

国防军工

2019 军费增长 7.5% 打消疑虑，聚焦高景气领域

事件:

据新华社消息,根据3月5日全国人民代表大会年度会议上提交的预算草案,中国将在2019年将国防预算增长率从去年的8.1%下调至7.5%。

点评:

2019 年我国军费增速 7.5%，总量再创新高，连续 3 年破万亿，打消市场顾虑。 1) 根据两会预算草案,2019 年我国国防预算达 1.19 万亿元,同比增长 7.5%,符合我们的预测区间,但好于市场预期;自 2017 年以来连续 3 年破万亿,新增军费 830 亿元,将重点支持国防和军队改革,全面推进现代化建设。2) 2000-2015 年我国军费 CAGR 高达 14.4%,处于补偿式快速增长阶段;2016-2018 年军费增速下调为 7.6%、7%、8.1%,在经济增速放缓背景下,市场一度担忧军费增速大幅下降的可能,但我们认为,我国仍处于加速建设国防现代化阶段,结合国情预计未来仍将保持 7-9% 适度增长,而且对于军费,不仅看“量”更要重“质”,军费结构优化、执行率提升、军民融合战略将使得军工行业“逆周期、新景气”特点更为凸显。

持续加大军费开支乃长期举措,军费结构优化、执行率提升也将是未来重大亮点。 1) 我国军费总量仍不足美国 1/4,与我国经济体量不符:2019 年我国军费预算 1.19 万亿(约合 1776 亿美元),预计位列全球第 2,但总量仍仅为美国 7160 亿美元的 24.8%。2) 我国军费/GDP 比重偏低,预计仍有较大提升空间:根据我国 2019 年 GDP 预测值(增速假设为 6.5%),我国 2019 年军费/GDP 比重约为 1.24%,远低于世界主要国家 2.2% 的平均水平,而美国则高达 3% 以上。3) 军费不仅看“量”更应重“质”:我国军费由装备费、人员生活费和训练维持费组成,其中装备费约占 1/3。随着 2015 年起我国裁军 30 万,我们判断,我国军费结构也将偏向装备采购和研发,预计未来 10 年装备费占比有望逐步提升至 40% 左右,结构优化将提高军费效率。4) 从军费实际投入节奏上看,我们预计“十三五”进入后半程,军费执行率将明显提升,2019-2020 年将迎来装备采购密集期。

聚焦高景气领域,我们预计未来军费将向“海空天+信息化”倾斜。 1) 根据美国 2019 年度国防预算,其武器系统投入中航空装备占比高达 40%,装备升级投入方面空军和海军的军费占比均为 40% 左右,更符合现代战争的要求。而目前我国“海空天+信息化”方面相对薄弱,《中国国防白皮书》也明确未来军费将向这些领域倾斜。2) 聚焦高景气领域:建议重点关注航空(直升机、战斗机)、航天(火箭、卫星)、国防信息化(雷达、军工电子、通信等)、军工新材料等高景气领域的优质个股。

选股思路与受益标的: 1) 航空:中直股份(直升机)、中航沈飞(战斗机)、中航机电(机电系统)、耐威科技(惯导+航电); 2) 航天:航天电器(连接器)、航天电子; 3) 国防信息化:四创电子(雷达)、金信诺; 4) 军工新材料:菲利华、火炬电子。

风险提示: 1) 装备采购进度低于预期的风险; 2) 军品订单波动较大可能导致业绩低于预期。

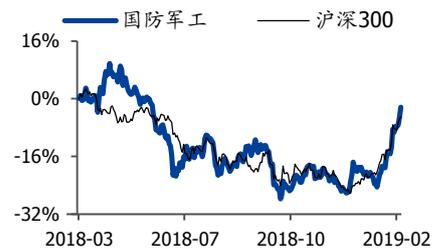
重点标的

股票代码	股票名称	EPS (元)				PE			
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600038	中直股份	0.77	0.90	1.10	1.34	61.5	53.0	43.4	35.3
002025	航天电器	0.73	0.84	1.05	1.29	38.7	33.6	26.8	21.9
300456	耐威科技	0.26	0.53	0.72	0.72	120.1	59.0	43.6	43.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注释: EPS 来自 Wind 一致预测, PE 根据 2019 年 03 月 05 日收盘价计算

增持(维持)

行业走势



作者

分析师 张高艳

执业证书编号: S0680518100002

邮箱: zhanggaoyan@gszq.com

相关研究

- 1、《国防军工：聚焦两会，关注军工国企改革》2019-03-05
- 2、《国防军工：板块配置价值凸显，继续推荐高景气弹性品种》2019-02-24
- 3、《国防军工：2018 年报前瞻：行业景气上行，业绩改善明显》2019-02-18



内容目录

1 2019 军费增速 7.5%打消疑虑，聚焦高景气领域	3
1.1 总量再创新高，连续 3 年破万亿，打消市场顾虑	3
1.2 军费支出不仅看“总量”，更应看重“质量”	5
2 选股主线与受益标的	7
3 风险提示	7

图表目录

图表 1: 2019 年我国中央本级国防支出预算同比增速 7.5%，总量达 1.19 万亿元	3
图表 2: 我国军费占 GDP 比重仅 1.3%左右，低于世界平均水平	3
图表 3: 我国军费占财政支出比重 5.2%，低于美俄	3
图表 4: 我国军费/GDP 比重相较于美国偏低，预计仍有较大提升空间	4
图表 5: 2000-2017 年我国国防支出规模统计	4
图表 6: 2000-2017 年美国国防支出规模统计	4
图表 7: 军费支出主要有宏观、中观、微观及地缘政治等四大驱动因素	5
图表 8: 国防费用主要由人员生活费、训练维持费和装备费等三部分组成	6
图表 9: 美国武器系统预算中战斗机系统占比 23%，达 552 亿美元	6
图表 10: 美国武器升级换代预算中空军占比 42%，达 395 亿美元	6
图表 11: 受益标的估值表	7

1 2019 军费增速 7.5%打消疑虑，聚焦高景气领域

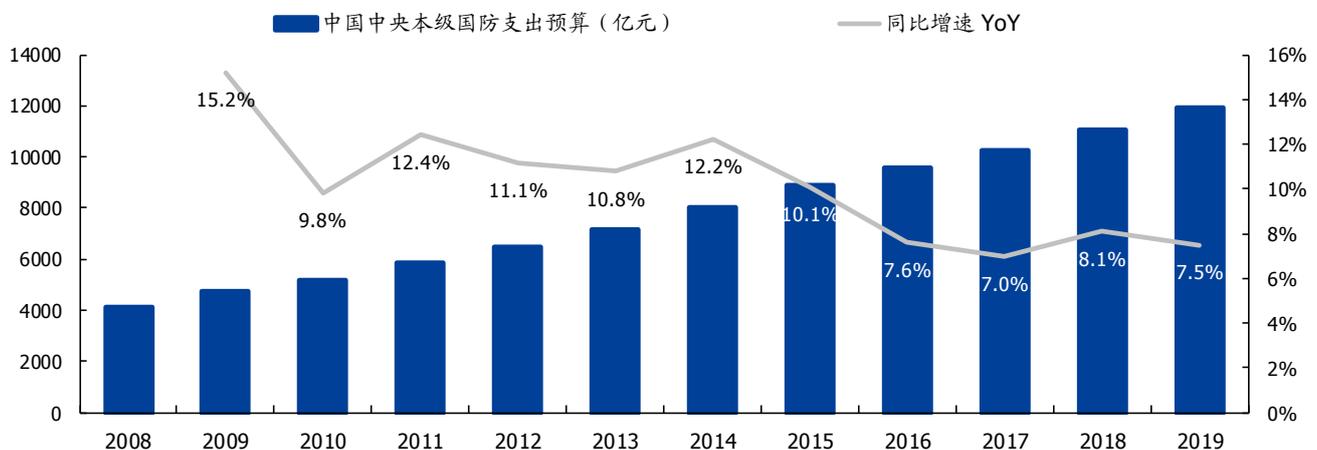
事件:

据新华社消息，根据3月5日全国人民代表大会年度会议上提交的预算草案，中国将在2019年将国防预算增长率从去年的8.1%下调至7.5%。

1.1 总量再创新高，连续3年破万亿，打消市场顾虑

2019年我国军费增速7.5%，总量再创新高，连续3年破万亿，打消市场顾虑。1) 根据两会预算草案，2019年我国国防预算达1.19万亿元，同比增长7.5%，符合我们的预测区间，但好于市场预期；自2017年以来连续3年破万亿，新增军费830亿元，将重点支持国防和军队改革，全面推进现代化建设。2) 2000-2015年我国军费CAGR高达14.4%，处于补偿式快速增长阶段；2016-2018年军费增速下调为7.6%、7%、8.1%，在经济增速放缓背景下，市场一度担忧军费增速大幅下降的可能，但我们认为，我国仍处于加速建设国防现代化阶段，结合国情预计未来仍将保持7-9%适度增长，而且对于军费，不仅看“量”更要重“质”，军费结构优化、执行率提升、军民融合战略将使得军工行业“逆周期、新景气”特点更为凸显。

图表1: 2019年我国中央本级国防支出预算同比增速7.5%，总量达1.19万亿元

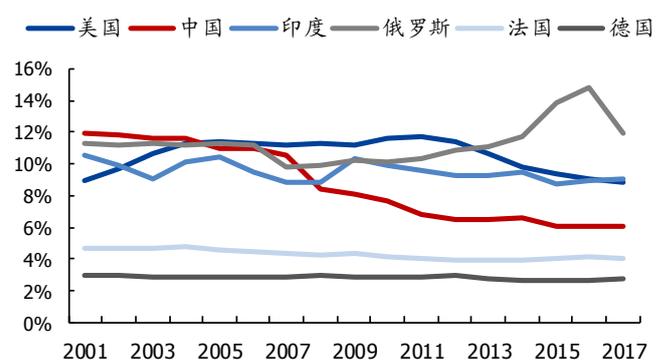
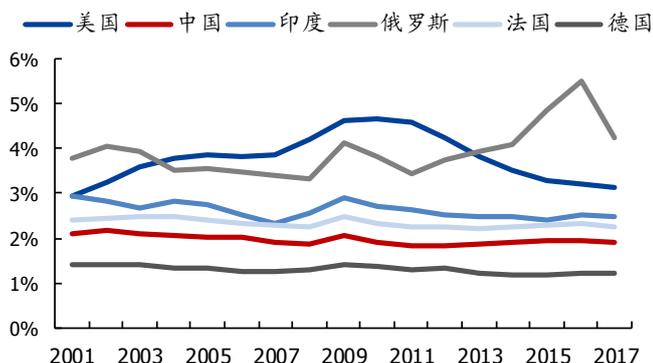


资料来源: 中华人民共和国财政部, 新华社网站, 国盛证券研究所

持续加大军费开支乃长期举措，军费结构优化、执行率提升也将是未来重大亮点。1) 我国军费总量仍不足美国1/4，与我国经济体量不符：2019年我国军费预算1.19万亿（约合1776亿美元），预计位列全球第2，但总量仍仅为美国7160亿美元的24.8%。2) 我国军费/GDP比重偏低，预计仍有较大提升空间：根据我国2019年GDP预测值（增速假设为6.5%），我国2019年军费/GDP比重约为1.24%，远低于世界主要国家2.2%的平均水平，而美国则高达3%以上。

图表2: 我国军费占GDP比重仅1.3%左右，低于世界平均水平

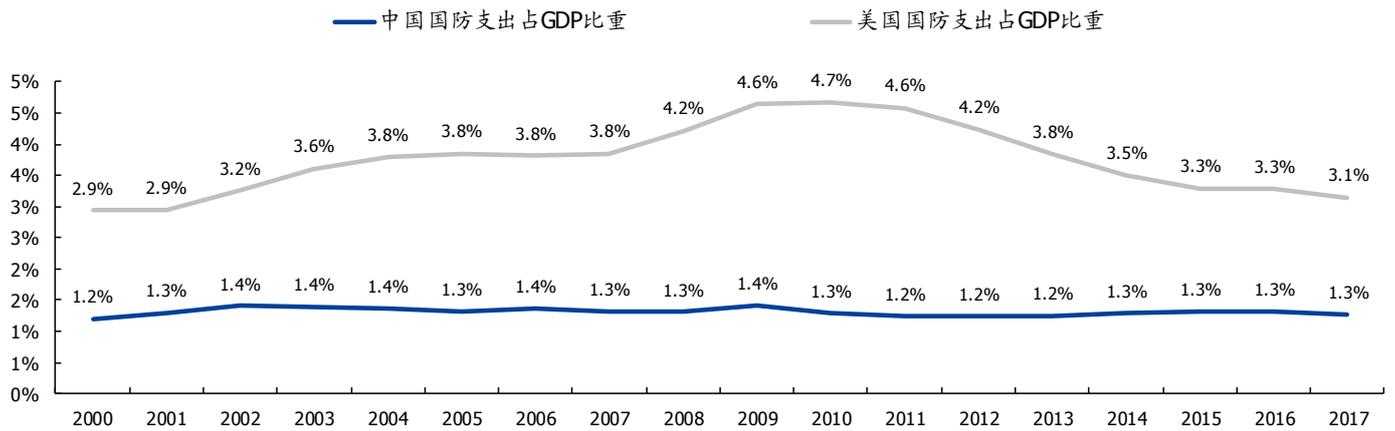
图表3: 我国军费占财政支出比重5.2%，低于美俄



资料来源: SIPRI, 国盛证券研究所

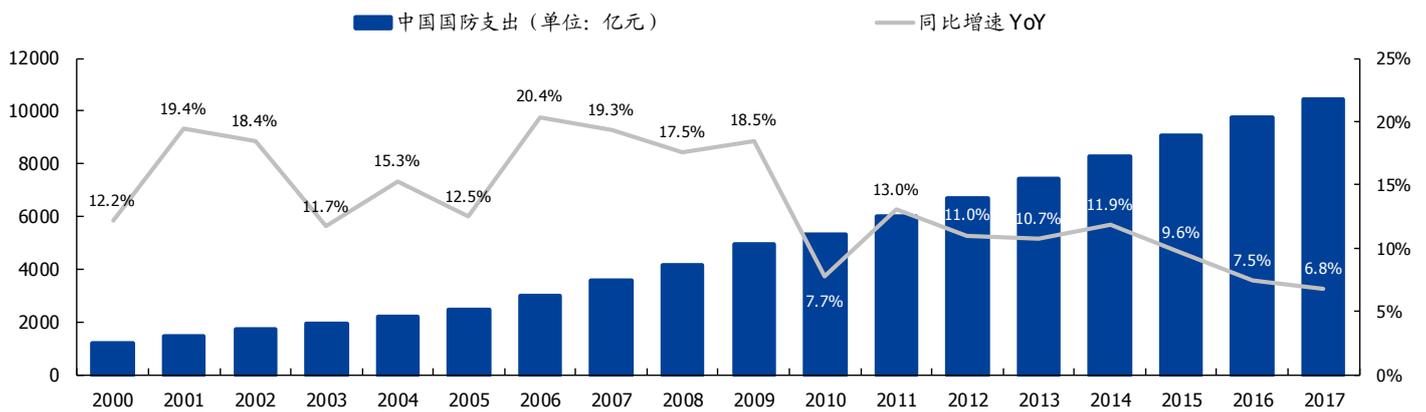
资料来源: SIPRI, 国盛证券研究所

图表4: 我国军费/GDP比重相较于美国偏低, 预计仍有较大提升空间



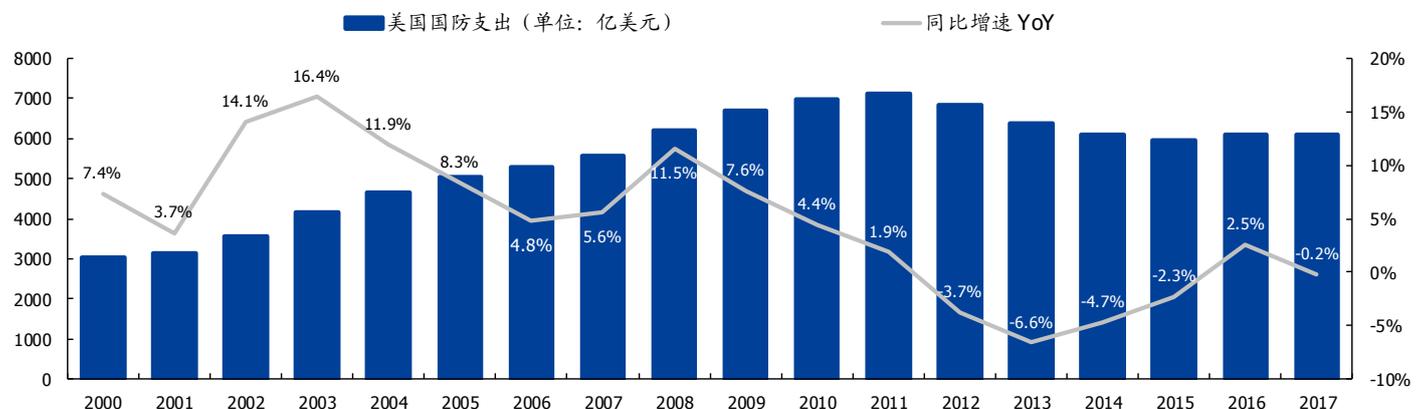
资料来源: Wind, 中华人民共和国财政部, 美国经济分析局, 世界银行, 国盛证券研究所

图表5: 2000-2017年我国国防支出规模统计



资料来源: 中华人民共和国财政部, 国盛证券研究所 注: 图中数据为军费实际支出值, 与预算值有略微不同

图表6: 2000-2017年美国国防支出规模统计



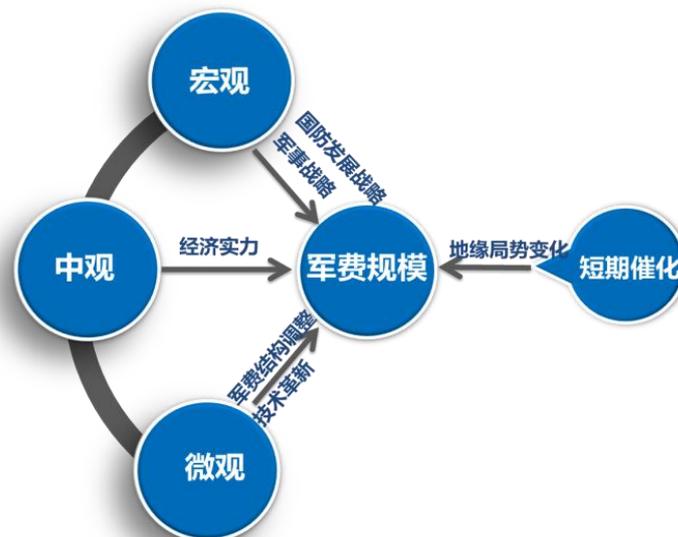
资料来源: 美国经济分析局, 世界银行, 国盛证券研究所 注: 图中数据为军费实际支出值, 与预算值有略微不同

1.2 军费支出不仅看“总量”，更应看重“质量”

军费是国防科技工业需求的根本来源，其投入多寡也决定了军工产业景气度。军费是国防科技工业的发展基础，是决定武器装备建设进度的核心所在，也是军工企业业绩的核心驱动因素。我们认为，军费投入规模受多方因素综合影响：

- **宏观层面，军费规模受到国家国防安全战略和军事战略的指引。**国防安全战略和军事战略决定了中长期的军费需求水平。我国由大向强的发展过程中必然面临日益常态化的大国博弈加剧和复杂的周边安全形势，强军兴军是以戈止武的必要手段，我国军费增长具有长期可持续性。
- **中观层面，军费规模建立在政府预算的财力基础之上，通常与 GDP 总量正相关。**经济实力越强大，可用于支持国防发展的财力也就越雄厚。经济增长新常态下，我国军费投入增速将与 GDP 增速相适应，同时有望作为内生性拉动经济转型升级的新引擎，未来抗周期性也将愈加凸显。
- **微观层面，军费规模一定程度上受结构调整的影响。**军费规模并不局限于“量”，也需兼顾“质”，才能发挥出最大效益。军费投入结构通常分为武器装备费用、人员费用和活动维持费用。一方面，内部结构的主动调整会一定程度上影响军费支出规模；另一方面，随着军备技术不断革新和新型号加速列装，军费结构也有望优化。
- **另外，短期催化层面，军费规模还受到周边地缘政治局势的影响。**偶发性的地缘政治局势变化会带来安全威胁因素的放大，是军费短期增长的主要催化剂。

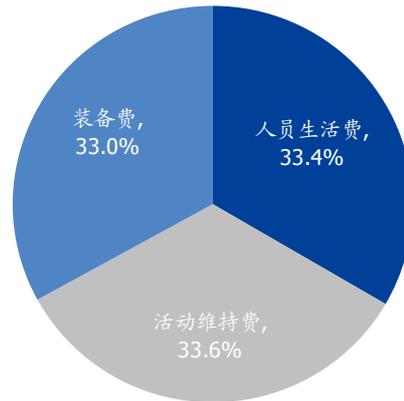
图表 7: 军费支出主要有宏观、中观、微观及地缘政治等四大驱动因素



资料来源：中华人民共和国国务院新闻办公室，国盛证券研究所

我国国防费用主要由人员生活费、训练维持费和装备费 3 部分组成，各部分大体各占三分之一。人员生活费用于军官、文职干部、士兵和聘用人员的工资津贴、住房保险、伙食被装等。训练维持费用于部队训练、院校教育、工程设施建设维护以及其他日常消耗性支出。装备费用于武器装备的研究、试验、采购、维修、运输和储存等。国防费的保障范围包括现役部队、预备役部队和民兵，同时也负担部分退役军人、军人配偶生活及子女教育、支援国家和地方经济建设等社会性支出。

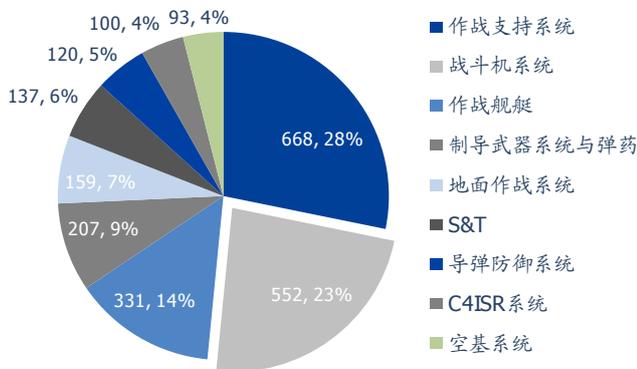
图表 8: 国防费用主要由人员生活费、训练维持费和装备费等三部分组成



资料来源: 中华人民共和国国务院新闻办公室, 国盛证券研究所
注: 结构数据为 2007 年公开数据, 之后年份并未公开数据

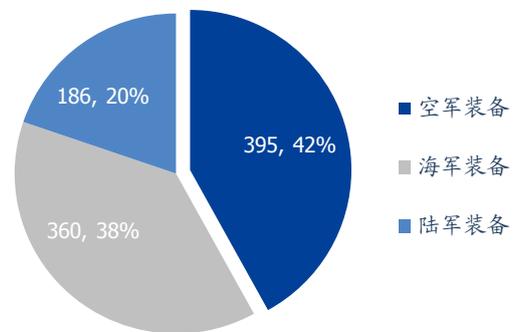
美国武器军费预算中航空占比较大, 我国军费结构将向装备采购和研发倾斜。根据美国经济分析局, 2019 年美国武器系统预算为 2367 亿美元, 552 亿美元用于战斗机系统, 占比 23%。2019 年美国武器升级换代预算为 941 亿美元, 395 亿美元用于空军装备, 占比达 42%, 360 亿元用于海军装备, 占比达 38%, 在结构上更符合现代战争的要求。随着 2015 年起我国裁军 30 万, 我们判断, 我国军费结构也将偏向装备采购和研发, 预计未来 10 年装备费占比有望逐步提升至 40% 左右, 结构优化将提高军费效率。从军费实际投入节奏上看, 我们预计“十三五”进入后半程, 军费执行率将明显提升, 2019-2020 年将迎来装备采购密集期。

图表 9: 美国武器系统预算中战斗机系统占比 23%, 达 552 亿美元



资料来源: 美国国防部网站 2019 财年军费预算, 国盛证券研究所

图表 10: 美国武器升级换代预算中空军占比 42%, 达 395 亿美元



资料来源: 美国国防部网站 2019 财年军费预算, 国盛证券研究所

聚焦高景气领域, 我们预计未来军费将向“海空天+信息化”倾斜。与美国相比, 目前我国“海空天+信息化”方面相对较为薄弱, 《中国国防白皮书》等政策文件也明确未来军费将向这些领域倾斜。

- **2004 年《中国国防白皮书》:** 按照空天一体、攻防兼备的战略要求, 构建适应信息化作战需要的空天防御力量体系, 提高战略预警、空中打击、防空反导、信息对抗、空降作战、战略投送等能力。把空军建设列为重点发展方向, 军费向其倾斜。
- **2013 年《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》:** 就军队体制编制明确改革方向, 要求“优化军队规模结构”。军费将继续向海军、空军等军兵种倾斜。随着我国航母事业的快速发展, 将形成一定规模的海军舰载机队。

- **2016年国务院《2017-2020年国家信息化发展战略纲要》**: 到2020年前, 要加快信息强军, 坚定不移把信息化作为军队现代化建设发展方向。
- **2017年《十九大报告》**: 确保到2020年基本实现机械化, 信息化建设取得重大进展; 加快军事智能化发展, 提高基于网络信息体系的联合作战能力、全域作战能力”。

2 选股主线与受益标的

聚焦高景气领域: 建议重点关注航空(直升机、战斗机等)、航天(弹箭星船)、国防信息化(雷达、军工电子、通信等)、军工新材料等高景气领域的优质个股。

- 1) **航空:** 中直股份(直升机)、中航沈飞(战斗机)、中航机电(机电系统)、耐威科技(惯导+航电)。
- 2) **航天:** 航天电器(连接器)、航天电子。
- 3) **国防信息化:** 四创电子(雷达)、金信诺。
- 4) **军工新材料:** 菲利华、火炬电子。

催化剂: 军品定价改革、院所改制持续推进、军民融合利好政策。

图表 11: 受益标的估值表

股票代码	股票名称	EPS (元)				PE			
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
002025.SZ	航天电器	0.73	0.84	1.05	1.29	38.7	33.6	26.8	21.9
600038.SH	中直股份	0.77	0.90	1.10	1.34	61.5	53.0	43.4	35.3
002013.SZ	中航机电	0.24	0.30	0.36	0.34	32.6	26.0	21.9	23.2
600879.SH	航天电子	0.20	0.22	0.26	0.30	35.4	31.3	26.6	22.8
600760.SH	中航沈飞	0.51	0.60	0.73	0.87	66.3	56.8	46.5	38.7
603678.SH	火炬电子	0.52	0.78	1.03	1.32	37.3	24.7	18.9	14.6
300395.SZ	菲利华	0.41	0.74	0.96	0.96	47.2	26.2	20.2	20.2
300252.SZ	金信诺	0.29	0.41	0.53	0.53	50.0	35.3	27.3	27.3
300456.SZ	耐威科技	0.26	0.53	0.72	0.72	120.1	59.0	43.6	43.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注释: EPS来自Wind一致预测, PE根据2019年03月05日收盘价计算

3 风险提示

- 1) 装备采购进度低于预期的风险。
- 2) 军品订单波动较大可能导致业绩低于预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com