2023 年 02 月 01 日
证券研究报告|行业研究|军工行业点评

国防军工

投资评级 增持
维持评级

策略：底部清晰，军工板块或迎来新一轮估值抬升

报告摘要

随着疫情扰动逐步消散、经济基本面预期改善，叠加流动性预期宽松、估值水平相对合理等因素，A 股市场情绪回暖，为军工行业估值修复和扩张提供了外部条件。

春节前最后一个交易周，国防军工（申万）指数（+5.18%），行业（申万）排名（4/31）。军工板块（申万）成交量为 922 亿元，军工板块（申万）占 Wind 全 A 成交量的比重为 2.49%，连续两周回升。截至 2023 年 1 月 20 日，主要军工 ETF 基金份额提升 12.7%，近一周提升 2.5%，军工热度回升。

从板块表现来看，近期行情受到如下方面影响：

① 市场风格变化

2023 年截至 1 月 27 日，上证综指（+5.68%），深证成指（+8.76%），创业板指（+10.19%），实现了较大幅度的上涨，国防军工(申万)（+3.36%）行业并未取得超额收益。一方面，随着疫情缓解，复苏方向业绩预期上调，军工作为免疫行业比较优势降低；另一方面，疫情影响企业生产，增速下滑，降价等诸多担忧仍旧影响行业信心；与此同时，自年初以来，北上资金大幅提升，但军工行业净流入占比不足 1%。

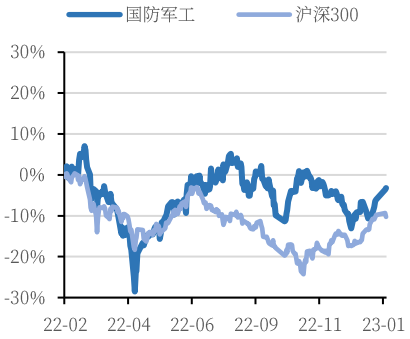
② 改革提速，军工资产注入隐含期权依然存在

中航电测 1 月 12 日公告，筹划发行股份购买中航成飞 100%股权，成飞产业链部分企业受此催化，实现了上涨，如爱乐达、中简科技、光韵达、利君股份等。与此同时，部分资产证券化水平相对较低的央企下属企业得到市场关注，如航发科技等。

近期，军工央企下属企业资产重组呈现明显提速态势，如中直股份拟发行股份购买昌飞、哈飞 100%股权；乐凯新材拟发行股份并募集配套资金购买航天能源 100%股权、航天模塑 100%股份等等。

改革（资产证券化、资产注入、院所改制、混合所有制改革、员工持股、股权激励等行动措施，可提升或预期提升军工上市公司资产质量及盈利能力），一度是军工行业的重要逻辑之一，也是过去支撑军工行业较高估值的

行业走势图



作者

董忠云 分析师
SAC 执业证书：S0640515120001
联系电话：010-59562478
邮箱：dongzy@avicsec.com

张超 分析师
SAC 执业证书：S0640519070001
联系电话：010-59219568
邮箱：zhangchao@avicsec.com

相关研究报告

军工行业周报：底部清晰，改革助力 —2023-01-29

【中航证券军工】信息化武器装备的精灵——军用电子元器件产业深度报告 —2023-01-17

2023 年军工行业投资策略：战地黄花分外香 —2023-01-14

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

重要因素。长期以来，资本市场对军工行业的资产重组充满期待，资产注入也成为历史上若干次行情启动的重要逻辑。

改革是蓄力的过程，是量变到质变的过程，军工行业的改革，是真正激发产业内在活力、快速提升行业效率的根本要求。军工行业资产注入的隐含期权依然存在：军工集团优质资产大量存在于体外，资产重组依然是各军工集团资产证券化的重要手段之一，资产注入的可能性始终会为军工行业带来了其他行业难以具备的投资价值。

军工改革层面，近期有如下密集的事件和因素：

1. 国企改革三年行动圆满收官，谋划新一轮深化国企改革行动方案

2023 年 1 月 5 日，国资委召开中央企业负责人会议，会议强调乘势而上组织开展新一轮国企改革深化提升行动，坚持社会主义市场经济改革方向，以更大力度打造现代新国企，着力完善中国特色国有企业现代公司治理，更好发挥中央企业核心功能。1 月 17 日，国资委新闻发言人彭华岗在国新办新闻发布会上表示，2023 年将乘势而上组织开展新一轮的改革深化提升行动，巩固深化国企改革三年行动的成果，以提高核心竞争力和增强核心功能为重点，谋划新一轮深化国企改革的行动方案。1 月 31 日，全国国有企业改革三年行动总结电视电话会议召开并强调，围绕提高核心竞争力和增强核心功能，继续谋划和推动国企改革。

2. 央企 2023 年考核目标更强调高质量发展和提质增效

2023 年 1 月 5 日，国资委召开中央企业负责人会，2023 年中央企业“一利五率”目标为“一增一稳四提升”，“一增”即确保利润总额增速高于全国 GDP 增速，力争取得更好业绩；“一稳”即资产负债率总体保持稳定；“四提升”即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升。2023 年央企经营指标与总体目标再次得到优化，有望进一步加速军工央企提质增效与收入质量改善，盈利能力以及现金流情况提升。

3. 军工央企工作会陆续召开，深化改革仍是 2023 年重点工作

军工央企作为我国军工行业各细分板块的核心参与者，其经营情况对军工行业整体景气度具有指引意义。从军工央企披露情况来看，2022 年，航空工业超额完成“十四五”阶段目标任务；航天科技圆满完成经营指标；中国电科强军兴军、科技创新、生产经营等主要指标再创历史最好水平等，军工行业在 2022 年需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续加大，多种超预期因素冲击的严峻形势下，保持了较好的发展态势。2023 年，军工

集团将持续推进聚焦主责主业，提升科研能力，加快产业布局优化和结构调整，深化改革等重点工作。

③ 业绩落地，估值切换

随着 2022 年业绩预告或业绩逐步落地，板块将迎来估值切换。我们预计军工行业 2023 年增速有望进一步提速，理由有如下几点：

1. 延迟交付订单存在跨周期确认。

军工行业是“需求免疫”行业，但从供给的角度而言，产业链整体难以避免疫情冲击、外部扰动等因素的影响，进而影响到生产、交付和确认的节奏。军工下游与中上游存在一定的时间差，一般而言会提前备产备货，对短期的冲击有较强的抗风险能力，完成生产交付目标。对于中上游企业，2022 年需求没有发生变化，但产能瓶颈以及外因影响的生产交付对供给侧的冲击仍是军工企业持续高增长的两个主要矛盾，这两个矛盾或对军工相关的配套企业业绩增速提速产生一定的影响。

随着疫情影响逐步消除，企业回归正常生产节奏，延期交付订单或跨周期确认至 2023 年利润表中。

2. 产能有序释放，供不应求情况缓解。

自 2021 年以来，军工相关企业纷纷启动扩产，以迎接快速增长的下游需求。但军品以销定产，需求向供给传导存在滞后：下游需求传导至生产供给端出现滞后，产能缺口持续存在，这种状态预计于 2023 年得到缓解。2023 年，上一轮扩产预计逐步落地，如材料类、中游各环节等，产能落地将对业绩提速形成强有力支撑。

3. 大额订单逐步落地，需求景气持续

2021 年，中航沈飞、航发动力、洪都航空等大额合同负债落地；2022 年，中航西飞合同负债落地，中直股份公告预计 2023 年将收到客户大额预付款。与之对应，2022 年以来，军工配套企业有较多大额订单落地，如雷电微力收到 24 亿元订单合同，中简科技收到 22 亿元合同等等，新增订单逐步落地，需求景气持续。

④ 地缘政治事件

1 月 27 日，乌克兰驻法国大使表示，截至当天，美国、德国等西方国家承诺向乌克兰提供 321 辆主战坦克，俄罗斯同日指责，西方国家此举会将冲突推想新高度，美国试图通过军事援助延长冲突。同时，近期，据美国媒体报道，美新上任众议院院长麦卡锡正在为窜访我国台湾省做准备。

地缘政治事件对军工行业行情短期影响，按照重要性先后次序，可分为三个方面：

事件和中国的相关度，如 2017 年中印洞朗地区对峙＞朝鲜导弹发射＞中东地区冲突；

事件发生时市场风险偏好高低，如风险偏好较高，容易出现情绪性刺激，如风险偏好较低，则往往波澜不惊；

事件持续时间，短期的或一次性的事件，无法形成持续性刺激，多现“一日游”甚至“高开低走”，而如 2016 年南海仲裁、2017 年中印对峙等事件，则形成了短期中等级别的行情表现。

中长期看，对于地缘政治事件的关注，更应该重视其背后深刻机理，判断对军工行业的长期影响，坚定对武器装备建设的紧迫性、重要性的认识和信心。中共中央政治局 2022 年 7 月 28 日就深入实施新时代人才强军战略进行第四十一次集体学习，习近平发表重要讲话，未来 5 年，我军建设的中心任务就是实现建军一百年奋斗目标。这种关键性定性表述，更是行业大逻辑、长逻辑。强国必须强军，军强才能国安，当前仅仅是军工行业全面扩产的早期，仅仅是实现“2027、2035、2050”三个重要目标的开始，仅仅是军工行业黄金时代的序幕。军工行业有望迎来一个成长和价值兼备且景气度持续提升，高景气增长预期不断被巩固、兑现验证并强化的新时期和大时代。

截至 2023 年 1 月 27 日，国防军工（申万）指数 PE 为 52.77 倍，处于 2014 年来的 2.86%分位，仍旧处于相对底部区间。随着市场情绪回暖，军工关注度提升，叠加地缘政治事件发酵的催化，军工板块或迎来新一轮估值回升。

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券军工团队：规模 20 余人，为资本市场最大的军工研究团队，依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势，以军工品质从事军工研究，以军工研究服务军工行业，力争前瞻、深度、系统、全面，覆盖军工行业各个领域，服务一二级资本市场，同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队：

李裕淇，18674857775，liyuq@avicsec.com，S0640119010012
李友琳，18665808487，liyoul@avicsec.com，S0640521050001
曾佳辉，13764019163，zengjh@avicsec.com，S0640119020011

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。
风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558
传　　真：010-59562637