

买入军工正当时

国防军工

近期市场对部分行业政策调整、国际关系变动等“边际变化”较为敏感，行业轮动加快，这体现出变革时期选择投资方向的复杂性。由于对未来形势难以给出清晰的预测，伴随而至的各种担忧容易导致悲观情绪被放大。

传统意义上所谓“能把控的确定性”日益弱化，不确定性大大增加，这也意味着定价错误难免会出现。有定价错误的空间才可能有均值回归的机会。在这种情况下，政策友好、运行独立、逻辑顺畅、有增量市场的军工行业具有鲜明优势。

分析与判断：

► 军工行业较为独立。

军工行业生产销售自成一体，并且以内需为主。军工发展具有紧迫性，属于政策友好型行业。除在产业链内部的不同环节进行利益分配外，军工与其它行业的关联度并不高。三季报显示，上游军工电子、新材料、航空零部件的**存货**同比均大幅增长，这是生产任务饱满、产业链积极备产备货的标志。未来战争方向是智能化、精确化和小型化，**军工电子**面向各类装备，在信息化提升和国产替代的推动下，预计未来若干年都有较快的增长。

► 军工行业牵引科技创新。

除保家卫国外，针对尖端技术的研发，军工产业还承担了一个价格不敏感的早期采购者角色。以美国为例，其军工产业对于尖端技术的追逐已经到了“**豪无人性**”的地步。军工对于成本的接受程度远高于民用商业，由此，研究尖端技术的科研院所或机构就能获得第一笔可以活下去的资金，之后通过不断地改进优化、降低成本，很多技术逐渐进入民用市场。

真正通用型的高新科技成果往往由军事部门提出需求，由国家斥巨资研制，并在军品领域率先运用。高新技术通过军品（产品）的试验验证，成熟后转移到民品（商品）上，以军民融合的方式实现社会效益和经济效益最大化。从目前看，**C919大飞机、无人机、卫星互联网、特种芯片和元器件**等产业体现了军民融合的巨大空间。

► 军贸增量市场逐步打开。

在本次珠海航展和巴基斯坦防务展上，无人机领域的翼龙系列、彩虹系列、WJ-700等装备吸引了现场专业观众与众多媒

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：陆洲

邮箱：luzhou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520110001

研究助理：林熹

邮箱：linxi2@hx168.com.cn

体广泛关注。军火贸易不仅可以带来经济利益，而且是重要的战略工具。首先，军火贸易可以获得不同于一般民品销售利润的特殊垄断利润。其次，可以通过大规模生产来降低本国装备这些武器的成本。第三，武器出口国销售的不仅仅是装备，更重要的是通过后勤保障、技术维护和支持，将自身的军事系统进行体系化延伸。因此，军火贸易是外交态度和战略意图的体系构成部分。

► 估值切换凸显优势。

年初至今，中证军工指数跌幅达 19.80%，板块估值充分消化。截至 2022 年 11 月 18 日，中证军工指数 PE 为 58 倍，处于十年 22.4%分位点，两年 55.3%分位点，**基本回到 2020 年 7 月本轮军工行情启动之前**。需要注意的是，这里的 58 倍并不具备代表性，因为军工各细分产业的估值差异较大，**除少数主机厂和次新股外，大部分拥有核心军工资资产的市场主流标的对应 2023 年 PEG 都小于 1，甚至部分低估值细分行业明年估值不到 20 倍。**

举例来看，军用 MLCC 板块对应 22/23 年 PE 分别为 21、16 倍；航空零部件板块分别为 34、24 倍；新材料板块分别为 45、31 倍；军用芯片板块分别为 65、46 倍；主机厂分别为 79、53 倍。上述板块中的优质龙头公司如**鸿远电子、爱乐达、宝钛股份、奥普光电、紫光国微、中航沈飞**等，估值都处于低位。当前，业绩增长已经成为板块核心驱动因素，四季度为军工传统旺季，利润环比确定增长，估值切换机会来临。

投资建议

我们重点推荐军工电子产业链和飞机产业链，同时推荐军民高度融合的造船行业：

军工电子

电子对抗产业链：在复杂电磁作战环境下，雷达、电磁干扰等电子对抗装备重要性日益凸显，投入不断加大。重点关注微波组件等元器件产品。

机载电子产业链：航电产业链优化升级，机载芯片等需求旺盛。

精确制导产业链：地缘政治摩擦加剧，实战化、实弹化演练日趋频繁，精确制导武器需求快速增长，重点关注导引头各类器件、数据链产品等。

卫星产业链：卫星应用场景逐步拓宽，卫星制造进入快速迭代、工业化、批量化时代。重点关注星载特种芯片环节。

军机及航空发动机

无人机：俄乌冲突凸显无人机智能化、无人化优势，目前国内已建立成熟的无人机需求谱系，即将进入需求释放阶段，今年起或能频繁看到订单落地。

发动机：在新型军机加速更新列装、存量军机换发周期缩短两大核心逻辑驱动下，现有发动机型号进入快速放量阶段，在研新型号持续加速推进，航发产业链上下游迎来黄金发展期。

航空材料：碳纤维复材、高温合金和钛合金等先进材料受型号放量+渗透率提升双重逻辑驱动。

造船：当前新船订单暴涨，船位紧缺，国内大部分主要船厂船位排期已到 2025 年初，供不应求的形势下船价上涨至少 30%，行业景气周期已至。

受益标的

军工电子：鸿远电子、火炬电子、紫光国微、奥普光电、复旦微电、臻镭科技、铖昌科技、振华风光、国博电子等

军机及发动机产业链：爱乐达、中航重机、航宇科技、航发控制、航发动力、航天彩虹等

新材料：光威复材、西部超导、宝钛股份、图南股份、钢研高纳等

造船：中船防务等

风险提示

装备研制及批产进度不及预期；国际局势不确定性等。

分析师与研究助理简介

陆洲：华西证券研究所军工行业首席分析师，北京大学硕士，11年军工行业研究经验。曾任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，东兴证券研究所所长助理兼军工行业首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

林熹：华西证券研究所军工行业研究助理，伦敦国王学院会计硕士，2022年加入华西证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。