

业绩落地+增量订单+增量资金，三要素共振加速行业反转

2023 年 5 月 31 日

分析师
芮雯

(852) 3982 3217

ruiraven@dwzq.com.hk

投资要点

■ 上周行业走势情况

上周五个交易日(0417-0421)，军工(申万分类)全周涨跌幅为-1.35%，行业涨幅排名位居第11/31位。其中，周五(21日)军工行业走出逆势行情，开盘一个小时放量冲高到2.3%，虽收盘微涨0.05%，但涨幅仍居第一。前期，市场纠结军工行业的价和量，带来持续的调整，主战装备核心赛道上下游均有较大跌幅。同时，随着TMT行业高位分歧波动加大，部分资金选择行业配置的高低切换，军工行业成为比较有吸引力的配置方向。我们认为当前为较好的拐点布局期，核心逻辑有四点：(1)增量订单：二季度是行业中期调整窗口期，后续将有更多首战即用、作战效能强化与定价适当的装备结构性地维持提速扩量的趋势；(2)增量资金：首批8只中证商用飞机高端制造ETF集中申报，指数权重个股有望迎来较多资金配置；(3)业绩落地：4月份报告季业绩扰动因素即将落地，报告季后，市场将更多关注中报，按照2323的交付节奏，中报将是较好的兑现行业成长性的窗口期；(4)主题优势：国资委支持央企军工“强优大”，以及前期市场热点“中特估”，将在增量订单和增量资金基础上，可以更好的放大对行业的正向催化。

■ 上周几个重点事项

■ 新阶段军工行业投资审美标准。从2020年中期军工行业开始一轮大行情以来，核心赛道重点标都表现出了持续的成长性，当前，行业某些环节市场格局有变，基数效应也会带来部分企业业绩增速的下行。这也会带来选股审美标准的调整，随着上游进入更多的竞争和下游国资主机厂改革不断落地，景气程度从上游向中下游传导，我们认为需要重视两类标的：一是上游环节中具备高技术壁垒的高附加值企业(铂力特、华秦科技等)，二是下游环节处于链长地位的已经激励到位的拥有改革弹性的央企(中航西飞、中航沈飞、江航装备等)。

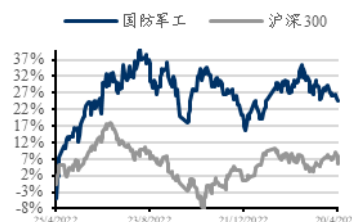
关于军工“价”和“量”的再认识。当前，市场纠结军工行业的价和量，我们认为，降价不是新因素，降价前提是持续放量，对于军品产业链企业，中下游央企军工在实施股权激励后依托统筹供应链的优势提升本环节的盈利能力是有空间的。在量的方面，当前常规列装和密集战备军演，正是后续必然的增量来源，是行业放量的前瞻指标。

目前仍处外交与军事博弈密集周期。在美国的推动下，中国周边的地缘安全形势加速恶化。近日，美澳等5国调兵演训，针对中国的意图明显。4月17日韩美举行为期12天的大规模空军演习，双方出动110多架战机，规模为上半年之最。同日，美日韩举行联合反导军演，在美日韩举行军演之际，美菲迄今为止最大规模的“肩并肩”联合演习也在进行中。

■ 关注标的：考虑军费增速超预期，外交与军事博弈升级，从主题向基本面切换的需求，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：七一二、航天电子、华如科技、康拓红外。(3)超跌上游反弹布局：铂力特、华秦科技、菲利华、航宇科技。(4)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、地面装甲；导弹平台；驱护类军舰；军用雷达。

■ 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。

行业走势



相关研究

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

上周五个交易日(0417-0421), 军工(申万分类)全周涨跌幅为 -1.35%, 行业涨幅排名位居第 11/31 位。其中, 周五(21日)军工行业走出逆势行情, 在 TMT 行业大幅调整之下, 开盘一个小时放量冲高到 2.3%, 应该是迎来了增量资金, 虽然后续逐渐回落, 收盘微涨 0.05%, 但依然涨幅居第一位, 大幅领先其他行业表现。前期, 市场纠结军工行业的价和量, 带来持续的调整, 主战装备核心赛道上下游均有较大跌幅, 其中某些上游环节按 2023 年预测市盈率已经降低到 20 倍, 性价比非常突出。同时, 随着 TMT 行业高位分歧波动加大, 部分资金选择行业配置的高低切换, 军工行业成为比较有吸引力的配置方向。我们认为当前为较好的拐点布局期, 核心逻辑有四点: (1) 增量订单: 二季度是行业中期调整窗口期, 近期, 无人机、远火、军工通信等领域均有后续大订单释放预期, 后续, 将有更多首战即用, 作战效能强化与定价适当的装备结构性的维持提速扩量的趋势; (2) 增量资金: 首批 8 只中证商用飞机高端制造 ETF 集中申报, 指数权重个股有望迎来较多资金配置; (3) 业绩落地: 4 月份报告季业绩扰动因素即将落地, 代表个股, 中航沈飞 2022 年报已披露且超预期, 中航西飞 2023 一季报即将披露且有望超预期, 发动机产业链代表性企业图南股份、华秦科技业绩超预期, 报告季后, 市场将更多关注中报, 按照 2323 的交付节奏, 中报将是较好的兑现行业成长性的窗口期; (4) 主题优势: 国资委支持央企军工“强优大”, 以及前期市场热点“中特估”, 将在增量订单和增量资金基础上, 可以更好的放大对行业的正向催化。

2. 上周几个重点事项

新阶段军工行业投资审美标准。从 2020 年中期军工行业开始一轮大行情以来, 核心赛道重点标都表现出了持续的成长性, 市值也都有不同程度的提升, 当前时点, 行业某些环节市场格局有变, 基数效应也会带来部分企业业绩增速的下行, 行业估值中枢也在下移, 部分个股企业估值甚至跌破历史最低。这样的现实变化, 也会带来选股审美标准的调整, 随着上游进入更多的竞争和下游国资主机厂改革不断落地, 景气程度从上游向中下游传导, 整个投资的重心也在同步迁移, 我们认为需要重视两类标的: 一是上游环节中具备绝对技术壁垒的高附加值企业(铂力特、华秦科技等), 二是下游环节处于链长地位的已经激励到位的拥有改革弹性的央企(中航西飞、中航沈飞、江航装备等)。同时, 以十四五中期调整为契机, 无人机/巡飞弹、远火系统、军用宽带指控系统等是目前较为明确的满足恰当性价比要求的需要提速扩量的方向, 在二季度中期调整的过程中, 将有更多装备类型明确后续 3-5 年的需求预期, 在目前既有滚动订单之上进一步增加需求弹性。

关于军工“价”和“量”的再认识。当前, 市场纠结军工行业的价和量, 我们认为, 降价不是新因素, 降价前提是持续放量, 对于军品产业链企业, 中下游央企军工在实施股权激励后依托统筹供应链的优势提升本环节的盈利能力是有空间的。在量的方面, 当

前常规列装和密集战备军演，正是后续必然的增量来源，是行业放量的前瞻指标，俄乌战争中，作战平台的减寿维修与战损补充需求非常迫切，各类弹药的倾泻消耗更是天文数字，美国和北约尚且面临短缺开启历史性的加班加点生产，带来我们目前对于战争潜在需求的认知就是，需求有充分的产量保障和产能冗余备份。近日，美国众院“中国问题特别委员会”搞了一场针对台海方向的兵棋推演，邀请华盛顿智库新美国安全中心参加，兵推显示，一旦冲突爆发，美台的远程导弹库存会迅速耗尽。前期俄乌战争中也反映出来弹药的巨量消耗与紧缺，各类精导弹药依然是重点列装与战备补充的品种。

目前仍处外交与军事博弈密集周期。在美国的推动下，中国周边的地缘安全形势加速恶化。近日，美澳等5国调兵演训，针对中国的意图明显。韩国军方4月17日发布消息称，当天韩美举行为期12天的大规模空军演习，双方出动110多架战机，规模为上半年之最。同日，美日韩举行联合反导军演，韩国“世宗大王”号驱逐舰、美国“本福德”号驱逐舰和日本“爱宕”号驱逐舰参加。在美日韩举行军演之际，美菲迄今为止最大规模的“肩并肩”联合演习也在进行中。

3. 建议关注

考虑军费增速超预期，外交与军事博弈升级，从主题向基本面切换的需求，

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：七一二、航天电子、华如科技、康拓红外

(3) 超跌上游反弹布局：铂力特、华秦科技、菲利华、航宇科技

(4) 中国推动沙伊和解后效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、地面装甲；导弹平台；驱护类军舰；军用雷达。

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/>

