

总量研究

逐层画像，多维度拆解北向资金

——量化策略研究系列报告之一

要点

北向资金概览：随着境内市场对外开放的不断深入，外资在 A 股市场中占比稳步提升，陆股通逐渐成为外资进入 A 股主要渠道。截至 2021 年 8 月 20 日，北向资金已累计净流入逾 14377.06 亿元人民币。北向资金已经成为 A 股市场不可忽视的一部分，我们应重视对北向资金交易行为的追踪。

在衡量北向资金选股能力时，一般选择沪深 300 作为业绩基准。通过对比宽基指数成分股在市值和行业两个风格方面的特征，我们发现陆股通标的与中证 800 指数成分更为接近。因此**选择中证 800 指数作为北向资金的业绩基准更为合理。**

北向资金静态画像：我们通过行业、板块和风格三个维度对北向资金进行了细致的拆解。

行业配置上，北向资金偏好食品饮料、电力设备及新能源和医药等行业，同时在家电、消费者服务、食品饮料行业占有较高比例。北向资金较 A 股行业自由流通市值占比超配食品饮料与家电行业。

板块维度上，北向资金偏好和超配消费板块，并且在消费与制造板块占较高权重。

风格维度上，北向资金偏好高市值、高估值和高盈利的股票，且有集中持股倾向。

进一步拆解北向资金：北向资金的构成比较复杂，简单粗暴的将其归类为“外资”并不利于我们做更深入的研究，长线配置型资金才是市场关注的焦点。因此，我们在香港中央结算有限公司获取了托管机构持股明细数据对北向资金做了进一步的拆解。

按照收益来源看，市场上的资金大体可以划分为两种类型：倾向于长期持有和价值投资的配置型；倾向于高频交易赚取市场定价误差的交易型。根据该划分方式，我们可以通过计算不同托管机构的换手率来判断该机构倾向于何种类型。

配置型与交易型资金画像：行业维度来看，配置型与交易型机构当前的行业偏好相似且均与 A 股行业自由流通市值占比存在差异，超配食品饮料和家电，低配非银金融和军工。配置差异上，交易型机构相比于配置型机构在银行上有所超配。

从行业资金的最新动态看，最近一周（2021 年 8 月 16 日-2021 年 8 月 20 日）食品饮料行业跌幅最高，同时遭受北向资金最大规模净卖出；电力设备及新能源跌幅不小，但获得北向最大规模加仓。

风险分析：报告结果均基于历史数据，历史数据存在不被重复验证的可能。

作者

分析师：祁嫣然

执业证书编号：S0930521070001

010-56513031

qiyannan@ebscn.com

目 录

1、北向资金概览.....	5
1.1、陆股通交易制度	6
1.2、总量视角下的北向资金.....	6
1.3、陆股通标的与中证 800 指数风格相近.....	7
1.3.1、行业风格	8
1.3.2、市值风格	8
2、北向资金静态配置.....	10
2.1、北向资金大幅超配食品饮料、家电	10
2.2、北向资金青睐消费板块.....	11
2.3、北向资金偏好大盘蓝筹股	13
3、北向资金如何进一步拆解	16
3.1、托管机构数据概览	16
3.2、通过交易行为对北向资金再分类	17
4、交易型与配置型北向资金画像.....	18
4.1、总量维度：配置型资金持续净流入，交易型资金随市场波动	18
4.2、行业维度	19
4.2.1、配置型与交易型机构静态行业偏好相似.....	19
4.2.2、两种类机构行业偏好相对于全市场均存在差异	19
4.2.3、配置型机构与交易型机构行业资金配置差异对比	21
4.3、两类型机构均超配消费板块，配置型机构更甚	22
5、流量视角看北向资金近期动向.....	23
5.1、配置盘持续净流入，交易盘跟随市场波动	23
5.2、食品饮料遭受北向资金最大规模净流出	24
5.3、配置型与交易型资金行业净流入分化.....	24
6、总结与展望	26
7、风险提示.....	26
8、附注.....	27

图目录

图 1: 2017 年起 QFII 表现不温不火, 陆股通持股规模不断刷新.....	5
图 2: 陆股通净成交额与国际收支股权负债净产生额贴近且步调趋于一致.....	5
图 3: 北向资金累计净流入.....	7
图 4: 北向资金持股市值与占比.....	7
图 5: 北向资金 A 股覆盖率稳定在 50% 以上.....	7
图 6: 沪深 300 与陆股通行业市值占比.....	8
图 7: 中证 500 与陆股通行业市值占比.....	8
图 8: 行业占比差额比较, 陆股通标的与中证 800 股票池更接近.....	8
图 9: 对数市值分布图.....	9
图 10: 北向资金青睐食品饮料、医药与新能源, 家电、消费者服务持股占比高.....	10
图 11: 2021 年 8 月北上资金超配食品饮料与医药.....	10
图 12: 2021 年 8 月北向投资者偏好消费与制造, 且占较高板块流通市值比.....	12
图 13: 2021 年 8 月北向超配消费和制造, 低配金融、周期、TMT 与基础设施.....	12
图 14: 陆股通板块权重变化.....	13
图 15: 北向资金偏好高市值、高估值和高盈利的股票.....	14
图 16: 北向资金长期偏好蓝筹股.....	14
图 17: 北向资金最大规模持有和超配贵州茅台, 美的集团持有规模较大且占其市值比高.....	15
图 18: 托管机构持仓市值占比.....	16
图 19: 机构平均换手率与平均持仓市值关系.....	17
图 20: 配置型资金持续净流入, 交易型资金总量大体不变.....	18
图 21: 交易型资金与市场走势高度相关.....	18
图 22: 配置型资金偏好食品饮料、电力设备及新能源, 家电、消费者服务持股占比高.....	19
图 23: 交易型资金偏好食品饮料、医药与银行, 建材、家电持股占比高.....	19
图 24: 2021 年 8 月配置型资金超配食品饮料和家电, 低配非银金融和国防军工.....	20
图 25: 2021 年 8 月交易型资金食品饮料超配比最高, 低配非银金融和建材.....	20
图 26: 2021 年 8 月配置型相对交易型资金超配家电、食品饮料和新能源, 低配银行.....	22
图 27: 配置型机构资金配置比变化.....	22
图 28: 交易型机构资金配置比变化.....	22
图 29: 配置型与交易型资金板块配置.....	22
图 30: 北向资金过去 8 周净流入走势.....	23
图 31: 交易盘与配置盘过去 8 周净流入与移动平均.....	23
图 32: 食品饮料上周大跌, 配置盘资金大额净流出.....	24
图 33: 交易盘上周行业净流入.....	25
图 34: 配置盘上周行业净流入.....	25

表目录

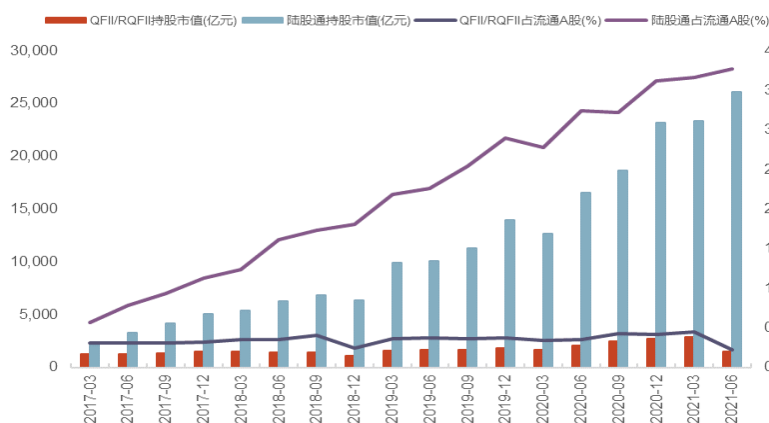
表 1：陆股通交易制度	6
表 2：北向资金行业配置比例明细	11
表 3：申万板块分类标准.....	11
表 4：北向资金板块配置比例明细	13
表 5：北向资金持有的规模前十大大盘蓝筹股情况	15
表 6：托管机构持股数量与持仓规模统计	16
表 7：托管机构平均持股规模前十名.....	17
表 8：配置型机构持股规模与超配.....	21
表 9：配置盘上周净流入流出前三规模行业	25
表 10：交易盘上周净流入流出前三规模行业.....	25
表 11：交易型与配置型机构划分明细.....	27

1、北向资金概览

陆股通逐渐成为外资进入 A 股主要渠道。随着境内市场对外开放的不断深入，当前外资对 A 股的持股方式以陆股通为主，外资入场方式逐步由 QFII 通道转向陆股通。QFII 制度是我国于 2002 年设立的为外资投资境内市场的机制。2011 年 RQFII 制度落地，外开放程度的进一步扩大。随着 2017 年陆股通全面发展，外资开始青睐这一限制更少、更为灵活的制度安排。截至 2021 年第二季度末，陆股通持股市值达 26117.6 亿元，占外资 A 股持仓规模 90.10%，远超 QFII/RQFII 80.21%。

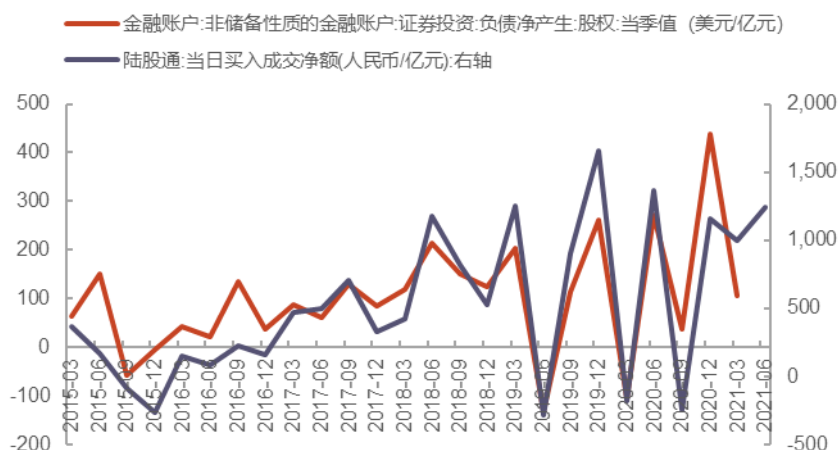
从国际收支平衡表看，近几年来，陆股通的季度净成交额越来越贴近金融账户下证券投资中以股权方式的净产生额度，不仅如此，陆股通净头寸的变化步调与它也表现得较为一致。陆股通俨然是外资投资境内市场不可或缺的通道。

图 1：2017 年起 QFII 表现不温不火，陆股通持股规模不断刷新



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：统计区间为 2017.03-2021.06

图 2：陆股通净成交额与国际收支股权负债净产生额贴近且步调趋于一致



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：统计区间为 2015.03-2021.06

1.1、 陆股通交易制度

当前陆股通仍然处于快速发展阶段，政策及法规不断更新。根据上交所与深交所颁布的《上海证券交易所沪港通业务实施办法（2021年修订）》与《深圳证券交易所深港通业务实施办法（2021年修订）》中对沪港通与深港通业务实施的详细规定，本文总结如下：

表 1：陆股通交易制度

	沪港通	深港通
开始时间	2014 年 11 月 17 日	2016 年 12 月 5 日
参与者	两地投资者委托上交所会员或者交易所参与者，通过上交所或者联交所对方所在地设立的证券交易服务公司，买卖规定范围内的对方交易所上市股票；中国结算、香港结算相互成为对方的结算参与者。	两地投资者委托深交所会员或者交易所参与者，通过深交所或者联交所对方所在地设立的证券交易服务公司，买卖规定范围内的对方交易所上市股票；中国结算、香港结算相互成为对方的结算参与者。
投资标的范围	一、沪股通股票包括以下范围内的股票： (1) 上证 180 指数成份股； (2) 上证 380 指数成份股； (3) A+H 股上市公司的上交所上市 A 股。 二、经监管机构批准，上交所可以调整沪股通股票的范围。 三、沪股通股票之外的上交所上市股票因相关指数实施成份股调整等原因，导致属于规定范围的，调入沪股通股票。 四、同时在上交所上市 A 股和联交所上市 H 股，其 A 股在上市满 10 个交易日且相应 H 股价格稳定期结束后调入沪股通股票。 五、不纳入沪股通股票 (1) 上交所上市公司股票为风险警示股票（即 ST、*ST 股票）； (2) 退市整理股票； (3) 暂停上市股票； (4) 以外币报价交易的股票（即 B 股）； (5) 具有上交所认定的其他特殊情形的股票。 六、沪股通股票因相关指数实施成份股调整等原因，导致不再属于规定范围的，调出沪股通股票。	一、深股通股票包括以下范围内的股票： (1) 深证成份指数及深证中小创新指数的成份股，且成份股定期调整考察截止日前六个月 A 股日均市值不低于人民币 60 亿元，上市时间不足六个月的按实际上市时间计算市值； (2) A+H 股上市公司在深交所上市的 A 股。 二、经监管机构批准，深交所可以调整深股通股票的范围。 三、深股通股票之外的深交所上市 A 股因相关指数实施成份股调整等原因，导致属于规定范围的，调入深股通股票。 四、同时在深交所上市 A 股和联交所上市 H 股，其 A 股在上市满 10 个交易日且相应 H 股价格稳定期结束后调入深股通股票。 五、不纳入深股通股票 前款各项范围内存在下列情形之一的，不纳入深股通股票： (1) 被本所实施风险警示的股票（即 ST、*ST 等股票）； (2) 被本所暂停上市股票； (3) 退市整理期股票； (4) 以外币报价交易的股票（即 B 股）； (5) 本所认定的其他特殊情形。 六、深股通股票因相关指数实施成份股调整等原因，导致不再属于规定范围的，调出深股通股票。
卖空限制	一、单个沪股通交易日的单只沪股通股票担保卖空比例不得超过 1%； 二、连续 10 个沪股通交易日的单只沪股通股票担保卖空比例累计不得超过 5%。	一、单个深股通交易日的单只深股通股票担保卖空比例不得超过 1%； 二、连续 10 个深股通交易日的单只深股通股票担保卖空比例累计不得超过 5%。
额度限制及变化	最初沪股通每日 130 亿元人民币。 2018 年 5 月 1 日起调整为每日 520 亿元人民币。	最初深股通每日 130 亿元人民币。 2018 年 5 月 1 日起调整为每日 520 亿元人民币。
持股比例限制	根据证监会《内地与香港股票市场交易互联互通机制若干规定》，境外投资者的境内股票投资，应当遵循下列持股比例限制： (一) 单个境外投资者对单个上市公司的持股比例，不得超过该上市公司股份总数的 10%； (二) 所有境外投资者对单个上市公司 A 股的持股比例总和，不得超过该上市公司股份总数的 30%； (三) 境外投资者依法对上市公司战略投资的，其战略投资的持股不受上述比例限制； (四) 境内有关法律法规和其他有关监管规则对持股比例的最高限额有更严格规定的，从其规定。 根据联交所《沪深港股票市场交易互联互通机制》： (一) 一旦上交所/深交所通知联交所个别沪股通/深股通股票的境外持股比例合计达到 28%，任何有关该沪股通/深股通股票的进一步买入盘即不获接纳，直至该沪股通/深股通股票的境外持股比例跌至低于 26% 时公布重新接纳买入盘。 (二) 当境外持股比例合计超出 30% 而多出之数来自沪港通或深港通，香港交易所将识别出有关交易所参与者，并强制要求该参与者出售股票。 (三) 即使境外持股比例合计已经超出 30%，投资者仍可继续出售 A 股股票。 (四) 若出售行动令该股票的境外持股比例总额于五个交易日内跌至低于 30% 界线，被通知须减持股票的交易所参与者可向联交所申请豁免强制出售。	

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所、香港交易所，光大证券研究所整理

1.2、 总量视角下的北向资金

作为外资的重要配置通道，截至 2021 年 8 月 20 日，北向资金已累计净流入逾 14377.06 亿元人民币。从总时间维度看，2018 年 5 月之前，受陆股通额度限制，北向资金单月净流入规模在 200 亿元左右。随着 2018 年 5 月 1 日陆港通额度的大幅提升，北向资金的流入规模明显提升，5 月净流入规模首次突破 500 亿元人民币，累计净头寸较上个月上涨 11.87%。然而，北向资金受市场影响也不容忽

视，在 2019 年 3 月、2020 年 3 月与 2020 年 7 月这三个阶段均出现了明显的资金净流出。

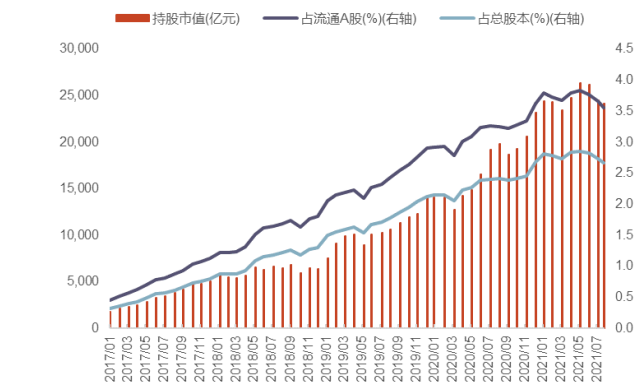
截至 2021 年 8 月 20 日，陆股通持股市值达 2.42 万亿元，占流通 A 股市值比例为 3.55%。受市场总体行情影响，7 月北向持股规模大幅回落 1640.93 亿元，8 月总量继续微调 319.08 亿元，但与去年同期相比上涨 27.32%，总体持股规模仍处于历史高位。同时，在北向资金覆盖面上，8 月资金覆盖 A 股数量达 2282 只，延续其占 A 股数量 50% 以上的水平。具体看，沪股通个数达 978 只，深股通为 1304 只，分别占相关交易所上市 A 股总数的 49.70% 和 52.50%。

图 3：北向资金累计净流入



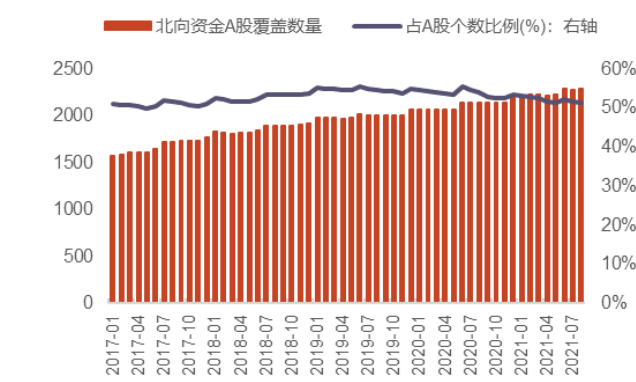
资料来源：Wind，光大证券研究所；注：统计区间为 2017.01.03-2021.08.20

图 4：北向资金持股市值与占比



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：统计区间为 2017.01-2021.08.20

图 5：北向资金 A 股覆盖率稳定在 50% 以上



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：统计区间为 2017.01-2021.08.20

1.3、陆股通标的与中证 800 指数风格相近

陆股通交易标的并非全部 A 股，为了更准确的衡量北向资金的“聪明”程度，我们需要为北向资金寻找一个合理的业绩基准。我们将陆股通交易标的与沪深 300 和中证 500 以及中证 800 成分股进行了对比，分别观察它们在行业与市值风格方面的差异。

1.3.1、行业风格

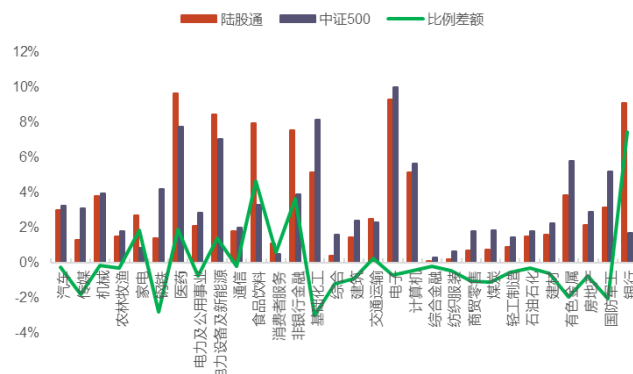
经统计，陆股通的行业占比情况介于沪深 300 与中证 500 之间，与中证 800 指数更为接近。相较于沪深 300 指数来说，陆股通银行、非银行金融、食品饮料占比更低，而相较于中证 500 指数来说，三者均占比更高。

图 6：沪深 300 与陆股通行业市值占比



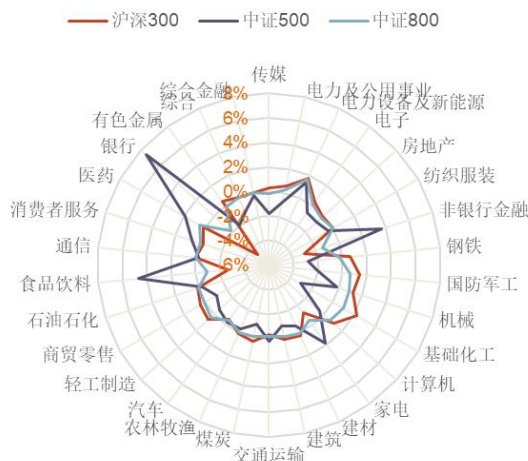
资料来源：Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2021.08.20，采用中信一级行业分类

图 7：中证 500 与陆股通行业市值占比



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2021.08.20，采用中信一级行业分类

图 8：行业占比差额比较，陆股通标的与中证 800 股票池更接近

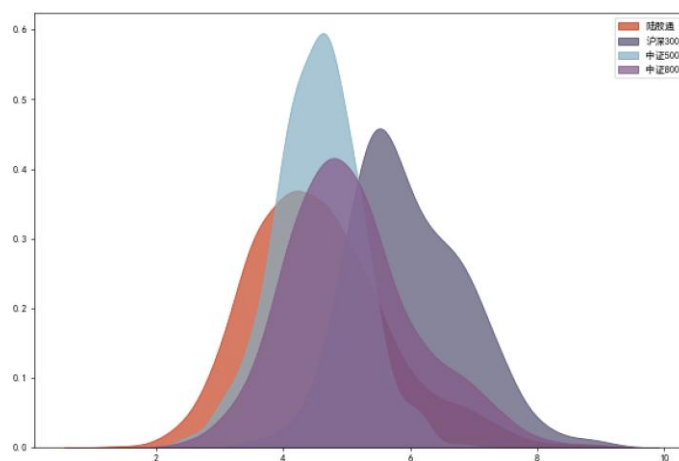


资料来源：Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2021.08.20，采用中信一级行业分类

1.3.2、市值风格

我们统计了陆股通与三个宽基指数的市值分布情况。市值均值来看，陆股通标的市值均值小于三个宽基指数，与中证 500 和中证 800 更为接近。偏度与峰度来看，与中证 800 和沪深 300 相似。综合考虑行业与市值风格后，我们认为选择中证 800 指数作为北向资金的业绩基准更为合理。

图 9：对数市值分布图



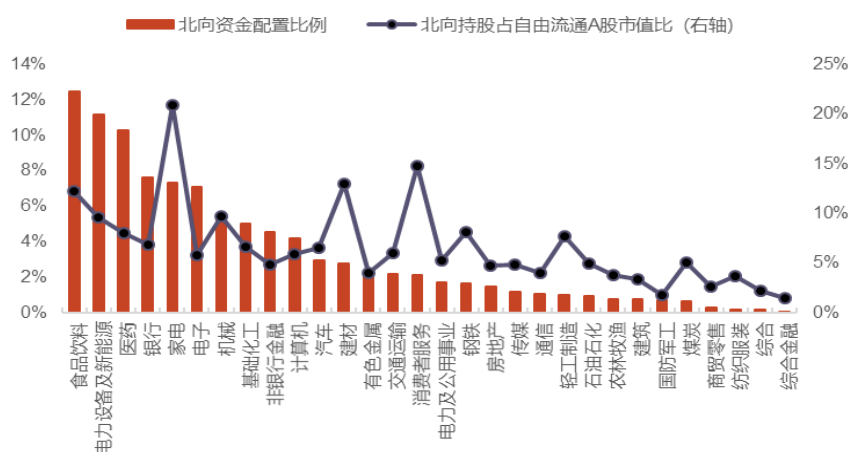
资料来源：Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2021.08.20，采用中信一级行业分类

2、北向资金静态配置

2.1、北向资金大幅超配食品饮料、家电

行业配置方面，从资金绝对配置比例来看，北向资金更偏好食品饮料、电力设备及新能源和医药等行业，从北向持股占自由流通 A 股市值比来看，在家电、消费者服务、建材行业占有较高比例。截至 2021 年 8 月 20 日，北向资金分别持股食品饮料行业 3027.30 亿元、电力设备及新能源 2715.69 亿元、医药 2498.61 亿元，此外，家电、消费者服务、建材和食品饮料四个行业中北向资金占其自由流通 A 股市值比分列前四，分别达 20.86%、14.80%、12.97%和 12.29%。

图 10：北向资金青睐食品饮料、医药与新能源，家电、消费者服务持股占比高

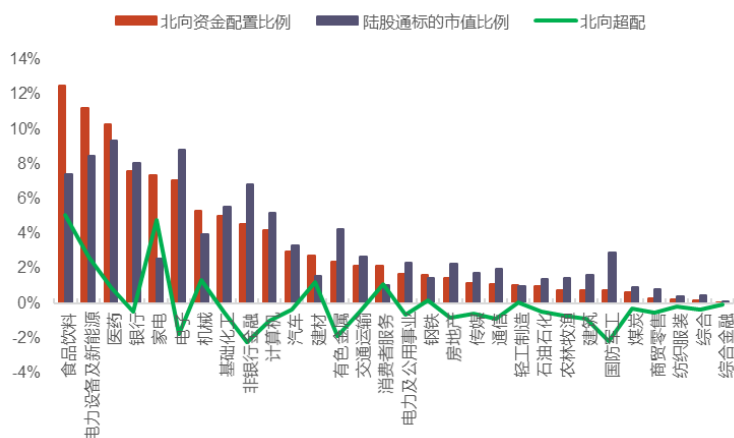


资料来源：Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2021.08.20，采用中信一级行业分类

北向投资者的行业配置思路与 A 股行业自由流通市值占比存在差异。北向资金超配食品饮料、家电、医药与电力设备及新能源，低配非银金融与国防军工。

截至 2021 年 8 月 20 日，食品饮料行业北向资金配置比为 12.47%，超自由流通 A 股标配比例 5.07 个百分点，家电超配比例达 4.78 个百分点次之。对比 A 股非银金融行业自由流通市值比 6.80%，北向资金在非银金融行业的配置比例仅为 4.55%，低配 2.25 个百分点。此外，北向资金在国防军工和有色金属行业也表现出较为明显的低配倾向。

图 11：2021 年 8 月北上资金超配食品饮料与医药



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2021.08.20，采用中信一级行业分类

表 2：北向资金行业配置比例明细

行业名称	持股规模(亿元)	北向资金配置比例	陆股通标的标配比例	陆股通标的北向超配
食品饮料	3027.30	12.47%	7.41%	5.07%
医药	2715.59	11.19%	8.48%	2.70%
电力设备及新能源	2498.61	10.29%	9.36%	0.94%
银行	1847.22	7.61%	8.08%	-0.47%
家电	1784.49	7.35%	2.57%	4.78%
电子	1714.69	7.06%	8.83%	-1.77%
非银行金融	1283.25	5.29%	3.97%	1.32%
基础化工	1223.63	5.04%	5.53%	-0.49%
机械	1104.62	4.55%	6.80%	-2.25%
计算机	1011.47	4.17%	5.19%	-1.03%
汽车	722.15	2.98%	3.34%	-0.36%
消费者服务	668.49	2.75%	1.55%	1.20%
建材	574.30	2.37%	4.27%	-1.90%
交通运输	526.93	2.17%	2.65%	-0.48%
有色金属	516.54	2.13%	1.05%	1.08%
房地产	410.51	1.69%	2.34%	-0.65%
电力及公用事业	395.98	1.63%	1.46%	0.17%
传媒	356.96	1.47%	2.28%	-0.81%
钢铁	282.21	1.16%	1.74%	-0.58%
轻工制造	263.12	1.08%	1.97%	-0.89%
石油石化	248.08	1.02%	0.97%	0.06%
通信	231.73	0.95%	1.41%	-0.46%
农林牧渔	186.62	0.77%	1.47%	-0.70%
国防军工	183.26	0.75%	1.63%	-0.87%
建筑	178.16	0.73%	2.91%	-2.17%
煤炭	156.34	0.64%	0.92%	-0.28%
商贸零售	72.72	0.30%	0.83%	-0.53%
纺织服装	47.06	0.19%	0.38%	-0.19%
综合	35.23	0.15%	0.48%	-0.34%
综合金融	5.91	0.02%	0.12%	-0.09%

资料来源：Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2021.08.20，采用中信一级行业分类

2.2、北向资金青睐消费板块

除行业口径统计之外，我们还以板块视角进行研究。根据申万板块划分规则，将一级行业按照如下方式划分，在后续研究中我们剔除了持股市值较低的综合板块。

表 3：申万板块分类标准

所属板块	申万一级行业
TMT	通信、传媒、电子、计算机
基础设施	建筑装饰、交通运输、公用事业
金融	银行、房地产、非银金融
周期	钢铁、采掘、化工、有色金属、建筑材料
制造	机械设备、国防军工、轻工制造、电气设备
消费	医药生物、家用电器、汽车、食品饮料、纺织服装、农林牧渔、商业贸易、休闲服务
综合	综合

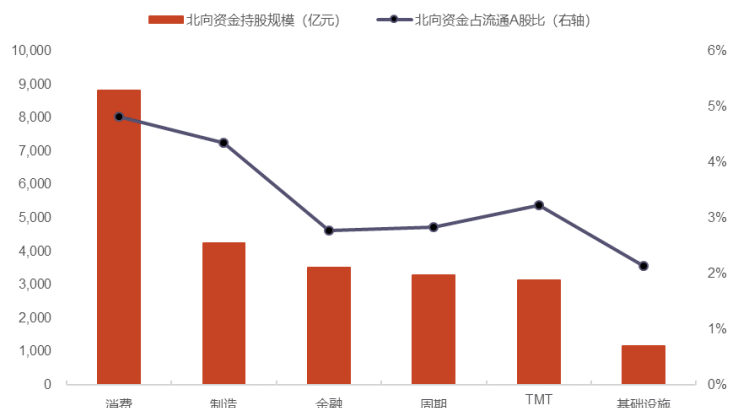
资料来源：光大证券研究所

从持股规模和持股占比来看，北向投资者偏好消费板块，同时在消费和制造板块占较高流通市值权重。

具体看，截至 2021 年 8 月 20 日，北向投资者持仓消费板块 8811.72 亿元，配置比例高达 36.49%。制造板块以 4254.72 亿元的规模位列第二。金融、周期与 TMT 紧随其后，持有规模超 3000 亿元，配置比超 10%。基础设施板块规模较小，仅为 1153.15 亿元，配置比不足 5%。

从北向持仓规模占板块自由流通市值看，消费和制造板块的比重较高，分别占 4.82% 和 4.35%。其他板块占比较低且相差不大。

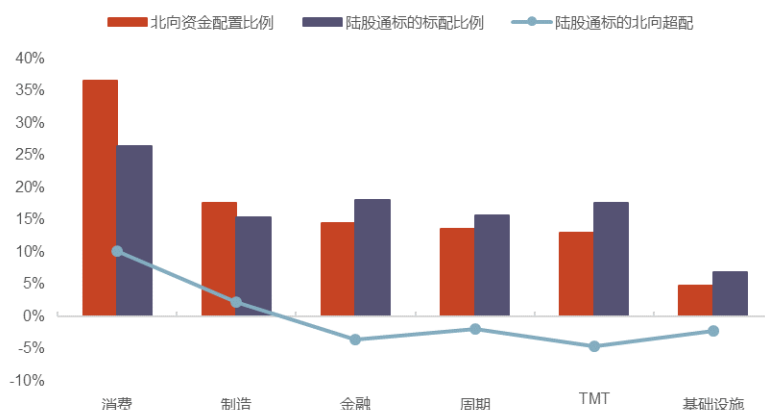
图 12：2021 年 8 月北向投资者偏好消费与制造，且占较高板块流通市值比



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2021.08.20

从北向投资者板块超配比例看：超配消费、制造，低配金融、周期、TMT 与基础设施。数据截至 2021 年 8 月 20 日，相较陆股通标的成分股市值的标配比例而言，北向投资者大幅偏重消费板块，其配置比例大幅超配 10.08 个百分点。此外小幅超配制造板块 2.21 个百分点。其他板块则出现低配的情况：TMT 与金融板块分别低配 4.60 个百分点与 3.54 个百分点；基础设施与周期板块则分别小幅低配 2.16 个百分点与 1.99 个百分点。

图 13：2021 年 8 月北向超配消费和制造，低配金融、周期、TMT 与基础设施



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2021.08.20

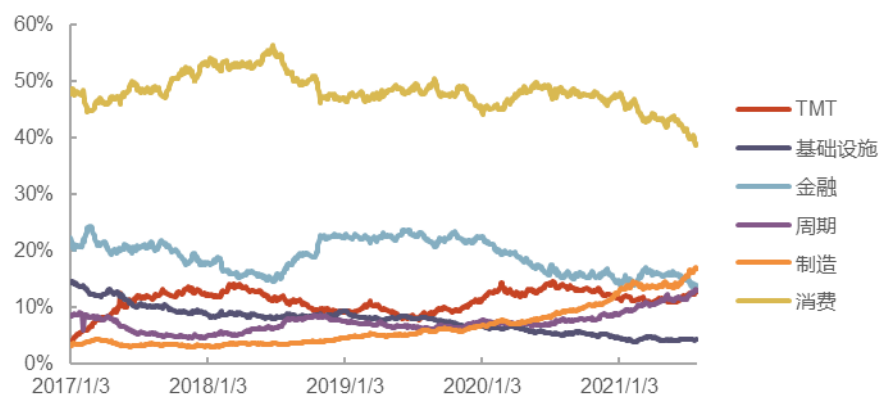
表 4：北向资金板块配置比例明细

板块	北向持股规模 (亿元)	北向资金配置比例	陆股通标的标配比	陆股通标的北向超配
消费	8811.72	36.49%	27.39%	10.08%
制造	4254.72	17.62%	14.58%	2.21%
金融	3507.61	14.53%	18.24%	-3.54%
周期	3293.14	13.64%	16.24%	-1.99%
TMT	3126.47	12.95%	14.79%	-4.60%
基础设施	1153.15	4.78%	8.43%	-2.16%

资料来源：Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2021.08.20，按持股规模排序

下图所示为陆股通中各板块权重配置变化的时序图，消费板块权重配置始终处在接近 50% 左右的高位，2020 年开始权重明显下滑。制造板块从 2018 年开始权重占比稳步提升，当前处于历史高位。周期板块近期受益于新能源类股票上涨，权重占比于 2020 年开始提升明显。

图 14：陆股通板块权重变化



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：统计区间为 2017.01-2021.08

2.3、北向资金偏好大盘蓝筹股

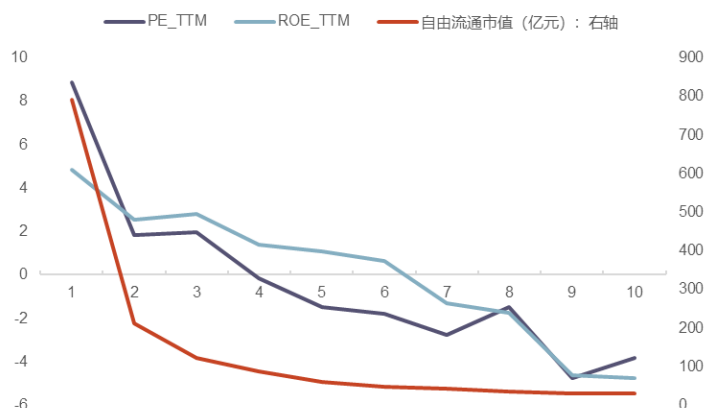
北向资金偏好高市值、高估值和高盈利的股票，且有集中持股倾向。

截至 2021 年 8 月 20 日，若按北向资金持股规模大小划分，北向资金持股规模前 10% 的股票平均自由流通 A 股市值为 768.96 亿元，远高于持股规模后 10% 的股票，组间单调性明显。

估值和盈利维度看，被北向资金持有的规模越大，其股票的市盈率和净资产收益率越高。这意味着，高市值、高市盈率、高净资产收益率的“三高”股票是北向投资者的首选配置。

持仓集中度来看，北向资金持仓规模前 10 大标的股持仓合计 6335.01 亿元，占比 26.10%；前 50 大标的股持仓合计 13140.76 亿元，占比达 54.14%，表明北向资金存在集中持股偏好。

图 15：北向资金偏好高市值、高估值和高盈利的股票

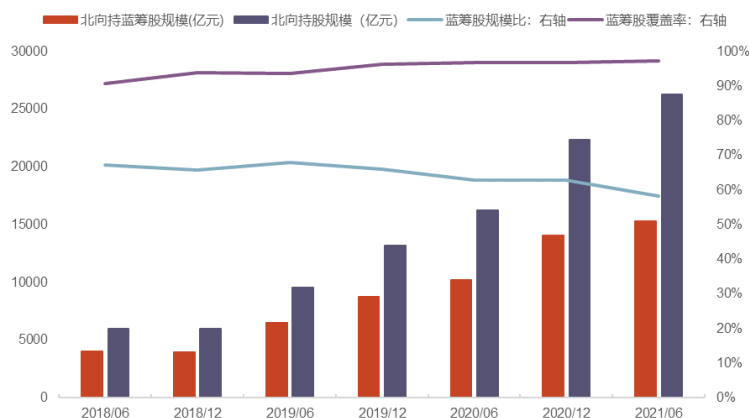


资料来源：Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2021.08.20，组 1-10 按照自由流通市值从大到小排列

北向资金长期青睐蓝筹股。截至 2021 年 8 月 20 日，在 323 只大盘蓝筹股（“大盘蓝筹”指流通 A 股达到 10 亿股，并且最近一个年度的净资产收益率-摊薄(%) 大于 10% 的 A 股，注意流通股本只考虑的是 A 股的）中，北向资金共计持有 315 只，规模合计 13706.11 亿元，占比达 56.47%。

从长期看，北向资金几乎覆盖所有大盘蓝筹股，同时其持有的蓝筹股规模持续占北向资金规模一半以上。

图 16：北向资金长期偏好蓝筹股

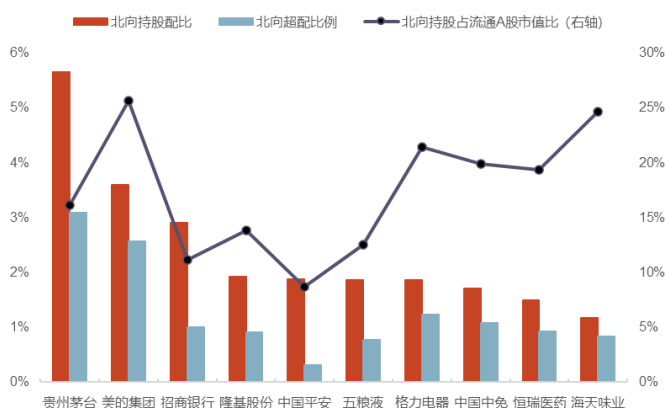


资料来源：Wind，光大证券研究所；注：统计区间为 2018.06-2021.06

北向资金相较市场明显超配贵州茅台和美的集团，同时在美的集团、海天味业和格力电器这三只股票上表现出了高持股规模、高自由流通市值占比的特点。

具体看，北向资金持有为贵州茅台 1372.57 亿元，超配 3.09 个百分点，美的集团 872.17 亿元，超配 2.57 个百分点。此外在持仓规模前十的大盘蓝筹股中，美的集团、海天味业和格力电器资金配置占其自由流通市值比均超 20%。

图 17：北向资金最大规模持有和超配贵州茅台，美的集团持有规模较大且占其市值比高



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：统计区间为 2020.08.17-2021.08.20

表 5：北向资金持有的规模前十大盘蓝筹股情况

证券简称	北向持股规模(亿元)	北向资金配置比例	北向资金占流通市值比	北向超配
贵州茅台	1372.57	5.65%	16.12%	3.09%
美的集团	872.17	3.59%	25.64%	2.57%
招商银行	704.74	2.90%	11.12%	1.00%
隆基股份	467.08	1.92%	13.84%	0.91%
中国平安	456.56	1.88%	8.73%	0.31%
五粮液	452.13	1.86%	12.50%	0.78%
格力电器	451.45	1.86%	21.47%	1.23%
中国中免	413.66	1.70%	19.87%	1.08%
恒瑞医药	363.23	1.50%	19.34%	0.93%
海天味业	285.58	1.18%	24.63%	0.83%

资料来源：Wind，光大证券研究所；注：统计区间为 2020.08.17-2021.08.20，超配比例为北向持股比例-流通股标配比例

3、北向资金如何进一步拆解

北向资金的构成比较复杂，简单粗暴的将其归类为“外资”并不利于我们做更深入的研究，**长线配置型资金才是市场关注的焦点**。因此，我们需要在已有数据的基础上对北向资金做进一步的拆解。

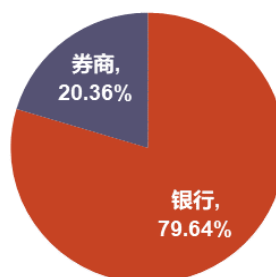
除了北向资金的总量数据，我们还能够在香港中央结算有限公司获取托管机构持股明细数据。依靠该数据可以对北向资金做进一步划分，其逻辑是假设不同类别的托管机构服务的投资机构类型存在一定的差异。托管机构的类别可以近似替代投资机构的类别，从而完成对北向资金的分类。

3.1、托管机构数据概览

我们获取了过去一年（2020年8月17日—2021年8月20日，下同）香港中央结算有限公司所有清算参与者的日度结算数据，并且结合日度成交均价及收盘价计算了每个托管机构对应每只股票的日度交易金额和持股市值变化情况。

中央结算系统将托管机构分成了若干类别，主要以银行和券商为主。其中银行类机构代码以“C”开头，平均持仓市值为 18515.43 亿元，占比 79.64%；券商类机构代码以“B”开头，平均持仓市值为 4733.92 亿元，占比 20.36%。

图 18：托管机构持仓市值占比



资料来源：香港交易所，光大证券研究所；注：平均持仓市值及占比的统计区间为 2020.08.17-2021.08.20

通过观察机构持仓市值和股票数量可以发现，过去一年持有过股票的托管机构共 174 家，但是有部分机构持有股票数量较少，持仓市值较低，并且很少参与交易。此类机构的交易行为并不具备跟踪价值，因此我们对上述托管机构进行剔除。

表 6：托管机构持股数量与持仓规模统计

	持股数量（只）	持仓规模（亿元）
均值	264.02	133.62
中位数	42.98	0.66
最大值	1994.51	7036.73
最小值	0.01	3.04
1/4 分位点	281.54	6.45
3/4 分位点	6.25	0.1

资料来源：香港交易所，光大证券研究所；注：统计区间为 2020.08.17-2021.08.20

我们剔除了过去一年平均持股数量小于 10 只的机构。经过筛选后一共剩余 119 家机构，其中银行类托管机构 14 家，券商类托管机构 105 家。筛选后的机构具有持股数量较多，规模较大等特征。平均持股规模前十名统计如下，其中银行类托管机构有 5 家，券商类托管机构有 5 家。

表 7：托管机构平均持股规模前十名

序号	机构名称	机构编号	平均持股数量(只)	平均持股规模(亿元)	分类
1	香港上海汇丰银行有限公司	C00019	1729.28	7036.73	银行
2	渣打银行(香港)有限公司	C00039	1421.79	4512.15	银行
3	JPMORGAN CHASE BANK, NATIONAL ASSOCIATION	C00100	1428.10	4100.90	银行
4	花旗银行	C00010	1731.18	2222.41	银行
5	UBS SECURITIES HONG KONG LTD	B01161	1699.55	833.33	券商
6	MORGAN STANLEY HONG KONG SECURITIES LTD	B01274	1769.42	766.96	券商
7	MLFE LTD	B01224	1572.75	651.11	券商
8	J.P. MORGAN BROKING (HONG KONG) LTD	B01110	1994.51	602.92	券商
9	中国国际金融香港证券有限公司	B01654	1587.51	449.99	券商
10	BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES	C00093	1478.72	406.83	银行

资料来源：香港交易所，光大证券研究所；注：统计区间为 2020.08.17-2021.08.20

3.2、通过交易行为对北向资金再分类

除了中央结算系统的分类之外，我们还可以寻找更多维度对托管机构进行再分类。较为常见的划分方式有根据归属地、股东占比等分为内资、港资、外资。此外，我们还可以根据资金的交易行为数据对其反向归类。

按照收益来源，市场上的资金大体可以分为两种类型：倾向于长期持有和价值投资的**配置型**；倾向于高频交易赚取市场定价误差的**交易型**。根据该划分方式，我们可以通过计算不同托管机构的换手率来判断该机构倾向于何种类型。

定义机构日度换手率如下：

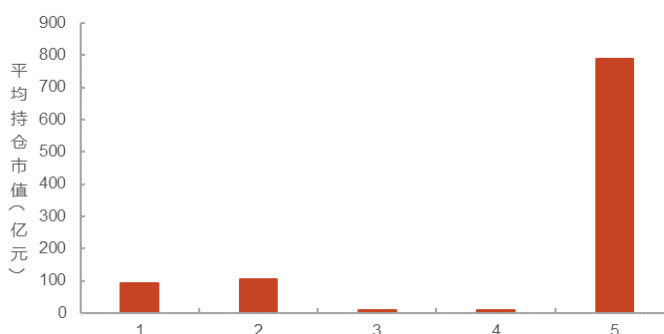
$$Turn\ Ratio = \frac{\sum_s |(X_{s,t} - X_{s,t-1}) \times VWAP_{s,t}|}{\sum_s X_{s,t-1} \times CLOSE_{s,t-1}}$$

其中 $X_{s,t}$ 为该机构在 t 交易日持有股票 s 的数量， $VWAP_{s,t}$ 为成交均价， $CLOSE_{s,t-1}$ 为收盘价。

股票维度来说，换手率与市值存在正相关关系，我们统计了不同换手率水平下的平均持仓规模。统计结果可以发现，按照机构口径计算的换手率并不存在上述现象。换手率最高的两组机构平均持仓市值为 100 亿左右，规模适中；换手率最低的一组机构平均持仓为 800 亿左右，规模较大。

综合考虑规模与换手率两个维度，我们将换手率排名前 40% 的机构作为交易型，排名后 40% 的机构作为配置型。（详细划分结果见附录）

图 19：机构平均换手率与平均持仓市值关系



资料来源：香港交易所，光大证券研究所；注：按平均换手率指标从小到大分成 1-5 组；数据截至 2021.08.20

4、交易型与配置型北向资金画像

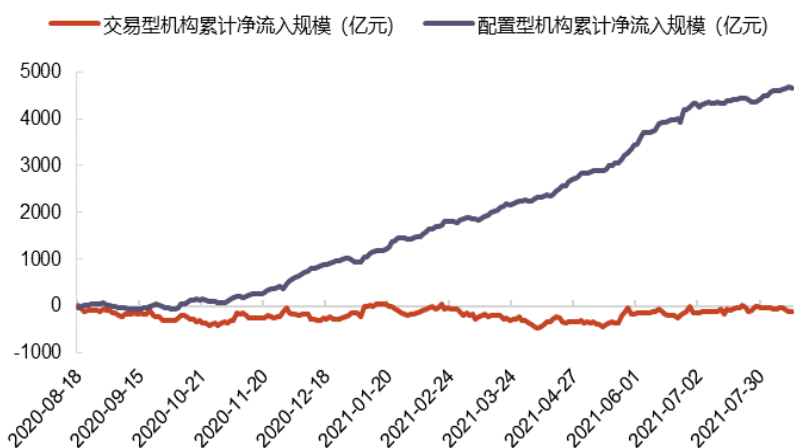
4.1、总量维度：配置型资金持续净流入，交易型资金随市场波动

资金总量上，配置型机构资金持续净流入，交易型机构资金净流入与市场走势高度相关。

统计不同类型资金净流入情况可以发现，配置型资金在 2020 年 8 月至 2021 年 8 月间累计净流入超 4600 亿元，呈现稳步上升态势。同时交易型资金体量较小但交易频发，整体走势与市场高度相关。

交易型机构平均持仓规模为 97.53 亿元，平均换手率为 28.83%。而配置型机构的平均持仓规模是交易型机构的 4 倍，达 391.79 亿元，但其平均换手率仅 1.67%。

图 20：配置型资金持续净流入，交易型资金总量大体不变



资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；注：统计区间为 2020.08.18-2021.08.20

图 21：交易型资金与市场走势高度相关



资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；注：统计区间为 2020.08.18-2021.08.20

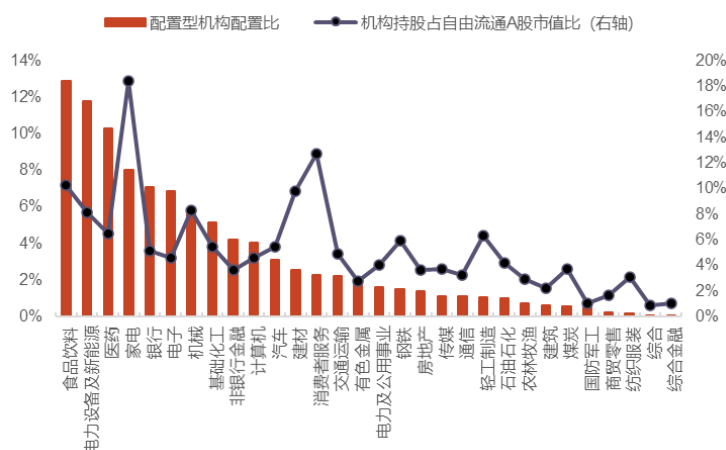
4.2、行业维度

4.2.1、配置型与交易型机构静态行业偏好相似

行业维度，从行业配置占比来看，配置型与交易型机构当前的行业偏好相似。在食品饮料、电力设备及新能源、医药、电子行业均有较高配置。

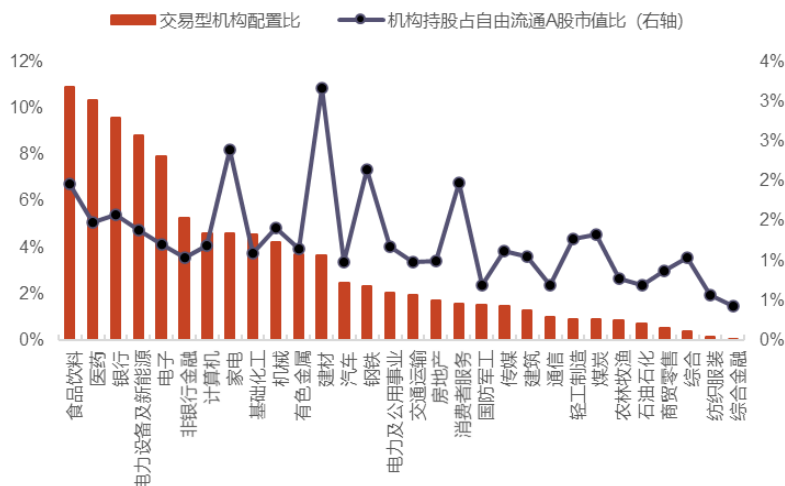
从机构持股占 A 股自由流通市值比来看，配置型机构在家电、消费者服务和食品饮料的自由流通市值占比较高。截至 2021 年 8 月 20 日，北向配置型资金分别占行业自由流通市值的 18.41%、12.75% 和 10.25%。北向交易型资金在建材、家电和钢铁行业占行业自由流通市值比均超 2%。

图 22：配置型资金偏好食品饮料、电力设备及新能源，家电、消费者服务持股占比高



资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2021.08.20，采用中信一级行业分类

图 23：交易型资金偏好食品饮料、医药与银行，建材、家电持股占比高



资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2021.08.20，采用中信一级行业分类。

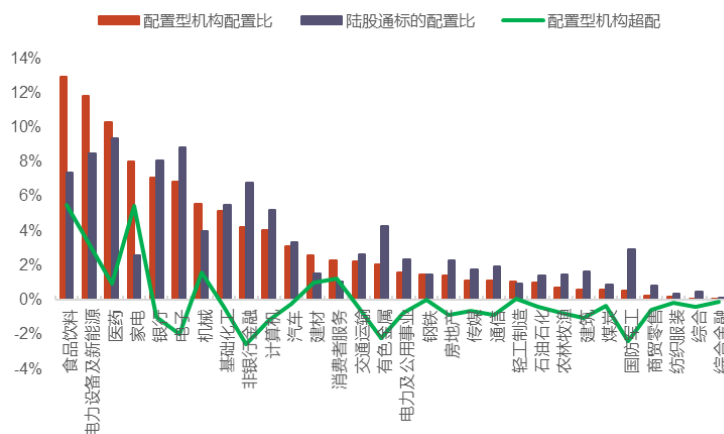
4.2.2、两种类型机构行业偏好相对于全市场均存在差异

对比 A 股行业自由流通市值占比，配置型机构和交易型机构的配置均存在差异且表现相近，即均超配食品饮料和家电，低配非银金融和军工。

截至 2021 年 8 月 20 日，配置型机构在食品饮料行业的资金配置比为 12.91%，超自由流通 A 股标配比例 5.50 个百分点，家电超配比例达 5.48 个百分点。对比 A 股非银金融行业自由流通市值比 6.80%，配置型机构在该行业的配置分别仅为 4.23%，低配 2.57 个百分点。此外，国防军工和有色金属行业也表现出较为明显的低配倾向。分别低配 2.38 个百分点和 2.23 个百分点。

总体而言，配置型机构在 2021 年 8 月依然超配食品饮料。

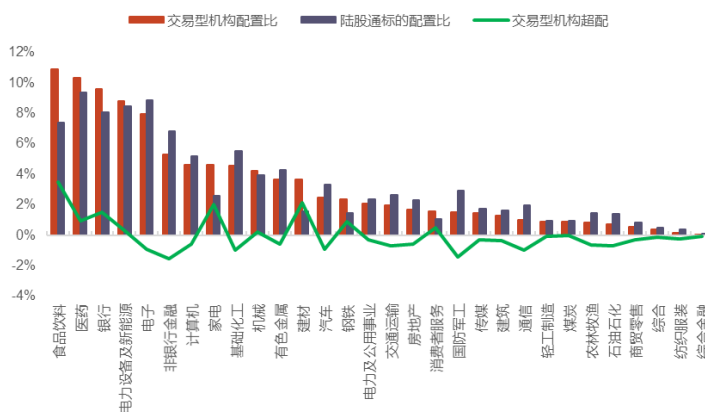
图 24：2021 年 8 月配置型资金超配食品饮料和家电，低配非银金融和国防军工



资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2021.08.20，采用中信一级行业分类

交易型机构主要超配食品饮料和建材，超配比达 3.49 个百分点和 2.12 个百分点。在交易型资金的低配行业中，非银金融以 1.53 个百分点的低配比例位列首位。此外，交易型机构在国防军工行业的低配比例也与其相近达 1.40 个百分点。

图 25：2021 年 8 月交易型资金食品饮料超配比最高，低配非银金融和建材



资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2021.08.20，采用中信一级行业分类

表 8：配置型机构持股规模与超配

行业名称	配置型机构持股规模(亿元)	配置型机构资金配置比例	交易型机构持股规模(亿元)	交易型机构资金配置比例	陆股通标的标配比例	配置型机构超配	交易型机构超配
食品饮料	2525.37	12.91%	483.85	10.90%	7.41%	5.50%	3.49%
医药	2018.44	10.31%	458.58	10.33%	9.36%	0.96%	0.97%
银行	1385.06	7.08%	425.29	9.58%	8.08%	-1.00%	1.50%
电力设备及新能源	2308.81	11.80%	390.94	8.81%	8.48%	3.31%	0.32%
电子	1343.90	6.87%	352.32	7.94%	8.83%	-1.97%	-0.90%
非银行金融	827.64	4.23%	233.94	5.27%	6.80%	-2.57%	-1.53%
计算机	792.32	4.05%	205.11	4.62%	5.19%	-1.14%	-0.57%
家电	1575.09	8.05%	204.08	4.60%	2.57%	5.48%	2.02%
基础化工	1011.39	5.17%	202.37	4.56%	5.53%	-0.37%	-0.98%
机械	1091.60	5.58%	186.48	4.20%	3.97%	1.61%	0.23%
有色金属	398.89	2.04%	163.35	3.68%	4.27%	-2.23%	-0.59%
建材	503.43	2.57%	163.08	3.67%	1.55%	1.02%	2.12%
汽车	607.97	3.11%	108.66	2.45%	3.34%	-0.23%	-0.89%
钢铁	290.01	1.48%	104.15	2.35%	1.46%	0.02%	0.89%
电力及公用事业	317.50	1.62%	91.22	2.05%	2.34%	-0.72%	-0.29%
交通运输	433.19	2.21%	86.23	1.94%	2.65%	-0.44%	-0.71%
房地产	275.90	1.41%	75.78	1.71%	2.28%	-0.87%	-0.57%
消费者服务	444.85	2.27%	69.13	1.56%	1.05%	1.22%	0.51%
国防军工	103.81	0.53%	67.00	1.51%	2.91%	-2.38%	-1.40%
传媒	215.24	1.10%	64.63	1.46%	1.74%	-0.64%	-0.29%
建筑	121.08	0.62%	56.87	1.28%	1.63%	-1.01%	-0.35%
通信	214.71	1.10%	45.12	1.02%	1.97%	-0.87%	-0.95%
轻工制造	204.69	1.05%	40.85	0.92%	0.97%	0.08%	-0.05%
煤炭	113.36	0.58%	40.49	0.91%	0.92%	-0.34%	-0.01%
农林牧渔	144.04	0.74%	38.01	0.86%	1.47%	-0.74%	-0.62%
石油石化	196.89	1.01%	32.70	0.74%	1.41%	-0.41%	-0.68%
商贸零售	46.14	0.24%	24.01	0.54%	0.83%	-0.60%	-0.29%
综合	13.66	0.07%	16.61	0.37%	0.48%	-0.41%	-0.11%
纺织服装	39.57	0.20%	7.36	0.17%	0.38%	-0.18%	-0.22%
综合金融	4.11	0.02%	1.67	0.04%	0.12%	-0.10%	-0.08%

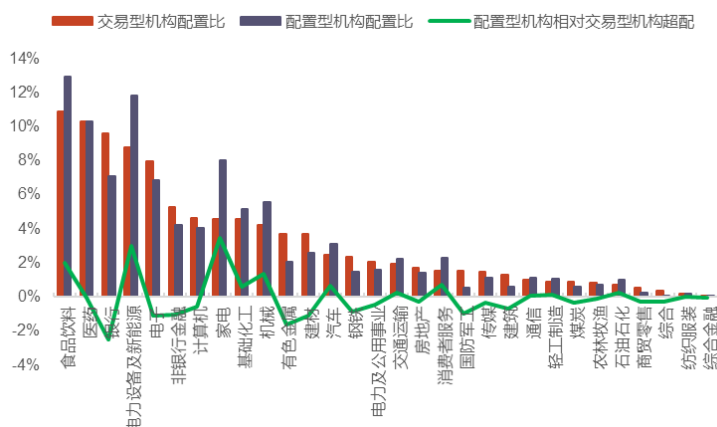
资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2021.08.20，采用中信一级行业分类

4.2.3、配置型机构与交易型机构行业资金配置差异对比

配置型机构相较于交易型机构更为偏好家电、电力设备及新能源和食品饮料行业，银行和有色金属两个行业的资金配置比例则不如交易型机构。

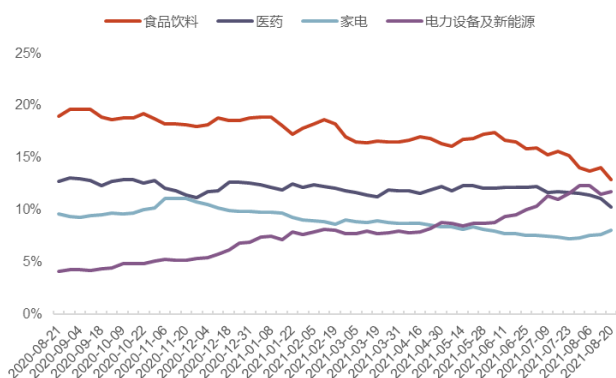
配置型资金在家电、食品饮料和电力设备及新能源上较为青睐。截至 2021 年 8 月 20 日，配置型资金相对于交易型超配分别达 3.45 个百分点、2.99 个百分点和 2.01 个百分点。此外在银行和有色金属两个行业的配置上，配置型资金配比则不如交易型资金，低配 2.50 个百分点和 1.67 个百分点。

图 26：2021 年 8 月配置型相对交易型资金超配家电、食品饮料和新能源，低配银行



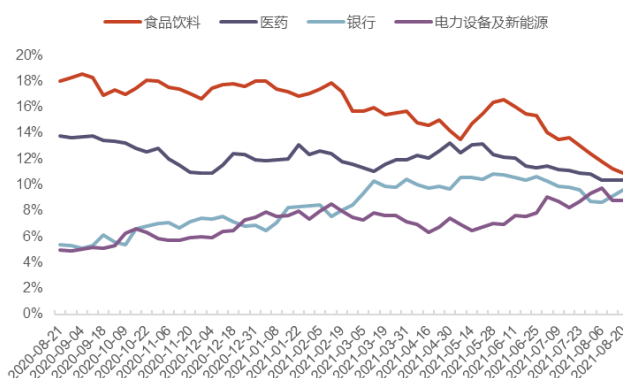
资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2021.08.20，采用中信一级行业分类

图 27：配置型机构资金配置比变化



资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；注：统计区间为 2020.08-2021.08，采用中信一级行业分类

图 28：交易型机构资金配置比变化

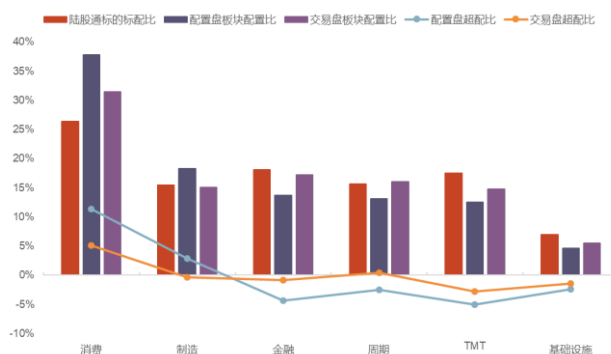


资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；注：统计区间为 2020.08-2021.08，采用中信一级行业分类

4.3、两类型机构均超配消费板块，配置型机构更甚

申万板块分类来看，截至 2021 年 8 月 20 日，配置型与交易型资金均超配消费板块，低配金融、TMT、基础设施板块。其中配置型资金超配消费板块幅度超过 10 个百分点。

图 29：配置型与交易型资金板块配置

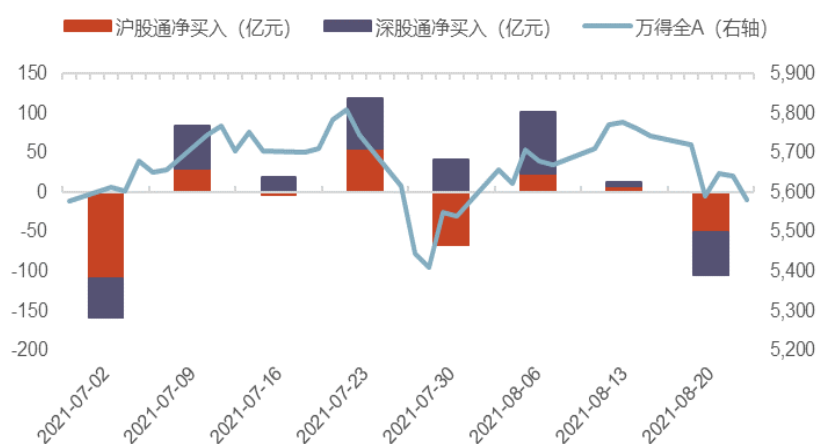


资料来源：香港交易所，光大证券研究所；注：数据截至 2021.08.20

5、流量视角看北向资金近期动向

从总量上看，北向资金变动与市场行情变化较为一致。上周（2021年8月16日-2021年8月20日，下同）市场下挫，万得全A指数下跌2.85%，北向资金净流出超百亿，为近期较大规模净卖出。其中沪股通净卖出50.05亿元，深股通净卖出54.86亿元。

图 30：北向资金过去 8 周净流入走势



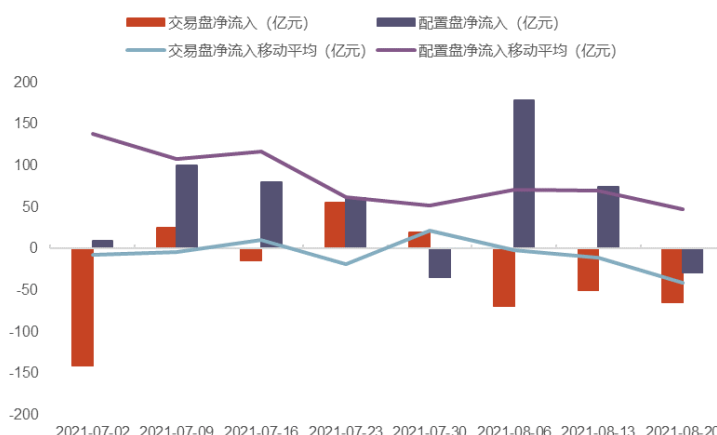
资料来源：Wind，光大证券研究所；注：统计区间为 2021.07.02-2021.08.20

5.1、配置盘持续净流入，交易盘跟随市场波动

按照机构类型看，配置盘近 8 周保持总体净流入，交易盘平均净流入量则小额双向波动。

配置盘平均每周保持 50 亿元以上规模的净买入量，近期达到净买入量高点（178.49 亿元）后，于上周出现 28.30 亿元的小额净卖出。交易盘上周净流出 64.18 亿元，连续三周净卖出，三周总计净流出 182.23 亿元。

图 31：交易盘与配置盘过去 8 周净流入与移动平均



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：统计区间为 2021.07.02-2021.08.20

5.2、食品饮料遭受北向资金最大规模净流出

从行业变动看，上周（2021年8月16日-2021年8月20日，下同）食品饮料行业跌幅最高，同时遭受北向资金最大规模净卖出；电力设备及新能源跌幅不小，但获得北向最大规模加仓。

食品饮料行业上周跌幅高达9.73%，遭北向资金逾70亿元净卖出，其中配置盘净流出80.52亿元，交易盘小额净流入。电力设备新能源下跌3.67%，涨跌幅排名靠后，但获得配置盘32.21亿元净买入量，北向资金净买入量居行业首位。

图 32：食品饮料上周大跌，配置盘资金大额净流出

行业名称	交易盘净流入（亿元）	配置盘净流入（亿元）	北向净流入（亿元）	行业涨跌幅（%）
食品饮料	8.83	-80.52	-72.03	-9.73
有色金属	13.85	-0.99	-18.07	-2.38
机械	13.06	-4.49	-17.95	-2.53
通信	10.65	-2.27	-13.09	-2.50
传媒	9.55	-1.75	-11.26	-1.69
消费者服务	5.62	-16.20	-10.42	-5.74
基础化工	13.75	5.15	-9.14	-3.04
国防军工	8.41	0.04	-7.96	0.91
石油石化	6.21	-0.09	-6.34	-4.05
汽车	1.27	-3.71	-5.66	-3.99
交通运输	4.53	0.35	-4.18	-0.85
商贸零售	1.80	-0.53	-3.48	-2.43
煤炭	1.52	-0.91	-2.92	-5.54
农林牧渔	3.35	0.74	-2.68	-5.38
房地产	2.18	1.05	-1.24	0.87
计算机	9.10	8.02	-0.69	-2.18
轻工制造	1.97	1.30	-0.55	-2.97
综合	1.66	0.21	-0.21	1.11
综合金融	0.08	0.05	0.13	3.61
纺织服装	0.81	-0.41	0.29	-1.81
建材	4.14	-1.36	2.67	0.36
家电	9.92	12.81	2.76	-1.48
电力及公用事业	-0.06	2.47	3.41	0.54
建筑	4.19	0.18	4.50	-0.46
非银行金融	3.00	2.14	5.53	3.65
钢铁	7.06	-1.14	5.77	0.22
医药	21.70	-9.02	10.08	-7.67
银行	2.36	9.10	11.39	-0.35
电子	1.97	19.31	16.01	-2.13
电力设备及新能源	7.15	32.21	24.35	-3.67

资料来源：Wind，光大证券研究所；注：统计区间为 2021.08.16-2021.08.20

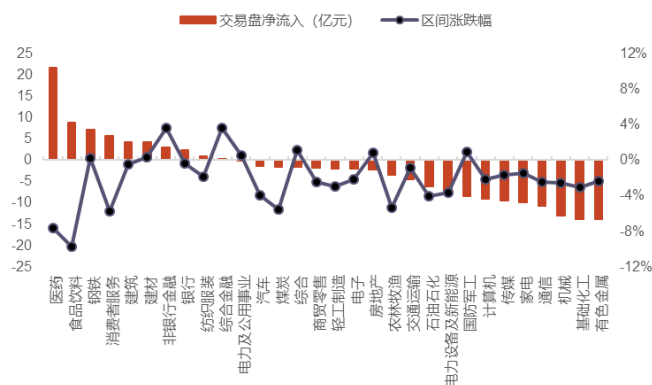
5.3、配置型与交易型资金行业净流入分化

上周，配置盘与交易盘资金均实现净流出，但在行业上有所分化。

配置盘加仓电力设备及新能源与电子，大幅抛出食品饮料；交易盘则加仓医药与食品饮料，净卖出基础化工与有色金属。

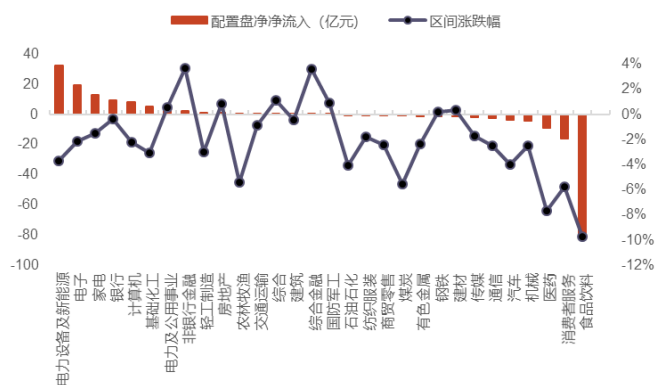
具体看，配置盘对电力设备及新能源、电子和家电行业实现超10亿元净流入，而交易盘在此三个行业均小额净卖出。交易盘净买入医药行业21.70亿元，同时对于配置盘净卖出高达80.52亿元的食品饮料行业则实现近8.83亿元的净买入。

图 33：交易盘上周行业净流入



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：统计区间为 2021.08.16-2021.08.20，采用中信一级行业分类

图 34：配置盘上周行业净流入



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：统计区间为 2021.08.16-2021.08.20，采用中信一级行业分类

表 9：配置盘上周净流入流出前三规模行业

行业名称	周净流入 (亿元)	周涨跌幅 (%)	近四周净流入 (亿元)	近四周涨跌幅 (%)
电力设备及新能源	32.21	-3.67	35.11	-2.59
电子	19.31	-2.13	79.97	-3.72
家电	12.81	-1.48	37.91	0.63
医药	-9.02	-7.67	20.75	-12.25
消费者服务	-16.20	-5.74	-19.38	-13.42
食品饮料	-80.52	-9.73	-100.33	-16.84

资料来源：Wind，光大证券研究所；注：统计区间 2021.08.16-2021.08.20

表 10：交易盘上周净流入流出前三规模行业

行业名称	周净流入 (亿元)	周涨跌幅 (%)	近四周净流入 (亿元)	近四周涨跌幅 (%)
医药	21.70	-7.67	7.30	-12.25
食品饮料	8.83	-9.73	-40.68	-16.84
钢铁	7.06	0.22	7.05	4.27
机械	-13.06	-2.53	18.65	4.25
基础化工	-13.75	-3.04	-41.01	5.33
有色金属	-13.85	-2.38	-18.93	3.81

资料来源：Wind，光大证券研究所；注：统计区间为 2021.08.16-2021.08.20

6、总结与展望

本篇报告中，我们为北向资金选择了更为合适的中证 800 指数作为业绩基准。并且通过行业、板块和风格三个维度对北向资金进行了细致的拆解。

行业配置方面，北向资金更偏好食品饮料、电力新能源和医药等行业，同时在家电、消费者服务、食品饮料行业占有较高比例。对比 A 股自由流通市值行业占比发现，北向资金超配食品饮料与家电行业。从板块维度来看，北向资金超配消费板块，且在消费与制造板块占较高权重。从持股风格上看，北向资金偏好高市值、高估值和高盈利的股票，且有集中持股倾向。

此外，北向资金的构成比较复杂，简单粗暴的将其归类为“外资”并不利于我们做更深入的研究，长线配置型资金才是市场关注的焦点。按照收益来源看，市场上的资金大体可以划分为两种类型：倾向于长期持有和价值投资的**配置型**；倾向于高频交易赚取市场定价误差的**交易型**。根据该划分方式，我们可以通过计算不同托管机构的换手率来判断该机构倾向于何种类型。

对划分不同机构类型后的资金进行分析发现，总量上，配置型机构资金持续净流入，交易型机构资金净流入与市场走势高度相关；行业配置上，两种类型机构资金对比 A 股行业自由流通市值占比均存在差异，均超配食品饮料和家电，低配非银金融。同时，配置型机构资金相比于交易型机构资金超配家电和电力设备及新能源，在银行上配置则不如交易型机构资金。

本篇报告侧重于对北向资金的描述与统计，后续报告中我们将利用北向资金数据在选股与择时上做出尝试。

7、风险提示

报告结果均基于历史数据，历史数据存在不被重复验证的可能。

8、附注

表 11：交易型与配置型机构划分明细

机构编号	机构名称	平均换手率	机构类型	机构编号	机构名称	平均换手率	机构类型
B01914	富瑞金融集团香港有限公司	369.81%	交易型	C00016	DBS BANK LTD	0.16%	配置型
B01824	极讯亚太有限公司	345.56%	交易型	B01910	阿尔法国际证券(香港)有限公司	0.17%	配置型
B01137	周生生证券有限公司	122.46%	交易型	B01715	统一证券(香港)有限公司	0.44%	配置型
B01256	国金证券(香港)有限公司	50.43%	交易型	B01505	上银证券有限公司	0.48%	配置型
B01963	天风国际证券与期货有限公司	37.49%	交易型	C00100	JPMORGAN CHASE BANK, NATIONAL ASSOCIATION	0.52%	配置型
B02102	尊嘉证券国际有限公司	37.39%	交易型	B01762	星展唯高达香港有限公司	0.58%	配置型
B01555	ABN AMRO CLEARING HONG KONG LTD	29.96%	交易型	C00039	渣打银行(香港)有限公司	0.60%	配置型
B01491	CREDIT SUISSE SECURITIES (HONG KONG) LTD	21.17%	交易型	B01264	金英证券(香港)有限公司	0.61%	配置型
B02091	瑞丰证券有限公司	19.60%	交易型	C00019	香港上海汇丰银行有限公司	0.89%	配置型
B01347	银河—联昌证券(香港)有限公司	18.47%	交易型	C00099	台新国际商业银行股份有限公司	1.02%	配置型
B01666	宝新证券有限公司	13.61%	交易型	B01773	东洋证券亚洲有限公司	1.03%	配置型
B01121	法国兴业证券(香港)有限公司	13.60%	交易型	B01372	第一金和升证券有限公司	1.03%	配置型
B01967	云锋证券有限公司	13.35%	交易型	B01585	华诚证券有限公司	1.05%	配置型
B02175	微牛证券有限公司	12.92%	交易型	B01284	恒生证券有限公司	1.29%	配置型
B01601	群益证券(香港)有限公司	12.91%	交易型	B01089	汇丰金融证券(香港)有限公司	1.29%	配置型
B01323	德意志证券亚洲有限公司	12.83%	交易型	B01947	富邦证券(香港)有限公司	1.32%	配置型
B01138	中信里昂证券有限公司	12.07%	交易型	C00010	花旗银行	1.33%	配置型
B01654	中国国际金融香港证券有限公司	12.05%	交易型	B01943	宝生证券及期货有限公司	1.37%	配置型
B01848	国泰证券(香港)有限公司	11.16%	交易型	B01971	横华国际证券有限公司	1.38%	配置型
B01110	J.P. MORGAN BROKING (HONG KONG) LTD	10.00%	交易型	C00036	中国建设银行(亚洲)股份有限公司	1.40%	配置型
B01885	哈富证券有限公司	9.81%	交易型	B01118	东亚证券有限公司	1.50%	配置型
B01274	MORGAN STANLEY HONG KONG SECURITIES LTD	9.76%	交易型	B01289	南华证券投资有限公司	1.54%	配置型
B02120	利弗莫尔证券有限公司	9.75%	交易型	B01610	凯基证券亚洲有限公司	1.63%	配置型
B01451	高盛(亚洲)证券有限公司	9.08%	交易型	B01813	建银国际证券有限公司	1.65%	配置型
B01904	华盛资本证券有限公司	8.59%	交易型	C00074	德意志银行	1.66%	配置型
B01962	中信建投(国际)证券有限公司	8.41%	交易型	B01130	中银国际证券有限公司	1.72%	配置型
B01224	MLFE LTD	7.90%	交易型	C00033	中国银行(香港)有限公司	1.80%	配置型
B01445	胜利证券有限公司	7.50%	交易型	B01497	永丰金证券(亚洲)有限公司	1.93%	配置型
B01955	富途证券国际(香港)有限公司	6.92%	交易型	B01353	大华继显(香港)有限公司	1.94%	配置型
B01978	方正证券(香港)有限公司	6.83%	交易型	B01181	复星恒利证券有限公司	2.04%	配置型
B01900	东方证券(香港)有限公司	6.71%	交易型	C00042	招商永隆银行有限公司	2.08%	配置型
B01829	华泰金融控股(香港)有限公司	6.45%	交易型	B01695	大新证券有限公司	2.11%	配置型
B01938	兴证国际证券有限公司	6.39%	交易型	B01649	信达国际证券有限公司	2.15%	配置型
B01939	东吴证券国际经纪有限公司	6.39%	交易型	B02032	方德证券有限公司	2.16%	配置型
B01161	UBS SECURITIES HONG KONG LTD	6.17%	交易型	B01265	华侨永亨证券有限公司	2.18%	配置型
B01699	元富证券(香港)有限公司	6.16%	交易型	B01696	亨达证券有限公司	2.23%	配置型
B01434	蜂投证券有限公司	5.83%	交易型	C00088	招商银行股份有限公司	2.33%	配置型
B01890	国信证券(香港)经纪有限公司	5.44%	交易型	C00058	中信银行(国际)有限公司	2.33%	配置型
C00093	BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES	5.43%	交易型	B01184	中国通海证券有限公司	2.56%	配置型
B01826	广发证券(香港)经纪有限公司	5.12%	交易型	B01842	交银国际证券有限公司	2.74%	配置型

B01905	安信国际证券(香港)有限公司	4.90%	交易型	B01901	招银国际证券有限公司	2.77%	配置型
B01228	中信证券经纪(香港)有限公司	4.87%	交易型	B01556	六福证券(香港)有限公司	2.84%	配置型
B01875	国都证券(香港)有限公司	4.83%	交易型	B02155	亚丁金融集团有限公司	2.84%	配置型
B01576	兆安证券有限公司	4.83%	交易型	B01183	创兴证券有限公司	2.85%	配置型
B02141	新永安国际证券有限公司	4.81%	交易型	B01948	财通国际证券有限公司	2.85%	配置型
B01866	工银国际证券有限公司	4.76%	交易型	B01590	盈透证券香港有限公司	2.94%	配置型
B01115	申万宏源证券(香港)有限公司	4.46%	交易型	C00040	中国工商银行(亚洲)有限公司	2.94%	配置型
				B01858	元大证券(香港)有限公司	2.95%	配置型

资料来源: Wind, 光大证券研究所; 注: 统计区间为 2020.08.17-2021.08.20

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE