

# 国防军工行业：为什么我军装备费比例持续提升？

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。其中装备费在国防费中的占比达到41%。

## 投资建议：

一直以来，由于缺乏权威数据，导致市场对解放军装备费占国防预算的比例只是模糊定位在30%这个区间。直到本周三国防白皮书披露后才拨云见日，装备费占比已悄然上升至41%。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，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。

我们前期反复强调，7月中下旬军工股将迎来配置时点，建议重视军工行业比较优势。我们再次重申主要逻辑：

- 1、军工企业中报增长明显，抵御经济下行的防御属性突出；
- 2、前期调整充分，估值处在历史最低区间，从高科技核心资产角度分析具备极高的配置价值；
- 3、后期增长确定，订单饱满，特别是战斗机主机厂、军事信息化、网络安全、新材料类公司；
- 4、八一+阅兵临近，事件性因素增多；
- 5、继两船合并后，下半年到明年各军工集团或陆续启动兼并重组；
- 6、富国中证军工龙头ETF募集结束，为军工板块引来可观活水。

事实上，目前主流军工股的机构与ETF持仓占比日益提升，实际股份流通量偏低，相应地具有较大的弹性。

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，零部件分系统推荐中航光电和航新科技。

## 风险提示：

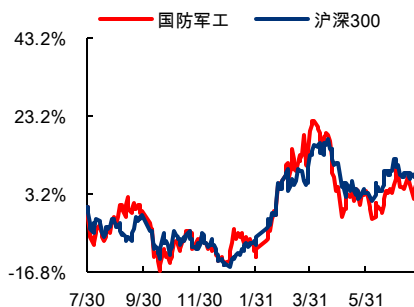
业绩增速不及预期，订单改善和增长不及预期。

## 行业基本资料

占比%

股票家数	70	1.92%
重点公司家数	-	-
行业市值	9993.21 亿元	1.66%
流通市值	7399.28 亿元	1.68%
行业平均市盈率	62.7	/
市场平均市盈率	17.15	/

## 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

作为军工研究员，我们认为，刚刚发布的《国防白皮书》最大的亮点就是《中国年度国防费构成》这张表，表中显示首次披露的解放军装备费比例近 10 年来一直在攀升。对投资者而言，高达 41% 的装备费比例可以说是目前军工行业最大的预期差。

