

国防军工行业跟踪周报

军工行业的温故知新与变量前瞻

增持（维持）

2023年08月28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

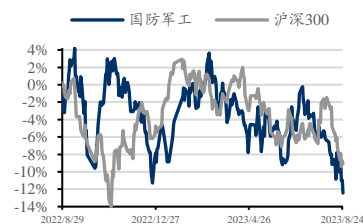
执业证书：S0600523060002

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（0821-0825），军工（申万分类）全周涨跌幅为 -4.08%，行业涨幅排名位居第 22/31 位。上周，全市场大部分行业均有明显回调，主要影响因素来自于宏观因素，扣除上述因素，军工行业自身基本面不存在周度明显变化。
- 上一轮大级别军工行情复盘：**上一轮军工行业贝塔机会主要位于 2020 年下半年。第一波是 2020 年 7 月-8 月初，核心赛道军机产业链主机厂板块与上游原材料元器件板块涨幅居前。第二波是 2020 年底估值切换，如果联合考虑第一波，构成 20200701-20210107 的上行阶段，行业总体上涨 65%。军机产业链在上述行情中核心受益，主要是市场看到了军机进入新一代机型放量周期，下游主机厂与上游原材料元器件中的核心标的，都取得了明显的超额收益。军工投资核心收益来自于业绩成长性与估值弹性，对于成长性，要优选核心赛道，即装备有较大增量增速的条线，如军机、导弹、远火以及某些新域新质装备领域。对于估值弹性，一是行业整体上受益于政治军事局势会有所上行，二是军工行业改革增效的潜力，受益于国资委改革政策推动的节奏和力度。
- 今年以来市场扰动的核心因素：**第一阶段：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。第二阶段：进入到三季度，从 7 月开始，目前也在经历连续 8 周的调整。市场关切有三：（1）近期军队体系披露部分人事调整；（2）近期军队采购信息网发布公告，倒查 2017 年以来招采过程当中违规问题线索；（3）中报业绩情况。
- 未来军工行业的潜在催化剂与宏观环境：**年内潜在催化剂：高层关于军品订单审批；军贸管理体系与组织机构调整；国资委关于央企军工改革事项的推动；新的装备进展与披露、国内实兵实弹演练、与国外联合演习等多种事件类科目。明年宏观环境：展望 2024，局势紧张遇见全球性政治选举年。中国周边四个方向的局势层面，不断的面临新的斗争压力。2024 年是全球政治大年，1 月中国台湾地区领导人选举、2 月印尼大选、3 月俄罗斯大选、5 月印度大选、11 月美国和英国大选。世界主要国家与中国周边国家和地区的政治选举结果，可能会对中国对外的政治、经济、军事与外交关系带来新的变量风险，军工行业作为集中反应上述变量的领域，有望获得市场的持续重视。
- 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

《历史观角度复盘与探讨多维变局时代下的军工行业》

2023-08-21

《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

内容目录

1. 上周军工行业走势与原因分析	4
2. 上一轮大级别军工行情复盘	4
3. 今年以来市场扰动的核心因素	5
4. 未来军工行业的潜在催化剂与宏观环境	5
5. 相关标的	6
6. 风险提示	6

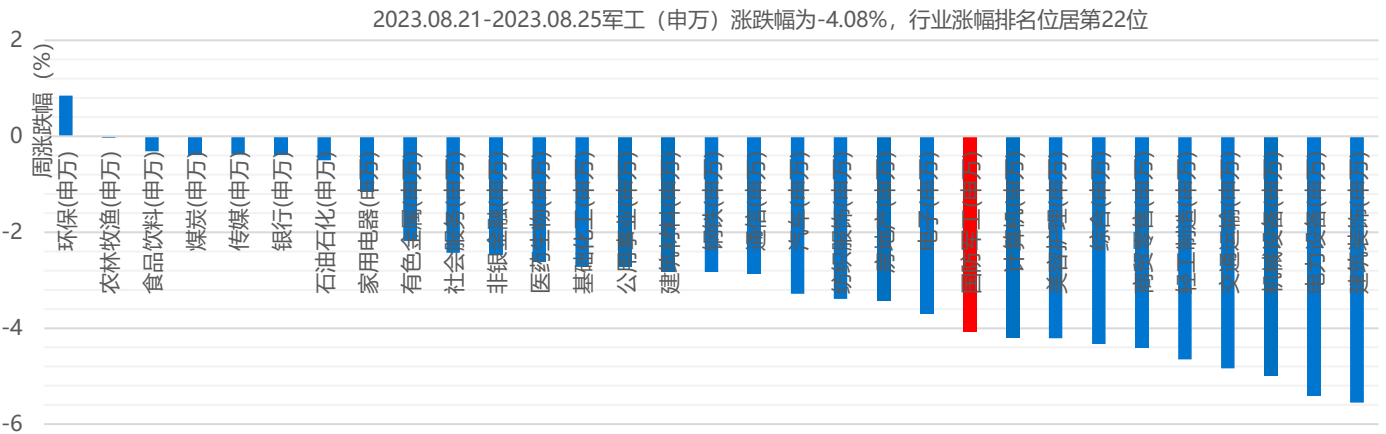
图表目录

图 1: 上周军工（申万）涨跌幅为-4.08%，行业涨幅排名位居第 22 位.....4

1. 上周军工行业走势与原因分析

上周五个交易日（0821-0825），军工（申万分类）全周涨跌幅为 -4.08%，行业涨幅排名位居第 22/31 位；年初至今涨幅为 -5.58%，行业涨幅排名位居第 17/31 位。上周，全市场大部分行业均有明显回调，主要影响因子来自于宏观因素，扣除上述因素，军工行业自身基本面不存在周度明显变化。

图1：上周军工（申万）涨跌幅为-4.08%，行业涨幅排名位居第 22 位



数据来源：iFind，东吴证券研究所

2. 上一轮大级别军工行情复盘

上一轮军工行业贝塔机会主要位于 2020 年下半年。第一波是 2020 年 7 月-8 月初，彼时近 30 个交易日，行业上涨约 50%。涨幅居前的板块有：核心赛道军机产业链主机厂板块如，中航沈飞 123%、航发动力 119%、洪都航空 93%；上游原材料元器件板块如，振华科技 112%、爱乐达 75%、中航高科 73%等。第二波是 2020 年底估值切换，如果联合考虑第一波，构成 20200701-20210107 的上行阶段，行业总体上涨 65%，涨幅居前的个股有：洪都航空 288%，鸿远电子 254%，航发动力 222%，中航沈飞 194%，宏达电子 187%，振华科技 165%，中航重机 142%等。

军机产业链在上述行情中核心受益，主要是市场看到了军机进入新一代机型放量周期，下游主机厂与上游原材料元器件中的核心标的，都取得了明显的超额收益。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，从而可以作为军工权重迎来众多增量资金的青睐，其中处于链长地位的已经激励到位的拥有改革弹性的央企机会较大。上游配套环节因其率先反应行业景气度，且整体估值较低，其中部分具备技术壁垒的高附加值的优质上游企业，取得了市场和稳健配置风格资金的关注。

军工投资核心收益来自于业绩成长性与估值弹性，对于成长性，要优选核心赛道，即装备有较大增量增速的条线，如军机、导弹、远火以及某些新域新质装备领域。对于估值弹性，一是行业整体上受益于政治军事局势会有所上行，二是军工行业改革增效的

潜力，受益于国资委改革政策推动的节奏和力度。

3. 今年以来市场扰动的核心因素

第一阶段：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，基本以振荡为主的原因。

第二阶段：进入到三季度，从7月开始，目前也在经历连续8周的调整。市场关切有三：（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；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档期，也会影响中报业绩。

行业估值演化：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。尤其是在经历前期一系列来自行业多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。

4. 未来军工行业的潜在催化剂与宏观环境

年内潜在催化剂：高层关于军品订单审批；军贸管理体系与组织机构调整；国资委关于央企军工改革事项的推动；新的装备进展与披露、国内实兵实弹演练、与国外联合演习等多种事件类科目。

明年宏观环境：展望2024，局势紧张遇见全球性政治选举年。中国周边四个方向的局势层面，不断的面临新的斗争压力。2024年是全球政治大年，1月中国台湾地区领导

人选举、2月印尼大选、3月俄罗斯大选、5月印度大选、11月美国和英国大选。世界主要国家与中国周边国家和地区的政治选举结果，可能会对中国对外的政治、经济、军事与外交关系带来新的变量风险，军工行业作为集中反应上述变量的领域，有望获得市场的持续重视。

我们认为军工行业当前位置处于底部拐点配置区域，短期随交易因素的调整不改我们对于行业的判断，即看好军工行业在改革催化与增量订单预期下的估值修复与业绩回归的戴维斯双击。

5. 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。

6. 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>