

2019Q1 军工基金持仓分析—— 主动降仓为何？调仓真成长并举

军工行业

推荐 维持评级

核心观点：

1. 事件

近期，公募基金发布一季度前十大持仓情况。

2. 我们的分析与判断

(一) 基金 2019Q1 军工持仓占比进一步回落。2019Q1 基金军工持仓占比为 1.8%，环比回落 0.2pct。2018 年年初至今，该指标多次出现反复，筑底整固态势显现。2019Q1 军工行情反弹较为强劲，但公募基金持仓占比反而下滑，公募投资者信心恢复滞后，降仓迹象明显。游资和军工 ETF 份额的大幅增长或成为推动 Q1 板块反弹行情的主要资金来源。展望未来，我们认为军工持仓占比指标继续下行空间较为有限，随着行业基本面改善持续叠加资产证券化预期提升，公募投资机构信心有望逐步恢复，军工持仓占比大概率会增加，板块弹性将重新体现。

(二) 基金军工持仓分化延续，真成长个股受青睐。从 2014Q2 至 2017Q1 基金持仓集中度主要集中在 0.41 至 0.47 间窄幅波动。为了增强弱市环境中的抗风险能力，2017Q2 之后，随着军工指数持续下探，基金持仓集中度逐步提升至 2018Q3 的 0.73，公募基金对大盘白马股抱团现象凸显。进入四季度，基金持仓集中度一年以来首次出现回落，持仓风格现分化迹象，2019Q1 集中度进一步下滑至 0.57，风格切换得到验证，真成长中小盘个股受到基金青睐。我们认为军工行业基本面景气度较高，军工指数有望呈现震荡上行态势，继续建议以龙头白马为基，积极布局真成长个股。

(三) 军工板块低配格局延续。从指数走势相关性来看，2010Q1 至 2019Q1 的基金军工超配比指标与军工指数走势指标的相关系数为 0.84，呈现正相关关系。2018 年全年军工板块持续低配，2019Q1 低配格局延续，基金配置积极性依然偏弱。

3. 投资建议

2019 年作为完成军队改革阶段性目标承前启后的关键一年，成长和改革仍将是行业主要投资逻辑。首先，军费的持续增长以及军工订单的补偿性增长带来的业绩增厚将是军工行业成长的重要支撑；其次，市场低迷催生的资产证券化提速预期也将贯穿全年，风险偏好修复的同时将助力行业估值的提升，基金军工持仓有望逐步走高，建议以龙头白马为基，积极布局真成长个股。其中龙头和白马重点推荐中直股份（600038.SH）、航天发展（000547.SZ）、杰赛科技（002544.SZ）、四创电子（600990.SH）等，成长股推荐钢研高纳（300034.SZ）、中航电测（300114.SZ）、大立科技（002214.SZ）等

风险提示：军工行业改革推进不及预期的风险。

分析师

李良

☎：010-66568330

✉：liliang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515090001

特别鸣谢：周义

相关研究

《军民融合专题暨 2019 年年度策略报告：破晓年，曙光现》 2018-02-04

提示：

1、本分析基于二季度公布的公募基金产品的前十大重仓股数据，以此来大致分析当前公募基金对军工板块个股的持仓变化。

2、指标公式：

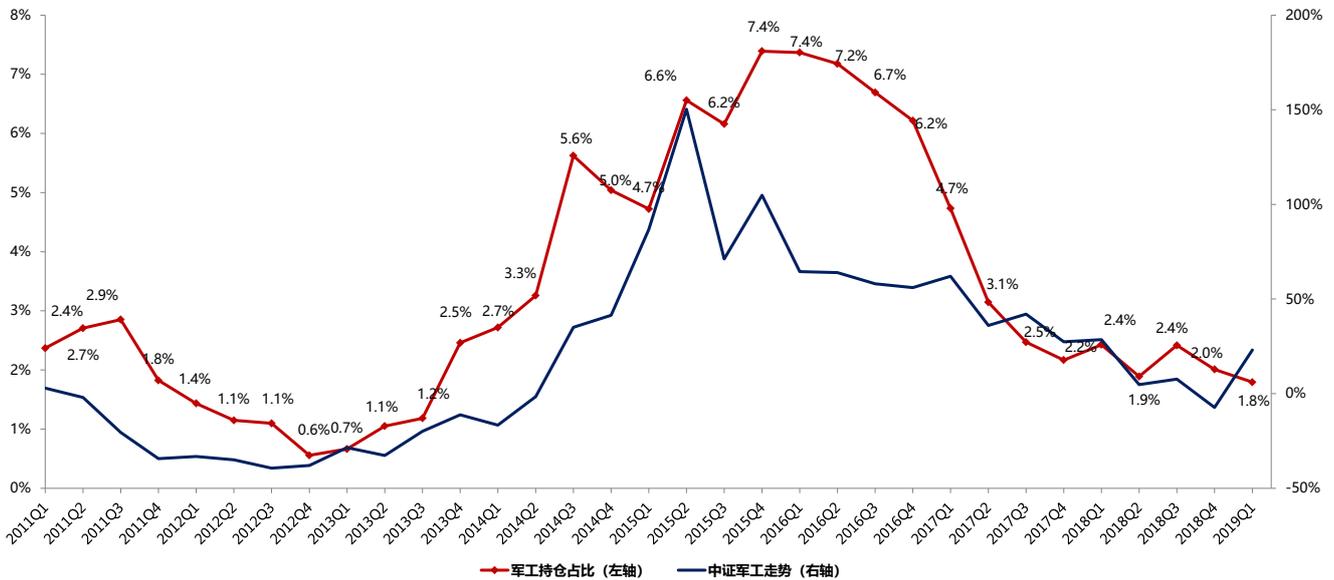
$$\text{公募基金军工持仓占比} = \frac{\text{所有公募基金产品前十大重仓股中军工股市值加总}}{\text{所有公募基金产品前十大重仓股市值加总}}$$

$$\text{公募基金军工持仓集中度} = \frac{\text{公募基金十大重仓股中前十大军工股市值加总}}{\text{公募基金十大重仓股中所有军工股市值加总}}$$

$$\text{公募基金军工超配比} = \text{公募基金军工持仓占比} - \text{全市场军工流通市值占比}$$

1、基金 2019Q1 军工持仓占比进一步回落。从指数走势相关性来看，2010Q1 至 2019Q1 的基金军工持仓占比指标与军工指数走势指标的相关系数为 0.87，呈正相关关系。2019Q1 基金军工持仓占比为 1.8%，环比回落 0.2pct。2018 年年初至今，该指标多次出现反复，筑底整固态势显现。2019Q1 军工行情反弹较为强劲，但公募基金持仓占比反而下滑，公募投资者信心恢复滞后，减仓迹象明显。游资和军工 ETF 份额的大幅增长或成为推动 Q1 板块反弹行情的主要资金来源。展望未来，我们认为军工持仓占比指标继续下行空间较为有限，随着行业基本面改善持续叠加资产证券化预期提升，公募投资机构信心有望逐步恢复，军工持仓占比大概率会增加，板块弹性将重新体现。

图 1 基金军工持仓占比与军工指数走势对比

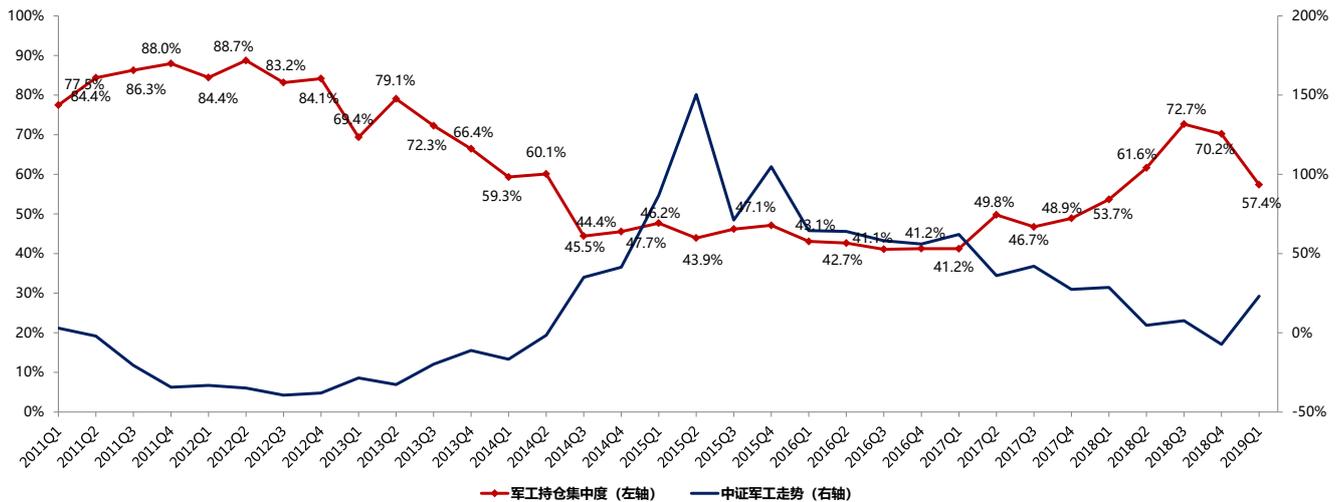


资料来源：中国银河证券研究院整理

2、基金军工持仓分化延续，真成长个股受青睐。从指数走势相关性来看，2010Q1 至 2019Q1 基金军工持仓集中度指标与军工指数走势指标的相关系数为-0.85，呈负相关关系。2014Q2 至 2017Q1 基金持仓集中度主要集中在 0.41 至 0.47 间窄幅波动。为了增强弱市环境中的抗风险

能力，2017Q2 之后，随着军工指数持续下探，基金持仓集中度逐步提升至 2018Q3 的 0.73，公募基金对大盘白马股抱团现象凸显。进入四季度，基金持仓集中度一年以来首次出现回落，持仓风格现分化迹象，2019Q1 集中度进一步下滑至 0.57，风格切换得到验证，真成长中小盘个股受到基金青睐。我们认为军工行业基本面景气度较高，军工指数有望呈现震荡上行态势，继续建议以龙头白马为基，积极布局真成长个股。

图 2 基金军工持仓集中度变化与军工指数走势对比



资料来源：中国银河证券研究院整理

根据对公募基金前二十大重仓股持股市值的统计分析，从一季度单季表现来看，持股市值排名前二十的公司中包括 12 家军工集团央企、3 家民口和地方军工国企以及 5 家民参军企业，市值占比分别为 75.5%、8.3%和 16.2%，环比分别下降 10.5%、上升 3.3%和上升 7.2%，风格切换明显。

表 1 2019Q1 前二十大军工持股股票持股变化情况

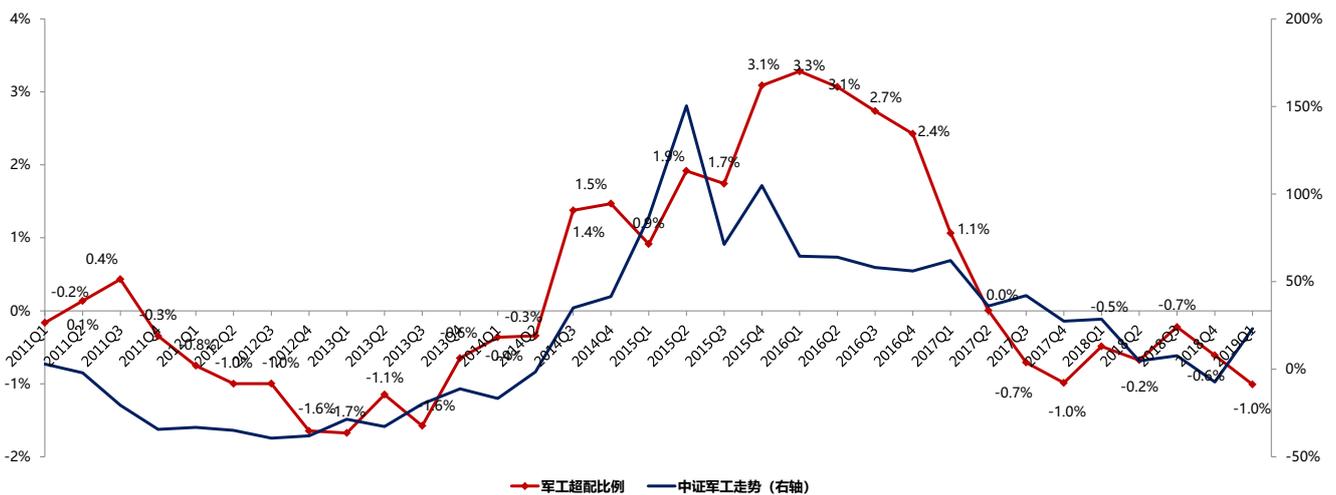
名称	2019Q1 持股总市值 (亿元)	2019Q1 持股市值排名	2018Q4 持股总市值 (亿元)	2018Q4 持股市值排名	市值变化 (亿)
中航光电	17.27	1	17.24	1	0.03
中直股份	14.22	2	13.51	2	0.71
中航沈飞	9.37	3	9.65	3	-0.28
航天电器	7.42	4	9.22	4	-1.8
内蒙一机	5.95	5	6.40	6	-0.45
菲利华	5.35	6	1.74	16	3.61
中航机电	5.34	7	7.83	5	-2.49
航天发展	3.97	8	0.75	19	3.22
国睿科技	3.96	9	2.75	12	1.21
四创电子	3.95	10	3.20	8	0.75
台海核电	3.81	11	2.30	14	1.51
湘电股份	3.81	12	2.83	11	0.98

火炬电子	3.44	13	2.29	15	1.15
中航电子	3.26	14	3.06	10	0.2
海格通信	2.80	15	2.32	13	0.48
中航飞机	2.41	16	4.54	7	-2.13
光威复材	2.19	17	0.09	51	2.10
海兰信	2.14	18	1.01	18	1.13
奥普光电	2.13	19	0		2.13
振华科技	1.96	20	0		1.96

资料来源：中国银河证券研究部整理

3、军工板块低配格局延续。从指数走势相关性来看，2010Q1至2019Q1的基金军工超配比例指标与军工指数走势指标的相关系数为0.81，呈现正相关关系。2018年全年军工板块持续低配，2019Q1低配格局延续，基金配置积极性依然偏弱。

图3 军工板块超配比例变化与军工指数走势对比

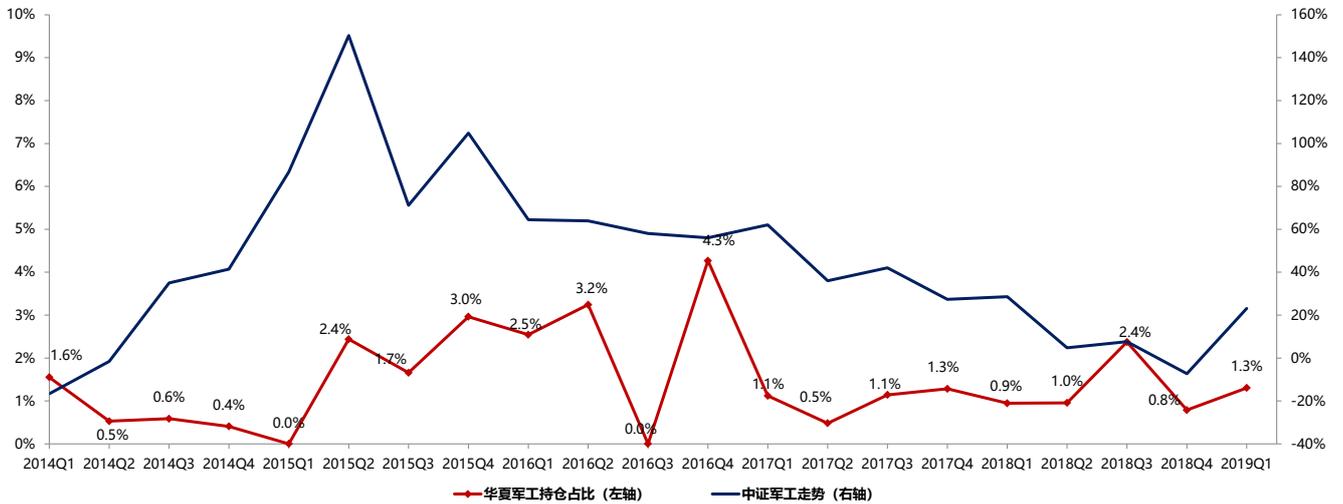


资料来源：中国银河证券研究院整理

4、市场风险偏好回升，基金军工持仓有望逐步走高。2019年作为完成军队改革阶段性目标承前启后的关键一年，成长和改革仍将是行业主要投资逻辑。首先，军费的持续增长以及军工订单的补偿性增长带来的业绩增厚将是军工行业成长的重要支撑；其次，市场低迷催生的资产证券化提速预期也将贯穿全年，风险偏好修复的同时将助力行业估值的提升，基金军工持仓有望逐步走高，建议以龙头白马为基，积极布局真成长个股。其中龙头和白马重点推荐中直股份(600038.SH)、航天发展(000547.SZ)、杰赛科技(002544.SZ)、四创电子(600990.SH)等，成长股推荐钢研高纳(300034.SZ)、中航电测(300114.SZ)、大立科技(002214.SZ)等。

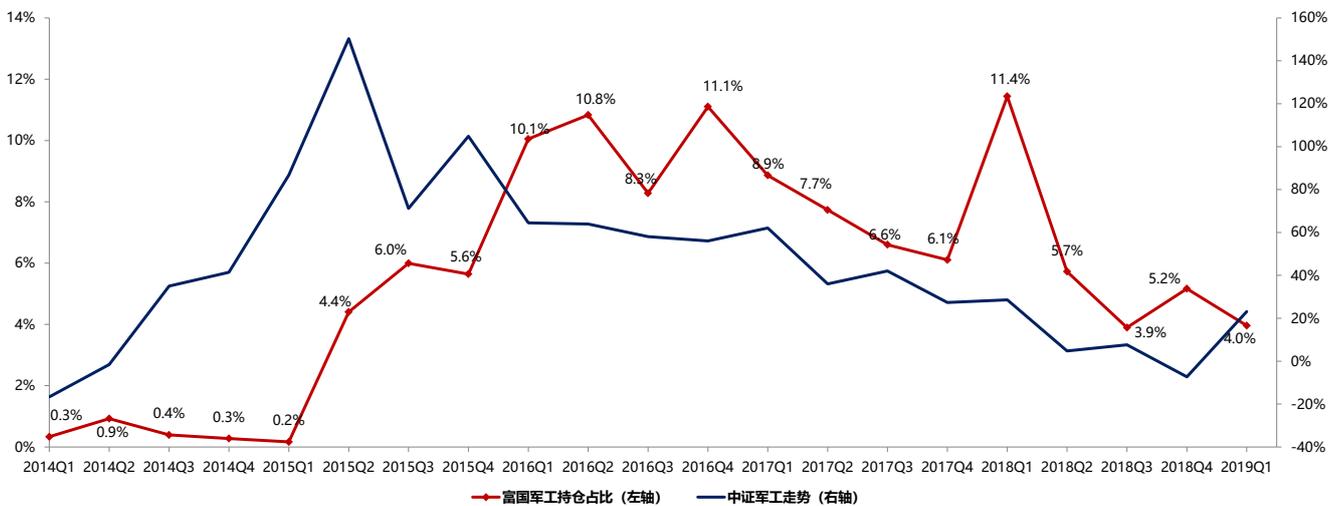
附录：个别公募基金军工持仓变化情况

图 1 华夏基金军工持仓与军工指数走势对比



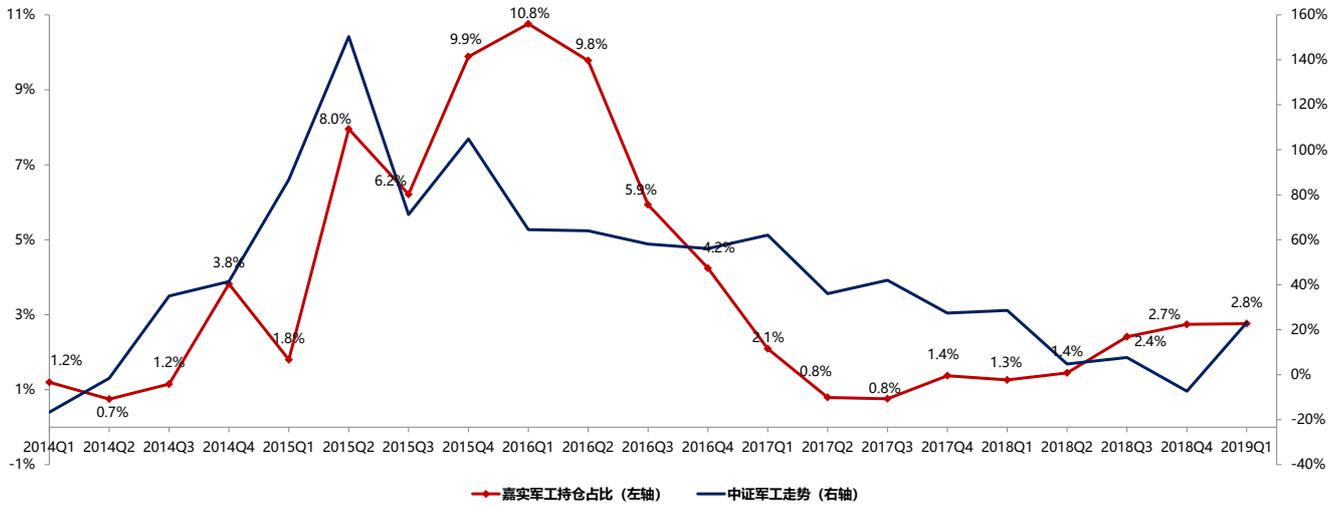
资料来源：中国银河证券研究院整理

图 2 富国基金军工持仓与军工指数走势对比



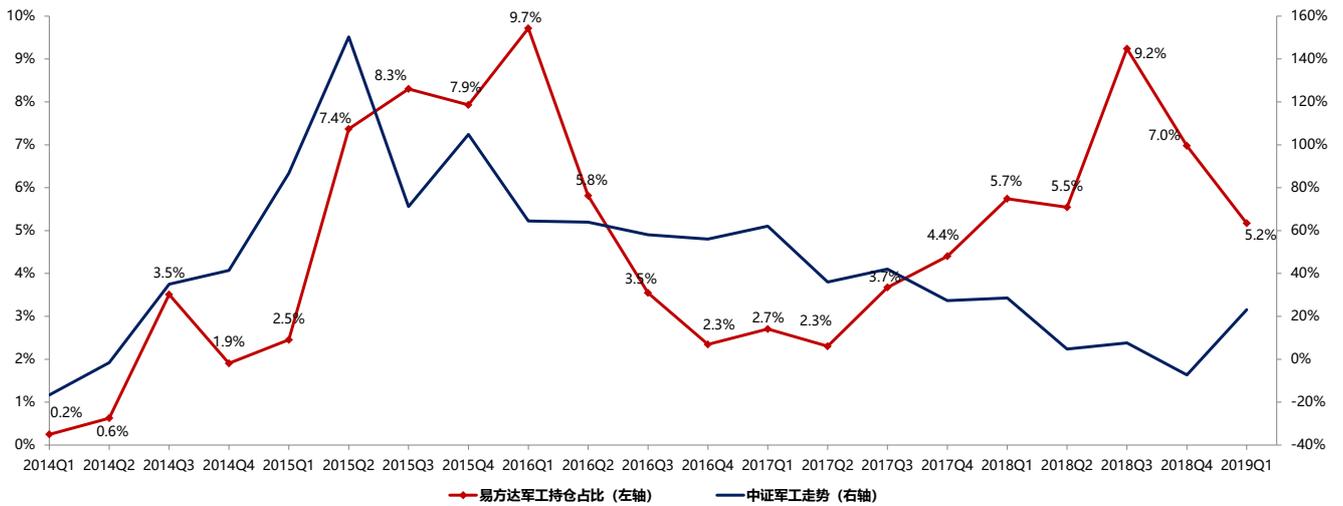
资料来源：中国银河证券研究院整理

图3 嘉实基金军工持仓与军工指数走势对比



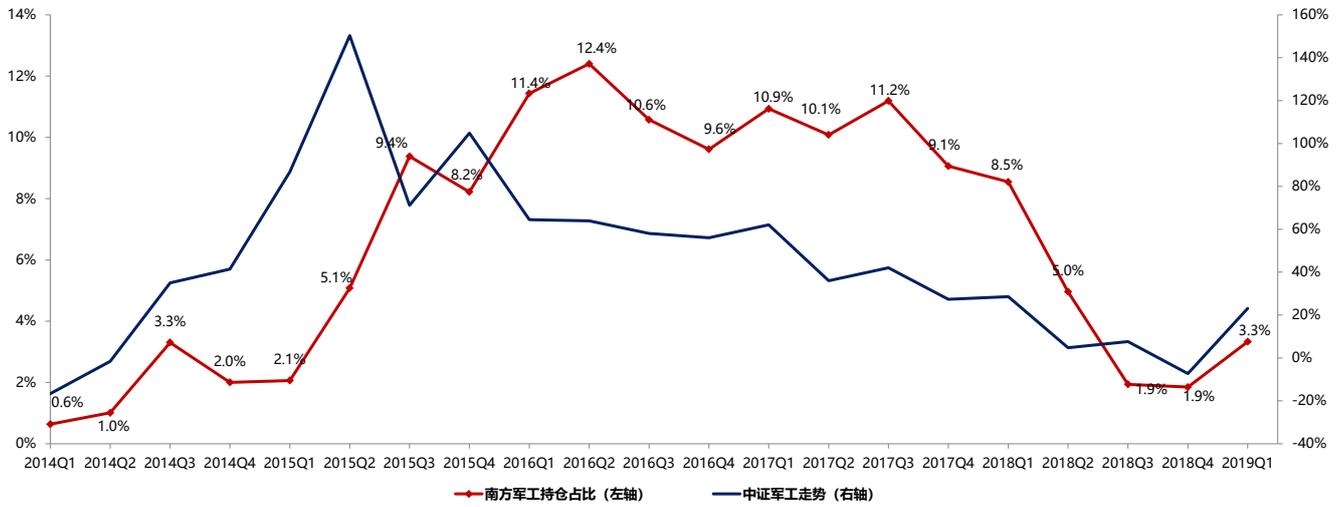
资料来源：中国银河证券研究院整理

图4 易方达基金军工持仓与军工指数走势对比



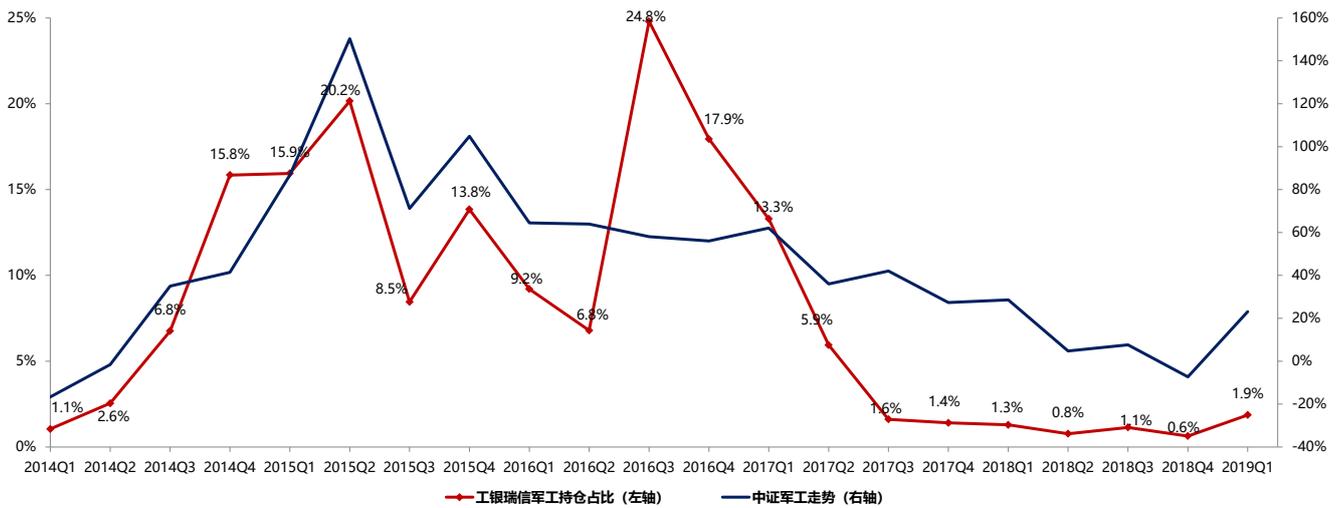
资料来源：中国银河证券研究院整理

图5 南方基金军工持仓与军工指数走势对比



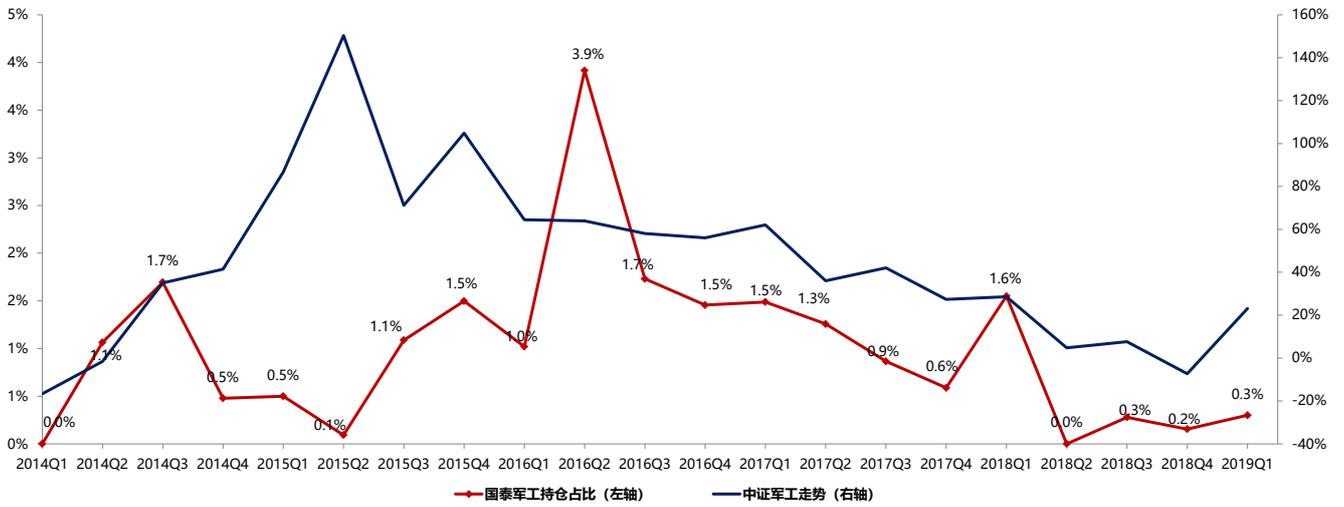
资料来源：中国银河证券研究院整理

图6 工银瑞信基金军工持仓与军工指数走势对比



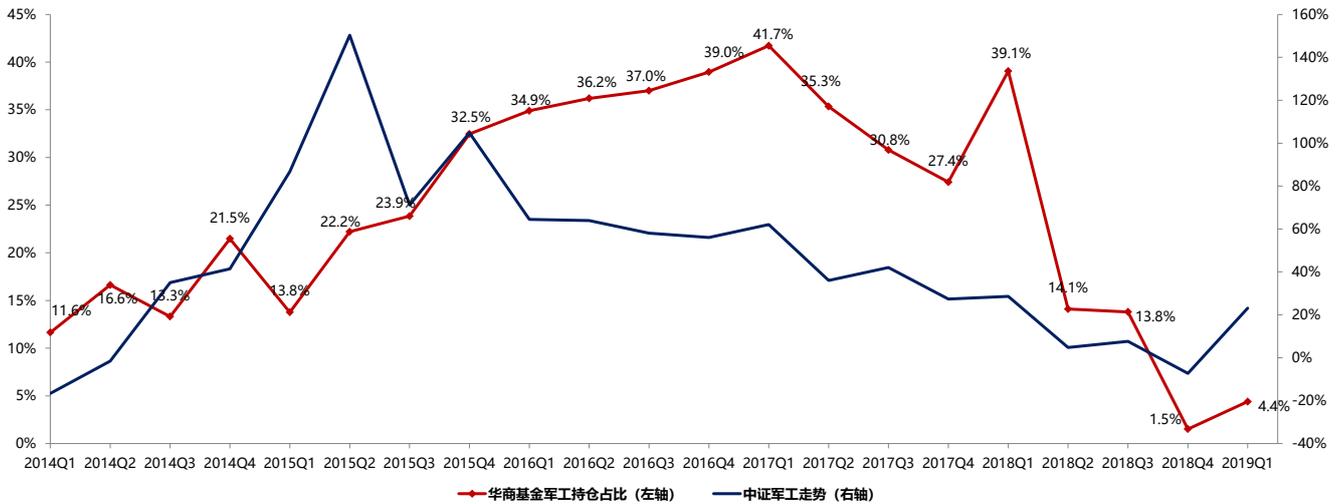
资料来源：中国银河证券研究院整理

图7 国泰基金军工持仓与军工指数走势对比



资料来源：中国银河证券研究院整理

图8 华商基金军工持仓与军工指数走势对比



资料来源：中国银河证券研究院整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 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）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 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。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 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%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 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。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 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。该评级由分析师给出。

李良，军工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：航发动力（600893.SH）、中国卫星（600118.SH）、中航电子（600372.SH）、中航重机（600765.SH）、中航飞机（000768.SZ）、中航机电（002013.SZ）、航天电子（600879.SH）、航天科技（000901.SZ）、中航光电（002179.SZ）、光电股份（600184.SH）、国睿科技（600562.SH）、航天通信（600677.SH）、中国重工（601989.SH）、中国动力（600482.SH）、成飞集成（002190.SZ）等。

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，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）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

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。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn