

2022年07月24日

专题研究

策略研究

研究所

证券分析师：胡国鹏 S0350521080003

hugp@ghzq.com.cn

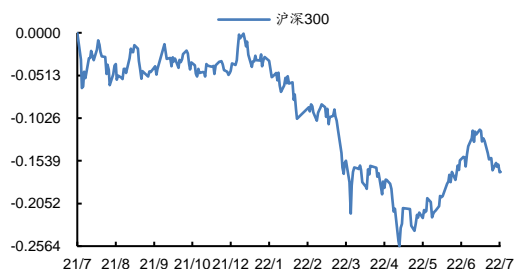
证券分析师：袁稻雨 S0350521080002

yuandy@ghzq.com.cn

微观交易结构拥挤后的市场演绎

——策略专题研究报告

最近一年走势



相关报告

《行业景气、港股业绩与公募港股持仓 *党崇钰》
——2022-07-23

《——策略专题研究报告：2022年中报业绩有何看点？ *胡国鹏，袁稻雨》——2022-07-19

《——策略专题研究报告：复盘风险事件冲击和政策应对 *胡国鹏，袁稻雨》——2022-07-17

《美国消费、经济周期与美股消费股表现 *党崇钰》——2022-07-16

《——国内政策与海外之声第15期：国内流动性合理充裕基调未改，海外经济衰退预期升温 *胡国鹏，袁稻雨》——2022-07-14

投资要点：

■ 核心要点：

- 1、结合市场拥挤度指标与基金持仓占比两方面观测，2019年以来A股结构性交易拥挤的现象大约出现过5次，且多发生于成长、消费以及少部分周期的行业，分别为2019年Q3的电子、2020年Q1的TMT与医药生物、2020年Q4至2021年Q1以食品饮料为代表的消费行业、2021年Q3的周期板块与新能源及相关上游行业，以及2021年Q4的新能源相关行业与食品饮料。
- 2、回顾2019年以来的5次市场交易拥挤时期，在市场情绪与基金配置比例均升至高位后，拥挤板块大概率将迎来阶段性调整，典型时期为2020年Q1、2020年Q4至2021年Q1以及2021年Q3。若短期行业基本面向好，则或以震荡消化估值，若短期行业基本面走弱，则更可能出现大幅度回调。
- 3、在市场拥挤度与机构持仓占比变化方向出现背离时，遵循机构方向配置胜率更高，典型案例为2019年Q3机构加仓电子以及2021年Q4机构减持食品饮料，前者在2019年Q4消费电子景气上行的背景下，电子行业超额收益延续，后者在2022年Q1国内经济基本面走弱的环境下，消费股行情整体走弱。
- 4、现阶段多数行业交易拥挤度处于历史中值区间，整体并未出现过热迹象，结构上看，市场交易较为拥挤且基金持仓水平较高的行业主要为电力设备与汽车，二季度基金明显加配但市场交易情绪相对偏低的行业主要为食品饮料。
- 5、展望后市，在国内地产形势仍较严峻、三四线城市疫情有所反复以及海外经济逐步走弱的形势下，短期市场风险偏好或受压制，市场交易拥挤度较低且景气向上的行业或更具备配置价值，而现阶段交易相对拥挤的行业短期或面临调整压力，但若行业基本面持续向好，则可能演绎震荡行情。行业配置方面，在国内消费修复趋势逐步确立，流动性维持合理充裕的环境下，三季度建议关注以食品饮料、医药生物为代表的核心消费行业，以及在行业景气持续向好基础上，以光伏、风电和新能源车等成长行业的配置机会。

■ 摘要:

- 1、结合市场拥挤度指标与基金持仓占比两方面观测，2019 年以来 A 股结构性交易拥挤的现象大约出现过 5 次，且多发生于成长、消费以及少部分周期的行业，分别为 2019 年 Q3 的电子、2020 年 Q1 的 TMT 与医药生物、2020 年 Q4 至 2021 年 Q1 以食品饮料为代表的消费行业、2021 年 Q3 的周期板块与新能源及相关上游行业，以及 2021 年 Q4 的新能源相关行业与食品饮料。回顾过去 10 年的 A 股市场，随着经济增速中枢的下移，经济环境逐步由增量过渡到存量，市场同涨同跌的时期在逐渐缩短，取而代之的是市场风格的分化以及结构性行情。在此形势下，近些年市场交易拥挤的现象主要为结构性的过热，而非整体的疯狂。我们用成交额、换手率、估值及指数 60 日内创新高数量四个指标的五年分位数编制了行业拥挤度指数，并以机构基金持仓占比及超低配比例辅佐验证，发现 2019 年以来市场共出现过 5 次结构性拥挤的时期，且多发生于成长、消费以及少部分周期的行业，分别为 2019 年 Q3 的电子、2020 年 Q1 的 TMT 与医药生物、2020 年 Q4 至 2021 年 Q1 以食品饮料为代表的消费行业、2021 年 Q3 的周期板块与新能源及相关上游行业，以及 2021 年 Q4 的新能源相关行业与食品饮料。
- 2、回顾 2019 年以来的 5 次市场交易拥挤时期，在市场情绪与基金配置比例均升至高位后，拥挤板块大概率将迎来阶段性调整，典型时期为 2020 年 Q1、2020 年 Q4 至 2021 年 Q1 以及 2021 年 Q3。若短期行业基本面向好，则或以震荡消化估值，若短期行业基本面走弱，则更可能出现大幅度回调。具体来看，2020 年 Q1 市场在经历了新冠疫情的冲击后迎来首次反弹，医药生物与以电子为代表的 TMT 板块是市场的主要交易方向，市场交易热度与基金配置比例同步回升，随后海外疫情的爆发再度触发系统性调整，前期拥挤板块悉数回落。2020 年 Q4 至 2021 年 Q1 市场在结构性交易拥挤后的调整更为明显，先是医药生物行业在 2022 年 Q3 市场交易拥挤度抵达峰值后受医疗器械集采政策影响持续回调，后是 2021 年年初在天量基金申购以及机构抱团驱动的“核心资产泡沫”行情见顶后，在经济复苏顶部已现的背景下，以白酒为代表的“茅指数”大幅下跌。2021 年 Q3 受“能耗双控”政策影响，由供给侧因素驱动的周期行情上演，煤炭、化工、钢铁等行业市场交易拥挤度均升至高位，基金配置比例明显提升，随后伴随“保供稳价”政策的推出，周期行业大幅回落。但值得注意的是，同时期以“新半军”为代表的成长行业市场拥挤度亦处在高位，但由于产业景气持续向好，2021 年 Q4 以光伏和新能源车为代表的新能源产业，以及半导体、军工等成长赛道仍在基本面支撑下震荡上行。
- 3、在市场拥挤度与机构持仓占比变化方向出现背离时，遵循机构方向配置胜率更高，典型案例为 2019 年 Q3 机构加仓电子以及 2021 年 Q4 机构减持食品饮料，前者在 2019 年 Q4 消费电子景气上行的背景下，电子行业超额收益延续，后者在 2022 年 Q1 国内经济基本面走弱的环境下，消费股行情整体走弱。具体来看，2019 年 Q3 的电子行业以及 2021 年 Q4 的食品饮料行业为典型案例。2019 年 Q3 电子行业

市场交易热度上升但并未过热，而机构持仓占比明显增加，此时机构对于电子行业的判断更加乐观，从后市来看，2019 年 Q4 在全球流动性同步宽松，以及 TWS 无线耳机与“自主可控”主题的驱动下，电子行业超额收益延续。2021 年 Q4，在消费品提价潮以及 PPI-CPI 剪刀差趋于收敛等因素的影响下，12 月市场对于食品饮料行业的交易热度明显回升，但基金仍在持续减持，此时市场对于消费板块的情绪高于机构。从后市来看，2022 年一季度，在国内经济大幅走弱的形势下，以白酒为代表的食品饮料行业 ROE 进一步回落，市场表现亦相对疲弱。

- 4、现阶段多数行业交易拥挤度处于历史中值区间，整体并未出现过热迹象，结构上看，市场交易较为拥挤且基金持仓水平较高的行业主要为电力设备与汽车，二季度基金明显加配但市场交易情绪相对偏低的行业主要为食品饮料。截至 7 月 22 日，申万一级行业中除汽车、电力设备、公用事业与机械设备行业交易拥挤指数高于 80%外，其余行业交易拥挤度均处于历史中值区间，整体并未出现过热迹象。结合 2022 年 Q2 基金持仓占比数据来看，电力设备与汽车行业配置比例环比一季度再度提升，均已处于近五年最高水平，机械设备与公用事业二季度基金持仓占比均有所回落，分别环比一季度下降 0.01 和 0.53 个百分点。与此同时，二季度主动权益型基金加仓最多的食品饮料（2022Q2 持仓占比环比提升 2.73 个百分点）当前市场交易拥挤度位于中值下方。根据历史经验，现阶段市场交易拥挤度与基金持仓水平均位于高位的电力设备和汽车行业短期或面临更高调整风险，二季度基金减持的机械设备与公用事业行业亦需保持谨慎，而基金大幅加仓且市场热度相对偏低的食品饮料行业或相对更优。
- 5、展望后市，在国内地产形势仍较严峻、三四线城市疫情有所反复以及海外主要经济体经济逐步走弱的形势下，短期市场风险偏好或受压制，市场交易拥挤度较低且景气向上的行业或更具备配置价值。与此同时，现阶段交易相对拥挤的行业短期或面临调整压力，但若行业基本面持续向好，则可能演绎震荡行情。行业配置方面，在国内消费修复趋势逐步确立，流动性维持合理充裕的环境下，三季度建议关注以食品饮料、医药生物为代表的核心消费行业，以及在行业景气持续向好基础上，以光伏、风电和新能源车等成长行业的配置机会。
- 风险提示：流动性收紧超预期，经济失速下行，中美摩擦加剧，疫情超预期恶化，历史数据仅供参考，标的公司未来业绩的不确定性等。

内容目录

1、 2019 年以来 5 次典型的交易拥挤时期.....	6
1.1、 2019 年 Q3 成长板块.....	6
1.2、 2020 年 Q1 成长、消费板块.....	8
1.3、 2020 年 Q4 至 2021 年 Q1 消费板块.....	10
1.4、 2021 年 Q3 周期板块.....	14
1.5、 2021 年 Q4 成长、消费板块.....	15
1.6、 市场结构性拥挤时期应如何配置？.....	17
2、 三因素关键变化跟踪及首选行业.....	20
2.1、 经济、流动性、风险偏好三因素跟踪的关键变化.....	20
2.2、 7 月行业配置：食品饮料、医药生物、非银金融.....	21
3、 风险提示.....	23

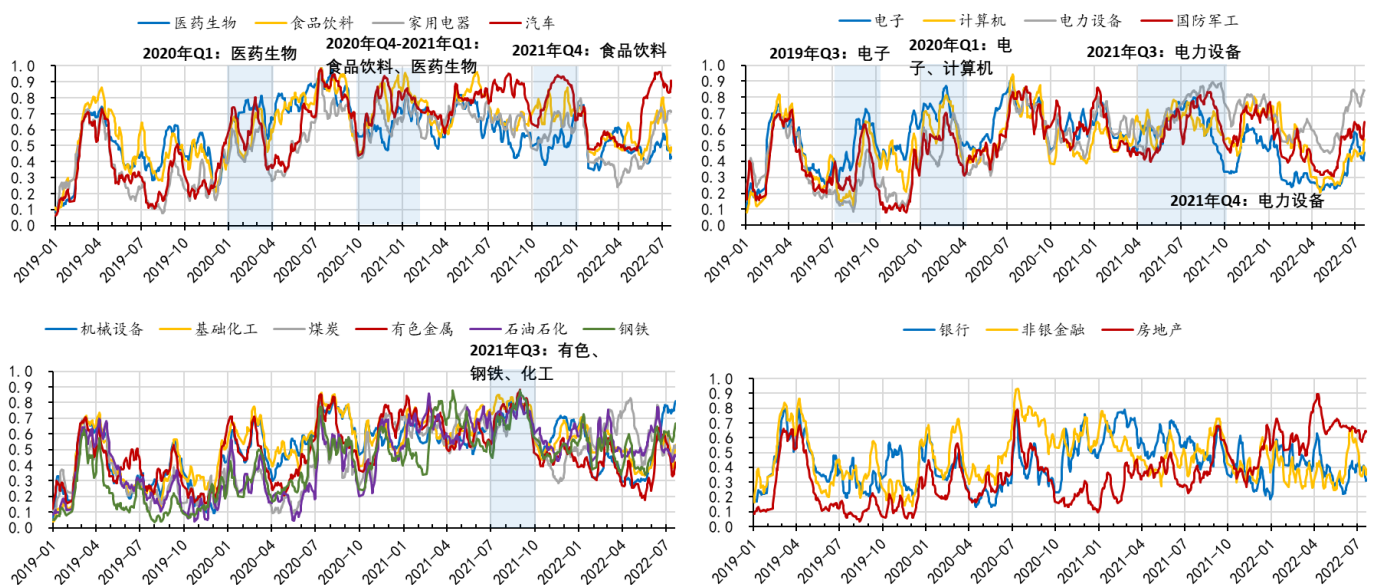
图表目录

图 1: 2019 年以来市场共出现过 5 次局部拥挤的情况.....	6
图 2: 2019 年 Q4 市场盘整向上, 实现正收益的行业较多	7
图 3: 2019 年 Q3 市场大多数行业估值分位偏低, 安全边际高	8
图 4: 在 2019 年 Q4 全部 A 股的 ROE 出现回落时, 电子板块的 ROE 逆势向上, 高景气支撑了其超额收益	8
图 5: 2020 年 Q1 成长与消费风格持仓占比为 28.87%和 37.98%, 处于上行通道中	9
图 6: 消费及成长板块涨幅占优, 医药生物及电子行业表现较好.....	10
图 7: 2020 年 Q1 全部成长、消费板块及主要行业 ROE 增速上升, 高景气支撑估值上行	10
图 8: 2020 年 Q4 消费板块在公募基金机构持仓占比达到峰值	11
图 9: 2020 年四季度食品饮料和医药生物行业公募基金机构持仓占比较高	11
图 10: 出口于 2020 年下半年加速回升	12
图 11: 2021 年 Q1 由白酒带动食品饮料下行, 成长后续明显好于消费	13
图 12: 医药生物后续一个季度涨幅靠前, 成长行业表现亮眼.....	13
图 13: 2021 年 3 月后消费行业 ROE 水平进一步回落.....	13
图 14: 2021 年 Q3 全部 A 股的 ROE 出现回落时, 煤炭、有色金属 ROE 逆势向上	15
图 15: 2021 年 Q3 季度周期板块表现占优, Q4 出现回落, 电力设备仍保持正收益.....	15
图 16: 2021 年 Q4 成长板块领涨	16
图 17: 2021 年 Q4 汽车、电力设备优于大盘, 2022 年 Q1 市场整盘向下	17
图 18: 2021 年 Q4 电力设备 ROE 快速下降至 1.64 并于 22 年 Q1 触底反弹	17
图 19: 2021 年 Q4 电力设备归母净利润同比增速回落至-2.47%.....	17
图 20: 市场交易拥挤时期板块行情判断框架 (根据 2019 年后行情规律总结)	19
图 21: 2022 年 Q2 电力设备、汽车与食品饮料获机构明显加仓, 公用事业与机械设备仓位降低.....	19
图 22: 当前食品饮料板块行业交易拥挤度多处于均值以下, 调味发酵品行业交易热度近期提升.....	20
图 23: 当前电力设备板块行业交易拥挤度多位于相对高位, 光伏设备与电池行业交易热度近期有所回落	20
表 1: 7 月重点看好行业及标的	23
表 2: 7 月行业配置表.....	23

1、2019 年以来 5 次典型的交易拥挤时期

4 月末至 7 月初 A 股持续演绎独立行情，万得全 A 反弹幅度超过 20%，光伏、新能源汽车等部分热门板块反弹幅度均超过 50%。近期市场进入震荡区间，且逐步呈现结构性拥挤现象。我们用成交额、换手率、估值及指数 60 日内创新高数量四个指标的五年分位数编制了行业拥挤度指数，并以机构基金持仓占比及超低配比例辅助验证，发现 2019 年以来市场共出现过 5 次结构性拥挤的时期，分别为 2019 年 Q3 的电子、2020 年 Q1 的 TMT 与医药生物、2020 年 Q4 至 2021 年 Q1 以食品饮料为代表的消费行业、2021 年 Q3 的周期板块与新能源及相关上游行业，以及 2021 年 Q4 的新能源相关行业与食品饮料。本篇报告重点分析结构性拥挤下的市场特征及基金持仓是否能够交叉验证，结构性拥挤行业后续表现等，以帮助投资者判断当下部分热门赛道后续的机会与风险。

图 1：2019 年以来市场共出现过 5 次局部拥挤的情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

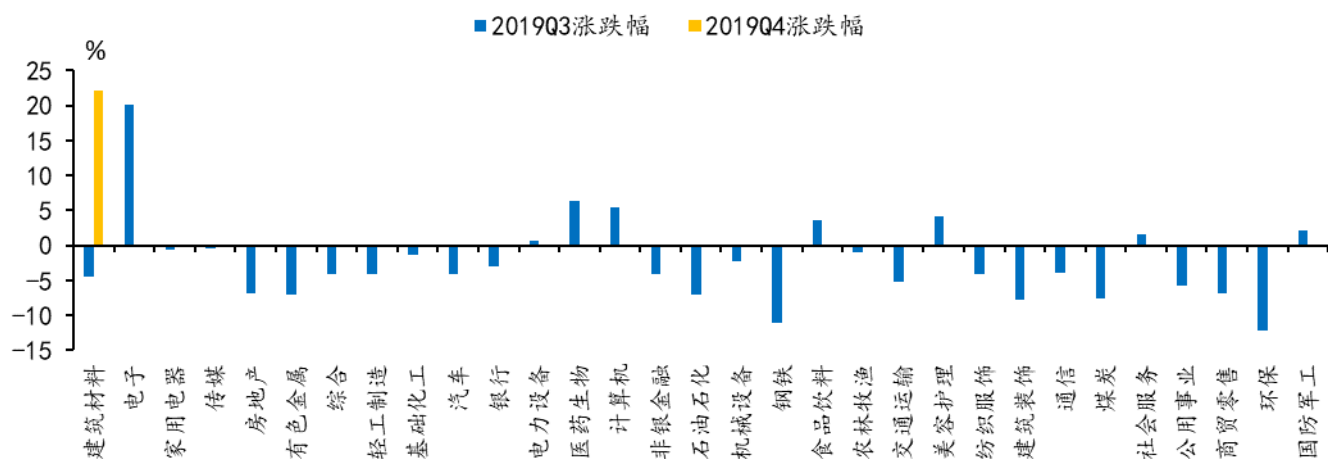
1.1、2019 年 Q3 成长板块

2019 年 Q3 市场形成局部交易拥挤情形，成长板块交易拥挤度快速抬升，10 月拥挤程度接近于同年 4 月市场整体过热时的情形。从 2019 年 Q3 四大风格中的主要行业拥挤度来看，成长板块交易拥挤度呈现出明显上升态势，其中电子拥挤度指标超过 0.7，计算机、军工行业拥挤度指标超过 0.6，皆接近于 2019 年 4 月的水平，而其他风格中的主要行业交易拥挤度上升斜率相对较慢，且相较于同年 4 月的拥挤度水平存在差距。总的来看，2019 年 Q3 成长行业结构性交易拥挤的特征显著。从基金持仓的数据来看，消费风格仍是机构重仓板块，持仓占比达到 40.63%，但成长板块配置占比在这一时期有所抬升，持仓比例由 Q2 的 19.01% 提升到 22.95%，超配比例达到 4.89%，从行业持仓占比来看，电子行业持仓比例出现明显抬升，由 Q2 的 4.03% 提升至 7.53%。从这一时期的交易背景来看，美国制裁华为事件催化的自主可控主线是成长板块获得青睐的主要原因。2019 年以来

中美贸易摩擦不断发酵，5月华为被列入了美国商务部工业和安全局的实体名单，市场对于成长板块的风险偏好不断下行。而6月末华为发布了题为《尊重和保护知识产权是创新的必由之路》的华为创新与知识产权白皮书，宣告在分布式基站、移动网络架构、5G技术领域取得了瞩目的成绩，尤其是在5G技术领域引领全球发展，并成为全球最大的专利持有企业之一。同时，安卓手机产业链在华为的带领下，龙头公司如飞荣达、联创电子和光弘科技等，中报和三季报业绩出现显著改善。基本面支撑+自主可控逻辑催化下，电子成为热门赛道。

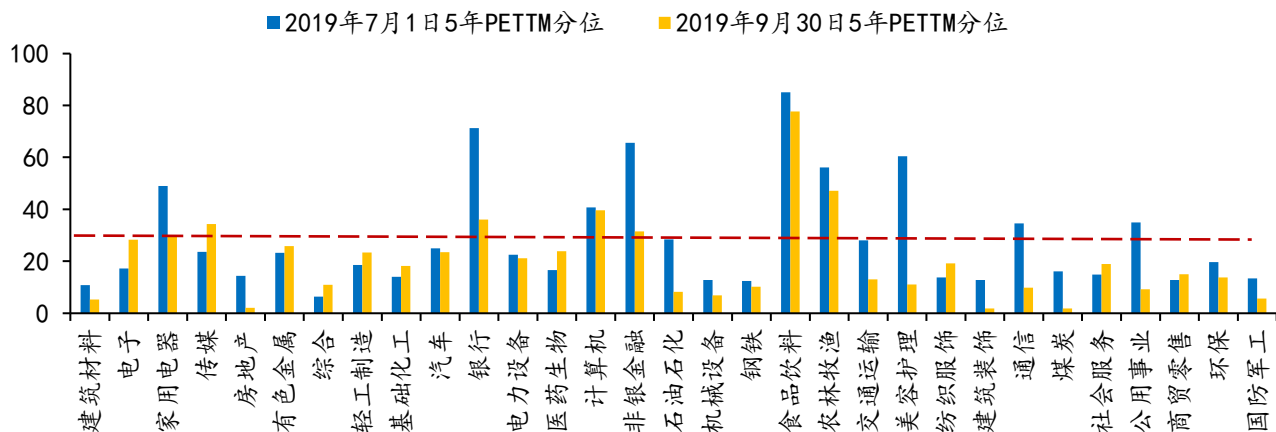
2019年Q3拥挤短期调整后，电子行业仍具备明显超额收益，主要原因是行业景气持续上行。2019年Q3成长风格的交易拥挤度出现明显上升，而同期公募基金对成长大幅加配，二者表现存在一致性。2019年Q4成长板块的交易拥挤度出现了一定缓和，特别是在2019年10-11月单边回落的趋势较突出。在核心赛道微观交易拥挤情况缓释后，市场交投情绪也开始向常态化回归，成交额与换手率均有所下降，A股也进入阶段性的盘整期，但并未出现显著回落，主要原因是这一时期的交易拥挤情况并未达到极值水平，且估值处于相对低位，安全边际较高。直至2019年12月受益于中美贸易谈判达成第一阶段协议，大盘再次进入到上行通道中。从这一时期的风格和行业表现来看，总体仍是成长占优的格局，但有扩散的迹象，主要是得益于风险偏好的提振作用。电子仍然是这一时期的领涨行业，主要原因是受到宏观基本面回落的影响有限，景气程度具有明显优势，特别是无线耳机产业链公司，在下游需求爆发的催化下，全年涨幅可观。根据Strategy Analytics设备技术(EDT)团队的数据，2019年Apple AirPods的销量达到了近6000万。完全无线蓝牙耳机的销量在2019年增长了200%，苹果公司在该类别中占了50%以上的份额，而其最接近的竞争对手三星和小米分别占有不到10%的份额，苹果公司在该细分市场中占主导地位。Airpods耳机产业链相关公司如立讯精密、歌尔股份业绩增速较强，全年存在基本面支撑，导致四季度成长板块依旧成为市场主线。

图2：2019年Q4市场盘整向上，实现正收益的行业较多



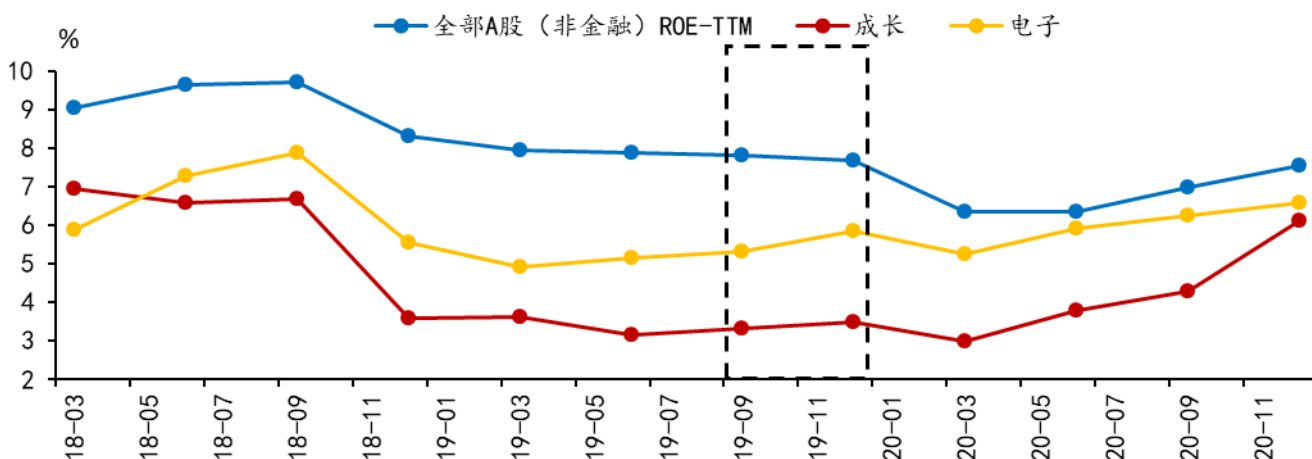
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 3：2019 年 Q3 市场大多数行业估值分位偏低，安全边际高



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 4：在 2019 年 Q4 全部 A 股的 ROE 出现回落时，电子板块的 ROE 逆势向上，高景气支撑了其超额收益



资料来源：Wind、国海证券研究所

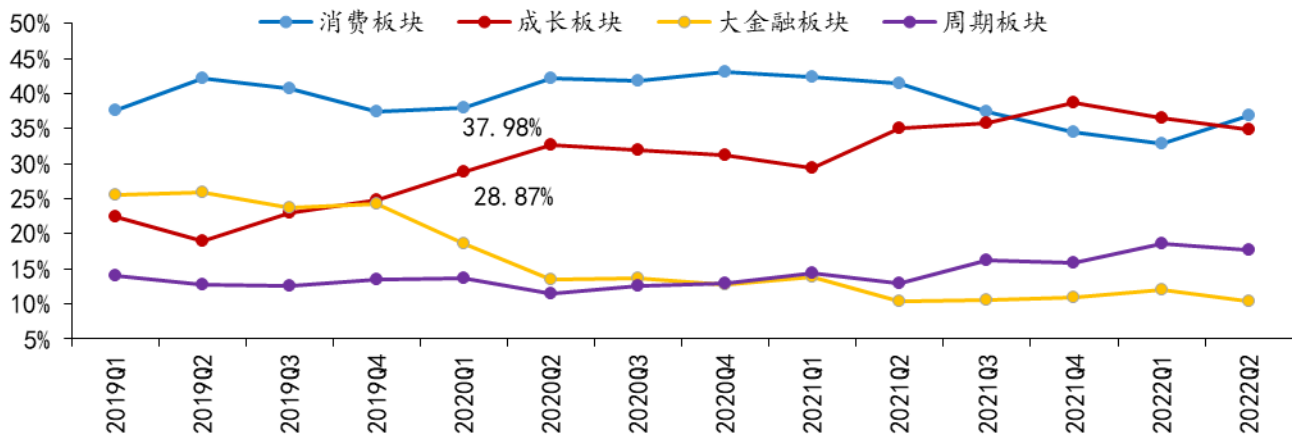
1.2、2020 年 Q1 成长、消费板块

2020 年 Q1 成长、消费风格的拥挤度指标出现阶段性峰值，背景是新冠疫情肆虐下流动性宽裕及新兴行业利好政策，同一时期基金中成长及消费的持仓比例上升但未达高点。2020 年 Q1 成长、消费风格的拥挤度指标分别达到 0.9 和 0.7 的高位，其中电子和医药生物为主要拉升项。具体来看，成长风格拥挤度指标在 2019 年年底冲高回落，在 2 月初触底反弹后重回上升通道，并于 2 月底达到高点 0.92。消费风格拥挤度则在 2019 年底快速拉升之后维持高位震荡。2019 年底中美第一阶段经贸协议文本达成一致，市场情绪高涨，拥挤度指标整体快速拉升。在 2020 年初新冠疫情分别在国内及海外爆发，负面冲击下股市纷纷暴跌，熔断现象频繁上演。3 月初美联储宣布开启无限量宽松及采取六大措施拯救经济的背景下全球市场实现 V 型反转，股市见底回升。动荡局势中，医药生物行业因疫

情之下医疗资源需求提升而受市场追捧，其拥挤度在 2 月逆势拉升；汽车等其他消费风格行业因具有一定防御属性而受资本青睐；电子、计算机等成长风格指数则获益于流动性宽裕下的估值抬升及半导体进口替代、新能源产业利好政策等以致维持高景气。基金持仓角度，2020 年 Q1 成长与消费风格持仓占比为 28.87%和 37.98%，较上一季度分别上涨 4.11 和 0.55 个百分点，两者的短期峰值点均出现在 2020 年 Q2。

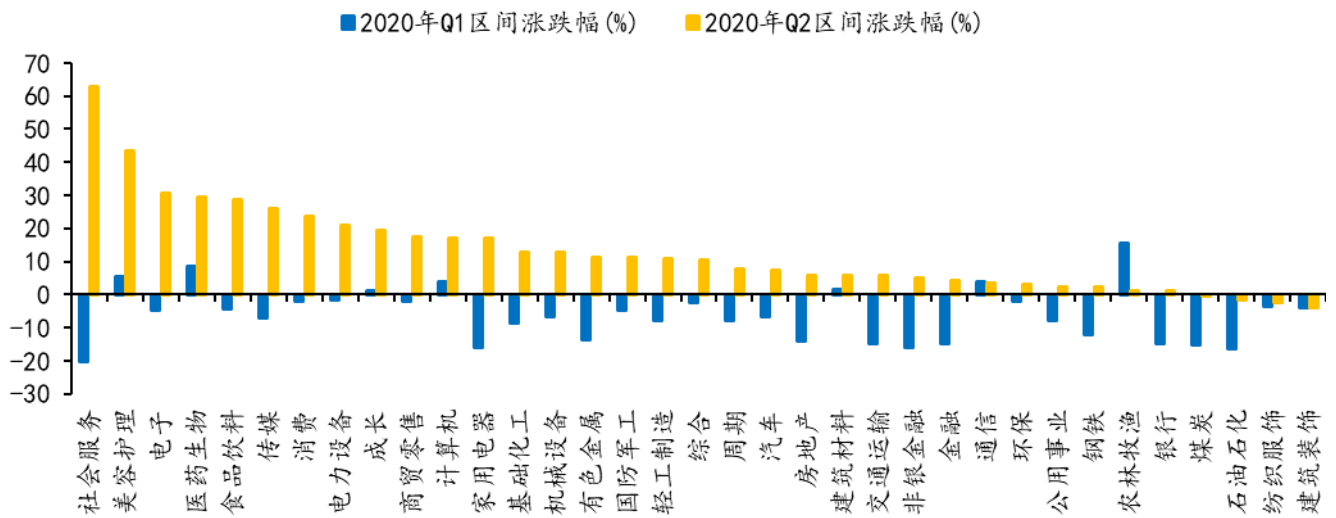
在此阶段消费、成长板块的市场拥挤度指标达到峰值时基金持仓比例尚未触顶，后续在市场调整结束后，前期产生拥挤的主要行业在基本面的支撑下表现向好，医药生物、电子超额收益显著。2020 年 Q1 消费、成长板块的市场拥挤度指标达到峰值时基金持仓比例尚未触顶，且除电子和计算机行业拥挤度较高外，其余行业拥挤度未升至极值。后续一个季度中，市场在 Q1 暴跌的基础上实现 V 型反转，A 股整体大幅拉升，其中上证指数涨幅 8.52%，万得全 A 涨幅 14.74%，主要原因在于各国实施的货币宽松及财政刺激政策。具体来看，在 2020 年 Q1 产生拥挤的风格板块中，消费及成长获益于基本面指标的大幅回升，在 Q2 的涨幅分别为 19.53%、23.70%，超越了同期的金融和周期风格，这一时期两个板块的基金持仓占比也达到峰值；具体行业中，医药生物（+29.42%）、电子（+30.73%）行业涨幅均位居全行业前五，净利润增速及 ROE 同比增速的拉升对其阶段性占优起到积极作用，两行业的机构持仓也于同时期触及高点。计算机和汽车行业的基本面修复相对较差，区间涨幅分别为 17.18%和 7.49%，相对靠后，其中汽车的基金持仓占比在 Q1 落至谷底。

图 5：2020 年 Q1 成长与消费风格持仓占比为 28.87%和 37.98%，处于上行通道中



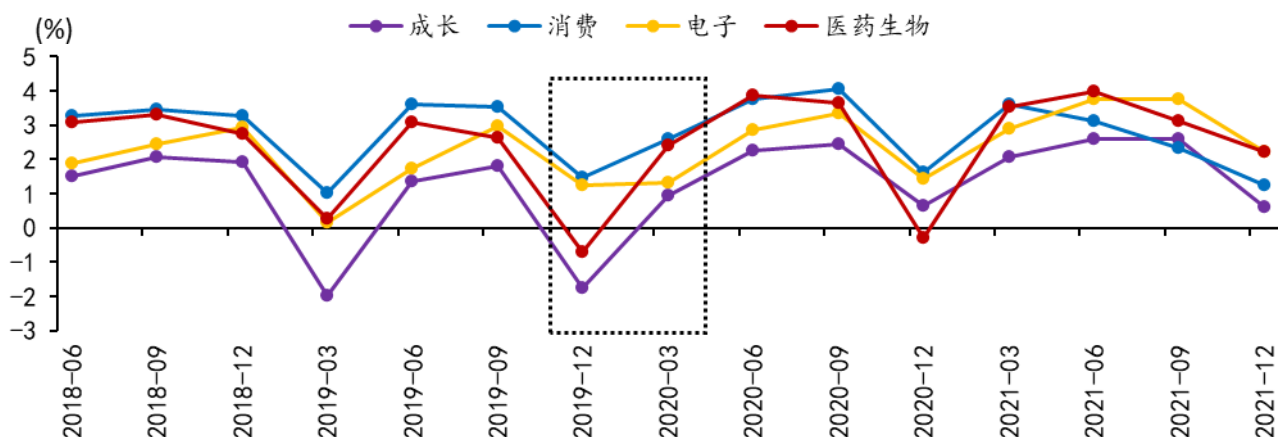
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 6：消费及成长板块涨幅占优，医药生物及电子行业表现较好



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 7：2020 年 Q1 全部成长、消费板块及主要行业 ROE 增速上升，高景气支撑估值上行



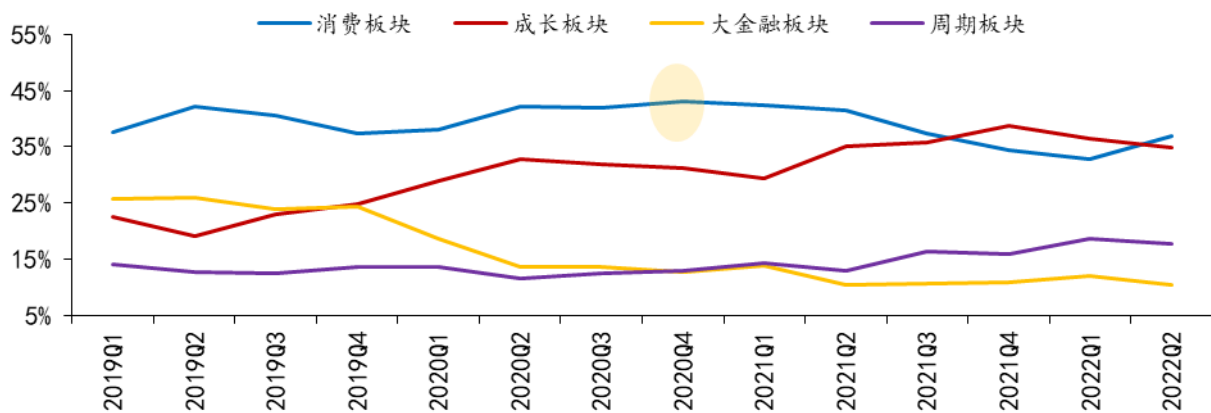
资料来源：Wind、国海证券研究所

1.3、2020 年 Q4 至 2021 年 Q1 消费板块

2020 年 Q4 至 2021 年 Q1，消费板块交易拥挤度高企，其中食品饮料、医药生物行业拥挤度指标远高于同期消费行业，经济基本面的利好叠加资金抱团现象或为主要原因。2020 年 Q4 至 2021 年 Q1 期间，消费风格交易拥挤度相较于其他风格处于高位，分别于 2020 年 12 月和 2021 年 1 月多次超出 0.8 的阈值。从消费板块的主要行业来看，食品饮料和医药生物拥挤度指标分别于 2021 年 1 月份录得 0.96 和 0.81 的峰值，远超于 0.8 的拥挤分水岭。基金持仓方面，消费板块的基金持仓占比在 2020 年 Q4 达到了峰值，从 2019 年一季度的 37.64% 逐渐上升至 2020 年四季度的 43.13%，表现远高于其他风格。此外 2020 年 Q4 机构在消费板块的资金配置比例超出市场 16.85%，侧面说明机构看涨消费板块。从消费板块

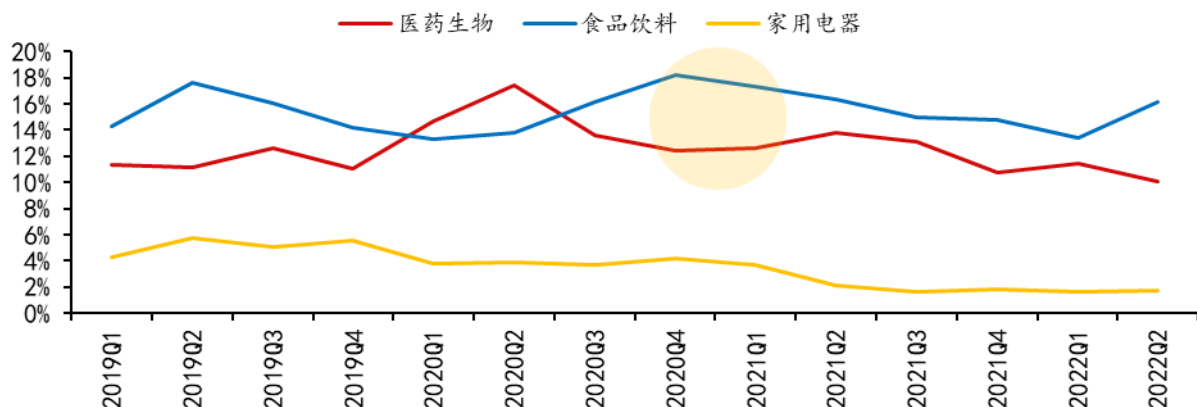
中的细分行业来看，2020 年 Q4 至 2021Q1 间，食品饮料和医药生物的基金持仓占比远超其他行业，其中食品饮料持仓占比于 2020 年 Q4 升至 18.19%，为过去两年来的顶点。医药生物行业则在 2020Q4 至 2021Q1 高企不下，超出占比第三的家用电器 8.3 个百分点。此外，基金机构持股集中度在 2020 年四季度有所提升，资金抱团现象较为普遍，公募基金机构增持较多的股票中，白酒和医药生物个股占比相对较多。从这一时期的交易背景来看，进入 2020 年四季度后，虽然全球疫情尚未得到完全控制，但经济复苏的势头已经较为明确，我国 GDP 同比增速从一季度的-6.9%逐渐上升至四季度的 6.4%，叠加美、日、欧等主要经济体多数采取激进的财政和货币政策，全球市场流动性得到强力支持，我国出口形势于 2020 年下半年出现超预期的反弹，其中食品饮料出口价格指数明显回升，叠加内需的复苏，消费板块基本面较为利好。

图 8：2020 年 Q4 消费板块在公募基金机构持仓占比达到峰值



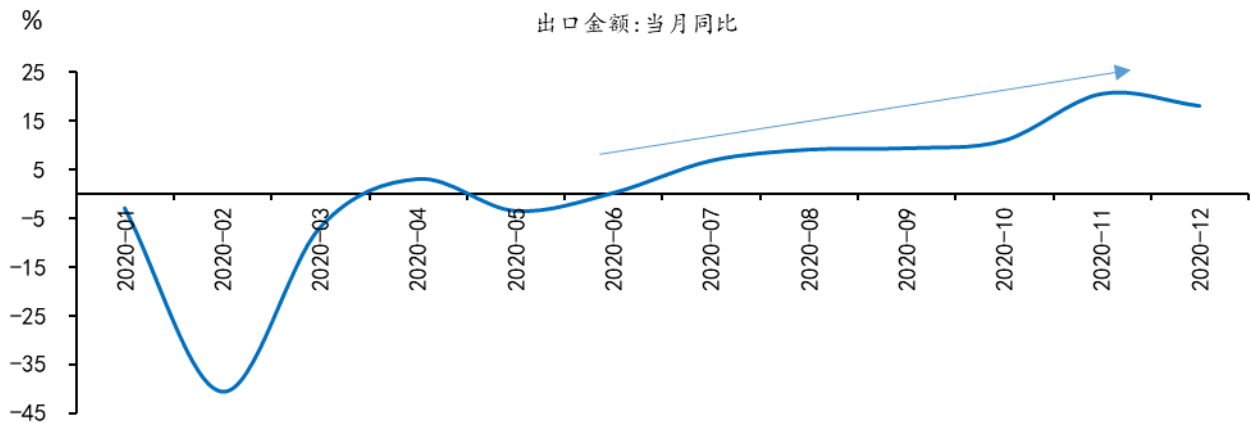
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 9：2020 年四季度食品饮料和医药生物行业公募基金机构持仓占比较高



资料来源：Wind、国海证券研究所

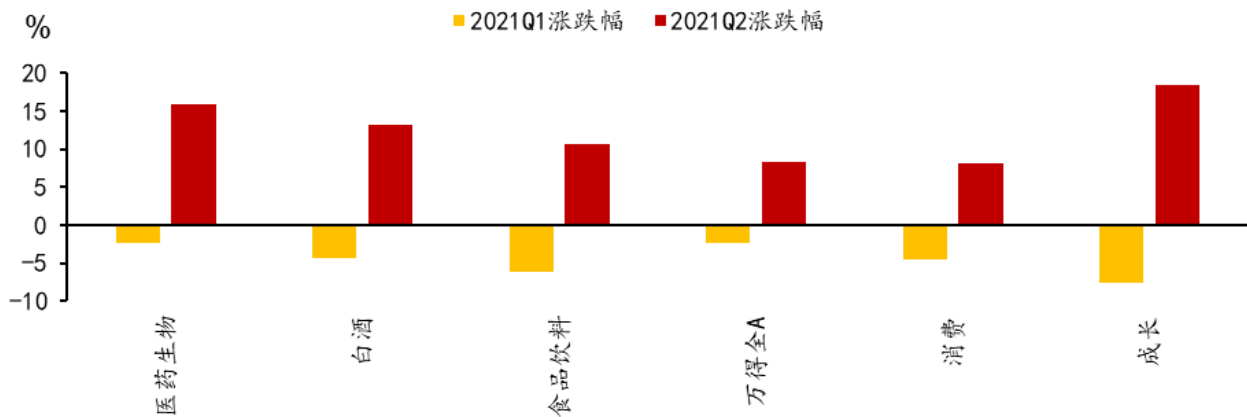
图 10: 出口于 2020 年下半年加速回升



资料来源: Wind、国海证券研究所

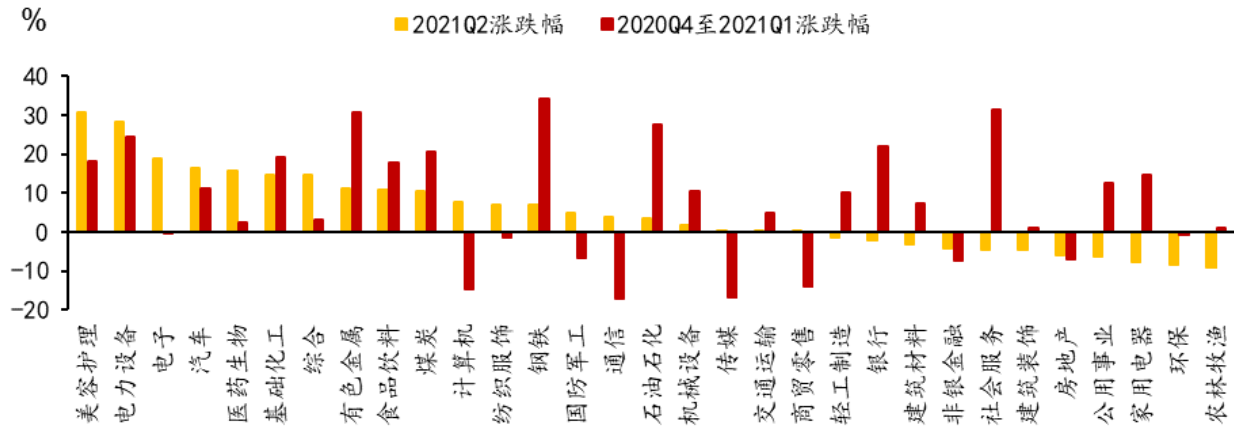
基本面变化预示着后续市场选择的分化,经历了高交易情绪和拥挤度后,消费赛道逐渐被成长赛道所取代。从交易拥挤度和基金持仓占比两个维度来看,2020 年 Q4 至 2021 年 Q1 期间,两者数据矛头均指向消费风格中的食品饮料及医药生物行业,指标之间契合度较高,而后续交易拥挤度于 2021 年 Q2 整体小幅度下降。景气度方面,消费风格整体景气度拐头向下,消费板块 ROE-TTM 自 2021 年 3 月后持续下行,对比整体 A 股 ROE 走势来说,消费板块背道而驰;与之所对应的则是成长板块整体 ROE 上行势头略高于大盘,基本面的变化预示着后续市场分化的方向。从市场表现来看,由于此前资金抱团过于集中,散户跟风投资的现象在 2020 年末盛行,推动特定板块股价至高位,后续 2021 年年初股市结构性回落,万得全 A 于 2021 年 Q1 整体下跌 2.30%,食品饮料行业收跌 6.19%,跑输大盘 3.89 个百分点,主要原因在于食品饮料中主要权重占比为白酒,机构持仓占比中白酒较多,导致其价格在 2 月和 3 月之间回落幅度较大,带动整体食品饮料行业下行。随后自 2021 年 Q2 以来,海内外流动性宽松驱动下 A 股迎来企稳回升,上市企业基本面复苏强劲,医药生物行业涨幅靠前,整个二季度涨幅高达 15.84%,相较于大盘取得 7.47% 的相对收益,大幅超出此前 2020 年 Q4 至 2021 年 Q1 间的表现;食品饮料则是在 2021 年 Q2 上涨 10.63%,超出大盘 2.26 个百分点,但整体表现略逊色于此;而以电力设备、电子为首的成长行业则是涨幅名列前茅,成长风格更是以 18.42% 的涨幅位居第一,在整个二季度超出消费板块 10 个百分点以上,整体来看消费板块在经历了 2020 年 Q4 至 2021 年 Q1 间高交易情绪及拥挤度后,市场交易投资情绪有所缓和并向常态化趋近,基本面的变化在后续 2021 年 Q2 显现,成长赛道整体跑赢消费赛道。

图 11: 2021 年 Q1 由白酒带动食品饮料下行, 成长后续明显好于消费



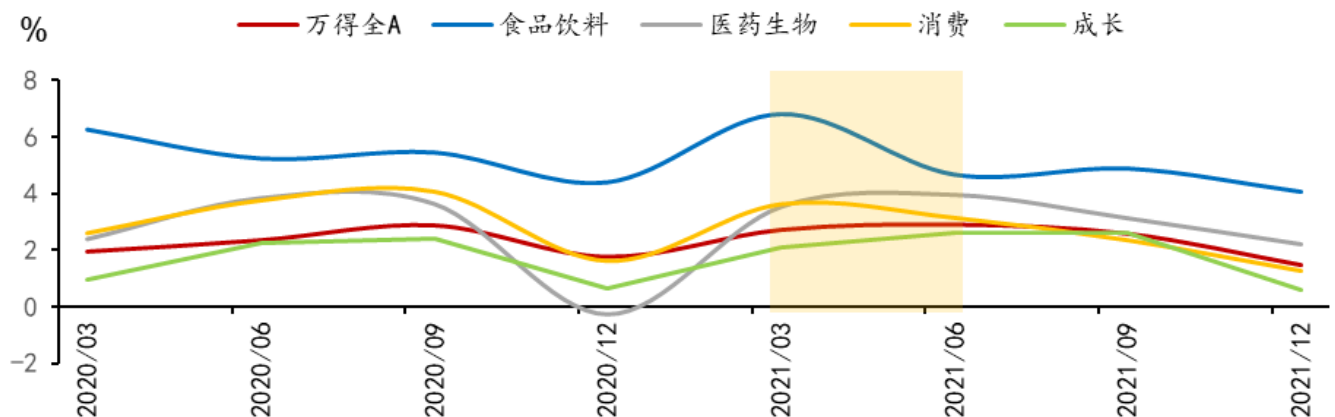
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 12: 医药生物后续一个季度涨幅靠前, 成长行业表现亮眼



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 13: 2021 年 3 月后消费行业 ROE 水平进一步回落



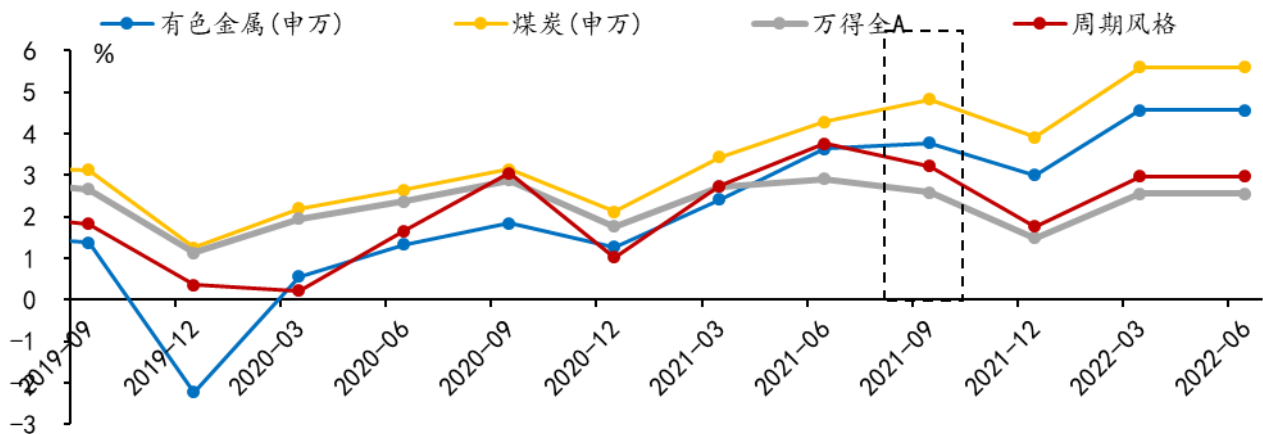
资料来源: Wind、国海证券研究所

1.4、2021 年 Q3 周期板块

2021 年 Q3，周期、成长板块短期拥挤指标维持高位，短期配置比例达到峰值。从 2021 年 Q3 四大风格中主要行业拥挤度来看，周期、成长板块交易拥挤度维持在 0.8 左右的较高水平，其中有色金属、钢铁、化工等周期行业拥挤度指标超过 0.8，电力设备在第三季度整体保持在 0.8 以上。从基金持仓的数据来看，基金核心配置明显向周期制造倾斜，周期板块配置占比在 2021 年 Q3 有所提升，机构持仓占比从 Q2 的 12.97% 升至 16.29%，其中有色金属持仓比例短期内达到峰值，由 Q2 的 2.6% 升至 Q3 的 4.06%；电力设备逆势加仓成为成长风格第一大重仓行业，持仓占比在 Q3 升至 15.94%，创五年新高。能耗双控导致的能化品价格大幅上行是 2021 年第三季度周期板块成为热门交易赛道的主要原因。2021 年 8 月 17 日，国家发改委印发了《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，数据显示我国上半年降耗形势严峻，发改委于 9 月 11 日提出《完善能源消费强度和总量双控制度方案》，实行能源消费强度和总量双控，各省相继出台一系列措施加码高耗能企业限电限产，大宗原材料供需偏紧，同时自 2021 年初以来 PPI 持续上升态势，有色金属等原材料价格持续处于高位。此外，发展新能源产业链是实现“能耗双控”和“碳中和”目标的重点路径，电力设备行业同期持续获得机构资金青睐。

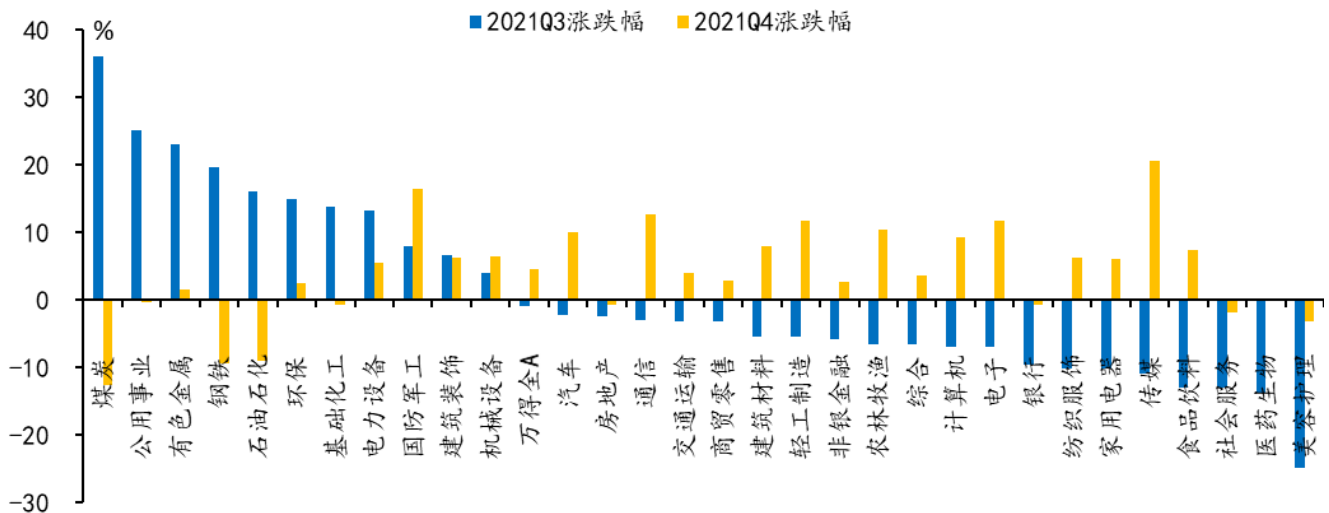
2021 年 Q3 基金持仓增配与周期板块交易拥挤情况较为吻合，从市场表现看，周期板块三季度逆势上行，随后在 9 月出现下跌，而电力设备依然保持稳步上升态势。2021 年国际大宗商品价格上涨带动国内工业品 PPI 快速上行，Q3 在各地纷纷落实“能耗双控”政策的背景下，上游能化及资源品价格持续上行，三季度金属锂、动力煤价格分别上涨 37.9% 和 90.65%，企业盈利改善，煤炭和有色金属板块单季度 ROE 自 2020 年底以来持续增长，Q3 单季度 ROE 分别为 4.83% 和 3.77%，同期万得全 A 的 ROE 为 2.59%。Q4 以来，随着能耗双控有所放宽，保供稳价成为大宗商品市场的重中之重后，煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头得到遏制，PPI 在第四季度有所回落，采掘工业 PPI 同比从 6 月的 35.1% 在 10 月份达到峰值 66.5%，随后保持下滑趋势，股票市场周期板块表现也从 Q4 出现明显回落。成长板块方面，2021 年下半年随着碳中和顶层文件的出台成为市场讨论热点，下游需求持续旺盛对行业高景气提供强有力支撑，新能源汽车在第三季度产销实现高速增长，风电光电装机稳定增长，在此背景下，2021 年 Q4 新能源相关行业在基本面支撑下高位震荡。

图 14: 2021 年 Q3 全部 A 股的 ROE 出现回落时, 煤炭、有色金属 ROE 逆势向上



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 15: 2021 年 Q3 季度周期板块表现占优, Q4 出现回落, 电力设备仍保持正收益



资料来源: Wind、国海证券研究所

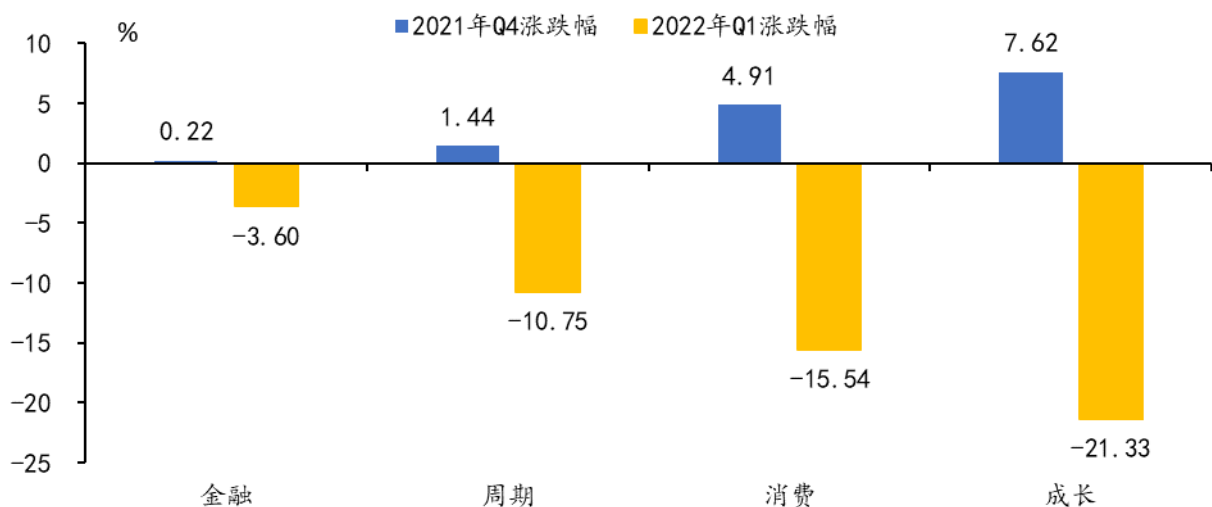
1.5、2021 年 Q4 成长、消费板块

2021 年 Q4 市场形成局部交易拥挤的情形, 消费和成长板块交易拥挤度快速抬升, 其中 11 月电力设备交易拥挤度达到高峰, 12 月食品饮料市场交易热度明显提升。从 2021 年 Q4 四大风格中的主要行业拥挤度来看, 成长板块自 Q3 以来保持较高的拥挤度, 其中电力设备、汽车拥挤度指标一度超过 0.8, 消费板块同样出现明显上升趋势, 食品饮料拥挤度指标超过 0.8, 而其他风格拥挤度指标趋缓。从基金持仓的数据来看, 成长板块 Q4 持仓占比达到 38.76%, 延续了上升态势并在 2019 年以来持仓占比首次超过消费板块 (Q4 持仓占比 34.46%)。2021 年 Q4 消费板块持仓比率从 Q3 的 37.35% 下降至 34.46%, 跌幅为 2.89%, 而拥挤率依旧维持高位。由此可见, 消费板块市场热度较高但是基金持仓正在减持。从这一时期的交易背景来看, 12 月消费品的集体提价以及 PPI-CPI 剪刀差的收敛是导致消费板块交易热度提升的主要因素。另外, 碳中和领域相关政策的不断出台, 是

成长板块景气度提升、市场热度较高的主要原因。10月26日国务院印发的《2030年前碳达峰行动方案》是碳中和“1+N”政策体系中的顶层文件，在该文件指导下，碳达峰、碳中和被纳入经济社会发展全局，为了加快实现生产生活方式绿色变革，推动经济社会发展建立在资源高效利用和绿色低碳发展的基础之上，新能源例如光伏、新型电力系统备受瞩目。顶层文件出台后，相关政策也陆续出台，例如，11月10日，发改委发布《“十四五”全国清洁生产推行方案》，加快推行清洁生产。随后，11月16日，发改委编制完成工业领域实施方案，如《有色金属行业碳达峰实施方案》。

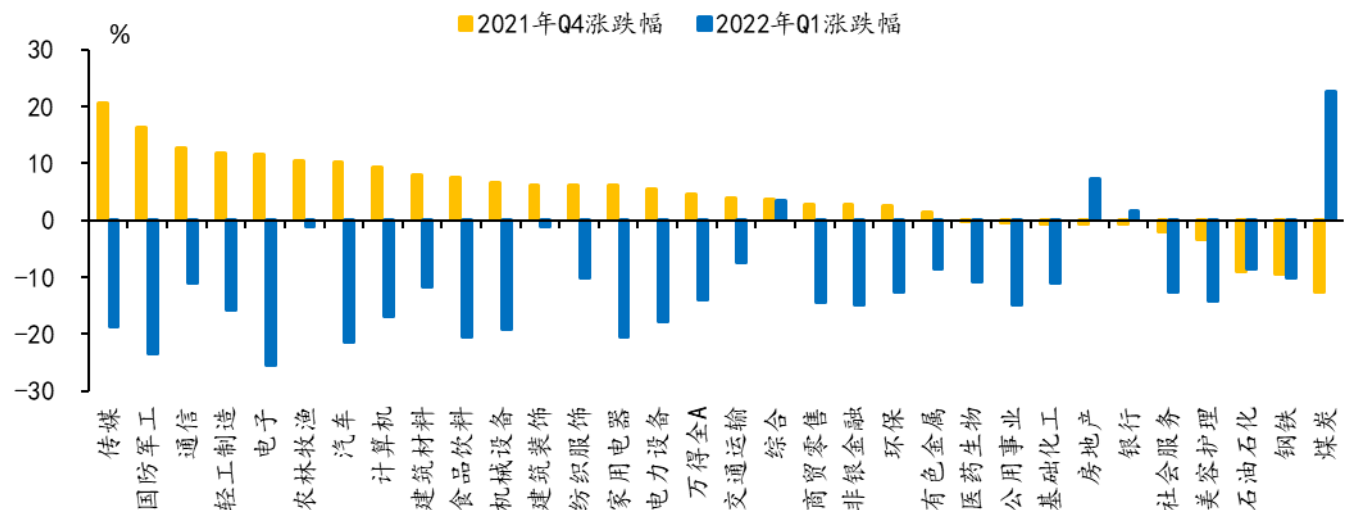
2021年Q4成长板块拥挤度和基金持仓比例同时见顶，而消费板块有所背离，后一个季度中，拥挤度较高的电力设备、汽车和食品饮料涨跌幅位于后五名。成长板块交易拥挤指标和基金持仓比例在2021年Q4均阶段性达到高位，而消费板块两个指标并未在同一时期达到峰值。市场行情方面，2021年Q4宽基指数整体上行，上证指数小幅上涨2.70%。从风格来看，2021年Q4成长板块领涨，涨幅达到7.62%，在结构上占优。同一时期，成长板块的持仓比例达到峰值，消费尚在下行区间。从行业来看，汽车、电力设备优于大盘，涨幅分别达到10.09%和5.54%。在随后的一个季度中，美联储紧缩预期升温、俄乌冲突升级以及国内经济基本面走弱的背景下，2022年Q1市场整盘向下，万得全A跌幅为13.92%。从风格来看，消费、成长跌幅较大，分别达到15.54%和21.33%。从行业来看，汽车、电力设备和食品饮料跌幅在所有一级行业中排名靠后，原因是ROE增速和归母净利润增速等基本面指标的恶化以及拥挤度下降。其中2021年Q4电力设备ROE快速下降至1.64并于2022年Q1触底反弹，归母净利润同比增速回落至-2.47%，行业景气度回落。在此时期，以锂电、光伏为核心的电力设备行业景气走弱主要由于上游原料价格的上涨对中下游环节利润形成挤压，国内经济基本面的走弱亦导致市场对新能源车等下游市场需求产生担忧。基金持仓方面，成长板块占比于2022年Q1略有回落（-2.30%），但细分行业出现分化，电力设备持仓比例依旧上行，其原因或为机构对于以新能源为核心的“双碳”产业周期的中长期看好。

图 16: 2021 年 Q4 成长板块领涨



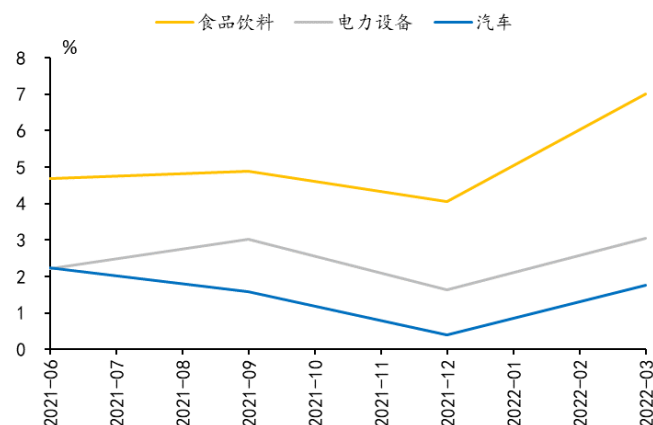
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 17: 2021 年 Q4 汽车、电力设备优于大盘, 2022 年 Q1 市场整盘向下



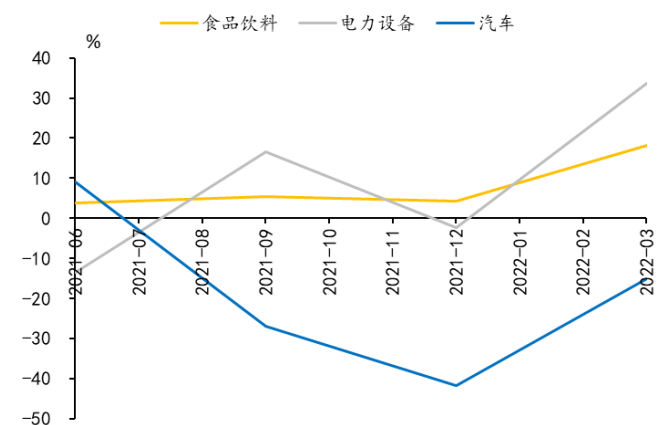
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 18: 2021 年 Q4 电力设备 ROE 快速下降至 1.64 并于 22 年 Q1 触底反弹



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 19: 2021 年 Q4 电力设归母净利润同比增速回落至 -2.47%



资料来源: Wind, 国海证券研究所

1.6、市场结构性拥挤时期应如何配置？

2019 年以来, 市场交易拥挤主要指结构性的过热, 而非整体的疯狂, 通常发生于成长、消费以及少部分周期的行业, 这些行业往往有成交额较大、估值提升较快、基金持仓占比较高等特点。回顾过去 10 年的 A 股市场, 随着经济增速中枢的下移, 经济环境逐步由增量过渡到存量, 市场同涨同跌的时期在逐渐缩短, 取而代之的是市场风格的分化以及结构性行情。在此形势下, 近些年市场交易拥挤的现象主要为结构性的过热, 而非整体的疯狂。结合市场拥挤度指标与基金持仓占比两方面观测, 2019 年以来 A 股结构性交易拥挤的现象大约出现过 5 次, 且多发生于成长、消费以及少部分周期的行业, 分别为 2019 年 Q3 的电子、2020 年 Q1 的 TMT 与医药生物、2020 年 Q4 至 2021 年 Q1 以食品饮料为代表的消费行业、2021 年 Q3 的周期板块与新能源及相关上游行业, 以及 2021 年 Q4 的新能源相关

行业与食品饮料。

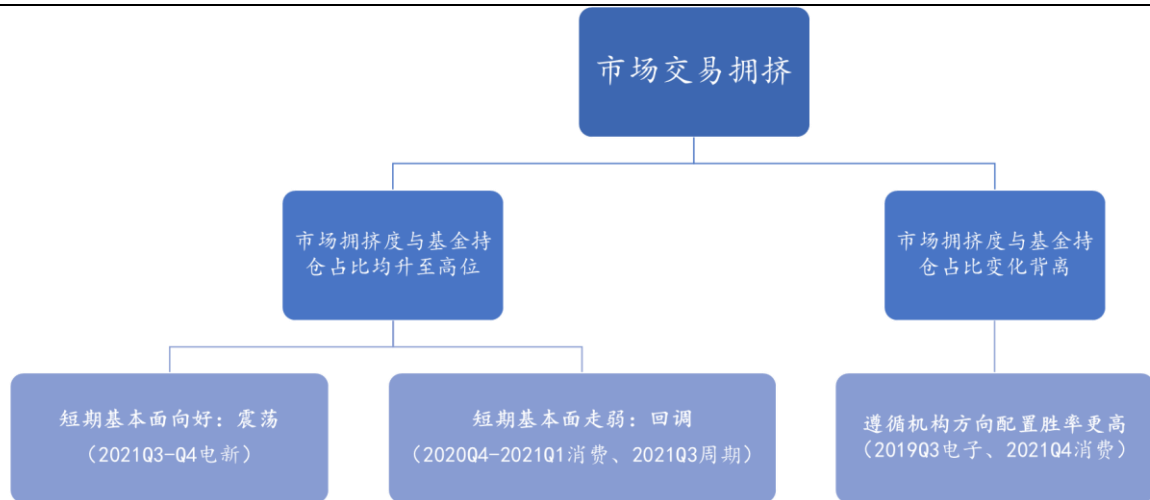
回顾 2019 年以来的 5 次市场交易拥挤时期，在市场情绪与基金配置比例均升至高位后，拥挤板块大概率将迎来阶段性调整，若短期行业基本面向好，则或以震荡消化估值，若短期行业基本面走弱，则更可能出现大幅度回调。回顾 2019 年以来的 5 次市场交易拥挤时期，市场情绪与机构情绪基本重合的时期为 2020 年 Q1、2020 年 Q4 至 2021 年 Q1 以及 2021 年 Q3。具体来看，2020 年 Q1 市场在经历了新冠疫情的冲击后迎来首次反弹，医药生物与以电子为代表的 TMT 板块是市场的主要交易方向，市场交易热度与基金配置比例同步回升，随后海外疫情的爆发再度触发系统性调整，前期拥挤板块尽数回落。2020 年 Q4 至 2021 年 Q1 市场在结构性交易拥挤后的调整更为明显，先是医药生物行业在 2022 年 Q3 市场交易拥挤度抵达峰值后受医疗器械集采政策影响持续回调，后是 2021 年年初在天量基金申购以及机构抱团驱动的“核心资产泡沫”行情见顶后，在经济复苏顶部已现的背景下，以白酒为代表的“茅指数”大幅下跌。2021 年 Q3 受“能耗双控”政策影响，由供给侧因素驱动的周期行情上演，煤炭、化工、钢铁等行业市场交易拥挤度均升至高位，基金配置比例明显提升，随后伴随“保供稳价”政策的推出，周期行业大幅回落。但值得注意的是，同时期以“新半军”为代表的成长行业市场拥挤度亦处在高位，但由于产业景气持续向好，2021 年 Q4 以光伏和新能源车为代表的新能源产业，以及半导体、军工等成长赛道仍在基本面支撑下震荡上行。

值得注意的是，在市场拥挤度与机构持仓占比变化方向出现背离时，遵循机构方向配置胜率更高。具体来看，2019 年 Q3 的电子行业以及 2021 年 Q4 的食品饮料行业为典型案例。2019 年 Q3 电子行业市场交易热度上升但并未过热，而机构持仓占比明显增加，此时机构对于电子行业的判断更加乐观，从后市来看，2019 年 Q4 在全球流动性同步宽松，以及 TWS 无线耳机与“自主可控”主题的驱动下，电子行业超额收益延续。2021 年 Q4，在消费品提价潮以及 PPI-CPI 剪刀差趋于收敛等因素的影响下，12 月市场对于食品饮料行业的交易热度明显回升，但基金仍在持续减持，此时市场对于消费板块的情绪高于机构。从后市来看，2022 年一季度，在国内经济大幅走弱的形势下，以白酒为代表的食品饮料行业 ROE 进一步回落，市场表现亦相对疲弱。

现阶段多数行业交易拥挤度处于历史中值区间，整体并未出现过热迹象，结构上看，市场交易较为拥挤且基金持仓水平较高的行业主要为电力设备与汽车，二季度基金明显加配但市场交易情绪相对偏低的行业主要为食品饮料。截至 7 月 22 日，申万一级行业中除汽车、电力设备、公用事业与机械设备行业交易拥挤指数高于 80%外，其余行业交易拥挤度均处于历史中值区间，整体并未出现过热迹象。结合 2022 年 Q2 基金持仓占比数据来看，电力设备与汽车行业配置比例环比一季度再度提升，均已处于近五年最高水平，机械设备与公用事业二季度基金持仓占比均有所回落，分别环比一季度下降 0.01 和 0.53 个百分点。与此同时，二季度主动权益型基金加仓最多的食品饮料（2022Q2 持仓占比环比提升 2.73 个百分点）当前市场交易拥挤度位于中值下方。根据历史经验，现阶段市场交易拥挤度与基金持仓水平均位于高位的电力设备和汽车行业短期或面临更高的调整风险，二季度基金减持的机械设备与公用事业行业亦需保持谨慎，而基金大幅加仓且市场热度相对偏低的食品饮料行业或相对更优。

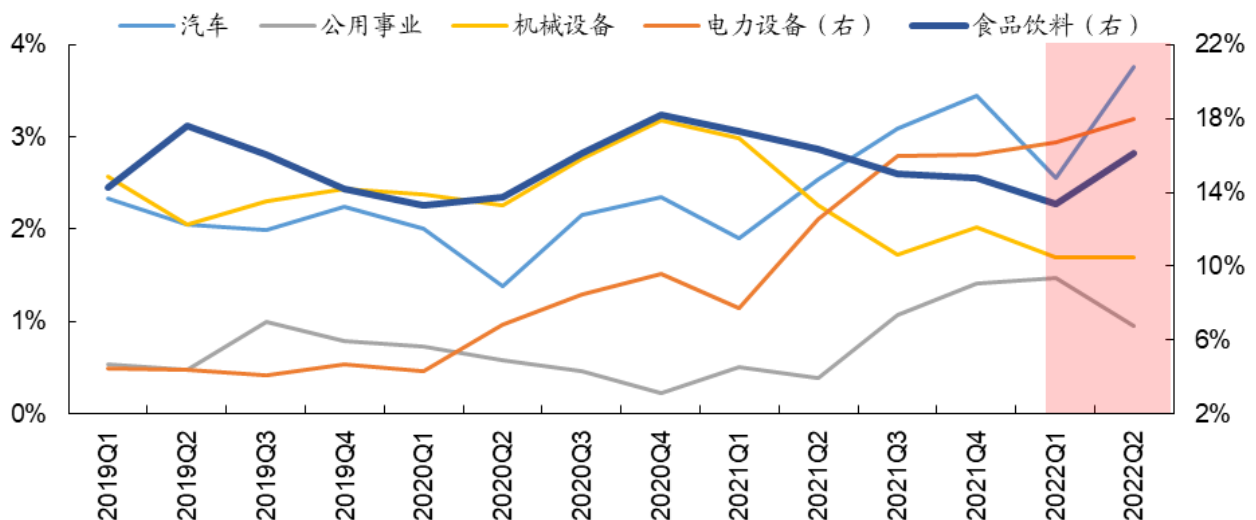
展望后市，在国内地产形势仍较严峻、三四线城市疫情有所反复以及海外主要经济体经济逐步走弱的形势下，短期市场风险偏好或受压制，市场交易拥挤度较低且景气向上的行业或更具备配置价值。与此同时，现阶段交易相对拥挤的行业短期或面临调整压力，但若行业基本面持续向好，则可能演绎震荡行情。行业配置方面，在国内消费修复趋势逐步确立，流动性维持合理充裕的环境下，三季度建议关注以食品饮料、医药生物为代表的核心消费行业，以及在行业景气持续向好基础上，以光伏、风电和新能源车等成长行业的配置机会。

图 20：市场交易拥挤时期板块行情判断框架（根据 2019 年后行情规律总结）



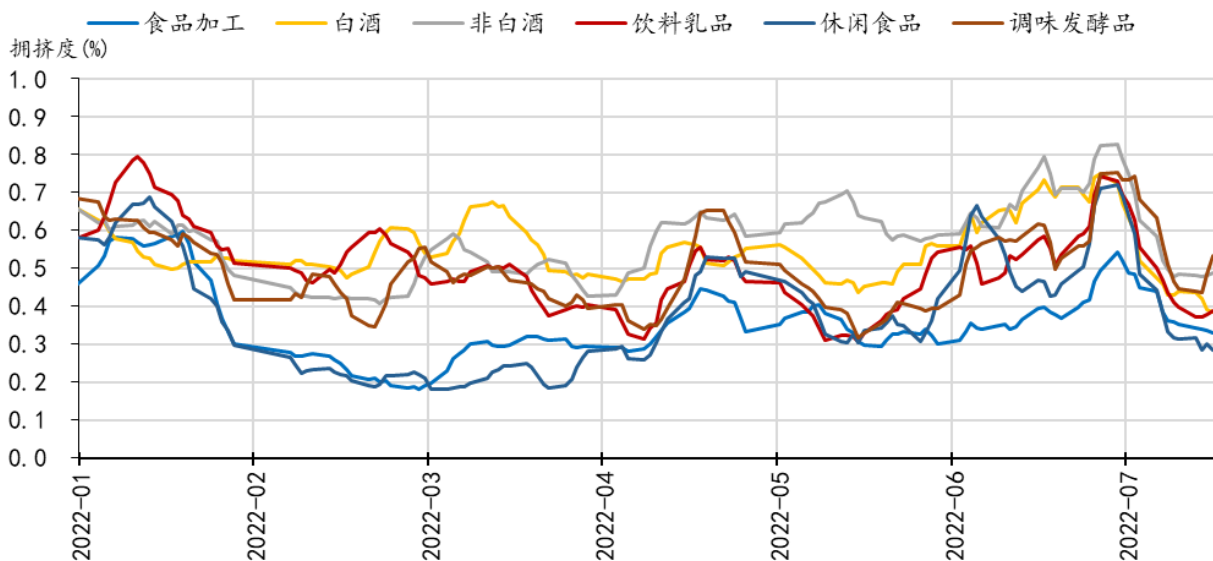
资料来源：国海证券研究所整理

图 21：2022 年 Q2 电力设备、汽车与食品饮料获机构明显加仓，公用事业与机械设备仓位降低



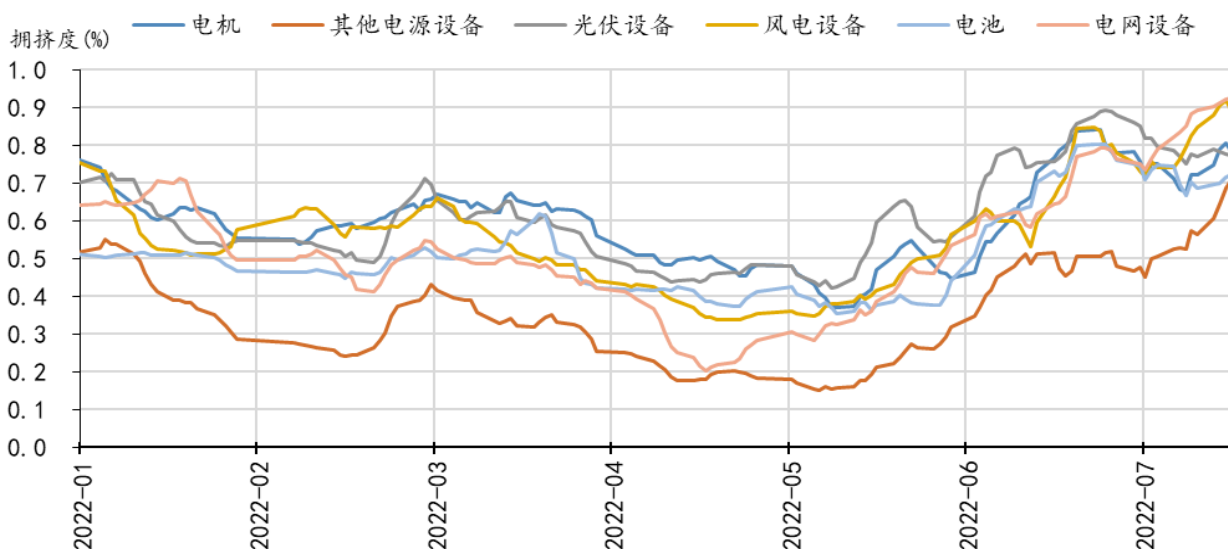
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 22: 当前食品饮料板块行业交易拥挤度多处于均值以下, 调味发酵品行业交易热度近期提升



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 23: 当前电力设备板块行业交易拥挤度多位于相对高位, 光伏设备与电池行业交易热度近期有所回落



资料来源: Wind、国海证券研究所

2、三因素关键变化跟踪及首选行业

7 月经济高频数据显示供需两端有所走弱, 结构性亮点在消费以及外需部门。国内十债利率继续回落, 短端流动性仍较为宽裕, 逆回购规模在周初一度有所提升, 外资以流出居多。本周市场整体分化, 风险偏好不高, 关注后续疫情的缓和以及对经济复苏的带动效应。

2.1、经济、流动性、风险偏好三因素跟踪的关键变化

7月经济高频数据显示供需两端有所走弱，结构性亮点在消费以及外需部门。从7月经济高频数据来看，生产端的各项开工率有所下行，唐山高炉开工率延续下行，钢厂减产趋势明显，轮胎开工率也出现了环比的下行。需求端是分化的格局，其中7月30大中城市商品房成交面积再度走低，同比下滑约34.4%，下行幅度较6月明显放大，略好于今年3-5月份的同比水平。汽车销售整体表现一般，7月1-17日市场零售同比增长16%，较上月同期下降10%。从外需来看，韩国7月前20天出口额同比增长14.5%，仍维持较高的增速。整体而言，从7月经济高频数据来看，供需两端有所走弱，经济复苏进程受阻，地产产业链相关的部门表现疲弱，结构性亮点在消费以及外需部门。

国内十债利率继续回落，短端流动性仍较为宽裕，逆回购规模在周初一度有所提升，外资以流出居多。从国内市场利率来看，受短期经济走弱的影响，近期国内十债利率继续回落至2.76%附近。国内流动性整体较为充裕，短端利率仍处于1.5%左右的低点附近，显著低于2.1%的逆回购政策利率水平，本周初央行逆回购规模有所提升，但随后回归30亿的正常水平。海外方面，美债收益率围绕3%震荡，静待月底美联储议息会议提供的增量信息，衰退预期仍将对美债利率形成下拉的作用。汇率方面，美元指数冲高回落，人民币汇率小幅贬值。从市场流动性来看，本周外资仍是流出居多。

本周市场整体分化，风险偏好不高，关注后续疫情的缓和对经济复苏的带动效应。过去一周A股是分化的格局，周初冲高，后半周回落，各风格中，周期和成长表现相对较好，消费下跌，风险偏好整体不高，成交量基本维持在1万亿左右。从疫情的变化来看，近期全国疫情出现一定的缓和迹象，但确诊病例尚未出现明显的下行。

2.2、7月行业配置：食品饮料、医药生物、非银金融

行业配置的主要思路：展望7月，内部经济修复进入斜率加速期，外部环境有望逐步改善，我们认为市场仍具向上动能。一方面，随着当前国内防疫政策的边际放宽，以及稳增长政策的逐步见效，经济弱势部门有望加速修复。另一方面，今年困扰市场的外部负面因素如美联储加息出现边际缓和的迹象，海外市场交易美国衰退预期，对A股环境而言更加有利，我们认为A股独立行情将持续演绎。配置方面，重点关注防疫政策边际放松事件催化下修复动能加大的消费板块，以及受益于信用环境改善以及交投情绪活跃的大金融，包括1)疫情防控政策边际放宽、PPI-CPI剪刀差收敛，受益于消费复苏的核心赛道如食品饮料、医药生物等；2)顺应地产后周期、且政策重点扶持与刺激的可选消费板块，包括汽车、汽车零部件、家电家居等；3)关注全面注册制改革研讨会等事件催化下的金融起舞。7月首选行业食品饮料、医药生物、非银金融。

➤ 食品饮料

支撑因素之一：白酒消费升级和头部集中趋势不改。白酒新国标正式落地，行业开启品质时代，消费结构优化，集中化趋势加强，利好行业龙头。同时各地促销

费政策带动消费需求修复,政商活动及部分宴请需求有望拉动高端白酒消费增长。

支撑因素之二: 线下消费复苏有望带动大众品需求改善。一方面随着全国新冠新增病例减少,防疫出行政策迎来调整,6月28日发布的《新型冠状病毒肺炎防控方案(第九版)》优化调整风险人员的隔离管理,上海自6月29日起将有序放开餐饮堂食,线下消费场景逐渐复苏。

支撑因素之三: 居家隔离催生预制菜行业高景气。受到疫情居家隔离的影响,预制菜的便捷性获得C端消费者的青睐,加速了消费者培育。未来随B端消费场景的逐步恢复,行业迎来更快发展。

标的: 贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、安井食品等。

➤ 医药生物

支撑因素之一: 需求端民众接种意识显著提升,供给端产品和产能明显增加。在新冠肺炎的影响下,民众对流感样症状较为敏感,促进民众接种流感疫苗。产品方面,2018年以来流感四价裂解疫苗、三价鼻喷减毒疫苗等创新疫苗相继有多款产品获批上市。产能方面,从上市企业公布的产能显示,行业产能过去也得到大幅提升。

支撑因素之二: 消费升级驱动消费医疗长期可持续成长且相对其他医药细分赛道的比较优势明显。随着我国经济水平、居民消费能力的持续提升,消费升级已成为未来长期发展趋势。消费医疗同时具备“医疗品刚需属性+消费品升级属性”两大特征,未来有望实现长期可持续增长。此外,消费医疗的商业模式具备长周期、可升级、量价齐升的特征,一方面其需求稳定向上、不存在明显的景气度变化,另一方面其多数细分产品价格持续坚挺、并可随着产品升级实现均价提升。

支撑因素之三: 国务院应对新型冠状病毒肺炎疫情修订《新型冠状病毒肺炎防控方案(第九版)》,多个抗病毒药物获批使用,以及多款中成药再被推荐。为全面落实“外防输入、内防反弹”总策略和“动态清零”总方针,切实维护人民群众生命安全和身体健康,最大限度统筹疫情防控和经济社会发展,《方案》新增多款抗病毒治疗的药物,包括利托那韦片、安巴韦单抗/罗米司韦单抗注射液、静注COVID-19人免疫球蛋白等。

标的: 华润三九、莱茵生物、智飞生物、以岭药业等。

➤ 非银金融

支撑因素之一: 证监会制定并发布了《关于交易型开放式基金纳入互联互通相关安排的公告》,利好证券公司和公募基金。内地与香港股票市场交易互联互通机制开通以来,保持稳定有序运行,促进两地资本市场共同发展。深化内地与香港股票市场交易互联互通机制不仅有利于丰富交易产品种类、为外资投资中国资本市场提供更多便利,而且对促进两地资本市场相互融合,以及资本市场进一步开放有着重要意义。

支撑因素之二：全面注册制改革研讨会顺利举行，券商投行业务受益。6月25日，国家金融与发展实验室与中国社会科学院金融研究所联合召开全面注册制改革研讨会。全面注册制改革落到实处将进一步畅通投融资两端、提高我国资本市场的活力和韧性，完善“科技—产业—资本”的良性循环，促进形成更加完善的金融服务体系，提升资本市场服务经济高质量发展的效能。

支撑因素之三：证监会发布《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》，利好券商资管业务，长期居民财富无市的情况将得到改善。今年的疫情提升了民众的风险意识，个人和家庭通过理财、保险等平滑消费、规避风险的需求愈加迫切。

《管理办法》的出台，标志着业界期待已久的“一参一控一牌”正式落地，我国居民的财富管理需求潜力将持续释放。

标的：东方财富、广发证券、国联证券、中信证券等。

表 1：7 月重点看好行业及标的

最看好的行业	主要标的
食品饮料	贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、安井食品等
医药生物	华润三九、莱茵生物、智飞生物、以岭药业等
非银金融	东方财富、广发证券、国联证券、中信证券等

资料来源：国海证券研究所

表 2：7 月行业配置表

行业名称	沪深 300 权重	配置建议	行业名称	沪深 300 权重	配置建议
电力设备	12.96%	标配	房地产	1.94%	标配
食品饮料	12.69%	超配	建筑装饰	1.91%	标配
银行	11.11%	标配	农林牧渔	1.79%	标配
非银金融	8.89%	超配	国防军工	1.42%	标配
医药生物	7.92%	超配	建筑材料	1.38%	标配
电子	7.26%	标配	石油石化	1.24%	低配
有色金属	3.71%	标配	煤炭	1.19%	标配
汽车	3.68%	标配	商贸零售	1.12%	标配
计算机	3.61%	标配	通信	1.05%	标配
家用电器	3.13%	标配	传媒	0.67%	标配
交通运输	2.62%	标配	钢铁	0.63%	标配
公用事业	2.61%	标配	美容护理	0.39%	低配
基础化工	2.55%	标配	轻工制造	0.29%	标配
机械设备	2.03%	标配	社会服务	0.17%	低配

资料来源：Wind、国海证券研究所

3、风险提示

流动性收紧超预期，经济失速下行，中美摩擦加剧，疫情超预期恶化，历史数据仅供参考，标的公司未来业绩的不确定性等。

【策略研究小组介绍】

胡国鹏，研究所副所长，策略组首席分析师，11 年策略研究经验，十四届新财富策略研究入围，西南财经大学金融学硕士，金融界《慧眼识券商》行业配置榜连续 5 年前五。2010-2014 年策略高级分析师，2014-2021 年首席分析师、所长助理。侧重经济形势分析、市场趋势研判和行业配置。

袁稻雨，策略联席首席分析师，5 年策略研究经验，约翰霍普金斯大学硕士，侧重市场趋势研判与产业专题研究，国别比较等。

陈婉妤，伦敦政治经济学院硕士，侧重行业比较，国别比较以及消费板块研究等。

陈鑫宇，帝国理工学院风险管理与金融工程硕士，侧重专题研究、行业比较等

崔莹，对外经济贸易大学硕士，侧重政策跟踪与分析、产业专题研究等。

【分析师承诺】

胡国鹏，袁稻雨，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。