

国防军工行业点评报告

外交与军事博弈升温，水下防御与弹药概念阶段活跃

增持（维持）

投资要点

■ 上周行业走势情况

上周军工（申万）周涨跌幅-1.87%，行业排名第 17 位，近两周行业受军费增速传言影响，核心赛道上中下游承压，围绕改革、局势变化两个方面的多个热点事件而波动。上周前三个交易日，改革逻辑的航天板块持续表现，围猎潜航器的消息带动了水下防御板块，但持续性较差。上周四和周五，全市场同步调整，军工行业走出了独立逻辑，有传闻称某机场空域被军事占用一度加剧了全市场的恐慌调整；上周五军工行业在单边下跌 1.5% 后大幅拉升翻红最终收-0.5%，独立拉升的原因系市场消息称美国防部官员访问台湾，弹药板块多个标的大涨带动了反弹。

■ 近期行业运行关键词与解读

外交与军事博弈升温：1) 菲律宾总统召见我大使表达对仁爱礁激光照射事件严重关切，标志着在东北亚、东南台海、西南中印三个方向之后，新增南海方向不确定性；2) 美国国防部中国事务助理副部长蔡斯 17 日突访台湾，台湾亦有官员访美互动，美台军事合作态势明朗，我们在军费投入，装备列装等方面必须加强针对性准备；3) 俄乌战争爆发即将一周年，战争或将走到关键的阶段；4) 王毅访问欧洲多国，后续也将访问俄罗斯。王毅对美国不顾自身信誉和利益，先有经贸制裁后再滥用武力，对如此明火执仗的豪夺进行批驳，展示了中国的立场和态度。

水下防御与弹药概念活跃：1) 军方在渤海湾围猎不明潜航器消息带动了水下防御板块，如中科海讯、中国海防；2) 上周五美国防部官员访台消息传出后，弹药板块活跃，如为新余国科、天秦装备、长城军工等。

核心赛道全产业链继续承压：近期军工行业核心赛道受军费增速调降的传言持续承压，我们一直以来的观点：1) 当前处于新一代主力装备放量列装以及下一代装备密集研发进程中，军费增速调降的传言很可能不靠谱；2) 一二级市场也是军工行业发展资金的重要来源，倒逼提升资产质地、盈利上限有利于市值扩张；3) 中长期看军费提升仍有较大空间，我国军费与 GDP 比重与全球主要军事国家的水平差距较大；4) 军费投入具有结构性，军机、导弹依然是分配重点；同时在新的大单采购制度下，头部企业在规模效应可以快速降低成本，提升盈利能力。另外，3 月初两会即将开始，真实的军费增速数字也将揭晓，当前受低预期的压制，届时军工行业或将走出利空出尽或增速超预期的反弹行情。

改革主线持续：2023 是十四五攻坚叠加二十大开局，今年改革大年值得期待。航空工业近期动作频频，其他军工集团的改革动作值得期待，其中航天板块的航天晨光、航天科技、航天长峰，在近期受军费增速预期扰动过程中依然走势较强，进一步体现了市场对于改革主线的重视。

■ 近期可重点关注的方向、思路与标的

军工板块在局势与改革双重驱动下，局部呈现持续的活跃。当前依然处于行业正面利好因素积累，积累量变逐渐向质变转化过程中，看好真正具备核心资产的改革逻辑的标的。基于对标改革逻辑，关注核心赛道央企标的：中航西飞、洪都航空、江航装备；基于业绩超预期，关注受益于导弹放量，符合低成本化趋势，处于盈利拐点：铂力特。

■ 风险提示：成飞借壳审批风险、业绩不及预期风险、改革不及预期风险。

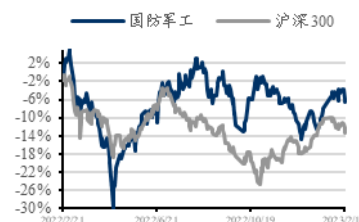
2023 年 3 月 1 日

分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

行业走势



相关研究

《成飞集团借壳中航电测八连板，后续对军工行业影响分析》
2023-02-14

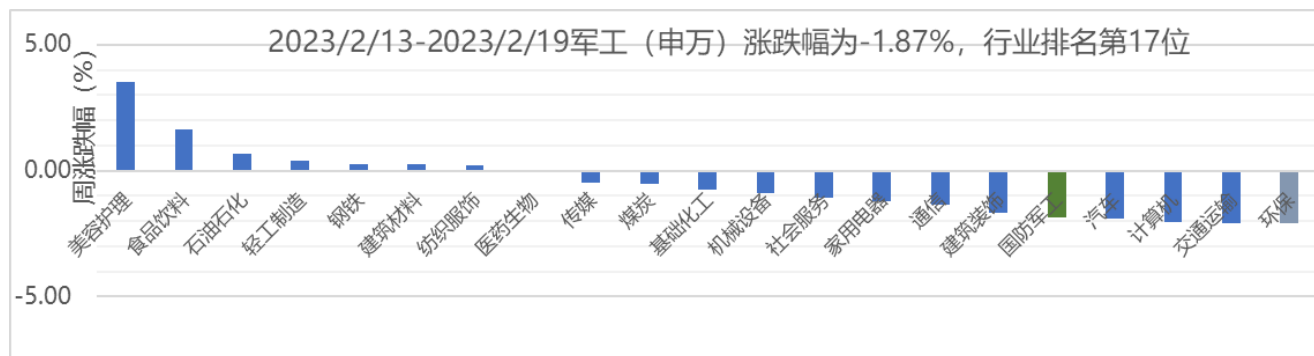
《非主战装备赛道持续活跃，军费增速预期扰动不改结构性机会》
2023-02-12

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢 **苏立赞**、**钱佳兴** 和 **许牧** 的指导。

1. 上周行业走势情况

上周军工（申万）延续调整态势，全周涨跌幅为-1.87%，行业涨幅排名位居第 17 位。近两周，军工行业受军费增速传言影响，核心赛道上中下游均承压，行业围绕改革、局势变化两个方面的多个热点事件而波动。

图1：上周军工（申万）涨跌幅为-1.87%，行业涨幅排名位居第 17 位



数据来源：wind，东吴证券（香港）

上周前三个交易日，改革逻辑的航天板块持续表现，渤海围猎潜航器的消息带动了水下防御板块，但持续性较差，上周一上涨后上周三即进入调整。上周四和上周五，全市场同步调整，军工行业除了跟随大势以外，也走出了独立逻辑。其中，上周四有传闻称某机场空域被军事占用，一度加剧了全市场的恐慌调整；上周五军工行业在单边下跌1.5%后大幅拉升翻红最终收-0.5%，独立拉升的原因在于市场消息称美国防部官员访问台湾，弹药板块多个标的大涨带动了反弹。

2. 近期行业运行关键词与解读

2.1. 外交与军事博弈升温

前期，我们提示中国周边在东北亚、东南台海、西南中印多个方向面临着多重挑战，近期，菲律宾总统召见我大使表达对仁爱礁激光照射事件的严重关切，中国与菲律宾关系生变，标志着在前三方向之后，新增南海方向的不确定性。

美国国防部中国事务助理副部长蔡斯 17 日突访台湾，蔡斯是拜登任内访台的国防部最资深高管，这是中美经气球事件后美军方的最新挑衅性动作，同时，台湾亦有官员访美互动。美台军事合作的态势已经明朗，除了军贸军援之外，美国还在台训练兵员，设立弹药库，以及谋求在台生产武器装备等，我们在军费投入，装备列装、练兵备战、作战决心等方面必须加强针对性准备。

俄乌战争爆发即将一周年，双方都在边境集结军队备战，准备在未来几周内发动新的春季攻势。在前期，美国和北约一再突破俄罗斯警告的援乌的武器装备类型红线，预计俄方也将投入更多兵员和重型装备，俄乌战争或将走到关键的阶段。

新任中央外事办主任王毅访问欧洲多国，在德国出席慕尼黑安全会议并与美国务卿布林肯进行非正式接触，后续也将访问俄罗斯。王毅对美国不顾自身信誉和利益，先有经贸制裁后再滥用武力，对如此明火执仗的豪夺进行批驳，展示了中国的立场和态度。

2.2. 水下防御与弹药概念活跃

上周，围绕几个局势变化的事件，军工行业有两个偏主题的细分板块波动。一是军方在渤海湾围猎不明潜航器的消息带动了水下防御板块，如中科海讯、中国海防；二是周五在美国防部官员访台消息传出后，弹药板块活跃，代表标的为新余国科、天秦装备、长城军工、雷科防务、中天火箭。

2.3. 核心赛道全产业链继续承压

近期军工行业核心赛道受军费增速调降的传言持续承压，我们前期报告从多个角度阐明观点，包括：1) 当前处于新一代主力装备放量列装以及下一代装备密集研发进程中，军费增速调降的传言可靠性存疑；2) 军费不是军工行业发展资金唯一来源，一二级市场是重要来源，倒逼提升资产质地、盈利上限有利于市值扩张；3) 中长期看军费提升仍有较大空间，去年我国军费增速占 GDP 比重仅为 1.3%，与全球主要军事国家 2% 的水平差距较大；4) 军费投入是结构性的，首战即用的军机、导弹依然是倾斜分配的重点；同时，在新的订单采购制度下，实施主干供应目录，将配套进一步集中向头部企业，规模效应下边际成本将快速降低，企业得以维持稳定的盈利能力。3 月初两会即将开始，真实的军费增速数字也将揭晓，当前受低预期的压制，届时军工行业将走出利空出尽或增速超预期的反弹行情。

2.4. 改革主线持续

2023 是十四五攻坚叠加二十大开局，改革大年值得期待。国资委将组织开展新一轮国企改革深化提升行动，推动提质增效稳增长，加大国企科技创新工作力度，深化混合所有制改革，推动中长期激励扩面提质。航空工业近期动作频频，其中航天板块的航天晨光、航天科技、航天长峰，在近期受军费增速预期扰动过程中依然走势较强，进一步体现了市场对于改革主线的重视。

3. 近期可重点关注的方向、思路与标的

近期，军工行业虽然受到军费增速传言的影响，但在局势与改革双重驱动下，局部呈现了持续的活跃。我们看好真正具备核心资产的改革逻辑的标的。基于对标改革逻辑，关注核心赛道央企标的：中航西飞、洪都航空、江航装备。基于业绩超预期，关注受益于导弹放量，符合低成本化趋势，处于盈利拐点：铂力特。

4. 风险提示

成飞借壳审批风险、业绩不及预期风险、改革不及预期风险。

分析师声明：

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通

知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

