

国防军工

动荡之中，机会丛生——美国对乌军援对军工行业的影响分析

报告摘要

2023年1月6号，美国国防部宣布拜登政府承诺再向乌克兰提供30.75亿美元的额外安全援助。本次援助计划为美国总统拜登授权自2021年8月以来对乌克兰进行的第二十九次（俄乌冲突以来第二十七次）对乌克兰使用总统库存削减授权进行军援，也是2023年的第一次美国对乌军援，这一军事援助承诺正式表明美国对乌克兰的持续军事援助并未随2022年而结束。

我们统计了自俄乌冲突全面爆发以来美国历次对乌军援武器装备的型号及数量，可以看到此次美国对乌援助装备具有航空相关装备占比较高、商业卫星及服务成为军援的一部分以及无人装备成为军援重点领域等三大特征。造成此三类特征的原因固然有乌军航空力量较俄军有所差距，因此美西方援助其薄弱项的原因。但俄乌冲突作为冷战结束后少有的高强度、高烈度的地区冲突，在本次冲突中消耗较多、美国对乌军援数量占比较高的武器装备无疑是现代战争中的重点装备领域

可以看到，在本次冲突全面爆发前，美国便已开始规划对乌克兰的租借法案，而冲突的爆发更是加速了这一法案的形成。对比此前二战中美国租借法案（Lend-Lease）的相关情况，我们认为，此次美国对乌租借的军事援助具有可能并非免费、并非以现金结算以及还款日期可能较长的相关特征。

与此同时，伴随着俄乌冲突的全面爆发以及美国对乌的军事援助持续，美国多个军工巨头的市值创下历史新高。我们认为，美国市场对军工复合体的强烈预期并非单纯的狂热情绪，而是有着合理、完善的内在逻辑支撑。一方面，从以往美国直接、间接参与的战争来看，无论战争结果如何，在两次世界大战、伊拉克战争、科索沃战争等事件中美国军工巨头往往都获利颇丰。另一方面，美国对乌克兰的军援无论以哪种形式实现，后续都必然形成美国政府对军工集团的中长期订单。无论是

投资评级

增持

维持评级

行业走势图



作者

张超

分析师

SAC执业证书: S0640519070001

联系电话: 010-59219568

邮箱: zhangchao@avicsec.com

相关研究报告

策略：底部清晰，军工板块或迎来新一轮估值抬升 —2023-02-01

军工行业周报：底部清晰，改革助力 —2023-01-29

【中航证券军工】信息化武器装备的精灵——军用电子元器件产业深度报告 —2023-01-17

以乌克兰安全援助倡议（USAI）的国防部直接授权向国防工业部门采购的形式，还是通过总统库存削减授权后对相关装备库存的补充，可以预计俄乌冲突爆发后美国对乌的 212 亿美元军事援助资金中会有相当的部分流入美军工复合体中。

因此，我们判断，在需求侧美国对乌军事援助持续、美军装备库存补充、北约国家援乌装备库存补充、北约多国安全需求的四重增长驱动与供给侧对相关装备扩产准备的共同作用下，美国军工巨头有望在 2023 及之后的数年间持续受益于美国对乌军援事件。

军贸方面，俄乌冲突的爆发，不仅破坏了地区安全局势，更为其他国家，尤其是欧洲各国带来了强军的警示，加速新一轮军费提升。而相关欧洲各国，尤其是北约成员国中自身国防工业基础相对薄弱的国家，其军费的重点使用方向便是向美国进行军贸采购。仅以 F-35 为例，俄乌冲突后洛马公司便获取了多个国家的意向订单。

同时，新域新质装备的军贸属性伴随近年来亚阿纳卡冲突与俄乌冲突等地区冲突中相关武器装备的使用而水涨船高。我们认为，无人装备与卫星互联网技术依靠其高效费比属性与相互间的协同性等特点，尤其适合自身相对国防基础相对薄弱、自身防空力量相对较弱的国家使用，而这也正切合大多数国际军贸买方国家的特征与需求。因此，我们认为，在新时代的国际军贸中新域新质装备有望成为下一阶段的“主旋律”之一。也有望为我国“彩虹”、“翼龙”系列无人机等新域新质装备带来全新机遇。

对于我国而言，尽管客观来看，在一些高尖端武器装备领域，与美国、俄罗斯及法国等传统军贸强国相比，在装备质量、客户覆盖、价格竞争力等方面存在一定的差距。但俄乌冲突的爆发也为我国带来了相关机遇。

对于军贸强国美国而言，北约多国的安全需求陡增，美国军工企业在持续对乌军援、本国自身储备补给与北约盟友的持续军贸需求下，对非北约盟国的军贸供应能力或将受到影响。届时我国军工企业有望抓住机遇，承接此部分空缺，尤其是拓展已经与我国有较多军贸合作，位列我国前 20 军贸出口国的上述 6 国的军贸合作机会。

对于另一军贸强国俄罗斯而言，考虑到下一阶段俄罗斯受俄乌冲突的影响可能较难维持此前的军贸出口产能。无论从当前军贸对象的重合度上还是从军贸装备的相关领域来看，我国军工企业均有望承接对俄军贸进口较多国家的需求缺口，尤其是此前已经与我国有过军贸往来的相关国家。

综合来看，我们认为，我国军贸企业有望在下一阶段获得承接非北约国家对美国军贸的需求缺口与承接俄罗斯军贸出口的产能缺口的历史性机遇。考虑到通常情况下军贸产品相对内需的毛利率更高，军贸产品的溢价对于我国上市公司（特别是产业链下游企业）的盈利能力有望带来直接改善。

对于军工央企而言，我国军品下游企业当前多为军工央企集团所属企事业单位，在下一阶段我国军贸高景气时期到来时，我国军工央企所属的产业链下游上市公司盈利空间也将得到一定程度的改善，并进一步传导对应产业链的中上游企业。对于民参军企业而言，军贸也可以为具有向产业链下游拓展意愿和能力的企业，提供一个既规避与现有客户竞争，又可以维持较高利润空间的新渠道。

风险提示：

1. 军品研发投入大、周期长、风险高，型号进展可能不及预期；
2. 随着军品定价机制的改革，以及订单放量，部分军品降价后相关企业业绩受损；
3. 行业高度景气，但如若短时间内涨幅过大，可能在某段时间会出现业绩和估值不匹配；
4. 部分具有军贸项目的上市公司，受到军贸进展消息面上的影响，股价可能产生波动；
5. 军贸业务开展短期受疫情影响较大，订单交付确认进度可能不及预期；
6. 军贸会受到各国外交及政治稳定性等因素影响，部分军贸订单在生产交付过程中均存在一定的不确定性。

正文目录

一、 以美国为首的北约多国持续对乌军援，其中航空相关装备占比较高	6
(一) 美国对乌军事援助的形式	9
(二) 援助装备中航空相关装备占比较高	11
(三) 商用卫星及服务成为军事援助的一部分	15
(四) 无人装备成为军援重点领域	15
二、 美国对乌军援助推多家军工巨头市值创新高	16
(一) 俄乌冲突以来美国多家军工企业市值创历史新高	16
(二) 俄乌冲突推动美国军贸大幅增长	17
三、 俄乌冲突下的军贸之变	19
(一) 新域新质装备有望成为下一阶段军贸主旋律	19
(二) 俄乌冲突为我国军贸带来历史性发展机遇	20
四、 风险提示	23

图表目录

图 1 美国对乌军援情况（截至 2012 年 12 月 7 日）	9
图 2 美国《2022 乌克兰民主国防租借法案》形成过程	10
图 3 俄乌冲突爆发以来美国军工股走势大幅超过大盘	17
图 4 中国、俄罗斯 2017-2021 年军贸出口结构（单位：百万 TIV，%）	22
表 1 俄乌冲突以来美国对乌克兰提供的军事援助（按照金额，截至 2022 年末） ..	6
表 2 美国对乌军事援助装备情况（截至 2022 年末，单位：个、辆、套、艘） ..	11
表 3 俄乌冲突期间，洛马、雷神、诺格、通用动力市值创出历史新高（截至 2023 年 1 月 27 日）	16
表 4 俄乌冲突以来为洛马公司带来的 F-35 的军贸订单和采购意向	18

表 5 美国、中国 2017-2021 年军贸出口前 20 名国家（红色为重合国家，单位： 百万 TIV）	20
表 6 俄罗斯、中国 2017-2021 年军贸出口前 20 名国家（红色为重合国家，单 位：百万 TIV）	21

一、以美国为首的北约多国持续对乌军援，其中航空相关装备占比较高

美国当地时间 12 月 21 日，乌总统泽连斯基对白宫进行访问，这也是俄乌冲突全面爆发以来泽连斯基首次公开宣布离开乌克兰境内。作为此次访问的一部分，美国国防部宣布向乌克兰提供 18.5 亿美元的额外安全援助。此次援助分为两个部分，第一部分为总统库存削减授权（Presidential Drawdown of security assistance）提供的至多 10 亿美元，本次援助计划也是拜登政府自 2021 年 8 月以来对乌克兰进行的第二十八次总统库存削减授权援助；第二部分为 8.5 亿美元的乌克兰安全援助倡议（USAI）资金，与总统库存削减授权不同，USAI 是根据授权从工业部门进行采购，而不是直接从国防部库存中提取相关武器装备进行支援。

需要注意的是，本次援助中美国首次将爱国者防空系统援助给乌克兰，作为世界领先的防空系统之一，该系统可提升乌方的分层防御防空能力，同时将增强此前美国援助乌方的诸如国家先进地空导弹系统（NASAMs）、毒刺、反无人机系统等防空武器的协同防御能力。

在 2023 年 1 月 6 号，美国国防部宣布拜登政府承诺再向乌克兰提供 30.75 亿美元的额外安全援助，同样包括两个部分，及 28.5 亿美元的总统库存削减授权援助与 2.25 亿美元的外国军事援助（Foreign Military Financing）。本次援助计划为美国总统拜登授权自 2021 年 8 月以来对乌克兰进行的第二十九次（俄乌冲突以来第二十七次）对乌克兰使用总统库存削减授权进行军援，也是 2023 年的第一次美国对乌军援，这一军事援助承诺正式表明美国对乌克兰的持续军事援助并未随 2022 年而结束。

2023 年 1 月 25 日，德国政府宣布将提供乌克兰一个连共 14 辆“豹 2-A6”主战坦克，和弹药、维护和运输支援，并将向其他国家签发豹式坦克再出口许可。同一天，美国总统拜登也宣布计划向乌提供 31 辆“艾布拉姆斯”主战坦克。俄罗斯外交部发言人扎哈罗娃 27 日说，援乌坦克会把西方与俄罗斯的对抗推向新高度。俄罗斯总统新闻秘书佩斯科夫表示，在俄罗斯看来，近期德美两国乃至北约的行动都意味着他们已经直接介入了俄乌冲突，而且介入的程度正在提升。俄罗斯内务部长科洛科利采夫更是强硬宣称，俄罗斯武装力量将把西方向乌克兰提供的“豹 2”主战坦克全部摧毁。

自 2014 年克里米亚事件发生，美国已向乌方提供超 270 亿美元的军事援助，其中 249 亿美元为拜登政府成立以来援助。而俄乌冲突全面爆发更是加速了这一进程，自俄乌冲突爆发至 2023 年 1 月 6 日，美国政府已承诺向乌克兰提供 242 亿美元的军事援助，占 2014 年以来全部援助的超过 89%。

表1 俄乌冲突以来美国对乌克兰提供的军事援助（按照金额，截至 2022 年末）

批次	时间	援助金额	援助内容
1	俄乌冲突爆发时 (2月25日)	3.5 亿美元	包括为乌军提供食物、电热毯、其他生活必需品及其他医疗物资，以满足乌军的日常需求
2	3月12日	2 亿美元	美国库存武器
3	3月16日	8 亿美元	包括 800 套防空系统、9000 套便携式反装甲系统、7000 套机关枪、榴弹发射器、霰弹枪等小型武器、2000 万发子弹，还包括“弹簧刀”(Switchblade) 战术无人机系统
4	4月5日	1 亿美元	额外军事援助
5	4月13日	8 亿美元	包括 10 套 AN/TPQ-36 雷达、2 套 AN/MPQ-64 “哨兵”空中监视雷达、数百枚单人导弹、200 辆 M113 装甲车，100 辆装甲轮式车，11 架 Mi-17 直升机（其中包括美国采购自俄罗斯专门用于阿富汗战争的 Mi-17 直升机）、3 万套头盔等多种装备
6	4月21日	8 亿美元	包含 72 门 M777 155 毫米口径榴弹炮、144000 发炮弹和 72 辆用于牵引这些榴弹炮的战术车及凤凰幽灵战术无人机系统
7	5月6日	1.5 亿美元	包括 25000 枚 155 毫米炮弹、3 套 AN/TPQ-36 雷达和电子干扰设备等
8	5月19日	1 亿美元	包括 18 个 155 毫米榴弹炮、18 个拖曳 155 毫米榴弹炮的战术车、3 个 AN /TPQ-36 反火炮雷达、野战设备和备件。
9	6月1日	7 亿美元	海马斯火箭炮系统、5 个反炮兵雷达、2 个空中监视雷达、1000 个“标枪”反坦克炮和 50 个指挥发射系统、15000 发 155 毫米炮弹、4 架 Mi-7 直升机、15 辆战术车、备件
10	6月15日	10 亿美元	包括 18 个 155 毫米榴弹炮、36000 发 155 毫米炮弹、18 个拖曳 155 毫米榴弹炮的战术车、新增的海马斯火箭系统、4 个回收设备的战术车、备件
11	7月1日	8.2 亿美元	2 个 NASAMS 防空系统、150000 发 155 毫米弹药和 4 个反炮兵雷达
12	7月8日	4 亿美元	4 套海马斯火箭炮系统和弹药、3 个回收设备的战术车、155 毫米弹药、爆破弹药、反电池设备、备件
13	7月22日	2.7 亿美元	4 套海马斯火箭炮系统和弹药、4 个指挥车、36000 个 105 毫米弹药、额外的反装甲武器和备件、多达 580 个凤凰幽灵战术无人机系统
14	8月1日	5.5 亿美元	75000 个 155 毫米弹药、新增海马斯火箭炮系统和弹药

批次	时间	援助金额	援助内容
15	8月8日	10亿美元	新增的海马斯火箭炮系统和弹药、75000个155毫米弹药、20套120毫米迫击炮系统和20000发120毫米迫击炮弹药、NASAMS防空系统的弹药、1000个“标枪”反坦克炮和数百个AT4反装甲系统、50辆装甲医疗车、M18A1克莱默尔人员杀伤地雷、C-4炸药、爆破弹药和爆破设备;医疗用品,包括急救箱、绷带、医疗监护器和其他设备。
16	8月19日	7.75亿美元	新增的海马斯火箭炮系统和弹药、16门105毫米榴弹炮和36000发105毫米弹药、15个扫描鹰无人机系统、40辆防雷伏击保护车(MRAP)、高速反辐射导弹、50辆装甲高机动性多用途车、1500发“陶”式反坦克导弹、1000个“标枪”反坦克炮、2000个反装甲弹、排雷设备、爆破弹药、战术安全通信系统、夜视仪、热成像仪、光学元件和激光测距仪。
17	8月24日	近30亿美元	额外6个NASAMS防空系统和增加的弹药、245000发155毫米火炮弹药、65000发120毫米迫击炮弹药、24个反火炮雷达、彪马(Puma)无人机系统、扫描鹰无人机系统的支持设备、吸血鬼反无人机系统、激光制导火箭系统、培训、维护和维持资金。
18	9月8日	6.75亿美元	新增的海马斯火箭炮系统和弹药、4门105毫米榴弹炮和36000发105毫米弹药、高速反辐射导弹、100辆装甲高机动性多用途车、150万发小型武器弹药、超过5000个反装甲系统、1000个155毫米远程反装甲地雷系统、额外的榴弹发射器和小型武器、50辆装甲医疗车、夜视设备和其他野战设备。
19	9月28日	11亿美元	18个海马斯火箭炮系统和弹药、150辆装甲高机动性多用途车、150辆战术车用于拖曳武器、40辆卡车和80辆拖车运输重型设备、两个无人机系统雷达、20个多功能雷达、反无人机系统、战术安全通信系统、监控系统和光学期间、爆炸物处理设备、防弹衣和其他野战设备、培训、维护和维持资金。
20	10月4日	6.25亿美元	4套海马斯火箭炮系统和弹药、16门155毫米榴弹炮、75000发155毫米炮弹、500发精确制导的155毫米炮弹、1000个155毫米远程反装甲地雷系统、16门105毫米榴弹炮、30000发120毫米迫击炮弹、200辆防雷伏击保护车(MRAP)、200000发小型武器弹药、障碍物布设设备、M18A1克莱默尔人员杀伤地雷。
21	10月14日	7.25亿美元	新增海马斯弹药、23000发155毫米炮弹、500发精确制导155毫米炮弹、5000个155毫米155毫米远程反装甲地雷系统、5000反坦克武器、高速反辐射导弹、200+辆高机动性多用途轮式车、小型武器及2000000发小型武器弹药、医疗补给
22	10月28日	2.75亿美元	新增海马斯弹药、500发精确制导155毫米炮弹、2000个155毫米155毫米远程反装甲地雷系统、1300+反装甲系统、125辆高机动性多用途轮式车、小型武器及2750000发小型武器弹药、4套卫星通信天线
23	11月4日	4亿美元	用于整修霍克(HAWK)防空导弹的经费纳入未来总统拨款计划、45辆翻新的T-72B坦克,配备先进光学、通信、装甲组件、1100个凤凰幽灵战术无人机系统、40艘装甲内河船、整修250辆M1117装甲车的经费、战术安全通信、监视系统、培训、维护和维持资金。
24	11月10日	4亿美元	霍克(HAWK)防空系统的导弹、4套复仇者(avenger)防空系统和毒刺导弹、新增海马斯弹药、21000发155毫米炮弹、500发精确制导155毫米炮弹、10000发120毫米迫击炮弹、100辆高机动性多用途轮式车、400个榴弹发射器、小型武器、光学设备以及20000000+小型武器弹药、清障设备、寒冷天气防护设备

批次	时间	援助金额	援助内容
25	11月23日	4亿美元	国家先进地空导弹系统（NASAMS）弹药、用于对抗无人系统的150挺带热成像瞄准镜的重机枪、新增海马斯弹药、200发精确制导155毫米炮弹、10000发120毫米迫击炮弹、高速反辐射导弹、150辆高机动性多用途轮式车、100+辆轻型战术车、20000000+小型武器弹药、200+台发电机、105毫米榴弹炮和其他装备的备件
26	12月9日	2.75亿美元	新增海马斯弹药、80000发155毫米榴弹炮、反无人机系统装备、反防空能力装备、高机动性多用途轮式车、救护车及医疗设备、150个左右发电机、战场装备
27	12月21日	18.5亿美元 (10亿政府授权资金、8.5亿USAI)	一套爱国者发射台及弹药、新增海马斯弹药、500发精确制导155毫米炮弹、10套120毫米迫击炮系统及10000发120毫米迫击炮弹、10套82毫米迫击炮系统、10套60毫米迫击炮系统、37辆美洲狮（cougar）防雷伏击保护车、120辆高机动性多用途轮式车、6辆多用途装甲卡车、高速反辐射导弹、精密航空弹药、2700+榴弹发射器及小型武器、克莱默尔人员杀伤弹药、拆弹设备、夜视装备和光学设备、战术安全通信系统、防弹衣及其他野战装备。乌克兰安全援助计划（USAI）提供8.5亿资金装备，包括45000发152毫米弹药、20000发122毫米弹药、50000发122毫米GRAD火箭弹、100000发125毫米坦克弹药、卫星通信终端及相关服务、培训、维护和维持资金。

资料来源：美国国防部、美国军政局、路透社，截至2022年12月21日（美国当地时间），中航证券研究所整理

（一）美国对乌军事援助的形式

美国一直是对乌军事援助的主要提供者，截至2022年12月7日，美国2022与2023财年的安全援助计划主要资金来源于接近280亿美元的补充拨款。美国2022与2023财年的拨款总额中有140.5亿美元用于补充国防部通过总统库存削减授权援助给乌克兰的库存武器装备；93亿美元用于美国国防部的乌克兰安全援助倡议（USAI）；以及对“受乌克兰局势影响”的相关国家提供46.5亿美元的外国军事资助（FMF）。在2022年11月15日，美国总统拜登向国会提交了第四份有关乌克兰的紧急补充资金申请，其中有150亿美元用于新的军事援助；其余追加补充资金还包括用于美国欧洲司令部的行动资金和对美军方的相关支持。

自俄乌冲突全面爆发以来，美国也在持续推进通过立法提升对乌克兰的军事援助资金的上限。在美国2022财年中，美国国会通过了公法P.L.117-70从而将总统库存削减授权（PDA）的金额上线由1亿美元提升至2亿美元；此后又通过公法P.L.117-86提升至3亿美元；通过公法P.L.117-103提升至30亿美元，最终通过公法P.L.117-128将金额上线提高至110亿美元。对2023财年，美国国会也通过了公法P.L.117-180将2023财年总统库存削减授权（PDA）的资金上限定为了37亿美元。可以看到，伴随着俄乌冲突的进行，仅总统库存削减授权（PDA）一类援助手段在2022财年中美国通过立法已经数次提高了对乌军事援助的资金上限。

图1 美国对乌军援情况（截至2012年12月7日）

美国对乌援助形式

- **总统库存削减授权 (PDA)**：总统库存削减授权 (PDA) 是《美国对外援助法》第506 (a) (1) 节规定可以通过总统授权将国防部的库存武器装备较快地援助给外国与国际组织。这一援助方式可以在授权完成后的数日乃至数小时后就到达援助国。
- 截至2022年12月7日，美国已经通过总统库存削减授权进行了26次对乌军事援助，总金额达到117.1亿美元
- **对外军事资助 (FMF)**：对外军事资助旨在令美国盟友及友好国家获得装备及培训，以在联合任务中协助美军，从而促进美国的全球利益。
- **乌克兰安全援助倡议 (USAI)**：与FMF一样，USAI的援助也包括了装备、培训、咨询等服务从而加强乌克兰的国防实力

美国通过PDA对乌军援金额（截至2022年12月7日）

#	Authorized	Value	#	Authorized	Value
1	Aug. 27, 2021	60.0	14	July 1, 2022	50.0
2	Dec. 28, 2021	200.0	15	July 8, 2022	400.0
3	Feb. 25, 2022	350.0	16	July 22, 2022	175.0
4	Mar. 12, 2022	200.0	17	Aug. 1, 2022	550.0
5	Mar. 16, 2022	800.0	18	Aug. 8, 2022	1,000.0
6	Apr. 5, 2022	100.0	19	Aug. 19, 2022	775.0
7	Apr. 13, 2022	800.0	20	Sept. 8, 2022	675.0
8	Apr. 21, 2022	800.0	21	Sept. 15, 2022	600.0
9	May 6, 2022	150.0	22	Oct. 4, 2022	625.0
10	May 19, 2022	100.0	23	Oct. 14, 2022	725.0
11	June 1, 2022	700.0	24	Oct. 28, 2022	275.0
12	June 15, 2022	350.0	25	Nov. 10, 2022	400.0
13	June 23, 2022	450.0	26	Nov. 23, 2022	400.0
Total					11,710.0

资料来源：美国国会研究服务局，单位：百万美元

2016财年-2023财年美国通过FMF、USAI对乌军援金额

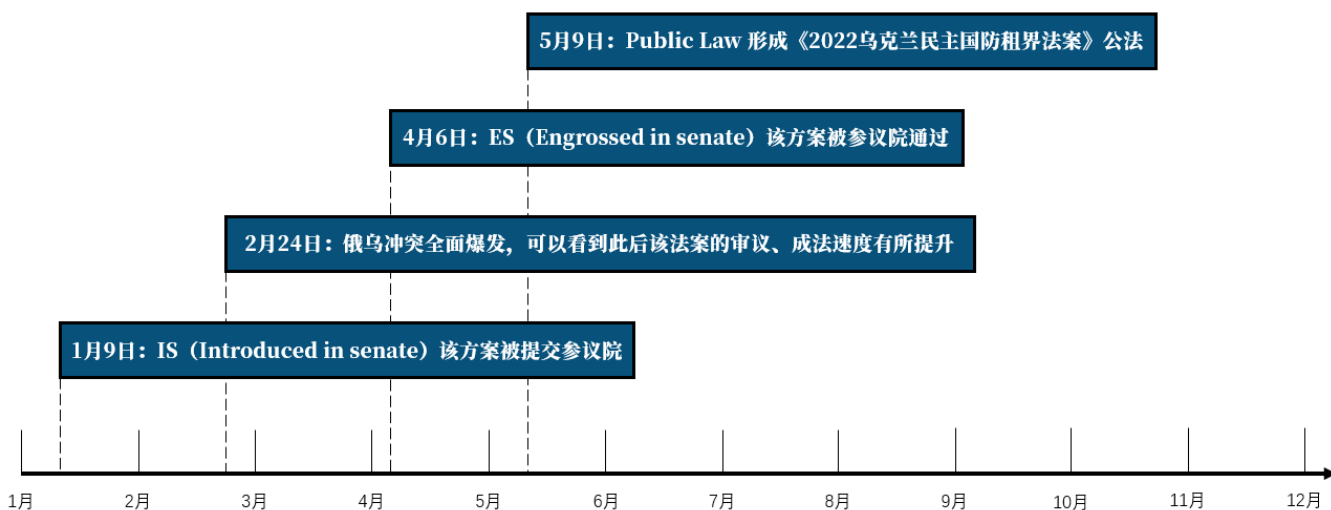
	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22 (P.L. 117-103)	FY22 (P.L. 117-128)	FY23 (P.L. 117-180)
Foreign Military Financing (FMF)	85.0	99.0	95.0	115.0	115.0	115.0	322.0 (obl.) ^a	1,000.0 (obl.) ^a	—
Ukraine Security Assistance Initiative (USAI)	226.5	148.6	195.5	214.8	256.7	275.7	300.0 (obl.)	5,995.0 (obl.), out of 6,000.0 (appr.)	3,000.0 (appr.)

资料来源：美国国会研究服务局，单位：百万美元

资料来源：美国国会研究服务局，中航证券研究所

同时，美国通过立法公法 P.L.117-118 《2022 乌克兰民主国防租借法案》以简化美国政府对乌军事援助手续。该法案修改了《美国对外援助法 (FAA)》和《武器出口管制法 (Arms Export Control Act)》使得美国向乌克兰及乌克兰周边国家进行军事援助时可以绕过相关约束。

图2 美国《2022 乌克兰民主国防租借法案》形成过程



资料来源：美国国会网站、参议院网站，中航证券研究所整理

正如上文所说，自俄乌冲突爆发以来美国响应迅速，并由国会批准、拜登政府签字生效了《乌克兰民主国防租借法案》，此后美对乌多项军事援助便依此法案运作。可以看到早在 2 月 24 日俄乌冲突全面爆发前，该法案的方案就已经被提交至美国参议院 (Introduced in senate)，考虑到成文所需时间，该法案的构思时间无疑在更早之

前。

虽然直至当前美国也并未对行使此法案对乌克兰军援的全部细节进行披露，因此具体的还款日期、还款方式与附带条件并未完全公开。但正如该法案命名中租借（Lend-Lease）的部分所示，根据美国过往所谓“租借法案”的运行情况，此类军事援助可能并非“免费”提供。比如在第二次世界大战中美国对英国的租借法案中，虽然清算计算得出从租借援助开始到停止美国租借给英国的各类物资大约为 270 亿美元，英国逆租借给美国的物资大约为 60 亿美元，其中英国所欠美国近 210 亿美元的租借债务一笔勾销，但在日本战败后美国会批准援助英国的 6.5 亿美元的租借债务仍需英国偿还。同时，对英租借也成为了美国迫使英国答应废除帝国特惠制，批准布雷顿森林协定，与美国联合发表关于国际贸易政策与成立国际贸易组织的原则声明，一起邀请有关国家参加未来的国家贸易与就业会议，制定战后国际贸易政策等合约的重要因素。

与此同时，根据美国过往所谓“租借法案”的运行情况可以判定，此类军事援助的还款方式不一定为现金结算，在二战中美国对苏联的“租借法案”中后续苏联及俄罗斯在几十年间用包括矿产、白金、木材等各类方式将还款送到美国；还款日期较长，当前俄乌冲突处于持续激化中，在此背景下美方并未向乌寻求还款，但考虑到此次美国军援项目众多且乌克兰后续的经济恢复情况不容乐观，可以预计此项租借的交付周期会相对较长。同样以在二战中美国对苏联的“租借法案”为例，此次租借回款周期极长，直至苏联解体的 15 年后才由俄罗斯在 2006 年完成全部付款。

截至目前，美国并未公布对乌军援的完整交付进度信息，因此我们只能从相关武器的交付节奏、在乌使用情况推断美对乌军援的交付节奏。整体来看，在俄乌冲突初期美国签署的相关援助装备许多已经在实战中使用，包括“弹簧刀”式巡飞弹、“标枪”反坦克系统等武器装备已经有实战使用记录。在冲突进行一段时间后、尤其是《乌克兰民主防御租借法案》签订后的新援乌武器处于逐步交付阶段中，其中诸如海马斯火箭炮系统、Mi-17 直升机等也已运抵乌克兰开始使用，但这一阶段的某些先进装备尚未完成交付，如“吸血鬼”反无人机系统，根据美国《防务新闻》披露预计将在 2023 年年中前交付乌方。根据美联社、今日俄罗斯、美国广播公司等多家美、俄权威媒体的报道，美对乌军援的武器装备可能需要数月甚至一两年才能完全送达乌克兰。

（二）援助装备中航空相关装备占比较高

在美国向乌克兰提供的武器系统中，航空相关的武器装备 16 种，为装备类型最多的分类，在全部 73 种武器装备中占比约为 22%，占比重较高。主要包括毒刺防空系统、NASAMS 防空系统、“弹簧刀”（Switchblade）战术无人机系统、凤凰幽灵战术无人机系统、扫描鹰无人机系统、彪马（Puma）无人机系统、吸血鬼反无人机系统、Mi-17 直升机、AN/TPQ-36 雷达和 AN/MPQ-64 “哨兵”空中监视雷达等。

表2 美国对乌军事援助装备情况（截至 2022 年末，单位：个、辆、套、艘）

类别	援助内容	援助数量	相关军工企业
航空相关（含防空导弹等）	毒刺防空系统	>1600	雷神技术公司
	“弹簧刀” (Switchblade) 战术无人机系统	>700	美国航空环境公司
	Mi-17 直升机	20	-
	彪马 (Puma) 无人机系统	-	美国航空环境公司
	凤凰幽灵战术无人机系统	1800 左右	美国 Aevex 航空航天公司
	AN/TPQ-36 雷达	50	诺斯洛普·格鲁门公司、雷神技术公司
	AN/MPQ-64 “哨兵” 空中监视雷达	10	美国休斯飞机公司
	NASAMS 防空系统	8	挪威康斯伯格防卫与航太公司和美国雷神公司联合研制
	扫描鹰无人机系统	15	波音公司与英国因斯特公司联合研制
	反无人机系统（吸血鬼）	-	L3Harris
	爱国者导弹防御系统	1	雷神技术公司
	霍克防空系统弹药	-	雷神技术公司
	复仇者防空系统	4	美国波音公司
	用于无人机系统的雷达	2	
	反防空能力装备	-	-
	精密航空弹药	-	-
卫星装备	卫星通信天线	4	-
	卫星通信终端及相关服务	-	-
	商用卫星图像服务	-	-
雷达	反迫击炮雷达	4	-
	多功能雷达	20	-
陆装	M777 155 毫米口径榴弹炮	142	英国宇航系统公司
	155 毫米远程反装甲地雷 (RAAM) 系统	9000	-
	T-72B 坦克	45	-
	105 毫米口径榴弹炮	36	-
	M113 装甲车	200	美国联合防务公司（于 2005 年被英国宇航系统公司收购）
	M1117 装甲车	250	-
	120 毫米迫击炮	30	-
	82 毫米迫击炮	10	-
	60 毫米迫击炮	10	-
特种车辆	指挥车	4	-

类别	援助内容	援助数量	相关军工企业
	防雷伏击保护车 (MRAP)	477	-
	拖曳武器的战术车	276	-
	高机动性多用途轮式车	>1200	-
	轻型战术车辆	100	-
	装甲多用途卡车	6	-
	运输重型武器的卡车	44	-
	运输重型武器的拖车	88	-
	装甲医疗车	100	-
	回收武器的战术车	22	-
导弹	“标枪”反坦克导弹	>8500	洛克希德·马丁公司和雷神技术公司
	高速反辐射导弹	-	-
	其他反装甲系统	>46000	-
	“陶”式反坦克导弹	1500	-
弹药	155 毫米火炮弹药	1004000	-
	125 毫米坦克弹药	100000	-
	152 毫米弹药	45000	-
	122 毫米弹药	20000	-
	精确制导 155 毫米火炮弹药	4700	-
	120 毫米迫击炮弹药	145000	-
	小型武器弹药	104000000	-
	105 毫米火炮弹药	180000	-
火箭弹	122 毫米 GRAD 火箭弹	50000	-
	激光制导火箭系统	-	-
	高机动火箭炮系统 (海马斯)	38	-
特种装备、单兵武器等	排雷设备、系统	-	-
	榴弹发射器与小型武器	>13000	-
	防弹衣和头盔	75000	-
	战术安全通信系统	-	-
	电子干扰设备	-	-
	M18A1 克莱默尔人员杀伤地雷	-	-
	C-4 炸药、爆破弹药和用于清除障碍物的爆破设备	-	-

类别	援助内容	援助数量	相关军工企业
	障碍物布设设备	-	-
	夜视设备、监控系统、热成像系统、光学和激光测距仪	>1000	-
	爆炸物处理设备和防护装备	-	-
	化学、生物、放射性、核防护设备	-	-
	医疗用品, 包括急救箱、绷带、医疗监护仪器和其他设备;		
	发电机	>350	
	野外设备、应对寒冷天气装备和备件	-	-
	战术安全通信系统	-	-
海装	无人海防舰	-	-
	鱼叉海防系统	2	麦道公司
	沿海与内河巡逻船	58	-

资料来源：美国防部，截至 2022 年 12 月 21 日（美国当地时间），中航证券研究所整理

我们认为,造成美国对乌军援中航空相关装备占比较高的原因主要有二。一方面,乌方的航空力量与俄方差距相对较大,对相对薄弱环节进行援助有望给战局带来更大的改变。在战争初期形成了俄方进攻为主,防御为辅;乌方防御为主,进攻为辅的局面,根据《俄乌冲突空天攻防作战应用分析与启示》的统计,在空天攻防方面,俄方的进攻装备包括“伊斯坎德尔”-M 战术弹道导弹、“口径”巡航导弹、“匕首”高超声速导弹、KH31P 空射反辐射导弹与包括图-95、图-160 战略轰炸机、苏-35、苏-34、苏-30 战斗机等各型战机。而乌方的防御装备则包括了“S-300V”防空导弹系统、“黄蜂”进程防空导弹系统、“山毛榉”防空导弹系统等与美、德等国援助的“毒刺”防空导弹、英国援助的“星光”防空导弹等军援装备。可以看到,在俄乌冲突全面爆发后,以美国为首的北约多国通过援助乌军相对薄弱的环节,使得乌军可以有效组织空天打击和防御作战,从而迟滞俄军的进攻步伐。

另一方面,在战争初期,俄军发挥空天武器装备的非对称优势,通过第一波次大规模远程精确打击破袭乌方反导系统、导弹发射基地、重要港口和机场等重要军事目标。为防止俄方完全瘫痪并持续压制乌方防空系统,在俄乌冲突爆发前期美国便就防空能力对乌方进行了对应援助,在 2022 年 4 月 4 日美国国防部发言人柯比表示“我们指导乌克兰人目前最需要的是‘标枪’、‘毒刺’导弹和无人机,因此我们考虑优先运输他们”,可以看到诸如“毒刺”防空导弹和无人机等加强防空力量的武器装备是冲突爆发前期美国对乌的重点援助方向。此后伴随冲突的进程,美又持续对乌军援了如“爱国者”、“NASAMS”、“霍克”等防空装备。

因此,我们认为,综合对相对薄弱环节进行重点援助与为防止俄方完全瘫痪乌方防空系统的影响,最终在美国对乌军援装备中航空相关装备成为占比较高的装备类型。

(三) 商用卫星及服务成为军事援助的一部分

截至 2022 年 12 月 21 日，美国对乌的军事援助中共包括了 4 套卫星通信天线、卫星通信终端与商用卫星图像服务等卫星互联网相关装备及服务。在俄乌冲突爆发初期，乌军大量指挥通信和互联网设施功能瘫痪，美国太空探索技术公司向乌紧急援助的“星链”系统，在互联网接入和战术通信保障方面发挥了重要作用。

在此前，商业卫星已经有过多次实战中的应用，早在海湾战争中，载有多光谱成像系统的美国“陆地卫星”（Landsat）拍下了战区地形图像用于制作战区最新的精确地图，战争开始后，“战斧”导弹的指导系统中，就采用了根据遥感卫星资料所绘制的数字地图，而后在科索沃战争、美国反恐战争与伊拉克战争中均有商业遥感卫星在战争中被使用。

而卫星互联网技术在俄乌冲突中大放异彩，证明了自身技术可对现代战争进程产生直接影响。为缓解乌方压力，美国向乌克兰提供数量较多的“星链”终端，并协调互联网公司助乌方研发“星链”专用社交媒体软件，确保乌方始终享有稳定的互联网服务和情报传递能力。战场上，乌军充分发挥“星链”终端体积小、重量轻、下载速率高的特点，在城郊无网络区域广泛使用“星链”系统，将无人机抵近获取的俄坦克、指挥车等目标情报传送给指挥机构，协助完成研判决策，配合武器平台完成火力打击和毁伤效果评估。在 2022 年 10 月 14 日，SpaceX 公司首席执行官马斯克在社交媒体上表示截至当时 SpaceX 公司已经为此支付了 8000 万美元，预计到 2022 年底相关活动耗资将达到 1 亿美元。

在获得俄乌战场使用数据后，SpaceX 公司正式上线“星盾”（Space Shield）系统，基于现有“星链”技术，将通遥一体卫星技术明确应用于军事领域。卫星互联网设备在俄乌冲突中充分证明了其在战争中实现军事通信、信息传输与防御网络攻击的能力。同时尤其是与无人装备联动，实现无人装备与卫星间直接通信，在不存在传统地面节点的前提下实现由卫星互联网设备完成无人集群作战。

(四) 无人装备成为军援重点领域

智能化、无人化装备在俄乌冲突中被广泛使用，相较叙利亚战争、亚阿战争中各方对无人机的使用，俄乌冲突中无人机的使用更加广泛且成体系化，尤其是无人机的“非对称作战”特性，一定程度上影响了战争的走向，诸如土耳其制 TB-2“旗手”无人机、美制“弹簧刀”巡飞弹、俄制“猎户座”无人机等均在战场中有所斩获。同时，本次俄乌冲突中也出现了此前少有的无人船、无人机间的无人集群协同作战。10 月 29 日乌军 7 艘无人艇和 9-16 架无人机，集群协同行动，袭击了位于克里米亚塞瓦斯托波尔港内的俄罗斯黑海舰队舰只。本次乌军对俄黑海舰队的突袭是无人集群协同作战的重要应用，也再次证明了低成本小型无人装备的实战可用性。

截至 2022 年 12 月 21 日，美国已向乌方提供了超过 700 套“弹簧刀”战术无人机系统、1800 套左右的凤凰幽灵战术无人机系统、15 套扫描鹰无人机系统以及数量

不详的无人海防舰、彪马无人机系统等各类无人装备，可以说无论从种类还是数量上来看无人装备都是美国对乌克兰军援的重点领域。

二、 美国对乌军援助推多家军工巨头市值创新高

（一）俄乌冲突以来美国多家军工企业市值创历史新高

自 2022 年 2 月 24 日俄乌冲突全面爆发以来美国多家军工企业股票上涨，其中诺格、雷神、洛马等美国军工巨头市值均在俄乌冲突爆发后创下历史新高。其中诺格、洛马股价在俄乌冲突以来分别较俄乌冲突当日（2 月 24 日收盘）创出 **40.38%**与 **28.70%** 的最大涨幅，大幅超过代表大盘和工业行业走势的纳斯达克指数（最大上涨 8.51%）与道琼斯工业指数（最大上涨 6.23%）的走势。

表3 俄乌冲突期间，洛马、雷神、诺格、通用动力市值创出历史新高（截至 2023 年 1 月 27 日）

时间	诺格	通用动力	雷神技术	洛马	道琼斯工业	纳斯达克指数
俄乌冲突至当下	12.28%	6.41%	7.55%	19.20%	2.27%	-13.74%
俄乌冲突以来最高涨幅	40.38%	18.98%	11.37%	28.70%	6.23%	8.51%

资料来源：wind，中航证券研究所整理

我们认为，美国市场对军工复合体的强烈预期并非单纯的狂热情绪，而是有着合理、完善的内在逻辑支撑。一方面，从以往美国直接、间接参与的战争来看，无论战争结果如何，在两次世界大战、伊拉克战争、科索沃战争等事件中美国军工巨头往往都获利颇丰。另一方面，美国对乌克兰的军援无论以哪种形式实现，后续都必然形成美国政府对军工集团的中长期订单。无论是以乌克兰安全援助倡议（USAI）的国防部直接授权向国防工业部门采购的形式，还是通过总统库存削减授权后对相关装备库存的补充，可以预计俄乌冲突爆发后美国对乌的 212 亿美元军事援助资金中会有相当的部分流入美军工复合体中。

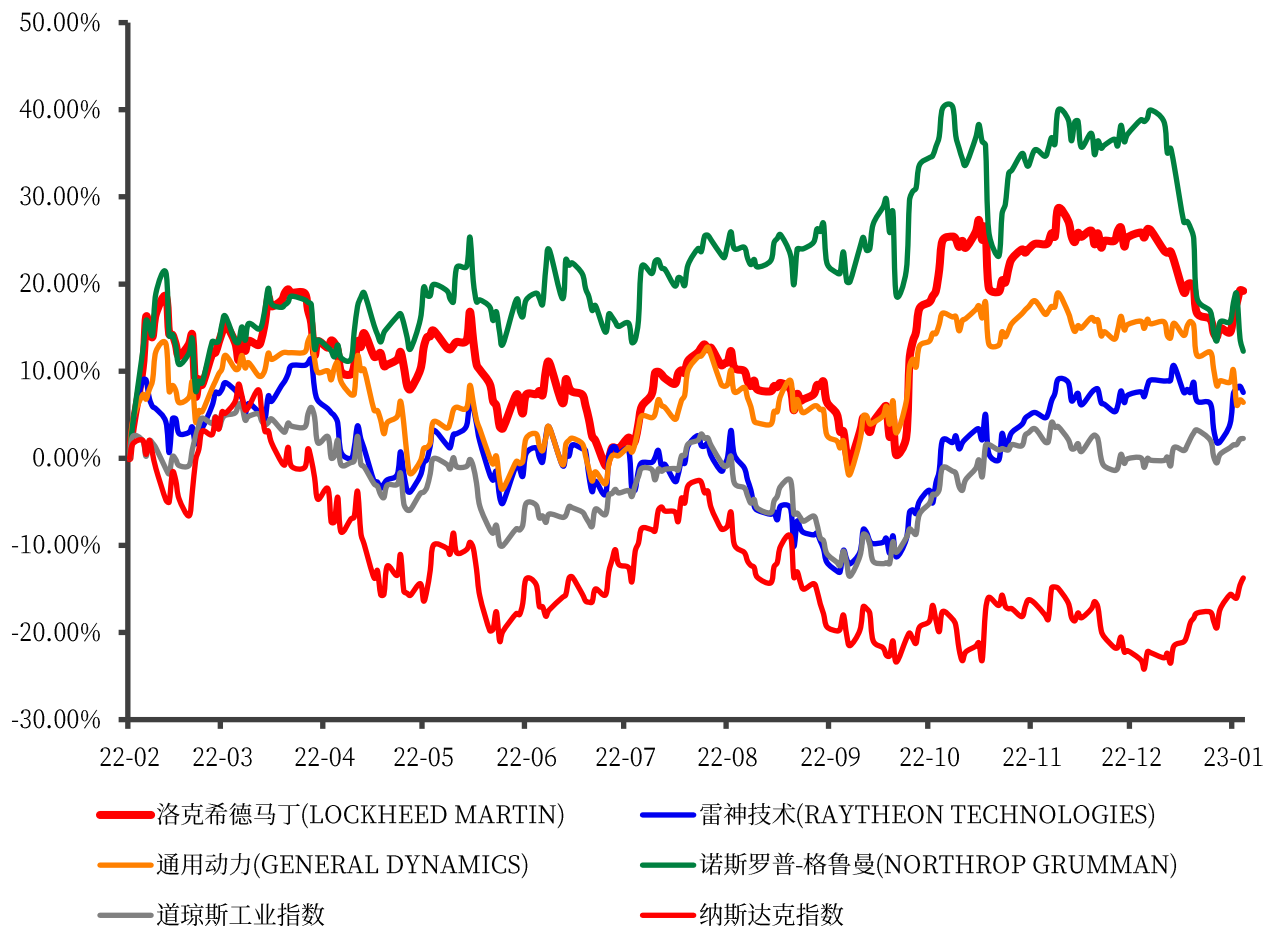
需求侧来看，正如上文分析，俄乌冲突对美国军火商的订单刺激主要来源于四个方面：

1. 为乌克兰直接提供军事援助；
2. 为美国自身国防建设补库存；
3. 为北约支援乌克兰后补库存；
4. 北约各国安全需求提升后装备购置需求增加。

供给侧来看，伴随俄乌冲突的持续进行，美国军工巨头已经开始对相关军援装备进行扩产或做扩产准备。洛马公司首席执行官詹姆斯·泰克利特在 2022 年 5 月 8 日表示公司计划将对乌军援装备之一的“标枪”导弹年产量提高近一倍；同时在第三季度的财报电话会议中表述公司将把“海马斯”的年产量从当前的 60 套提升至 96 套。雷神公司 CEO 格雷格·海耶斯也在财报电话会议上表示因为美国国防部已经 18 年未采购“毒刺”导弹，公司必须“重新设计导弹和导引头中的一些电子设备”，预计公司至

少要 2023 年才能加快“毒刺”防空导弹系统的生产。2023 年 1 月 25 日，洛马公司首席运营官弗兰克·圣约翰接受采访时表示，洛-马计划扩大 F-16 战机的生产，以保证任何想向乌克兰转让战机的第三方库存充足。

图3 俄乌冲突爆发以来美国军工股走势大幅超过大盘



资料来源：中航证券研究所

在需求侧美国对乌军事援助持续、美军装备库存补充、北约国家援乌装备库存补充、北约多国安全需求的四重增长驱动与供给侧对相关装备扩产准备的共同作用下，美国军工巨头有望在 2023 及之后的数年间持续受益于美国对乌军援事件。

(二) 俄乌冲突推动美国军贸大幅增长

俄乌冲突的爆发，不仅破坏了地区安全局势，更为其他国家，尤其是欧洲各国带来了强军的警示，加速新一轮军费提升。如德国及波兰等国家均已接连宣称将大幅提高未来的军费预算，这些国家中，特别是国防工业基础薄弱的国家在强军建设上，很大程度需要依赖军贸，通过进口军事强国生产的先进武器装备提升自身的国防实力，而这也进一步提升部分军贸出口强国的实际国防经费规模。

2023 年 1 月 25 日，美国国务院公布的 2022 年美国对外武器销售数据显示，2022 年美国对外军售额超过 519 亿美元（约合人民币 3521 亿元），较 2021 年涨幅高达 49%。此外，2022 年美国防务承包商直接向外国出售的武器和军事装备达 1537 亿美

元（约合人民币 10428 亿元），较 2021 年涨幅超过 48%。美国国务院承认，对外军售额的显著提升在很大程度上源于俄乌冲突升级以来美国对乌克兰方面持续的武器输出。

作为美国的北约盟友，对于国防工业实力相对较弱的许多欧洲国家，向美国进行军贸采购是其潜在的军费使用方式之一。以美国军贸出口占比最多的装备品类，军机为例，在俄乌冲突爆发后，多个欧洲国家如德国、瑞士、希腊、捷克等国均表现出采购洛马公司 F-35 “闪电 II” 战斗机的意向。

表4 俄乌冲突以来为洛马公司带来的 F-35 的军贸订单和采购意向

援助内容	相关军工企业
3 月 14 日	德国宣布购买 35 架 F-35 战机替换其老化的“龙卷风”战斗机，并将斥资 1000 亿欧元升级军队。
3 月 28 日	加拿大公务与采购部部长菲洛梅娜·塔西 3 月 28 日宣布，政府在新一代战机订单竞标企业中选定美国军工巨头洛克希德-马丁公司，将向其订购 88 架 F-35 隐形战机。
5 月 18 日	瑞士宣布将耗资 55 亿美元购买 36 架 F-35A 闪电 II 战斗机。
5 月 30 日	德国修改宪法以启用 1000 亿欧元国防基金用于军队的更新换代；5 月 31 日，德国斥资 409 亿欧元加强空军。
6 月 30 日	希腊总理米佐塔基斯表示，希腊已经向美国发出书面文件，正式请求购买 20 架 F-35。
7 月 15 日	韩国政府有望于 2023 年至 2028 年，耗资约 31.5 亿美元，增购 20 架 F-35A。
7 月 20 日	据防务新闻（Defense News）报道，捷克国防部长切诺秋娃在发布会上表示，捷克政府将向美方洽购 24 架 F-35，以代替目前租期截至 2027 年的瑞典 JAS-39 战斗机。

资料来源：美国防部等，中航证券研究所

作为全球军贸“龙头”，美国长期奉行“以军贸养军工”的思路，通过加强国际军工贸易实现强大和可持续的国防工业基础。美国军品出口也具有优先服从国家战略和外交需要的特点，军品出口国须为美国盟国或关系较好的国家，一旦关系破裂，美国即停止出口与配件供应。

美国的军贸具有如下特征：

- ① 顶层设计上，美国积极完善法律法规体系，落实企业监督管理职能，促进军工企业发展。
- ② 市场管理上，美国政府通过采用分级管理制度将市场竞争引入垄断市场。
- ③ 技术研发上，美国军费开支居世界首位，通过巨大的国防科研投入，美国军工企业有充分的资金保障进行技术开发，保持在技术上的绝对领先地位。

而俄乌冲突中美国对乌的军援可以说将美国的这三大军贸特征进行了充分发挥，从顶层设计上，自俄乌冲突爆发以来，美国加快了对乌军事援助的相关法案推进，在 2022 年 5 月 9 日形成了《2022 乌克兰民主国防租借法案》公法，简化了对乌军援流

程；在市场管理上，美国对乌军援的相关装备涉及了洛马、雷神、诺格、BAE 系统多家美、英等北约国家军工巨头，充分体现了军工巨头在美国军工行业的市场地位；在技术研究上，美国将诸如反无人装备系统等使用较新技术的装备援助乌克兰使用以获取相关使用数据，同时，SpaceX 公司基于现有“星链”技术，将遥遥一体卫星技术明确应用于军事领域的“星盾”系统可能也是基于俄乌冲突中获取的使用效果与数据。

三、俄乌冲突下的军贸之变

（一）新域新质装备有望成为下一阶段军贸主旋律

在本次俄乌冲突中，以太空、网络空间等新作战域，和以无人化、智能化为代表的新式作战模式为代表的卫星互联网、无人装备等新域新质领域装备对

正如上文所述，美西方对乌克兰军援中的卫星互联网终端设备及服务、无人装备及反无人装备均在一定程度上改变了战争的进程。同时，俄军也在战争中推进了无人装备的使用，根据乌克兰空军司令部发言人尤里·伊格纳特在 2023 年 1 月 3 日的发言，“自 2022 年 9 月 11 日以来，乌防空部队累计击落俄军近 500 架自杀式无人机，但防空力量因此被严重消耗”。暂列不论该数据的统计口径是否规范严谨，但俄乌双方均在本次冲突中将较大规模的无人装备列装军队是不争的事实。

对于如乌克兰等自身智能化、信息化技术储备相对不多；无人装备设计建造能力相对不强的国家而言，通过从其他国家军援、军贸采办等方式获得无人装备是主要的获取途径。本次乌克兰使用的“TB-2”、“凤凰幽灵”等各类无人机便是由土耳其、美国等北约国家获取。在 2020 年爆发的亚阿纳卡冲突中阿塞拜疆大规模使用的各类无人机如 Heron-TP“苍鹭”、Hermes-900、TB-2 等大型无人机；Hermes-450、Aerostar、Harop 等中型无人机也是通过军贸的形式从以色列、土耳其等国引进。

无人装备所带来的减免战斗人员损失、相对低成本高回报的“高效费比”属性对于自身国防基础相对薄弱，适合使用“非对称作战”理念的国家尤其适用。这一理念也在以卫星互联网为代表的信息化装备及服务中有所体现。

在现代战争中，网络基站和供电站等战略重地往往会成为敌方的重点打击目标，而防空力量相对较弱的一方往往会受到网络瘫痪、军事通信中断的威胁。在俄乌冲突早期俄军便对中断、摧毁了乌克兰战区的地面网络基站及供电站，但伴随俄乌冲突爆发 4 天后的 2022 年 2 月 28 日，首批“星链”设备运抵乌克兰，在不到 3 天的时间内乌克兰所有终端都处于运行状态并提供实时数据。在建立通信渠道的同时，卫星互联网技术与无人装备的协同性也在俄乌冲突中被充分体现，以“星链”为代表的卫星互联网技术在俄乌冲突中通过指挥无人机侦察与作战，成为乌克兰军事行动中的重要战略资源。

综上所述，我们认为，无人装备与卫星互联网技术依靠其高效费比属性与相互间的协同性等特点，尤其适合自身相对国防基础相对薄弱、自身防空力量相对较弱的国

家使用，而这也正切合大多数国际军贸买方国家的特征与需求。因此，我们认为，在新时代的国际军贸中新域新质装备有望成为下一阶段的“主旋律”之一。也有望为我国“彩虹”、“翼龙”系列无人机等新域新质装备带来全新机遇。

(二) 俄乌冲突为我国军贸带来历史性发展机遇

当前，我国军贸正处于“自研装备为主”的发展阶段，对外军贸主体已经是国内自主研发的高科技装备，在国际军贸市场初步形成了“中国造”的武器装备体系，竞争力明显增强，已经逐步不如国际军贸主流国家的行列。尽管客观来看，我国在一些高尖端武器装备领域，与美国、俄罗斯及法国等传统军贸强国相比，在装备质量、客户覆盖、价格竞争力等方面存在一定的差距。

但俄乌冲突的全面爆发无疑为我国的军贸发展带来了正向驱动。一方面，对于当前的全球军贸“龙头”美国，我国当前和美国的军贸竞争主要集中在中东与非洲等国家，而非北约国家。以斯德哥尔摩国际和平研究所（SIPRI）近五年（2017-2021 年，2022 年军贸数据尚未更新）的军贸数据来看，我国和美国的前 20 军贸出口国中有 6 国重合，分别为中东国家 3 国（沙特阿拉伯、卡塔尔、阿联酋）、非洲国家 2 国（摩洛哥、埃及）以及东南亚国家 1 国（印度尼西亚），全部均非北约成员国。伴随俄乌冲突的爆发，北约多国的安全需求陡增，美国军工企业在持续对乌军援、本国自身储备补给与北约盟友的持续军贸需求下，对非北约盟国的军贸供应能力或将受到影响。届时我国军工企业有望抓住机遇，承接此部分空缺，尤其是拓展已经与我国有较多军贸合作，位列我国前 20 军贸出口国的上述 6 国的军贸合作机会。

表5 美国、中国 2017-2021 年军贸出口前 20 名国家（红色为重合国家，单位：百万 TIV）

排序	美国军贸出口国家及地区	出口量	中国军贸出口国家及地区	出口量
1	沙特阿拉伯	12275	巴基斯坦	2931
2	澳大利亚	4919	孟加拉国	976
3	韩国	3569	泰国	312
4	日本	3503	缅甸	309
5	卡塔尔	2822	摩洛哥	195
6	英国	2608	沙特阿拉伯	195
7	以色列	2383	尼日利亚	139
8	阿联酋	2305	卡塔尔	118
9	印度	1863	乌兹别克斯坦	107
10	挪威	1817	阿联酋	106
11	荷兰	1723	阿尔及利亚	105
12	阿富汗	1236	印度尼西亚	83
13	意大利	1184	马来西亚	78
14	摩洛哥	1026	苏丹	76
15	中国台湾	887	老挝	62
16	科威特	688	斯里兰卡	61

排序	美国军贸出口国家及地区	出口量	中国军贸出口国家及地区	出口量
17	伊拉克	575	安哥拉	57
18	印度尼西亚	535	埃及	36
19	埃及	505	纳米比亚	34
20	加拿大	499	赞比亚	34

资料来源：SIPRI，中航证券研究所整理

另一方面，截至目前俄乌冲突并无明显完结信号，可能会继续持续，为保持旷日持久的冲突中俄军的装备供应，冲突中俄罗斯的军工产能无疑会以保内需为主。2023年1月10日，俄罗斯国防部长绍伊古在2023年首次部务上也表示，今年俄军的首要任务是从质量上全面更新俄罗斯武装力量并提升其作战能力，从相关表述中可以看到俄罗斯国内的装备提升有望成为下一阶段俄罗斯军工产能的主要投向。同时，不论俄乌冲突以何种形式结束，在冲突结束后俄方可能会面临战时消耗装备的补充与战后安全需求升级等内需扩张需求，因此在冲突结束前及此后的一段时间内俄罗斯军工企业可能较难维持此前的军贸出口产能，届时对俄军贸进口较多的国家可能会出现需求缺口。

我国与俄罗斯的军贸出口国家整体重合度较美国更高，2017-2021年间俄罗斯与我国的前二十大军贸出口国中有8国重合，而这期间俄罗斯的全部46个军贸出口国与我国全部48个军贸出口国之间有28国重合，重合率高达58.33%。因此，从军贸对象上看，考虑到下一阶段俄罗斯受俄乌冲突的影响可能较难维持此前的军贸出口产能，我国军工企业有望承接对俄军贸进口较多国家的需求缺口，尤其是此前已经与我国有过军贸往来的相关国家。

表6 俄罗斯、中国 2017-2021 年军贸出口前 20 名国家（红色为重合国家，单位：百万 TIV）

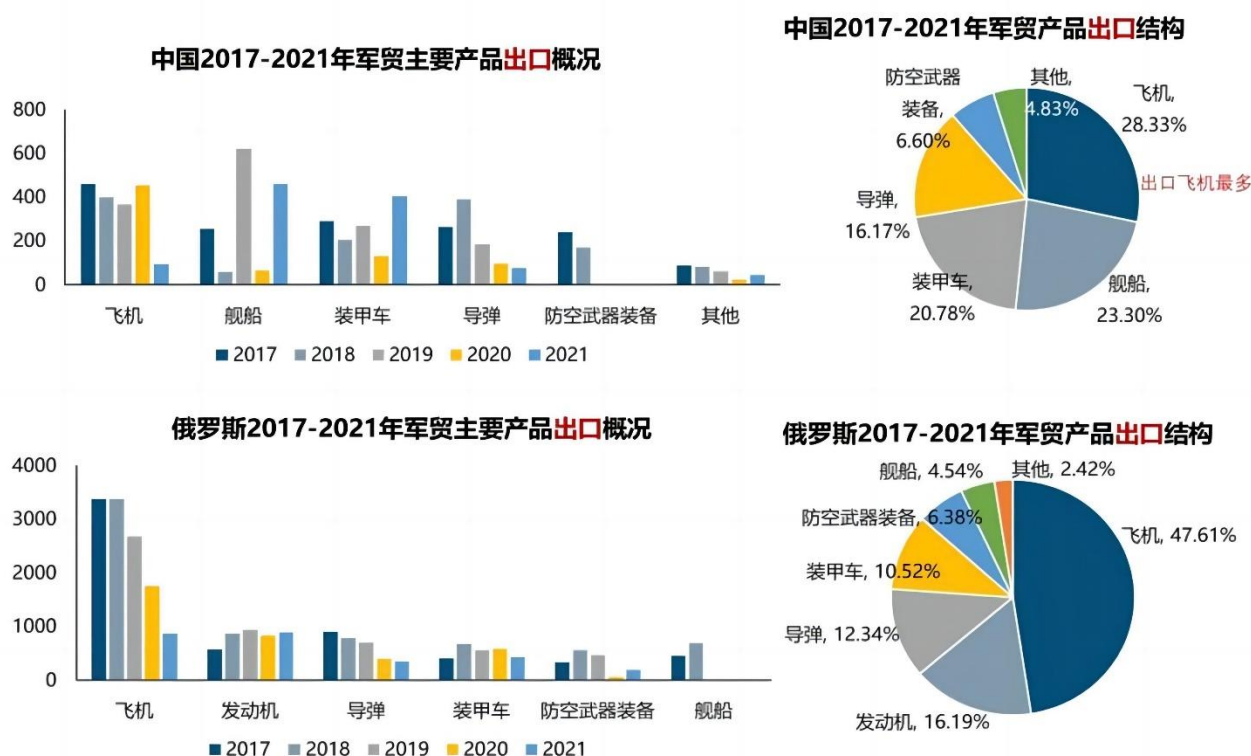
排序	俄罗斯军贸出口国家及地区	出口量	中国军贸出口国家及地区	出口量
1	印度	7068	巴基斯坦	2931
2	中国	5337	孟加拉国	976
3	埃及	3195	泰国	312
4	阿尔及利亚	2833	缅甸	309
5	越南	1016	摩洛哥	195
6	哈萨克斯坦	1001	沙特阿拉伯	195
7	伊拉克	726	尼日利亚	139
8	白俄罗斯	696	卡塔尔	118
9	安哥拉	376	乌兹别克斯坦	107
10	土耳其	344	阿联酋	106
11	叙利亚	308	阿尔及利亚	105
12	塞尔维亚	282	印度尼西亚	83
13	亚美尼亚	245	马来西亚	78
14	缅甸	235	苏丹	76
15	巴基斯坦	229	老挝	62

排序	俄罗斯军贸出口国家及地区	出口量	中国军贸出口国家及地区	出口量
16	阿联酋	200	斯里兰卡	61
17	阿塞拜疆	162	安哥拉	57
18	乌兹别克斯坦孟加拉国	156	埃及	36
19	孟加拉国	127	纳米比亚	34
20	约旦	7068	赞比亚	34

资料来源：SIPRI，中航证券研究所整理

从军贸出口产品的结构来看，中国也存在一定承接俄罗斯军贸出口订单的能力，从两国 2017-2021 年的军贸出口产品结构来看，中国军贸出口前五项的装备合计占到出口总 TIV 的 95.17%，分别为飞机、舰船、装甲车、导弹与防空武器，其中飞机最多占 28.33%；俄罗斯军贸出口前六项的装备合计占到出口总 TIV 的 97.58%，分别为飞机、发动机、导弹、装甲车、防空武器与舰船，其中飞机最多占 47.61%。可以看到，除发动机外我国与俄罗斯的前五大出口装备保持一致，且飞机均为出口最多的装备品类，因此从产品结构上看如果俄罗斯后续军贸装备供给出现一定缺口，我国具备一定的承接能力。

图4 中国、俄罗斯 2017-2021 年军贸出口结构（单位：百万 TIV，%）



资料来源：SIPRI，中航证券研究所

综合来看，我们认为，我国军贸企业有望在下一阶段获得承接非北约国家对美国军贸的需求缺口与承接俄罗斯军贸出口的产能缺口的历史性机遇。考虑到通常情况下军贸产品相对内需的毛利率更高，军贸产品的溢价对于我国上市公司（特别是产业链下游企业）的盈利能力有望带来直接改善。

对于军工央企而言，我国军品下游企业当前多为军工央企集团所属企事业单位，在下一阶段我国军贸高景气时期到来时，我国军工央企所属的产业链下游上市公司盈利空间也将得到一定程度的改善，并进一步传导对应产业链的中上游企业。对于民参军企业而言，军贸也可以为具有向产业链下游拓展意愿和能力的企业，提供一个既规避与现有客户竞争，又可以维持较高利润空间的新渠道。

四、风险提示

1. 军品研发投入大、周期长、风险高，型号进展可能不及预期；
2. 随着军品定价机制的改革，以及订单放量，部分军品降价后相关企业业绩受损；
3. 行业高度景气，但如若短时间内涨幅过大，可能在某段时间会出现业绩和估值不匹配；
4. 部分具有军贸项目的上市公司，受到军贸进展消息面上的影响，股价可能产生波动；
5. 军贸业务开展短期受疫情影响较大，订单交付确认进度可能不及预期；
6. 军贸会受到各国外交及政治稳定性等因素影响，部分军贸订单在生产交付过程中均存在一定的不确定性。

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637