



积极因素增多，布局军工正当时

—— 行业双周报

2024年10月6日

- 伊朗导弹袭击以色列，中东冲突有外溢风险：**10月1日晚，伊朗从其领土向以色列发动大规模导弹袭击，共发射超过180枚弹道导弹。与无人机和巡航导弹相比，弹道导弹防御能力较强、速度快、且拦截所需成本较高，弹道导弹在新时代战争中重要性凸显。
 - 对比两国军事力量：**从国防支出来看，2023年以色列274.98亿美元，是伊朗102.83亿美元的2.7倍。从人数来看，以色列军队现役军人数量16.95万人，而伊朗军队现役61万人，是以军的3倍以上。
 - 对比两国军事装备：**从数量上来说，伊朗在坦克、火炮等传统陆地装备方面大幅超过以色列，在战机、直升机等空军装备上具备小幅优势。但在装备现代化方面，以色列背靠美国等盟友，装备有F-15、F-16以及先进的F-35I隐身战斗机。伊朗空军相对落后，最先进的战斗机为F-14“雄猫”和米格-29“支点”，且数量有限。
 - 军贸市场的潜在需求或将显著提升：**中东局势一触即发，地区安全形势急剧恶化。国际社会分裂和对立进一步加剧，全球地缘格局的不稳定性骤增，军备预期或将大幅提升。我们认为，在俄罗斯深陷俄乌战争泥淖无暇他顾的背景下，地缘政治格局推动部分中东国家正看向东方，军贸市场的潜在需求或将显著提升。
- 2024收官在即，各航天院所推动全年任务完成：**年初至今，航天院所保障演习作为首要任务，当前各项演习均告一段落，交付成为第一要务。为保全年任务目标，各航天院所纷纷召开会议，推动全年任务完成。我们认为，从24Q4起，主机厂所的交付压力将持续向上游传导，产业链景气度有望大幅回升。此外，参照“十二五”、“十三五”各年份国防预算与军工企业的业绩变化，第四年、第五年占比显著高于均值，其中第五年平均支出/收入达到或接近25%。2025年作为“十四五”最后一年，军工板块收入端有望显著提升。未来三年是建军百年奋斗目标实现的关键之年，装备需求旺盛，军工高景气度有望持续。
- 投资建议：拐点将至，积极布局。**10月：上旬市场风险偏好较高，板块估值修复有望持续，叠加中东战争外溢的不确定性提升，军贸需求+装备交付提升预期驱动军工板块迎开门红；中下旬随着Q3财报窗口临近，行业基本面大概率依然偏弱，部分资金或选择规避，军工板块或出现浅调。11月：Q3业绩落地后，年报空窗期较长，而Q4行业订单渐行渐近，叠加25年的高景气预期，军工板块表现有望显著强于大盘，β机会凸显。部分公司23Q3业绩基数较低，24Q3业绩端将出现同比增速拐点，实现困境反转，α机会涌现。
 - 建议关注：【航空】**紫光国微、中航沈飞、宝钛股份、三角防务；**【航天】**：新雷能、菲利华、盟升电子、航天智装；**【低空/无人】**：晶品特装、航天电子、航天彩虹、广联航空。
- 风险提示：**需求不及预期的风险；下游持续降价的风险。

国防军工

推荐 维持

分析师

李良

☎：010-80927657

✉：liliang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515090001

胡浩森

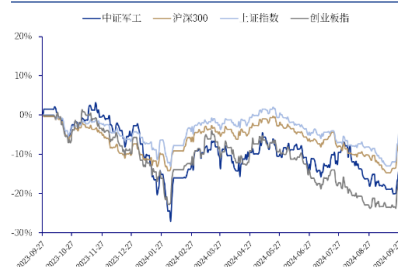
☎：010-80927657

✉：huhaomiao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521100001

相对沪深300表现图

2024-9-30



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

相关研究

目录

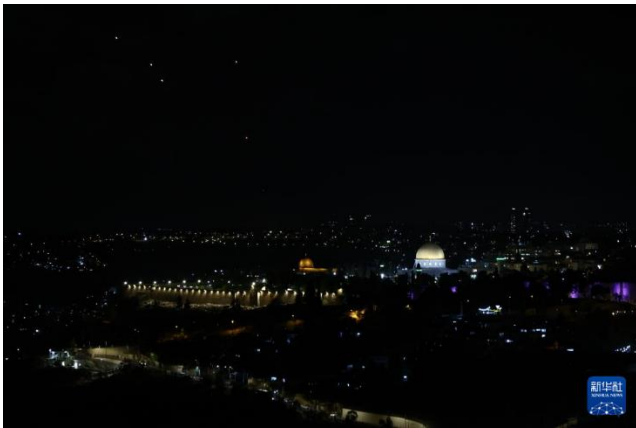
Catalog

一、 伊朗导弹袭击以色列，中东冲突有外溢风险.....	3
二、 2024 收官在即，各航天院所推动全年任务完成.....	5
三、 军工行情表现.....	6
(一) 周行情.....	6
(二) 涉军上市公司数据.....	7
(三) 军工板块估值水平.....	8
四、 投资建议：拐点将至，积极布局.....	10
五、 风险提示	11

一、伊朗导弹袭击以色列，中东冲突有外溢风险

伊朗对以色列进行大规模导弹袭击，使得中东局势再次面临升级的风险。根据新华社报道，以色列国防军发言人哈加里 1 日晚发表声明说，伊朗从其领土向以色列发动大规模导弹袭击，共发射超过 180 枚弹道导弹，大部分来袭导弹被以色列和美国领导的防御联盟拦截，少量导弹击中以色列中部，还有一些击中以色列南部。截止目前，以色列军方表示“已拟定了对伊朗的袭击方案，只待政府批准”，袭击使得中东局势再次面临升级的风险。

图1：10月1日，伊朗发射的导弹从耶路撒冷上空飞过



资料来源：新华社，中国银河证券研究院

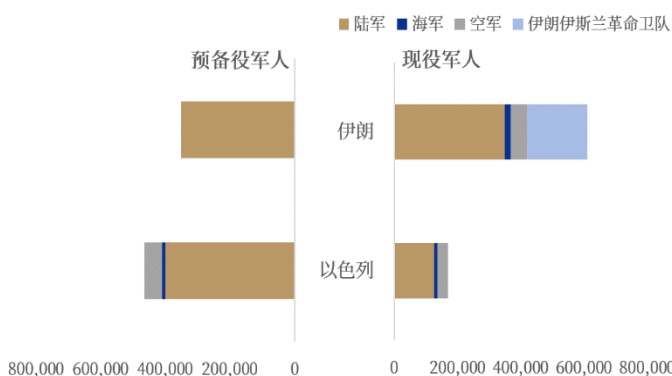
图2：10月1日，以军防空系统拦截的发射物从耶路撒冷上空飞过



资料来源：新华社，中国银河证券研究院

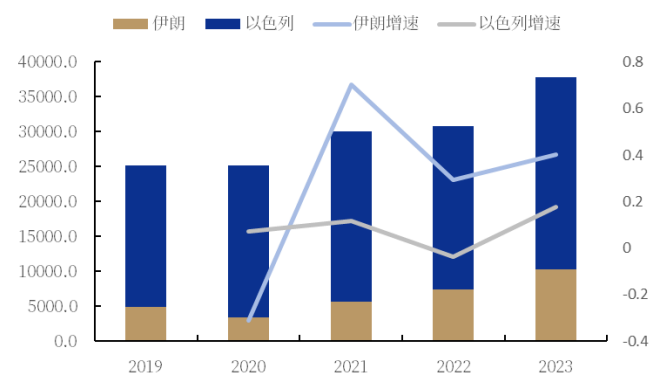
对比两国军事力量：从国防支出来看，2023 年以色列 274.98 亿美元，是伊朗 102.83 亿美元的 2.7 倍。从人数来看，以色列军队现役军人数量 16.95 万人，其中陆军 12.6 万人，空军 3.4 万人，而伊朗军队现役 61 万人，是以军的 3 倍以上，其中陆军 35 万人，空军 5.2 万人。两国作战人数悬殊，主要因为伊朗有伊斯兰革命卫队与伊朗国防军，两支从兵员规模上来看不相上下的国家军队。

图3：2023 年以色列和伊朗军队人数对比



资料来源：military balance 2024，中国银河证券研究院

图4：2023 年两国国防支出对比（百万美元，以当前汇率换算）



资料来源：斯德哥尔摩和平研究所，中国银河证券研究院

对比两国军事装备：从数量上来说，伊朗在坦克、火炮等传统陆地装备方面大幅超过以色列，在战机、直升机等空军装备上具备小幅优势。但在装备现代化方面，以色列背靠美国等盟友，装备有 F-15、F-16 以及先进的 F-35I 隐身战斗机。伊朗空军相对落后，最先进的战斗机为 F-14“雄猫”和米格-29“支点”，且数量有限。在防空导弹系统方面，以色列拥有“杰里科”系列弹道导弹，射程覆盖从几百到几千公里不等，具备较强的远程打击能力。伊朗拥有两支各成体系的防空导弹部队，分别隶属于伊朗国防军和伊斯兰革命卫队，拥有包括“流星-3”和“泥石-2”在内的多种中程弹道导

弹，射程可达 2000 公里以上，足以覆盖以色列全境。据伊朗国家电视台称，在 1 日晚对以色列的大规模导弹袭击中，伊朗首次使用“法塔赫”高超音速导弹，击中了以军“箭-2”“箭-3”反导系统的雷达。

表1: 两国军事装备对比

	以色列	伊朗
坦克	400	10513
战斗机	345	335
直升机	43	62
火炮	530	6798
潜艇	5	17
导弹	至少 4 种弹道导弹：“劳拉”导弹“杰里科-3”导弹	至少 12 种弹道导弹：“通达尔-69”导弹，“霍拉姆沙赫尔”导弹

资料来源：央视新闻，中国银河证券研究院整理

此次袭击主要使用弹道导弹，凸显其在实战中重要性。军事专家韩东 10 月 2 日表示，在这次行动中，伊朗使用的武器主要是弹道导弹，且采用大规模齐射战术，通过饱和式攻击提升突防能力。与无人机和巡航导弹相比，弹道导弹突防能力较强、速度快、且拦截所需成本较高。根据澎湃新闻数据，仅 4 月 14 日一天，以色列对伊朗飞行器的拦截花费达 13.3 亿美元，而以方 F-35 机队采购总费用也仅为 30 亿美元。当前战争中，战略、战役、战术行动界限趋于模糊，时间要素不断升值，运用精锐力量实施精确作战的特征更加突出，弹道导弹在新时代战争中重要性凸显。

中东局势一触即发，地区安全形势急剧恶化。国际社会分裂和对立进一步加剧，全球地缘格局的不稳定性骤增，军备预期或将大幅提升。我们认为，在俄罗斯深陷俄乌战争泥淖无暇他顾的背景下，地缘政治格局推动部分中东国家正看向东方，军贸市场的潜在需求或将显著提升。

二、2024 收官在即，各航天院所推动全年任务完成

年初至今，航天院所以保障演习作为首要任务，当前各项演习均告一段落，交付成为第一要务。为保全年任务目标，各航天院所纷纷召开会议，推动全年任务完成。我们认为，从 24Q4 起，主机厂所的交付压力将持续向上游传导，产业链景气度有望大幅回升。

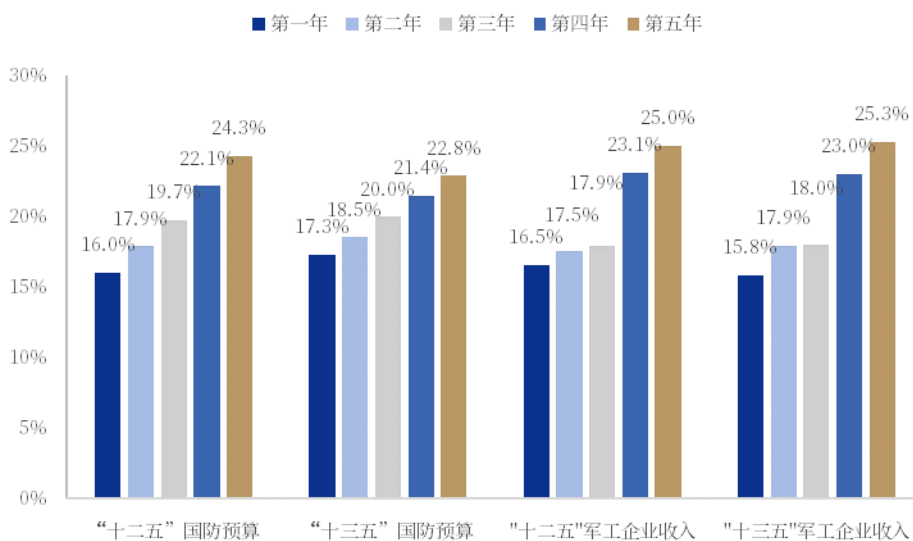
表2: 各院所保交付动员会议

会议或发布时间	院所	内容
9月25日	航天科工二院	《关于决战决胜 2024 年度各项任务的决定》
9月25日	航天科工三院	召开领导干部大会：坚定信心、下定决心，攻坚克难推动年度任务完成
9月6日	航天科技一院	召开型号任务保成功动员大会、火箭院 2024 年半年工作推进会，均发出全力以赴、圆满完成全年各项任务的号召。
8月13日	航天科工四院	召开会议对确保下半年航天型号任务圆满成功进行再动员、再部署，宣贯《确保型号任务圆满成功工作方案》。

资料来源：各院所公众号，中国银河证券研究院整理

此外，参照“十二五”、“十三五”各年份国防预算与军工企业的业绩变化，第四年、第五年占比显著高于均值，其中第五年平均支出/收入达到或接近 25%。2025 年作为“十四五”最后一年，军工板块收入端有望显著提升。未来三年是建军百年奋斗目标实现的关键之年，装备需求旺盛，军工高景气度有望持续。

图5: 各年份国防预算与军工企业的业绩变化



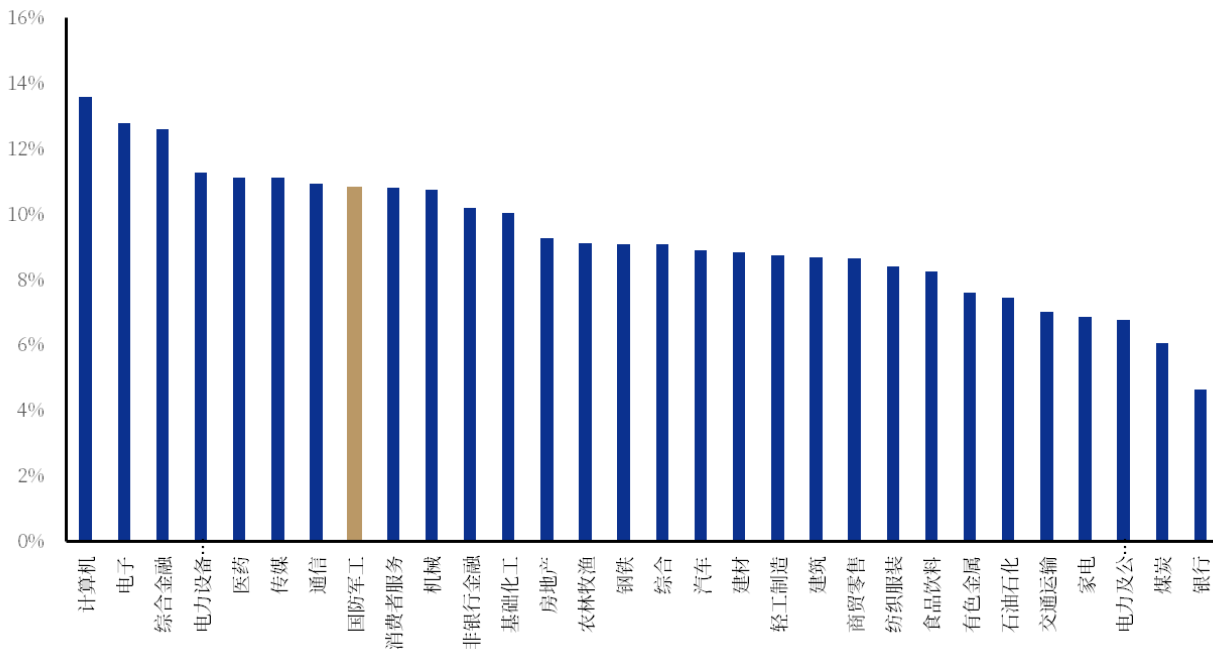
资料来源：iFind，国防部，中国银河证券研究院

三、军工行情表现

(一) 周行情

本周上证综指报收 3336.50 点，周涨跌 248.97，涨跌幅+8.06%；沪深 300 指数报收 4017.85 点，周涨跌 314.17 点，涨跌幅+8.48%；中信国防军工指数涨跌幅+10.85%，位列 30 个一级板块涨跌幅第 8 位。

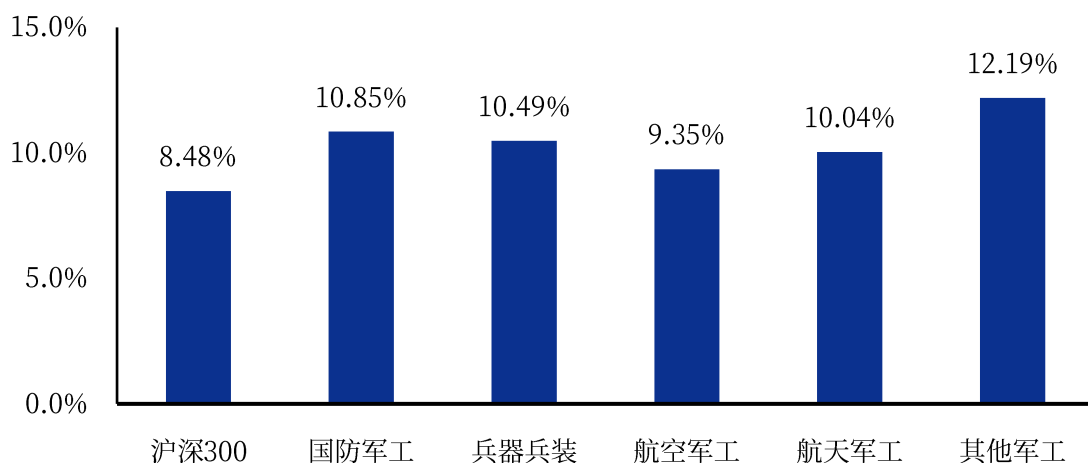
图6：上周中信一级行业指数涨跌幅情况



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

国防军工三级行业中，兵器兵装、航空军工、航天军工及其他军工的涨跌幅分别为+10.49%、+9.35%、+10.04%及+12.19%。

图7：上周中信军工三级行业指数涨跌幅情况



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

个股方面，上周国防军工行业涨跌幅前三的分别是海兰信(+20.00%)、华秦科技(+20.00%)、睿创微纳(+19.99%)。涨跌幅最小的三支股票分别为航发动力、中直股份和航天机电，涨跌幅分别

为 6.17%、7.14%和 7.30%。

表3: 军工行业涨跌幅榜前十

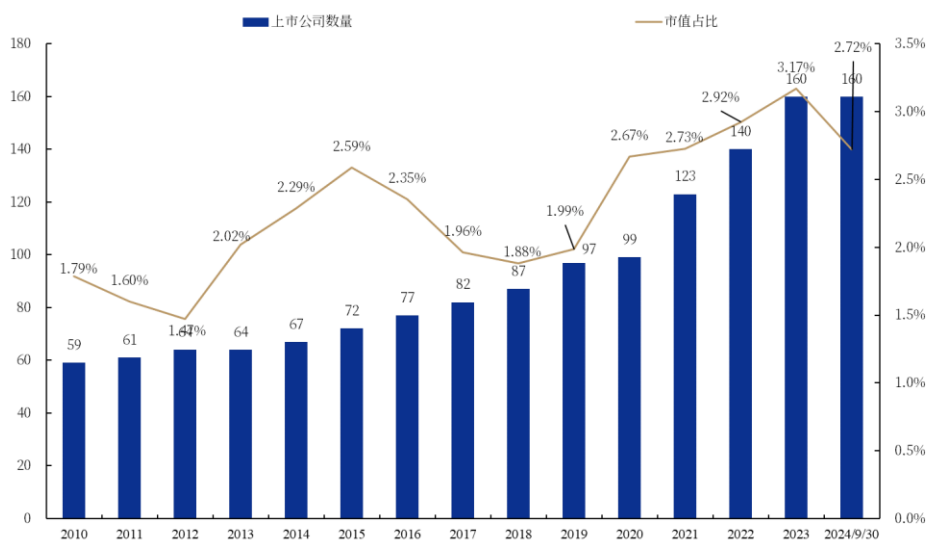
涨跌幅前十			涨跌幅后十		
代码	公司名称	周涨跌幅 (%)	代码	公司名称	周涨跌幅 (%)
300065.SZ	海兰信	20.00	600893.SH	航发动力	6.17
688281.SH	华秦科技	20.00	600038.SH	中直股份	7.14
688002.SH	睿创微纳	19.99	600151.SH	航天机电	7.30
300726.SZ	宏达电子	19.99	600685.SH	中船防务	7.39
688629.SH	华丰科技	19.99	000738.SZ	航发控制	7.39
688375.SH	国博电子	19.95	000561.SZ	烽火电子	7.43
301117.SZ	佳缘科技	19.89	600372.SH	中航机载	7.55
688592.SH	司南导航	19.81	600879.SH	航天电子	7.69
300474.SZ	景嘉微	19.37	600523.SH	贵航股份	7.77
688682.SH	霍莱沃	19.09	003009.SZ	中天火箭	7.79

资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院整理

(二) 涉军上市公司数据

在上市公司数量方面,截至 2024 年 9 月 30 日,中国 A 股共有上市公司 5363 家,其中军工行业上市公司 160 家,占比 2.98%。市值方面,截至 2024 年 9 月 30 日,A 股总市值 84.68 万亿,军工行业上市公司总市值 2.30 万亿,占比 2.72%。截至到 2024 年 9 月 30 日,市值排名前五位的上市公司分别是中国船舶、中国重工、中航沈飞、航发动力、中航光电。

图8: 军工行业上市公司数量与 A 股市值占比情况



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

我们选取中证军工指数和中证 800 分别来近似表征军工行业和整个 A 股市场,通过对两者 2012 年初至今收益率数据的回归分析,我们得到军工行业的贝塔系数 (β) 约为 1.0464,说明军工行业相对于市场波动性略强。

(三) 军工板块估值水平

从军工板块(剔除船舶总装类上市公司,并定期加入军工新股)估值水平的历史走势来看,我们将 2008 年 1 月至 2020 年 8 月作为一个时间跨度较大的典型牛熊周期,其中包含三个次级周期。经测算,大周期的板块估值中枢(取中位数)约为 59x,三个次级周期分别为 53x、59x 和 65x。

次 I 周期阶段,板块上市公司军品业务占比较小,主管部门对军工资产注入的态度并不明确,但此阶段行业估值水平除了考虑内生增速外,也将资产证券化因素部分纳入考量;

次 II 周期阶段,随着航发动力为代表的军工上市公司核心军品资产注入的启动,主管部门支持军品证券化的态度逐渐明朗,资产注入开始作为重要因素纳入行业估值水平的考量并一直被演绎放大,直到 2015 年年中达到峰值。与此同时,外延并购模式的高增长同样得到市场追捧,商誉风险也开始加速累积。自 2015 年 6 月以来,市场渐渐回归理性,资产注入和外延并购预期对板块估值水平的边际大幅减弱。

次 III 周期阶段,2019 年初以来,因备战需要,军工行业迎来大规模装备采购订单,军工上市公司业绩开始逐步释放,板块首次被市场纳入基本面投资的逻辑框架,估值与成长匹配研究成为主流。

展望未来,我们认为行业估值中枢应该较好的平衡次 I 周期、次 II 周期和次 III 周期三个阶段,因此我们选取 2008 年 1 月至 2020 年 8 月大周期的估值中枢 59x 作为参照标准。

截至 2024 年 9 月 30 日,军工板块整体估值(TTM)约为 47x,显著低于估值中枢 59x。

图9: 军工板块估值 PE (TTM) 走势情况

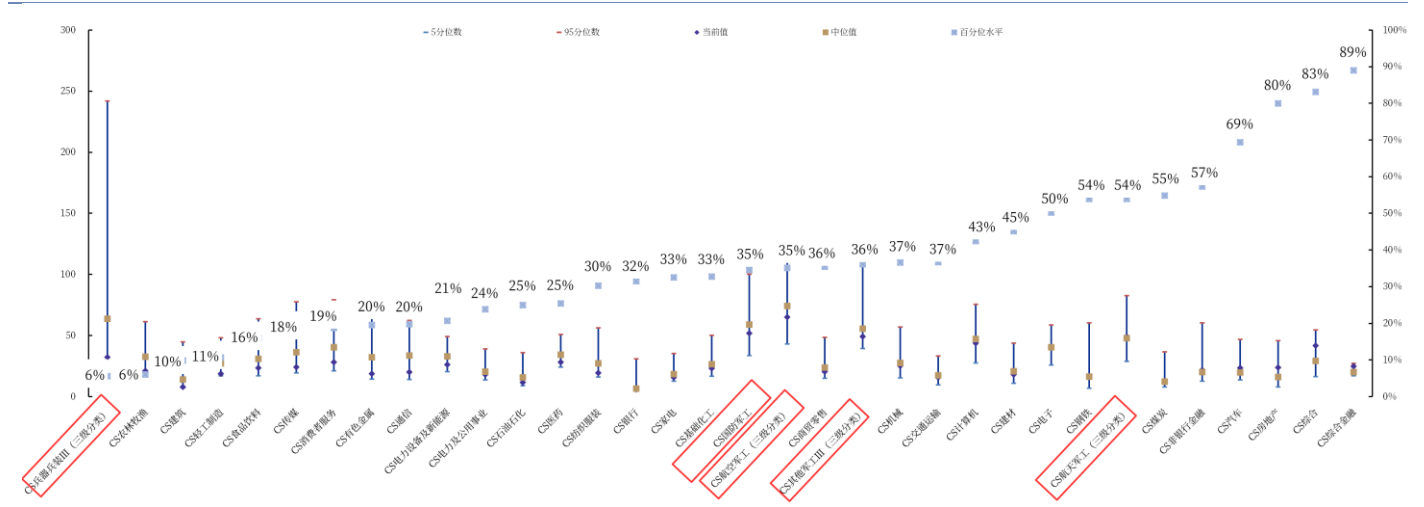


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

从横向对比来看,参照中信一级行业分类,截至 2024 年 9 月 30 日,估值前三位为国防军工(51.8 倍)、计算机(43.8 倍)、综合(41.8 倍),估值后三位的分别为银行(6.0 倍)、建筑(7.8 倍)、石油石化(11.6 倍)。对比各行业历史均值水平,几乎没有行业估值明显高于历史均值,多数行业则明显低于历史均值。相较于其它科技类板块,军工行业的估值水平虽然相对较高,但估值

分位数仅为 35%，提升空间较大。

图10: 中信各行业 PE 估值分位数情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院 注: 百分位水平为右轴

中信国防军工三级行业分类中, 航空军工、其他军工估值最高, 分别为 65.2 倍和 49.3 倍, 航天军工和兵器兵装估值分别为 49.2 和 32.3 倍。然而对比当前百分位水平, 兵器兵装、航天军工和航空军工分别为 5.6%、53.9%和 35.1%, 都显著低于 50%, 提升空间较大。

四、投资建议：拐点将至，积极布局

■ 10月

上月市场风险偏好较高，板块估值修复有望持续，叠加中东战争外溢的不确定性提升，军贸需求+装备交付提升预期驱动军工板块迎开门红。

中下旬随着 Q3 财报窗口邻近，行业基本面大概率依然偏弱，部分资金或选择规避，军工板块或出现浅调。

■ 11月

Q3 业绩落地后，年报空窗期较长，而 Q4 行业订单渐行渐近，叠加 25 年的高景气预期，军工板块表现有望显著强于大盘， β 机会凸显。

部分公司 23Q3 业绩基数较低，24Q3 业绩端将出现同比增速拐点，实现困境反转， α 机会逐步涌现。

■ 建议关注：

航空：紫光国微（沪深 300 成份股）、中航沈飞（沪深 300 成份股）、宝钛股份、三角防务。

航天：导弹交付或成为航天院所 Q4 第一要务，产业链景气度有望大幅回升，推荐新雷能、菲利华、盟升电子、航天智装（商业航天）。

低空/无人：无人机招标大幕开启，25 年或将成为无人机采购大年，推荐晶品特装、航天电子（商业航天+低空）、航天彩虹、广联航空。

五、风险提示

军品订单不及预期，产品价格下行的风险，原材料价格变动的风险等。

图表目录

图 1: 10 月 1 日, 伊朗发射的导弹从耶路撒冷上空飞过	3
图 2: 10 月 1 日, 以军防空系统拦截的发射物从耶路撒冷上空飞过	3
图 3: 2023 年以色列和伊朗军队人数对比	3
图 4: 2023 年两国国防支出对比 (百万美元, 以当前汇率换算)	3
图 5: 各年份国防预算与军工企业的业绩变化	5
图 6: 上周中信一级行业指数涨跌幅情况	6
图 7: 上周中信军工三级行业指数涨跌幅情况	6
图 8: 军工行业上市公司数量与 A 股市值占比情况	7
图 9: 军工板块估值 PE (TTM) 走势情况	8
图 10: 中信各行业 PE 估值分位数情况	9
表 1: 两国军事装备对比	4
表 2: 各院所保交付动员会议	5
表 3: 军工行业涨跌幅榜前十	7

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 10 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。

胡浩森 军工行业分析师。证券从业 5 年，曾供职于长城证券和东兴证券，2021 年加入银河证券。

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。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐： 相对基准指数涨幅 10%以上 中性： 相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 回避： 相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐： 相对基准指数涨幅 20%以上 谨慎推荐： 相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 中性： 相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 回避： 相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司研究院	机构请致电：
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：程曦 0755-83471683chengxi_yj@chinastock.com.cn 苏一耘 0755-83479312suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：陆韵如 021-60387901luyunru_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671liyongyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：田薇 010-80927721tianwei@chinastock.com.cn 褚颖 010-80927755chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn	