

日本防卫预算大幅抬升，

多国国防政策激进转向

——军工行业双周报

核心观点：

- **日本出台二战以来最大规模的军事增长计划。**近期，日本首相将未来 5 年防卫预算增加至 43 万亿日元（约合 2.20 万亿人民币），其中包括购买导弹，为持续的地区冲突做准备。此次为日本二战以来最大规模的军事增长计划，较上一个五年防卫预算（27.47 万亿日元，约合 1.40 万亿人民币）增幅超过 50%。
- **日本防务支出的 GDP 占比逐年攀升，未来将显著高于我国，军国主义或死灰复燃。**2021 年 11 月，日本首相岸田文雄批准了 2021 财年补充预算中的 7738 亿日元（约合 399 亿人民币）防务开支，其中部分采购将在 2022 年进行。在增加了这笔补充预算之后，日本 2021 年的防务开支首次超过 6 万亿日元，超过国内生产总值 1% 的上限。根据日本最新五年 43 万亿日元的防卫预算，我们预计自 2023 年起，日本军费开支占其 GDP 的比重将达到 1.5-2%，显著高于我国军费 1.3% 的 GDP 占比。此外，日本还妄图修改和平宪法，军国主义有死灰复燃的态势。
- **全球军备扩张进行时，多国国防政策激进转向。**2022 年多国军费增长超预期，军事战略呈现扩张态势。其中，拜登政府日前提交 2023 财年国防预算申请，总预算为 8133 亿美元，同比增长 5.9%，创历史新高；德国 2022 年也将大幅增加国防开支，包括批准 1000 亿欧元专项资金，并从 2024 年起将国防开支的占 GDP 占比提高到 2%。此外，多国国防政策激进转向，并明确将中国作为战略竞争对手和严重威胁。在全球军备大扩张的背景下，我国作为全球主要经济体之一，“强国必强兵”，拥有与经济实力相匹配的军事力量尤为重要。
- **投资建议：行业景气仍存，估值调整下无须悲观。**短期看，首先，军工板块迎较长业绩空窗期，疫情冲击下，强需求逻辑未及时验证，但行业景气度仍存，估值调整下无须悲观，看好 23Q1 板块业绩表现；其次，23 年作为“十四五”承前启后的一年，军工板块预期整体向好，尤其是陆军、火箭军、无人机、远程火箭弹、战略弹和军工信息安全等新领域或前期非优先领域景气度有望走高/回升。中期看，随着行业产能和下游需求持续释放，23 年业绩增长有望上台阶。建议“五维度”配置：1) **新域新质**，无人装备领域包括航天彩虹、航天电子、晶品特装；远火装备北方导航；军工信息安全供应商邦彦技术；军工检测提供商思科瑞；2) **航空/航发产业链**，包括航发动力、西部超导、中航光电、全信股份、宝钛股份；3) **导弹产业链**，包括新雷能、智明达、盟升电子、超卓航科；4) **国产化提升受益标的**，包括紫光国微、振华科技和振华风光；5) **国企改革对业绩增长改善标的**，包括中航西飞、七一二、中直股份和中航机电等。
- **军工团队 12 月份核心股票池组合**

股票 代码	股票 简称	EPS		PE	
		2022E	2023E	2022E	2023E
000733.SZ	振华科技	4.54	5.87	24.7	19.1
002049.SZ	紫光国微	3.32	4.65	37.5	27.0
300447.SZ	全信股份	0.70	0.93	22.4	16.6

