

国防军工行业：从国防白皮书看军工投资逻辑

2019年07月28日

看好/维持

国防军工 | 行业报告

投资摘要：

事件：2019年7月24日我国发布《新时代的中国国防》白皮书，全文共2.7万字，包括国际安全形势、新时代中国防御性国防政策、履行新时代军队使命任务、改革中的中国国防和军队、合理适度的国防开支、积极服务构建人类命运共同体等6个章节。

点评：

1、我国选择在此时颁布白皮书意义重大。这是中国政府1998年发表的第10部国防白皮书，也是党的十八大以来发表的首部综合型国防白皮书，从正常的国防信息披露时点上讲本就具有重大意义，但结合此刻的内、外部环境上看，香港引渡法案问题、台湾问题依然愈演愈烈，特别是美国对台军售加剧了两岸分裂的压力，符合白皮书在开篇对国际安全形式和中国安全环境的分析。因此这种和平表象下的混乱与动荡需要一份拥有足够分量的文件或声明来震慑，也是选择在此刻发布白皮书能够起到的直接作用之一。

2、强调我国采取积极防御国防政策的同时不忘表明我国将承担更多的国际安全工作。白皮书在第二章开篇便表明了坚决捍卫国家主权、安全、发展利益是新时代中国国防的根本目标，而在当今武器装备杀伤力呈几何级增长时代，要想实现国家安全乃至和平更多是靠区域间军事力量平衡来达成。而我国的周边的国际环境极其复杂，军事装备发展水平与世界先进国家相比仍有很大差距，远未达到军事平衡，因此国防工业的发展道路依然任重而道远。

同时白皮书第三章以及第六章表明，我国海外利益不断增长，国际地位也不断提高，因此我国迫切需要一支战略空军和远洋海军来，拥有更多的力量去维护海外利益，同时作为一个大国承担更多的国际安全责任。这点于近年来我国武器装备发展的重心偏向海、空军相契合。随着我国“走出去”的步伐越来越快，要达到海外利益维护和国际安全承担者这一目标，则需要对军工体系继续加大投入。

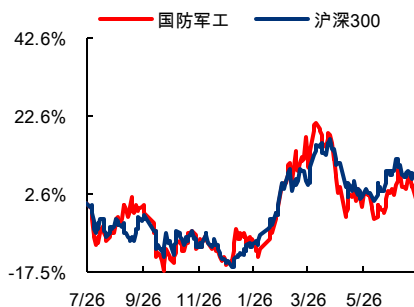
3、阐明军改成果的同时指明了未来一段时间军队建设的重点。白皮书简要说明了我国军改以来军队体系的变革，通过对军队编制结构的设置调整，确立了“军委管总、战区主战、军种主建”的组织领导体制，强化了军队信息化作战能力建设。同时在第三章军队使命任务和第四章改革中的国防和军队中，分别还强调开展实战化军事训练和推进国防和军队全面建设。从2012年以来，全军部队广泛开展各战略方向使命课题针对性训练和各军兵种演训，师旅规模以上联合实兵演习80余场。军事训练次数和规模的增加，可以使军队保持常备不懈的战备状态，提升军队战斗力，而从产业的角度来看则意味着弹药等消耗性武器装备需求增加，以及武器装备加速更新换代。我们在6月洪都集团导弹资产注入洪都航空的点评中就已提醒市场关注各类弹药因实弹演练而需求激增，此次官方的说明充分佐证了这一变化。

行业基本资料

占比%

股票家数	51	1.77%
重点公司家数	-	-
行业市值	8688.18 亿元	1.58%
流通市值	6708.8 亿元	1.65%
行业平均市盈率	54.51	/
市场平均市盈率	15.66	/

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517080001

分析师：王习

010-66554034

Wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518010001

研究助理：张卓琦

010-66554018

zhangzq_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480117080010

4、强调了在核、太空和网络空间等新兴领域国防力量的建设。白皮书第三章“维护重大安全领域利益”中又再次强调了核、太空和网络三领域的重要性的发展方向：核力量是维护国家主权和安全的战略基石，要提高战略威慑能力，确保国家战略安全，维护国际战略稳定；太空是国际战略竞争制高点，太空安全是国家建设和发展的战略保障，要加快发展相应的技术和力量，统筹管理天基信息资源，跟踪掌握太空态势，保卫太空资产安全，提高安全进出、开放利用太空能力；网络空间是国家安全和经济社会发展的关键领域，中国军队加快网络空间力量建设，大力发展网络安全防御手段，建设与中国国际地位相称、与网络强国相适应的网络空间防护力量。从产业的角度来看，我国在太空（卫星）和信息安全（网络空间）领域的产业布局较为完善，两者可谓是名副其实的优质赛道，我们在对卫士通和中国长城的跟踪中已屡次强调这一观点，国家对相关领域的投入以及对社会资本的引导或将使太空和信息安全板块整体受益。

5、军费合理稳步提升但水平依然较低，装备费占比远超预期。我国国防费在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 1：我国国防费占平均 GDP 比重较低（2012-2017 平均）

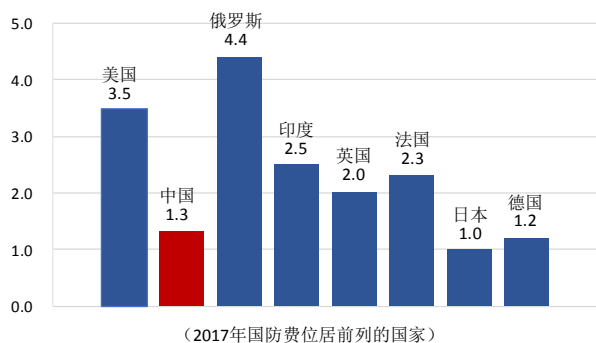
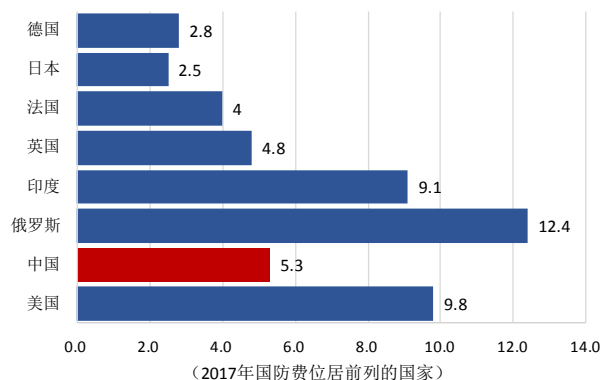


图 2：我国国防费占财政支出比重较低（2012-2017 平均）



资料来源：《新时代的中国国防》，东兴证券研究所

资料来源：《新时代的中国国防》，东兴证券研究所

此前在市场上各类涉及军费使用情况的报告中，基本都将军费划分为三分之一人员生活费、三分之一训练维持费、三分之一装备费，白皮书则显示装备费的占比从2011年起开始迅速提升，从2010年的33.2%上升至2017年的41.1%，极大的超过了市场预期。

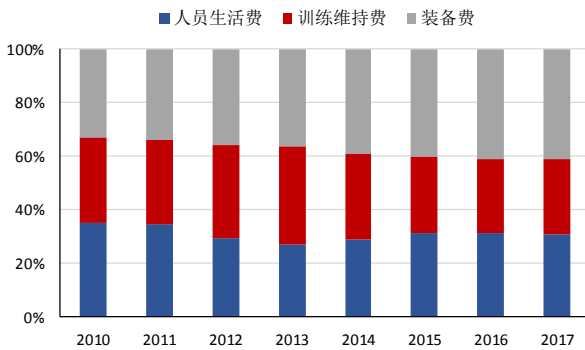
图 3：2010 年至 2017 年中国年度国防费构成

项目 年度	人员生活费		训练维持费		装备费		合计
	支出额	占比 (%)	支出额	占比 (%)	支出额	占比 (%)	
2010	1859.31	34.9	1700.47	31.9	1773.59	33.2	5333.37
2011	2065.06	34.3	1899.43	31.5	2063.42	34.2	6027.91
2012	1955.72	29.2	2329.94	34.8	2406.26	36.0	6691.92
2013	2002.31	27.0	2699.71	36.4	2708.60	36.6	7410.62
2014	2372.34	28.6	2679.82	32.3	3237.38	39.1	8289.54
2015	2818.63	31.0	2615.38	28.8	3653.83	40.2	9087.84
2016	3060.01	31.3	2669.94	27.4	4035.89	41.3	9765.84
2017	3210.52	30.8	2933.50	28.1	4288.35	41.1	10432.37

资料来源：《新时代的中国国防》，东兴证券研究所

我国目前处于武器装备的建设周期，装备费占比的提升处于情理之中并有大概率继续增加，但从2017、2018年的军工企业经营状况看，装备费绝对值和占比的提升并未改善其业务情况，这其中的主要原因有两点：1) 2017、2018正逢我国军改进行时，因此对武器装备的采购和升级形成了压制；2) 我国在这一轮完整的武器装备的建设周期中，装备费前期更多的投向了武器装备的研发、论证和实验，两种原因叠加导致了2017年出现了装备费增速低于国防费增速的情况。目前军改已落地，负面影响逐步消退，补偿性订单如期而至，同时装备费在后期则更多地落实到了武器装备的采购和升级方面。我们从今年第二季度就已观察到部分主机厂订单业绩开始明显放量，到前几天大量军工企业半年业绩预告报喜，进一步论证了装备费占比提升和重心向采购转移所带来的利好。

图 4：装备费占比不断提升



资料来源：《新时代的中国国防》，东兴证券研究所

投资建议：

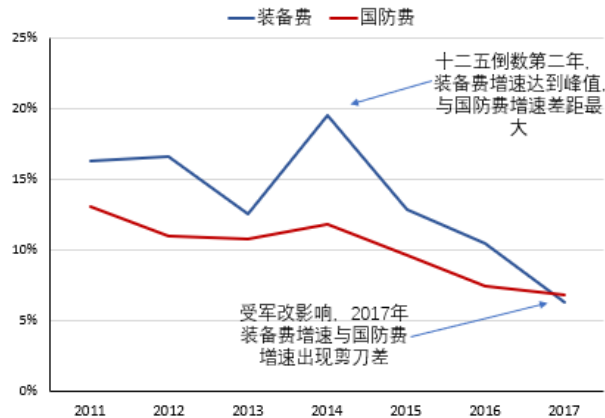
从投资维度来看，我们预判，长期看未来军工行情的两大关键点：一是航空发动机技术真正突破后，激活整个飞机产业链向上走（包括内销和出口）；二是台海局势变化引致行业大发展。

重点推荐：主机厂推荐中航沈飞，洪都航空和航发动力，新材料推荐光威复材和钢研高纳，信息化推荐中国长城和卫士通，零部件推荐中航光电。

风险提示：

业绩增速不及预期，订单改善和增长不及预期。

图 5：我国装备费和国防费增速变化



资料来源：《新时代的中国国防》，东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	国防军工行业：业绩估值明显改善，推荐两大投资主线	2019-06-24
行业	国防军工行业：坚定看好三季度军工行情，建议关注两大主线	2019-07-01
行业	国防军工行业：旗帜鲜明看好军工	2019-07-05
行业	国防军工行业：独立行情可持续，建议超配军工	2019-07-08
行业	国防军工行业：军工迎来配置时点，建议重视行业比较优势	2019-07-18

资料来源：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，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，主要研究军工领域。

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。