

# 军工板块深V反弹 机构预判迎业绩拐点

本报记者 易妍君 广州报道

近日,A股震荡加剧,而军工板块则“一枝独秀”。8月3日当天,Wind军工指数大涨5.73%,板块成交额创近期新高。

实际上,就军工板块而言,此轮上涨行情已持续3月有余。根据

## 军工逆势上涨

近期出现的外部事件性因素对军工板块整体的涨跌没有太大影响,军工板块趋势性的上涨或下跌行情主要还是靠自身基本面和市场整体行情来驱动。

经过了前期的调整,自4月底以来,部分制造业板块实现了大幅上涨,其中,军工板块的表现更为突出。从4月27日~8月3日的区间涨跌幅来看,在申万一级行业31个指数的排名中,国防军工以43.46%的涨幅位居第三位。

同时,就单月涨跌幅情况来看,今年5月和6月,中证军工指数分别上涨9.64%和8.98%。7月,A股波动加大,但该指数仍然上涨了1.66%;同期,上证指数、沪深300均呈现下跌态势。

谈及促成这一轮军工行情的主要因素,黄玥向记者指出,主要有两方面的原因:一是今年前四个月军工板块经历了较大跌幅,不少股票跌入了有吸引力的估值区间;二是军工板块的基本面并未变差,因此市场进入反弹阶段后股价价格迅速向内在价值靠拢。

数据显示,年初至4月26日,申万国防军工指数的跌幅为41.2%,在所有行业中排名倒数第二位;倒数第一是电子行业,跌了41.6%,倒数第三是电力设备板块,跌幅为38.6%。

黄玥进一步分析,“市场整体的涨跌对于国防军工、TMT这样的高beta(代表股票、投资组合对于市场的敏感程度)板块来说影响非常大,如果用过去10年的数据来做回归,无论是用周收益率还是月收益率,都可以看到国防军工板块的beta在所有行业中基本都是最大的,可能仅次于计算机板块,是beta较小的(比如银行)板块的两倍以上。此外,今年初军工板块跌幅比较大也与个别

Wind数据,截至8月3日,自4月27日以来,中证军工指数(399959.SZ)、申万国防军工指数(801740.SI)分别上涨41.47%、43.46%。其中,仅4月27~29日,这两个指数的涨幅均超过13%。

前海开源基金经理黄玥在接受《中国经营报》记者采访时表

示,随着上市公司中报披露,预计大多数核心军工上市公司的业绩会延续较高增速。未来即使市场出现一定的波动,军工板块的相对投资价值也比较突出,会呈现显著的alpha(超额回报)特征,所以,黄玥看好军用飞机产业链和航空发动机产业链。

## 申万一级行业指数区间上涨幅度排名前十

证券代码	证券简称	上涨幅度(%)
801880.SI	汽车(申万)	49.03
801730.SI	电力设备(申万)	48.60
801740.SI	国防军工(申万)	43.46
801890.SI	机械设备(申万)	34.67
801050.SI	有色金属(申万)	29.05
801080.SI	电子(申万)	26.11
801030.SI	基础化工(申万)	22.42
801770.SI	通信(申万)	21.07
801970.SI	环保(申万)	18.58
801980.SI	美容护理(申万)	15.69

数据来源:Wind 时间区间:2022年4月27日~8月3日

重点上市公司去年四季度业绩同比出现下降有关,其中,有的是同比基数比较大,有的是研发费用的问题,但这些都只是短期的扰动和个别情况,军工板块整体的高景气度并没有改变。随着一季报的披露,投资者看到军工板块仍维持了相对较高的业绩增速,这为后续的上漲提供了业绩支撑。”

“4月份A股指数整体下跌幅度比较大,军工板块主流标的估值也跌穿了合理区间的下限。由于军工无论是逻辑还是业绩兑现都没有问题,4月份的下跌只是单纯的杀估值,随着一季报披露,军工行业的景气度和业绩确定性进一步得到了市场的认可,于是估值有了一波快速的修复,也成为了成长股反弹的急先锋。”长城久源基金经理翁

煜平表示。

具体到上市公司披露的财务总体数据来看,今年一季度,军工行业实现营业收入增速16%,归母净利润增速17%,在30个行业中均排在第8名。从今年一季报数据来看,下游主机厂的合同负债与预收款总额同比增长252%,”这说明军工产业链目前订单比较饱满,整个军工板块的净利率也在规模放量的背景下持续提升的态势。”黄玥指出。

至于近期出现的外部事件性因素,黄玥认为,其对军工板块整体的涨跌没有太大影响,最多只会在几天甚至更短的时间内有一些扰动,这一特性实际上在过去几年的情况来看都是成立的,“军工板块趋势性的上涨或下跌行情主要还是靠自身基本面和市场整体行情来驱动。”

## 选股:更高景气度+业绩释放潜力

未来的主流投资框架可能会慢慢切换到以中长期的产业趋势和季度业绩验证的模式来运转,在此过程中会不断吸引资金持续流入,产生持续的增长机遇。

事实上,国防军工板块在A股的历史并不算长,但随着产业趋势的变化,近年来,机构的投资逻辑已转向业绩驱动、估值合理。

黄玥表示,2008年以前,A股市场在很长时期内并没有真正意义上的军工股。即使十大军工集团下的上市公司,其主营业务也多以民品为主。2008年以中航工业一集团、二集团合并为标志,军工集团资产证券化大幕开启,2008~2017年的10年间,军工板块每一次系统性的行情都是由资产注入驱动的,这一阶段是军工板块的形成阶段,资产注入为这一阶段的核心投资逻辑。

“2018年以后,军工企业业绩加速释放,军工板块的核心投资逻辑从资产注入驱动向价值成长驱动过渡。”黄玥谈到,目前在投资军

## 军工行业供需结构的稳定性较高

由于军工行业供需结构的稳定性比较高,从行业比较角度看,短期军工板块的相对优势较为明显。

当前,机构投资者普遍对军工板块接下来的表现抱有信心。

首先,从大环境来看,“在接下来的一段时间里,预计市场窄幅震荡的可能性比较大。一方面市场仍然面临很多不确定性因素,比如全球通胀、主要经济体普遍进入加息周期、经济下行压力较大、疫情等因素,市场短期内大幅上涨缺乏足够动力。另一方面,全球权益市场已经经历了较大的调整,上述种种利空因素很大程度上已经在市场价格中有所体现,特别是A股的很多板块,估值都在历史低位,所以向下的空间也较为有限。”黄玥分析。

同时,业绩支撑因素依旧存在。“二季度由于疫情的原因,一般to B和to C的行业受影响比较大,而军工板块的需求来自国家军队的装备采购,基本不会受疫情影响,预计军工板块的业绩在所有行业中的排名相比一季度很可能会有进一步提升。”黄玥认为,未来即使市场出现一定的波

动,军工板块的相对投资价值也比较突出,会呈现显著的alpha特征。实际上在本轮阶段性行情的高点,军工板块逆势走强特征已经较为明显。

翁煜平分析,4月底开始的这波上涨只是估值修复,伴随一季度业绩披露完毕,市场对板块利润释放不确定的担心已经明显减弱,叠加需求的确定性高,市场对板块的关注度有了很大提升,在主流标的估值修复结束之后,可能迎来估值切换的行情,空间会比较大。其中,航空航天和信息化是国防现代化建设的重点领域,会持续维持较高的景气度,布局这两个领域有望获得高于板块整体的收益率。

万方方则指出,从时间上来看,三季度的中报季有可能成为未来两年军工投资的关键时间窗口。“随着中报季的临近,我们对军工板块比较乐观,中报季的业绩验证与国企改革的落地是未来一个季度的重要看点,由于军工行业供

需结构的稳定性比较高,从行业比较角度看,短期军工板块的相对优势较为明显。”

对于细分方向,万方方看好航空发动机、导弹产业链、航空产业链的平台型公司与具备竞争优势地位的新材料企业。他认为,决定未来收益的核心要素有三个:产业空间、清晰且不断兑现的成长逻辑与业绩兑现。

黄玥提醒,风险与收益密不可分。军工板块是波动性比较大的板块,同时也是具有较高研究门槛和信息相对不透明的板块,所以作为一般投资者来说,通过投资基金的方式参与军工板块或是比较好的选择。“军工本身具备高beta属性,对于普通投资者而言,长期单笔小幅的定投是比较友好的投资方式。要尽量避免频繁的买卖行为,这样不仅会产生较高的交易成本,也会因为踏错节奏失去投资信心。定投并长期持有,可能是分享军工板块投资机会的最佳方式。”

# 国盛证券策略研究首席张峻晓:三季度是A股重要观察期

本报记者 罗辑 北京报道

2022年前4个月,A股受外部美联储加息、俄乌局势、内部疫情反弹等多因素影响,遭遇快速下探。但在4月末疫情得

## A股长期走向,取决于国内基本面对大盘

《中国经营报》:今年4月在市场底部一片悲观时,你们团队在召开全行业电话会议时精确预判反弹,你是如何做出底部判断的,并阐述下对此轮反弹的看法?

张峻晓:今年前4个月,A股市场依次迎来一系列负面因素的扰动。进入4月,“内滞+外胀”的这种格局演绎到了极致,引发了大盘的再度大跌。到4月26日市场最低点跌到了2860附近,创下2020年6月以来新低。我们在4月26日盘后召开了全行业的电话会议,明确提出“A股再迎战略机遇,胜利从来属于孤勇者”。

当时坚定看多有几个理由,一方面,根据我们编制的修正股权风险溢价(ERP)来看,截至4月26日收盘,全A修正ERP历史分位达到98.6%,其对应未来12个月预期收益率已经远超过15%。而从下行风险来看,即使以2018年末极度悲观的ERP水平作为参照,全A估值的最大下行幅度也仅有5%。另一方面,理论上权益资产定价、经济名义增速以及全社会债务规模,这三者在长期趋势上应保持同步,过去10年国内名义GDP以及社融规模年均增长基本保持在10%左右。我们以金融危机后的最低点作为参照画出一

条逐日抬升的长期支撑线,4月26日最低点已经触及全A指数底部区间。虽然当时的基本面对环境依旧比较复杂且可预测性不高,但A股这种绝对低估、绝对底部的机会还是比较显著和难得,从长期配置的风险收益比价的角

度来看,在4月末A股毋庸置疑已经进入深度价值区间,因此我们向市场发出了坚定看多的声音。

事实上,本轮反弹的行情,也是在一系列利好因素的催化下逐渐形成的。5月以来我们先后见到了国内疫情拐点的明确、美联储紧缩峰值的出现以及国内信贷数据低点的确认,基本面以及内外部环境的改善成为支撑本轮市场反弹的基础,此外充裕的宏观流动性也加深了大盘上涨的弹性。

《中国经营报》:你如何看待上半年的市场走势,A股独立行情能否持续,压力和支撑分别来自何处?

张峻晓:海外方面,6月美联储加息会议大幅加息75个基点后美债利率不升反降,尤其是实际利率下行。这主要反映了市场对美国经济衰退预期的定价。再进一步考虑到近期大宗商品价格与海外通胀预期的回落,我们倾向于认为三季度是美债利率的高波

到控制、稳增长政策加码等利好下,信心逐步恢复,出现近两月的反弹。

本轮反弹行情能否像2020年一样实现由反弹到反转的无缝衔接,国盛证券策略研究首席分析师张峻晓在接受《中国经营报》记者采访时表示,在当前的市场环境下还是有一定难度,在本轮大盘超跌动能和反弹空间兑现后,市场需要右侧信号的确认才能实现进一步的上涨,最关键的因素

就是企业中长贷表征的内生性信用扩张何时能够实现。而在基本面向趋势拐点确认后,弱现实与强预期的博弈可能会贯穿未来两到三个月的时间,市场波动也会相应的有所放大。

对于国内基本面而言,经济和金融数据虽然确认了4月的低点,6月份信贷数据也实现了总量和结构上的双重改善,但是国内经济距离真正意义上的复苏可能还有一段距离。从7月以来地产销售、土地成交、上游原材料的表现需求等多项高频数据来看,现阶段宏观基本面企稳的信号并不牢固,意味着至少短期来说稳增长政策仍然有保持发力的必要。

对于下半年的A股来说,市场的潜在压力来自于货币、出口,从货币条件与出口链的影响分析来看,海外因素对高估值板块与创业板的影响会相对更大一些。而市场的支撑则来自于信用、内需,以及上游成本回落,从基本面的角度看,信用疏导的打通是推升风险偏好



内生性信用扩张更重要。归根结底,下半年内生性信用环境的趋势性拐点能否确立,决定了中国基本面对大盘,也决定了A股能否延续独立行情,三季度是重要验证期。中性情形下,从中长贷周期性波动特征以及领先性指标来看,例如企业短端信贷领先于中长期贷款16~18个月,正常情况下企业中长贷可能会在三季度迎来真正意义上的企稳回升。但即便海内外环境的变化会导致大盘短期的走势出现一些波折,我们还是要强调,在前期大盘底部空间已经探明的基础上,叠加国内疫情改善、流动性持续宽松、经济预期修复的支撑,A股的至暗时刻已经是过去式,至少在战略上无须再悲观。

## 科创板兼具高增+低估+低配的优势,投资性价比高

《中国经营报》:下半年的投资主线是什么,你看好哪些板块、行业?投资风险有哪些?

张峻晓:首先从大类风格来看,在一季报创业板-主板业绩增速差就已经落入了负值区间,并且下半年盈利周期仍有下行压力,除了部分新能源以及to-G端(面向政府客户)的细分赛道行业之外,成长板块整体业绩可能并不占优势。同时,当前的产业周期相较于2020年以后也有很大的差别,主要体现在半导体、医药等景气周期阶段的不同。因此我们认为至少对于未来一到两个季度来说,成长相对价值的基本面出现反转的难度比较大,但是抛开风格单就具体板块来看,科创板兼具高增+低估+低配的优势,具备比较高的性价比。

其次对于具体的板块和行业,我们从几个维度进行考量:一是自上而下的基于我们构建的“货币-信用-实体”三元框架,下半年随着国内经济形势的好转,宏观环境可能由上半年的“经济下+货币紧+信用紧”转向“经济上+货币紧+信用宽”,对应的优势板块由金融地产转向消费;二是此前我们复盘了过去几轮稳增长周期的风格轮动特征,稳增长政策发力半年后,随着货币-信用的传导逐渐清晰,消费板块风险收益比迎来快速提升,即便是在稳增长周期结束后,消费股依旧具备较高的相对收益;三是从估值-业绩匹配的视角来看,基于“PE-G”框架的最新一期的行业组合主要指向消费风格,盈利与估值匹配度较高的行业包

括汽车、美容护理、商贸零售、食品饮料、家用电器等;四是上游成本受益的优势制造业,本轮商品周期由供给侧主导,制造业遭受较大冲击,后续成本见顶回落过程中,重点关注受益程度最高的优势制造(光伏设备、汽车零部件、航空装备等),此外CPI上行过程中,养殖业盈利回升确定性较强。综合而言,我们认为下半年大消费有望接力稳增长成为市场的主线,除了消费板块外,一些具备高增确定性且受益上游成本回落的优势制造业,也具备超额收益的潜力,主要包括光伏、航空装备等。

最后提示下中期内市场可能面临的几个风险点,一是要密切关注国内新冠肺炎疫情形势以及疫情管控措施的变化;二是如果海外通胀持续上行,美联储可能会有超预期紧缩的行为,导致全球资本加速回流美国,加大新兴市场的压力;三是欧美等发达国家有步入衰退周期的可能,如果海外需求大幅回落,势必会对国内出口造成巨大压力;四是如果国内的地产销售和居民消费水平持续低迷,也会对市场做多信心形成显著拖累。

《中国经营报》:如何把握中报披露前后的投资策略?第三季度除了中报,还需要重点关注什么?

张峻晓:在6月中旬以及6月下旬的中期策略展望中,我们就多次提示,基于历史规律性经验,6~7月份市场行情的一个显著特征,就是二季报业绩对于股价表现有较高的解释力。