军工行业

推荐 维持评级

分析师

李良

☎: 010-80927657

✉: lilang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515090001

胡浩淼

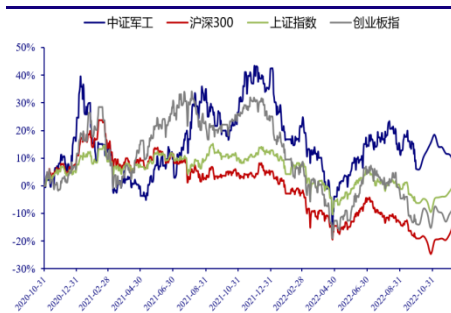
☎: 010-80927657

✉: huhaomiao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521100001

行业数据

2022.12.16



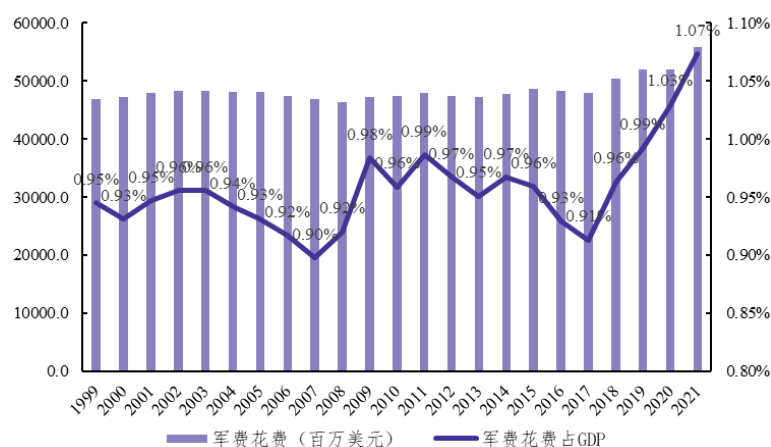
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

- **风险提示：**“十四五”规划和军工改革不及预期的风险。

一、日本防卫预算大幅抬升，多国国防政策激进转向

日本军费节节攀升，创下历史记录。日本首相将未来 5 年防卫预算增加至 43 万亿日元（约合 2.20 万亿人民币），其中包括购买打击中国的导弹，为持续的地区冲突做准备。此次为二战以来最大规模的军事增长计划，较上一个五年防卫预算（27.47 万亿日元，约合 1.40 万亿人民币）增幅超过 50%。

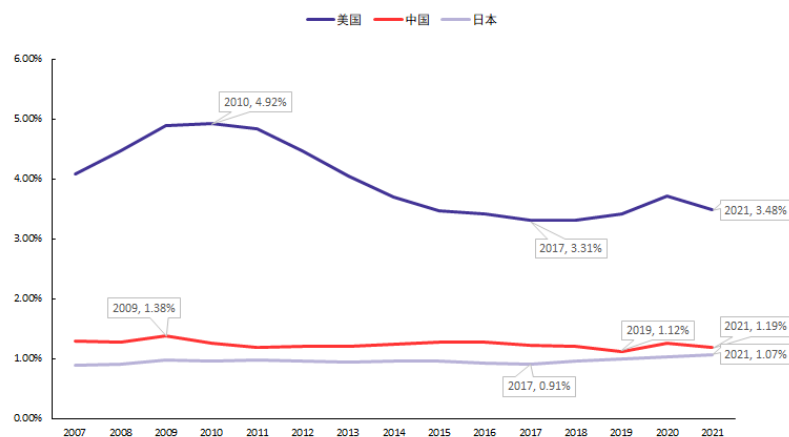
图 1 日本近年国防开支变化



来源：SIPRI，中国银河证券研究院整理

日本防务支出的 GDP 占比逐年攀升，未来将显著高于我国。从历史实际支出来看，日本近年来虽然军费开支增速不明显，但自 2017 年起占 GDP 的比例逐年攀升。2021 年 11 月，日本称“由于来自朝鲜、中国和俄罗斯的军事威胁日益加剧”，日本首相岸田文雄批准了 2021 财年补充预算中的 7738 亿日元（约合 399 亿人民币）防务开支，其中部分采购将在 2022 年进行。2021 年防务预算金额达到了创纪录的 5.34 万亿日元（约合 2752 亿人民币）。而在增加了这笔补充预算之后，日本 2021 年的防务开支首次超过 6 万亿日元，超过国内生产总值 1% 的上限。根据日本最新五年 43 万亿日元的防卫预算，我们预计自 2023 年起，日本军费开支的 GDP 占比将达到 1.5-2%，显著高于我国军费 1.3% 的 GDP 占比。

图 2 中、美、日国防开支占 GDP 比重



来源：SIPRI，中国银河证券研究院整理

日本废除防务预算上限，妄图修改和平宪法，军国主义或死灰复燃。2021年6月，日本防卫大臣曾表示，防务预算安排应以军力发展需求为导向，而不能因为预算金额而限制军力发展，因此日本政府将不再对防务预算设置任何上限。此举彻底废除了1976年日本内阁关于防务预算不得超过国内生产总值1%的规定，为日本的军事能力建设进一步松绑。此外，日本还妄图修改和平宪法，军国主义有死灰复燃的态势。

全球军备扩张进行时，多国国防政策激进转向。2022年多国军费增长超预期，军事战略呈现扩张态势。其中，拜登政府日前提交2023财年国防预算申请，总预算为8133亿美元，同比增长5.9%，创历史新高；德国2022年也将大幅增加国防开支，包括批准1000亿欧元专项资金，并从2024年起将国防开支的占GDP占比提高到2%。此外，多国国防政策激进转向，并明确将中国作为战略竞争对手和严重威胁。美国《2022年国防战略》报告中将中国称为“最重要的战略竞争对手和国防部将面临的最大挑战，并将采取紧急行动来维持和加强威慑”。我国作为全球主要经济体之一，“强国必强兵”，拥有与经济实力相匹配的军事力量尤为重要。

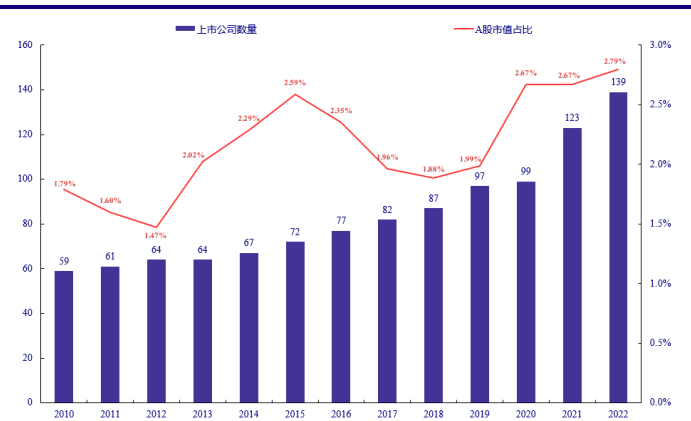
我国军费依然存在较大提升空间。中国2022年军费预算为1.45万亿元，GDP占比约为1.27%，同比增长7.1%，预计2023年国防预算增速5%至7%，显著高于2022年的GDP增速，GDP占比有望提升。伴随着大国的兴衰交替，中国迎来“百年未有之大变局”，为应对各种不确定性，加快装备更新换代和加强练军备战，提升战略威慑力成为新时期的必然选择。此外，《十四五规划和二〇三五年远景目标建议》提出确保2027年实现建军百年奋斗目标，以信息化条件下联合作战为代表的新军事变革和军队现代化建设将提速，因此我国军费的稳步增长可期，军费支出的GDP占比或将缓慢抬升。短中期来看，预计我国军费增长将维持6%-8%的增速，而空军、海军、火箭军和信息化等重点领域的增速可能达15%-25%，军费的GDP占比中期或达2%。

二、行业数据跟踪

（一）当前共139家涉军上市公司，占比A股总市值2.67%

在上市公司数量方面，截至2022年12月2日，中国A股共有上市公司5011家，其中军工行业上市公司139家，占比2.67%。市值方面，截至2022年12月2日，A股总市值89.69万亿，军工行业139家上市公司总市值2.4万亿，占比2.67%。截至到2022年12月2日，市值排名前五位的上市公司分别是中航沈飞、紫光国微、航发动力、中航光电、中航西飞。

图3 军工行业上市公司数量与A股市值占比情况



来源：WIND，中国银河证券研究院整理

我们选取中证军工指数和中证 800 分别来近似表征军工行业和整个 A 股市场，通过对两者 2012 年初至今收益率数据的回归分析，我们得到军工行业的贝塔系数 (β) 约为 1.058，说明军工行业相对于市场波动性略强。

(二) 军工板块估值已低于中枢，行业高估值具有合理性

1、纵向看，当前军工板块估值水平低于估值中枢

从军工板块(剔除船舶总装类上市公司,并定期加入军工新股)估值水平的历史走势来看,我们将 2008 年 1 月至 2015 年 6 月看做是一个时间跨度较大的典型牛熊周期,其中包含两个次级周期,经测算,大周期的板块估值中枢(取中位数)约为 57x,两个次级周期分别为 53x 和 59x。

