

国防军工行业跟踪周报

历史观角度复盘与探讨多维变局时代下的军工行业

增持（维持）

2023年08月21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

■ 上周军工行业走势与原因分析

■ 上周五个交易日(0814-0818)，军工(申万分类)全周涨跌幅为+0.47%，行业涨幅排名位居第4/31位，其中，周四(8月17日)，军工行业放量领涨3.41%，军机导弹等几个核心装备方向，上中下游多个环节呈现同涨的状态。我们的看法是，经济与军事两个部门是跷跷板效应，此消彼长，相较之下军工确定性凸显。合一年来国际政治经济军事等方面的变化，军事能力作为关键一招，军工行业怎么重视都不为过。如果说有催化剂的话，当前离9月底中调订单审批越来越近了，市场在传的成飞产业链上游拿到了一些口头备货的通知。

■ 百年变局之下的国家安全，重视军工行业业绩回归与估值起跳

■ 多维度的百年变局，军事能力作为关键一招：世界处于百年未有之大变局，从大处来讲，建国以来相对和平稳定的发展环境，改革开放40多年积累的海内外的财富与资产，没有军事手段的保卫作用是不可想象的；祖国完全统一的必然的历史进程，没有军事力量的推动也是难以完成的，所以军工行业也是一个怎么重视与发展都不为过的行业。

■ 国家安全体现高层战略意志，军事力量跟进支撑，军工行业具备高确定性天花板：美国在2022年《美国国家安全报告》中提到，今后10年是中美竞争决定性10年，认为在西太平洋或许还有压倒中国的机会。习近平主席主持20届中央国安委第一次会议，对目前的国家安全形势作了最新判断：强调“深刻认识国家安全面临的复杂严峻形势，正确把握重大国家安全问题，加快推进国家安全体系和能力现代化”最高层关于国家安全的判断体现了执政重点和战略意志，没有安全就没有发展。

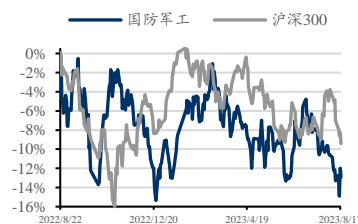
■ 展望2024，局势紧张遇见全球性政治选举年，主题催化不断：中国周边四个方向的局势层面，不断的面临新的斗争压力。台海方向美国操弄对台军援与在台军火库的构建，南海方向菲律宾与美国勾连增设军事基地意欲损害我南海安全与主权，西南中印两军部队有所冲突后各自进行示威性的演习与军队调动，东北亚方向日本突破战后禁忌战略上视中国为对手，中国周边面临的战略压力逐渐加大。

■ 十年以来的行业成长与估值趋势：当前军工行业动态市盈率PE-TTM近50倍，自身纵向比，除2022年4月底市场系统性风险时的45倍外，低于过去十年内围绕55倍的估值中枢。同期，军工行业在2020年下半年动态估值两次达到80倍，可见行业具备较高的估值弹性。

■ 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：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：中简科技、铂力特、华秦科技、菲利华、航宇科技、火炬电子。(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：北方导航、中国船舶、中船防务、中国动力、中国重工。

■ 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

《乐观看待军工行业前景，优选核心赛道中下游个股布局》

2023-08-14

《Q2至今军工行业基本面与走势复盘分析与当前策略观点》

2023-08-07

内容目录

| | |
|--|---|
| 1. 上周军工行业走势与原因分析 | 4 |
| 2. 百年变局之下的国家安全，重视军工行业业绩回归与估值起跳 | 4 |
| 2.1. 多维度的百年变局，军事能力作为关键一招 | 4 |
| 2.2. 国家安全体现高层战略意志，军事力量跟进支撑，军工行业具备高确定性天花板 | 5 |
| 2.3. 展望 2024，局势紧张遇见全球性政治选举年，主题催化不断 | 5 |
| 2.4. 十年以来的行业成长与估值趋势 | 6 |
| 3. 相关标的 | 6 |
| 4. 风险提示 | 7 |

图表目录

图 1: 上周军工（申万）涨跌幅为+0.47%，行业涨幅排名位居第 4 位.....4

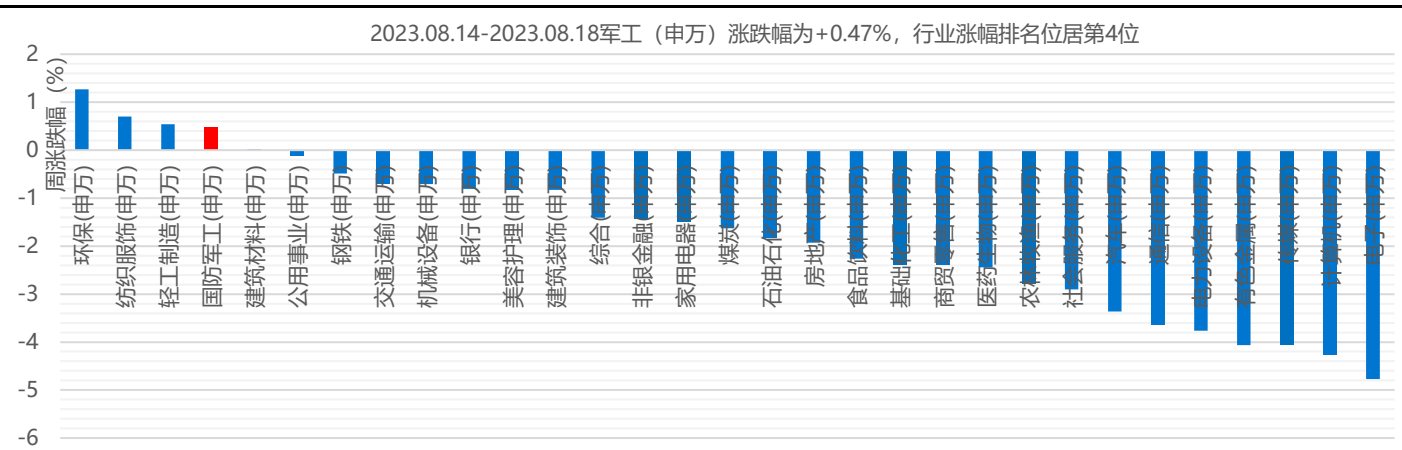
1. 上周军工行业走势与原因分析

上周五个交易日（0814-0818），军工（申万分类）全周涨跌幅为 +0.47%，行业涨幅排名位居第 4 / 31 位；年初至今涨幅为 -1.57%，行业涨幅排名位居第 16 / 31 位。其中，周四（8 月 17 日），军工行业放量领涨 3.41%，军机导弹等几个核心装备方向，上中下游多个环节呈现同涨的状态。

大家都在讨论原因，是行业有基本面变化？还是有催化剂？还是资金情绪轮动到了军工？我们的看法是，经济与军事两个部门是跷跷板效应，此消彼长，相较之下军工确定性凸显。军工行业近期大的基本面的客观存在并未见显著变化，但投资者在当前环境下，结合一年来国际政治经济军事等方面的变化，主观上对于军工投资机会有了新的思考和结论，那就是百年变局下，军事能力作为关键一招，军工行业怎么重视都不为过。

如果说有催化剂的话，当前离 9 月底中调订单审批越来越近了，也有市场在传的成飞产业链上游拿到了一些口头备货的通知，一般主机厂确实要提前通知产业链上游备产备货的，无论军机导弹舰船等无一例外，后续可能还会有其他装备条线的好消息传出。针对市场期待的中调订单，也有一种担心，会不会有低预期情况发生？我们认为，军工从进入 7 月份一直调到现在，上游有些都调到 20 倍左右，军工行业内部或者这些个股自身纵向比都是历史新低，感觉大家对订单没啥高预期了，只要下来订单就行，就算超预期，就会有成长来源，就会有估值修复。

图1：上周军工（申万）涨跌幅为+0.47%，行业涨幅排名位居第4位



数据来源：iFind，东吴证券研究所

2. 百年变局之下的国家安全，重视军工行业业绩回归与估值起跳

2.1. 多维度的百年变局，军事能力作为关键一招

国家领导人在 2018 年提出了世界处于百年未有之大变局的论断，这几年从安全局势、经贸争端、疫情、到俄乌冲突，确实是前边 30 年没有见到过的全球性的密集出现的问题。全球治理规则的博弈、新一轮科技与产业革命的战略竞争加剧、某些国家丧失

了推进全球化的动力、逆全球化协作分工对自主可控的要求也变得非常迫切、还有被疫情打乱了全球正常的生产生活秩序、俄乌冲突带来了对能源资源体系和安全态势的冲击等。

从大处来讲，建国以来相对和平稳定的发展环境，改革开放 40 多年积累的海内外的财富与资产，没有军事手段的保卫作用是不可想象的；祖国完全统一的必然的历史进程，没有军事力量的推动也是难以完成的，所以军工行业也是一个怎么重视与发展都不为过的行业，这是他的历史使命所决定的，也由此会得到不受经济周期和国际政治外交局势变化等干扰因素影响的持续的政策和资源支持。

2.2. 国家安全体现高层战略意志，军事力量跟进支撑，军工行业具备高确定性天花板

美国在 2022 年《美国国家安全报告》中提到，今后 10 年是中美竞争决定性 10 年，认为在西太平洋或许还有压倒中国的机会。近年，美国不断在多个方向多个议题试探中国红线，中美博弈升级已是不争的事实，预期后续局面将随着美国进入总统大选季持续动荡。面对美国对华贸易战、科技战、情报战、南海、新疆以及台湾问题上的切香肠动作，中国需要放弃对美幻想：（1）外交上开始主动作为，积极争取国际支持及时间，应对国外对华围堵；（2）军事上追求对等威慑，需要积极扩大空海军等主力军兵种、发展隐形战斗机以及高超音速导弹等装备，作为应对美国在政治和军事上讹诈的手段，并需要为某些极端情况做准备。解放军内需、军贸外需、改革增效，构成了军工行业确定性的高天花板。

5 月 30 日，习近平主席（兼任中央国家安全委员会主席）主持 20 届中央国安委第一次会议，对目前的国家安全形势作了最新判断：强调“深刻认识国家安全面临的复杂严峻形势，正确把握重大国家安全问题，加快推进国家安全体系和能力现代化”，“要坚持底线思维和极限思维，准备经受风高浪急甚至惊涛骇浪的重大考验”。国家安全既包括内部的治理安全，也包括外部的国防军事安全，其中外部军事安全是重要的保障手段。

最高层关于国家安全的判断体现了执政重点和战略意志，没有安全就没有发展，国防军工领域的投入强度、持续性、创新性没有任何改变，相关的人事整顿是阶段性的，相应的规划检查、调整也是为了更好的更有效率的提升军事安全能力，这个核心聚焦和使命只会加强不会偏离。

2.3. 展望 2024，局势紧张遇见全球性政治选举年，主题催化不断

中国周边四个方向的局势层面，不断的面临新的斗争压力。台海方向美国操弄对台军援与在台军火库的构建，南海方向菲律宾与美国勾连增设军事基地意欲损害我南海安全与主权，西南中印两军部队有所冲突后各自进行示威性的演习与军队调动，东北亚方向日本突破战后禁忌战略上视中国为对手而大幅增加军费开支并发展远程进攻力量，中国周边面临的战略压力是逐渐加大的。

2024年不仅是美国的大选年，还是印度、俄罗斯等国家的大选年，明年可能会比较热闹。尤其是俄乌冲突能否在2024年初结束、冲突的结果是哪一方占优势，这些会很可能影响各国选情，尤其会影响美国和俄罗斯的选情。

2024年同样是台湾地区领导人选举年份，据《美丽岛电子报》8月16日发布的8月中旬民调结果，在三方参选的情势下，独派民进党赖清德获得35.7%的支持率居第一，国民党侯友宜21.9%，民众党柯文哲21.7%，如此民调格局与明年大选可能的结果，依然对两岸关系带来压力与变量风险。

2.4. 十年以来的行业成长与估值趋势

看十年以来军工行业的收入和归母净利润趋势，其中2018相比2017出现收入增速降低与净利润的负增长，原因在于当时处于十三五军改期间，人事变动较大，订单下达也受到影响，对行业的成长产生了较大不利影响。2019-2022年，军工行业再次进入成长通道，期间十三五任务抢交付、疫情、新一代装备放量是主要核心变量，可见行业的成长动力与韧性。

近一年以来，非常类似2018年，军工行业面临军队与军工部门的巡视与人事调整，同步也存在中期调整订单接力的过渡窗口期，其中，2022年相比2021年，出现收入与净利润的略降，当前以上两个因素不利影响基本触底，后续有望复制2019年后开启的成长通道。

当前军工行业动态市盈率PE-TTM近50倍，自身纵向比，除2022年4月底市场系统性风险时的45倍外，低于过去十年内围绕55倍的估值中枢。同期，军工行业在2020年下半年动态估值两次达到80倍，可见行业具备较高的估值弹性。

3. 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：中简科技、铂力特、华秦科技、菲利华、航宇科技、火炬电子。

(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。

4. 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>