

“逆全球化”趋势下的必选项——“国防安全”

策略点评

日期：2022.07.04

分析师 朱冰倩

登记编码：S0950521080001

☎：13761213835

✉：zhubingqian@w.kzq.com.cn

相关研究

- 《“安全”+“发展”——中国市场未来底层投资逻辑》(2021/09/02)
- 《“叠叶与高节，俱从毫末生”——中国的未来之种业振兴》(2021/10/11)
- 《“安全”一强国之基——中央政治局会议点评》(2021/11/25)
- 《以“稳”为主、灵活精准——央行全面降准点评》(2021/12/07)
- 《柳暗花明，坚定看好后期 A 股表现》(2022/02/09)
- 《“安全”为本、“自主可控”——从俄乌冲突探寻中国市场投资方向》(2022/03/13)

报告要点

从国际宏观层面来说，在“逆全球化”趋势不断升级，中美竞争博弈长期持续，国际形势不稳定性不确定性明显增加的大背景下，“国防安全”是“必选项”；从国内宏观层面来说，为了确保2027年实现建军百年奋斗目标，中国也将充分用好“十四五”时期这一极其重要的时间窗口，“十四五”规划项目将逐步落地，因此未来几年中国整体国防支出预算预计将维持高增，军工行业景气度维持高位。在宏观层面有明确支撑，中微观层面上估值仍处低位，盈利能力有望改善的情况下，我们预计军工板块未来补涨空间较大，建议投资者重点关注军工板块投资机会。

“逆全球化”趋势不断升级，中美竞争博弈长期持续。“国防安全”是中国在“逆全球化”趋势不断升级，中美竞争博弈长期持续，国际形势不稳定性不确定性明显增加大背景下的“必选项”。强国必须强军，军强才能国安。军事实力是底气，没有足够的军事实力，一切都是空谈。因此，我们认为，中国在加快国防和军队现代化建设上具有强大的内生动力，未来中国将加强对军事实力的锻造，加大对军事力量的培育，我们预计未来几年中国将持续加大军费投入，整体国防支出预算增速将维持高增，军工行业景气度预计将持续向好。

确保2027年实现建军百年奋斗目标，“十四五”规划项目将逐步落地。国防支出预算的持续提高是中国提升军事实力、保障国防安全的必要条件。我们认为，军工行业景气度确定性较强，基本不受经济大环境等因素影响。为了确保2027年实现建军百年奋斗目标，中国将充分用好“十四五”时期这一极其重要的时间窗口，因此未来几年中国整体国防支出预算预计将维持高增。同时，我们预计中国也将加速推进“十四五”规划中的项目落地，持续补强军事实力，推动强军事业又好又快发展，军工行业景气度将持续向好，板块盈利能力有望持续改善。

估值仍处低位+盈利预期改善，补涨空间较大。从中微观层面来看，(1) 估值情况：仍处低位。军工板块市盈率为57.64倍，较过去5年的历史平均市盈率低13.0%，位于底部25.10%分位点；(2) 盈利能力：收入确定性较强，成本下降，盈利有望改善。我们认为，军工行业因其特殊定位，订单确定性较其他行业更强，因此收入端受经济大环境等因素影响较小，而成本端受镍、铝等上游原材料价格回落影响明显下降，利润率预计将有所抬升，军工板块盈利有望改善；(3) 行情表现：补涨空间较大。“赛道股”中军工板块年初回撤最多，但在这一轮反弹行情中涨幅明显偏弱，在宏观层面有明确支撑，中微观层面上估值仍处低位，盈利能力有望改善的情况下，预计未来补涨空间较大。

投资机会。建议投资者主要关注以下两大投资方向：(1) “机械化”对应的装备制造产业链，主要包括主机厂、新材料（钛、高温合金、碳纤维等）、航空发动机产业链、航天装备（导弹等）板块。(2) “信息化”对应的军工电子信息化领域，主要包括“国产替代”需求下的北斗GPS、军工通讯、军用半导体、军用芯片等。

风险提示： 1、国家深化装备采购制度改革可能对公司盈利造成影响；
2、原材料价格上涨超出预期；3、宏观经济环境面临严重衰退风险。

“逆全球化”趋势下的必选项——“国防安全”

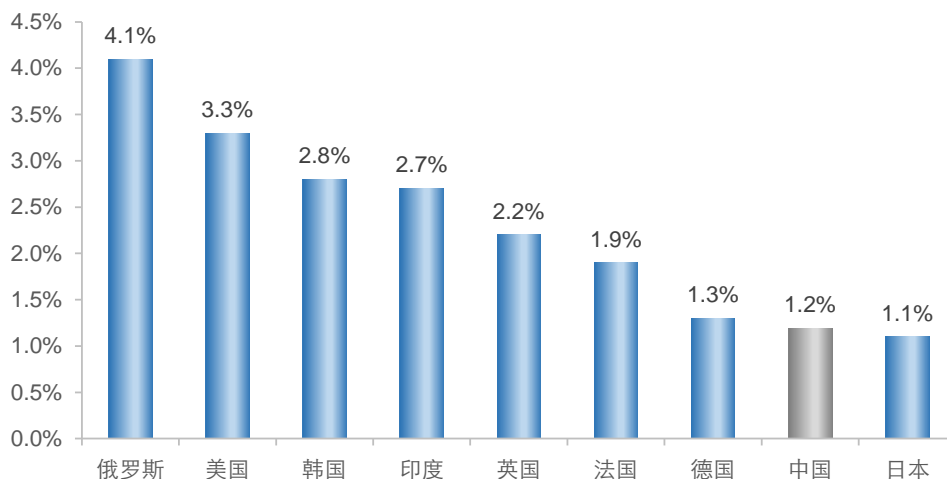
1. “逆全球化”趋势不断升级，中美竞争博弈长期持续

6月以来，海外发达经济体再次对俄加大了制裁力度，使得本因疫情限制措施逐步放开而有所修复的全球供应链再度受到重创，供应链瓶颈加剧，“逆全球化”趋势进一步凸显。我们认为，追求“效率”优先的“全球一体化”发展可能逐渐成为过去，取而代之的是各经济体在小团体范围内的“抱团取暖”，保护主义、国家优先主义逐渐抬头。如今，“逆全球化”趋势的不断升级导致了全球供应链重构，未来全球供应链瓶颈可能仍将进一步加剧。（详见今年3月发布的《“安全”为本、“自主可控”——从俄乌冲突探寻中国市场投资方向》）。

目前，大国战略博弈明显升温，国际力量对比深刻调整，国际形势不稳定性不确定性明显增加。对于中国来说，一方面处于外围“逆全球化”的浪潮之中，一方面处于中美竞争博弈长期持续的背景下，中国的发展壮大将遇到前所未有的阻力和压力，因此，保障自身“安全”显示出越来越重要的战略意义。我们在去年9月初发布的《“安全”+“发展”——中国市场未来底层投资逻辑》报告中提到，“国防安全”、“粮食安全”、“供应链安全”、“资源安全”和“经济安全”是“安全”这一维度下的五大立足之本，为中国整体未来“发展”奠定坚实基础。其中，“国防安全”始终是维护国家安全的“定海神针”，强国必须强军，军强才能国安。军事实力是底气，没有足够的军事实力，一切都是空谈。我们将其置于“五大安全”之首，正是为了表明“国防安全”是维护国家安全的保底手段，也是保障其余四大“安全”的前置条件，是在“逆全球化”趋势不断升级、中美竞争博弈长期持续、国际形势不稳定性不确定性明显增加的大背景下的“必选项”。

近年来，中国综合国力逐步抬升，近逼美国，已成为世界第二大经济体，但国防实力同中国国际地位还不相适应，这也是中央多次提到要“促进国防实力和经济实力同步提升”的原因。从图表1可以看到，目前中国的国防支出占GDP比重与全球其他主要经济体相比仍有较大差距。2021年，中国的国防支出占GDP比重为1.2%，明显低于俄罗斯的4.1%、美国的3.3%和印度的2.7%，在各大主要经济体中明显较低。为弥补与美国等发达国家在武器装备上的技术差距，促进国防实力和经济实力同步提升，中国需要大量的军费投入作为支撑，以期聚力国防科技自主创新、原始创新，加快突破关键核心技术，牢牢掌握发展命脉，加速战略性前沿性颠覆性技术发展，积极抢占军事竞争战略制高点。

图表1：2021年中国国防支出占GDP比重与发达国家相比仍有较大差距



资料来源：《TRENDS IN WORLD MILITARY EXPENDITURE, 2021》，Wind，五矿证券研究所

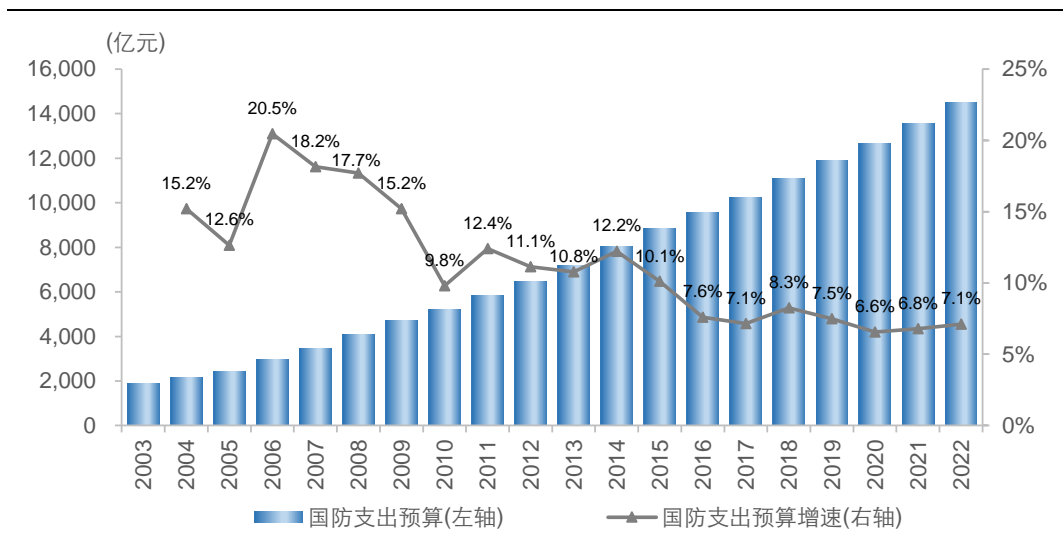
因此，我们认为，在“逆全球化”趋势不断升级，中美竞争博弈长期持续，国际形势不确定性明显增加的大背景下，中国在加快国防和军队现代化建设上势必具有强大的内生动力，未来中国将加强对军事实力的锻造，加大对军事力量的培育，我们预计未来几年中国将持续加大军费投入，整体国防支出预算增速将维持高增，军工行业景气度预计将持续向好。

2. 确保 2027 年实现建军百年奋斗目标，“十四五”规划项目将逐步落地

2022 年的政府工作报告提出，要深入贯彻习近平强军思想，贯彻新时代军事战略方针，扣牢建军一百年奋斗目标，全面深化练兵备战，坚定灵活开展军事斗争，捍卫国家主权、安全、发展利益。“十四五”规划中，中央就已提出要全面加强练兵备战，提高捍卫国家主权、安全、发展利益的战略能力，确保 2027 年实现建军百年奋斗目标，2035 年基本实现国防和军队现代化。今年的政府工作报告，既是对“十四五”规划的延续，又是鉴于目前国际形势不稳定性不确定性明显增加的大背景对“强军”提出了更明确的要求。

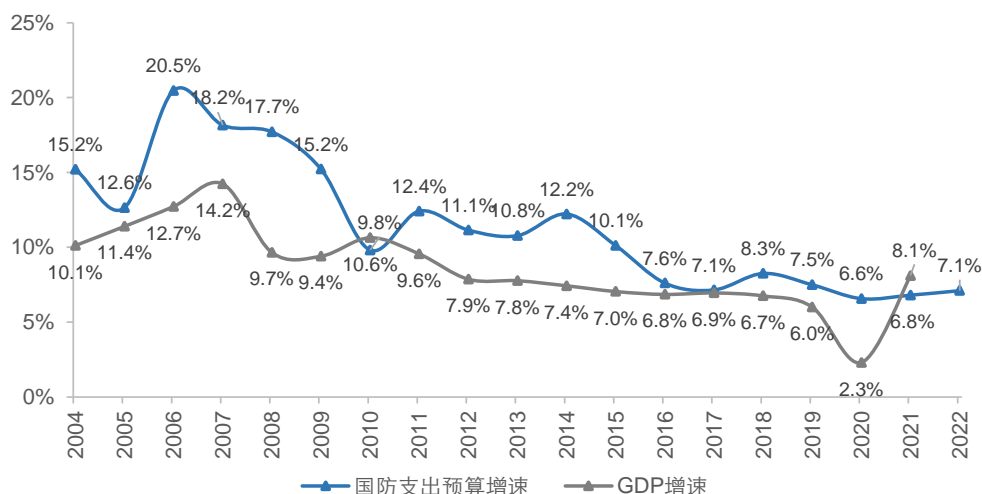
未来几年中国整体国防支出预算预计将维持高增。根据全国人大会议发布的预算草案报告，2022 年国防支出预算为人民币 1.45 万亿，较 2021 年同比增长 7.1%，高于 2021 年 6.8% 的增速水平，这是中国自 2019 年以来军费预算增幅首次突破 7%。国防支出预算的持续提高是中国提升军事实力、保障国防安全的必要条件。

图表 2：中国国防支出预算增速加快，2022 年同比增长 7.1%



资料来源：Wind，五矿证券研究所

军工行业景气度确定性相对较强。另外，根据历史经验，国防支出预算基本以高于 GDP 增速的速度增长，且基本不受经济大环境等因素影响。例如 2020 年，在新冠疫情的冲击下，国防支出预算仍然实现了 6.6% 的增速，远高于 2.3% 的 GDP 增速，体现了军工行业稳健、确定性较强的行业特征，在目前全球经济下行的大背景下，我们认为未来军工行业景气度确定性较强的特征将持续为投资者带来投资红利。

图表 3: 国防支出预算基本不受经济大环境等因素影响


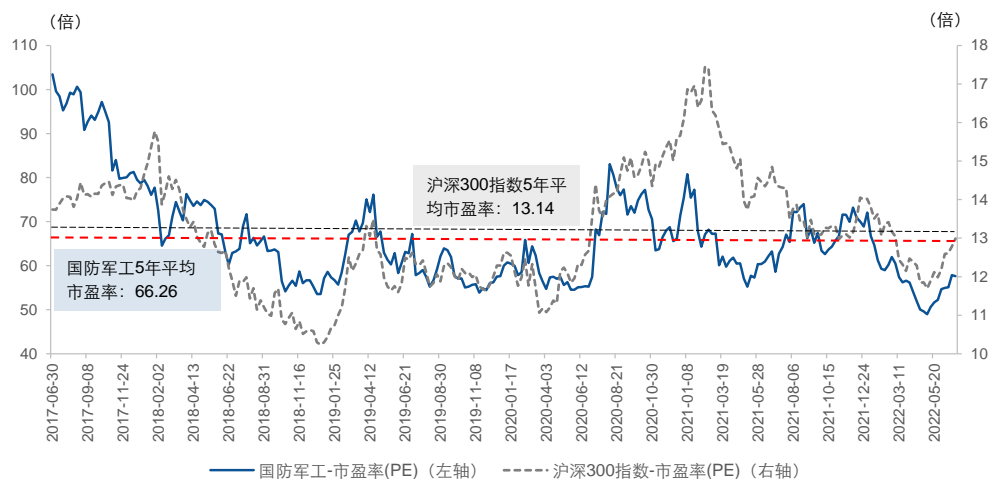
资料来源: Wind, 财政部, 国家统计局, 五矿证券研究所

“十四五”时期是确保 2027 年实现建军百年奋斗目标重要的时间窗口。我们认为, 为了确保 2027 年实现建军百年奋斗目标, 中国也将充分用好“十四五”时期这一极其重要的时间窗口, 因此未来几年中国整体国防支出预算预计将维持高增。同时, 我们预计中国也将加速推进“十四五”规划中的项目落地, 持续补强军事实力, 推动强军事业又好又快发展, 军工行业景气度将持续向好, 板块盈利能力有望持续改善。

3. 估值仍处低位+盈利预期改善, 补涨空间较大

1) 估值情况: 仍处低位

2022 年以来, 军工板块估值水平 (国防军工指数 (申万) 市盈率 (PE-TTM)) 一直位于 5 年平均 (66.26 倍) 以下, 当年均值为 57.66 倍, 板块整体仍处低位。截至 2022 年 6 月 30 日, 军工板块市盈率为 57.64 倍, 较过去 5 年的历史平均市盈率低 13.0%, 位于底部 25.10% 分位点。同期, 沪深 300 指数市盈率为 12.99 倍, 较过去 5 年的历史平均市盈率 (13.14 倍) 低 1.1%, 位于底部 48.24% 的分位点。

图表 4: 军工板块估值仍处低位, 位于底部 25.10% 分位点


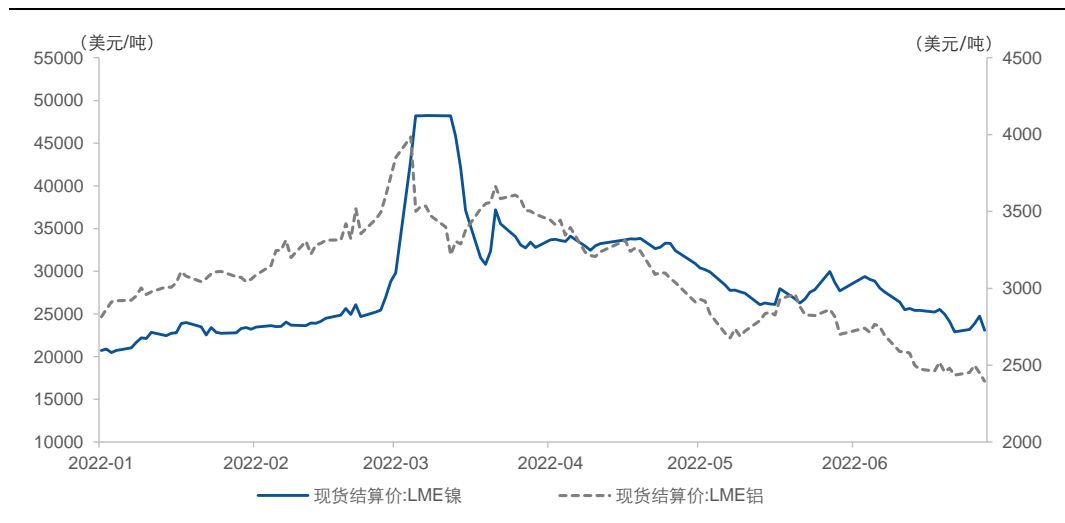
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

2) 盈利能力：收入确定性较强，成本下降，盈利有望改善

受俄乌冲突影响，今年一季度大宗商品价格暴涨，以镍为首的军工上游原材料首当其冲，金属价格剧烈波动，一度导致伦敦金属交易所紧急暂停镍交易。今年3月下旬开始，随着全球经济衰退预期增强，中期需求受到压制，大宗商品价格开始出现大幅回落。截至2022年6月30日，LME镍现货结算价格已由3月中旬的最高值48,241万美元/吨下降至23,100万美元/吨，基本恢复到今年1-2月的水平。除镍以外，铝、镁等军工上游原材料价格自3月起也不断下行，有利于缓解军工上游制造的成本压力。

尽管全球经济衰退预期增强，下游需求低迷，但军工行业因其特殊定位，订单确定性较其他行业更强，因此收入端受经济大环境等因素影响较小，而成本端受镍、铝等上游原材料价格回落影响明显下降，利润率预计将有所抬升，军工板块盈利能力有望改善。

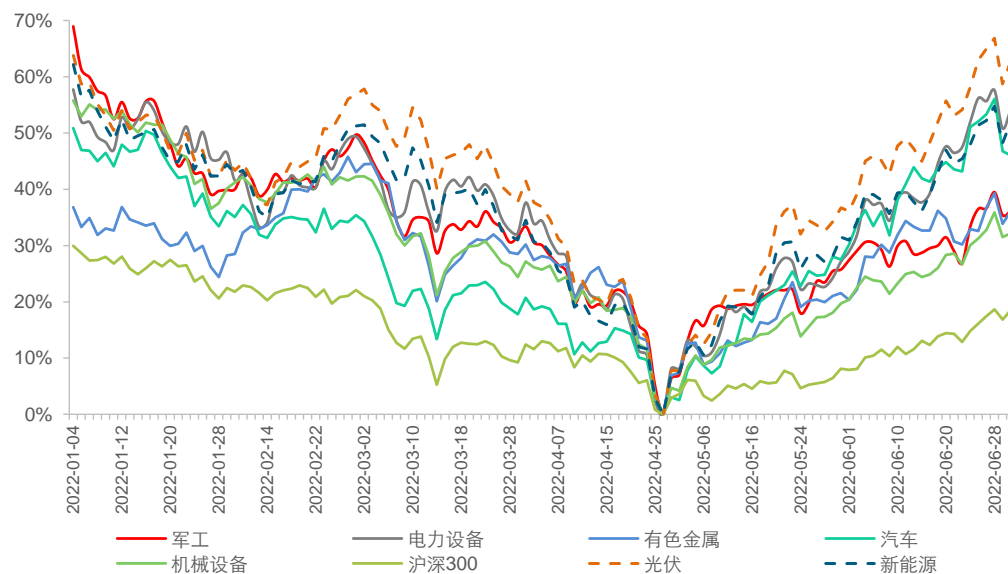
图表 5: 军工上游原材料价格回落明显



资料来源：Wind，五矿证券研究所

3) 行情表现：补涨空间较大

2022年初以来，A股市场普遍大幅下跌，沪深300指数最多跌近30%，其中，“赛道股”回撤更为明显，如果以2022年4月26日（年初以来最低点）为基日，我们可以发现，军工板块回撤最多，高达69.0%，而光伏、新能源、电力设备、机械设备和汽车板块分别回撤63.8%、62.2%、57.8%、55.8%和50.9%；反观2022年4月26日开始的这一轮反弹行情，军工板块在前两周率先反弹后走势逐渐趋弱，截至6月30日共上涨36.1%，明显弱于光伏、电力设备、新能源和汽车板块62.7%、54.1%、51.9%和46.0%的涨幅。因此，我们认为，在宏观层面有明确支撑，中微观层面上估值仍处低位，盈利能力有望改善的情况下，军工板块未来补涨空间仍然较大。

图表 6：“赛道股”中军工板块反弹明显较弱，补涨空间较大


资料来源：Wind，五矿证券研究所

投资机会

从国际宏观层面来说，在“逆全球化”趋势不断升级，中美竞争博弈长期持续，国际形势不稳定性不确定性明显增加的大背景下，“国防安全”是“必选项”；从国内宏观层面来说，为了确保 2027 年实现建军百年奋斗目标，中国也将充分用好“十四五”时期这一极其重要的时间窗口，“十四五”规划项目将逐步落地，因此未来几年中国整体国防支出预算预计将维持高增，军工行业景气度维持高位。在宏观层面有明确支撑，中微观层面上估值仍处低位，盈利能力有望改善的情况下，我们预计军工板块未来补涨空间较大，建议投资者重点关注军工板块投资机会。

“十四五”规划中就已经提到，要坚持以机械化为基础、信息化为主导、智能化为方向，推动机械化信息化智能化融合发展，积极培育孵化战斗力新的增长极，在推进智能化进程中发展高度发达的机械化和更高水平的信息化，引领国防和军队现代化转型升级。要坚持自主创新战略基点，聚力国防科技自主创新、原始创新，加快突破关键核心技术，牢牢掌握发展命脉。要紧盯全球科技创新动向，加速战略性前沿性颠覆性技术发展，积极抢占军事竞争战略制高点。要加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展，加强高技术、新概念武器装备建设，推动武器装备现代化水平加速迈入世界先进行列。

我们认为，从国家发展目标可以看到，未来中国军工行业的主要发力点将集中在拥有“高端技术”、“自主可控”的“机械化”和“信息化”领域。因此，我们建议投资者主要关注以下两大方向的投资机会：

(1) “机械化”对应的装备制造产业链，主要包括主机厂、新材料（钛、高温合金、碳纤维等）、航空发动机产业链、航天装备（导弹等）板块。

(2) “信息化”对应的军工电子信息化领域，主要包括“国产替代”需求下的北斗 GPS、军工通讯、军用半导体、军用芯片等。

风险提示

- 1、国家深化装备采购制度改革可能对公司盈利造成影响；
- 2、原材料价格上涨超出预期；
- 3、宏观经济环境面临严重衰退风险。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现,也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A股市场以沪深300指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
		无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可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。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也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。本公司及作者在自身所知范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此,投资者应当考虑到五矿证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A座2208室 邮编:200120	地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 邮编:518035	地址:北京市海淀区首体南路9号4楼603室 邮编:100037

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations		Ratings	Definitions
The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: Room 2208, 22F, Block A, Eton Place, No.69 Dongfang Road, Pudong New District, Shanghai
 Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
 Postcode: 518035

Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing
 Postcode: 100037