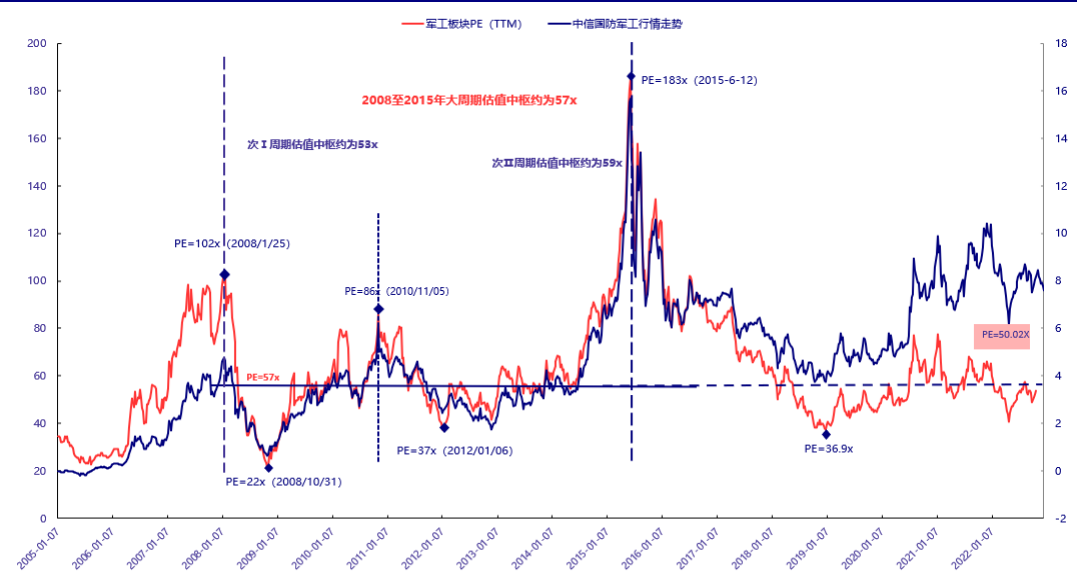
次I周期阶段,板块上市公司军品业务占比较小,主管部门对军工资产注入的态度并不明确,但此阶段行业估值水平除了考虑内生增速外,也将资产证券化因素部分纳入考量;

次II周期阶段,随着航发动力为代表的军工上市公司核心军品资产注入的启动,主管部门支持军品证券化的态度逐渐明朗,资产注入开始作为重要因素纳入行业估值水平的考量并一直被演绎放大,直到 2015 年年中达到峰值。与此同时,外延并购模式的高增长同样得到市场追捧,商誉风险也开始加速累积。自 2015 年 6 月以来,市场渐渐回归理性,资产注入和外延并购预期对板块估值水平的边际影响减弱。

展望未来,我们认为行业估值中枢应该较好的平衡次I周期和次II周期两个阶段,因此我们选取 2008 年 1 月至 2015 年 6 月大周期的估值中枢作为参照标准。

截至 2022 年 12 月 16 日,军工板块整体估值(TTM)约为 50.02x,低于估值中枢 57x。

图 4 军工板块估值 PE (TTM) 走势情况



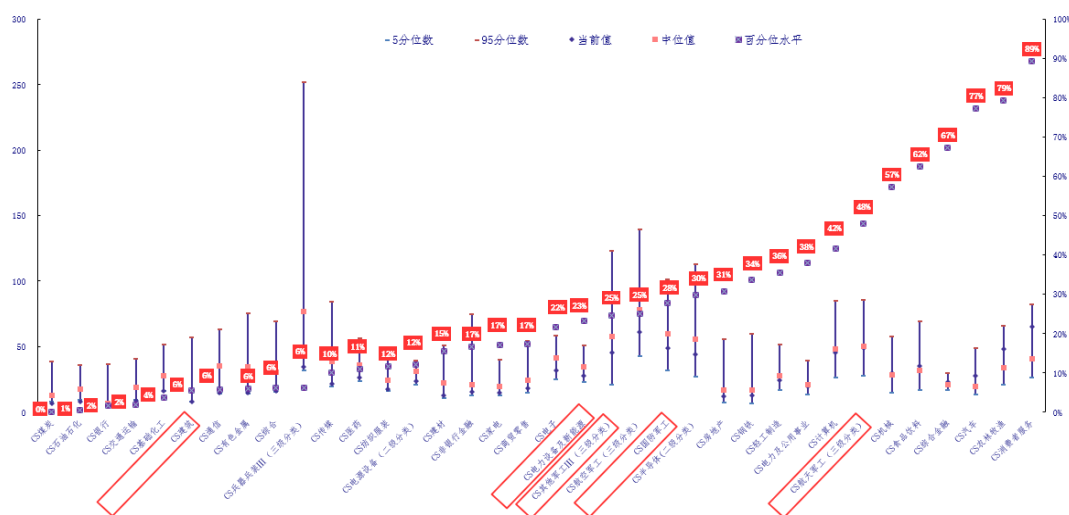
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2、横向看，板块估值分位数约为 27.7%，提升空间较大

从横向对比来看，参照中信一级行业分类，截至 2022 年 12 月 16 日，估值前三位为消费者服务（65.3 倍）、国防军工（49.0 倍）、农林牧渔（48.1 倍），估值后三位的分别为银行（4.6 倍）、煤炭（6.6 倍）、建筑（8.0 倍）。对比各行业历史均值水平，汽车、农林牧渔等行业估值明显高于历史均值，而交通运输、银行等行业则明显低于历史均值。相较于其它科技类板块，军工行业的估值水平虽然相对较高，但估值分位数仅为 27.7%，空间较大。

中信国防军工三级行业分类中，航空军工、航天军工估值最高，分别为 61.1 倍和 49.0 倍，其他军工和兵器兵装估值紧随其后，分别为 45.4 和 34.4 倍。然而对比当前百分位水平，除航天军工（48.0%）外，航空军工和兵器兵装各为 25.1%和 6.2%，远低于 50%，提升空间较大。

图 5 中信各行业 PE 估值分位数情况



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理 注：百分位水平为右轴

三、公司和行业动态

（一）重要上市公司动态

【康达新材（002669.SZ）：康达新材料（集团）股份有限公司获得政府补助的公告】根据《上海市高新技术成果转化项目认定办法》等相关文件精神，公司符合相关规定，于近日收到上海市高新技术成果转化项目财政专项资金 782.2 万元，该笔专项资金占公司最近一期经审计归属于上市公司股东的净利润的 35.56%。本次政府补助为企业高新技术成果转化项目财政专项资金，具有偶发性，是否持续存在不确定性。

【中航沈飞（600760.SH）：关于限制性股票激励计划(第二期)获得中国航空工业集团有限公司批复的公告】公司近日收到航空工业集团《关于中航沈飞股份有限公司限制性股票激励计划第二次授予方案的批复》，航空工业集团同意公司实施限制性股票激励计划第二次授予方案，以后年度实施股权激励计划要按相关规定履行审核备案程序。公司限制性股票激励计划(第二期)方案提交股东大会审议后方可实施。

【赛微电子(300456.SZ)：赛微电子股份有限公司关于2021年限制性股票激励计划首次授予部分第一个归属期归属条件成就的公告】公司本次激励计划限制性股票的首次授予日为2021年12月3日，首次授予的第二类限制性股票于2022年12月5日进入第一个归属期，本次符合归属条件的激励对象共计106人，拟归属数量2,136,690股，占公司总股本比例为0.29%，授予价格为12.415元/股。

(二) 军工行业动态

【三连败后，美空军高超音速“争气弹”试射成功】在屡遭挫折后，美国空军的高超音速“空射快速反应武器”AGM-183A终于迎来难得的成功。据美国《防务新闻》网站13日报道，美国对其“空射快速反应武器”的“完全可操作原型弹”进行了首次试射并取得成功。AGM-183A是美国空军在高超音速导弹领域的“争气弹”，以拉近和俄罗斯等国“高超武器”的差距。由于研制时间较晚，和俄罗斯的“匕首”导弹相比，具有一定的后发优势。(环球网)

【北约宣布将大幅提高明年军事预算】据@央视军事消息，北约12月14日宣布明年将大幅提高总体预算，其中，军事预算将提高约26%至19.6亿欧元(约合人民币145亿元)。军事预算用于北约总部的指挥机构以及在全世界开展的任务和行动。北约秘书长斯托尔滕贝格上个月曾表示，未来可能将防务开支的目标定得更高。(环球时报)

【重要进展！北斗超GPS，已主导国内导航定位服务】中国卫星导航系统管理办公室发布消息提到，截至2022年11月，北斗卫星在民用导航的日均使用量已超2100亿次。数据显示，导航平均每次定位调用的卫星数量中，北斗卫星最多，较排名第二的GPS多出30%，已超越GPS全面主导国内导航定位服务。(新浪网)

【朱雀二号民营商业运载火箭首次发射任务失利】蓝箭航天空间科技股份有限公司12月15日通过其官方微博@LANDSPACE蓝箭航天发布《关于朱雀二号遥一运载火箭飞行试验任务的情况说明》：12月14日16时30分，我国在酒泉卫星发射中心执行朱雀二号民营商业新型运载火箭首次飞行试验任务。火箭一级、二级主机飞行正常，二级游机工作异常，发射任务失利。具体原因正在进一步分析排查。(澎湃新闻)

【十五连胜！长十一火箭成功发射试验二十一号卫星】12月16日14时17分，长征十一号运载火箭(简称“长十一火箭”)在西昌卫星发射中心点火升空，成功将试验二十一号卫星送入预定轨道。长十一火箭2022年圆满收官！本次发射是长十一火箭第十五次发射，取得了十五连胜的佳绩。2022年，长十一火箭共执行四次发射任务，是该型号首飞以来发射次数最多的一年，标志着长十一火箭正逐步向高密度应用发射阶段迈进。(澎湃新闻)

【朝鲜试验大功率固体火箭发动机，金正恩现场指导试验】韩联社援引朝中社12月16日报道称，朝鲜国防科学院下属某研究所15日上午在西海卫星发射场成功进行该国首个推力为140吨的大功率固体燃料发动机地上点火试验。据报道，朝方表示，此次试验旨在验证采用推力矢量控制技术的大功率固体燃料发动机的可靠性和安全性。金正恩评价道，此次试验又向落实劳动党八大提出的五年规划战略武器领域五大核心课题前进一步，期待另一款新型战略武器在短期内问世。(网易军事)

三、投资建议：行业景气度仍存，估值调整下无须悲观

短期看，首先，军工板块迎较长业绩空窗期，疫情冲击下，强需求逻辑未及时验证，但行业景气度仍存，估值调整下无须悲观，看好 23Q1 板块业绩表现；其次，23 年作为“十四五”承前启后的一年，军工板块预期整体向好，尤其是陆军、火箭军、无人机、远程火箭弹和军工信息安全等新领域或前期非优先领域景气度有望走高/回升；再次，军工板块估值分位数 28%，提升空间较大。

中期看，随着行业产能和下游需求持续释放，行业景气度或将持续走高，叠加疫情影响正逐渐趋弱，23 年业绩增长有望上台阶。

长期看，地缘政治格局已然发生巨变，北约和周边强国大幅扩充军备，为应对各种不确定性，完成 2027 年百年奋斗目标，国防投入有望持续快速增长，装备采购的高增速将成为新常态，“百年变局”势必将加速我军的现代化进程。

军工行业高景气度有望延续，2023 年应“优选赛道，精选个股”，建议“五维度”配置：

1) 新域新质，包括无人装备核心供应商航天彩虹(002389.SZ)、航天电子(600879.SH)、晶品特装(688084.SH)，远火供应商盟升电子(688311.SH)、北方导航(600435.SH)、雷达/通信/电子对抗核心供应商国博电子(688375.SH)、盟升电子(688311.SH)，军工信息安全供应商邦彦技术(688132.SH)，军工检测提供商思科瑞(688053.SH)。

2) 航空/航发产业链，包括航发动力(600893.SH)、西部超导(688122.SH)、中航光电(002179.SZ)、全信股份(300447.SZ)、宝钛股份(600456.SH)；

3) 导弹产业链，包括新雷能(300593.SZ)、智明达(688636.SH)、超卓航科(688237.SH)；

4) 国产化提升受益标的，包括紫光国微(002049.SZ)、振华科技(000733.SZ)和振华风光(688439.SH)；

5) 国企改革对业绩增长改善标的，包括中航西飞(000768.SZ)、七一二(603712.SH)、中直股份(600038.SH)和中航机电(002013.SZ)等。

五、风险提示

“十四五”装备采购计划和军工改革不及预期的风险。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

李良 制造组组长&军工行业首席分析师。证券从业9年，清华大学工商管理硕士，曾供职于中航证券，2015年加入银河证券。曾获2021EMIS&CEIC 卓越影响力分析师，2019年新浪财经金融麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015年新财富军工团队第四名等荣誉。

胡浩淼 军工行业分析师。证券从业3年，曾供职于长城证券和东兴证券，2021年加入银河证券。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn