

国防军工行业跟踪周报

业绩压制即将出清，风险偏好有望提升，看好军工行业多重影响因素向上共振

增持（维持）

2024年04月29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

- **低空等新质生产力板块新一轮上涨：**低空经济春节后在持续的自上而下的政策和各区域的响应重视下实现连续6周的上漲，4月份上半月低空经济板块进入调整，在下跌16%后，于4月17日开始再次进入新一轮上涨。本轮上涨中，我们观察到低空经济对于飞机产业链的渗透带动。
- **中东伊以互袭后，加沙地区新一轮战火将起：**4月19日，以色列对伊朗、叙利亚和伊拉克多地发动了报复袭击，中东地区的紧张氛围达到新高度。虽然目前伊朗暂时未直接二轮袭击以色列，但4月21日开始黎巴嫩和以色列也有几个轮次的互相袭击，传以色列或将展开对加沙南部的进攻，加沙地区重新进入战火时间。俄乌、中东战火已起，南海台海、东北亚不稳定因素日益累积，未来相当一段时间国际局势不容乐观。日本加入AUKUS，菲律宾部署美国中导，军工行业有望受此正向催化。
- **报告季尾声业绩压制即将出清：**进入4月下旬，年报与一季报即将披露完成。2023年，军工行业的可大致概括为上游压力大，下游更从容；进入2024年，虽然中期调整主战装备核心订单尚未下达，但下游主机厂已逐渐开展对上游配套企业的库存与产能摸排或下达备产订单，虽然一季度业绩总体处于弱势区间，但近期行业部分企业的订单披露也给出了后续积极的指引。从上周来看，军工行业大面积标的取得超越行业指数的涨幅，表现出业绩压制因素即将出清之际，风险偏好提升的导向，前期表现一般的标的有望补涨。
- **订单终到预期：**在报告季业绩因素即将出清之际，中期调整订单的下达节奏因素又将成为行业波动的主要矛盾变量，第一时间窗口可能在5-6月份，行业多家企业反映做好了下半年三班倒排产节奏的准备，近期各军工集团主要领导的相继落地，也有利于后续订单下达后落地执行的加速。订单终将下达，行业获得基本面触底反转的预期越来越成为共识。
- **行业边际变化改善蕴藏投资机会：**最近军工行业总体上持续有一些改善，(i)人事问题或将较快收尾，近期几个主要军工集团一把手相继就位，对于后续订单下达后落地执行的加速还是很有益的，中下游央国企更具长期确定性；(ii)价的角度，市场担心的降价、利润率压缩等事项，实际落地比前期设想更有利，链长龙头企业有望在管控供应链过程中占据有利地位；(iii)量的角度，前期可能要统型或减量的装备基本保持了原有规划不变，数量与质量并重，主战装备稳中有增，新域新质装备高成长态势明显。行业处于机会不断孕育的边际改善的进程。
- **我们主要的观点是：**下行风险相对较小，看好军工行业反转机会，多个新质生产力方向激活上游配套环节，中期调整各装备条线订单即将落地，周边局势环境持续紧张，业绩压制因素即将出清风险偏好上升，多重因素叠加共振向上，前期表现一般的标的或将补涨。
- **两个关注方向：**(1)全球紧张局势和中调订单下达前夕，关注军机产业链链长属性和业绩确定性强的央企的龙头，关注航发动力、中国船舶、中航沈飞、中航西飞、中航机载、中航高科。(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，后续政策催化不断，市场关注度高，是2024年全年值得持续关注方向，关注：中直股份、四川九洲、威海广泰、观典防务等。
- **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

《低空主题重来、中东伊以互袭、报告季尾声，多重因素共振下军工行业有望迎来向上拐点》

2024-04-22

《南海方向紧张持续发酵，新质生产力激活行业表现》

2024-04-08

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. 风险提示	6

图表目录

图 1: 上周 0422-0426 军工（申万）涨跌幅为+2.87%，行业涨幅排名位居第 10 位.....5

1. 军工行业走势与原因分析

上周 5 个交易日，军工行业放量上涨，周度成交金额从前一周的 1541 亿提升 28% 到 1976 亿，全周收涨 2.87%，全行业排名 10/31。

(1) 低空等新质生产力板块新一轮上涨：低空经济主题板块，春节后在持续的自上而下的政策和各区域的响应重视下实现连续 6 周的上涨，4 月份上半月底空经济板块进入调整，在下跌 16% 后，于 4 月 17 日开始再次进入新一轮上涨。本轮上涨中，我们观察到低空经济对于飞机产业链的渗透带动。

(2) 中东伊以互袭后，加沙地区新一轮战火将起：4 月 19 日，以色列对伊朗、叙利亚和伊拉克多地发动了报复袭击，中东地区的紧张氛围达到新高度。虽然目前伊朗暂时未直接二轮袭击以色列，但 4 月 21 日开始黎巴嫩和以色列也有几个轮次的互相袭击，传以色列或将展开对加沙南部的进攻，加沙地区重新进入战火时间。俄乌、中东战火已起，南海台海、东北亚不稳定因素日益累积，未来相当一段时间国际局势不容乐观。日本加入 AUKUS，加拿大也在积极讨论，菲律宾部署美国中导，军工行业有望受此正向催化。

(3) 报告季尾声业绩压制即将出清：进入 4 月下旬，年报与一季报即将披露完成。2023 年，军工行业的可大致概括为上游压力大，下游更从容；进入 2024 年，虽然中期调整主战装备核心订单尚未下达，但下游主机厂已逐渐开展对上游配套企业的库存与产能摸排或下达备产订单，虽然一季度业绩总体处于弱势区间，但近期行业部分企业的订单披露也给出了后续积极的指引。当然，也有少数企业取得了较好的一季度业绩，如中航重机、三角防务，此类率先证明自己的企业也受到了市场关注。从上周来看，军工行业大面积标的取得超越行业指数的涨幅，表现出业绩压制因素即将出清之际，风险偏好提升的导向，前期表现一般的标的有望补涨。

(4) 订单终到预期：在报告季业绩因素即将出清之际，中期调整订单的下达节奏因素又将成为行业波动的主要矛盾变量，第一时间窗口可能在 5-6 月份，行业多家企业反映做好了下半年三班倒的赶进度排产节奏的准备，近期各军工集团主要领导的相继落地，也有利于后续订单下达后落地执行的加速。订单终将下达，行业获得基本面触底反转的预期越来越成为共识。

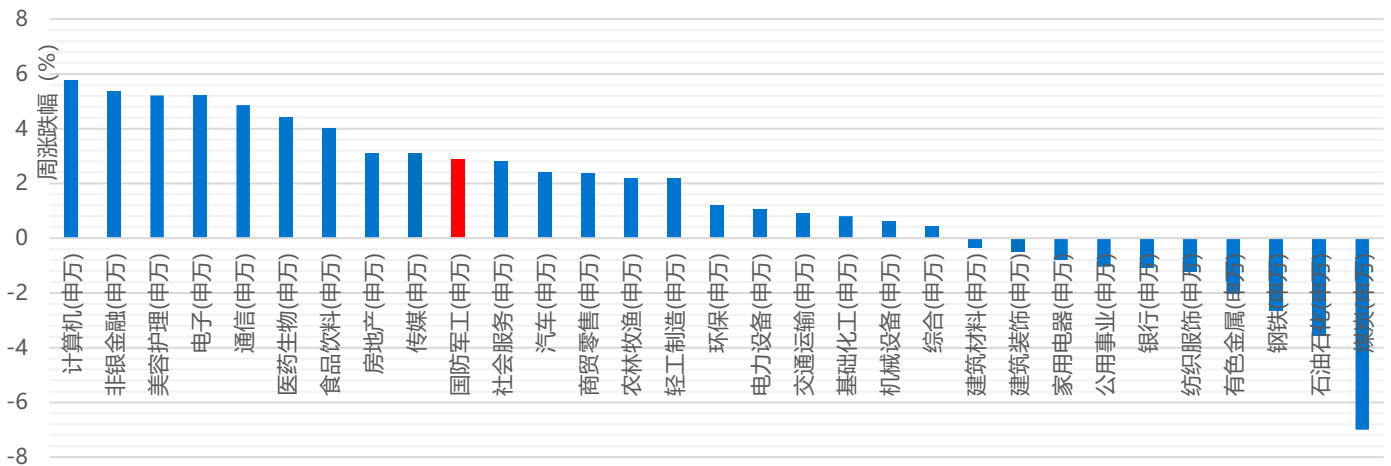
(5) 行业边际变化改善蕴藏投资机会：最近军工行业总体上持续有一些改善，(i) 人事问题或将较快收尾，近期几个主要军工集团一把手相继就位，对于后续订单下达后落地执行的加速还是很有益的，中下游央国企更具长期确定性；(ii) 价的角度，市场担心的降价、利润率压缩等事项，实际落地比前期设想更有利，链长龙头企业有望在管控供应链过程中占据有利地位；(iii) 量的角度，前期可能要统型或减量的装备基本保持了原有规划不变，数量与质量并重，主战装备稳中有增，新域新质装备高成长态势明显。行业处于机会不断孕育的边际改善的进程。

我们主要的观点是：下行风险相对较小，看好军工行业反转机会，多个新质生产力方向激活上游配套环节，中期调整各装备条线订单即将落地，周边局势环境持续紧张，业绩压制因素即将出清风险偏好上升，多重因素叠加共振向上，前期表现一般的标的或将补涨。

(1) 全球紧张局势和中调订单下达前夕，军机产业链链长属性和业绩确定性强的央企的龙头，关注航发动力、中国船舶、中航沈飞/西飞、中航机载、中航高科。

(2) 低空经济主题投资方向，后续政策催化不断，市场关注度高，是2024年全年值得持续关注方向。关注：中直股份、四川九洲、威海广泰、观典防务等。

图1：上周 0422-0426 军工（申万）涨跌幅为+2.87%，行业涨幅排名位居第 10 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4月，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 45 倍低点外，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。

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。

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. 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>