

# 军品定价改革规则文件下发, 利好 六大主机厂——国防军工行业事件点评

2019年02月21日

看好/维持

国防军工

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	
张卓琦	研究助理	执业证书编号: S1480117080010
	zhangzq_yjs@dxzq.net.cn 010-66554018	

**核心观点:** 近日有传言指, 军品定价机制改革文件已正式下发到各军工集团。我们认为, 军品定价机制改革可以认为是军方授权主机厂进行供应链管理所得的收益, 由军方和主机厂共同分享。对于军品定价改革我们的观点是, 成本加成模式目前仅适用于单一来源采购, 而成本加成模式负向反馈明显。我们认为单一来源类军工企业净利润率有望较目前的不足5%水平提升至10%以上。建议重点关注六大主机公司: 洪都航空、中直股份、中航沈飞、内蒙一机、中航飞机和航发动力。

观点:

## 1. 我国目前处在混合定价阶段, 成本加成模式仅适用于单一来源采购。

建国以来, 我国军品定价主要经历了4个阶段, 无偿划拨供给阶段、实报实销阶段、计划成本加5%利润阶段, 以及混合合同定价阶段。我国目前处在混合定价阶段, 在逐步引入市场竞争导向定价, 但对于单一来源采购仍采取计价成本加成方式。

根据2002年版《中国人民解放军装备采购条例》, 装备采购方式分为公开招标、邀请招标、竞争性谈判、单一来源、询价采购及总装备部认可的其他装备采购方式等6种。对单一来源的采购合同, 我国目前采用的是成本加成定价法, 在计价成本的基础上加成5%的固定利润。

## 2. 成本加成模式负向反馈明显, 主机厂实际净利润率或已超过5%。

由于单一来源军品定价是建立在计价成本加成基础上, 因此计价成本的高低直接决定了利润的多少, 考虑到“军品价格=定价成本+定价成本\*5%”, 理论上企业多报成本则获利越大, 企业没有动力降低成本, 成本加成模式这种负向反馈机制亟待改革。

军工企业上报成本中或已含预研成本及批产(制造)成本, 总装企业实际净利润率或已超过5%。科研价格即国防科研试制费, 制订依据是1995年国防科工委和财政部下发的1765号《国防科研项目计价管理办法》。根据2006年总装备部和财政部下发的《国防科研试制费管理规定》, 预研成本包括设计费、材料费、外协费、专用费、试验费、固定资产使用费、工资费、管理费。而军品价格即批产价格, 制订依据是1996年原国家计委、财政部、原总参谋部联合下发的108号《军品价格管理办法》。主要包括直接材料、直接工资、制造费用, 军品专项费和期间费用(管理费用、财务费用等)。以上费用都可记为成本, 并由企业上报军方负责审核和承担。可见, 总装类企业报表上的净利润率水平并非实际水平, 理论上净利润率有一定提升空

间。

### 部分军工总装类公司利润情况

序号	公司	销售净利率 (15年年 报) %	销售净利率 (16年年 报) %	销售净利率 (17年年 报) %	PE (TTM)
1.	中航飞机	1.9103	1.7418	1.5263	71.9651
2.	中直股份	3.4867	3.5106	3.7797	47.7362
3.	内蒙一机	-2.2692	4.9320	4.3984	35.8637
4.	中航沈飞	-19.9947	1.6878	3.6155	42.8700
5.	航发动力	4.5821	4.1229	4.1469	42.4117

资料来源：Wind、东兴证券研究所。

### 3. 不同研制阶段合同有不同的成本核算方式

军方在不同的任务阶段与承制商签订合同，包括预研阶段、型号研制阶段和批产阶段的合同，不同研制阶段的合同有不同的成本核算方式。

**(1) 预研阶段：预研当成是新产品的研发投入，以成本价格签订合同，并没有收益。**

预研产品的合同价款只包括计价成本部分，涵盖从方案论证到设计定型阶段所发生的 8 项费用，包括设计费、材料费、外协费、专用费、试验费、固定资产使用费、工资费、管理费。由于预研产品的技术不确定性比较高，预研计价成本计算准确性较低。

**(2) 型号研制阶段：军品价格=计价成本+收益+不可预见费用。**

型号产品的合同价款由计价成本、收益和不可预见费三部分组成。型号产品的技术状态相对比较稳定，成本计算比较准确，也是该产品装备采购定价的重要依据。

- 计价成本与预研阶段相同，同样是那 8 项费用；
- 收益按计价成本扣除外购成品附件费、外购样品样机费、专用设备仪器费后的 5% 计算；
- 型号研制时，有可能存在技术方面的不确定性，需要更多投入而预留部分费用，作为不可预见费。

**(3) 批产阶段：军品价格=制造成本+期间费用+利润。**

批产阶段的合同价款由制造成本、期间费用和利润构成，批产产品的技术状态已稳定，尽管随着时间的推移有些原材料、器件和人员费会提高，军方也很少调整批产产品的价格。

- 制造成本=直接材料费用+直接工资费用+制造费用+军品专项费用；
- 期间费用=管理费用+财务费用；
- 利润按照计价成本（制造成本+期间费用）的 5% 计算。

### 4. 军品定价改革激励约束定价猜想及测算

激励约束定价方式或分为三种：

军品定价改革方向是研发全过程的定价管理，其中对军工企业盈利能力影响最直接的，是激励机制的设置。参考美军的激励约束机制，我国也可能会有三类，成本激励约束定价、技术约束激励定价，以及进度约束激励定价。军方可以综合考虑三种激励约束因素的影响，进行加权得出武器装备的全部激励约束收益。

- 成本激励约束定价：例如给定目标成本的保险加激励定价，以回报率为基础，其首要功能是保险，次要功能是激励；再例如，给定成本上限的激励加保险定价，引入利润共享、成本共担的混合激励方式。
- 技术激励约束定价：对于特别重要武器装备的研制合同和生产合同，可以采用技术激励约束定价。在对装备利润进行分析时，承制商因履行合同而带来的风险需要以利润的形式给予一定的经济补偿。承制商履约合同风险有技术风险、管理风险和成本控制风险等等，其中补偿技术风险的利润最高。
- 进度激励约束定价：例如，军方可以根据承制商的“遵守计划进度情况”、“对预期的进度推迟所采取措施”、“计划维持情况”等进行激励约束定价。

### 激励约束定价详细测算

根据《装备购置目标价格论证、过程成本监控和激励约束定价工作指南（试行）》，激励约束定价是按照购置目标价格实现情况，以差异定价利润形式，对装备成本控制进行激励与约束的装备定价模式。主要包括定价成本审核与评估、激励约束利润计算与分配、价格方案评审与报批等工作。

价格方案为定价成本、目标利润（5%目标成本）、激励（约束）利润三者之和，计算公式为：

**装备价格=定价成本+5%\*目标成本+激励（约束）利润**

按照定价成本较目标成本节约（超支）情况，计算激励（约束）利润，一般情况下，承研承制单位承担节约（超支）部分的70%，军方承担30%。激励（约束）利润的上限为5%目标成本，下限为-5%目标成本。计算公式如下：

1. 定价成本 $\geq 107.14\%$ 目标成本时，激励约束利润 =  $-5\%$ 目标成本。

举例来说，假设定价成本=110%\*目标成本，则装备价格=110%\*目标成本+5%\*目标成本-5%\*目标成本=110%\*目标成本，利润率=0（理论上不会为零，承制单位或承担超支部分的70%，军方承担30%）

2. 当  $107.14\%$ 目标成本 > 定价成本 >  $92.86\%$ 目标成本时，激励约束利润 =  $70\%$ \*(目标成本 - 定价成本)

举例来说，假设定价成本=98%\*目标成本，则装备价格=98%\*目标成本 +5%\*目标成本 +70%\*目标成本\*2% =104.4 %目标成本，利润率=  $(5+1.4) / 104.4 = 6.13\%$

3. 当定价成本 $\leq 92.86\%$ 目标成本时，激励（约束）利润 =  $5\%$ 目标成本

举例来说，假设定价成本=90%\*目标成本，则装备价格=90%\*目标成本 +5%\*目标成本+5%\*目标成本 =100%\*定价成本，利润率=  $(5+5) / 100 = 10\%$

可见，企业降低成本，总体利润率有望提高，不过考虑到定价成本降到一定程度时，利润的绝对额和目标成本正相关，利润的绝对额或不再增加。

### 5. 投资建议：建议重点配置军工主机类公司

我们认为军品定价改革将使总装类公司最受益。

- 军方通过单一来源合同订购总装类公司的绝大多数军品，严格执行成本加成定价和审价。改革后设定的激励机制，总装类公司应容易收益，以促使总装类公司未来降低成本、提升效率和质量、缩短生产周期。
- 分系统公司产品主要是给总装类公司配套，定价本来就较为灵活，也有一部分军品是军方直接采购作为备件的，但相比数量有限。

因为有军品定价改革预期溢价，总装类公司高估值有其合理性。军品定价改革的直接效果是军工企业潜在盈利能力的释放，潜在盈利能力可以参考国外军工企业 5%-10%净利率水平。我们选取了 5 家总装类公司，用 5%-10%净利率水平重新估值，并给出投资分析。

这种估值方法直接依据各公司营业收入，拉平了各个公司的管理效率、不同产品的利润水平，给出备考 PE。备考 PE 对于单个公司的估值误差较大，但对于总装类军工企业有衡量价值，固定利润限制因素消除后，按照现阶段股价，行业的备考 PE 水平处在 50 倍以下。

#### 部分军工总装类公司备考 PE

公司	股价 (元)	PE (TTM)	总股本 (亿股)	2017 年营业收入 (亿元)	按 5%净利率重新计算的 PE	按 7%净利率重新计算的 PE	按 10%净利率重新计算的 PE
中航飞机	14.99	71.96	27.69	310.79	26.71	19.08	13.35
中直股份	39.70	47.74	5.89	120.48	38.85	27.75	19.42
内蒙一机	11.76	35.86	7.17	119.67	14.09	10.07	7.05
航发动力	23.48	42.41	19.49	225.55	40.57	28.98	20.29
中航沈飞	32.41	42.87	5.22	194.59	17.38	12.42	8.69

资料来源：Wind，东兴证券研究所

军工总装类公司产品多是通过单一来源合同定价，改革后将理顺价格形成机制和成本费用归集制度，促进企业加强成本管理，消除部分财务限制，释放利润空间。**重点推荐：洪都航空、中航沈飞、中航飞机、中直股份、内蒙一机和航发动力。**

#### 6. 风险提示：

装备列装速度不及预期；市场风险偏好降低。

## 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。

### 王习

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，六年证券从业经验，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、未来也将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。