俄乌冲突进行时，军工板块何去何从？

军工行业

推荐 维持评级

核心观点：

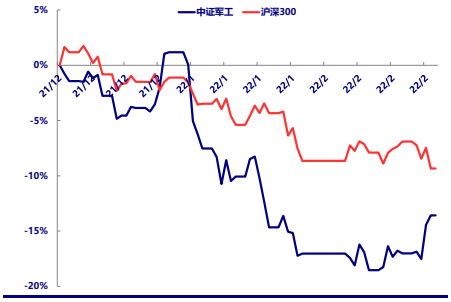
- **俄乌冲突超预期，美国或成最后赢家。**面对欧盟和美国制裁，俄罗斯毅然发起对乌军事行动，“斗而不破”的预期被打破。俄罗斯如此果决的核心原因是在与欧美乌三方对话中，北约不再东扩的希望破灭，“废止乌克兰的军事潜力”，并迫使乌承诺中立或是俄此次军事行动的主要目标。由于北约表态不参战，因此冲突的最终结局显而易见。针对于此次冲突，我们认为乌克兰可能是最大输家，主权和国力皆输；其次是俄罗斯，虽然俄罗斯可能会因此解决自身安全问题，但面对强有力的国际制裁，以外贸型经济为主的俄罗斯需要迎接更多挑战。美国或成为最大赢家，首先，提升了北约的凝聚力，外交统筹力度大大增强；其次，通过联合盟友制裁俄罗斯，遏制其发展，降低未来俄威胁程度；再次，不安全的局势使得美制武器出口更广泛；最后，北溪 2 号暂停为美国能源出口创造了绝佳的机遇。
- **历次海外战争发生后，国内军工股表现并不明显。**由于军工指数和沪深 300 指数创建时期比较晚，因此我们选用中航西飞和上证指数来表征军工板块和市场，通过统计 1999 年至 2011 年 5 次海外战争前后军工股的相对表现，我们发现战争发生前一周（T-7），军工股的相对收益最显著，胜率达 4/6，战争开始后一周内胜率不断下降，T+1 日的胜率为 2/5，T+2 日和 T+3 日胜率均为 1/5，显示军工股表现并不理想。本次俄乌战争是在军工板块前期大幅回调的背景下发生，借助该事件的催化，战争发生前一周中证军工指数相对上证指数收益达 5.6%，中航西飞相对收益达 10.9%，但我们认为，战争发生后，军工板块的情绪因素将在一周内逐步弱化，并重新由基本面逻辑来主导。
- **精确指导武器成为现代战争的“标配”。**现代战争中，精确制导武器的重要性逐步凸显，在作战中的使用比例由 1991 年海湾战争中的约 8%跃升至 2003 年伊拉克战争中的约 70%，大大减少了平民伤亡。此次俄乌战争，俄罗斯同样使用大量精确制导武器来摧毁乌克兰的军事基础设施和防空设施等目标，包括 X-555 空射巡航导弹和伊斯坎德尔陆基巡航导弹等武器，这对我国武器装备的发展具有较强指导意义。
- **投资建议：俄乌事件催化板块企稳走高，基本面为王，继续看好板块中长期表现。**类比俄乌冲突，亚太地区的地缘政治格局也非常复杂，尤其是台海周边，正如外交部表态中国是唯一没有实现完全统一的安理会常任理事国。我们认为积极备战，切实提升自身战略威慑力才能占得先机。军工行业高景气度有望延续，2022 年应“轻赛道，重个股”，当前时点建议“四维度”配置：**1）超跌反弹标的**，包括中直股份（600038.SH）、火炬电子（603678.SH）、全信股份（300447.SZ）和盛路通信(002446.SZ)；**2）业绩增速和估值兼备的标的**，包括能科科技（603859.SH）、七一二（603712.SH）、新雷能（300593.SZ）；**3）业绩超预期且确定性高增长标的**，包括振华科技（000733.SZ）、紫光国微（002049.SZ）；**4）国企改革对业绩增长改善标的，包括**中航西飞（000768.SZ）、航天发展（000547.SZ）、中国海防（600764.SH）等。
- **风险提示：**“十四五”规划和军工改革不及预期的风险。

分析师

李良
☎：010-80927657
✉：liliang_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130515090001

胡浩淼
☎：010-80927657
✉：huhaomiao_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130521100001

行业数据 2022.2.24



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

图 1 历次海外战争中军工股在不同阶段的表现

战争/冲突	开始时间	中航西飞股价涨跌幅表现（%）						中航西飞相对上证指数表现（%）					
		T-7	T+1	T+2	T+3	T+7	T+30	T-7	T+1	T+2	T+3	T+7	T+30
科索沃战争	1999/3/24	-2.84	-1.62	-1.54	-0.89	-1.94	-10.36	**-3.02**	**-0.42**	**-0.70**	**-0.77**	**-0.84**	**-7.72**
阿富汗战争	2001/10/7	0.00	-2.48	-1.61	-6.57	-3.12	-12.27	**0.00**	**-0.30**	**-0.47**	**-2.13**	**1.05**	**-2.59**
伊拉克战争	2003/3/20	0.41	0.96	-0.14	-1.09	0.55	3.83	**1.12**	**0.64**	**-0.67**	**-0.58**	**-1.45**	**-5.23**
利比亚战争	2011/2/16	6.12	3.43	2.35	8.21	5.61	1.68	**1.65**	**2.48**	**2.33**	**7.07**	**6.87**	**0.59**
叙利亚内战	2011/3/15	-6.44	-2.41	-5.79	-4.98	-3.86	-9.49	**-3.11**	**-2.18**	**-4.41**	**-3.94**	**-3.23**	**-13.33**
俄乌战争	2022/2/24	9.82						**10.85**					

资料来源：中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

李良　制造组组长&军工行业首席分析师。证券从业 9 年，清华大学工商管理硕士，曾供职于中航证券，2015 年加入银河证券。曾获 2021EMIS&CEIC 卓越影响力分析师，2019 年新浪财经金麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019 年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015 年新财富军工团队第四名等荣誉。

胡浩淼　军工行业分析师。证券从业 3 年，曾供职于长城证券和东兴证券，2021 年加入银河证券。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%－20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘　0755-83479312　suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰　0755-83471963　cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷　021-20252612　hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如　021-60387901　luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚羚　010-80927722　tangmanling_bj@chinastock.com.cn