

# 国防军工

证券研究报告  
2019年07月22日

## Q2 科技成长股普遍减配，军工 H1 反应行业景气向上迎接增配

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

邹润芳 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517010004  
zourunfang@tfzq.com

李鲁靖 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110519050003  
lilujing@tfzq.com

许利天 联系人  
xulitian@tfzq.com

### 基金 H1: Q2 科技股普遍环比减配，军工配置比例同步下降至 5 年低点

Q2 食品饮料、家用电器、银行、保险 II、电力设备为基金重仓环比增配前五行业，而 Q1 中表现较好的科技成长股均呈现环比下降减配状态，如通信、计算机、电子、军工等。Q2 风格转向防御及贸易战等风险事件拉低市场风险偏好，致使成长类板块持仓比例普遍环比下滑。

### 具体基金 H1 总口径数据:

2019 年基金半年报公布完毕，我们以中信国防军工指数为基准（万得代码 CI005012.WI），添加 8 只与军工行业高度相关的个股（新增个股包括：菲利华、火炬电子、振华科技、西部材料、宝钛股份、中光学、中国船舶、杰赛科技），进行指数增强后进行持仓分析，结果如下：

**军工标准配置比例：**19Q2 为 1.61%。

**主动型基金：**19Q2 持股军工的重仓总市值达 87.4 亿元，环比-16.1%；主动型基金的军工配置比例为 0.64%，环比下降 0.13 个百分点，现有机构重仓量需增长 150%方可达到标配，主动型基金配置板块处于 15 年以来最低位置。

我们认为，板块减配除了风格变化外，Q2 中出现的中航工业集团 ETF 换购可能也成为了 Q2 军工持仓比例下降的主要触发点之一。

### 业绩体现景气度变化个股走出独立行情：军工材料 / 军工信息化逆势提升

传统重仓股逆势下降（主要受 ETF 换购影响）：从主动型基金重仓个股情况看，处于显著景气向上的军工上游个股一部分持仓出现高增长，传统型重仓军工股在 19Q2 的配置比例普遍有所下滑，如持仓市值超过 5 亿的传统重仓股中直股份、中航沈飞、中航光电、内蒙一机等均有较为明显的下降。

景气度反应在业绩中的个股出现逆势趋势：12 只个股重仓市值超 1 亿元，军工材料/军工信息化及元器件由于景气度向上明显，配置思路突出：在重仓市值超过 1 亿元的军工股中，火炬电子配置比例大规模上升，航天发展、四创电子、钢研高纳、振华科技四个个股均出现不同程度的配置比例上升，其中钢研高纳重仓市值配置增幅高达 116.5%，航空发动机产业链关注度凸显，其余 3 只个股均属于军工信息化/元器件领域，自主可控+国产替代逻辑成为 19Q2 主要配置思路。

**投资建议：**H1 军工预计业绩将反应行业景气中高速向上趋势，关注业绩预计良好 Q2 大幅减配的核心股机会。短期建议持续关注军工材料和信息化科技类行业的 A 股上市企业。

1、短期关注新材料/光电红外/半导体等科技类个股机遇：材料-西部材料、宝钛股份、钢研高纳（以上为有色组联合覆盖）、菲利华；光电信息化-大立科技、久之洋、高德红外（以上为电子组联合覆盖）；半导体-景嘉微。

2、业绩预期良好与配置风格轮动：中航光电（电子组联合覆盖）、航天电器（电子组联合覆盖）、中航沈飞、内蒙一机、航天发展、四创电子等。

**风险提示：**军工改革低于预期，军工装备需求低于预期。

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《国防军工-行业研究简报:军工科创板-A 股公允估值选股法:光电/上游材料/航天应用/半导体》2019-07-14
- 《国防军工-行业研究周报:两船合并确认改革主线,世界摩擦事件或将持续推动配置比例》2019-07-07
- 《国防军工-行业研究周报:关注军工板块出口\通信配套的反弹修复+改革高β三类企业》2019-06-30

### 重点标的推荐

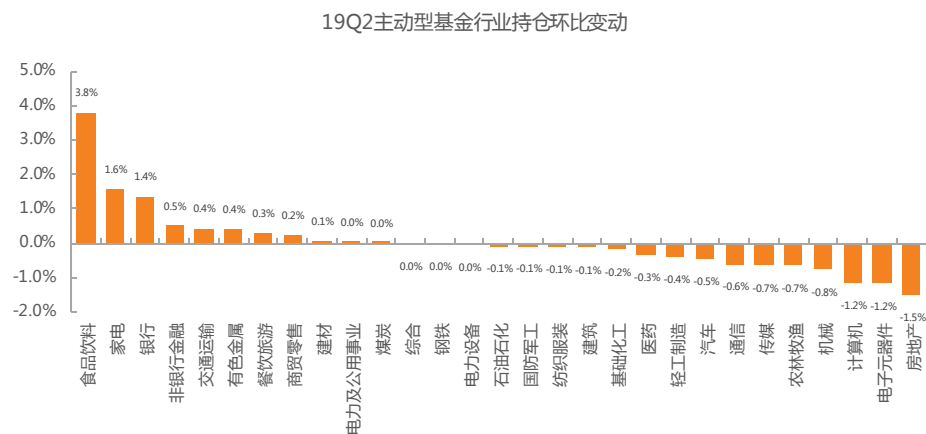
股票代码	股票名称	收盘价 2019-07-19	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A/E	2019E	2020E	2021E	2018A/E	2019E	2020E	2021E
002149.SZ	西部材料	9.90	买入	0.25	0.29			39.60	34.14		
600760.SH	中航沈飞	29.53	买入	0.53	0.64	0.76	0.93	55.72	46.14	38.86	31.75
002179.SZ	中航光电	34.74	买入	1.21	1.49	1.88	2.49	28.71	23.32	18.48	13.95
002025.SZ	航天电器	25.60	买入	0.83	0.97	1.19		30.84	26.39	21.51	
300034.SZ	钢研高纳	15.24	买入	0.35	0.47			43.54	32.43		

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 1. 成长类同步环比下降：军工 Q2 配置下降，处于五年低点

基金全行业 H1：Q2 科技股普遍环比减配，军工配置比例同步下降至 5 年低点 Q2 食品饮料、家用电器、银行、保险 II、电力设备为基金重仓环比增配前五行业，而 Q1 中表现较好的科技成长股均呈现环比下降减配状态，如通信、计算机、电子、军工等。Q2 风格转向防御及贸易战等风险事件拉低市场风险偏好，致使成长类板块持仓比例普遍环比下滑。

图 1：Q2 主动型基金持仓环比变动

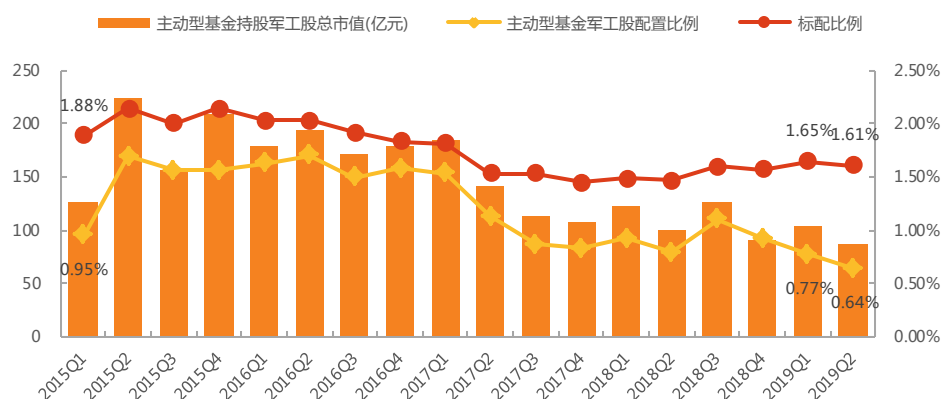


资料来源：Wind，天风证券研究所

2019 二季度军工低配再次拉大，接近 2015 年初底部。2019 年基金半年报公布完毕，我们以中信国防军工指数为基准（万得代码 CI005012.WI），添加 8 只与军工行业高度相关的个股（新增个股包括：菲利华、火炬电子、振华科技、西部材料、宝钛股份、中光学、中国船舶、杰赛科技），进行指数增强后进行持仓分析，结果如下：

- ✓ **标配比例**：19Q2 军工板块总市值达 9,626 亿元，同比-6.3%；军工标准配置比例为 1.61%，同比微降 0.04 个百分点。
- ✓ **主动型基金**：19Q2 持股军工的重仓总市值达 87.4 亿元，同比-16.1%；主动型基金的军工配置比例为 0.64%，同比下降 0.13 个百分点。
- ✓ **全部基金**：19Q2 全部基金的军工配置比例为 1.03%，同比下降 0.18 个百分点。

图 2：2015Q1-2019Q2 主动型基金持股军工的重仓总市值及其配置比例情况



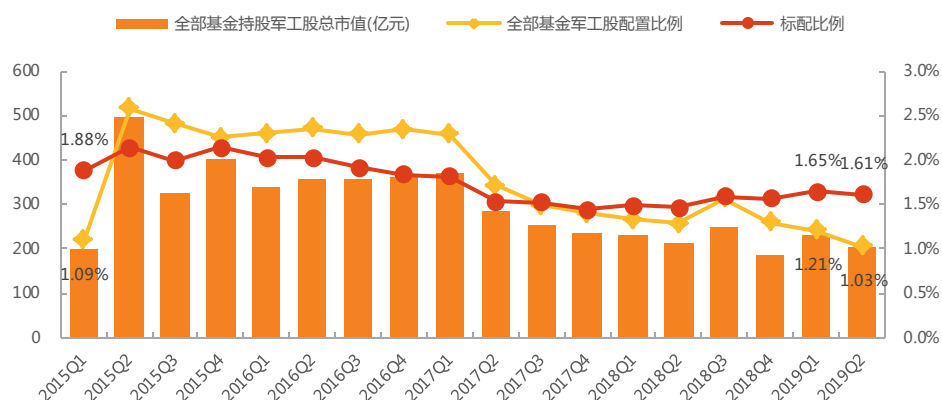
资料来源：Wind，天风证券研究所

主动型基金：包括普通股票型、增强指数型、偏股混合型、灵活配置型 4 种。

标配比例=军工 A 股总市值/万得全 A 总市值，下同。

注：本分析只针对重仓持股及其明细情况进行分析，与策略分析的方法相一致，下同

图 3：2015Q1-2019Q2 全部基金持股军工的重仓总市值及其配置比例情况



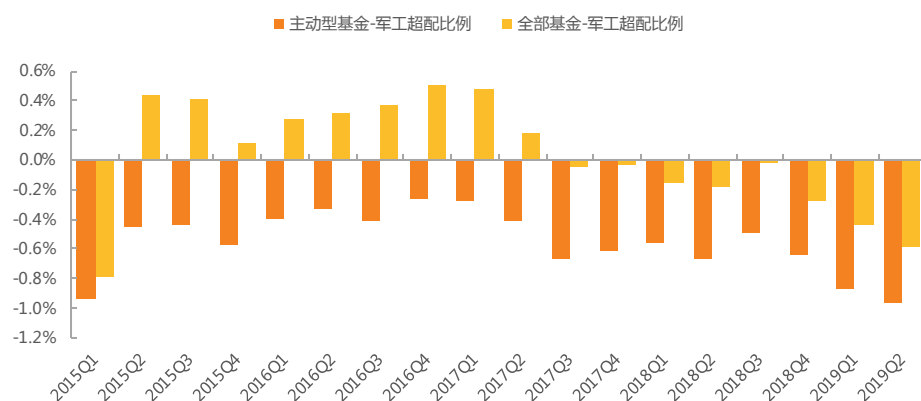
资料来源：Wind，天风证券研究所

全部基金：包括普通股票型、被动指数型、增强指数型、偏股混合型、平衡混合型、偏债混合型、灵活配置型 7 种。

### 军工板块开年以来低配持续扩大，行业低配程度达到 2015 以来最低值。

- ✓ 进入 2019 年以来,军工行业低配持续扩大:2019Q2 主动型基金重仓超配比例达-0.97%, 环比降低了 0.1 个百分点,同比降低了 0.3 个百分点,全部基金重仓超配比例达-0.58%, 环比降低了 0.14 个百分点, 同比降低了 0.4 个百分点, 这是 2018Q4 以来连续第三个季度降低。
- ✓ 配置情况接近 2015Q1 复盘区域, 主动型配置比例弱于全部基金口径 (我们认为是指指数产品占比持续上升所致)。回顾 2015Q1, 主动型基金军工重仓超配比例为-0.93%, 全部基金军工重仓超配比例为-0.79%, 当前的低配情况与 2015Q1 的复盘情况已非常接近, 且主动型基金的重仓配置情况要更低于 2015Q1, 但全部基金重仓配置情况要高于 2015Q1。

图 4：2015Q1-2019Q2 主动型基金、全部基金对军工板块的重仓超配比例变动情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

超（低）配比例=配置比例-标配比例，若该值为正则超配，反之则为低配。

## 2. 业绩体现景气度变化个股走出独立行情：军工材料 / 军工信息化逆势提升

从重仓个股情况来看,处于显著景气向上的军工上游个股一分半持仓出现高增长,传统型重仓军工股在 19Q2 的配置比例普遍有所下滑:

- ✓ 6 只个股重仓市值超 5 亿元, 火炬电子配置增幅近 90%: 在重仓市值超过 5 亿元的军工股中, 火炬电子异军突起, 重仓市值达 6.54 亿元, 同比增幅高达近 90%。中直股份、

中航沈飞两大主机厂重仓市值下降超过 30%，其余如中航光电、航天电器、内蒙一机则略有下滑。

- ✓ **12 只个股重仓市值超 1 亿元，军工材料/军工信息化及元器件由于景气度向上明显，配置思路突出：**在重仓市值超过 1 亿元的军工股中，航天发展、四创电子、钢研高纳、振华科技四只个股均出现不同程度的配置比例上升，其中钢研高纳重仓市值配置增幅高达 116.5%，航空发动机产业链关注度凸显，其余 3 只个股均属于军工信息化/元器件领域，自主可控+国产替代逻辑成为 19Q2 主要配置思路。
- ✓ **其余 11 只个股重仓市值变动各异，军工材料/船舶/军工信息化及元器件关注度显著改善：**在重仓市值不足 1 亿元的军工股中，航空发动机零部件成为新的关注点，航新科技配置比例增幅高达 1302%；船舶国改主线关注度凸显，中国船舶配置比例增幅高达 304.4%；如大立科技等红外主题关注度亦有所提升，杰赛科技等传统军工信息化个股重回配置池。此外，中国卫通作为新股关注度较高，目前持仓基金数量高达 15 只。

图 5：2019Q2 主动型基金重仓市值及其重仓变动百分比

序号	股票简称	19Q2主动型重仓市值(万元)	19Q1主动型重仓市值(万元)	主动型重仓市值变化(万元)	主动型重仓市值变化百分比	持仓基金数(只)
1	中航光电	152,570	166,726	-14,156	-8.5%	51
2	中直股份	96,922	142,224	-45,302	-31.9%	34
3	火炬电子	65,354	34,425	30,929	89.8%	16
4	中航沈飞	60,219	93,619	-33,401	-35.7%	24
5	航天电器	58,393	65,797	-7,404	-11.3%	10
6	内蒙一机	55,120	59,533	-4,413	-7.4%	21
7	航天发展	49,073	39,688	9,385	23.6%	21
8	菲利华	48,563	53,535	-4,971	-9.3%	23
9	四创电子	42,475	39,555	2,920	7.4%	16
10	中航机电	39,555	58,491	-18,936	-32.4%	6
11	钢研高纳	30,697	14,178	16,519	116.5%	10
12	振华科技	27,055	19,649	7,406	37.7%	12
13	海格通信	23,859	28,226	-4,367	-15.5%	11
14	中航飞机	19,700	24,089	-4,389	-18.2%	8
15	奥普光电	17,384	21,296	-3,912	-18.4%	3
16	中航电子	14,122	32,633	-18,511	-56.7%	4
17	中国重工	13,652	15,435	-1,782	-11.5%	9
18	国睿科技	10,989	39,553	-28,564	-72.2%	6
19	杰赛科技	9,170	0	9,170	#DIV/0!	3
20	中航电测	7,082	8,955	-1,873	-20.9%	6
21	航发动力	6,891	15,576	-8,685	-55.8%	8
22	大立科技	5,099	4,316	783	18.1%	2
23	中国卫星	4,488	7,275	-2,787	-38.3%	5
24	航天电子	2,525	4,014	-1,489	-37.1%	3
25	中国动力	2,154	2,618	-464	-17.7%	1
26	中国船舶	1,876	464	1,412	304.4%	2
27	航新科技	1,747	125	1,622	1302.2%	1
28	烽火电子	1,741	0	1,741	#DIV/0!	1
29	中兵红箭	1,447	1,246	201	16.1%	2
30	景嘉微	1,128	1,926	-798	-41.4%	1
31	航天长峰	835	7,287	-6,452	-88.5%	2
32	宝钛股份	818	3,200	-2,382	-74.4%	4
33	中船防务	633	572	61	10.7%	1
34	高德红外	597	3,168	-2,571	-81.1%	3
35	中航重机	111	227	-116	-51.3%	1
36	航天动力	96	0	96	#DIV/0!	1
37	雷科防务	79	0	79	#DIV/0!	1
38	中国卫通	52	0	52	#DIV/0!	15
39	威海广泰	6	0	6	#DIV/0!	1

资料来源：Wind，天风证券研究所

全部基金重仓思路与主动型基金略有差异，部分传统军工股配置比例仍在上升，但在最新关注的个股方面，两者表现较为一致。

- ✓ **重仓市值超过 8 亿元的个股中，老牌个股魅力不减：**中国重工、中航机电仍为关注热点，配置比例逆势上行，两者分别增加 8.9%和 7.1%，与主动型配置思路有所差异。
- ✓ **重仓市值在 1 亿元~8 亿元之间的个股中，军工信息化/航空发动机上游为配置重点：**火炬电子、振华科技、钢研高纳配置比例均出现 30%-90%之间增长，四创电子配置比

例亦有所增长，军工信息化、航空发动机上游关注度较高。

- ✓ **重仓市值在 1 亿元以下的个股中，船舶/航空发动机上游/军工信息化为配置重点：**重仓配置增幅最明显的两股分别为中国船舶、航新科技，其余如杰赛科技、烽火电子、雷科防务等军工信息化个股重回关注视野。此外，中国卫通在主动/被动基金中关注度均较高，合计持仓基金数量高达 22 只。

图 6：2019Q2 全部基金重仓市值及其重仓变动百分比

序号	股票简称	2019Q2全部基金重仓市值(万元)	2019Q1全部基金重仓市值(万元)	全部基金重仓持股变化(万元)	全部基金重仓市值变化百分比	持仓基金数(只)
1	中航光电	281,317	285,606	-4,289	-1.5%	71
2	中国重工	271,105	249,029	22,075	8.9%	32
3	中航飞机	161,087	186,325	-25,238	-13.5%	22
4	航发动力	134,013	175,743	-41,730	-23.7%	23
5	中直股份	132,651	234,941	-102,291	-43.5%	40
6	中航沈飞	106,049	146,340	-40,290	-27.5%	30
7	中航机电	103,225	96,401	6,824	7.1%	16
8	航天电子	86,316	109,149	-22,833	-20.9%	16
9	中国卫星	84,942	107,868	-22,926	-21.3%	17
10	海格通信	79,208	86,636	-7,428	-8.6%	25
11	航天发展	76,413	79,046	-2,633	-3.3%	23
12	火炬电子	65,354	34,425	30,929	89.8%	16
13	航天电器	64,975	74,898	-9,923	-13.2%	11
14	中国动力	60,587	70,084	-9,496	-13.5%	13
15	内蒙一机	55,763	95,080	-39,317	-41.4%	25
16	菲利华	48,129	53,535	-5,406	-10.1%	23
17	四创电子	42,524	39,555	2,969	7.5%	17
18	振华科技	26,490	19,649	6,840	34.8%	12
19	钢研高纳	21,407	14,377	7,031	48.9%	11
20	奥普光电	17,384	21,296	-3,912	-18.4%	3
21	中航电子	14,122	32,682	-18,560	-56.8%	4
22	国睿科技	11,876	40,690	-28,815	-70.8%	9
23	杰赛科技	9,170	0	9,170	#DIV/0!	3
24	大立科技	4,182	4,316	-134	-3.1%	2
25	中航电测	3,979	8,955	-4,976	-55.6%	6
26	中国船舶	2,676	464	2,212	476.7%	4
27	航新科技	1,747	244	1,502	614.8%	1
28	烽火电子	1,741	0	1,741	#DIV/0!	1
29	中兵红箭	1,447	1,246	201	16.1%	2
30	海兰信	1,423	21,443	-20,020	-93.4%	1
31	景嘉微	1,128	1,926	-798	-41.4%	1
32	航天长峰	835	7,287	-6,452	-88.5%	2
33	宝钛股份	818	3,200	-2,382	-74.4%	4
34	中船防务	633	572	61	10.7%	1
35	高德红外	597	6,732	-6,135	-91.1%	3
36	炼石航空	232	937	-704	-75.2%	2
37	中航重机	111	227	-116	-51.3%	1
38	航天动力	96	0	96	#DIV/0!	1
39	雷科防务	79	0	79	#DIV/0!	1
40	中国卫通	79	0	79	#DIV/0!	22
41	威海广泰	6	0	6	#DIV/0!	1

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com