

## 国防军工行业跟踪周报

# 防长人选落地有助人事担忧出清，看好一月份订单签订传导的催化

增持（维持）

2024年01月02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

研究助理 高正泰

执业证书：S0600123060018

gaozht@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（20231225-20231229），军工（申万分类）全周涨跌幅为+2.98%，行业涨幅排名位居第9/31位；年初至今涨幅为-6.79%，行业涨幅排名位居第14/31位。军工行业这一周多的时间以来，逐步围绕人事安排和中调订单落地进程展开，市场关注度也不断提升。尤其是后两天，主战条线稳定反弹，打消了军工上涨是否持续的担忧。
- 关于人事安排：**国防部长的人选在上周五人大七次会议上定下来了，防长人选首次出自海军，确实也匹配我们外向型远洋海军越来越重要的现实。同时，人大常委会公告了9名军队高级代表的资格被罢免，政协会议也宣布将来自军工集团的三位央企主要领导撤销政协委员资格。以上几个步骤，开启了前期人事问题公开处理流程的第一步，目前综合来看，人事条线已经没有大的影响了。
- 正确认识人事调整的影响：**当前依然有人事问题处理需要时间，但“人事分开”，高层近期也对军工系统传达了相应信息，应当在当前淡化人事调整的不利影响，在中调订单下达传导的背景下，个别的人事动向不影响军工体系的运作。诸多行业前期已经与当前正在经历的问题均将在中期调整落地增量订单下达后得以缓和甚至解决，军工行业有望迎来增速再起与估值修复切换的机会。
- 中期调整订单审批环节在11月底落地：**各个军兵种装备管理部门在收到计划与规划后，将陆续组织与各军工集团承制单位的合同签订工作，主战装备全产业链各环节企业将传导受益，近期预期将有越来越多明确的订单相关信息。中期调整的同时，前期尤其是十三五期间的交付装备，有望迎来自在前期暂定价的基础之上，获得一定程度的价格上调，从而形成“补价”效应。作为链长的主机厂企业在获得补价款之后，除一部分将支付给部分产业链核心企业，大部分有望沉淀在主机厂环节，对盈利形成较强的支撑。
- 针对市场期待的中调订单，会不会有低预期情况发生？**我们认为，市场前期对于各个装备中调订单有个预期范围，但过程中一再落地节奏低预期，年初至今持续调整，军工行业内部或者这些个股自身纵向比都是历史新低，上游有些优质标的都调到20倍左右，所以当前判断的参考基准也相应变低了，市场对订单原有的没啥高预期了，只要中调落地的发令枪打响，就算不上低预期，就会有成长来源，就会有估值修复。
- 重点组合：**（1）中航沈飞：看中调落地，新机型订单，行业贝塔品种；（2）江航装备：改革预期，机载人机环业务平台；（3）高华科技：军用传感器，竞争格局佳；（4）华秦科技/铂力特：西工大系核心企业，错杀迎来上车良机；（5）航天电子：无人机与星、箭配套核心标的。
- 投资条线：**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。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。（2）新订单、新概念、新动量。（3）超跌上游反弹布局。（4）中国推动沙伊和解后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。
- 风险提示：**中期调整军品订单不及预期风险；改革进度不及预期风险；宏观风险。

### 行业走势



### 相关研究

《军工行业订单与人事落地进行时，市场情绪向上助推反弹反转》

2023-12-25

《估值触底叠加基本面迎拐点，看好军工六大方向布局机会》

2023-12-24

## 内容目录

1. 上周军工行业走势与原因分析 .....	4
2. 估值触底叠加基本面迎拐点 .....	5
3. 未来军工行业的潜在催化剂与宏观环境 .....	6
4. 布局大方向（军机、民机、改革、军贸） .....	6
5. 相关标的 .....	7
6. 风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1: 上周军工（申万）涨跌幅为+2.98%，行业涨幅排名位居第 9 位.....5

## 1. 上周军工行业走势与原因分析

上周五个交易日（20231225-20231229），军工（申万分类）全周涨跌幅为+2.98%，行业涨幅排名位居第 9/31 位；年初至今涨幅为-6.79%，行业涨幅排名位居第 14/31 位。

军工行业这一周多的时间以来，逐步围绕人事安排和中调订单落地进程展开，市场关注度也不断提升。尤其是后两天，主战条线稳定反弹，打消了军工上涨是否持续的担忧。

关于人事安排：国防部长的人选在上周五人大七次会议上定下来了，防长人选首次出自海军，确实也匹配我们外向型远洋海军越来越重要的现实。同时，人大常委会公告了 9 名军队高级代表的资格被罢免，政协会议也宣布将来自军工集团的三位央企主要领导撤销政协委员资格。以上几个步骤，开启了前期人事问题公开处理流程的第一步，目前综合来看，人事条线已经没有大的影响了。

正确认识人事调整的影响，当前依然有人事问题处理需要时间，但“人事分开”，高层近期也对军工系统传达了相应信息，应当在当前淡化人事调整的不利影响，在中调订单下达传导的背景下，个别的人事动向不影响军工体系的运作。诸多行业前期已经与当前正在经历的问题均将在中期调整落地增量订单下达后得以缓和甚至解决，军工行业有望迎来增速再起与估值修复切换的机会。

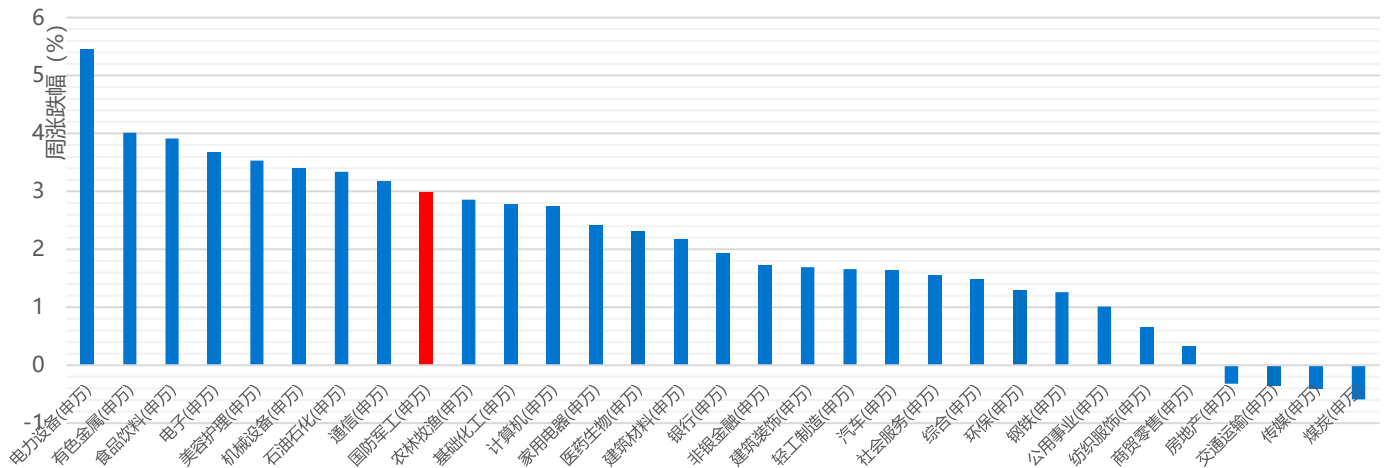
中期调整订单审批环节在 11 月底落地，各个军兵种装备管理部门在收到计划与规划后，将陆续组织与各军工集团承制单位的合同签订工作，主战装备全产业链各环节企业将传导受益，近期预期将有越来越多明确的订单相关信息。

中期调整的同时，前期尤其是十三五期间的交付装备，有望迎来在前期暂定价的基础之上，获得一定程度的价格上调，从而形成“补价”效应。作为链长的主机厂企业在获得补价款之后，除一部分将支付给部分产业链核心企业，大部分有望沉淀在主机厂环节，对盈利形成较强的支撑。

针对市场期待的中调订单，会不会有低预期情况发生？我们认为，市场前期对于各个装备中调订单有个预期范围，但过程中一再落地节奏低预期，年初至今持续调整，军工行业内部或者这些个股自身纵向比都是历史新低，上游有些优质标的都调到 20 倍左右，所以当前判断的参考基准也相应变低了，市场对订单原有的没啥高预期了，只要中调落地的发令枪打响，就算不上低预期，就会有成长来源，就会有估值修复。

重点组合：（1）中航沈飞：看中调落地，新机型订单，行业贝塔品种；（2）中航装备：改革预期，机载人机环业务平台；（3）高华科技：军用传感器，竞争格局佳；（4）华秦科技/铂力特：西工大系核心企业，错杀迎来上车良机；（5）航天电子：无人机与星、箭配套核心标的。

图1: 上周军工(申万)涨跌幅为+2.98%, 行业涨幅排名位居第9位



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

## 2. 估值触底叠加基本面迎拐点

**估值触底:** 军工行业中, 尤其是上游配套的原材料和元器件环节, 在当前中调尚未落地形成的下游订单空窗期, 容易受到部分因素低预期的放大扰动, 机构持仓较多的相关标的回调较多。不论是装备对于高可靠性元器件选用的思路调整, 还是航空发动机领域交付节奏的月度周期的波动, 虽然会对短期市场情绪造成不利变动, 但实质上不会构成充分的中长期影响。当前军工行业 PE-TTM 近 48 倍, 自身纵向比, 除 2022 年 4 月底市场系统性风险时的一日低点 45 倍外, 低于过去十年内围绕 55-72 倍的估值区间。同期, 军工行业在 2020 年下半年 PE-TTM 两次达到 80 倍, 可见行业具备较高的估值弹性。从个股角度看, 部分个股当前位置接近 2022 年 4 月底市场系统风险造成的极低点位, 对于其中基本面依然相对优秀的个股而言, 是难得的回调布局时点。

**基本面迎拐点:** 年初至今, 考察军工行业结构性的表现, 船舶板块受益于船舶周期与改革潜力领涨、航天板块受益于卫星通信互联网与改革潜力居第二位, 航空板块表现相对靠后。进一步解剖上下游产业链最丰富的航空板块, 上游材料和元器件企业主要受基数效应下的增速趋缓、竞争格局的演变和订单的持续性的影响, 中下游龙头链长主机厂与分系统企业主要受军方大单采购制度下的订单规模、军品定价、预付比例与增值税政策以及中期调整节奏等影响, 产业链各环节在估值和业绩层面都受到一定压制。其中, 绝大多数因素都已经通过前期的波动而消化, 近期, 行业将迎来中调规划计划下达后的订单在产业链上的传导下达, 当前对于军工行业来讲无疑处于基本面拐点窗口期。

12 月 1 日, 国新投资增持中证国新央企科技类指数基金, 并将在未来持续增持。以中证国新央企科技引领指数为例, 该指数由国新投资有限公司定制, 主要选取国务院国资委下属业务涉及航空航天与国防、计算机、电子、半导体、通信设备及技术服务等行业的 50 只上市公司证券作为指数样本, 央企科技引领指数侧重投资于国防军工、电子、计算机, 样本股中一半的数量为军工标的。在推进核心科技创新、维护国家安全方面扮

演重要角色，将为军工行业带来增量资金，有助于加速行业反弹反转。

我们认为军工行业当前位置处于底部拐点配置区域，看好军工行业在增量订单预期、改革催化与主题优势下的估值修复与业绩回归的戴维斯双击，军工行业具备突出的中期风险收入比。

### 3. 未来军工行业的潜在催化剂与宏观环境

**年内潜在催化剂：**中调规划计划下达后的订单在产业链上的传导下达；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。

### 4. 布局大方向（军机、民机、改革、军贸）

**（1）主战装备中调落地形成订单带来的新一轮成长机会：**中期调整订单下达，首当其冲受益的是居于下游的主机厂与中游的垄断配套的分系统企业，按订单传导路线，上游核心企业也将受益。年初至今，航空板块滞涨表现相对靠后，预期中调落地后可修复空间最大。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，从而作为军工权重迎来众多增量资金的青睐，推荐关注处于链长地位的已经激励到位的拥有改革弹性的央企。上游配套环节要选在装备制造链条中卡位核心，技术底蕴强，综合抗风险能力高的企业，部分优质上游也将因其整体较低的估值受益于部分增量资金的稳健配置，推荐关注具备绝对技术壁垒的高附加值企业。

**（2）国产民机的机会：**航空业预期强劲复苏，中国商用飞机有望顺势崛起。第 54 届巴黎航展开幕首日，印度两个订单达到 1000 架需求，既反映着当下航空业的强劲复苏之势，也预示着未来极大的增量空间。未来 20 年年均 2000 架民机需求，其中窄体客机更是新增机队的重点，能够满足航司机队扩容、以更省油的机型来替换老旧客机的需求，并且预期大部分新机订单将集中在中国和亚洲地区。中国 C919 目前正在沪蓉线执飞，定位是同最畅销机型 A320 和 B737 同级别的窄体客机相同，后续在中国内需市场中将逐步占据一定份额，国庆前夕，东航再订 100 架 C919 飞机，标志着国产大飞机 C919 大规模、大机队的商业采购、交付和运营全面开启。看好 2023 年是国产民用大飞机的放量拐点之年。可以关注民机产业链。

**(3) 改革的机会:** 军工央企存在做大市值补强军费的现实需要, 同时, 国内军工技术向民用外溢实现军民一体, 国外军贸市场带来第二成长曲线, 军工有望成就为新的重大产业地位。后续, 国资委或将对军工央企落实和出台进一步支持政策, 包括: 资产重组、股权激励、集团重组、转型考核机制等。我们看好军工央企在国资委政策支持下实现更好的高质量发展, 推荐核心赛道中下游、拥有进一步改革增效预期的军工央企标的。

**(4) 军贸的机会:** 对外军事合作需主动出击, 在国家安全议题面前, 经贸合作议题相对脆弱易被破坏, 中国应当加强与域外相关国家的军事合作, 包括军品贸易、联合演习等, 在国家安全的层面不缺位, 才能成功应对国外对华围堵。另外, 近期传沙特原产自美国的防空系统在自己不知情的情况下自主自动启动, 拦截了途径本土的胡塞武装发射的导弹, 这种情况对于原来倾向于美制装备买家在未来选择采购意向方决策时构成重要参考。中国军贸的主力拳头产品, 军机(战斗机, 运输机, 直升机, 无人机)、舰船、地面车辆、导弹、远火、雷达都有发展空间。

## 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

中期调整军品订单不及预期风险; 改革进度不及预期风险; 宏观风险。

## 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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>