

国防军工行业跟踪周报

两会军费增速预期稳健，底部回购蔚然成风，军工行业有望持续上行

增持（维持）

2024年03月04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

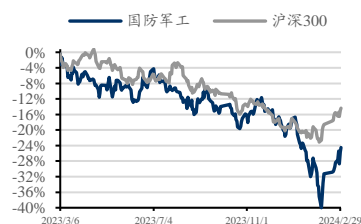
执业证书：S0600123060018

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（20240226-20240301），军工（申万分类）全周涨跌幅为+5.44%，行业涨幅排名位居第6/31位；年初至今涨幅为-8.81%，行业涨幅排名位居第24/31位。
- **军工行业2024年年初以来：**首先1月3日至2月5日持续下跌约28%，然后在春节前2月6日起至节后前两周3月1日快速反弹了约26%（其中节前三个交易日涨幅14.4%位居全行业第1，节后第一周反弹4.15%位居全行业第22，节后第二周反弹5.44%位居全行业第6），两个阶段合并当前依然有约9.3%的跌幅。个股层面，1月3日至3月1日区间跌幅收窄低于行业9.3%水平的个股为31只，占军工行业138只个股的比例约仅为22%。
- **在当前时点审视进攻方向：**军工作为具备一定程度逆周期属性的行业，近期最大的行业基本面变化就是中期调整完毕各军兵种订单需求正在逐级下达过程中，基本面改善的一致预期强烈，有机会成为行业比较的优选方向。
- **军工行业在经历2023年持续调整后，在2024年至今跌幅约8.8%居前：**多个细分赛道与核心个股经历了情绪性的大幅杀跌，在一月份业绩预告披露后，大范围低预期的业绩利空释放，在2023年业绩低点之下2024年高增速的预期较确定，在如此改善的基本面预期支撑下人心思涨，行业反弹反转的效果与效率较好。
- **2月6日以来，快速反弹的细分方向关键词为：**大幅超跌类、绝对低估类、新域新质类、核心龙头链长类、利空出尽类等，多点开花，在绝对低位下，持各种审美标准的资金都能选出标的。
- **近两周多家上市公司发布了2023年度的业绩预告/快报：**部分应当属于在市场预期之内，观察股价走出了利空释放的表现；同期多家上市公司也密集发布了回购公告，部分已经进行了初步增持，后续依然有进一步增持的空间；行业指数与个股层面均有持续向上空间。
- **我们重申观点如下：**看好前期军工行业超跌错杀下企稳反弹反转机会，中期调整各装备条线订单陆续签订，个别人事变动不影响军工体系的运作，在军工央企中长期重市值管理短期组织稳股价动作催化下，在民企管理层纷纷公告增持动作下，行业有望迎来增速再起与估值修复的持续行情。
- **两个关注方向：**（1）军机产业链链长属性和业绩确定性强的下游国资的龙头，以及大幅超跌、低估值、具备极高技术壁垒的核心配套企业，关注中航沈飞、中航西飞、中国船舶、航发动力、华秦科技、铂力特等；（2）低空经济是有望复制卫星互联网的一个新的大的主题投资方向，空管系统是低空经济中最有科技成长属性的赛道；低空经济万亿市场，空管至少千亿市场，可以造就总估值接近千亿的上市公司，截至2月底，四川九洲、川大智胜、莱斯信息等上市公司的空管业务市值相加约200+亿，还有较大的市值空间。预期后续政策催化不断，甚至是非常重磅的政策，市场关注度高，是2024年全年值得持续关注方向，关注四川九洲。
- **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

《军工行业反弹有望持续》

2024-02-26

《军工行业开工观点——情绪否极泰来，订单接力助推》

2024-02-19

内容目录

1. 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. 相关标的	6
5. 风险提示	6

图表目录

图 1: 上周 0226-0301 军工（申万）涨跌幅为+5.44%，行业涨幅排名位居第 6 位.....5

1. 军工行业走势与原因分析

上周五个交易日（20240226-20240301），军工（申万分类）全周涨跌幅为+5.44%，行业涨幅排名位居第 6/31 位；年初至今涨幅为-8.81%，行业涨幅排名位居第 24/31 位。

军工行业 2024 年年初以来，首先 1 月 3 日至 2 月 5 日持续下跌约 28%，然后在春节前 2 月 6 日起至节后前两周 3 月 1 日快速反弹了约 26%（其中节前三个交易日涨幅 14.4% 位居全行业第 1，节后第一周反弹 4.15% 位居全行业第 22，节后第二周反弹 5.44% 位居全行业第 6），两个阶段合并当前依然有约 9.3% 的跌幅。个股层面，1 月 3 日至 3 月 1 日区间跌幅收窄低于行业 9.3% 水平的个股为 31 只，占军工行业 138 只个股的比例约为 22%。

在当前时点审视进攻方向，军工作为具备一定程度逆周期属性的行业，近期最大的行业基本面变化就是中期调整完毕各军兵种订单需求正在逐级下达过程中，基本面改善的一致预期强烈，有机会成为行业比较的优选方向。

军工行业在经历 2023 年持续调整后，在 2024 年至今跌幅约 8.8% 居前，多个细分赛道与核心个股经历了情绪性的大幅杀跌，在一月份业绩预告披露后，大范围低预期的业绩利空释放，在 2023 年业绩低点之下 2024 年高增速的预期较确定，在如此改善的基本面预期支撑下人心思涨，行业反弹反转的效果与效率较好。

2 月 6 日以来，快速反弹的细分方向关键词为：大幅超跌类、绝对低估值类、新域新质类、核心龙头链长类、利空出尽类等，多点开花，在绝对低位下，持各种审美标准的资金都能选出标的。

近两周，多家上市公司发布了 2023 年度的业绩预告/快报，部分应当属于在市场预期之内，观察股价走出了利空释放的表现；同期多家上市公司也密集发布了回购公告，部分已经进行了初步增持，后续依然有进一步增持的空间；行业指数与个股层面均有持续向上空间。

我们重申观点如下：看好前期军工行业超跌错杀下企稳反弹反转机会，中期调整各装备条线订单陆续签订，个别人事变动不影响军工体系的运作，在军工央企中长期重市值管理短期组织稳股价动作催化下，在民企管理层纷纷公告增持动作下，行业有望迎来增速再起与估值修复的持续行情。

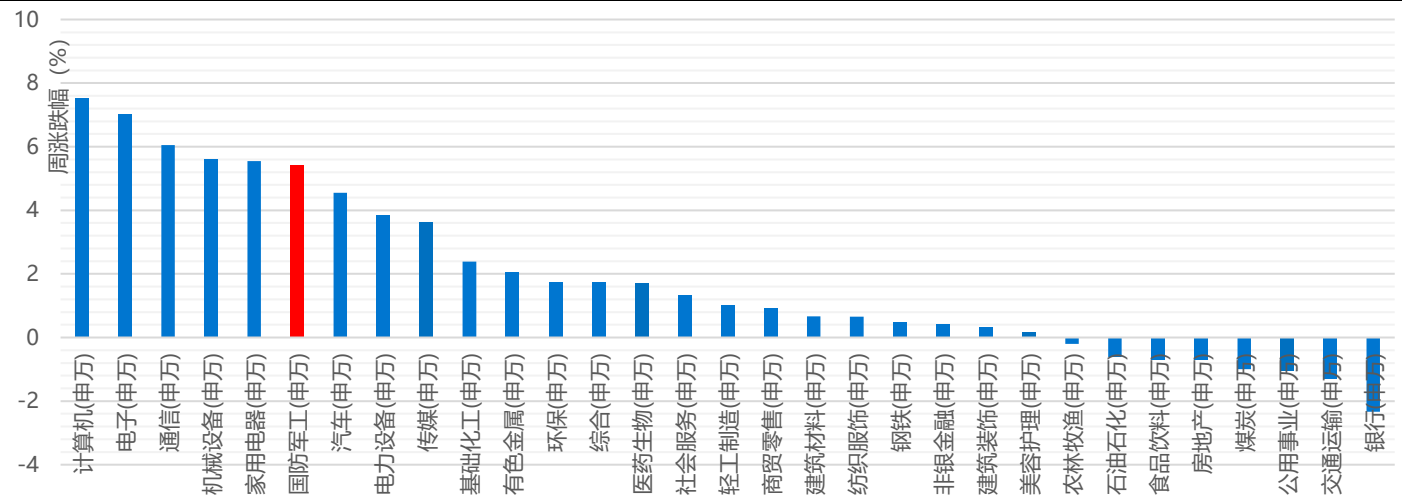
两个重点关注方向：

（1）军机产业链链长属性和业绩确定性强的下游国资的龙头，以及大幅超跌、低估值、具备极高技术壁垒的核心配套企业，关注中航沈飞、中航西飞、中国船舶、航发动力、华秦科技、铂力特等；

（2）低空经济是有望复制卫星互联网的一个新的大的主题投资方向，空管系统是

低空经济中最有科技成长属性的赛道；低空经济万亿市场，空管至少千亿市场，可以造就总估值接近千亿的上市公司，截至2月底，四川九洲、川大智胜、莱斯信息等上市公司的空管业务市值相加约200+亿，还有较大的市值空间。预期后续政策催化不断，甚至是非常重磅的政策，市场关注度高，是2024年全年值得持续关注方向，重点关注四川九洲。

图1：上周0226-0301军工（申万）涨跌幅为+5.44%，行业涨幅排名位居第6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。截至今年3月1日，军工行业PE-TTM在40倍左右，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：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。

2023年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

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。

宏观环境：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. 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。

5. 风险提示

中期调整军品订单不及预期风险：我国军工行业的发展与国家规划密切相关，“十四五”中期调整对武器装备建设项目的订单发放规模和节奏具有直接影响。由于政策落地时效及其具体内容的不确定性，可能导致装备采购力度和进度未达市场预期。

改革进度不及预期风险：由于军工企业的特殊性，国企改革方案涉及企业改制重组、上市融资、资产整合等诸多重大事项时，需要通过国资委和国防科工局等多个政府部门的严格审批，审批时间存在不确定性，将可能导致改革计划延期实施，错过市场窗口期。

宏观风险：国防预算规模和结构的调整将直接影响到军工企业的订单量和研发投入。若国家因宏观经济形势变化而对军费支出进行紧缩或结构调整，可能会影响军工行业的生产计划和技术进步速度。

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>