

2020 年 05 月 20 日

国防军工

# 国防预算专题分析：国防预算公布在即，优选低估值细分龙头

■ 2019 年我国国防预算同比增长 7.5%，预计 2020 年增速将在 6.8%-7%。

2019 年我国国防预算 1.19 万亿，同比增长 7.5%，占当期 GDP 及财政支出比重分别为 1.20% 及 4.98%，占比基本持平。3 月 27 日，中央政治局会议提出“要加快释放国内市场需求”、“要合理增加公共消费”，而国防支出是公共消费的重要内涵，兼具经济效益、军事效益和社会效益。虽然近年来我国国防预算增速逐渐下滑，但考虑到促进公共消费、保障国防等因素，我们预计 2020 年国防预算增速与去年相比或将基本保持不变，预计将在 6.8%-7% 之间。

■ 武器装备费用占比有望继续保持 40% 以上，装备升级换代提速。我国国防费支出主要由人员生活费、训练维持费和武器装备费三部分组成，各部分大体占三分之一。2014 年 12 月，习近平主席出席全军装备会议，肯定了装备建设的地位，并强调装备的跨越式发展。2017 年装备费占比已经达到 41.1%，近年来，中国周边俄罗斯、印度、日韩、东南亚等国家军备升级加速，中国周边环境压力增大。在周边局势紧张成为新常态的背景下，预计未来装备建设有望加速，装备购置费用占军费比重有望继续提升，随着军费向海空和空军倾斜，装备费中海军、空军装备占比也有望提升。

■ 2019 年，全球军费总额 1.917 万亿美元，同比增长 3.57%。全球军费总额 1.917 万亿美元，创 1992 年以来最高值，同口径（剔除伊拉克，以 2018 年固定价格）同比增长 3.57%，年增幅创 2010 年以来新高。2019 年美国军费高达 7317.5 亿美元，远大于中国、俄罗斯、沙特阿拉伯、法国、英国、德国、日本、印度八大国家之和的 6548 亿美元。美国军费的绝对规模仍是世界第一位，占据全球军费的近 40%（38.23%）。美国军费的相对规模仍然非常高，占政府支出比重 9.4%，占 GDP 比重 3.4%。

■ 2019 年中国军费 2610.82 亿美元，世界第二，但绝对和相对规模都较小。根据斯德哥尔摩数据，中国军费近十年增长速度维持在约 7% 的水平，2019 年增速有所下滑，仍保持在 5% 以上的水平。但我国 2019 年人均军费仅 182.1 美元，远远低于美国的 2223.7 美元，仅为日本人均军费 375.3 美元的 48.52%。中国军费支出仅占政府支出比重的 5.4%，低于美国的 9.4%、俄罗斯的 11.4%、印度的 8.8%。且中国军费支出占 GDP 比重仅为 1.9%，远远低于美国的 3.4% 和俄罗斯的 3.9%，更低于同为发展中国家和人口大国的印度 2.4%。

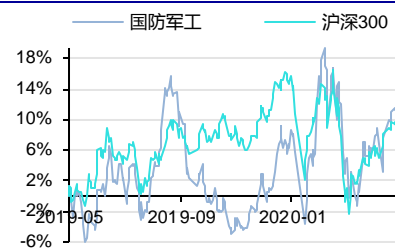
■ 持续稳定的军费投入是军工行业业绩增长的关键因素。军工等国防建设属

## 行业深度分析

证券研究报告

投资评级 领先大市-A  
维持评级

### 行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-5.26	-7.92	-26.73
绝对收益	-2.59	-12.47	-17.38

冯福章

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040002  
fengfz@essence.com.cn

### 相关报告

军工年报、一季报综述：后疫情时期的稳健增长 2020-05-06

【安信军工】SpaceX 星链预公测空天互联网，关注星网推进带来的新市场空间 2020-04-27

【安信军工】军工板块 Q1 主动基金持仓拐点向上，持股集中度有所下降 2020-04-27

重申看好军工板块，全年稳健增长确定性高，重点关注信息化、新材料及主机厂等方向 2020-04-12

分拆上市试点规定出台，有望助推分拆上市进程 2020-04-12

于公共消费，政治局会议明确合理增加该类消费，且在接下来的两会即将公布的国防预算或仍将保持稳定增速，行业投入和资金沉淀充足保障军工行业需求端。此外要关注军民融合基金等资金给行业带来的供给侧的变化。国防预算有望逐步提升、军费 5 年周期前松后紧、2020 年是十三五收官之年，叠加军改影响逐步消除，我们预计未来业绩同比增长相对加快。

■ **国防预算公布在即，关注国防军工投资机会。**我们对国防预算公布前后历史行情复盘，一般来看，公布预算前会有一波涨幅。数据显示近五年中，其中四年公布国防预算前两周中证军工指数跑赢上证综指，而公布预算后涨跌幅能否跑赢上证综指则主要取决于国防预算是否超预期，以及是否有其他非预期内的利好政策在两会期间公布。考虑到促进公共消费、保障国防等因素，我们预计 2020 年国防预算增速将在 6.8%-7% 之间，预计值已经处于历史较低水平，国防预算低于预期的概率较小。个股来看，中航沈飞、光威复材、航天彩虹、星网宇达等在国防预算低于预期、军工板块下跌的情况下依然上涨，抗跌能力较强。

■ **重申军工行业增长逻辑，预计 2020 年行业增速或仍保持在 15%-20% 左右。**

1) 持续的资金投入是行业业绩增长的首要因素。根据国防需要和宏观经济情况，我们预计今年国防预算增速在 6.8-7.0% 之间，而且要关注军民融合基金等资金给行业带来的供给侧的变化；2) 军改影响逐步消除。距离军改开始已近 5 年时间并横跨十三五期间，随着军改影响削弱，预计未来业绩同比增长相对加快；3) 新装备定型后处于迅速爬坡期带动行业发展。主战装备列装势头较快，新式主战装备的配套产业链较长，且新机型新产品等单价和毛利率往往较高，因此有望带动产业链的业绩释放；4) 军工体制改革提升企业经营效率。改革推进改善行业生产效率，股权激励有进一步推进的迹象，在价格改革的压力下，企业降低成本和费用的意愿将增强，带来行业盈利水平的提升。

■ **投资主线：重点关注信息化、新材料、主机厂等方向，重点关注航天发展、振华科技、中航高科/光威复材/菲利华、中航沈飞/中直股份、航天电器/中航机电/中航光电、以及民参军组合如雷科防务/红相股份/爱乐达等。**

■ **风险因素：武器装备建设、军队体制改革、军工体制改革等进展低于预期；周边局势走向与市场预期有较大差异。**

## 内容目录

1. 国防预算的程序	5
2. 国防预算的构成	5
3. 预计 2020 年国防预算增速将在 6.8%-7%，军费仍有提升空间	6
3.1. 预计 2020 年我国国防预算增速将在 6.8%-7%	6
3.2. 中国军费稳步增长，仍有提升空间	6
4. 全球军费综述及主要国家军费概况	7
4.1. 全球军费综述	7
4.2. 世界主要国家军费概况	11
4.2.1. 美国	11
4.2.2. 俄罗斯	12
4.2.3. 印度	13
4.2.4. 德国	14
4.2.5. 英国	14
4.2.6. 日本	15
4.2.7. 韩国	16
4.2.8. 菲律宾	16
5. 国内国防预算对军工行业的影响	18
6. 国防预算公布前后历史行情复盘	19
7. 重申军工行业增长逻辑，预计 2020 年行业增速或仍保持在 15%-20%左右	24

## 图表目录

图 1: 中国历年国防预算及 2020 年预测	6
图 2: 我国国防预算占 GDP 和政府支出比重	6
图 3: 中国军费及增速	7
图 4: 中国人均军费及增速	7
图 5: 中国军费占政府支出比重及占 GDP 比重	7
图 6: 世界军费及增速	7
图 7: 2019 年美国军费居世界首位，超过其他 8 大国家之和	8
图 8: 6 国军费对比（百万美元）	8
图 9: 其他国家军费（百万美元）	8
图 10: 美俄中印军费增速比较	9
图 11: 美德法意英澳军费增速比较	9
图 12: 中印日韩越菲巴军费增速比较	9
图 13: 9 国人均军费规模	9
图 14: 中印巴越菲 5 国人均军费规模	9
图 15: 2019 年各个国家军费占政府支出及 GDP 的比重	10
图 16: 美国国防预算及增速	11
图 17: 2019 年国防预算结构	11
图 18: 美国武器装备采办预算分配情况	12
图 19: 美国人均军费及增速	12
图 20: 美国军费占政府支出比重及占 GDP 比重	12
图 21: 俄罗斯军费及增速	13
图 22: 俄罗斯人均军费及增速	13

图 23: 俄罗斯军费占政府支出比重及占 GDP 比重.....	13
图 24: 印度军费及增速.....	13
图 25: 印度人均军费及增速.....	13
图 26: 印度军费占政府支出比重及占 GDP 比重.....	14
图 27: 德国军费及增速.....	14
图 28: 德国人均军费及增速.....	14
图 29: 德国军费占政府支出比重及占 GDP 比重.....	14
图 30: 英国军费及增速.....	15
图 31: 英国人均军费及增速.....	15
图 32: 英国军费占政府支出比重及占 GDP 比重.....	15
图 33: 日本军费及增速.....	15
图 34: 日本人均军费及增速.....	15
图 35: 日本军费占政府支出比重及占 GDP 比重.....	16
图 36: 韩国军费及增速.....	16
图 37: 韩国人均军费及增速.....	16
图 38: 韩国军费占政府支出比重及占 GDP 比重.....	16
图 39: 菲律宾军费及增速.....	17
图 40: 菲律宾人均军费及增速.....	17
图 41: 菲律宾军费占政府支出比重及占 GDP 比重.....	17
图 42: 不同机型复材占比.....	26
图 43: 复合材料产业链格局清晰、景气度高.....	26
图 44: 沈飞、中直股价表现.....	26
图 45: 沈飞、中直 PE-TTM.....	26
表 1: 我国国防预算形成程序.....	5
表 2: 我国国防费按用途划分.....	5
表 3: 2010-2017 中国年度国防费构成.....	6
表 4: 2019 年主要国家参数比较.....	11
表 5: 军费 5 年花费周期: 前松后紧, 后 2 年交付占比有望达 50%.....	18
表 6: 军改影响逐渐消除.....	18
表 7: 公布国防预算前后中证军工指数区间绝对和相对收益.....	19
表 8: 2015-2019 年发布国防预案前后两周涨幅前十 (%).....	20
表 9: 2015-2019 年发布国防预案前后两周跌幅前十 (%).....	20
表 10: 2015 年公布国防预算后区间涨幅前十.....	21
表 11: 2017 年公布国防预算后区间涨幅前十.....	21
表 12: 典型公司 2015-2019 年发布国防预算前后一周涨跌幅 (%).....	22
表 13: 典型公司 2015-2019 年发布国防预算前后两周涨跌幅 (%).....	22
表 14: 典型公司 2015-2019 年发布国防预算前后一个月涨跌幅 (%).....	23
表 15: 近 2 年部分股权激励公司.....	25
表 16: 军民共用技术的典型代表.....	25
表 17: 信息化公司长期业绩增长确定性高.....	26



## 1. 国防预算的程序

国防预算，又称国防费预算，是经国家法定机关批准的在一定时期用于国防的经费开支计划，也是国家预算的重要组成部分。功能在于调节、控制国防建设各项事业的内容、规模和速度，保证国家建设按照既定的目标发展。**国防预算的内容一般包括军费、国防科研费、国防基本建设费、后备力量建设费等大项。**我国国防预算的形成程序包括以下四个流程：

表 1：我国国防预算形成程序

流程	具体过程
1 编制	<b>总后勤部和总装备部</b> 完成国防预算的编制任务，其中总后勤部包括军队人员开支、训练开支、营房建设、基地建设开支等，总装备部包括装备的更换、维修等；
2 逐级上报审核	两部门编制完成后，还需要经过 <b>总政治部、总参谋部、中央军委</b> 审核；
3 形成预算草案	经过 <b>国家财政部门</b> 综合平衡和 <b>国务院</b> 审定后形成国防预算草案；
4 执行	国防预算草案经 <b>全国人民代表大会</b> 批准后执行。

资料来源：百度百科、《2006 年中国的国防》白皮书、安信证券研究中心

## 2. 国防预算的构成

《2010 年中国的国防》白皮书指出，中国国防费支出主要由人员生活费、训练维持费和武器装备费三部分组成，各部分大体各占三分之一。

表 2：我国国防费按用途划分

分类	用途
人员生活费	用于军官、文职干部、士兵和聘用的非现役人员，以及军队供养的离退休干部工资、津贴、伙食、被装、保险、福利、抚恤等。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。
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、储存等。国防费的保障范围包括现役部队、预备役部队、民兵等。

资料来源：《新时代的中国国防》白皮书、安信证券研究中心

2014 年 12 月，习近平主席出席全军装备会议，一方面肯定了装备建设的地位，强调“必须把装备建设放在国际战略格局和国家安全形势深刻变化的大背景下来认识和筹划，放在实现“两个一百年”奋斗目标、实现中华民族伟大复兴中国梦的历史进程中来认识和筹划，放在国防和军队现代化建设优先发展的战略位置来抓”；另一方面强调装备的跨越式发展，“把装备建设搞得更好一些、更快一些”。

根据 2019 年 7 月 24 日发布的《新时代的中国国防》白皮书，2017 年装备费占比已经达到 41.1%，近年来，中国周边俄罗斯、印度、日韩、东南亚等国家军备升级加速，中国周边环境压力增大。在周边局势紧张成为新常态的背景下，预计未来装备建设有望加速，装备购置费用占军费比重有望继续提升，而装备费中海军、空军装备占比也有望提升，我们预计海军装备费占比约 31%-32%，空军装备费占比约 21%-22%，陆军和火箭军及其他占比约 46%-48%。

**表 3：2010-2017 中国年度国防费构成**

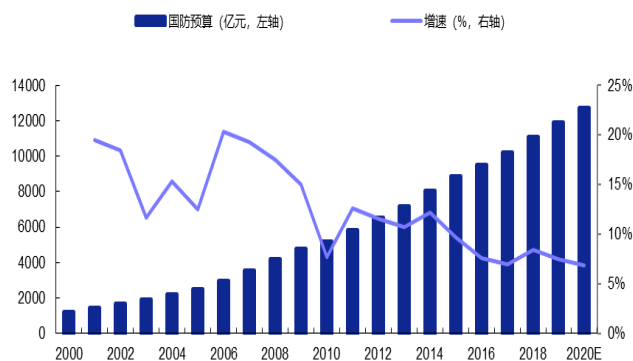
	装备费 (亿元)	占比	人员生活费 (亿元)	占比	训练维持费 (亿元)	占比
2010	1773.59	33%	1859.31	34.9%	1700.47	31.9%
2011	2063.42	34%	2065.06	34.3%	1899.43	31.5%
2012	2406.26	36%	1955.72	29.2%	2329.94	34.8%
2013	2708.6	37%	2002.31	27.0%	2699.71	36.4%
2014	3237.38	39%	2372.34	28.6%	2679.82	32.3%
2015	3653.83	40%	2818.63	31.0%	2615.38	28.8%
2016	4035.89	41%	2060.01	31.3%	2669.94	27.4%
2017	4288.35	41%	3201.52	30.8%	2933.5	28.1%

资料来源：《新时代的中国国防》白皮书、安信证券研究中心

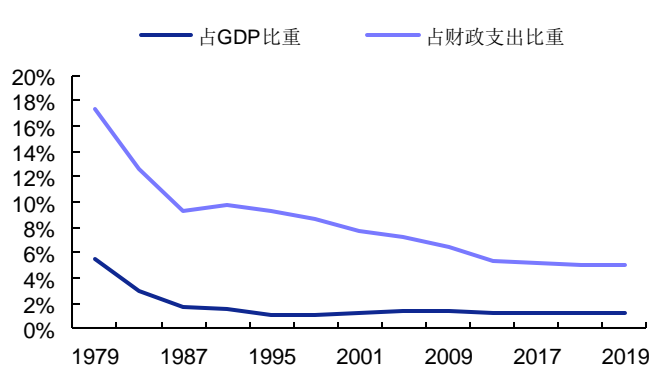
### 3. 预计 2020 年国防预算增速将在 6.8%-7%，军费仍有提升空间

#### 3.1. 预计 2020 年我国国防预算增速将在 6.8%-7%

根据中华人民共和国国防部数据，2018 年我国国防预算 11070 亿元，占 GDP 和财政支出的比重分别为 1.2% 和 5.0%，2019 年国防预算 11899 亿元，同比增长 7.5%，占 GDP 和财政支出的比重分别为 1.2% 和 5.0%，占比同比持平，不再呈现下降趋势。2001-2019 年的复合增速 12.8%。3 月 27 日，中央政治局会议提出“要加快释放国内市场需求”、“要合理增加公共消费”，而国防支出是公共消费的重要内涵，兼具经济效益、军事效益和社会效益。虽然近年来我国国防预算增速逐渐下滑，但考虑到促进公共消费、保障国防等因素，我们预计 2020 年国防预算增速与去年相比或将基本保持不变，预计将在 6.8%-7% 之间。

**图 1：中国历年国防预算及 2020 年预测**


资料来源：中华人民共和国国防部、中国统计年鉴、《新时代的中国国防》白皮书、安信证券研究中心

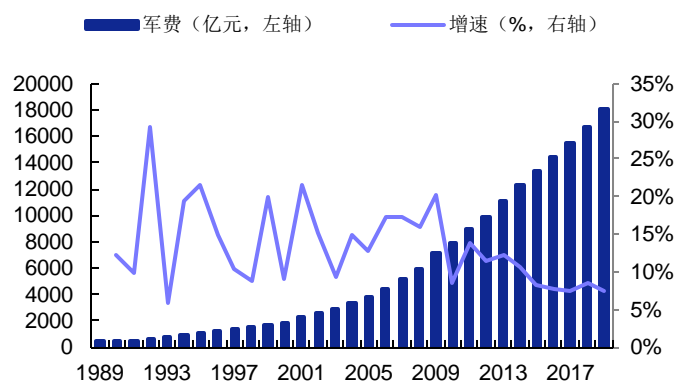
**图 2：我国国防预算占 GDP 和政府支出比重**


资料来源：中华人民共和国国防部、《新时代的中国国防》、政府网、安信证券研究中心

#### 3.2. 中国军费稳步增长，仍有提升空间

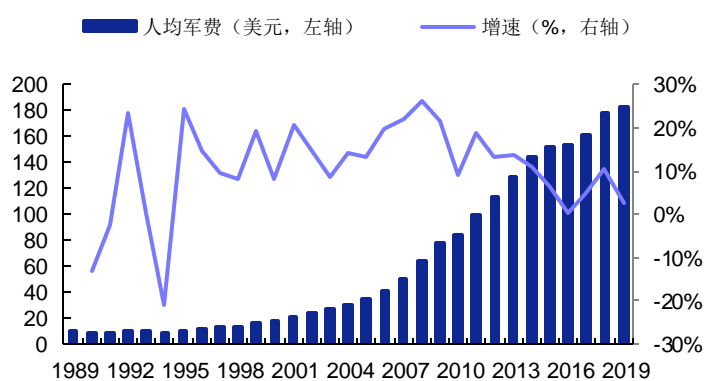
根据 SIPRI 数据，2019 年我国军费 2610.82 亿美元，以 2018 年固定价格来看同比提升 5.11%，增速有所下滑，但仍处于较高增速。人均军费较低，但仍保持逐步提升态势。

图 3：中国军费及增速



资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，本市，2018 年固定价格

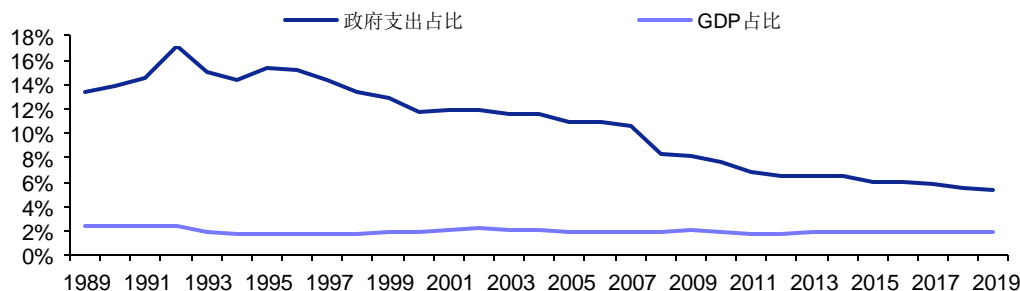
图 4：中国人均军费及增速



资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，2018 年固定价格

中国军费支出仅占政府支出比重的 5.4%，占 GDP 比重仅为 1.9%，相对美俄印度来看，仍较低。

图 5：中国军费占政府支出比重及占 GDP 比重



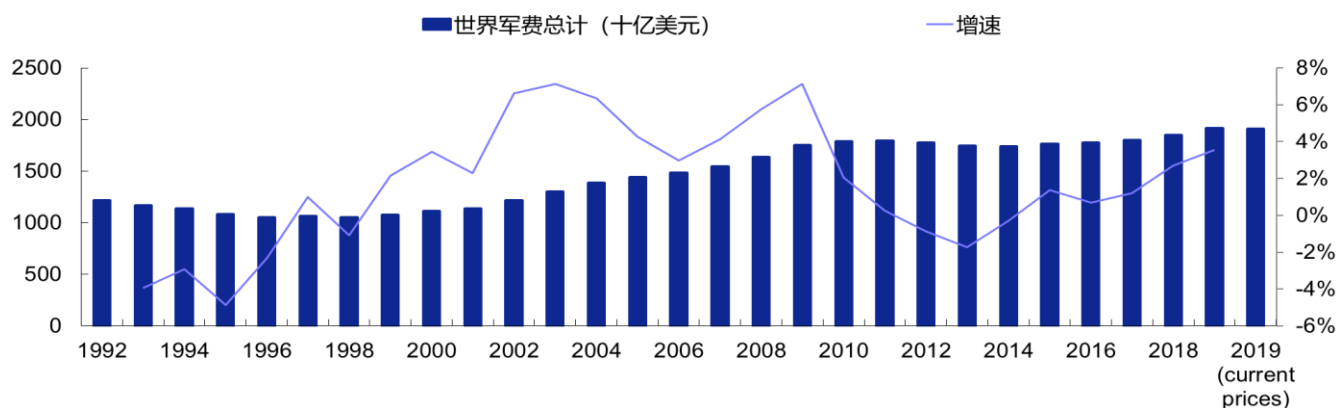
资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，2018 年固定价格

## 4. 全球军费综述及主要国家军费概况

### 4.1. 全球军费综述

2019 年，全球军费总额 1.917 万亿美元，创 1992 年以来最高值，同口径（剔除伊拉克，以 2018 年固定价格）同比增长 3.57%，年增幅创 2010 年以来新高。

图 6：世界军费及增速



资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，2004 年之前无含伊拉克的全球军费数据，故剔除

2019 年美国军费高达 7317.5 亿美元，远大于中国、俄罗斯、沙特阿拉伯、法国、英国、德国、日本、印度八大国家之和的 6548 亿美元。美国军费的绝对规模仍是世界第一位，占据全球军费的近 40% (38.17%)。此外，美国军费的相对规模仍然非常高，占国家总预算水平的 16%。

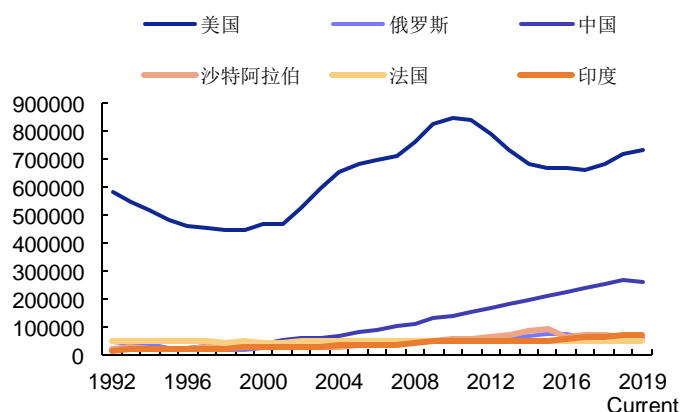
图 7：2019 年美国军费居世界首位，超过其他 8 大国家之和



资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，以 2019 年现价

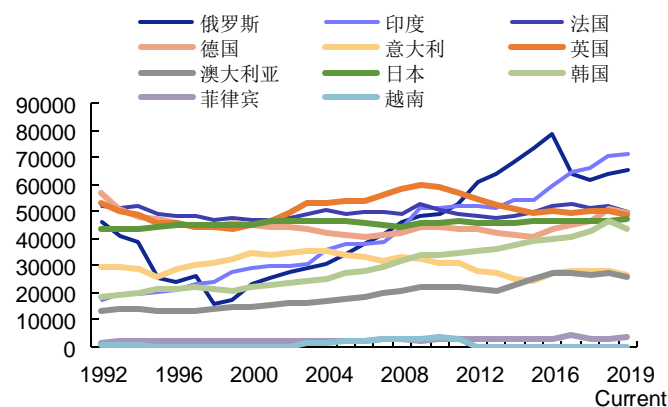
2019 年中国军费 2610.82 亿美元，居世界第二位，仅次于美国、高于印度、俄罗斯和沙特阿拉伯。

图 8：6 国军费对比 (百万美元)



资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，以 2019 年现价

图 9：其他国家军费 (百万美元)

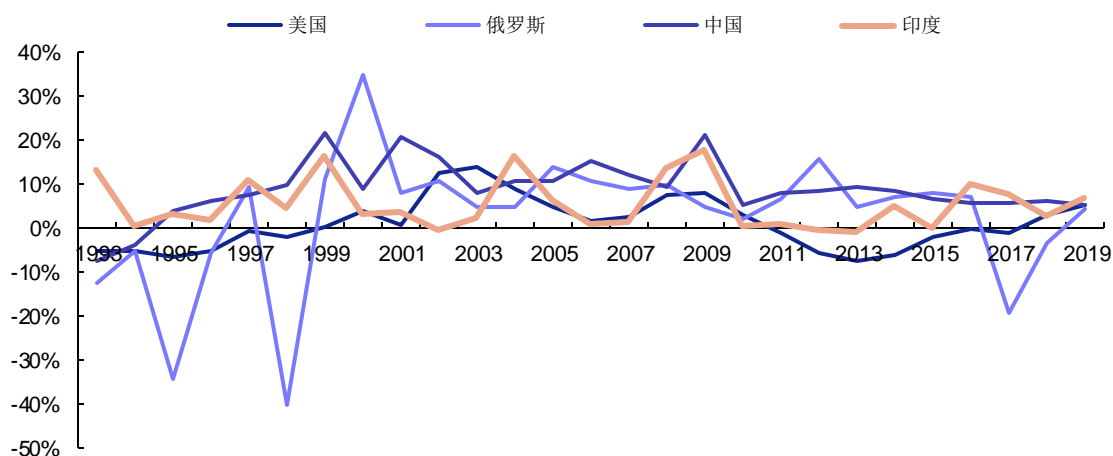


资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，以 2019 年现价

中国军费近十年增长速度维持在约 7% 的水平，2019 年增速有所下滑，但仍保持在 5% 以上的水平。而美国、俄罗斯和印度 2019 年军费增速均大幅提升，2019 年美国军费增幅达 5.3%，系近十年来军费增幅最高；俄罗斯 2019 年军费增幅 4.49%，系 2017-2018 年连续两年军费下滑后首次上升；2019 年印度军费增幅 6.85%，高于中美俄三国的增速。



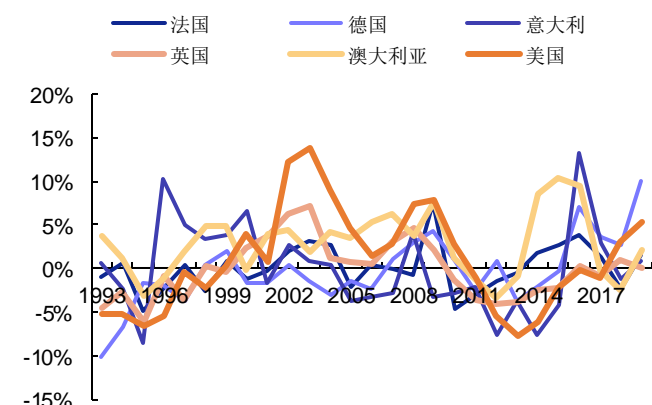
图 10：美俄中印军费增速比较



资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，以 2018 年固定价格

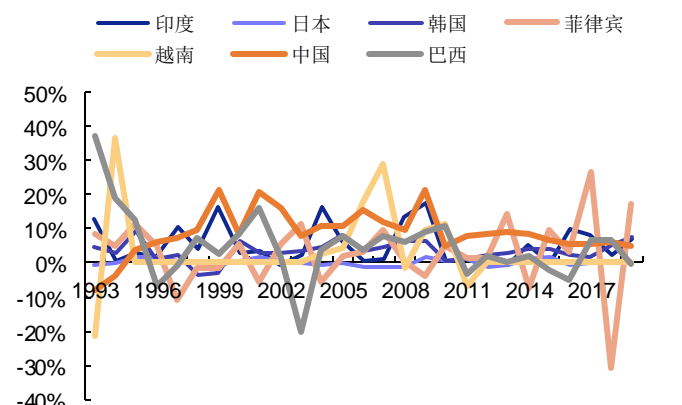
美欧等发达国家来看，美国的军费规模和增速较高，其余国家军费规模差异较小，且增速整体保持平稳；中印日韩越菲巴等国家军费增速较快，尤其印度和韩国近些年军费持续提升。

图 11：美德法意英澳军费增速比较



资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，以 2018 年固定价格

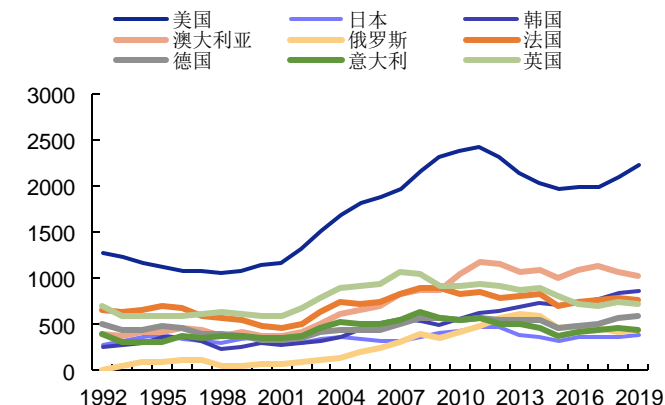
图 12：中印日韩越菲巴军费增速比较



资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，以 2018 年固定价格

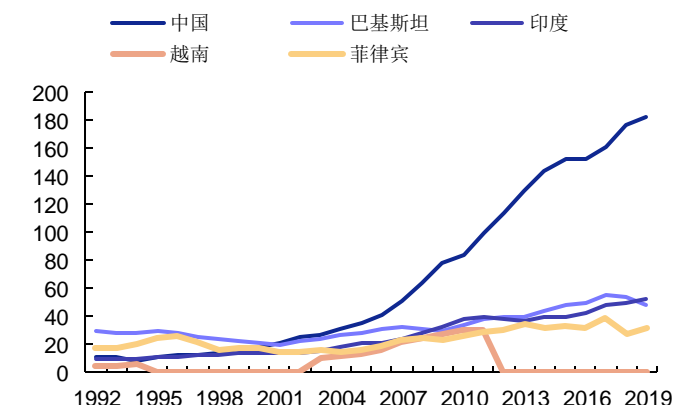
虽然中国军费总额位居世界第二，但人均军费仅 182.1 美元，远远低于美国的 2223.7 美元，仅为日本人均军费 375.3 美元的 48.52%。

图 13：9 国人均军费规模



资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，以 2018 年固定价格

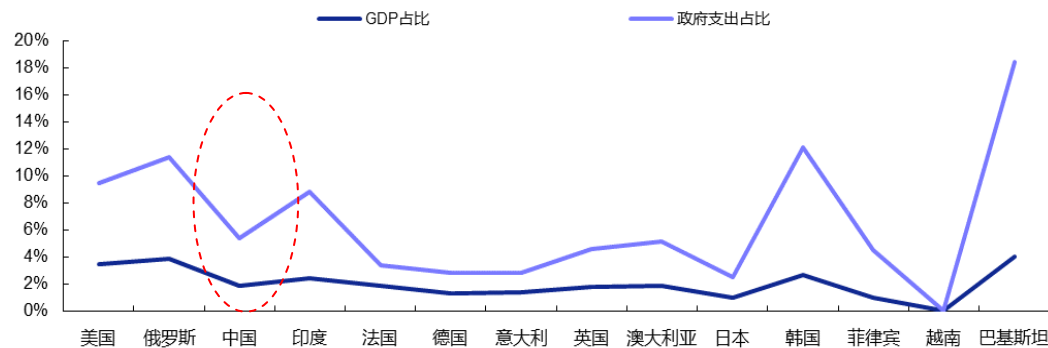
图 14：中印巴越菲 5 国人均军费规模



资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，以 2018 年固定价格

中国军费支出仅占政府支出比重的 5.4%, 低于美国的 9.4%、俄罗斯的 11.4%、印度的 8.8%。且中国军费支出占 GDP 比重仅为 1.9%, 远远低于美国的 3.4% 和俄罗斯的 3.9%, 更低于同为发展中国家和人口大国的印度 2.4%。

图 15: 2019 年各个国家军费占政府支出及 GDP 的比重



资料来源: SIPRI、安信证券研究中心, 2018 年固定价格

## 4.2. 世界主要国家军费概况

表 4：2019 年主要国家参数比较

	军费 (现价) (百万美元)	军费 (2018 年固定价格) (百万美元)	军费增速 (2018 年固定价格) (%)	人均军费 (美元)	政府支出占比 (%)	GDP 占比 (%)
美国	731751	718689	5.3%	2224	9.43	3.41
中国	261082	266449	5.1%	182	5.40	1.89
俄罗斯	65103	64144	4.5%	446	11.37	3.88
印度	71125	70794	6.9%	52	8.83	2.40
德国	49277	51190	10.1%	590	2.83	1.28
英国	48650	49916	0.1%	720	4.54	1.74
日本	47609	46562	-0.1%	375	2.52	0.93
韩国	43891	46281	7.5%	857	12.08	2.67
菲律宾	3472	3327	17.0%	32	4.49	0.96

资料来源：SIPRI、安信证券研究中心

### 4.2.1. 美国

美国 2018 年国防预算为 7000 亿美元；2019 财年国防预算 7160 亿美元，2020 财年为 7500 亿美元，特朗普任期美国国防预算总规模上市。

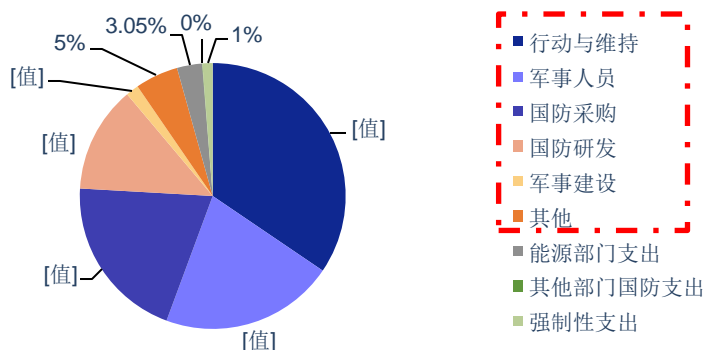
图 16：美国国防预算及增速



资料来源：美国国防部、安信证券研究中心，2018 年固定价格

2019 年美国国防部军事开支 6484 亿美元，占国防预算的 91%。包括军事人员费用占比 21.16%，行动与维持费用占比 34.49%，国防采购费用占比 20.25%，国防研发费用占比 12.96%，军事建设费用占比 1.57%，其他费用占比 5.24%。

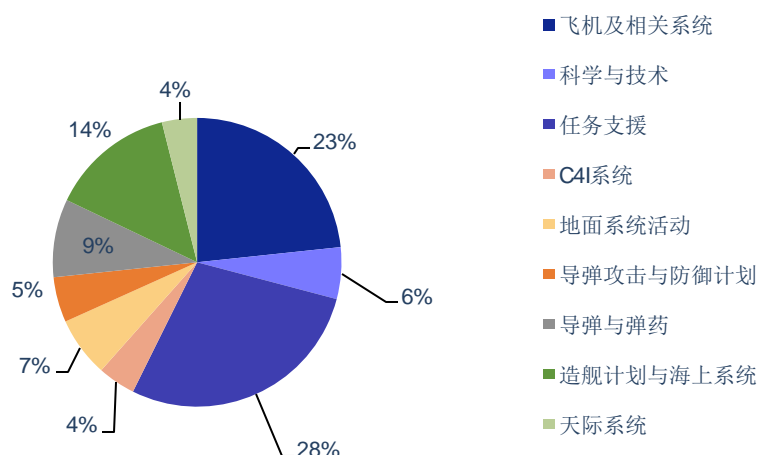
图 17：2019 年国防预算结构



资料来源：中国知网、美国国防部、安信证券研究中心

美国的武器系统的综合性能在全球无与伦比，为确保其军事实力的优势地位，美国每年花费大量的资金用于采购和研发。2019 年国防预算中，2367 亿美元用于武器系统采办（科研+采购）。其中任务支持活动和航空装备是国防预算重点领域，占据整个武器系统采办的半壁江山，2019 年飞机及相关系统达 552 亿美元，占比达 23.32%，任务支援达 668 亿美元，占比达 28.22%。

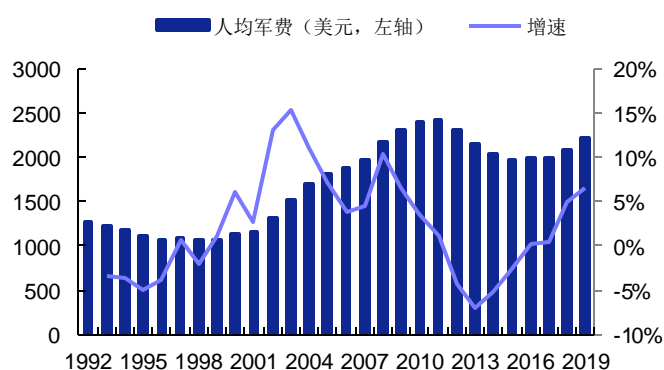
图 18：美国武器装备采办预算分配情况



资料来源：中国航空新闻网、美国国防部、安信证券研究中心，以当年币值

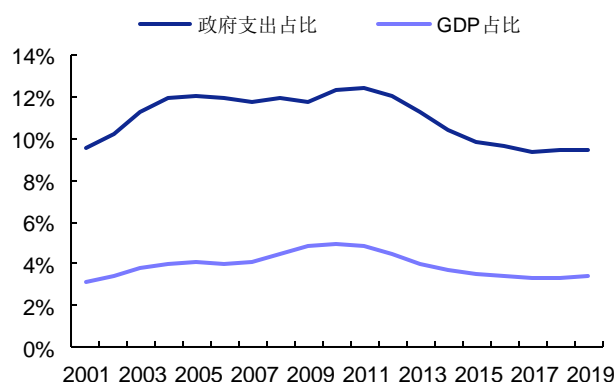
根据斯德哥尔摩，美国 2019 年军费 7317.5 亿美元，同比增长 7.2%，人均军费 2224 美元，遥遥领先于其他国家。美国军费占政府基本维持在 10% 左右，2019 年占政府支出比重 9.4%，占 GDP 比重 3.4%。

图 19：美国人均军费及增速



资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，本币，2018 年固定价格

图 20：美国军费占政府支出比重及占 GDP 比重

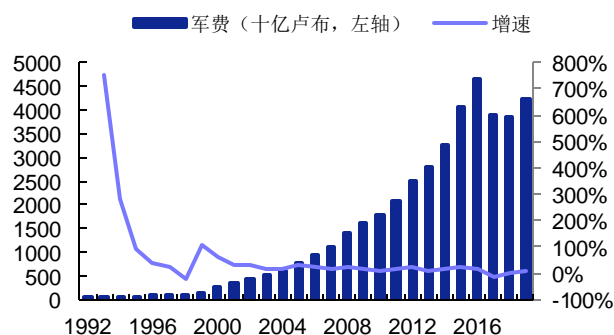


资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，2018 年固定价格

#### 4.2.2. 俄罗斯

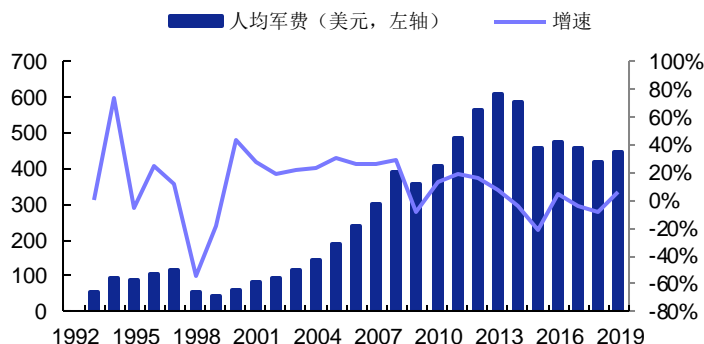
俄罗斯 2019 年军费 651.03 亿美元，以 2018 年固定价格来看同比增长 4.49%，是继 2017-2018 年连续两年下降后首次上升。人均军费 446.3 美元。俄罗斯军费占政府支出比重 11.37%，GDP 占比 3.88%。

图 21：俄罗斯军费及增速



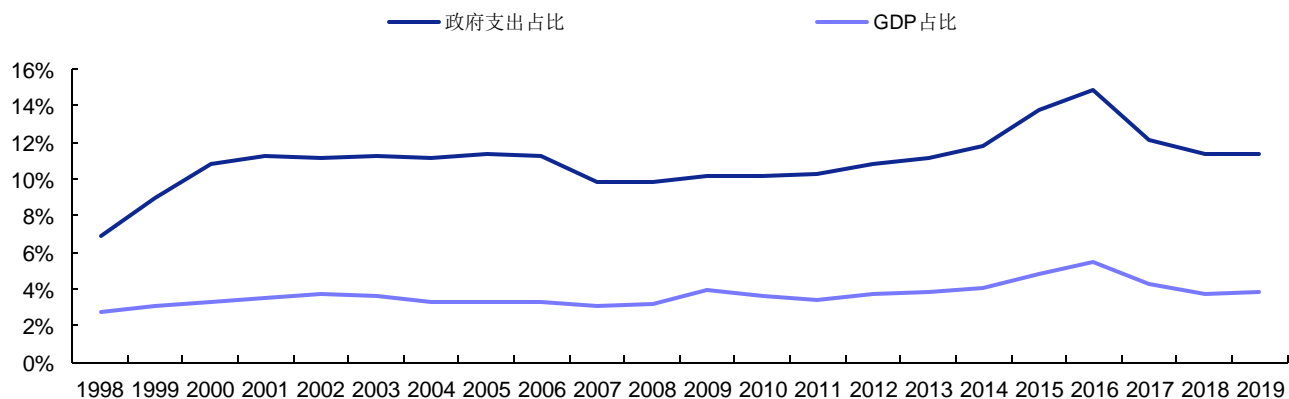
资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，本币，2018 年固定价格

图 22：俄罗斯人均军费及增速



资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，2018 年固定价格

图 23：俄罗斯军费占政府支出比重及占 GDP 比重

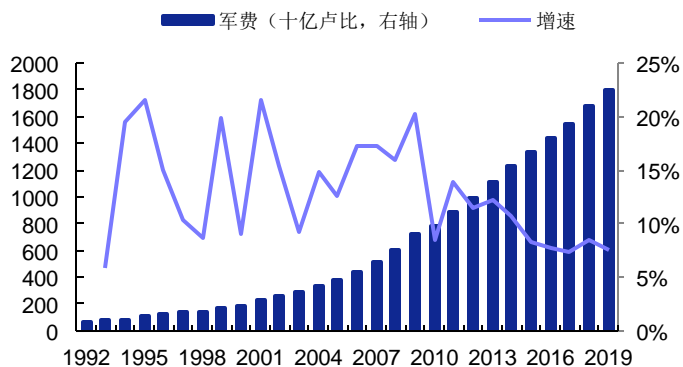


资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，2018 年固定价格

### 4.2.3. 印度

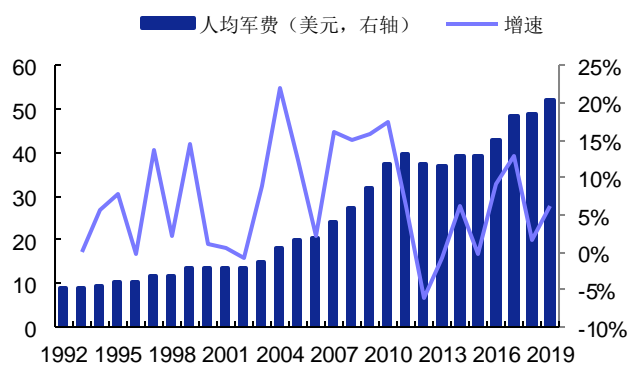
2019 年印度军费 711.25 亿美元，以 2018 年固定价格来看同比增长 6.85%。人均军费 52.1 美元。2019 年印度军费占政府支出比重 8.83%，GDP 占比 2.4%。

图 24：印度军费及增速



资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，本币，2018 年固定价格

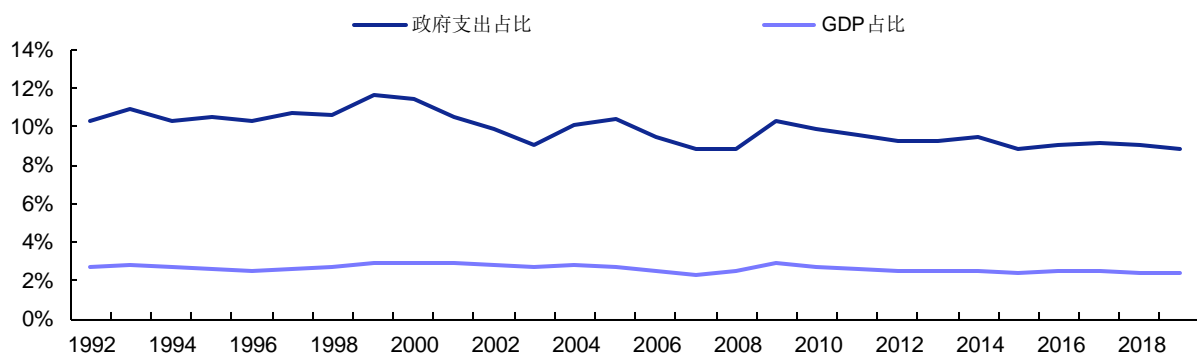
图 25：印度人均军费及增速



资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，2018 年固定价格



图 26：印度军费占政府支出比重及占 GDP 比重



资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，2018 年固定价格

#### 4.2.4. 德国

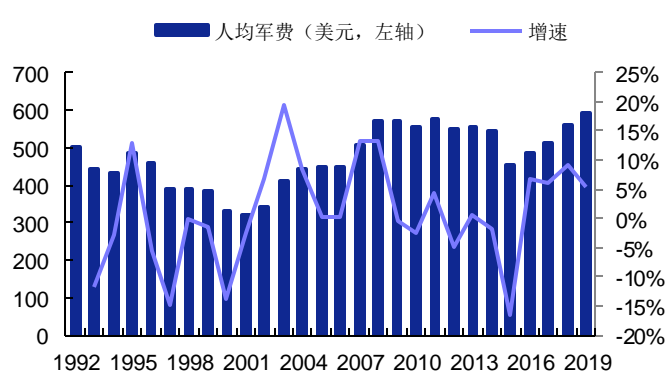
2019 年德国军费 492.77 亿美元，以 2018 年固定价格来看同比增速 10.06%，人均军费 590 美元，同期军费占政府支出比重 2.83%，GDP 占比 1.28%。

图 27：德国军费及增速



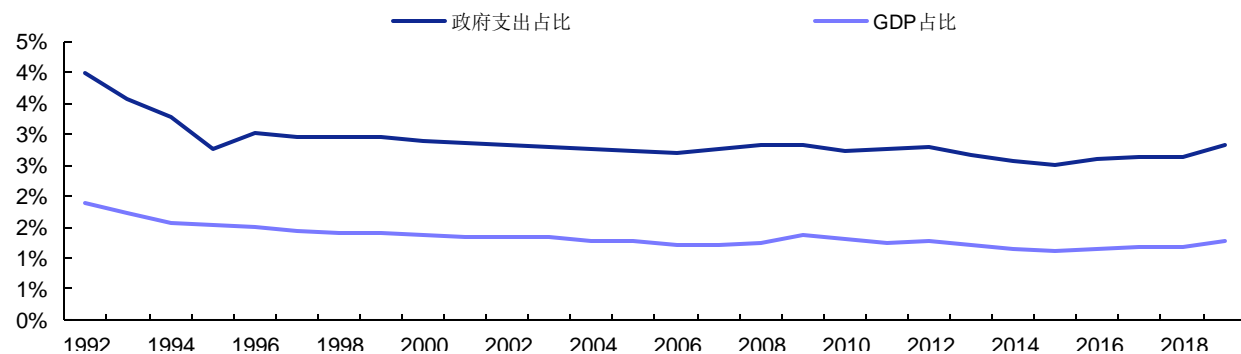
资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，2018 年固定价格

图 28：德国人均军费及增速



资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，2018 年固定价格

图 29：德国军费占政府支出比重及占 GDP 比重

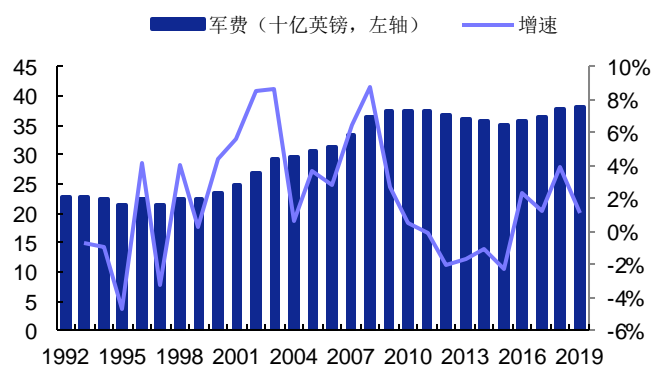


资料来源：安信证券研究中心，2018 年固定价格

#### 4.2.5. 英国

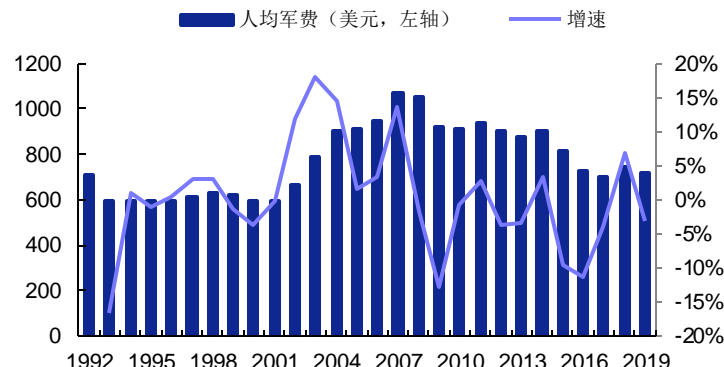
2019 年英国军费 486.5 亿美元，以 2018 年固定价格来看同比增长 0.05%，人均军费 720.4 美元。同期军费占政府支出比重 4.5%，GDP 占比 1.74%。

图 30：英国军费及增速



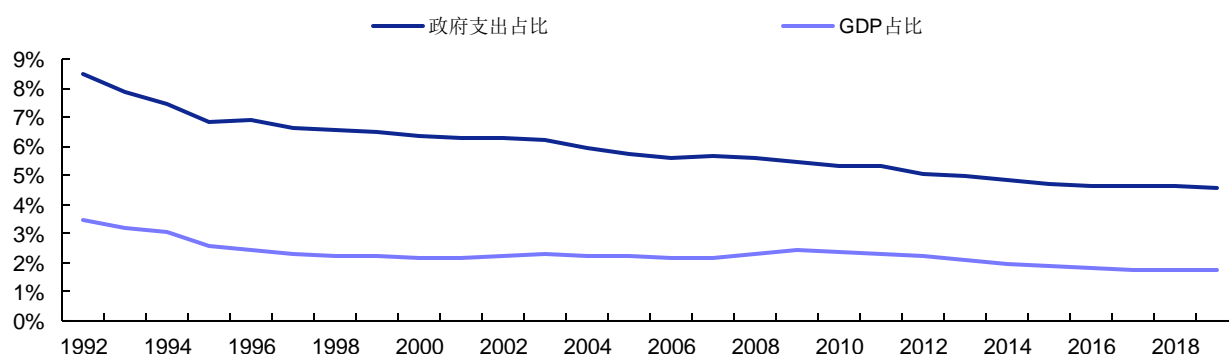
资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，2018 年固定价格

图 31：英国人均军费及增速



资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，2018 年固定价格

图 32：英国军费占政府支出比重及占 GDP 比重

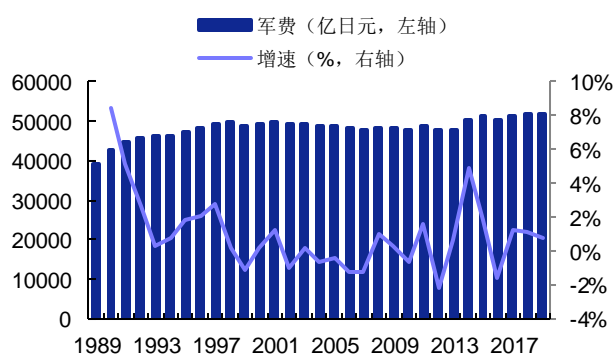


资料来源：安信证券研究中心，2018 年固定价格

#### 4.2.6. 日本

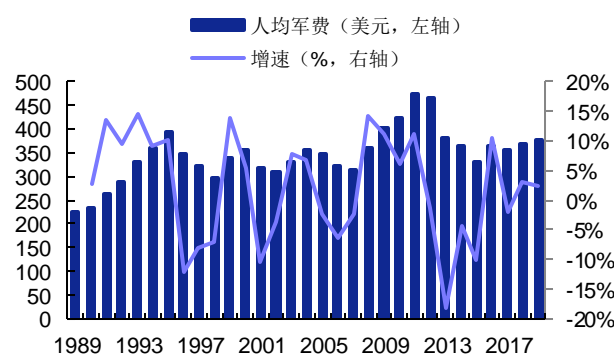
2014 年 8 月，日本防卫大臣小野寺五典和财政部高官共同制定了 2015 年的国防开支计划，将该领域的开支增加到 490 亿美元，比 2014 年国防预算规模增加 3.5%。2015 年 1 月，日本政府正式敲定 2015 年预算案，其中防卫预算连续 3 年增加，达到 4.98 万亿日元(约合人民币 2629.52 亿元)，超过 2002 年的 4.96 万亿日元，成为日本历史上最大规模国防预算。2019 年日本军费 476.09 亿美元，以 2018 年固定价格来看同比下降 0.12%，人均军费 375.3 美元，同期军费占政府支出比重 2.52%，GDP 占比 0.93%。

图 33：日本军费及增速



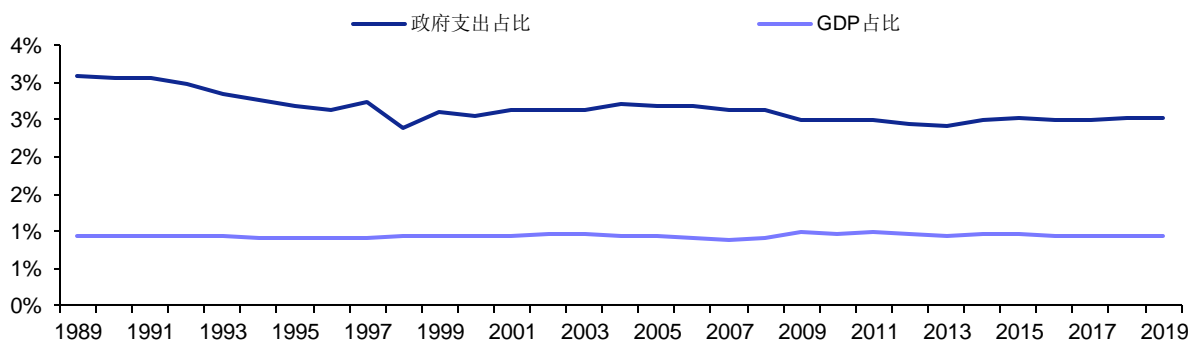
资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，2018 年固定价格

图 34：日本人均军费及增速



资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，2018 年固定价格

图 35：日本军费占政府支出比重及占 GDP 比重

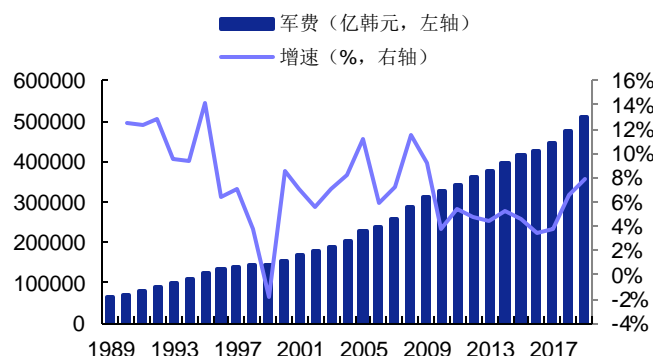


资料来源：安信证券研究中心，2018 年固定价格

#### 4.2.7. 韩国

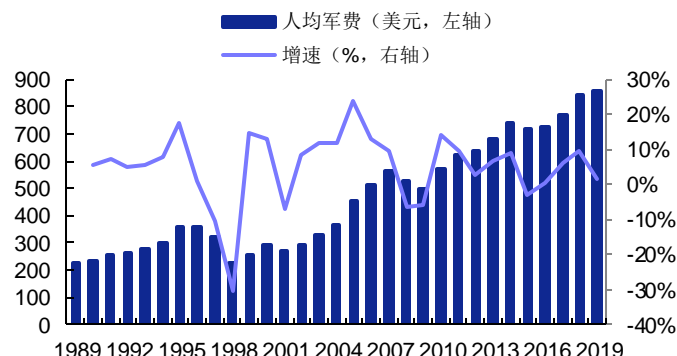
2019 年韩国军费 438.91 亿美元，以 2018 年固定价格来看同比增长 7.45%，人均军费 857 美元，同期军费占政府支出比重 12.08%，GDP 占比 2.67%。

图 36：韩国军费及增速



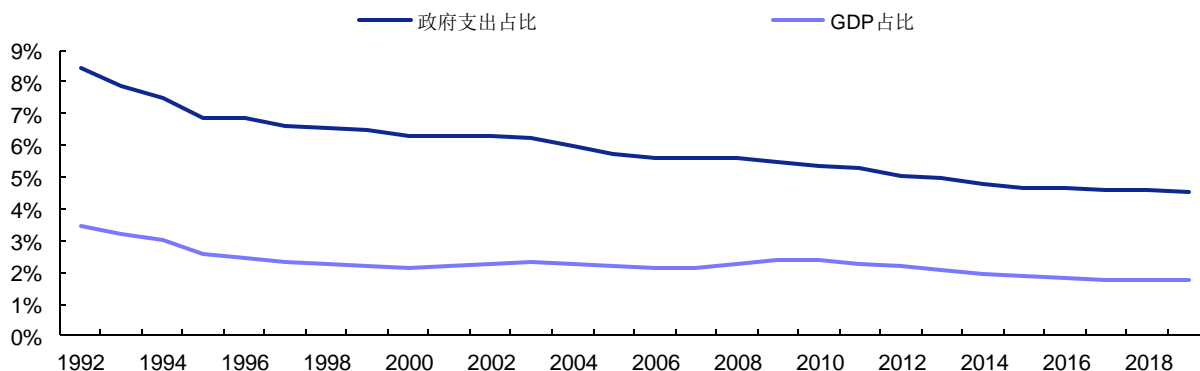
资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，2018 年固定价格

图 37：韩国人均军费及增速



资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，2018 年固定价格

图 38：韩国军费占政府支出比重及占 GDP 比重

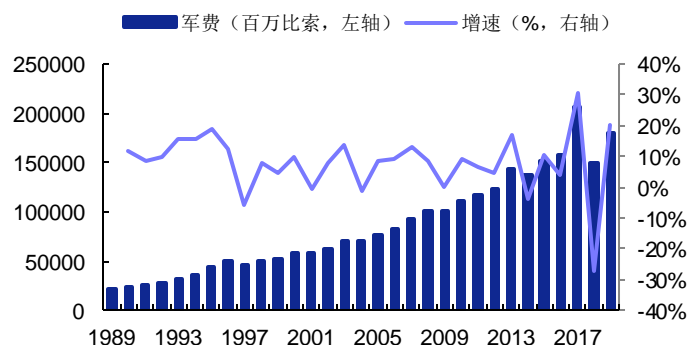


资料来源：安信证券研究中心，2018 年固定价格

#### 4.2.8. 菲律宾

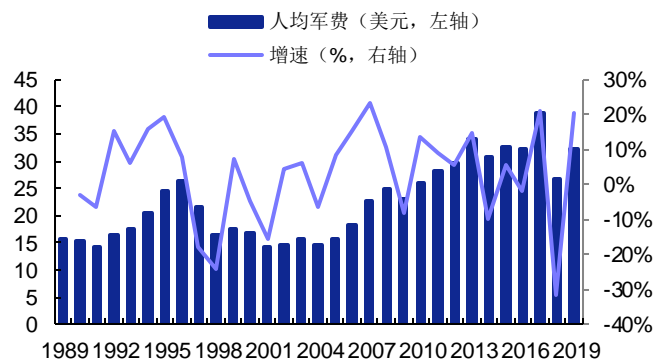
2019 年菲律宾军费 34.72 亿美元，以 2018 年固定价格来看同比增长 17.04%，人均军费 32 美元，同期军费占政府支出比重 4.49%，GDP 占比 0.96%。

图 39：菲律宾军费及增速



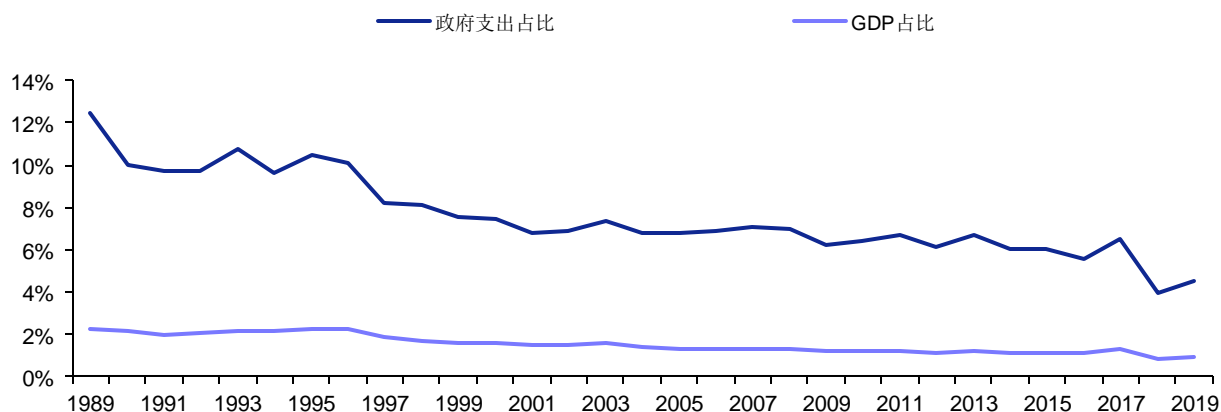
资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，2018 年固定价格

图 40：菲律宾人均军费及增速



资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，2018 年固定价格

图 41：菲律宾军费占政府支出比重及占 GDP 比重



资料来源：SIPRI、安信证券研究中心，2018 年固定价格

## 5. 国内国防预算对军工行业的影响

持续稳定的军费投入是军工行业增长的关键因素。军工等国防建设属于公共消费，政治局会议明确合理增加该类消费，且在接下来的两会即将公布的国防预算或仍将保持稳定增速，行业投入和资金沉淀充足保障军工行业需求端。此外要关注军民融合基金等资金给行业带来的供给侧的变化。一般来看，军费5年周期前松后紧，根据部分公司数据，十一五和十二五后两年营收占比均超过50%，而2020年是十三五收官之年，为军工订单大年，当前订单水平及军工周期决定2020年行业业绩增长稳健，且因留存资金较多2021年或突破过去五年规律，业绩呈现平稳增长格局，预计国防预算的稳定增长有望带动2020年业绩增长，我们预计2020年全行业增速在15-20%附近，相比2019年呈现稳健并略有加快的态势。

表5：军费5年花费周期：前松后紧，后2年交付占比有望达50%

证券简称	十一五后2年营收占比	十二五后2年营收占比
中直股份	40.69%	60.30%
中航飞机	58.22%	52.05%
洪都航空	42.14%	47.53%
航发动力	62.65%	69.70%
中航机电	53.32%	51.53%
中国重工	52.41%	41.85%
航发控制	75.85%	43.31%
中航光电	55.21%	55.19%
中航电子	27.61%	49.00%
均值	52.01%	52.27%

资料来源：wind、安信证券研究中心

军改影响逐步消除，叠加带动业绩快速提升。目前距离2015年12月军改开始已近5年时间并横跨十三五期间，此前人事变动、机制未理顺等一定程度影响订单和回款，但随着军改影响削弱，叠加2020年为十三五收官之年、国防预算有望稳步提升，我们预计未来业绩同比增长相对加快。

表6：军改影响逐渐消除

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
军费5年周期	十二五后两年		十三五前两年		十三五第三年	十三五后两年 留存资金较多	
军队体制改革	15年12月启动		第一年	第二年	逐步削弱	逐渐消除	淡化
国防预算	12.2%	10.1%	7.6%	7.0%	8.1%	7.5%	6.8-7%

资料来源：央视网、安信证券研究中心



## 6. 国防预算公布前后历史行情复盘

我们统计了近五年国防预算公布前后的军工板块涨跌情况。根据市场对于国防预算的预计,2015-2017 年国防预算增速低于预期,2018 年国防预算增速超预期,2019 年整体符合预期。对应来看:1) 中证军工指数 2015-2017 年两会前表现平淡,其中 2015 年公布预算前中证军工增速高于上证综指,但是公布预算后一周、两周和一个月内持续下滑,表现显著弱于上证综指;2016 年国防预算低于预期,但是在公布预算后两周尤其是一个月后涨幅较好,主要系 2016 年 3 月 16 日和 18 日,国防科工局分别发布《军民融合专项行动计划》和《涉军企事业单位改制重组上市及上市后资本运作军工事项审查工作管理暂行办法》,市场预期十三五期间军工企业的资本运作加速;2017 年国防预算则再次低于预期,同样表现为公布预算前跑赢上证综指,公布预算后表现稍弱于上证综指;2) 由于 2017 年增速处于近十年最低位,以及 2018 年国防预算超预期,因此 2018 年公布国防预算两周内则表现较好;3) 2019 年国防预算基本符合预期,中证军工指数表现稍强于上证综指。

一般来看,公布预算前会有一波涨幅。数据显示近五年中,其中四年公布国防预算前两周中证军工指数跑赢上证综指,2020 年 5 月 6 日-2020 年 5 月 12 日涨幅约为 3%。而公布预算后涨跌幅能否跑赢上证综指则主要取决于国防预算是否超预期,以及是否有其他非预期内的利好政策在两会期间公布。考虑到促进公共消费、保障国防等因素,我们预计 2020 年国防预算增速将在 6.8%-7%之间,预计值已经处于历史较低水平,国防预算低于预期的概率较小。

表 7: 公布国防预算前后中证军工指数区间绝对和相对收益

	2015		2016		2017		2018		2019	
公告日期	2015 年 3 月 6 日		2016 年 3 月 5 日		2017 年 3 月 5 日		2018 年 3 月 5 日		2019 年 3 月 5 日	
	前	后	前	后	前	后	前	后	前	后
国防费总额 亿元	9087.8	9087.8	9765.8	9765.8	10432.4	10432.4	11069.5	11069.5	11898.8	11898.8
YOY	9.6%	9.6%	7.5%	7.5%	6.8%	6.8%	8.1%	8.1%	7.5%	7.5%
占 GDP	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
占财政支出	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.1%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
中证军工指数区间 绝对收益 %										
[-7,7]	0.8	0.2	(0.3)	(3.8)	(0.2)	(0.8)	8.7	4.9	3.9	6.4
[-14,14]	2.1	8.9	(8.6)	3.2	0.6	(0.9)	11.2	1.9	12.3	4.4
[-30,30]	3.6	19.9	(2.5)	7.0	1.4	(1.7)	4.1	9.6	22.0	12.1
上证综指区间收益 %										
[-7,7]	(1.7)	3.8	3.9	(2.2)	(1.1)	(0.2)	(1.0)	2.2	3.1	1.1
[-14,14]	(0.2)	11.4	0.5	2.8	0.5	0.6	1.8	0.8	10.9	2.1
[-30,30]	1.1	18.9	4.9	4.7	1.9	0.1	(5.9)	(3.8)	16.7	7.2
中证军工指数区间 相对收益 %										
[-7,7]	2.5	(3.6)	(4.2)	(1.6)	0.9	(0.6)	9.7	2.7	0.8	5.4
[-14,14]	2.2	(2.4)	(9.1)	0.3	0.1	(1.5)	9.4	1.1	1.4	2.3
[-30,30]	2.5	1.0	(7.4)	2.3	(0.4)	(1.9)	10.0	13.4	5.4	4.9

资料来源: wind、《新时代的中国国防》白皮书、安信证券研究中心

个股涨跌幅来看,以两周为区间,我们统计了 2015-2019 年历年发布国防预算前后的区间涨跌幅前十。

**表 8：2015-2019 年发布国防预案前后两周涨幅前十 (%)**

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>涨幅前 10</b>	红相股份	中国长城	东土科技	东华测试	航天电子	北化股份	南京熊猫	中航高科	盾安环境	火炬电子
<b>2015 前涨幅</b>	86.06	53.12	25.18	18.14	15.97	15.76	15.59	15.41	15.15	13.73
<b>涨幅前 10</b>	宗申动力	苏试试验	新研股份	迪马股份	中国长城	川大智胜	钢研高纳	东华测试	东土科技	和而泰
<b>2015 后涨幅</b>	40.70	36.96	33.13	30.72	28.35	27.69	27.44	27.22	26.93	26.75
<b>涨幅前 10</b>	金盾股份	中兵红箭	宝钛股份	洪都航空	ST 天雁	万泽股份	康达新材	ST 抚钢	中航沈飞	星网宇达
<b>2016 前涨幅</b>	16.87	5.06	4.45	3.02	2.59	2.33	1.74	1.52	1.16	0.00
<b>涨幅前 10</b>	金信诺	川大智胜	天海防务	泰豪科技	康拓红外	振芯科技	海兰信	耐威科技	电科院	宝利国际
<b>2016 后涨幅</b>	30.50	28.74	28.07	27.97	25.80	24.93	23.60	22.95	21.79	21.65
<b>涨幅前 10</b>	电科院	耐威科技	宝钛股份	中国长城	瑞特股份	新研股份	航新科技	宝胜股份	中国海防	星网宇达
<b>2017 前涨幅</b>	22.75	19.14	18.18	15.51	14.79	12.39	12.16	11.68	10.79	10.45
<b>涨幅前 10</b>	中航沈飞	星网宇达	川大智胜	凯乐科技	乐凯新材	和而泰	中原内配	久之洋	大立科技	航新科技
<b>2017 后涨幅</b>	31.81	16.39	15.92	15.26	14.41	12.74	12.21	11.95	10.34	9.65
<b>涨幅前 10</b>	七一二	东土科技	航发控制	和而泰	凯乐科技	景嘉微	耐威科技	杰赛科技	航发科技	金信诺
<b>2018 前涨幅</b>	61.07	54.08	34.38	28.70	25.78	24.11	22.71	21.08	20.96	20.78
<b>涨幅前 10</b>	七一二	利君股份	华测导航	精准信息	北化股份	云南锗业	爱乐达	宏大爆破	楚江新材	海兰信
<b>2018 后涨幅</b>	185.61	15.74	15.63	15.48	15.30	12.90	12.07	11.26	10.45	10.31
<b>涨幅前 10</b>	天和防务	中船防务	天海防务	特发信息	中船科技	航新科技	中光学	亚光科技	*ST 集成	南京熊猫
<b>2019 前涨幅</b>	78.78	61.11	53.11	51.71	49.81	45.00	39.63	38.92	38.16	37.77
<b>涨幅前 10</b>	乐凯新材	上海瀚讯	凌云股份	中国长城	宏大爆破	上海沪工	北方国际	中国船舶	航发科技	大立科技
<b>2019 后涨幅</b>	35.89	33.11	28.97	27.79	27.08	24.32	23.13	20.58	19.73	19.54

资料来源：wind、安信证券研究中心

**表 9：2015-2019 年发布国防预案前后两周跌幅前十 (%)**

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>跌幅前 10</b>	中国海防	旋极信息	天和防务	国睿科技	杰赛科技	中航电测	长鹰信质	金信诺	四创电子	四维图新
<b>2015 前涨幅</b>	(11.59)	(9.97)	(9.42)	(8.12)	(7.60)	(7.45)	(7.07)	(6.96)	(6.70)	(5.19)
<b>跌幅前 10</b>	中航电测	航天工程	中直股份	中航机电	奥普光电	天和防务				
<b>2015 后涨幅</b>	(1.95)	(1.88)	(1.66)	(0.96)	(0.90)	(0.24)	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>跌幅前 10</b>	耐威科技	盾安环境	全信股份	红相股份	海兰信	华讯方舟	隆华科技	乐凯新材	航天科技	金信诺
<b>2016 前涨幅</b>	(35.83)	(33.49)	(28.80)	(28.38)	(28.08)	(27.57)	(26.72)	(25.73)	(25.36)	(24.24)
<b>跌幅前 10</b>	中国长城	长鹰信质	旋极信息	北方国际	合众思壮	万泽股份	航发科技	天银机电	西仪股份	康达新材
<b>2016 后涨幅</b>	(37.09)	(29.59)	(25.56)	(13.20)	(13.18)	(6.62)	(5.55)	(5.39)	(5.29)	(3.47)
<b>跌幅前 10</b>	北方股份	精准信息	神剑股份	西仪股份	北化股份	烽火电子	通达股份	银河电子	金盾股份	大立科技
<b>2017 前涨幅</b>	(10.30)	(9.87)	(9.84)	(9.79)	(9.07)	(7.09)	(6.81)	(5.38)	(5.28)	(4.88)
<b>跌幅前 10</b>	东土科技	亚光科技	ST 天雁	中船科技	凌云股份	航天工程	中国船舶	博云新材	长春一东	中兵红箭
<b>2017 后涨幅</b>	(7.54)	(7.32)	(6.71)	(6.36)	(5.70)	(5.13)	(5.05)	(5.02)	(5.02)	(4.97)
<b>跌幅前 10</b>	博云新材	康达新材	迪马股份	金通灵						
<b>2018 前涨幅</b>	(15.32)	(3.17)	(1.26)	(1.04)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>跌幅前 10</b>	通达股份	*ST 集成	中国动力	新劲刚	银河电子	四川九洲	苏试试验	中航高科	菲利华	中航重机
<b>2018 后涨幅</b>	(10.03)	(6.17)	(4.54)	(4.47)	(4.34)	(3.69)	(2.99)	(2.98)	(2.81)	(2.77)
<b>跌幅前 10</b>										
<b>2019 前涨幅</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>跌幅前 10</b>	航新科技	特发信息	苏试试验	亚光科技	中信海直	*ST 集成	红相股份	中国动力	中国重工	长城军工
<b>2019 后涨幅</b>	(14.98)	(7.99)	(7.16)	(6.29)	(5.31)	(5.22)	(4.55)	(4.50)	(3.60)	(3.35)

资料来源：wind、安信证券研究中心

根据公布国防预算前后个股表现情况，我们来研究当军工板块处于下跌时，下跌幅度较小甚至大幅上升的标的，以找到板块下跌时值得长期配置的相对抗跌标的。2015 年公布预算后的一个周和两个周内处于下跌趋势，通过对公布国防预算后 1 周到 2 个月的区间涨幅进行统

计，在板块相对收益为负的情况下，宗申动力、迪马股份、苏试试验、新研股份等标的取得了持续的正的高涨幅，其中迪马股份 2015 年主要为非军工业务、新研股份 2015 年开始进入军工领域，宗申动力 2015 年推进航空发动机及核心零部件制造等军工业务，三者受国防预算影响较小。2017 年公布预算后的一周、两周和一个月相对收益都为负，但是在军费增速低于预期、板块相对收益为负的情况下，部分公司在国防预算公布一个月内的收益显著为正。其中中航沈飞、星网宇达、川大智胜、大立科技、凯乐科技等标业绩保持持续增长。

表 10：2015 年公布国防预算后区间涨幅前十

1 周涨幅前 10	涨幅	2 周涨幅前 10	涨幅	1 月涨幅前 10	涨幅	2 月涨幅前 10	涨幅
迪马股份	23.68	宗申动力	40.70	新研股份	154.39	新研股份	133.19
苏试试验	22.92	苏试试验	36.96	宗申动力	66.54	全信股份	114.52
中光学	18.39	新研股份	33.13	和而泰	65.94	航新科技	114.39
四川九洲	16.76	迪马股份	30.72	中原内配	62.59	特发信息	111.17
*ST 集成	16.03	中国长城	28.35	川大智胜	59.11	宗申动力	103.12
东土科技	14.51	川大智胜	27.69	皖通科技	58.23	皖通科技	96.01
凯乐科技	14.45	钢研高纳	27.44	万泽股份	57.72	乐凯新材	94.90
钢研高纳	13.23	东华测试	27.22	中光学	52.02	中国重工	86.28
振华科技	12.75	东土科技	26.93	苏试试验	50.83	火炬电子	80.85
宗申动力	11.09	和而泰	26.75	迪马股份	48.80	万泽股份	79.08

资料来源：wind、安信证券研究中心

表 11：2017 年公布国防预算后区间涨幅前十

1 周涨幅前 10	涨幅	2 周涨幅前 10	涨幅	1 月涨幅前 10	涨幅	2 月涨幅前 10	涨幅
中航沈飞	17.15	中航沈飞	31.81	华测导航	114.36	新劲刚	380.03
景嘉微	10.76	星网宇达	16.39	新劲刚	61.07	华测导航	215.50
天和防务	10.30	川大智胜	15.92	北化股份	25.75	凌云股份	27.37
星网宇达	8.52	凯乐科技	15.26	凯乐科技	17.40	乐凯新材	23.06
川大智胜	8.43	乐凯新材	14.41	川大智胜	17.16	北化股份	20.01
大立科技	7.87	和而泰	12.74	北方国际	13.11	盾安环境	18.01
山河智能	6.68	中原内配	12.21	中航沈飞	12.05	乐凯胶片	16.94
北方导航	6.27	久之洋	11.95	大立科技	11.94	凯乐科技	11.78
凯乐科技	6.16	大立科技	10.34	星网宇达	11.50	康达新材	7.63
振芯科技	6.13	航新科技	9.65	合众思壮	10.36	新研股份	5.68

资料来源：wind、安信证券研究中心

我们统计了近五年信息化、新材料、国企零部件和主机厂典型军工企业在公布国防预算前后的涨跌幅，以上公司军工业务占比较高。数据显示：1）距离国防预算发布时间越短，则典型军工企业中涨跌幅为负的公司越多，发布国防预算前后一个月的涨跌幅则受到的影响较小，绝大部分典型军工企业涨跌幅为正；2）当国防预算复合预期或者超预期时，典型军工企业增幅明显，尤其是发布国防预算后一个月的涨幅较高；当国防预算不及预期时，五年周期前两年的涨幅会稍小；3）分板块来看，国企零部件板块企业受到影响较大，国防预算不及预期时下跌明显，但是国防预算超预期时增幅同样高于平均；主机厂板块涨跌幅较为平稳，受到国防预算增速影响较小。4）个股抗跌能力来看，新材料板块的光威复材近年来业绩增长迅速，不受国防预算增速影响，涨幅较高；主机厂板块的中航沈飞和航天彩虹虽然增幅不高，但是在近五年国防预算公布前后涨跌幅都为正。

表 12: 典型公司 2015-2019 年发布国防预算前后一周涨跌幅 (%)

		2015		2016		2017		2018		2019	
		前	后	前	后	前	后	前	后	前	后
信 息 化	航天发展	6	1	(5)	0	(1)	0	0	0	(2)	6
	振华科技	(0)	13	(6)	2	0	2	8	4	5	15
新 材 料	光威复材	0	0	0	0	0	0	12	12	6	3
	钢研高纳	3	13	4	(6)	(0)	(1)	14	6	3	12
	菲利华	4	3	(10)	(4)	(1)	(1)	9	(0)	2	6
	中航高科	13	1	(5)	(3)	(1)	(2)	9	5	3	4
	航天电器	0	0	1	(3)	0	0	12	4	2	8
国 企 零 部 件	航天电子	14	(4)	1	(0)	8	(1)	8	4	4	10
	中航机电	11	(4)	5	(7)	(2)	2	16	13	1	3
	中航电子	1	(1)	0	(2)	2	(4)	13	5	6	7
	中航光电	4	(2)	2	(5)	3	(1)	8	8	3	8
	中航电测	(5)	(9)	(2)	1	5	(1)	14	11	6	13
主 机 厂	航发科技	1	(1)	5	(10)	(0)	(2)	18	13	7	17
	内蒙一机	0	1	(5)	(2)	(0)	(1)	10	7	3	1
	中直股份	4	(1)	(1)	(4)	(0)	3	13	5	(2)	(0)
	中航沈飞	5	(0)	8	1	6	17	15	12	(2)	(0)
	中航飞机	(0)	(0)	2	(4)	2	(0)	13	3	3	3
	航发动力	(0)	(2)	6	(6)	0	(1)	15	4	(1)	5
	航天彩虹	9	6	0	0	15	1	12	14	2	10
	中国卫星	4	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)	9	6	4	13

资料来源: wind、安信证券研究中心

表 13: 典型公司 2015-2019 年发布国防预算前后两周涨跌幅 (%)

		2015		2016		2017		2018		2019	
		前	后	前	后	前	后	前	后	前	后
信 息 化	航天发展	3	13	(15)	7	(1)	(1)	0	0	7	1
	振华科技	4	13	(14)	15	4	2	10	2	10	10
新 材 料	光威复材	0	0	0	0	0	0	21	10	11	0
	钢研高纳	2	27	(7)	4	7	4	17	1	10	10
	菲利华	(0)	11	(20)	18	(3)	(1)	11	(3)	6	4
	中航高科	15	11	(12)	5	0	(2)	10	(3)	9	15
	航天电器	1	5	(7)	7	0	0	15	4	6	3
国 企 零 部 件	航天电子	16	1	(7)	6	8	(1)	10	1	12	5
	中航机电	9	(1)	(4)	1	(2)	2	15	10	7	4
	中航电子	3	4	(12)	5	4	(5)	15	4	13	3
	中航光电	5	5	(6)	3	4	(1)	10	5	9	6
	中航电测	(7)	(2)	(16)	14	3	0	16	8	15	6
主 机 厂	航发科技	5	22	(1)	(6)	(2)	(1)	21	9	21	20
	内蒙一机	2	8	(15)	6	1	1	9	6	11	1
	中直股份	3	(2)	(11)	4	(3)	0	15	3	6	(2)
	中航沈飞	8	11	1	7	(0)	32	18	8	2	0
	中航飞机	6	3	(9)	4	1	(2)	15	(1)	10	6
	航发动力	2	8	(1)	0	(1)	1	18	(1)	7	3
	航天彩虹	11	16	0	0	7	(0)	14	10	11	2
	中国卫星	8	7	(10)	8	(1)	(1)	13	2	20	16

资料来源: wind、安信证券研究中心

表 14：典型公司 2015-2019 年发布国防预算前后一个月涨跌幅 (%)

		2015		2016		2017		2018		2019	
		前	后	前	后	前	后	前	后	前	后
信 息 化	航天发展	6	23	(12)	12	(1)	(4)	0	7	11	7
	振华科技	23	22	(7)	14	3	2	5	7	23	21
新 材 料	光威复材	0	0	0	0	0	0	8	20	19	34
	钢研高纳	0	29	0	13	7	(1)	3	21	22	23
	菲利华	9	22	(12)	21	(6)	(2)	10	(4)	16	10
	中航高科	31	23	(6)	8	1	(6)	0	6	20	46
	航天电器	1	20	(1)	18	0	0	10	16	13	4
国 企 零 部 件	航天电子	11	10	8	8	7	(3)	3	5	20	10
	中航机电	9	14	3	0	(6)	(1)	3	21	13	10
	中航电子	0	9	(4)	7	1	(7)	8	19	25	4
	中航光电	4	26	(3)	11	0	(6)	10	15	18	(3)
	中航电测	(11)	2	(8)	26	2	(8)	5	27	28	14
	航发科技	(1)	48	10	(9)	1	(4)	9	23	34	25
	内蒙一机	3	8	(7)	5	(2)	6	14	15	25	10
主 机 厂	中直股份	13	(0)	(2)	6	(2)	(2)	2	20	15	2
	中航沈飞	7	18	22	4	21	12	7	27	13	1
	中航飞机	1	11	2	9	1	3	(3)	21	18	7
	航发动力	2	26	8	0	(3)	(0)	8	9	17	6
	航天彩虹	11	33	0	0	13	5	11	16	22	6
	中国卫星	6	14	(1)	15	(0)	(2)	(2)	9	28	16

资料来源：wind、安信证券研究中心



## 7. 重申军工行业增长逻辑, 预计 2020 年行业增速或仍保持在 15%-20% 左右

目前市场主要存在三大关注点, 即疫情影响、加大军工投入刺激经济、局势紧张等, 我们的主要观点如下:

- 1) 疫情对军工板块影响相对较小。相对其他行业, 军工行业受经济波动影响较小, 受疫情冲击影响也小, 其需求端较为稳健。虽部分公司一季度因疫情原因造成物流体系等影响, 原材料供应滞后、订单确认延后, 业绩受到一定程度影响, 但考虑到 Q1 占全年比重相对较小, 且产品交付可在后期通过加班加点方式弥补, 当前大部分公司已顺利复工复产, 全年保军任务基本不变。
- 2) 军工投入有望加大以刺激经济。3 月 27 日, 中央政治局会议提出“要加快释放国内市场需求”、“要合理增加公共消费”, 而国防支出是公共消费的重要内涵, 兼具经济效益、军事效益和社会效益。以上分析表明, 无论是绝对规模或是相对美俄等国家, 我国国防支出占比相对较低并具备提升空间。虽然今年两会推迟至 5 月下旬, 但考虑到促进公共消费、保障国防等因素, 我们预计 2020 年军费增速与去年相比或将基本保持不变, 预计将在 6.8%-7% 之间。
- 3) 局势紧张方面, 市场对美国撤侨、预备役动员等举动及周边局势紧张态势存在不合理预期, 而我们认为周边局势紧张为常态, 但发生战争可能性小。而从历史数据来看, 局势紧张虽并非军工主要投资逻辑, 但或有催化。

我们认为, 军工板块的真正促进因素, 一是业绩, 二是估值。就基本面方面, 对公司业绩影响的关键因素是用户需求和经济发展等因素。当前订单水平及军工周期决定 2020 年行业业绩增长稳健, 且因留存资金较多 2021 年或突破过去五年规律, 呈现平稳增长格局, 预计 2020 年全年行业增速在 15-20% 附近, 相比 2019 年呈现稳健并略有加快的态势, 没有爆发式增长但也没有行业增速下降。主要逻辑如下:

- 1) 持续的资金投入是行业业绩增长的首要因素。根据国防需要和宏观经济情况, 我们预计今年国防预算增速在 6.8-7.0% 之间, 而且关注军民融合基金等资金给行业带来的供给侧的变化。
- 2) 军改影响逐步消除。目前距离 2015 年 12 月军改开始已近 5 年时间并横跨十三五期间, 此前人事变动、机制未理顺等一定程度影响订单和回款, 但随着军改影响削弱, 预计未来业绩同比增长相对加快。
- 3) 新装备定型后处于迅速爬坡期带动行业发展。主战装备列装势头较快, 比如某主力战机和某通用直升机等, 一旦进入列装及产能爬坡阶段, 往往在定型后 3—5 年处于快速爬坡上量阶段。此外, 新式主战装备的配套产业链较长, 且新机型新产品等单价和毛利率往往较高, 因此有望带动产业链的业绩释放。
- 4) 军工体制改革提升企业经营效率。随着改革推进, 行业里不适应发展需要的制度、体系得以逐步改革, 使得行业生产效率得以改善。且股权激励有进一步推进的迹象, 在价格改革的压力下, 企业降低成本和费用的意愿将增强, 可能带来行业盈利水平的提升。

**表 15：近 2 年部分股权激励公司**

公司名称	时间	方案
中航沈飞	2018/05/16	方式：限制性股票的股权激励； 数量：407.27 万股，占发行前总股本的 0.29%，定向发行新股； 对象：共 92 人，激励对象原则上限于上市公司董事、高级管理人员以及对上市公司经营业绩和持续发展有直接影响的和管理和技术骨干； 条件：前一年净资产收益率不低于 6.00%，且不低于对标企业 50 分位水平；前一年净利润同比增长率不低于 8.00%，且不低于对标企业 50 分位水平；前一年 EVA（经济增加值）完成情况达到集团公司考核，且 $\Delta$ EVA 大于 0。
振华科技	2018/12/01	方式：股票期权激励计划； 数量：以 11.92 元/份授予 938 万份，约占总股本的 2%； 对象：共 417 人，包括公司及控股子公司的部分董事、高级管理人员、核心管理人员、核心技术人员、核心销售人员、核心技能人员 条件：以 18 年为基础，20-22 年净利润增长率不低于 25%、45%、65%，不低于对标企业 75 分位；净资产收益率不低于 4.25%、4.75%、5.25%，不低于对标企业 75 分位； $\Delta$ EVA 为正值 方式：限制性股票激励；
钢研高纳	2019/03/19	数量：以 6.23 元/股授予 1346.83 万股，占总股本的 3%，首次授予 2.852%+预留的 0.148%。 对象：138 人，总人数的 12.15%，包括公司董事、高级管理人员，以及其他经公司董事会认定的对公司经营业绩和未来发展有直接影响的骨干人员。 条件：以 18 年为基础，前一会计年度归母净利润复合增长率不低于 20%；ROE 分别不低于 8%、8.5%、9%； $\Delta$ EVA 大于 0；前两项指标不低于对标企业 75 分位值水平。
中航光电	2019/11/19	方式：限制性股票激励； 数量：以 23.43 元/股授予 3206.5 万股，占总股本的近 3%； 对象：1215 人，包括公司部分董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）人员及子公司高级管理人员、核心骨干 条件：前一财务年度 ROE 不低于 13.60%，且不低于对标企业 75 分位值；前一财务年度归母扣非净利润较 18 年复合增长率不低于 10%，且不低于 75 分位；前一财务年度 EVA 达到航空工业考核指标，且 $\Delta$ EVA 大于 0。

资料来源：各公司公告、安信证券研究中心

5) 军用技术民用化是军民融合重要内涵，将打开军工企业成长空间。此前市场认为，军工行业由于下游客户集中在军方且受限于国防预算限制，市场容量相对有限。但我们认为，国防科技工业为很多先进技术的发源地，被主要军事强国视为大国博弈的战略需求和提升国家科技创新能力的重要途径，随着以 5G 和智能驾驶等为代表的新技术发展，以及国产化替代和自主可控的推进，军工技术的先进性及自主性逐步被市场认知，其民用化市场的拓展将为军工行业不断注入新的活力，进一步打开军工公司的成长空间。

**表 16：军民共用技术的典型代表**

分类	技术方向	军用	民用	典型公司
信息化	北斗导航	单兵、车载、机载、弹载等	物联网、智能驾驶等	振芯科技、海格通信、华测导航、华力创通、中海达、合众思壮、北斗星通
	惯性导航	机载、弹载等	物联网、智能驾驶等	星网宇达、耐威科技、晨曦航空
	非制冷红外	热像仪、光电吊舱	消费产品、安防、智能驾驶等	睿创微纳、高德红外、大立科技
	三代半导体	相控阵雷达	5G 基站、电力电子等	海特高新、振华科技、13 所、55 所、亚光科技
新材料	碳纤维及复合材料	飞机、导弹等	风电叶片、压力容器等	光威复材、中简科技、中航高科
高端装备	无人机	侦查、打击等	物流领域等	长鹰信质、航天彩虹

资料来源：安信证券研究中心

我们仍建议重点关注信息化、新材料、主机厂、国企零部件及民参军等方向，其中：

- 1) 信息化：信息化、更新换代及国产化替代使得长期业绩增长确定性高，且业绩增长相对较快并具有 TMT 属性，首推航天发展、振华科技，对应 2020 年估值均在 20 多倍；此外密切关注北斗和低轨星座进展；

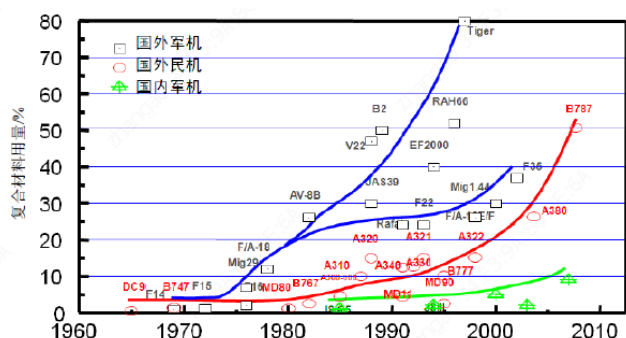
表 17：信息化公司长期业绩增长确定性高

主要逻辑	具体说明
信息化	产品附加值高，以航电为例，单价价值占比由 10+% 至 40+%
更新换代快	“一代飞机、三代航电”，而大部分装备制造的折旧周期往往较长
国产化	美国禁运凸显自主可控重要性，部分高端核心元器件的国产化进程将加速，

资料来源：安信证券研究中心

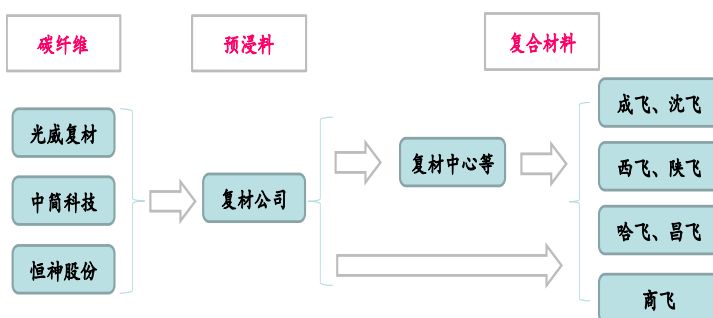
- 2) 新材料：具有较高技术壁垒和资金壁垒，新机型列装且占比提高带动新材料放量，规模效应凸显推动毛利率提升，如光威复材碳纤维与织物的毛利率由 50% 多提升至近 80% 多，中航高科复合材料毛利率由 24% 提升至 31%，重点关注中航高科、光威复材、钢研高纳、菲利华等；

图 42：不同机型复材占比



资料来源：Qyresearch，安信证券研究中心

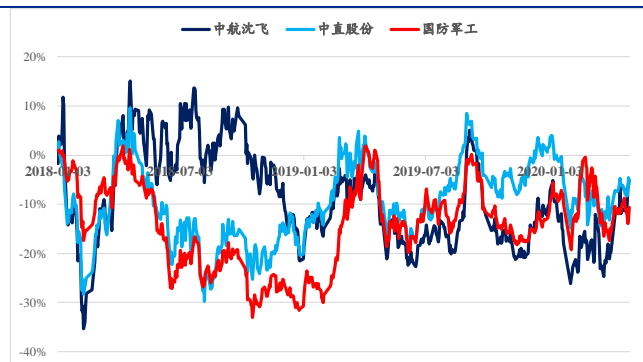
图 43：复合材料产业链格局清晰、景气度高



资料来源：Qyresearch，北京恒州博智汽车研究中心，安信证券研究中心

- 3) 主机厂：近 1 年多股价平稳，未来几年业绩增长确定性高且较为稳健，并能够支持当前估值水平，如中航沈飞、中直股份等；

图 44：沈飞、中直股价表现



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 45：沈飞、中直 PE-TTM



资料来源：Qyresearch，北京恒州博智汽车研究中心，安信证券研究中心

- 4) 国企零部件：业绩增长稳健，且回撤较小，关注中航机电、航天电器、中航光电等；
- 5) 民参军：民企此前因商誉减值、股权质押等导致市场担忧，估值下杀到底部，随着军改削弱等带来基本面好转，民参军公司有望迎来戴维斯双击，关注红相股份、雷科防务、爱乐达、楚江新材、星网宇达等。

重点关注航天发展、振华科技、中航高科/光威复材/菲利华、中航沈飞/中直股份、航天电器/中航机电/中航光电、以及民参军组合如雷科防务/红相股份/爱乐达等。

## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

冯福章声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



### ■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
深圳联系人	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

### 安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034