1,719	1,280	1,864	2,208	2,603
主营业务成本	-10,427	-10,858	-11,350	-13,243	-15,229	-17,018	存货	1,645	2,087	3,582	4,172	5,007	5,828
%销售收入	87.1%	88.5%	89.5%	88.5%	88.5%	88.3%	其他流动资产	2,052	2,821	3,052	3,469	4,298	4,924
毛利	1,541	1,409	1,331	1,721	1,979	2,255	流动资产	13,127	15,428	20,591	22,781	26,170	29,856
%销售收入	12.9%	11.5%	10.5%	11.5%	11.5%	11.7%	%总资产	72.2%	75.9%	81.2%	82.3%	83.8%	85.0%
营业税金及附加	-35	-24	-22	-30	-34	-39	长期投资	27	56	54	54	54	54
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	2,411	2,297	2,253	2,283	2,364	2,504
营业费用	-57	-57	-43	-52	-65	-77	%总资产	13.3%	11.3%	8.9%	8.2%	7.6%	7.1%
%销售收入	0.5%	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	无形资产	2,489	2,432	2,350	2,372	2,399	2,435
管理费用	-905	-830	-833	-991	-1,139	-1,276	非流动资产	5,048	4,901	4,752	4,904	5,051	5,268
%销售收入	7.6%	6.8%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	%总资产	27.8%	24.1%	18.8%	17.7%	16.2%	15.0%
息税前利润 (EBIT)	544	498	432	648	740	863	资产总计	18,175	20,329	25,343	27,685	31,221	35,124
%销售收入	4.5%	4.1%	3.4%	4.3%	4.3%	4.5%	短期借款	195	95	95	132	160	195
财务费用	94	164	220	72	136	148	应付款项	9,410	11,109	15,455	16,552	19,095	21,885
%销售收入	-0.8%	-1.3%	-1.7%	-0.5%	-0.8%	-0.8%	其他流动负债	82	110	113	577	685	915
资产减值损失	-109	-92	-32	0	0	0	流动负债	9,687	11,314	15,663	17,261	19,940	22,995
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	25	20	32	44	28	30	其他长期负债	620	501	435	504	457	200
%税前利润	4.4%	3.3%	4.8%	5.7%	3.1%	2.9%	负债	10,307	11,815	16,097	17,765	20,397	23,195
营业利润	557	592	657	764	904	1,041	普通股股东权益	7,808	8,451	9,179	9,849	10,749	11,849
营业利润率	4.7%	4.8%	5.2%	5.1%	5.3%	5.4%	少数股东权益	60	63	67	71	75	80
营业外收支	-2	-4	-1	3	3	3	负债股东权益合计	18,175	20,329	25,343	27,685	31,221	35,124
税前利润	555	588	656	767	907	1,044	比率分析						
利润率	4.6%	4.8%	5.2%	5.1%	5.3%	5.4%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-29	-51	-79	-84	-100	-115	每股指标						
所得税率	5.2%	8.7%	12.1%	11.0%	11.0%	11.0%	每股收益	0.311	0.316	0.339	0.402	0.475	0.547
净利润	526	537	576	683	807	929	每股净资产	4.621	5.002	5.433	5.829	6.362	7.013
少数股东损益	1	3	4	4	4	5	每股经营现金净流	1.047	0.949	2.218	0.493	0.981	1.378
归属于母公司的净利润	525	534	572	679	803	925	每股股利	4.374	4.374	6.171	6.500	7.000	7.500
净利率	4.4%	4.4%	4.5%	4.5%	4.7%	4.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	6.72%	6.32%	6.23%	7.12%	7.70%	8.47%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	2.89%	2.63%	2.26%	6.62%	7.10%	7.73%
净利润	526	537	576	683	807	929	投入资本收益率	6.40%	5.28%	4.07%	7.09%	8.21%	9.47%
少数股东损益	1	3	4	4	4	5	增长率						
非现金支出	357	382	299	250	259	269	主营业务收入增长率	18.96%	2.50%	3.38%	18.00%	15.00%	12.00%
非经营收益	1	-29	-29	-70	-51	-48	EBIT增长率	34.26%	-8.45%	-13.23%	50.00%	14.20%	16.69%
营运资金变动	886	713	2,902	-30	643	1,178	净利润增长率	5.74%	1.67%	7.19%	18.59%	18.29%	15.19%
经营活动现金净流	1,770	1,603	3,747	832	1,657	2,329	总资产增长率	29.14%	11.85%	24.66%	9.24%	12.77%	12.50%
资本开支	-228	-108	-92	-164	-132	-162	资产管理能力						
投资	1,025	-229	640	0	0	0	应收账款周转天数	27.6	25.2	21.5	24.0	25.0	27.0
其他	84	44	36	44	28	30	存货周转天数	49.1	62.7	91.2	115.0	120.0	125.0
投资活动现金净流	880	-292	585	-120	-104	-132	应付账款周转天数	72.8	62.1	59.3	68.0	70.0	73.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	62.5	64.0	59.3	47.1	38.4	32.2
债权募资	0	-100	0	72	-47	-257	偿债能力						
其他	-1,912	180	-270	-24	-50	-65	净负债/股东权益	-98.8%	-102.3%	-136.1%	-132.5%	-133.9%	-136.7%
筹资活动现金净流	-1,912	80	-270	48	-97	-322	EBIT利息保障倍数	-5.8	-3.0	-2.0	-2.4	-4.6	-6.7
现金净流量	738	1,390	4,062	760	1,456	1,875	资产负债率	56.71%	58.12%	63.52%	64.50%	65.80%	66.01%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	3
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.40

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH