



Research and  
Development Center

# 军工行业市场表现何以成为“影子创业板”

2018年8月21日

范海波 行业分析师

李勇鹏 行业分析师

## 证券研究报告

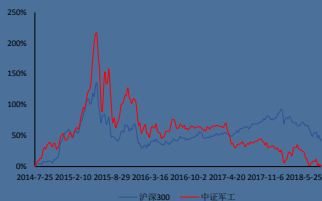
### 行业研究

#### 军工行业



上次评级: 看好, 2018.08.08

#### 军工行业相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

范海波 行业分析师

执业编号: S1500510120021

联系电话: +861083326800

邮箱: fanhaibo@cindasc.com

李勇鹏 行业分析师

执业编号: S1500517110001

联系电话: +861083326846

邮箱: liyongpeng@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
 CINDASECURITIESCO.,LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编: 100031

## 军工行业市场表现何以成为“影子创业板”

### 军工行业研究

2018年8月21日

#### 本期内容提要:

- ◆ **军工行业今年以来结构性波段行情明显。**从年初截至8月20日,中证军工指数下跌20.57%,同期相对沪深300、创业板指、上证50指数分别跑输1.63、2.49、4.79个百分点。但相较于其他行业,军工行业表现也谈不上差,申万军工下跌24.99%,在全部28个申万一级行业居第18位。军工行业在年内存在明显结构性波段行情,结构性主要体现在以上证50为代表的蓝筹与创业板之间表现博弈。今年蓝筹趋势性下行的情况下,以创业板为代表的计算机、医药、通信及军工等行业在此期间则存在明显结构性行情,在2月及6月两次调整后,创业板、军工等均出现了一波强劲反弹,在两拨反弹行情中,军工行业和创业板显示出明显联动效应,较沪深300及上证50等指数具有更高超额收益。
- ◆ **今年来军工行业市场表现与创业板联动效应更趋于强化。**军工的市场表现与创业板联动性强似乎是一个“常识”,但若复盘05年来中证军工指数和可反映市场风格的上证50、沪深300、创业板等指数相关性变化情况,可发现军工与创业板联动效应在14年至15年才露出端倪,在14到15年创业板牛市中出现加强,在今年以来又得到进一步强化。也就是说军工行情和创业板的联动效应是近年来才出现,并且在今年来的市场表现上是得到进一步强化的。
- ◆ **军工行业今年来表现的更像“影子创业板”,核心原因在于军工行业“影子创业板”投资逻辑自我强化。**我们认为出现这种现象主要是由于两方面原因,一是指数中证军工成份变动纳入更多创业板和中小板企业;二是市场对军工行业投资逻辑的自我强化。相较而言,我们认为最后一点原因更为重要。军工行业的发轫基于“资产重组”的投资逻辑,使其和创业板“并购重组”投资逻辑十分类似,并且不断在市场运行中得到强化。从中证军工指数权重变化情况也可看出这种逻辑的影响,尽管中证军工权重成份股中82%权重都是国企背景,但其运行表现和以民营企业为权重的创业板指数高度趋同。尽管我们不断从基本面强调军工股的长期投资逻辑和投资价值,但从市场表现来看,军工行业基于资产重组形成的、与创业板共振的市场逻辑是不断强化的,并非减弱。
- ◆ **军工行业后续投资逻辑的把握。**复盘研究表明军工行业市场表现与创业板联动特性在今年以来是进一步加强的,因此我们建议根据军工和创业板联动效应,选择具有估值相对具有安全边际的标的,把握军工行业投资机会。在此基础上,军工行业后续投资逻辑的演绎,我们认为要尤为关注军工行业能否脱离创业板的影响,形成所谓基于基本面拐点的“军工2.0”行

情。我们看好军工行业基本面改善的长期逻辑，建议近期关注中报披露情况，根据趋势积极跟踪行业基本面边际变化。

- ◆ **行业评级：**基于对军费开支稳定增长，军队及军工行业改革进一步推进，武器装备需求持续释放的判断，我们维持军工行业“看好”的评级。
- ◆ **风险因素：**装备批量列装进度低于预期，军工体制改革进度低于预期，军费投入低于预期。

## 目录

今年以来军工行业表现如何?	3
年内存在明显结构性波段行情	4
近年来军工行业表现与创业板联动效应更趋于强化	5
军工行业为何今年来表现的更像“影子创业板”?	6
怎么把握后续军工行业投资逻辑?	9
行业评级	9
风险因素	10

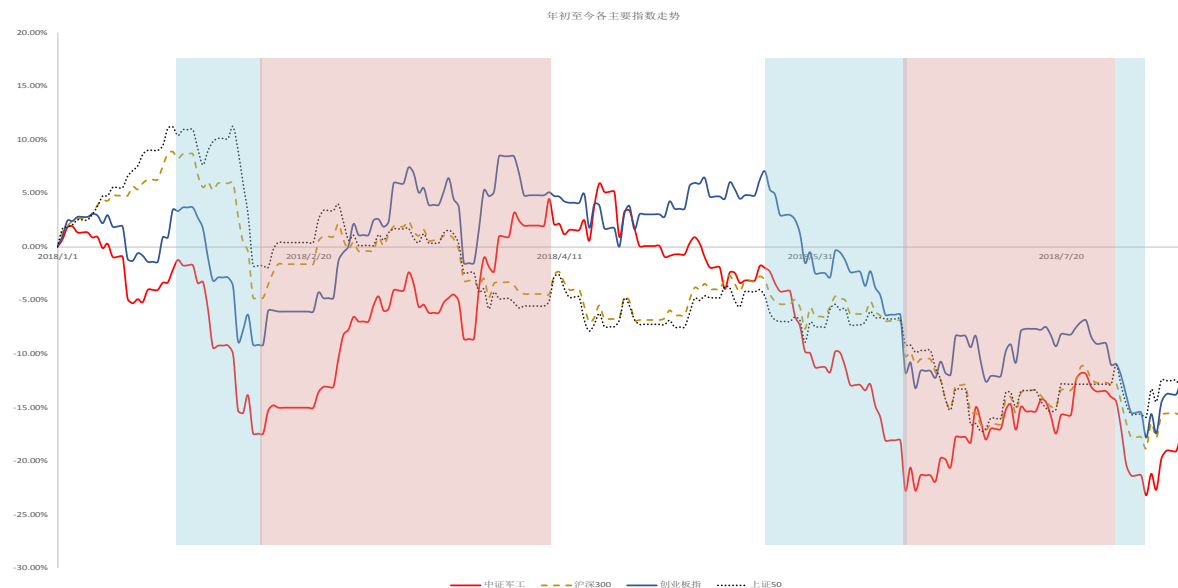
## 图目录

图 1: 今年以来中证军工指数及其他主要指数表现	3
图 2: 年初以来军工行业在全部 28 个申万一级行业中排名第 18	3
图 3: 年初至今中证军工指数相对其他指数收益	4
图 4: 从对应日期持有至今各主要指数绝对收益	5
图 5: 从对应日期持有至今各创业板指、中证军工相对收益	5
图 6: 05 年至今年来中证军工指数与部分指数相关性变化 (半年度)	6
图 7: 中证军工指数主板、创业板、中小板公司权重变化	7
图 8: 中证军工成份国企背景及民营企业数量占比	8
图 9: 中证军工成份国企背景及民营企业权重占比	8
图 10: 05 年至今年来中证军工指数与部分指数相关性变化 (年度)	8

## 今年以来军工行业表现如何？

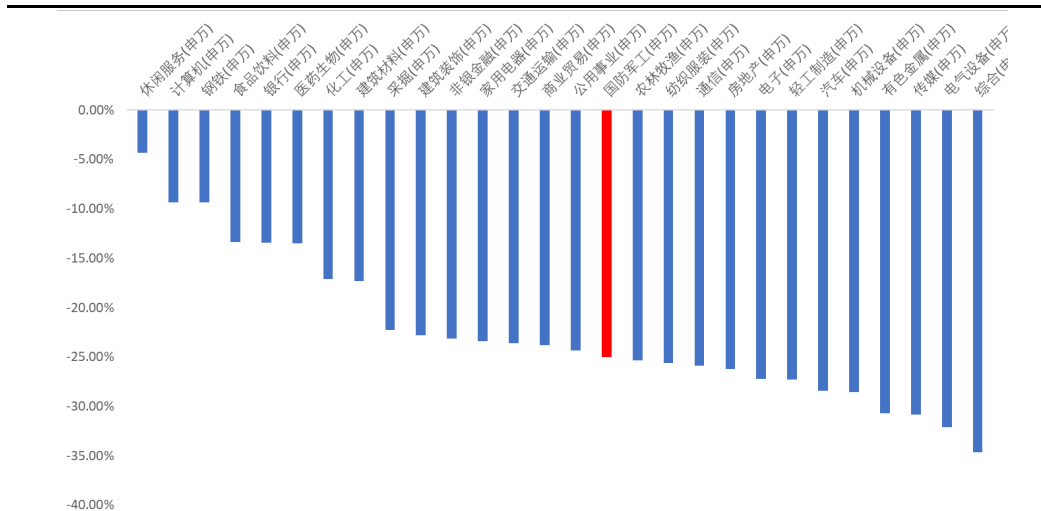
今年来军工市场绝对收益表现不算好，但也不算差。年初以来，随着市场在二月、六月两次深度调整，军工行业也深度回调。截至 8 月 20 日，中证军工指数下跌 20.57%，同期相对沪深 300、创业板指、上证 50 指数分别跑输 1.63、2.49、4.79 个百分点，行业相对主要成分指数表现不佳。但相较其他行业，军工行业表现也说不上差，今年来申万军工下跌 24.99%，在全部 28 个申万一级行业居第 18 位。

图 1：今年以来中证军工指数及其他主要指数表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：年初以来军工行业在全部 28 个申万一级行业中排名第 18

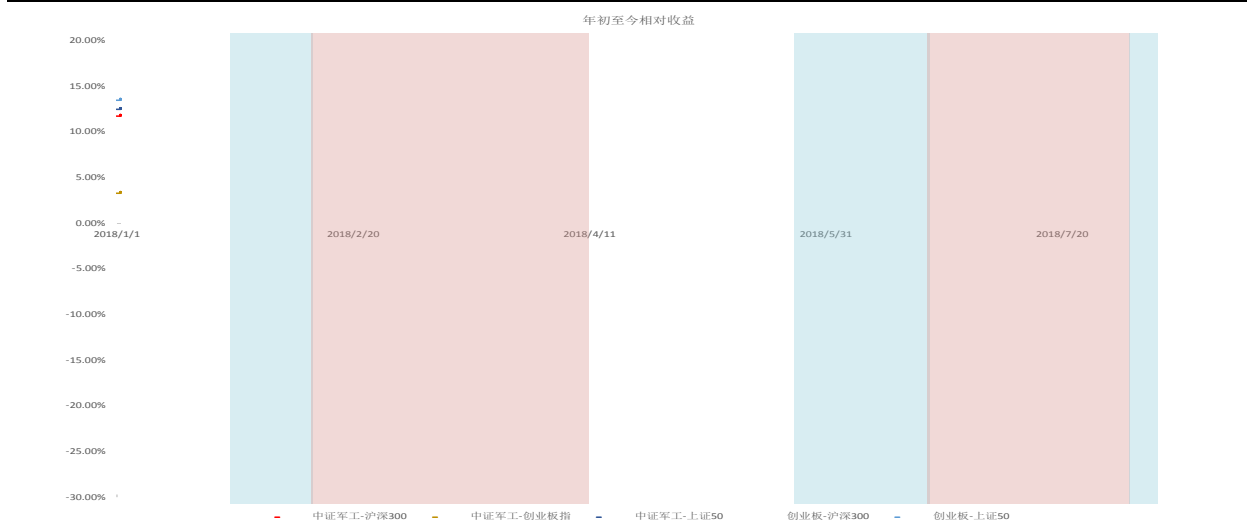


资料来源：万得，信达证券研发中心

## 年内存在明显结构性波段行情

**军工行业在年内存在明显结构性波段行情。**结构性主要体现在以上证 50 为代表的蓝筹与创业板之间表现博弈。今年市场整体趋势下行，但军工行业随着蓝筹行情在 18 年年初市场调整中结束，在信用风险爆发、去杠杆叠加贸易战引发的担忧等背景下，以上证 50 为代表的蓝筹指数趋势性下行。但以创业板为代表的计算机、医药、通信及军工等行业在此期间则存在明显结构性行情，在 2 月及 6 月两次调整后，创业板、军工等均出现了一波强劲反弹，主要是受在独角兽回归、自主可控、产业结构调整等消息和政策面刺激，科技成长股受到关注。在两拨反弹行情中，军工行业和创业板显示出明显联动效应，较沪深 300 及上证 50 等指数具有更高超额收益。

图 3：年初至今中证军工指数相对其他指数收益



资料来源：万得，信达证券研发中心

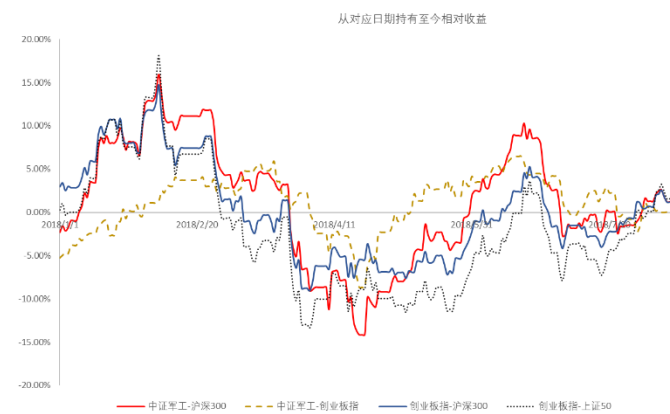
以今年来任一天作为假定起始持有日，若从起始日持有至今，创业板指及中证军工均有较为突出表现，尤其中证军工若建仓时机合适，还可获得正绝对收益。从窗口看是有充分区间供操作的，但对择时提出了更高要求。

图 4：从对应日期持有至今各主要指数绝对收益



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：从对应日期持有至今各创业板指、中证军工相对收益



资料来源：万得，信达证券研发中心

## 今年来军工行业表现与创业板联动效应更趋于强化

今年来军工行业市场表现与创业板联动效应更趋于强化。一般基于军工和创业板均具有高风险偏好的特征，军工的市场表现与创业板联动性强似乎是一个“常识”，但若复盘 05 年来（虽然中证军工指数 13 年底才发布，但其基日为 2004 年 12 月 31 日）中证军工指数和可反映市场风格的上证 50、沪深 300、创业板等指数相关性变化情况，可发现军工与创业板联动效应在 14 年至 15 年才露出端倪，在 14 到 15 年创业板牛市中出现加强，在今年以来又得到进一步强化。也就是说军工行情和创业板的联动效应是近年来才出现，并且在今年来的市场表现上是得到进一步强化的。

图 6：05 年至今年来中证军工指数与部分指数相关性变化（半年度）

	中证军工/创业板相关性	中证军工/上证50相关性	中证军工/沪深300相关性	中证军工/上证综指相关性
2005H1		0.89	0.93	0.94
2005H2		0.12	0.38	0.57
2006H1		0.97	0.98	0.97
2006H2		0.53	0.59	0.55
2007H1		0.97	0.98	0.96
2007H2		0.90	0.95	0.90
2008H1		0.96	0.98	0.97
2008H2		0.95	0.99	0.97
2009H1		0.92	0.95	0.95
2009H2		0.50	0.70	0.70
2010H1	-0.24	0.73	0.79	0.81
2010H2	0.77	0.70	0.92	0.91
2011H1	0.80	0.58	0.87	0.80
2011H2	0.89	0.93	0.97	0.96
2012H1	0.70	0.77	0.89	0.92
2012H2	0.93	0.22	0.58	0.60
2013H1	0.57	0.24	0.42	0.35
2013H2	0.69	0.49	0.65	0.75
2014H1	0.81	0.14	0.49	0.54
2014H2	0.93	0.69	0.78	0.83
2015H1	0.98	0.84	0.94	0.96
2015H2	0.79	0.61	0.81	0.85
2016H1	0.84	0.58	0.77	0.83
2016H2	0.78	-0.29	-0.19	-0.16
2017H1	0.89	-0.69	-0.38	0.69
2017H2	0.72	-0.50	-0.32	0.35
2018H1	0.92	0.46	0.59	0.63

资料来源：万得，信达证券研发中心

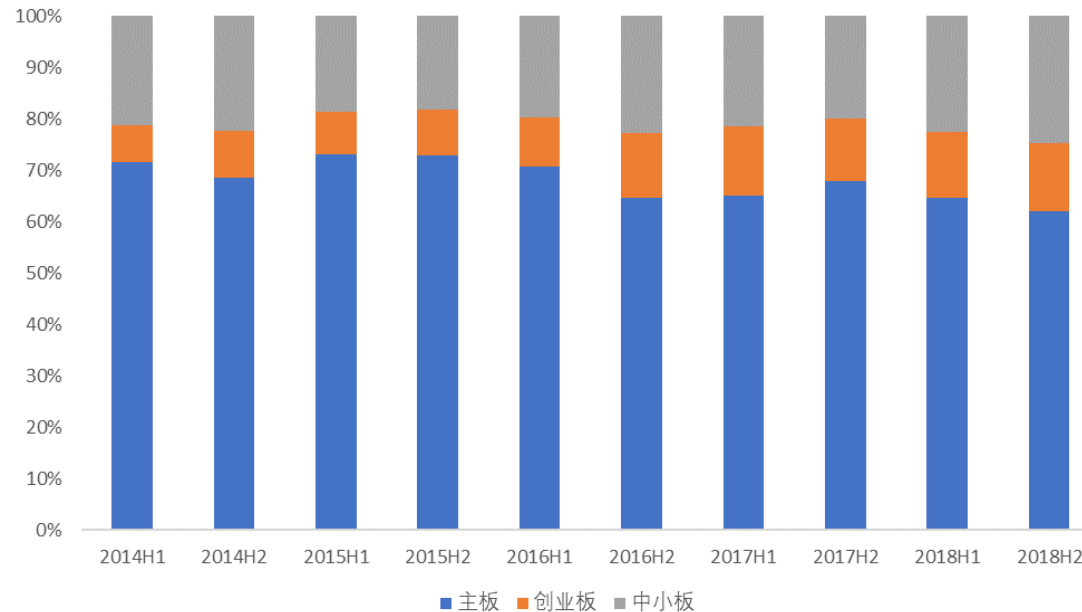
## 军工行业为何今年来表现的更像“影子创业板”？

以中证军工指数表现为例，我们认为出现这种现象主要是由于两方面原因，一是指数中证军工成份变动纳入更多创业板和中小板企业；二是市场对军工行业投资逻辑的自我强化。相较而言，我们认为最后一点原因更为重要。

从中证军工指数成份股中主板、创业板及中小板公司变化情况来看，创业板及中小板公司占比不断提高，至最新一次调整，主板、创业板、中小板权重占比已分别为 62%、13%、25%，较 14 年发布时创业板权重占比提高 6 个百分点，

此外中小板占比也基本保持在 20%左右（最新为 25%），中小板、创业板权重不断提升在一定程度上会强化军工与创业板的市場表现。但我们认为原因不止于此，虽然创业板比重不断提高，但主板公司权重仍有 60%以上，仅凭借创业板公司 13%左右的指数权重是无法驱动指数与创业板有如此高度趋同的表现的。

图 7：中证军工指数主板、创业板、中小板公司权重变化



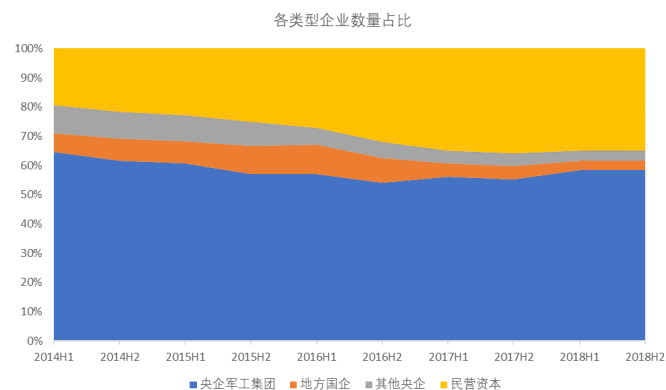
资料来源：万得，信达证券研发中心

**更重要的原因来自于军工行业“影子创业板”投资逻辑自我强化。**军工真正在 A 股形成独立行业历史并不长，军工股行情发轫是以 08 年央企军工集团资产证券化为标志开启的。在 2008 年至 2010 年间军工股核心投资逻辑是资产注入，包括中航重机、航发控制以及洪都航空等军工企业资产证券化的实施，是军工行业资产证券化进程在 A 股市场的注脚，同时也成为了军工形成独立行业的基础。之后随着创业板推出，军工企业在军民融合、院所改制及资产注入预期下，与创业板共同经历了 2014 年到 2015 年的牛市。在整个过程中，军工行业投资市场逻辑最为核心的是资产注入，而这又与并购重组催生的创业板牛市逻辑在本源上是类似的，都是基于资产重组带来的价值重估。同时，创业板被视为新技术、新经济的代表，而同时军工行业尤其是央企军工集团目前仍可以说是我国科技建设的主力军，具有大量高技术含量的企业，在这个层面军工企业也和创业板打上了类似的逻辑。市场对军工行业的投资逻辑是在军工股两次大的行情中逐渐形成并不断强化的，在此之后军工行业被贴上了与创业板共振的标签。

尽管我们不断从基本面强调军工股的长期投资逻辑和投资价值，但从市场表现来看，军工行业基于资产重组形成的、与创业板共振的市场逻辑是不断强化的，并非减弱。我们从国企、民企在中证军工成份权重构成也可得到印证。在2010年前，创业板尚未推出，中证军工成份股多为国企，其表现和上证50、沪深300等权重指数相关性高。在创业板推出后，在伴随民参军逻辑带来的投资机会，民营企业在成份中权重不断提高，从2014至2016年可以说权重稳步上行，这一过程也是军工行业市场表现与创业板趋同的过程。

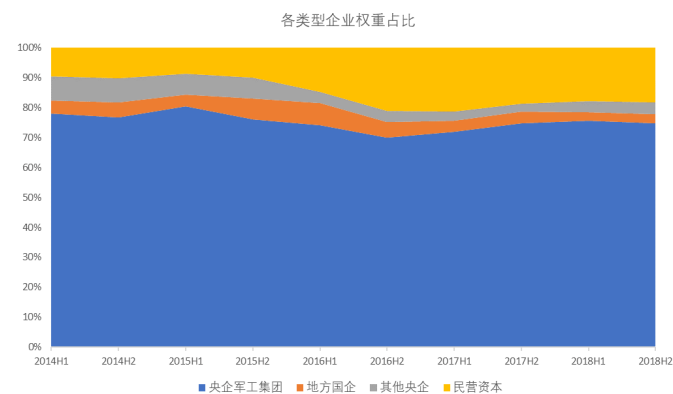
而在2015年市场从高点调整开始，随着诸多民参军企业并购参军逻辑的弱化，中证军工成份中国企权重再度提升，民营企业权重逐步降低，截止至目前权重占比约为18%，而各种背景国企权重占比82%。中证军工权重成份的资本性质与以民营企业为主的创业板有明显差别，这样就形成了目前的现象——以国企资本为主要权重的军工指数在波动率、弹性等市场层面活跃程度，和以民营企业为权重的创业板指数高度趋同。这说明了在市场看来，军工指数与创业板指数投资逻辑的自我强化已经形成，军工行业目前在市场层面的表现更类似于“影子创业板”。

图 8：中证军工成份国企背景及民营企业数量占比



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：中证军工成份国企背景及民营企业权重占比



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：05 年至今年来中证军工指数与部分指数相关性变化（年度）

	中证军工/创业板相关性	中证军工/上证50相关性	中证军工/沪深300相关性	中证军工/上证综指相关性
2005		0.27	0.28	0.38
2006		0.76	0.86	0.85
2007		0.96	0.98	0.97
2008		0.99	0.99	0.99
2009		0.93	0.96	0.96
2010	0.68	0.19	0.58	0.42
2011	0.82	0.88	0.95	0.92
2012	0.63	0.80	0.91	0.93
2013	0.75	-0.30	-0.10	-0.01
2014	0.78	0.75	0.82	0.88
2015	0.95	0.63	0.81	0.87
2016	0.80	0.39	0.56	0.63
2017	0.78	-0.75	-0.68	-0.26
2018	0.92	0.46	0.59	0.63

资料来源：万得，信达证券研发中心

## 怎么把握后续军工行业投资逻辑？

今年以来军工行业表现和创业板表现联动效应是更为强化的，同涨同跌，在今年市场存量资金博弈下，指数结构性行情表现的更为明显。军工行业相较创业板弹性更大，出于对风险的规避回避军工板块投资机会，可能也会失去军工行业带来的超额收益，因此我们建议根据军工和创业板联动效应，选择具有估值相对具有安全边际的标的，把握军工行业投资机会。

在此基础上，军工行业后续投资逻辑的演绎，我们认为要尤为关注军工行业能否脱离创业板的影响，形成所谓基于基本面拐点的“军工 2.0”行情。由于国防预算开支增速超预期、军改落地对订单压制影响逐渐消除、重点主战装备进入列装周期、上市军工企业经营体现出向好迹象等变化，去年以来市场逐渐对军工行业基本面开始有所关注。在上一阶段资产重组形成、并和创业板形成联动的军工投资逻辑能否改变，关键要追踪基本面边际改善力度是否超预期，从而将军工行业市场表现与基本面变化锚定。军工行业基本面变化是长周期逻辑，而市场逻辑的形成或者改变也非一蹴而就的。我们看好军工行业基本面改善的长期逻辑，建议近期关注中报披露情况，根据趋势积极跟踪行业基本面边际变化。

## 行业评级

基于对军费开支稳定增长，军队及军工行业改革进一步推进，武器装备需求持续释放的判断，我们维持军工行业“看好”的评级。

## 风险因素

装备批量列装进度低于预期，军工体制改革进度低于预期，军费投入低于预期。

## 研究团队简介

**范海波**，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学(地球化学)硕士，加拿大 Concordia 大学管理学(金融)硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management , Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

**李勇鹏**，军工行业首席分析师。毕业于北京理工大学固体力学系，先后于中航工业沈飞民机、中国运载火箭技术研究院就职近 7 年，从事民用飞机设计、航天运输系统领域规划、项目预先研究及技术攻关等工作，曾参与 C919、庞巴迪 C 系列等民用客机设计，以及航天领域多项重大工程研究攻关。2015 年 9 月至 2017 年 8 月就职于民生证券，从事机械行业研究。2017 年 9 月加入信达证券从事军工行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数: 沪深 300 指数(以下简称基准); 时间段: 报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入:</b> 股价相对强于基准 20% 以上;	<b>看好:</b> 行业指数超越基准;
	<b>增持:</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%;	<b>中性:</b> 行业指数与基准基本持平;
	<b>持有:</b> 股价相对基准波动在±5% 之间;	<b>看淡:</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出:</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。