

“逆全球化”趋势下的必选项——“国防安全”

策略点评

日期： 2022.07.04

分析师 朱冰倩

登记编码：S0950521080001

☎：13761213835

✉：zhu빙qian@w.kzq.com.cn

相关研究

- 《“安全”+“发展”——中国市场未来底层投资逻辑》(2021/09/02)
- 《“叠叶与高节，俱从毫末生”——中国的未来之种业振兴》(2021/10/11)
- 《“安全”一强国之基——中央政治局会议点评》(2021/11/25)
- 《以“稳”为主、灵活精准——央行全面降准点评》(2021/12/07)
- 《柳暗花明，坚定看好后期 A 股表现》(2022/02/09)
- 《“安全”为本、“自主可控”——从俄乌冲突探寻中国市场投资方向》(2022/03/13)

报告要点

从国际宏观层面来说，在“逆全球化”趋势不断升级，中美竞争博弈长期持续，国际形势不稳定性不确定性明显增加的大背景下，“国防安全”是“必选项”；从国内宏观层面来说，为了确保 2027 年实现建军百年奋斗目标，中国也将充分用好“十四五”时期这一极其重要的时间窗口，“十四五”规划项目将逐步落地，因此未来几年中国整体国防支出预算预计将维持高增，军工行业景气度维持高位。在宏观层面有明确支撑，中微观层面上估值仍处低位，盈利能力有望改善的情况下，我们预计军工板块未来补涨空间较大，建议投资者重点关注军工板块投资机会。

“逆全球化”趋势不断升级，中美竞争博弈长期持续。“国防安全”是中国在“逆全球化”趋势不断升级，中美竞争博弈长期持续，国际形势不稳定性不确定性明显增加大背景下的“必选项”。强国必须强军，军强才能国安。军事实力是底气，没有足够的军事实力，一切都是空谈。因此，我们认为，中国在加快国防和军队现代化建设上具有强大的内生动力，未来中国将加强对军事实力的锻造，加大对军事力量的培育，我们预计未来几年中国将持续加大军费投入，整体国防支出预算增速将维持高增，军工行业景气度预计将持续向好。

确保 2027 年实现建军百年奋斗目标，“十四五”规划项目将逐步落地。国防支出预算的持续提高是中国提升军事实力、保障国防安全的必要条件。我们认为，军工行业景气度确定性较强，基本不受经济大环境等因素影响。为了确保 2027 年实现建军百年奋斗目标，中国将充分用好“十四五”时期这一极其重要的时间窗口，因此未来几年中国整体国防支出预算预计将维持高增。同时，我们预计中国也将加速推进“十四五”规划中的项目落地，持续补强军事实力，推动强军事业又好又快发展，军工行业景气度将持续向好，板块盈利能力有望持续改善。

估值仍处低位+盈利预期改善，补涨空间较大。从中微观层面来看，(1) 估值情况：仍处低位。军工板块市盈率为 57.64 倍，较过去 5 年的历史平均市盈率低 13.0%，位于底部 25.10%分位点；(2) 盈利能力：收入确定性较强，成本下降，盈利有望改善。我们认为，军工行业因其特殊定位，订单确定性较其他行业更强，因此收入端受经济大环境等因素影响较小，而成本端受镍、铝等上游原材料价格回落影响明显下降，利润率预计将有所抬升，军工板块盈利有望改善；(3) 行情表现：补涨空间较大。“赛道股”中军工板块年初回撤最多，但在这一轮反弹行情中涨幅明显偏弱，在宏观层面有明确支撑，中微观层面上估值仍处低位，盈利能力有望改善的情况下，预计未来补涨空间较大。

投资机会。建议投资者主要关注以下两大投资方向：(1) “机械化”对应的装备制造产业链，主要包括主机厂、新材料（钛、高温合金、碳纤维等）、航空发动机产业链、航天装备（导弹等）板块。(2) “信息化”对应的军工电子信息化领域，主要包括“国产替代”需求下的北斗 GPS、军工通讯、军用半导体、军用芯片等。

风险提示： 1、国家深化装备采购制度改革可能对公司盈利造成影响；
2、原材料价格上涨超出预期；3、宏观经济环境面临严重衰退风险。

“逆全球化”趋势下的必选项——“国防安全”

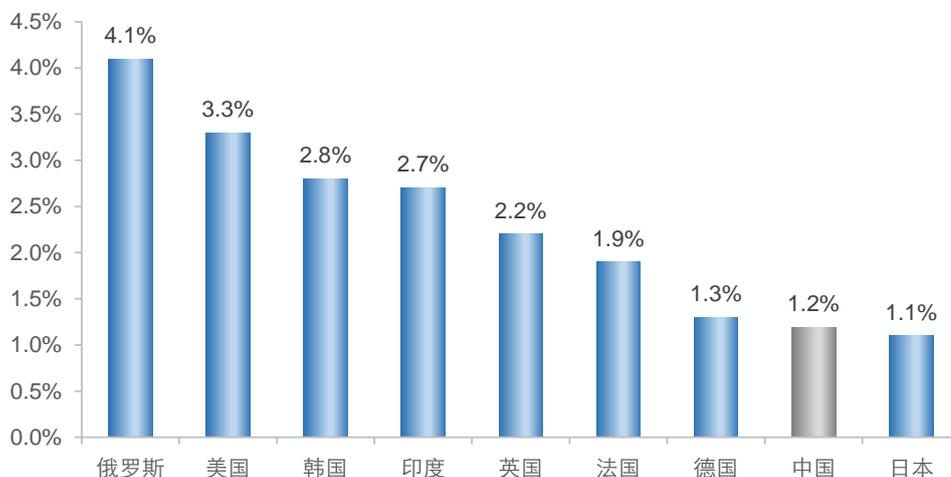
1. “逆全球化”趋势不断升级，中美竞争博弈长期持续

6月以来，海外发达经济体再次对俄加大了制裁力度，使得本因疫情限制措施逐步放开而有所修复的全球供应链再度受到重创，供应链瓶颈加剧，“逆全球化”趋势进一步凸显。我们认为，追求“效率”优先的“全球一体化”发展可能逐渐成为过去，取而代之的是各经济体在小团体范围内的“抱团取暖”，保护主义、国家优先主义逐渐抬头。如今，“逆全球化”趋势的不断升级导致了全球供应链重构，未来全球供应链瓶颈可能仍将进一步加剧。（详见今年3月发布的《“安全”为本、“自主可控”——从俄乌冲突探寻中国市场投资方向》）。

目前，大国战略博弈明显升温，国际力量对比深刻调整，国际形势不稳定性不确定性明显增加。对于中国来说，一方面处于外围“逆全球化”的浪潮之中，一方面处于中美竞争博弈长期持续的背景下，中国的发展壮大将遇到前所未有的阻力和压力，因此，保障自身“安全”显示出越来越重要的战略意义。我们在去年9月初发布的《“安全”+“发展”——中国市场未来底层投资逻辑》报告中提到，“国防安全”、“粮食安全”、“供应链安全”、“资源安全”和“经济安全”是“安全”这一维度下的五大立足之本，为中国整体未来“发展”奠定坚实基础。其中，“国防安全”始终是维护国家安全的“定海神针”，强国必须强军，军强才能国安。军事实力是底气，没有足够的军事实力，一切都是空谈。我们将其置于“五大安全”之首，正是为了表明“国防安全”是维护国家安全的保底手段，也是保障其余四大“安全”的前置条件，是在“逆全球化”趋势不断升级、中美竞争博弈长期持续、国际形势不稳定性不确定性明显增加的大背景下的“必选项”。

近年来，中国综合国力逐步抬升，近逼美国，已成为世界第二大经济体，但国防实力同中国国际地位还不相适应，这也是中央多次提到要“促进国防实力和经济实力同步提升”的原因。从图表1可以看到，目前中国的国防支出占GDP比重与全球其他主要经济体相比仍有较大差距。2021年，中国的国防支出占GDP比重为1.2%，明显低于俄罗斯的4.1%、美国的3.3%和印度的2.7%，在各大主要经济体中明显较低。为弥补与美国等发达国家在武器装备上的技术差距，促进国防实力和经济实力同步提升，中国需要大量的军费投入作为支撑，以期聚力国防科技自主创新、原始创新，加快突破关键核心技术，牢牢掌握发展命脉，加速战略性前沿性颠覆性技术发展，积极抢占军事竞争战略制高点。

图表1：2021年中国国防支出占GDP比重与发达国家相比仍有较大差距



资料来源：《TRENDS IN WORLD MILITARY EXPENDITURE, 2021》，Wind，五矿证券研究所

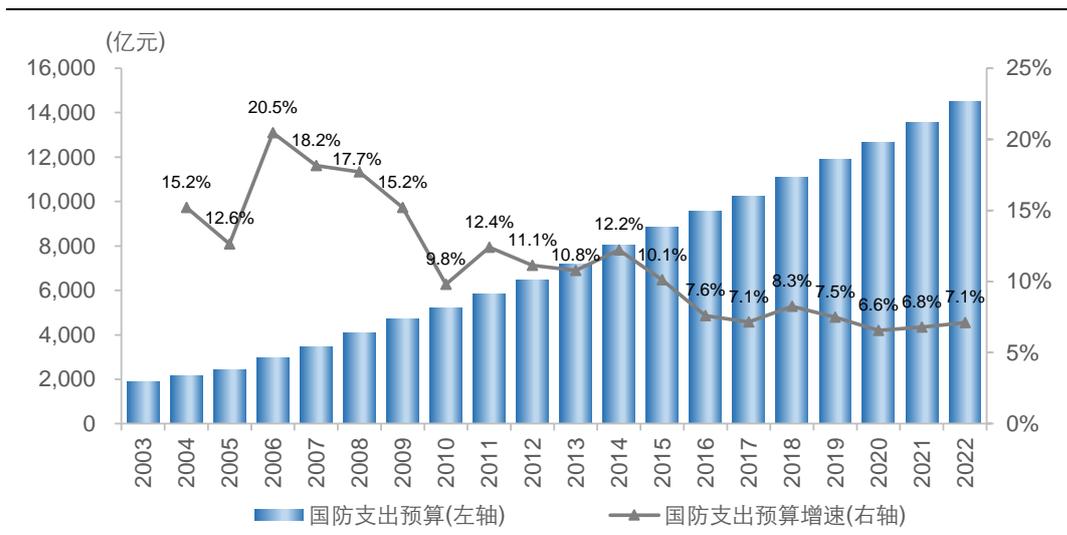
因此，我们认为，在“逆全球化”趋势不断升级，中美竞争博弈长期持续，国际形势不确定性明显增加的大背景下，中国在加快国防和军队现代化建设上势必具有强大的内生动力，未来中国将加强对军事实力的锻造，加大对军事力量的培育，我们预计未来几年中国将持续加大军费投入，整体国防支出预算增速将维持高增，军工行业景气度预计将持续向好。

2. 确保 2027 年实现建军百年奋斗目标，“十四五”规划项目将逐步落地

2022 年的政府工作报告提出，要深入贯彻习近平强军思想，贯彻新时代军事战略方针，扣牢建军一百年奋斗目标，全面深化练兵备战，坚定灵活开展军事斗争，捍卫国家主权、安全、发展利益。“十四五”规划中，中央就已提出要全面加强练兵备战，提高捍卫国家主权、安全、发展利益的战略能力，确保 2027 年实现建军百年奋斗目标，2035 年基本实现国防和军队现代化。今年的政府工作报告，既是对“十四五”规划的延续，又是鉴于目前国际形势不稳定性不确定性明显增加的大背景对“强军”提出了更明确的要求。

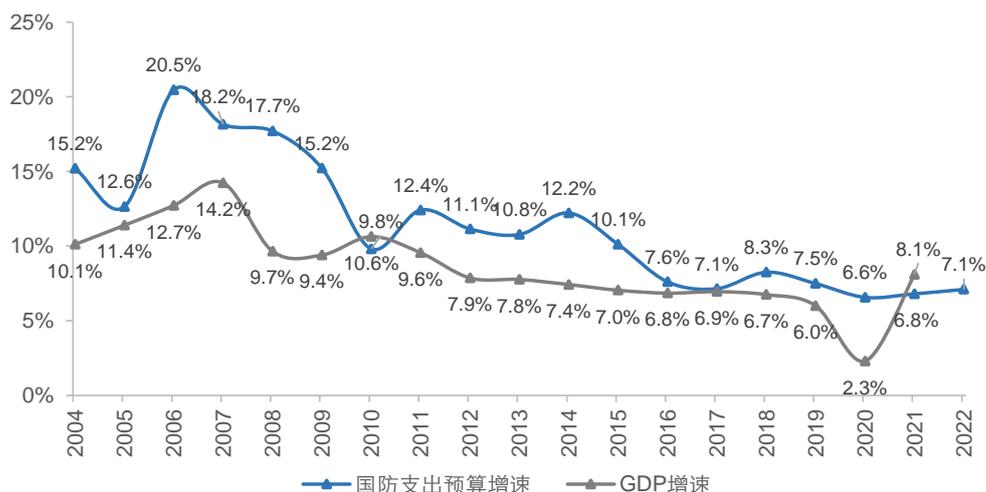
未来几年中国整体国防支出预算预计将维持高增。根据全国人大会议发布的预算草案报告，2022 年国防支出预算为人民币 1.45 万亿，较 2021 年同比增长 7.1%，高于 2021 年 6.8% 的增速水平，这是中国自 2019 年以来军费预算增幅首次突破 7%。国防支出预算的持续提高是中国提升军事实力、保障国防安全的必要条件。

图表 2：中国国防支出预算增速加快，2022 年同比增长 7.1%



资料来源：Wind，五矿证券研究所

军工行业景气度确定性相对较强。另外，根据历史经验，国防支出预算基本以高于 GDP 增速的速度增长，且基本不受经济大环境等因素影响。例如 2020 年，在新冠疫情的冲击下，国防支出预算仍然实现了 6.6% 的增速，远高于 2.3% 的 GDP 增速，体现了军工行业稳健、确定性较强的行业特征，在目前全球经济下行的大背景下，我们认为未来军工行业景气度确定性较强的特征将持续为投资者带来投资红利。

图表 3: 国防支出预算基本不受经济大环境等因素影响


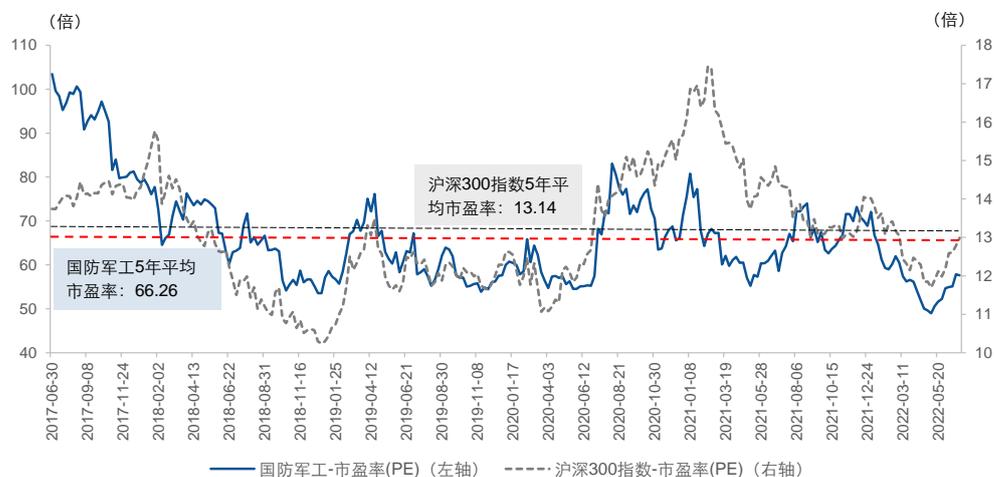
资料来源: Wind, 财政部, 国家统计局, 五矿证券研究所

“十四五”时期是确保 2027 年实现建军百年奋斗目标重要的时间窗口。我们认为, 为了确保 2027 年实现建军百年奋斗目标, 中国也将充分用好“十四五”时期这一极其重要的时间窗口, 因此未来几年中国整体国防支出预算预计将维持高增。同时, 我们预计中国也将加速推进“十四五”规划中的项目落地, 持续补强军事实力, 推动强军事业又好又快发展, 军工行业景气度将持续向好, 板块盈利能力有望持续改善。

3. 估值仍处低位+盈利预期改善, 补涨空间较大

1) 估值情况: 仍处低位

2022 年以来, 军工板块估值水平 (国防军工指数 (申万) 市盈率 (PE-TTM)) 一直位于 5 年平均值 (66.26 倍) 以下, 当年均值为 56.66 倍, 板块整体仍处低位。截至 2022 年 6 月 30 日, 军工板块市盈率为 57.64 倍, 较过去 5 年的历史平均市盈率低 13.0%, 位于底部 25.10% 分位点。同期, 沪深 300 指数市盈率为 12.99 倍, 较过去 5 年的历史平均市盈率 (13.14 倍) 低 1.1%, 位于底部 48.24% 的分位点。

图表 4: 军工板块估值仍处低位, 位于底部 25.10% 分位点


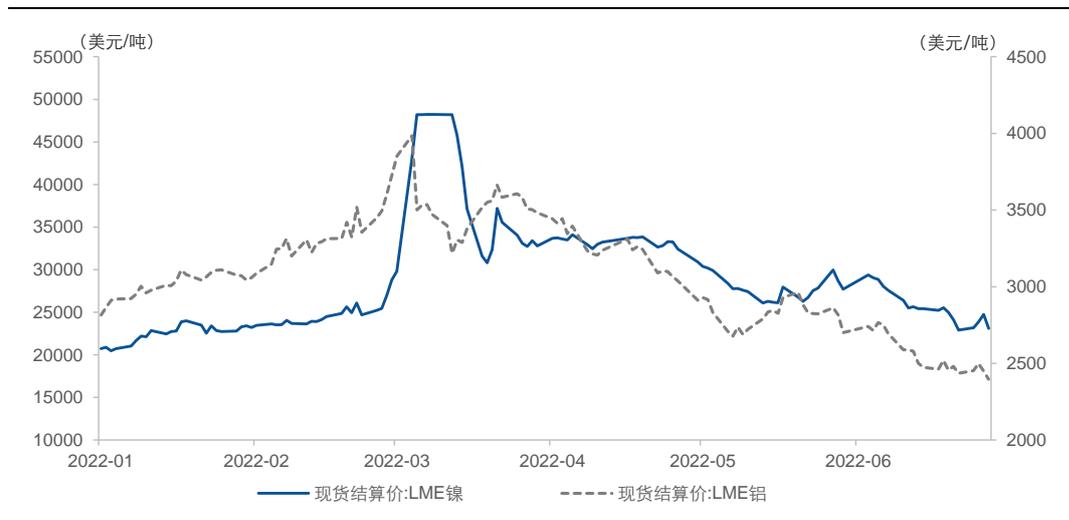
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

2) 盈利能力：收入确定性较强，成本下降，盈利有望改善

受俄乌冲突影响，今年一季度大宗商品价格暴涨，以镍为首的军工上游原材料首当其冲，金属价格剧烈波动，一度导致伦敦金属交易所紧急暂停镍交易。今年3月下旬开始，随着全球经济衰退预期增强，中期需求受到压制，大宗商品价格开始出现大幅回落。截至2022年6月30日，LME镍现货结算价格已由3月中旬的最高值48,241万美元/吨下降至23,100万美元/吨，基本恢复到今年1-2月的水平。除镍以外，铝、镁等军工上游原材料价格自3月起也不断下行，有利于缓解军工上游制造商的成本压力。

尽管全球经济衰退预期增强，下游需求低迷，但军工行业因其特殊定位，订单确定性较其他行业更强，因此收入端受经济大环境等因素影响较小，而成本端受镍、铝等上游原材料价格回落影响明显下降，利润率预计将有所抬升，军工板块盈利能力有望改善。

图表 5: 军工上游原材料价格回落明显

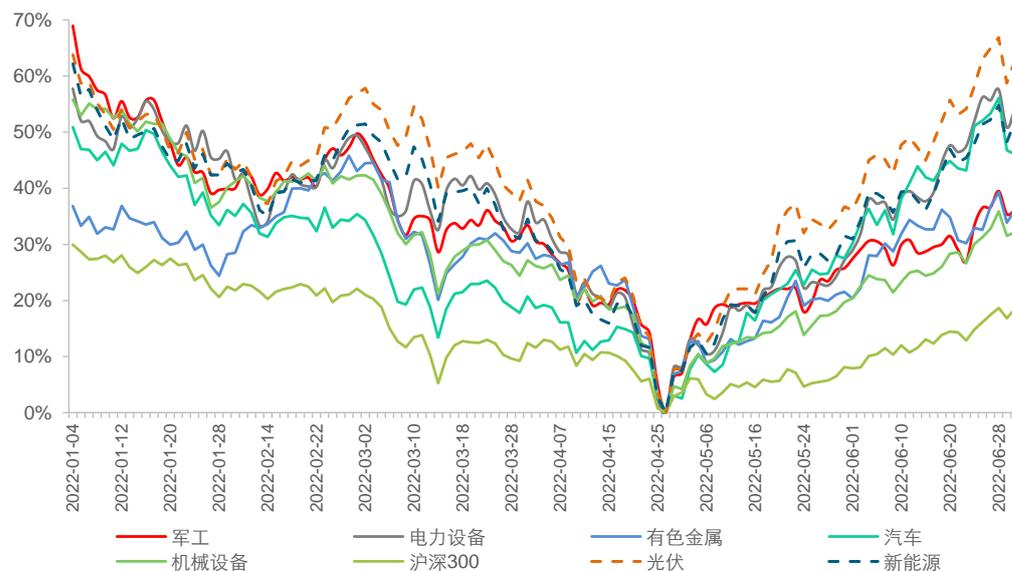


资料来源：Wind，五矿证券研究所

3) 行情表现：补涨空间较大

2022年初以来，A股市场普遍大幅下跌，沪深300指数最多跌近30%，其中，“赛道股”回撤更为明显，如果以2022年4月26日（年初以来最低点）为基日，我们可以发现，军工板块回撤最多，高达69.0%，而光伏、新能源、电力设备、机械设备和汽车板块分别回撤63.8%、62.2%、57.8%、55.8%和50.9%；反观2022年4月26日开始的这一轮反弹行情，军工板块在前两周率先反弹后走势逐渐趋弱，截至6月30日共上涨36.1%，明显弱于光伏、电力设备、新能源和汽车板块62.7%、54.1%、51.9%和46.0%的涨幅。因此，我们认为，在宏观层面有明确支撑，中微观层面上估值仍处低位，盈利能力有望改善的情况下，军工板块未来补涨空间仍然较大。

图表 6：“赛道股”中军工板块反弹明显较弱，补涨空间较大



资料来源：Wind，五矿证券研究所

投资机会

从国际宏观层面来说，在“逆全球化”趋势不断升级，中美竞争博弈长期持续，国际形势不稳定性不确定性明显增加的大背景下，“国防安全”是“必选项”；从国内宏观层面来说，为了确保 2027 年实现建军百年奋斗目标，中国也将充分用好“十四五”时期这一极其重要的时间窗口，“十四五”规划项目将逐步落地，因此未来几年中国整体国防支出预算预计将维持高增，军工行业景气度维持高位。在宏观层面有明确支撑，中微观层面上估值仍处低位，盈利能力有望改善的情况下，我们预计军工板块未来补涨空间较大，建议投资者重点关注军工板块投资机会。

“十四五”规划中就已经提到，要坚持以机械化为基础、信息化为主导、智能化为方向，推动机械化信息化智能化融合发展，积极培育孵化战斗力新的增长极，在推进智能化进程中发展高度发达的机械化和更高水平的信息化，引领国防和军队现代化转型升级。要坚持自主创新战略基点，聚力国防科技自主创新、原始创新，加快突破关键核心技术，牢牢掌握发展命脉。要紧盯全球科技创新动向，加速战略性前沿性颠覆性技术发展，积极抢占军事竞争战略制高点。要加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展，加强高技术、新概念武器装备建

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43519



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn