

国防军工行业跟踪周报

Q2 至今军工行业基本面与走势复盘分析与当前策略观点

增持（维持）

2023年08月07日

证券分析师 苏立赞

执业证书：S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 许牧

执业证书：S0600523060002

xumu@dwzq.com.cn

投资要点

■ **Q2 至今军工行业走势情况：**我们复盘了 Q2 至今军工行业的走势情况，4 月初，当时军工行业处于情绪比较低的阶段，彼时市场在纠结两个点，即军工行业的价和量，一是军方不断要求降价，二是新的上量的大订单尚未下达。从中长期的角度，这两个因素都影响有限。（1）针对价的因素，改革增效与规模效应下利润率的提升，可以很好的抵消降价。（2）针对量的因素，常规列装和密集战备军演，以及俄乌冲突带来对于战争潜在需求的认知就是，需求有充分的产量保障和产能冗余备份。从 4 月至今，行业整体性的机会还是没有到来，6 月也经历过 10% 的上涨，但从 7 月开始，正在经历连续 5 周的调整与横盘。

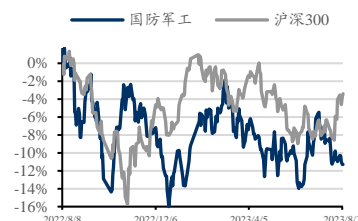
■ **期间行业波动的核心矛盾复盘分析：六月连续三周的上涨，中间发生了什么？**（1）改革端，主要受国资委会议支持央企上市公司并购重组的消息提振，从主机厂板块开始，对于航天板块以及船舶板块提振效果最大，并扩散到其他细分板块。（2）5 月-7 月是各军工集团与军兵种协调进行中期调整的最大公约时间段，另外 4 月开始的二十届中央第一轮巡视，也在 6 月底基本巡视完毕。**七月以来连续 5 周的调整与横盘，市场在关切什么？**（1）市场关注某些受影响的军兵种的中期调整的需求在三季度能否如期获批，人事调整过程中会不会影响一批配套企业尤其是一些民营企业。（2）军队采购信息网发公告，倒查 2017 年以来招采过程当中的违规问题线索，市场担心从某些个股性的潜在风险扩散并对行业形成压制。（3）中报业绩情况，市场部分参与者担心，二季度高强度的巡视对于军工体系的工业部门的业务节奏开展是否产生影响。**后续有哪些预期差值得期待？**（1）最核心的还是三季度末的中期调整的落地审批。（2）人事调整的问题上，最差的时点已经过去，整体上看会向着人事架构更加稳固的方向发展。

■ **策略思路：整体观点。**（1）国家安全体现高层战略意志，人事更迭与中期调整负面情绪已经基本触底，中期拐点布局正当时。（2）我们认为军工行业当前位置处于底部拐点配置区域，在行业性的订单预期提振情绪之下，虽然有情绪回落与业绩扰动，但行业基本面持续向上，行情表现也有望在波动中上行。**赛道优选：重视四个赛道的机会。**（1）主战装备中调落地形成订单带来的新一轮成长机会。（2）改革的机会。（3）军贸的机会。（4）民机的机会。**审美标准：中下游要更重视，上游需更挑剔。**（1）从 2020 年中期军工行业开始一轮大行情以来，核心赛道重点标的都表现出了持续的成长性。（2）尤其是在经历前期一系列来自行业多个层面的深刻变化之后，还是要更加重视中下游居于链长环节的央企。（3）中下游要更重视。（4）上游需更挑剔。

■ **相关标的：**四个条线值得关注：（1）军工集团下属标的兼顾改革增效可挖掘的点：中航西飞、江航装备、中航沈飞、中航高科。（2）新订单、新概念、新动量：北方导航、七一二、航天电子。（3）超跌上游反弹布局：铂力特、华秦科技、菲利华、航宇科技。（4）中国推动沙伊和解后效逐渐形成新的全球地缘格局之下的军贸拳头产品的相关总装企业：无人机、固定翼作战飞机、军用直升机；远火系统（北方导航）、地面装甲；导弹平台；驱护类军舰（中国船舶、中船防务、中国动力、中国重工）；军用雷达。

■ **风险提示：**业绩不及预期风险、改革不及预期风险。

行业走势



相关研究

《中报窗口期业绩因素有望上升为行业主要矛盾》

2023-07-31

《中期调整依然在路，中报预期有望成为阶段性主要影响因素》

2023-07-24

内容目录

1. Q2 至今军工行业走势情况	4
2. 期间行业波动的核心矛盾复盘分析	4
2.1. 六月连续三周的上涨，中间发生了什么？	4
2.2. 七月以来连续 5 周的调整与横盘，市场在关切什么？	5
2.3. 后续有哪些预期差值得期待？	5
3. 策略思路（整体观点+赛道优选+审美标准）	5
3.1. 整体观点.....	5
3.2. 赛道优选：重视四个赛道的机会.....	6
3.3. 审美标准：中下游要更重视，上游需更挑剔.....	6
4. 相关标的	7
5. 风险提示	7

图表目录

图 1: 上周军工（申万）涨跌幅为-0.34%，行业涨幅排名位居第 23 位.....4

1. Q2 至今军工行业走势情况

上周五个交易日（0731-0804），军工（申万分类）全周涨跌幅为 -0.34%，行业涨幅排名位居第 23 / 31 位；年初至今涨幅为 +1.0%，行业涨幅排名位居第 18 / 31 位。

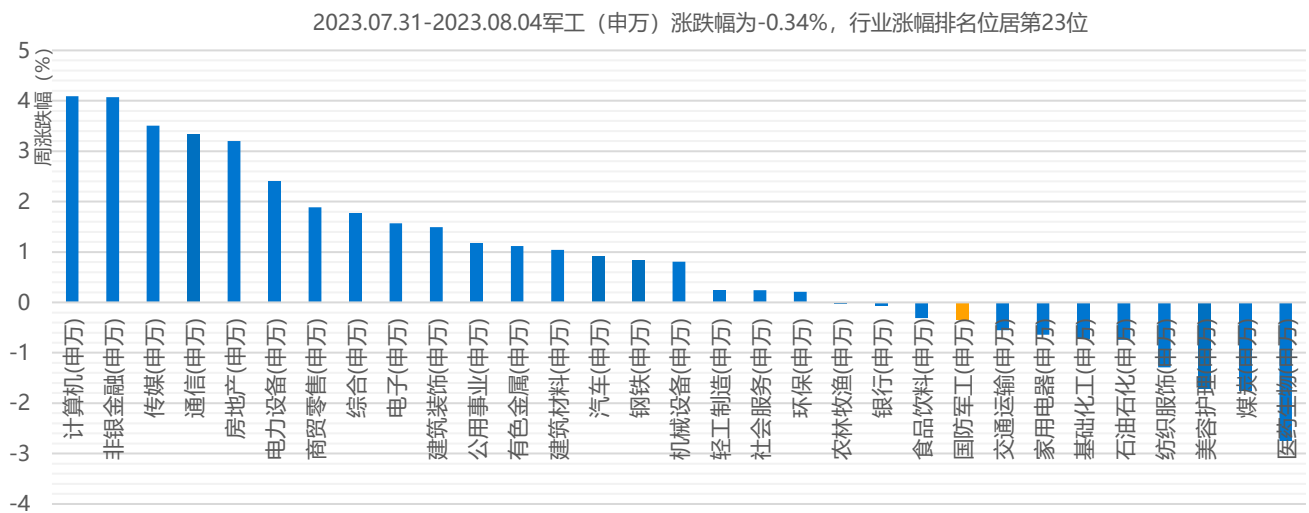
我们复盘了 Q2 至今军工行业的走势情况，4 月初，当时军工行业处于情绪比较低的阶段，彼时市场在纠结两个点，即军工行业的价和量，一是军方不断要求降价，二是新的上量的大订单尚未下达。

从中长期的角度，这两个因素都影响有限。（1）针对价的因素，改革增效与规模效应下利润率的提升，可以很好的抵消降价。（2）针对量的因素，常规列装和密集战备军演，以及俄乌冲突带来对于战争潜在需求的认知就是，需求有充分的产量保障和产能冗余备份。

但是从短期角度看，总有部分投资者会提问，降价是不是会短期带来利润率为代表的盈利能力下降，在距中期调整落地最终形成订单的这个空档期，是不是订单量的延迟会阶段性的影响行业业绩。

所以这就是，从 4 月至今，行业整体性的机会还是没有到来，基本以振荡为主，当然中间也经历过连续三周的上涨，即 6 月 10% 的上涨，但进入到三季度，从 7 月开始，目前正在经历连续 5 周的调整与横盘。

图1：上周军工（申万）涨跌幅为-0.34%，行业涨幅排名位居第 23 位



数据来源：iFind，东吴证券研究所

2. 期间行业波动的核心矛盾复盘分析

2.1. 六月连续三周的上涨，中间发生了什么？

（1）改革端，主要受国资委会议支持央企上市公司并购重组的消息提振，从央企扎堆的主机厂板块开始，对于证券化率不高的航天板块以及两船合并以后存在上市公司

资产梳理整合的船舶板块提振效果最大，并扩散到其他细分板块，上游环节受情绪提振迎来一波估值修复。从交易量的角度看，军工行业成交量从6月初的约250亿日成交金额，上升到6月中与6月底的约350亿日成交金额，有明显的底部放量上涨的态势。

(2) 5月-7月是各军工集团与军兵种协调进行中期调整的最大公约时间段，在6月份也陆续传出一些装备中调的方向和定量的情况，包括军机、无人机、远火、水下、宽带通信等等领域。另外就是市场较为关注的在4月开始的二十届中央第一轮巡视，尤其是对于军工集团的部分，也在6月底基本巡视完毕，市场也预期这个因素有望出清，进一步强化了定型的情绪修复与定量的增量预期。

2.2. 七月以来连续5周的调整与横盘，市场在关切什么？

(1) 近期军队体系披露部分人事调整，市场关注某些受影响的军兵种的中期调整的需求在三季度能否如期获批，其他军兵种是否会有同类的人事变化，人事调整过程中会不会影响一批配套企业尤其是一些民营企业。

(2) 近期军队采购信息网发公告，倒查2017年以来招采过程当中违规问题线索，市场担心从某些个股性的潜在风险扩散并对行业形成压制。

(3) 中报业绩情况，市场部分参与者担心，二季度高强度的巡视对于军工体系的工业部门的业务节奏开展是否产生影响。另外，某些主战装备的产业链，在前期批量订单进入总装环节，部分上游环节都在等新订单下达产生业务空挡期，也会影响中报业绩。

2.3. 后续有哪些预期差值得期待？

(1) 最核心的还是三季度末的中期调整的落地审批，无论如何，大部分装备调整的规划还是要落地，订单还是要下达并逐级传导下来。

(2) 人事调整的问题上，最差的时点已经过去，整体上看会向着人事架构更加稳固的方向发展。

3. 策略思路（整体观点+赛道优选+审美标准）

3.1. 整体观点

(1) 国家安全体现高层战略意志，人事更迭与中期调整负面情绪已经基本触底，中期拐点布局正当时。行业核心逻辑有三点：(1) 增量订单；(2) 增量资金；(3) 主题优势。

(2) 近期，军工行业呈现出上涨放量与下跌缩量的趋势，反映了当前市场对于行业底部区间的判断以及运行方向的预期。短期随交易因素的小幅调整不改我们前期对于行业的判断，我们认为军工行业当前位置处于底部拐点配置区域，在行业性的订单预期提振情绪之下，虽然有情绪回落与业绩扰动，但行业基本面持续向上，行情表现也有望在波动中上行。

3.2. 赛道优选：重视四个赛道的机会

(1) 主战装备中调落地形成订单带来的新一轮成长机会：中期调整订单下达，最先受益的是居于下游的主机厂与中游的垄断配套的分系统企业。

(2) 改革的机会：军工央企存在做大市值补强军费的现实需要，同时，国内军工技术向民用外溢实现军民一体，国外军贸市场带来第二成长曲线，军工有望成就为新的重大产业地位。后续，国资委或将对军工央企落实和出台进一步支持政策，包括：资产重组、股权激励、集团重组、转型考核机制等。我们看好军工央企在国资委政策支持下实现更好的高质量发展，推荐核心赛道中下游、拥有进一步改革增效预期的军工央企标的。

(3) 军贸的机会：对外军事合作需主动出击，在国家安全议题面前，经贸合作议题相对脆弱易被破坏，中国应当加强与域外相关国家的军事合作，包括军品贸易、联合演习等，在国家安全的层面不缺位，才能成功应对国外对华围堵。军贸的主力拳头产品，军机（战斗机，运输机，直升机，无人机）、舰船、地面车辆、导弹、远火、雷达都有发展空间。

(4) 民机的机会：航空业预期强劲复苏，中国商用飞机有望顺势崛起。第 54 届巴黎航展开幕首日，印度两个订单达到 1000 架需求，既反映着当下航空业的强劲复苏之势，也预示着未来的增量空间。未来 20 年年均 2000 架民机需求，其中窄体客机更是新增机队的重点，能够满足航司机队扩容、以更省油的机型来替换老旧客机的需求，并且预期大部分新机订单将集中在中国和亚洲地区。中国 C919 目前正在沪蓉线执飞，定位是同最畅销机型 A320 和 B737 同级别的窄体客机相同，后续在中国内需市场中将逐步占据一定份额，看好 2023 年是国产民用大飞机的放量拐点之年。可以关注民机产业链。

3.3. 审美标准：中下游要更重视，上游需更挑剔

(1) 从 2020 年中期军工行业开始一轮大行情以来，核心赛道重点标的都表现出了持续的成长性，市值也都有不同程度的提升。当前时点，行业某些环节市场格局有变，基数效应也会带来部分企业业绩增速的下行，行业估值中枢也在下移，部分个股企业估值甚至跌破历史最低。这样的现实变化，也会带来选股审美标准的调整，随着上游进入更多的竞争和下游国资主机厂改革不断落地，景气程度从上游向中下游传导，整个投资的重心也在同步迁移。

(2) 尤其是在经历前期一系列来自行业多个层面的深刻变化之后，还是要更加重视中下游居于链长环节的央企，抗风险性，改革潜力，盈利天花板逐步打开等，带来较大投资机会，尤其是 Q2 至今，有一些板块走出了超额收益，恰恰就是在央企船舶板块（中国船舶、中国重工、中国动力、中船科技等），以及军机板块（中航沈飞、中航高科）。

(3) 中下游要更重视：下游总装环节受益于主战型号大批增量订货与新型号小批试装贡献新增长曲线，同时叠加央企军工改革红利，从而作为军工权重迎来众多增量资

金的青睐，推荐关注处于链长地位的已经激励到位的拥有改革弹性的央企（中航沈飞、中航西飞、江航装备、中航高科等）。

（4）上游需更挑剔：上游配套环节要选在装备制造链条中卡位核心，技术底蕴强，综合抗风险能力高的企业，部分优质上游也将因其整体较低的估值受益于部分增量资金的稳健配置，推荐关注具备技术壁垒的高附加值企业（铂力特、华秦科技等）。

4. 相关标的

增量订单、增量资金、主题优势是军工行业核心逻辑的三点驱动力，相应的个股选择的标准就是：中期调整中有增量订单的方向，属于增量资金配置权重的个股，以及在军工的强优大中特估国家安全中最先受益的央企军工标的。四个条线值得关注：

（1）军工集团下属标的兼顾改革增效可挖掘的点：中航西飞、江航装备、中航沈飞、中航高科。

（2）新订单、新概念、新动量：北方导航、七一二、航天电子。

（3）超跌上游反弹布局：铂力特、华秦科技、菲利华、航宇科技。

（4）中国推动沙伊和解后效逐渐形成新的全球地缘格局之下的军贸拳头产品的相关总装企业：无人机、固定翼作战飞机、军用直升机；远火系统（北方导航）、地面装甲；导弹平台；驱护类军舰（中国船舶、中船防务、中国动力、中国重工）；军用雷达。

5. 风险提示

业绩不及预期风险、改革不及预期风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>