

国防军工行业跟踪周报

订单预期驱动、行业比较优势共识凝聚、推荐加大军工行业配置比例

增持（维持）

2024年07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

- **上周五个交易日：**上周 0722-0726 军工行业先抑后扬，前四个交易日下跌 2.14%，最后一个交易日放量大涨 3.64%，全周收涨 1.43%，其中低空经济板块上涨 2.98%，卫星互联网板块上涨 4.61%。
- **近期军工行业涨幅居前，有几个主要因素：**订单预期：市场传与客户订单下达情况有关，在订货计划确定情况下，主战装备承制企业需要及时动员产业链上游企业备产备货，近期已经有部分企业获得了来自下游主机厂的一些订单，后续将多点开花，装备确定性刚需来临正式开启进程，有望贯穿整个三四季度。行业比较：目前宏观形势之下，从行业比较角度，军工还是有稳健的基本面成长预期，在外围国家普遍提升军费开支环境下，未来几年中国军费支出增速依然能维持在 8% 左右，军工行业的逆周期性正在凝聚更多共识。高低切换：军工行业每日成交金额在 200 亿左右，核心标的比较少，相对位置比较低，市值也不大，从部分相对高位流出的资金转向配置军工，较容易带来普涨的表现，目前看增量配置资金有望继续，军工行业有望持续表现。因此，后续军工应该是一个整体的既有阿尔法增长预期、也有高低切估值修复贝塔行情的判断。
- **三中全会涉军分析：**二十届三中全会决定涉及国防和军队部分，主题聚焦于持续深化国防和军队的改革，包含军队、作战、军工三大领域，利好方向关键词：作战仿真、军事网络信息、新型军兵种、发展战略新质力量、主战装备、采购制度改进、航天领域与军贸、边防海防。
- **人事问题理解：**近期军工体系重要人事处理节点的落地，带来了正向积极影响，有助于加速整个体系的久拖未决的人事问题，应该算是看到收尾的希望。日前，军委政治工作会议在延安胜利召开，是去年以来军队军工体系人事调整进程中关键的一项里程碑，近期各部也都在学习并贯彻落实会议精神，核心聚焦备战打仗，推进后续工作，落到实处。部队作战条线进入正常的高质效作训演练，从这一点来讲，装备条线也需尽快恢复正轨，为部队战斗力提升提供更好的工具支持。对于装备承研承制的产业链、在中调订单后续下达背景下、在常规列装与应急战备双重要求下、产业链各环节或面临一轮采购需求的释放。
- **军工行业布局方向：**中调订单下达前夕，重点关注核心主战装备产业链。除了主战装备条线具备长久期的迭代发展的动力，在当前历史节点，有军民两用长周期巨量市场需求的战略新兴方向已经在成为军工行业重要的不容忽视的分支，包括低空经济、商业航天、民用大飞机、水下防御等，天、空、地、海全维域进入快速发展的历史新阶段。贝塔行情龙头的下游主机厂与分系统标的：受益于产业链链长属性、高业绩确定性和倾向于大市值权重风格的趋势，重点关注航发动力、中航沈飞/中航西飞，中直股份（叠加低空经济）、中航机载。高低切换行情中的上游配套环节低位标的：主要聚焦少数几个高竞争壁垒同时受益于提前反应产业链订单的材料方向，重点关注菲利华、火炬电子、华秦科技、中航高科、钢研高纳。
- **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

《全会决定涉军部分：深入实施改革强军战略、持续深化国防和军队改革》

2024-07-22

《上海经信委印发《支持大飞机产业的政策措施》，明确大飞机产业发展方向》

2024-07-17

1. 军工行业走势与原因分析

军工行业走势概况与近期驱动力：上周 0722-0726 军工行业先抑后扬，前四个交易日下跌 2.14%，最后一个交易日放量大涨 3.64%，全周收涨 1.43%，其中低空经济板块上涨 2.98%，卫星互联网板块上涨 4.61%。

近期军工行业涨幅居前，有几个主要因素：

订单预期：市场传与客户订单下达情况有关，在订货计划确定情况下，主战装备承制企业需要及时动员产业链上游企业备产备货，近期已经有部分企业获得了来自下游主机厂的一些订单，后续将多点开花，装备确定性刚需来临正式开启进程，有望贯穿整个三四季度。

行业比较：目前宏观形势之下，从行业比较角度，军工还是有稳健的基本面成长预期，在外国国家普遍提升军费开支环境下，未来几年中国军费支出增速依然能维持在 8% 左右，军工行业的逆周期性正在凝聚更多共识。

高低切换：军工行业每日成交金额在 200 亿左右，核心标的比较少，相对位置比较低，市值也不大，从部分相对高位流出的资金转向配置军工，较容易带来普涨的表现，目前看增量配置资金有望继续，军工行业有望持续表现。

因此，后续军工应该是一个整体的既有阿尔法增长预期、也有高低切估值修复贝塔行情的判断。

三中全会涉军分析：二十届三中全会决定涉及国防和军队部分，主题聚焦于持续深化国防和军队的改革，包含军队、作战、军工三大领域，利好方向关键词：作战仿真、军事网络信息、新型军兵种、发展战略新质力量、主战装备、采购制度改进、航天领域与军贸、边防海防。

人事问题理解：近期军工体系重要人事处理节点的落地，带来了正向积极影响，有助于加速整个体系的久拖未决的人事问题，应该算是看到收尾的希望。日前，军委政治工作会议在延安胜利召开，是去年以来军队军工体系人事调整进程中关键的一项里程碑，近期各部也都在学习并贯彻落实会议精神，核心聚焦备战打仗，推进后续工作，落到实处。部队作战条线进入正常的高质效作训演练，从这一点来讲，装备条线也需尽快恢复正轨，为部队战斗力提升提供更好的工具支持。对于装备承研承制的产业链、在中调订单后续下达背景下、在常规列装与应急战备双重要求下、产业链各环节或面临一轮采购需求的释放。

局势动态更新方面：中国面临严峻的周边地缘政治和军事态势，在这种背景下，加强和优化军事体系，确保其能够适应和应对各种复杂情况，显得尤为重要和迫切。日前中菲就仁爱礁人道主义生活物资运补问题达成临时性安排，以维护海上局势稳定，不到 24 小时，菲律宾再次出尔反尔，马科斯发表年度国情咨文时称，菲律宾在领土争议中不

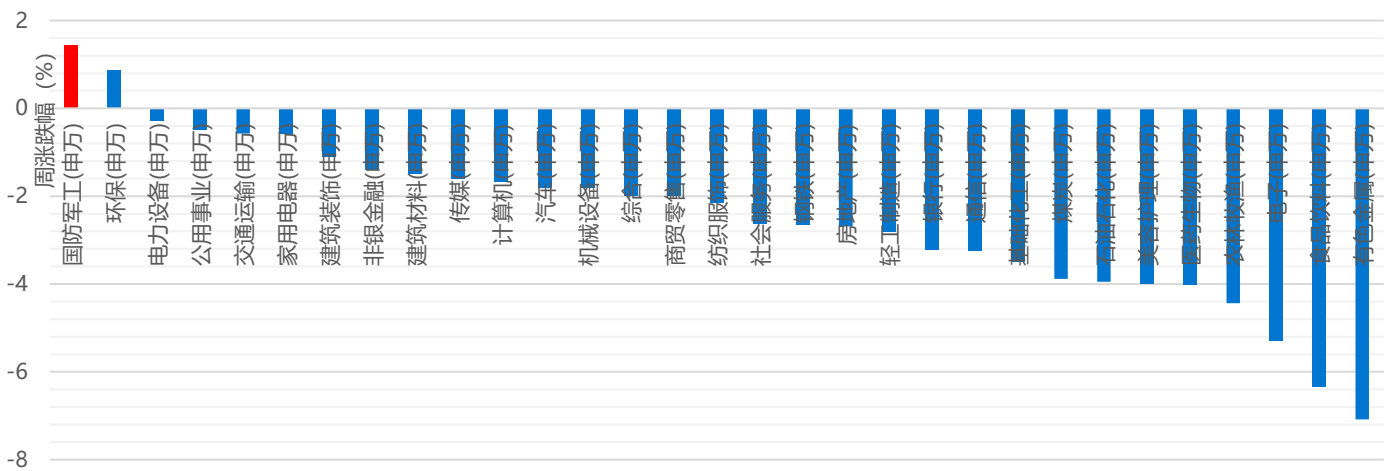
能退让。7月26日，王毅在会见菲律宾外长马纳罗时告诫，关键是菲方要履行承诺，不要再朝令夕改、出尔反尔，不要再反复倒退、节外生枝，否则，中方必将予以坚决回应。7月25日，中俄双方在白令海相关空域组织联合空中战略巡航，北美防空司令部称，美加派出军机“发现、跟踪并拦截”，有美国参议员将中俄军机接近阿拉斯加称为“前所未有的挑衅”。

军工行业布局方向：中调订单下达前夕，重点关注核心主战装备产业链。除了主战装备条线具备长久期的迭代发展的动力，在当前历史节点，有军民两用长周期巨量市场需求的战略新兴方向已经在成为军工行业重要的不容忽视的分支，包括低空经济、商业航天、民用大飞机、水下防御等，天、空、地、海全维域进入快速发展的历史新阶段。

贝塔行情龙头的下游主机厂与分系统标的：受益于产业链链长属性、高业绩确定性和倾向于大市值权重风格的趋势，重点关注航发动力、中航沈飞/中航西飞，中直股份（叠加低空经济）、中航机载。

高低切换行情中的上游配套环节低位标的：主要聚焦少数几个高竞争壁垒同时受益于提前反应产业链订单的材料方向，重点关注菲利华、火炬电子、华秦科技、中航高科、钢研高纳。

图1：上周 0722-0726 军工（申万）涨跌幅为+1.43%，行业涨幅排名位居第 1 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6月，军工行业 PE-TTM 在 45 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，考虑到11月美国和英国即将进行大选。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>