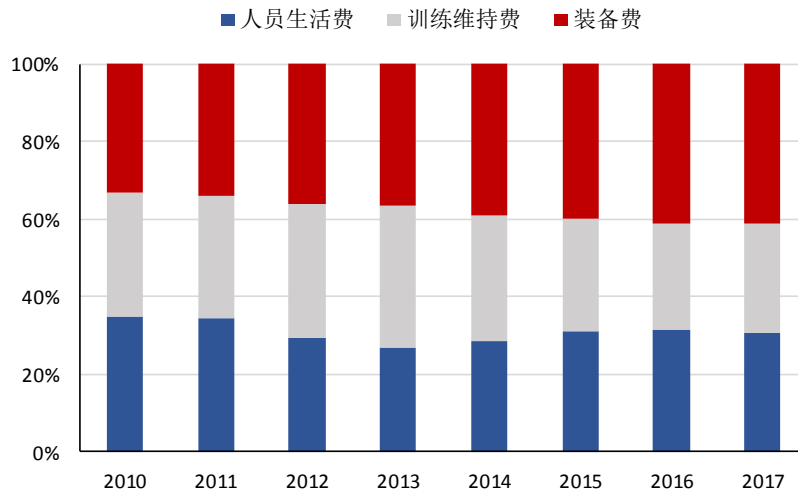
## 1. 解放军正在从“钢少气多”向“钢多气多”转变

图 1:2010 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

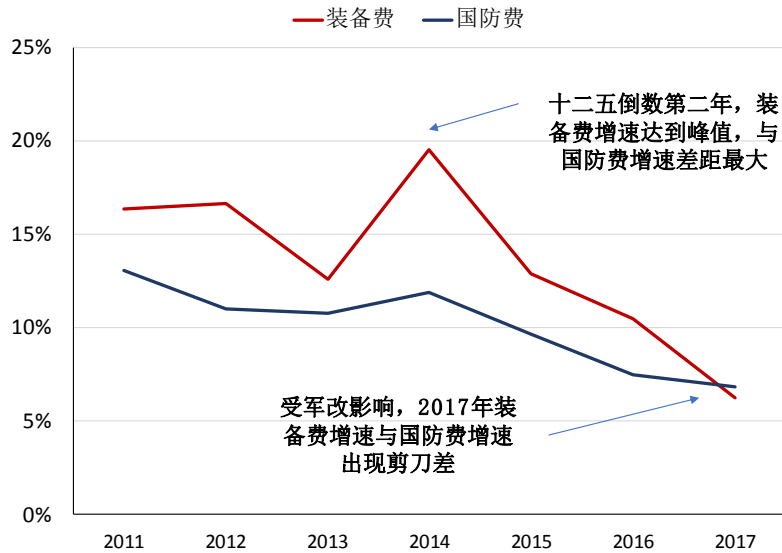
资料来源：《新时代的中国国防》，东兴证券研究所

图 2: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

图 3: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

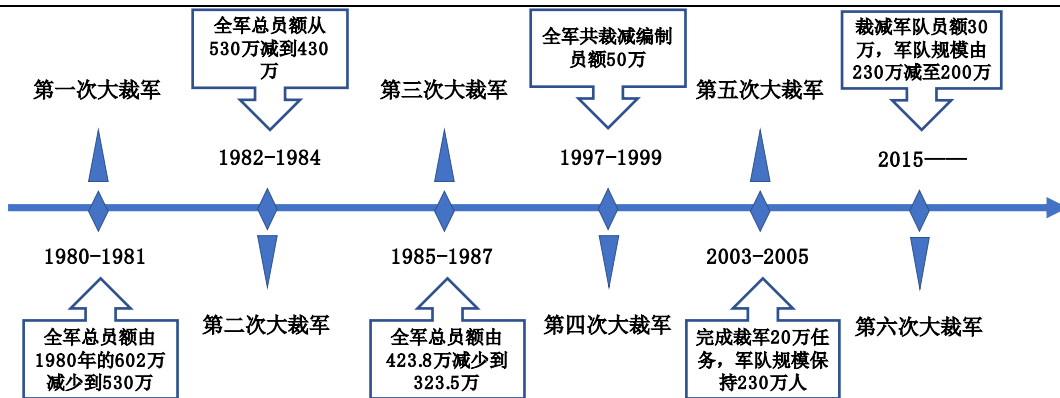
## 2. 为什么我军装备费比例在持续提升？

一直以来，由于缺乏权威数据，市场对解放军装备费占国防预算的比例只是模糊定位在 30% 这个区间。直到本周三白皮书披露后才拨云见日，装备费占国防费比例已经悄然上升至 41%。那么从 30% 增长到 41% 的原因值得我们一探究竟。

### (1) 裁军导致人头费比例下降

在国防费中有很很大一部分比例用于军事人员的薪水、补助以及生活保障等，由于这部分支出直接与人员数量挂钩，因此这一部分费用可以统称为“人头费”。一直以来，减少人头费是军方急于解决的问题。出路主要是裁军减少编制，另一重要途径则是通过提高自动化水平，减少战位值守人员。改革开放以来，我国经过 6 次裁军，从 600 万人降至目前 200 万人，在最近的一次裁军中减少人员主要为非战斗单位人员。

图 4:装备费占比不断提升



在40年的时间里，军队数量将从602万减到200万，减少员额402万人，减少了66.8%

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

## (2) 越买越多，越买越贵，导致装备研究采购支出上升

武器装备平均价格上升和采购数量上升是导致装备费不断提升的首要因素。其中价格上涨主要是武器装备相关的科技进步和关键技术突破需要研发、论证、实验层面的高投入所导致，因此一般都会有新型号明显贵于旧型号的现象。从外媒对我国各军种主要武器装备价格的推测可以看出，每次型号升级基本都伴随着巨大的涨价。

表 1：我国武器装备新旧型号价格对比

对比	参数	型号	次型
空军		J-10	J-20
	服役时间	2004 年	2017
	价格	3000 万美金左右	1 亿美元左右
海军		052C	052D
	服役时间	2008 年	2014 年
	价格	4 亿美元	5 亿美元
陆军		99 式主战坦克	99A 主战坦克
	服役时间	1999 年	2014 年
	价格	250 万美元	300 万美元
火箭军		东风 31	东风 41
	服役时间	2006 年	2010 年
	价格	4000 万美元	5000 万美元

资料来源：网络资料，东兴证券研究所 注：我国官方未公布过上述武器的真实价格，以上价格均为外媒推测

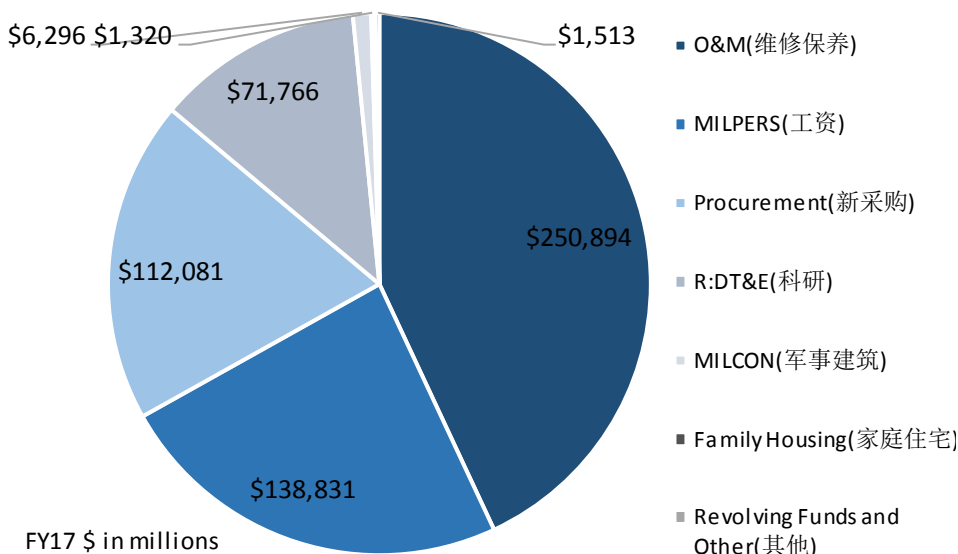
我军近年来的武器装备已经进入到了一个爆发期，层出不穷的新装备也意味着更高的投入。陆军主战坦克单价已经高达上千万元，武装直升机的单价过亿。空军入役的歼-20 单价超过 5 亿元，虽然相比于美国 F-22 便宜很多，但是如果按照 200 架的规模装备，仅仅是生产组装就要花费 1000 亿元，后续的飞行成本、保养和维护费用更是一笔不小的开支。

### 3. 我军装备费占比还会提升吗？

#### (1) 裁减员额和提高自动化水平是大势所趋，人头费占比还有下降空间

对标美军，美军现役军人 131 万(不包括预备役)，其中还包括了 19.95 万海外驻军，大约占比 15%，对应的人头费占比近十年一直在 24%-25%之间。目前我军现役军人 200 万，2017 年我军人员生活费占比为 30.8%，因此美国相比，未来我军人头费占比还有可观的下降空间。

图 5：2017 年美国国防预算分配比例



资料来源：piffinus，东兴证券研究所

#### (2) 装备科研费越来越高

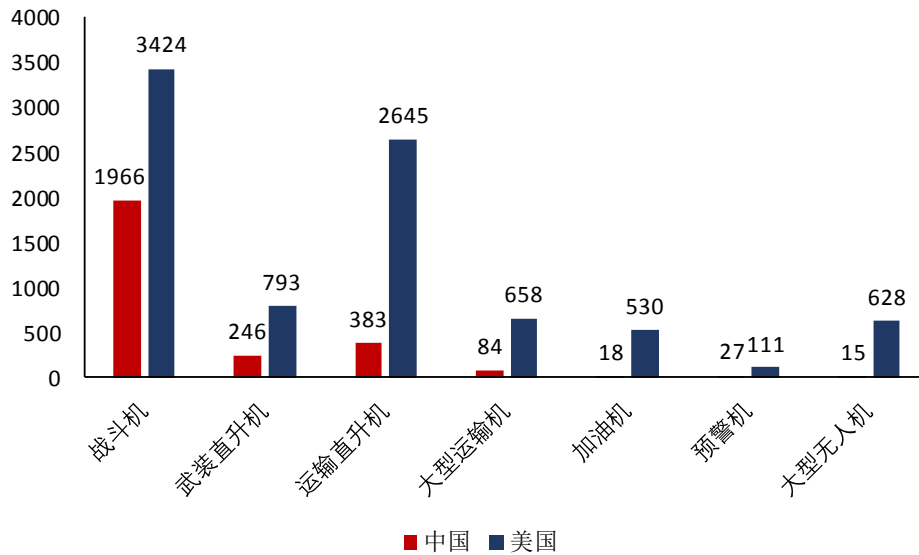
据媒体报道，我军近 10 年的装备研制经费超过了前 50 年的总和。如果将上世纪 50 年代至 60 年代前期算作中国武器发展的第一个黄金期，那么 2000 年后可以说是进入了第二个黄金期。相比之下，第一个黄金期中国武器的快速发展是以模仿苏联装备为主，第二个黄金期的发展特点则是自主研发，外购少量武器只是作为补充，而这种专注于提升自身科技实力的发展模式显然有助于实现真正的国防安全。

2020 年，美军申报了 1043 亿美元的装备研究、开发、测试和评估（RDT&E）经费，同比增长 10%，这是近 70 年来的最高投入。其中 142 亿美元用于陆军，461 亿美元用于空军，204 亿美元用于海军，还有 254 亿美元的独立国防项目。仅美军的研发经费，就已经相当于中国军费的 56.4%。研发的主要方向是无人/自主项目、人工智能、高超音速武器、定向能武器等领域。

#### (3) 装备费向海空军和新军事变革领域倾斜

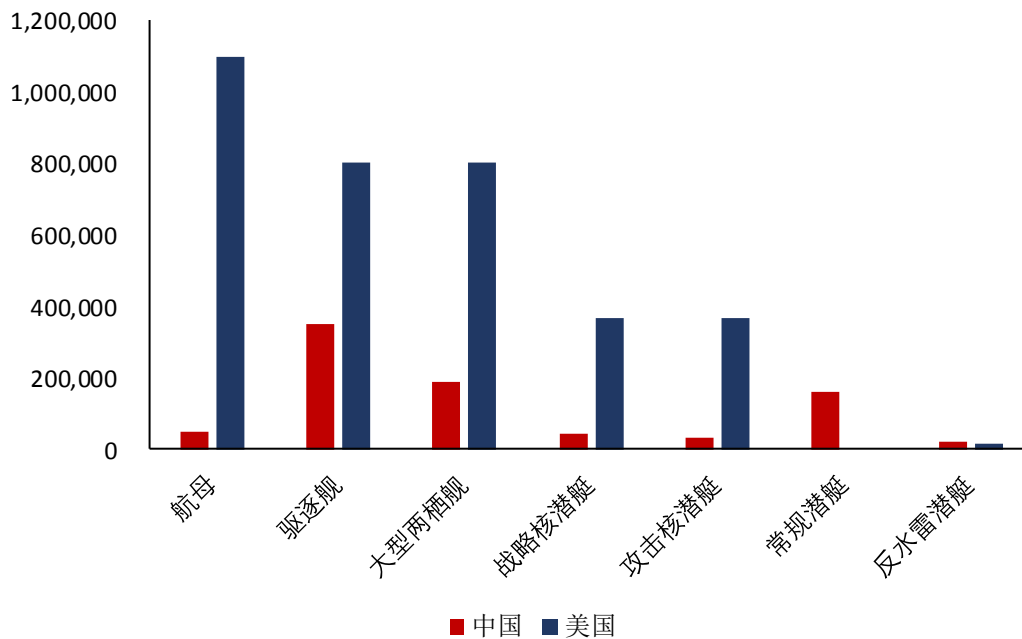
通过压减数量规模、调整优化结构、发展新型力量，我军的改革目标是“精干化、一体化、小型化、模块化、多能化”。体系作战、空天一体、技术侦察、卫星管理、电子对抗、网络攻防、心理战等军兵种代表了未来新军事变革方向。参考美军的发展趋势，我们判断，未来我军海军、空军、火箭军和战略支援部队等技术军种的装备费比例还将持续上升。

图 6：2017 年美国国防预算分配比例



资料来源：The Military Balance, 东兴证券研究所

图 7：2017 年美国国防预算分配比例



资料来源：The Military Balance, 东兴证券研究所

作为一个大国，最终我军要实现整体军事技术的平衡发展，追求系统的整体对抗力。与此同时，必须有几项或数项抢占制高点的技术。有了制高点，我国才可不受制于人，才能做到不盲目跟随别人，不落后于人。

## 4. 投资建议

今年一季度，申万军工指数上涨近 30%。年初至今，军工指数涨幅约 25%，在 28 个行业中排名第 10。7 月以来，在基本面和抗周期属性的驱动下军工板块再度发力，近一个月涨幅已跻身行业排名第 3。当前申万军工一级行业市盈率为 59.02 倍，位居历史估值水平 9.05% 的分位点，处于历史相对底部区域。军工板块经过过去三年多的调整，已经充分地释放了风险。由于三年来的低谷，其他行业相比军工行业预期较高，导致实际业绩容易低于预期。而市场对于军工行业预期已经到达冰点，军工行业容易产生预期差，导致市场资金重新进入。

整体来看，军工行业长期存在的估值问题与企业自身增长的确切性和市场风险偏好密切相关，未来几年军工行业业绩增长较为确定，业绩增长也将消化行业本身的较高估值。此外，短期估值来看，外部局势缓和与科创板平稳推出有利于风险偏好改善，而军工股在这难得的窗口期有望取得较好的超额收益。

我们前期反复强调，7 月中下旬军工股将迎来配置时点，建议重视 8-9 月军工行业的比较优势。我们再次重申主要逻辑：

- 1、军工企业中报增长明显，抵御经济下行的防御属性突出；
- 2、前期调整充分，估值处在历史最低区间，从高科技核心资产角度分析具备极高的配置价值；
- 3、后期增长确定，订单饱满，特别是战斗机主机厂、军事信息化、网络安全、新材料类公司；
- 4、八一+阅兵临近，事件性因素增多；
- 5、继两船合并后，下半年到明年各军工集团或陆续启动兼并重组；
- 6、富国中证军工龙头 ETF 募集结束，为军工板块引来可观活水。

事实上，目前主流军工股的机构与 ETF 持仓占比日益提升，实际股份流通量偏低，相应地具有较大的弹性。

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，零部件分系统推荐中航光电和航新科技。港股推荐中航科工。

### 风险提示：

业绩增速不及预期，订单改善和增长不及预期。

## 5. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	国防预算增速超预期，美国军工产业装备采购值得借鉴——从美国国防预算开支看中国国防预算开支	2019-03-05
行业	国防军工行业：军工比较优势明显，建议加大配置	2019-07-23
行业	光威复材 VS 中简科技全面对比分析	2019-07-25
行业	国防军工行业：关注 ETF 建仓带来的军工股配售市值弹性	2019-06-25

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法律责任。

## 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。