

2020-3-22

金融工程 | 专题报告

## 资金流跟踪

# 资金流跟踪系列：北上 VS 南下，行业配置将走向何方？

## 报告要点

### ■ 市场下行不改 ETF 资金净流入之势

本周继续受到全球疫情的影响，海内外股市持续下挫，A 股市场所有行业普跌，但不改 ETF 市场净资金流入大势，跟踪全部 ETF 份额本周提升超过 200 亿，规模小幅缩减。纵观全球主要股票市场 A 股抗跌能力较强，美国市场回撤最大。

### ■ 中国 VS 美国：基金在市场下行中扮演何等角色？

美国市场：根据 ICI 公布的 2018 年以来美国市场共同基金和 ETF 的资金流变化，股票型基金在 2018 年和 2019 年大部分月份都是净流出。着重关注今年 2 月份海外疫情开始扩散这一阶段每周的资金流变化，**2 月份股票型基金一改之前净流出之势获得了 685.9 亿美元的净流入，3 月份只预估了前两周的资金流数据但是从目前的数据上看并未达到 2019 年全年月度净流出平均水平，从基金资金流角度看基金产品加大权益市场下行风险的说法并不成立。**

国内市场：选定的跟踪基金池整体资金流动向与大盘走势相关性较高，在市场出现下行波动时资金难改净流出之势，**不过从基金份额上看，近期每周基金份额都有持续上升，即使市场下挫投资者申购热情依旧。**分成五大类别分别统计来看，宽基指数和科技类 ETF 份额占比最高，从年末至今，宽基的份额有所下滑，科技类 ETF 则屡创新高；除此之外，金融地产和中游制造份额也不断提升。

### ■ 北上 VS 南下：资金流入流出特征对行业配置有什么指导意义？

主要关注年初至今及 3 月份以来（截止 3 月 18 日）北上和南下资金的配置情况。  
 北上：一季度资金**净流入较多的行业为医药、计算机及建筑**，净流出较多的则是持仓权重较高的银行、非银、电子等。3 月份以来资金流出仍然集中在北上持仓较高的消费、金融及电子和电气设备。

南下：**一季度资金净流入较多的行业为银行、计算机和地产**，在钢铁、军工及家电上有小幅流出；3 月份以来，行业配置仍然延续前期在金融地产上配置偏好。

北上资金表现出来在重仓行业上流入流出和行业涨跌幅较强的相关性，在本周最后一个交易日结束一周的净流出，沪股通净买入 35.95 亿元，净买入金额靠前的个股集中在前期流出较多的消费、金融板块上。资金的突然转向是否预示着前期在主要持仓行业上的净流出之势或将逆转？建议持续关注北上资金在重仓行业上的动向，尤其是消费板块中医药、家电行业。

分析师 覃川桃

☎ (8621) 61118766

✉ qinct@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490513030001

分析师 陈洁敏

☎ (8621) 61118706

✉ chenjm5@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518120005

## 相关研究

《QFII/RQFII 识别及策略构建》2020-3-8

《资产配置回溯系统介绍》2020-3-5

《如何匹配盈利与估值？PB-ROE 策略的因子化》2020-3-3

**风险提示：**

1. 基金规模数据由当日收盘净值及当日提取的份额数据相乘预估得到；
2. 本文测算结果均是基于历史数据，未必与未来走势相符。

## 目录

主要 ETF 规模及申赎变化跟踪 .....	4
市场下行不改 ETF 资金净流入之势 .....	5
几大宽基 ETF 本周获大幅净申购 .....	6
中国 VS 美国：市场波动剧烈时 ETF 扮演着什么角色？ .....	9
美国共同基金和 ETF 近阶段资金流向变化 .....	9
国内各类 ETF 近阶段份额及规模变化 .....	11
基金仓位跟踪 .....	15
北上资金 .....	16
北上 VS 南下：资金的净流入特征 .....	18
北上 VS 南下：哪些行业受影响最大？ .....	20
北上资金在行业配置上是否具有参考价值？ .....	20
北上资金在行业配置上有哪些变化？ .....	23
北上 VS 南下：哪些个股受影响最大？ .....	25
近期新发基金产品跟踪 .....	28
总结 .....	29

## 图表目录

图 1：全球主要股票市场本周涨跌表现 .....	5
图 2：A 股市场各大行业本周收益表现 .....	5
图 3：各大类 ETF 本周规模加权收益率表现 .....	6
图 4：行业 ETF 细分子类本周规模加权收益率表现 .....	6
图 5：美国 2009 年至 2018 年 ETF 数量和净资产（美元，百亿） .....	10
图 6：主要地区 ETF 净资产占比（截止 2018 年底） .....	10
图 7：2018 年至 2020 年 3 月 11 日月度及周度 ETF 资金流变化跟踪（美元，百万） .....	10
图 8：2019 年年底至今基金份额、规模变化及上证综指走势（周度） .....	11
图 9：2019 年年底至今各类别基金份额变化（周度） .....	11
图 10：2019 年年底至今各类别基金规模变化（周度） .....	12
图 11：科技类 ETF 产品的份额规模与板块走势（亿） .....	12
图 12：金融地产 ETF 产品的份额规模与板块走势（亿） .....	12
图 13：消费类 ETF 产品的份额规模与板块走势（亿） .....	13
图 14：制造类 ETF 产品的份额规模与板块走势（亿） .....	13
图 15：宽基_大盘产品的份额规模与板块走势（亿） .....	13
图 16：宽基_中盘产品的份额规模与板块走势（亿） .....	13
图 17：几大板块及代表性宽基指数近几周走势 .....	14
图 18：基金仓位测算 .....	15

图 19: 近 5 天北上资金净流入 (单位: 亿)	17
图 20: 近 63 天北上资金流入情况 (单位: 亿)	17
图 21: 年初至今北上资金净流入、累计净买入及沪深 300 走势跟踪 (亿)	18
图 22: 2014 年年底至今南下资金净流入 (港元, 单位: 亿)	18
图 23: 2014 年年底至今南下资金净流入、累计净买入及恒生指数走势跟踪 (港元, 单位: 亿)	19
图 24: 年初至今上证综指和恒生指数走势	19
图 25: 中国新冠肺炎累计及当日新增 (截止 03-18)	20
图 26: 全球 (不含中国) 新冠肺炎累计及当日新增 (截止 03-18)	20
图 27: 北上资金存量变化率和沪深 300 收益率 (季度)	20
图 28: 北上资金存量变化率和沪深 300 收益率 (月度)	21
图 29: 北上资金存量变化率与行业收益率相关性 (月度)	21
图 30: 北上资金分行业上的存量资金变化率和行业收益率的相关性 (月度)	22
图 31: 年初至今北上资金净流入前六和后六大行业 (亿元)	23
图 32: 今年三月份至今北上资金净流入前六和后六大行业 (亿元)	23
图 33: 年初至今南下资金净流入前六和后六大行业 (港币, 亿元)	24
图 34: 今年三月份至今南下资金净流入前六和后六大行业 (港币, 亿元)	24
图 35: 年初至今北上资金在食品饮料上的净流入和行业走势 (亿元)	24
图 36: 年初至今北上资金在医药生物上的净流入和行业走势 (亿元)	24
图 37: 北上资金在各个行业上的平均持有仓位、超额收益表现及行业区间累计收益率	25
图 38: 年初至今十大成交活跃股中北上资金成交净买入前十大个股	25
图 39: 年初至今十大成交活跃股中北上资金成交净买入后十大个股	25
图 40: 三月至今十大成交活跃股中北上资金成交净买入前十大个股	26
图 41: 三月至今十大成交活跃股中北上资金成交净买入后十大个股	26
图 42: 年初至今十大成交活跃股中南下资金成交净买入前十大个股	26
图 43: 年初至今十大成交活跃股中南下资金成交净买入后十大个股	26
图 44: 三月至今十大成交活跃股中南下资金成交净买入前十大个股	26
图 45: 三月至今十大成交活跃股中南下资金成交净买入后十大个股	26
表 1: 不同 ETF 产品的特点和投资特征	4
表 2: 各大类 ETF 的规模和份额变动 (亿)	6
表 3: 主要 ETF 的规模及份额变动 (亿)	8
表 4: 本周 (2020/03/16 至 2020/03/20) 的规模增长排名靠前的 ETF (亿)	9
表 5: 基金仓位分析 (单位: %)	15
表 6: 前十大持股比例个股和前十大持有市值个股	16
表 7: 前十大资金流入个股和前十大资金流入行业 (中信一级)	16
表 8: 历次“北上资金”大幅流出单日后周度涨跌前三的行业	17
表 9: 本月 (3 月份) 新发行 ETF 产品	28
表 10: 本周 (03/16~03/20) 新上市 ETF 产品	28

本基金周报主要跟踪三方面内容：

- 1) 市场上主要 ETF 的每周资金流及申购赎回份额变化追踪；
- 2) 各类基金产品的仓位跟踪；
- 3) 近期新发基金的统计跟踪。

如无特殊说明本报告中基金产品份额、规模及资金流数据单位均为亿。

此外，本周将通过专题形式从资金流分析的角度着重解决下面两个问题：

- 1) 市场波动较大的环境下，基金扮演着什么角色？是市场下行时的“催化剂”还是稳定市场的“救火队员”？
- 2) 近些年来北上资金作为观察市场动向的“方向标”之一面临着持续性流出将对市场走势和行业配置带来什么影响？与此同时，港股下行之下的南下资金逆流而入又带来了哪些机会？

## 主要 ETF 规模及申赎变化跟踪

ETF (Exchange Trade Fund) 全称交易型开放式指数证券投资基金，按照上市场所可以分为上证 ETF 和深证 ETF，按照投资范围可以分为股票型、债券型、商品型、货币型以及跨境 ETF，各类 ETF 的特点以及 ETF 投资特征总结如下：

表 1：不同 ETF 产品的特点和投资特征

分类	投资范围	ETF 的优势
股票 ETF	投资标的是在证券交易所上市交易的股票，其目标是紧跟相应的股票指数，并将做到跟踪误差控制在一定范围之内。	1) 既可以在场外进行申购赎回，也可以通过交易所像买卖股票一样进行场内交易，交易方式便捷；
QDII 股票 ETF	广义定义下的股票 ETF 的一种，主要投资于海外如日本、德国、美国等的权益市场	2) 流动性好，费用较为低廉；
港股 ETF	跟踪和投资于港股指数的股票 ETF	3) 操作透明，种类丰富。
债券 ETF	其投资的是上交所或者银行间债券市场的利率债和信用债，实现对一揽子债券标的投资。	
商品 ETF	以商品现货或期货合约为跟踪标的的 ETF 产品	
货币 ETF	交易型货币市场基金，是一种既在二级市场买卖，又可以在交易所市场内申购赎回的货币市场基金	

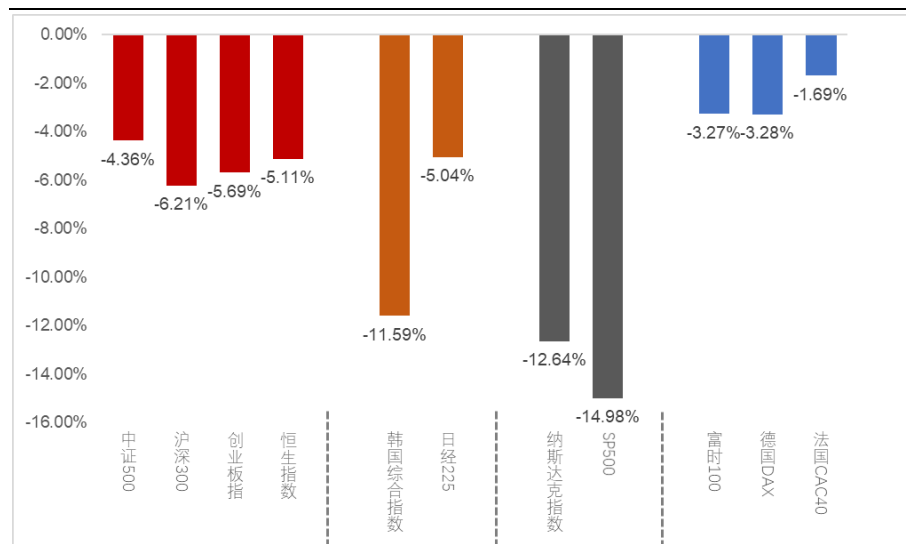
资料来源：Wind，长江证券研究所

ETF 的场内交易特点及其种类的日渐丰富不仅为广大投资者提供了更为便利和多样化的选择，也成为了跟踪和观察投资者情绪的较好维度。

## 市场下行不改 ETF 资金净流入之势

本周继续受到全球疫情的影响，海内外股市持续下挫，A 股市场所有行业普跌，但不改 ETF 市场净资金流入大势，纵观全球主要股票市场 A 股抗跌能力较强，美国市场回撤最大。

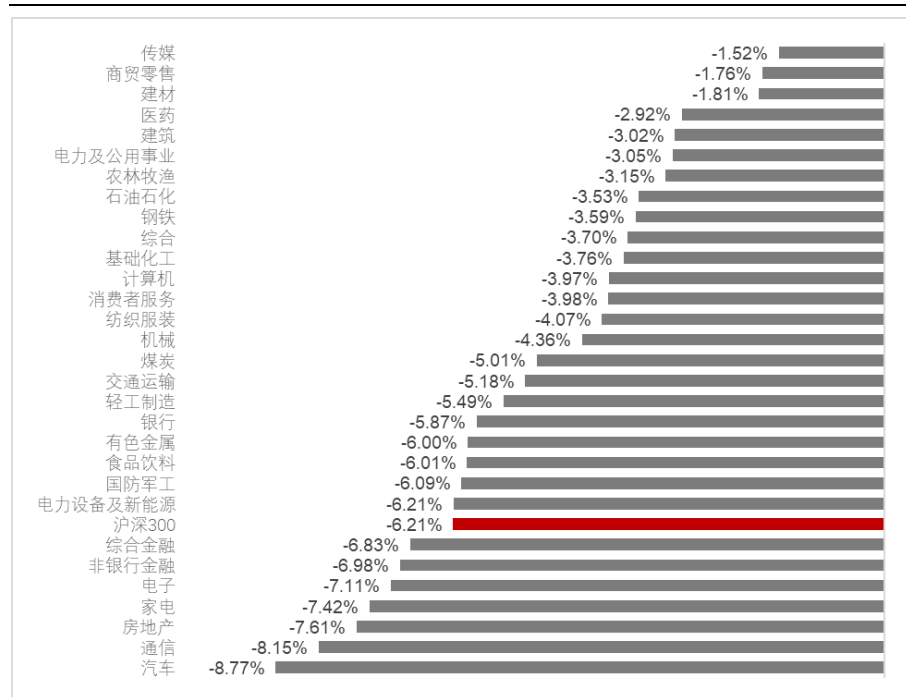
图 1：全球主要股票市场本周涨跌表现



资料来源：Wind，长江证券研究所

各大行业本周表现如图 2 所示，所有行业普跌，传媒、商贸零售、建材和医药相对较好；各大板块中，金融地产逆转上周的较好表现，本周集体出现较大回撤，除银行外均未能跑赢沪深 300。

图 2：A 股市场各大行业本周收益表现

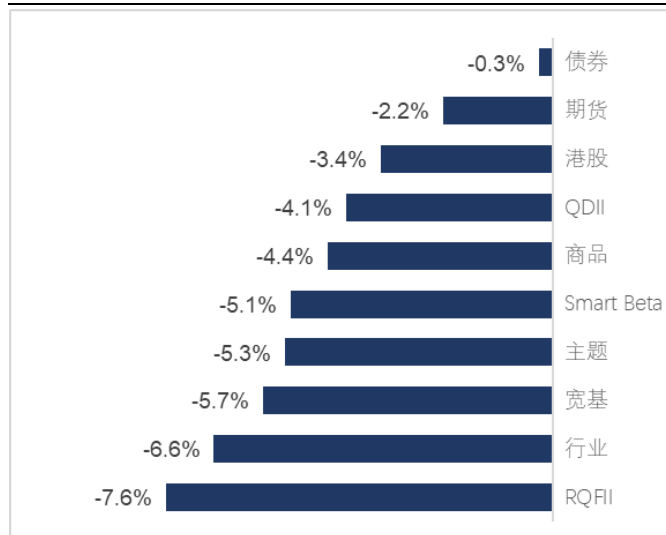


资料来源：Wind，长江证券研究所

统计各类 ETF 产品的规模加权收益率如下图所示，大类 ETF 品种中债券、期货收益排名靠前，本周港股跌幅也有所收窄。

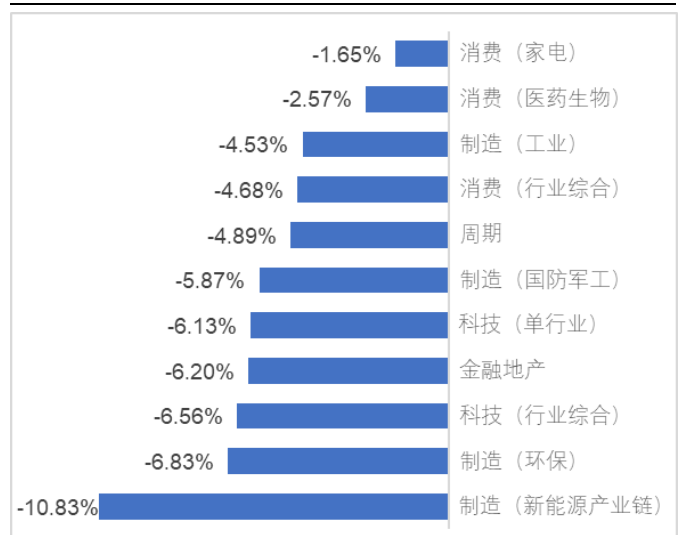
行业 ETF 中，两级分化明显，消费板块一改上周大跌排名垫底之势，在本周单行业及行业综合均排名较为靠前，科技、制造（环保）、制造（新能源产业链），周度回撤较大。

图 3：各大类 ETF 本周规模加权收益率表现



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：行业 ETF 细分子类本周规模加权收益率表现



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 几大宽基 ETF 本周获大幅净申购

本周报将着重跟踪股票 ETF、QDII 股票 ETF、港股 ETF 以及商品 ETF 的规模及申赎变化情况，从这个维度对市场动态进行刻画。根据 ETF 的跟踪指数类型对其进行分类，可以分为宽基、行业、主题、港股、Smart Beta、商品、期货、债券、QDII 及 RQFII 合计 10 大类，近一周各类及细分板块的规模和份额跟踪如下表所示：

表 2：各大类 ETF 的规模和份额变动（亿）

分类	数量	最新规模	5日规模变动	5日份额变动率	10日份额变动率	20日份额变动率
<b>宽基</b>	<b>78</b>	<b>2908.48</b>	<b>2.63</b>			
宽基（大盘）	32	1922.34	-6.61	-5.66%	-6.55%	-2.44%
宽基（中盘）	15	626.76	-15.30	-1.61%	-7.40%	5.27%
宽基（中小盘）	2	2.69	-0.10	-0.61%	-3.27%	2.75%
宽基（中小创）	1	1.26	0.00	-6.36%	-4.13%	-7.64%
宽基（小盘）	1	2.04	-0.04	-2.17%	5.68%	-4.35%
科技（指数）	12	309.93	26.69	-13.67%	-10.77%	-0.40%
MSCI中国A股	13	38.15	-2.07	-0.43%	-13.35%	15.66%
宽基（综合指数）	2	5.31	0.07	-4.22%	-6.92%	4.48%
<b>行业</b>	<b>70</b>	<b>1857.22</b>	<b>9.10</b>			
科技（行业综合）	16	972.17	50.41	-11.75%	56.42%	-49.23%
科技（单行业）	3	67.81	-1.88	-3.02%	22.66%	-31.25%
消费（行业综合）	6	51.14	-1.90	-2.72%	9.60%	-16.61%
消费（食品饮料）	1	3.49	0.06	-9.81%	-12.07%	5.19%

消费（医药生物）	6	46.31	-1.26	0.08%	7.98%	-2.10%
消费（家电）	1	7.97	7.97	4.72%	-	-
制造（新能源产业链）	2	165.24	-15.42	-2.55%	25.23%	-25.97%
制造（国防军工）	6	71.15	-3.02	-1.88%	-8.71%	8.87%
制造（工业）	2	0.53	-0.04	2.08%	3.08%	1.56%
制造（环保）	1	17.19	-1.02	-1.28%	-0.87%	-0.41%
金融地产	20	441.12	-24.06	-1.27%	7.11%	-12.47%
周期	6	13.10	-0.73	-0.34%	0.70%	4.75%
<b>主题</b>	<b>42</b>	<b>1073.05</b>	<b>-40.76</b>			
ESG主题	4	17.04	-1.35	1.36%	-6.97%	9.45%
大盘主题	1	0.77	-0.04	0.00%	-2.07%	2.11%
国企央企民企	12	686.87	-28.46	-1.26%	-4.34%	4.71%
红利股息	7	76.72	0.51	-6.24%	-0.81%	-7.31%
区域主题	10	94.84	-5.87	0.05%	-14.36%	22.64%
人工智能	4	22.27	-0.61	-2.82%	22.02%	-18.78%
文体健康	1	4.46	-0.20	0.00%	-3.64%	4.02%
基建（一带一路）	3	170.07	-4.73	-2.11%	-1.45%	1.82%
<b>港股</b>	<b>6</b>	<b>18.06</b>	<b>0.69</b>			
恒生国企	2	2.24	0.34	-18.92%	-2.20%	-29.72%
陆港通	4	15.82	0.35	-4.02%	1.23%	-8.69%
<b>Smart Beta</b>	<b>17</b>	<b>51.93</b>	<b>-2.37</b>	<b>-0.72%</b>	<b>-18.23%</b>	<b>24.17%</b>
<b>商品</b>	<b>4</b>	<b>164.09</b>	<b>-8.23</b>	<b>0.39%</b>	<b>15.04%</b>	<b>-14.09%</b>
<b>期货</b>	<b>3</b>	<b>9.86</b>	<b>-0.77</b>	<b>5.55%</b>	<b>-0.59%</b>	<b>8.36%</b>
<b>债券</b>	<b>9</b>	<b>176.66</b>	<b>-0.27</b>			
地方政府债	3	110.27	-0.24	-0.07%	0.00%	-0.07%
公司债	1	52.44	-0.13	0.00%	-0.39%	0.39%
国债	4	13.74	0.10	-1.15%	-0.16%	-4.77%
信用债	1	0.22	0.00	0.00%	0.00%	0.00%
<b>QDII</b>	<b>14</b>	<b>257.66</b>	<b>32.74</b>	<b>-17.55%</b>	<b>8.24%</b>	<b>-32.88%</b>
<b>RQFII</b>	<b>6</b>	<b>237.38</b>	<b>-25.56</b>	<b>1.67%</b>	<b>-17.99%</b>	<b>28.69%</b>

资料来源：Wind，长江证券研究所



选择最新规模超过 5 亿元的基金作为主要 ETF 的分析对象，本周的规模及申购赎回变化如下表所示：

表 3：主要 ETF 的规模及份额变动（亿）

分类	最新规模	最新份额	5日份额变动率	10日份额变动率	20日份额变动率
<b>科技（指数）</b>	<b>303.35</b>	<b>237.91</b>			
创业板	167.14	90.49	20.25%	18.52%	-1.57%
创业板50	80.36	113.02	16.77%	14.29%	-1.01%
创业板TH	28.82	15.06	4.66%	1.83%	20.10%
创业ETF	14.51	13.08	5.53%	6.19%	-3.96%
创业板EF	12.52	6.25	4.86%	10.23%	20.77%
<b>科技（行业综合）</b>	<b>962.60</b>	<b>808.11</b>			
5GETF	359.10	342.68	20.65%	38.27%	205.46%
芯片ETF	171.91	164.82	11.73%	29.15%	173.59%
科技ETF	119.88	88.80	5.93%	6.97%	2.75%
半导体50	128.73	65.68	14.53%	24.61%	31.60%
半导体	57.84	32.03	7.63%	9.02%	50.95%
芯片基金	49.80	49.02	1.87%	6.59%	99.37%
科技50	26.33	22.60	16.07%	15.19%	58.04%
信息技术	19.11	15.33	2.68%	2.96%	13.31%
信息ETF	13.47	12.62	-0.39%	0.84%	18.27%
科技100	7.51	6.45	-2.27%	-3.59%	-6.39%
中证科技	8.91	8.08	1.00%	14.45%	38.36%
<b>科技（单行业）</b>	<b>67.81</b>	<b>62.04</b>			
通信ETF	40.77	34.11	5.50%	54.75%	253.72%
传媒ETF	16.76	19.98	-1.55%	-10.18%	-23.54%
计算机	10.28	7.94	5.44%	-1.00%	15.56%
<b>消费（行业综合）</b>	<b>43.29</b>	<b>19.84</b>			
消费ETF	37.20	12.95	-0.15%	4.31%	18.11%
消费50	6.09	6.89	11.31%	15.79%	34.30%
<b>消费（医药生物）</b>	<b>41.41</b>	<b>29.71</b>			
广发医药	23.49	16.40	-0.79%	-3.02%	-7.40%
生物医药	9.45	7.22	0.56%	-8.96%	-7.67%
医疗ETF	8.48	6.08	-0.08%	-7.52%	100.84%
<b>消费（家电）</b>	<b>7.97</b>	<b>8.91</b>			
家电ETF	7.97	8.91	-4.50%	-4.50%	-
<b>金融地产</b>	<b>423.72</b>	<b>410.69</b>			
证券ETF	181.09	189.82	0.39%	4.31%	11.94%
券商ETF	106.92	117.89	3.95%	15.67%	32.47%
金融ETF	38.24	7.82	-0.76%	-0.82%	-2.80%
银行ETF	32.17	33.72	-4.70%	-1.57%	1.91%
证券基金	25.74	27.71	7.76%	15.93%	6.36%



非银ETF	16.63	8.33	0.36%	3.48%	1.09%
龙头券商	10.52	11.24	7.00%	18.94%	3.36%
全指金融	8.02	8.63	4.10%	7.20%	37.64%
地产ETF	4.39	5.52	-10.54%	-20.00%	38.18%
<b>周期</b>	<b>6.93</b>	<b>10.89</b>			
有色ETF	6.93	10.89	0.00%	0.00%	0.00%
<b>新能源产业链</b>	<b>165.24</b>	<b>198.13</b>			
新汽车	103.96	132.94	2.96%	10.93%	23.52%
新能车	61.28	65.20	1.91%	2.10%	66.93%
<b>总计</b>	<b>2106.59</b>	<b>1878.17</b>			

资料来源：Wind，长江证券研究所

本周规模增长排名靠前的 ETF 如下表所示：

表 4：本周（2020/03/16 至 2020/03/20）的规模增长排名靠前的 ETF（亿）

基金代码	交易简称	基金简称	最新规模	5日规模变动	最新份额	5日份额变动率
510300.SH	300ETF	华泰柏瑞沪深300ETF	393.34	27.18	107.94	14.64%
159915.SZ	创业板	易方达创业板ETF	167.14	20.25	90.49	20.25%
515050.SH	5GETF	华夏中证5G通信主题ETF	303.12	17.72	280.41	17.51%
159920.SZ	恒生ETF	华夏恒生ETF	69.61	14.46	54.64	30.97%
510050.SH	50ETF	华夏上证50ETF	420.29	13.87	160.17	10.19%
159995.SZ	芯片ETF	华夏国证半导体芯片ETF	171.91	12.60	164.82	11.73%
510900.SH	H股ETF	易方达恒生H股ETF	108.03	11.36	103.18	16.67%
159994.SZ	5GETF	银华中证5G通信主题ETF	55.98	10.67	62.27	37.16%
512760.SH	半导体50	国泰CES半导体ETF	128.73	10.25	65.68	14.53%
159996.SZ	家电ETF	国泰中证全指家电ETF	7.97	7.97	8.91	-4.50%
159949.SZ	创业板50	华安创业板50ETF	80.36	7.09	113.02	16.77%

资料来源：Wind，长江证券研究所

本周规模绝对增长水平靠前的 ETF 产品较上周有了一些变化，主要宽基沪深 300、创业板及恒生指数份额都有了较大的提升，其次近期受青睐的科技类 5G、半导体等虽然本周收益均有回撤但是份额依旧保持上升之势。

## 中国 VS 美国：市场波动剧烈时 ETF 扮演着什么角色？

三月份以来，海外疫情持续发酵，全球市场较为动荡，在流动性危机下各类资产普跌，而 ETF 和以往的一些明星产品站上了风口浪尖。本部分从资金流的角度来论述在市场剧烈波动时 ETF 到底扮演着什么角色。

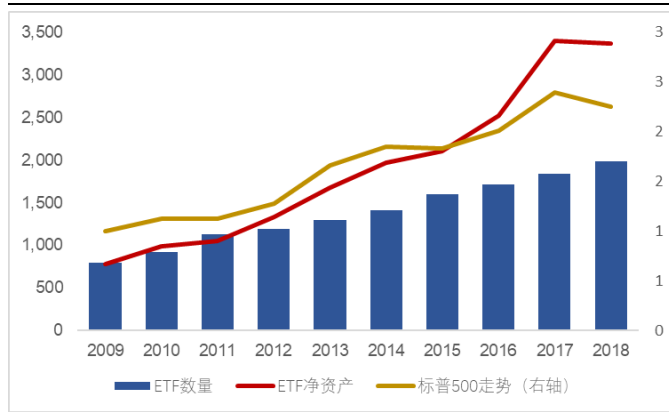
### 美国共同基金和 ETF 近阶段资金流向变化

美股在本月接连出现历史性大跌，不断触发熔断机制，而在过去长达十余年的美股牛市中被动型产品尤其是 ETF 得到了长足的发展，投资者通过 ETF 和共同基金的形式在权益市场参与程度较高。根据 ICI 的统计，截止 2018 年年底，美国 ETF 合计 1988 只，

净资产达到 3371 百亿美元，相比于 2009 年翻了逾 4 倍，具有当前最大规模的 ETF 市场净资产占比达到 71%。

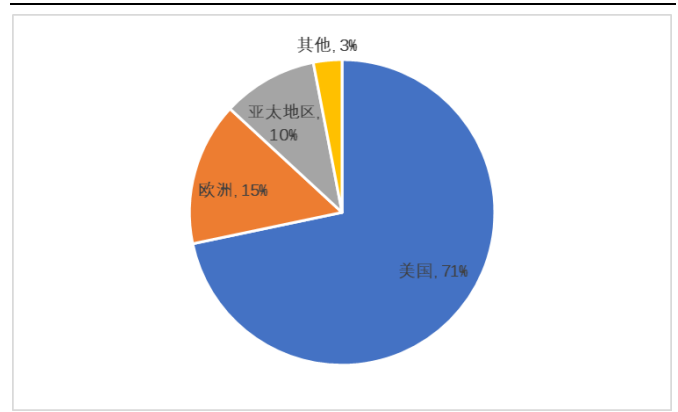
美国 ETF 的规模增速最快的阶段在 2015 年至 2017 年，2018 年美股全年收跌后规模有所下滑，ETF 数量则稳定上升。

图 5：美国 2009 年至 2018 年 ETF 数量和净资产（美元，百亿）



资料来源：ICI，长江证券研究所

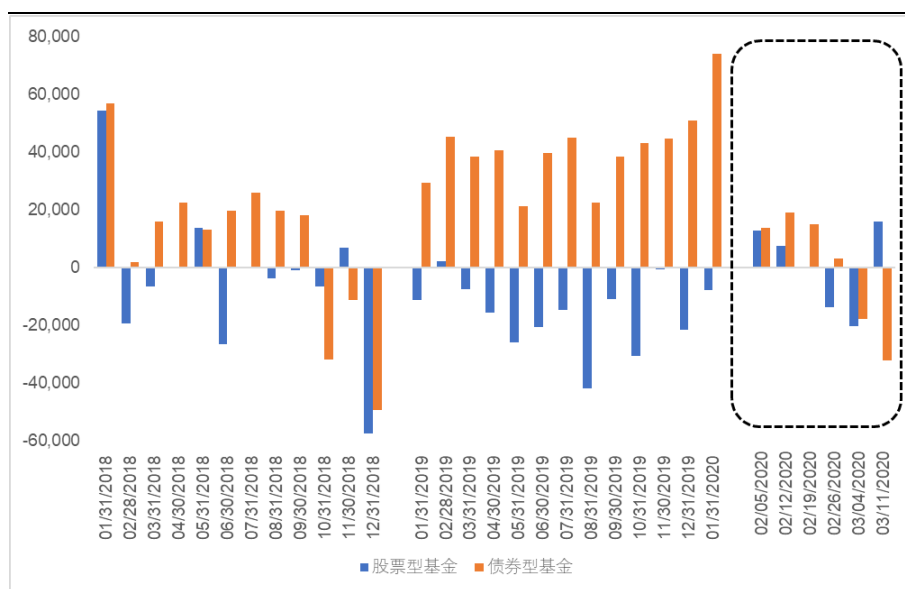
图 6：主要地区 ETF 净资产占比（截止 2018 年底）



资料来源：ICI，长江证券研究所

跟踪 2018 年以来美国市场共同基金和 ETF 的规模变化，股票型基金在 2018 年和 2019 年大部分月份都是净流出，债券型基金在 2019 年及今年 1 月份有大量持续的资金净流入。着重关注今年 2 月份海外疫情开始扩散这一阶段每周的资金流变化，2 月份股票型基金一改之前净流出之势获得了 685.9 亿美元的净流入，3 月份只预估了前两周的资金流数据但是从目前的数据上看并未达到 2019 年全年月度净流出平均水平，从基金资金流角度看基金产品加大权益市场下行风险的说法并不成立。

图 7：2018 年至 2020 年 3 月 11 日月度及周度 ETF 资金流变化跟踪（美元，百万）



资料来源：ICI，长江证券研究所

## 国内各类 ETF 近阶段份额及规模变化

在 2020-03-08 日的周报《科技类 ETF 申购热度持续》中我们统计了当前 A 股市场 ETF 的数量和规模，在近几年虽然发展增速加快，但是规模刚超万亿大关，数量也不足 300 只，仍处于初级阶段，所以整体上看对于市场的影响或有限；不过仍然可以从各类基金今年年初至今的份额和规模变化来是以正面为主还是会对市场有所扰动。以股票 ETF 为主要分析对象，跟踪其中规模大于 5 亿元的宽基、行业类别，主要关注市场下行阶段基金份额和规模的变化。<sup>1</sup>

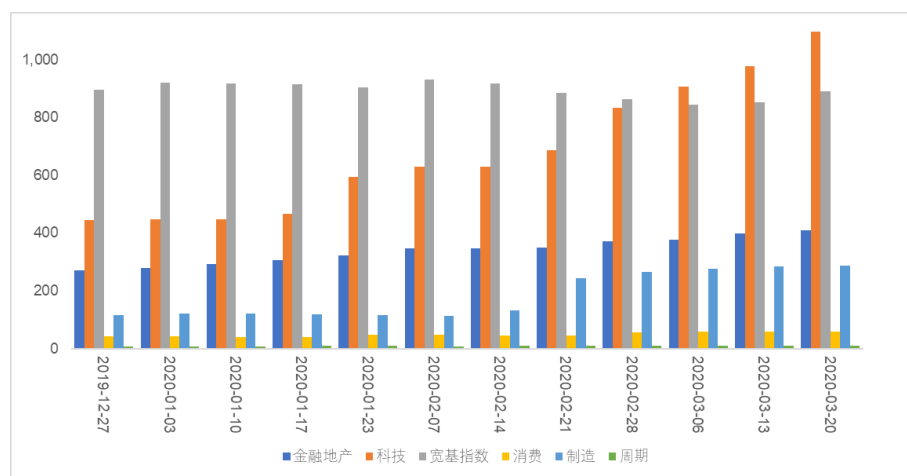
图 8：2019 年年底至今基金份额、规模变化及上证综指走势（周度）



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

选定的跟踪基金池整体资金流向与大盘走势相关性较高，在市场出现下行波动时资金难改净流出之势，不过从基金份额上看，近期每周基金份额都有持续上升，即使市场下挫投资者申购热情依旧。分成五大类别分别统计来看，宽基指数和科技类 ETF 份额占比最高，从年末至今，宽基的份额有所下滑，科技类 ETF 则屡创新高；除此之外，金融地产和中游制造份额也不断提升。

图 9：2019 年年底至今各类别基金份额变化（周度）

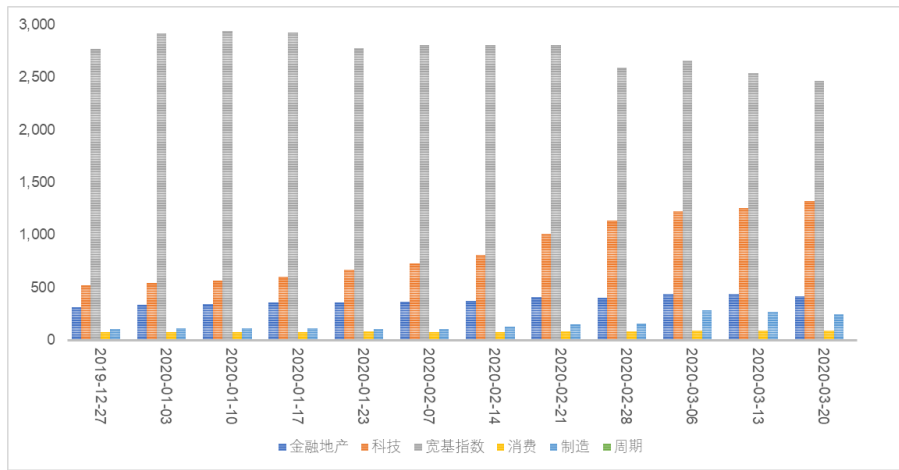


资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

<sup>1</sup> 本部分在展示指数走势的时候按照对应坐标轴单位进行了适当调整。

存量资金流变化上看，宽基指数的规模占比有绝对优势，不过 3 月份以来有小幅下滑，科技类 ETF 有显著资金净流入，金融地产和制造也有持续性规模增长。

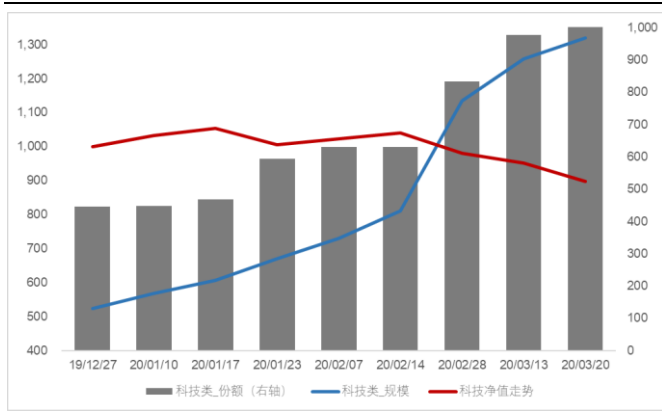
图 10：2019 年年底至今各类别基金规模变化（周度）



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

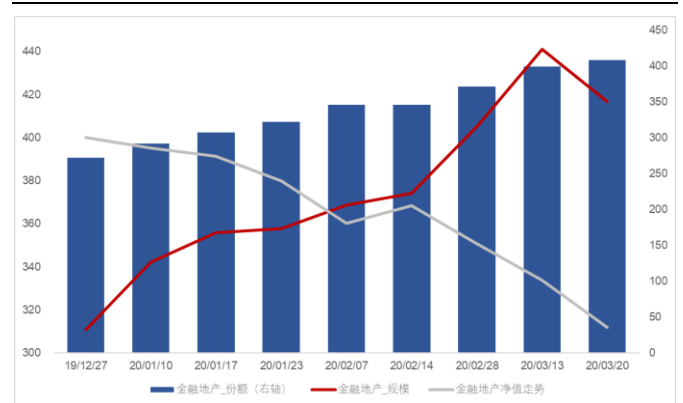
选择中信组合行业指数作为比较基准，跟踪各类 ETF 的份额、存量资金流变化和行业走势之间的关系，需要注意的是份额的提升部分原因是新发基金引起，科技类、制造类和消费类在三月份的份额加速上升均跟此相关，但是也侧面验证即使市场下行这些类别的 ETF 仍能够成功发行成立并且募集相当规模受到投资者青睐。

图 11：科技类 ETF 产品的份额规模与板块走势（亿）



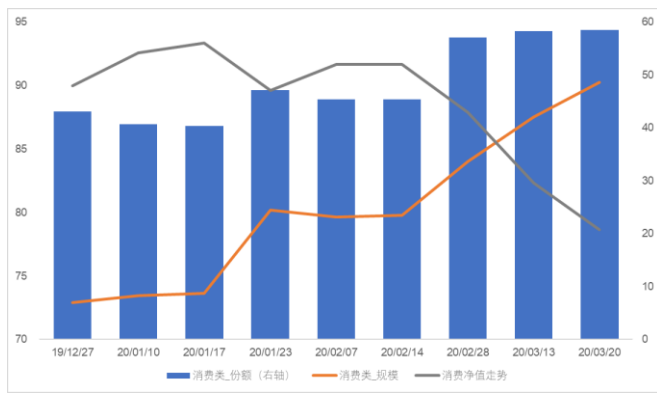
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：金融地产 ETF 产品的份额规模与板块走势（亿）



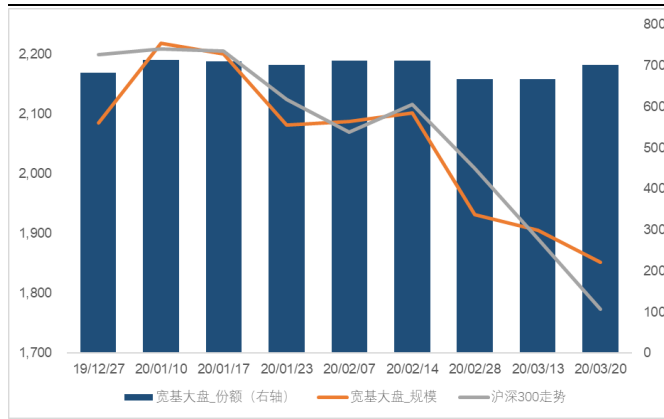
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 13：消费类 ETF 产品的份额规模与板块走势（亿）



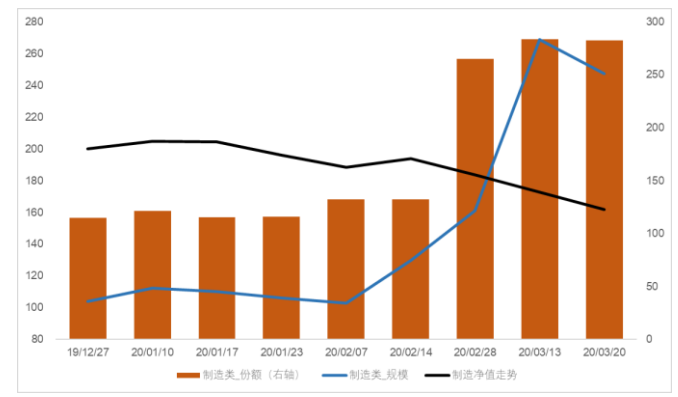
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 15：宽基\_大盘产品的份额规模与板块走势（亿）



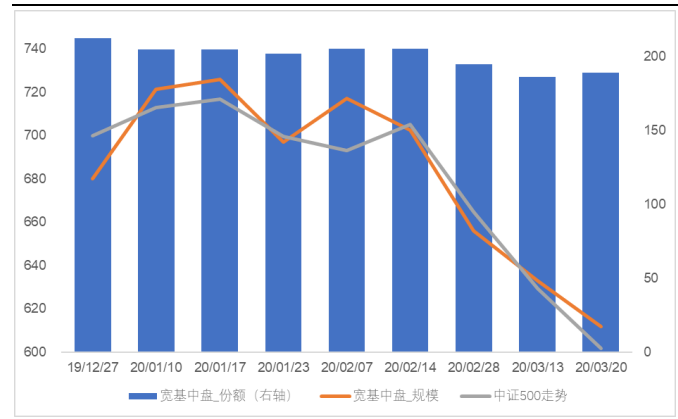
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 14：制造类 ETF 产品的份额规模与板块走势（亿）



资料来源：Wind, 长江证券研究所

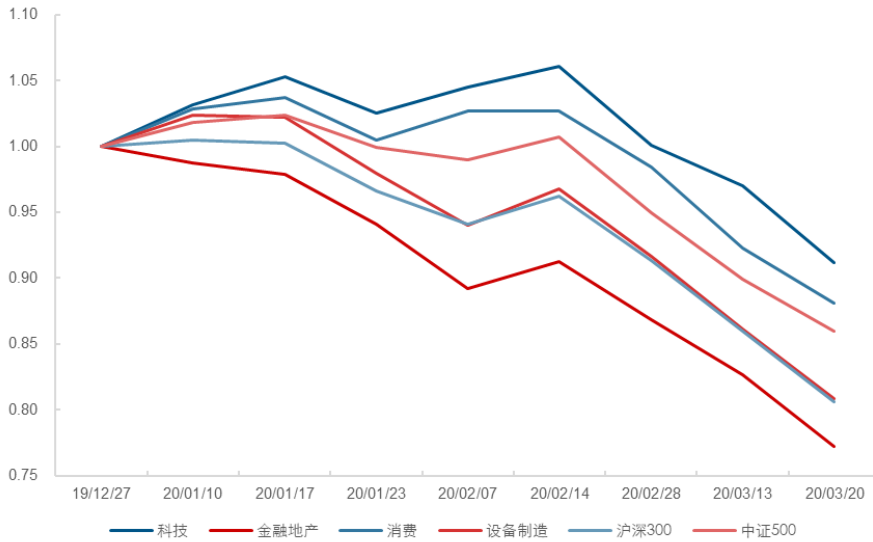
图 16：宽基\_中盘产品的份额规模与板块走势（亿）



资料来源：Wind, 长江证券研究所

主要类别 ETF 中，除了宽基类产品在 2 月下旬市场加速下行后有一定的份额下降，其余几类的份额均是逆市上升。以中信科技、金融地产、消费、设备制造为各行业分类 ETF 比较基准，科技板块较为坚挺，金融地产下挫较多。

图 17：几大板块及代表性宽基指数近几周走势



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

根据国内代表性 ETF 的份额、资金流变化和市场走势的关系可以得到以下结论：

- 1) 在市场剧烈下行阶段，ETF 仍然能有持续性的申购资金流入，一定程度上验证了其**对市场的正面支撑作用**；
- 2) 在行业和板块 ETF 品类逐渐丰富的时候，可以初步看到**下行期间较为抗跌的行业/板块产品或更为受投资者青睐**，通过持有 ETF 来进行行业/板块配置可能成为未来发展趋势。

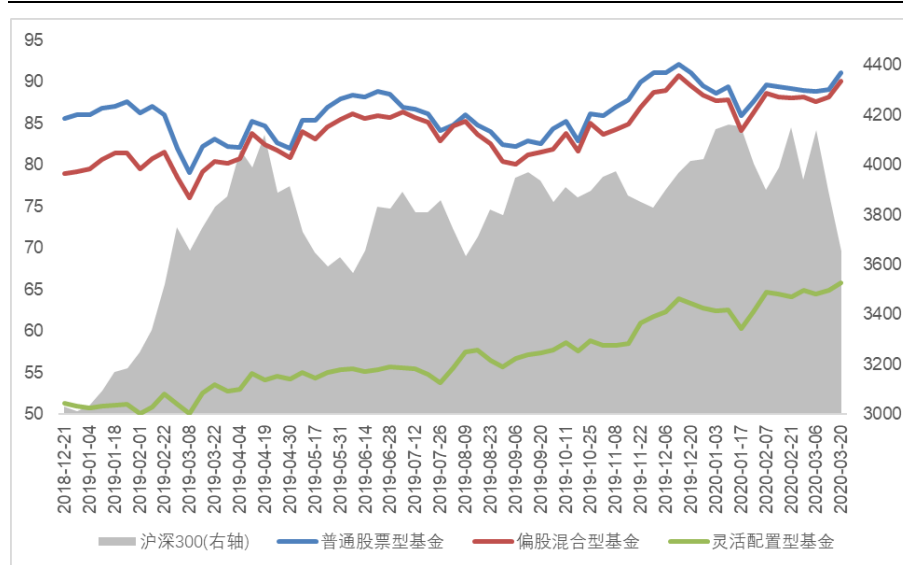
## 基金仓位跟踪

基金仓位是指基金的持股市值占其资产净值总额的比例，体现的是机构投资者在股市中的参与度。基金仓位的测算方法如下：

1. 对于给定的一只基金，采用回归法测算其仓位。分别用中证 100、中证 200、中证 500 三个指数代表大盘、中盘、小盘股票组合，使用上证国债指数来代表基金在债券上的配置。以基金的历史日度收益率与四个指数同期的日度收益率做回归，历史收益率用测算日当天最近 30 个交易日的数据。
2. 在参数估计过程中，我们以最小化误差平方和为目标函数（即最小二乘），同时加上如下的约束条件：各部分仓位大于 0，小于 95%；且各部分仓位的合计也大于 0 小于 95%。得到的回归系数可以代表基金在大盘、中盘、小盘、债券上的仓位。
3. 得到每只基金的仓位后，我们采用 Wind 开放式基金分类标准，对基金进行分类，得到普通股票型、偏股混合型、灵活配置型基金三类基金的平均仓位。

图 18 给出了近 63 天测算的基金仓位曲线，表 5 给出了当前仓位水平和 8 周均线水平。  
**从图 18 可以看出，普通股票型、偏股混合型以及灵活配置型三种基金的仓位在本周再次回升。**

图 18：基金仓位测算



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

表 5：基金仓位分析（单位：%）

	普通股票型基金	偏股混合型基金	灵活配置型基金
当前	91.04	90.04	65.77
8周均线	89.21	88.12	64.45
差值	1.82	1.92	1.32

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所



## 北上资金

自 2017 年 3 月 17 日开始，香港交易所在披露易网站上开始披露每个交易日陆股通的持股明细数据。经测算，以陆股通的持股比例作为因子，有一定的选股超额能力。表 6 列出了最新前十大持股比例个股和前十大持有市值个股。

表 6：前十大持股比例个股和前十大持有市值个股

代码	名称	持股比例(%)	代码	名称	持股市值(亿)
002572.SZ	索菲亚	22.47	600519.SH	贵州茅台	1038.64
600009.SH	上海机场	22.21	000333.SZ	美的集团	530.08
603833.SH	欧派家居	20.91	601318.SH	中国平安	508.14
300012.SZ	华测检测	20.59	000651.SZ	格力电器	471.35
300347.SZ	泰格医药	20.31	600276.SH	恒瑞医药	398.10
601901.SH	方正证券	17.78	000858.SZ	五粮液	347.55
000538.SZ	云南白药	17.05	600036.SH	招商银行	278.44
000333.SZ	美的集团	15.83	600585.SH	海螺水泥	232.97
000651.SZ	格力电器	15.31	601888.SH	中国国旅	212.19
002508.SZ	老板电器	15.13	600900.SH	长江电力	208.56

资料来源：天软科技，长江证券研究所

根据北上资金每日持股明细数据，我们估算了本周内每只个股的北上资金净流入量，并汇总计算了中信一级行业的北上资金净流入量。表 7 中列出了本周净流入量排名前十的个股和行业。

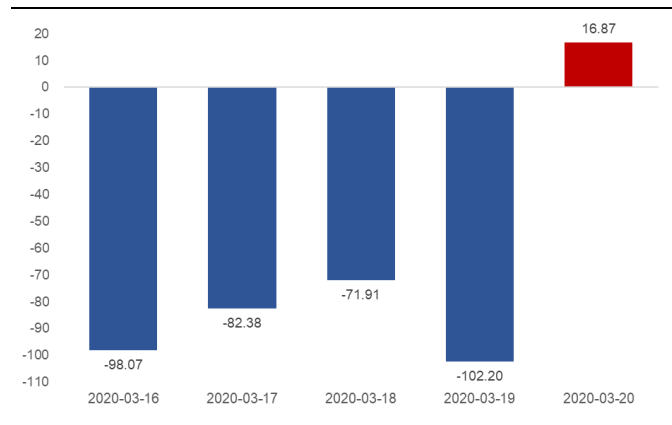
表 7：前十大资金流入个股和前十大资金流入行业（中信一级）

代码	名称	资金净流入(亿)	行业	标的数量	资金净流入(亿)
002271.SZ	东方雨虹	7.74	有色金属	69	3.66
002415.SZ	海康威视	4.83	煤炭	31	2.16
601398.SH	工商银行	4.46	商贸零售	63	0.55
300760.SZ	迈瑞医疗	3.60	综合金融	8	-0.02
000333.SZ	美的集团	3.43	银行	33	-0.06
601012.SH	隆基股份	3.36	纺织服装	31	-0.36
300454.SZ	深信服	2.92	综合	25	-0.44
002223.SZ	鱼跃医疗	2.38	石油石化	31	-0.91
002460.SZ	赣锋锂业	2.37	建筑	66	-1.36
002268.SZ	卫士通	1.91	轻工制造	48	-3.29

资料来源：天软科技，长江证券研究所

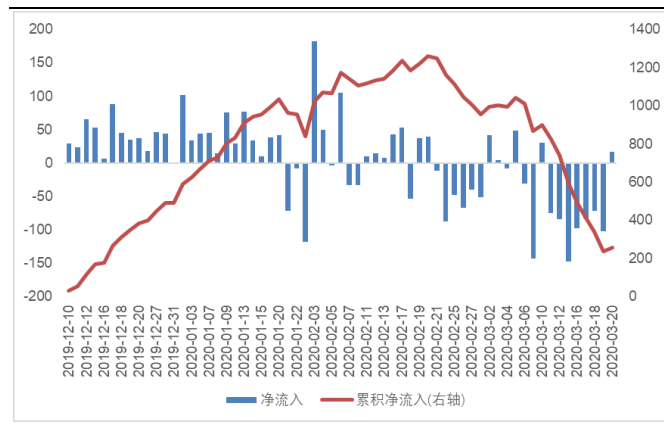
北上资金具有很好的外资资金流向指标的性质。图 19 列出了近一周的北上资金净流入情况，图 20 展示了近 63 天，北上资金的每日净流入和累积净流入。**本周北上资金持续大幅流出，3 月 19 日流出金额再破百亿。**

图 19：近 5 天北上资金净流入（单位：亿）



资料来源：天软科技，长江证券研究所

图 20：近 63 天北上资金流入情况（单位：亿）



资料来源：天软科技，长江证券研究所

表 8：历次“北上资金”大幅流出单日后周度涨跌前三的行业

日期	净流入金额	涨幅前三	跌幅前三
2015/7/6	-135.23	银行、非银、食品饮料	军工、计算机、有色
2015/7/7	-103.58		
2019/3/25	-107.74	计算机、通信、电子	银行、食品饮料、煤炭
2019/5/14	-109.00	食品饮料、有色、医药	电子、非银、通信
2020/1/23	-117.62	电子、医药、军工	食品饮料、家电、煤炭
2020/3/9	-143.19	有色、医药、家电	通信、银行、军工
2020/3/13	-147.26	传媒、商贸零售、建材	房地产、通信、汽车

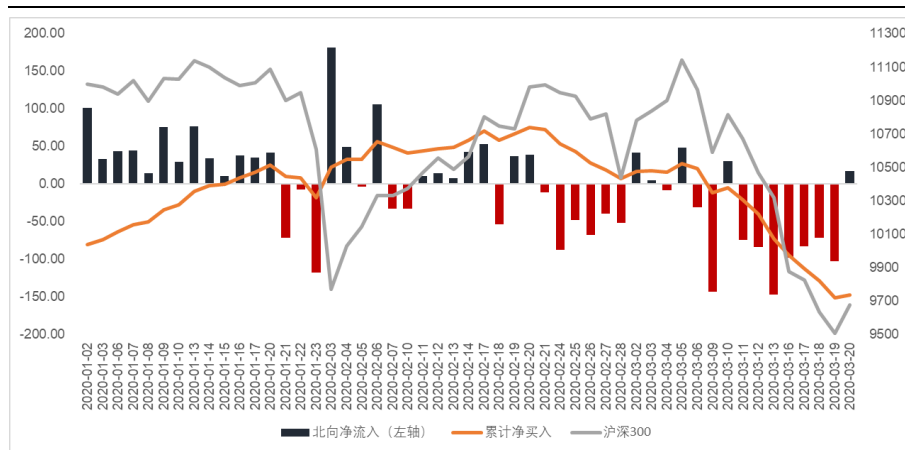
资料来源：Wind，长江证券研究所

## 北上 VS 南下：资金的净流入特征

跟踪今年年初至今北上资金的净流入和累计净买入情况，呈现几个阶段的发展特征：

- 1) 北上资金动向上，1月底从21日至23日连续三日出现净流出，在春节假期前一天流出金额超过百亿，但是1月整体合计净流入383.92亿元；节后虽然国内疫情持续发酵，但是市场跌后即反弹，北上不改净流入趋势，转折点在2月中旬，2月17日是年初至今北上存量资金的最高点，随后24个交易日内净流出资金达到981.54亿元，总共17个交易日出现资金净流出；

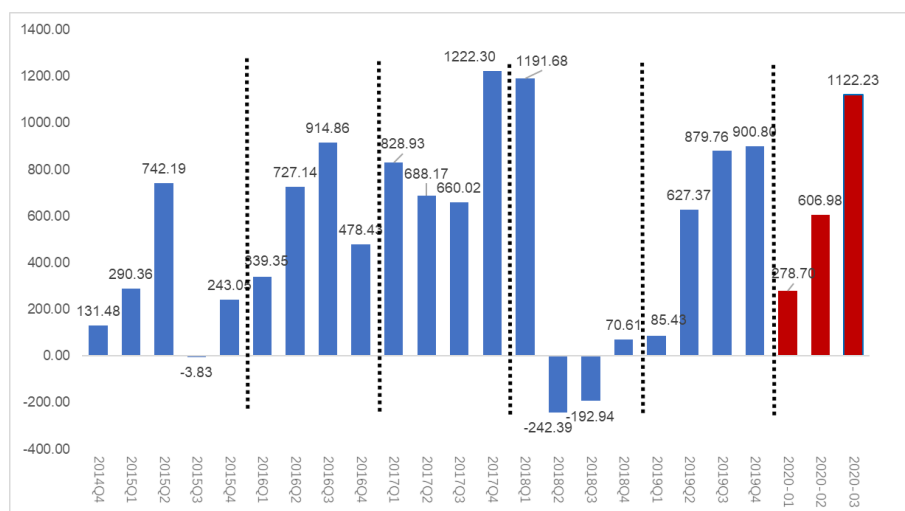
图 21：年初至今北上资金净流入、累计净买入及沪深 300 走势跟踪（亿）



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

- 2) 南下资金流入港股的节奏与北上资金形成对比，今年1月份资金流入相对平稳，2月中下旬后资金流入节奏明显加快，流入增速达到2014年迄今的小高峰；1月份至今每个月分别净流入278.70、606.98和1122.23亿港元，2020年1季度的资金净流入达到历史最高；

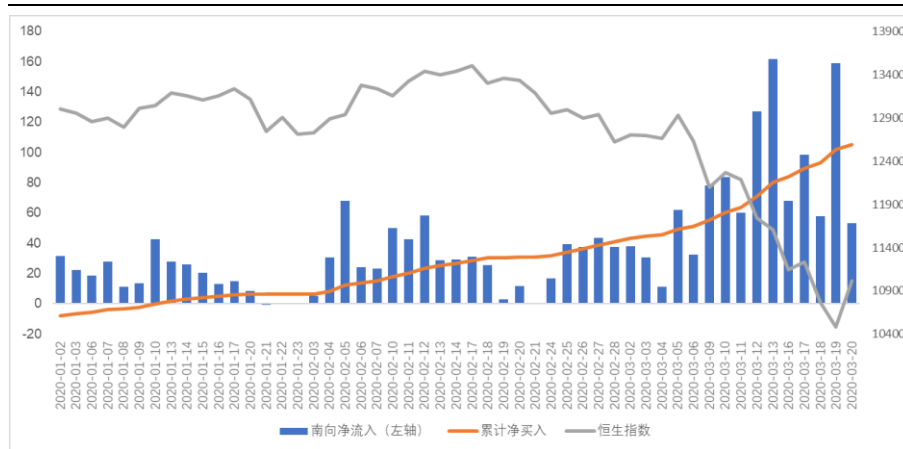
图 22：2014 年年底至今南下资金净流入（港元，单位：亿）



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

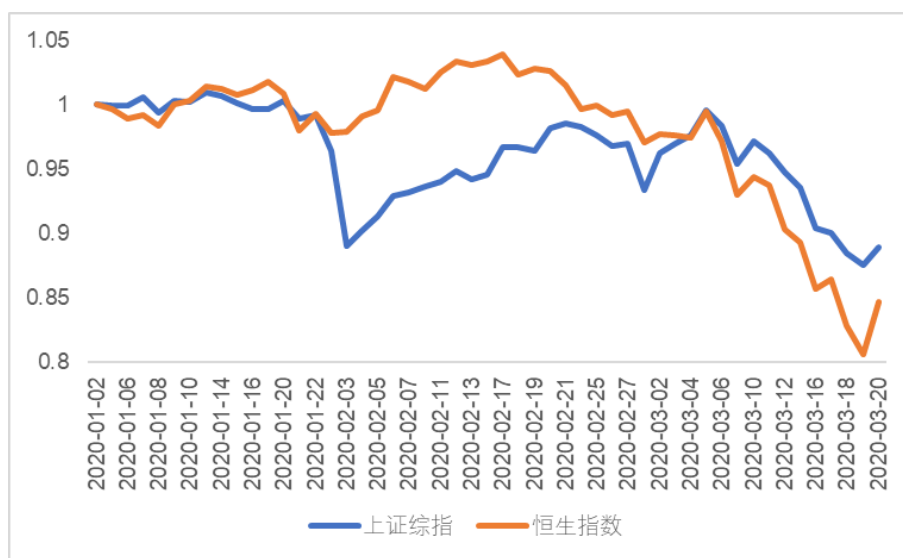
- 3) 如若比较对应阶段A股和港股的走势，在港股下跌速度明显快于A股的之后南下资金买入节奏加速；

图 23：2014 年年底至今南下资金净流入、累计净买入及恒生指数走势跟踪（港元，单位：亿）



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

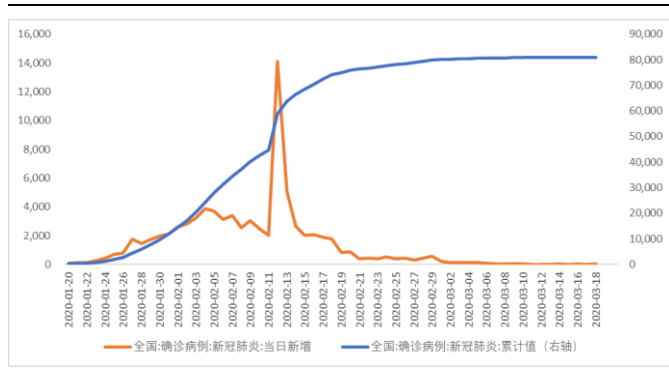
图 24：年初至今上证综指和恒生指数走势



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

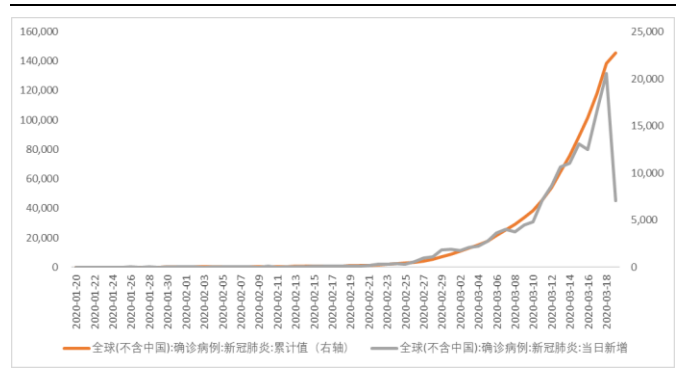
- 4) 北上和南下资金的走势与疫情节奏表现出一定的相关性，在国内疫情得以初步控制而海外疫情进入攻坚阶段全球各类资产出现剧烈波动的背景下，资金流入方向及节奏开始发生转变；那么海外疫情出现拐点之际是不是预示资金流向又将发生回转？

图 25：中国新冠肺炎累计及当日新增（截止 03-18）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 26：全球（不含中国）新冠肺炎累计及当日新增（截止 03-18）



资料来源：Wind，长江证券研究所

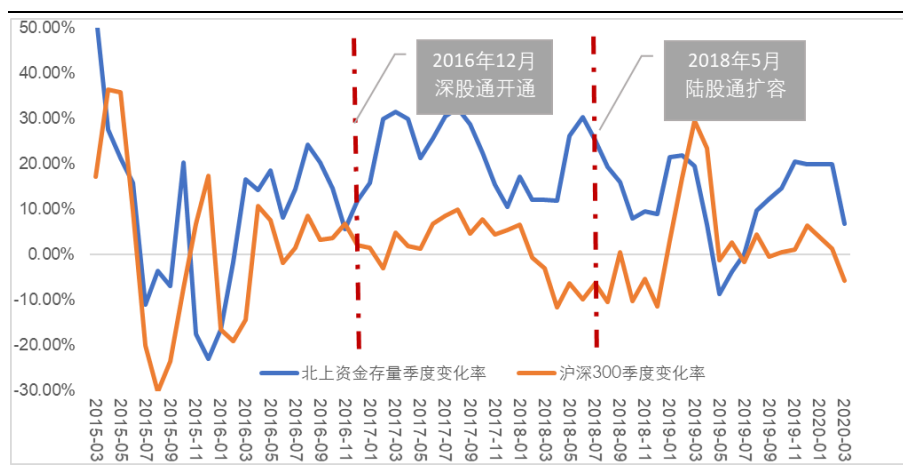
## 北上 VS 南下：哪些行业受影响最大？

在报告《长江金工单行业基本面量化系列研究框架》中我们详细研究了北上资金在行业配置上的参考价值，从 2017 年 3 月 17 日开始，香港交易所在披露易网站上开始披露每个交易日陆股通的持股明细数据，可以根据持股明细数据追踪资金在个股和行业上配置动向。那么北上和南下在行业 and 个股上的动向是否能对后期行业配置和个股选择有指导意义？分别从行业配置和个股优选的角度来进行验证和推论。

### 北上资金在行业配置上是否具有参考价值？

首先从北上资金的择时效果上看，北上存量资金变化率和沪深 300 走势的关联性较强，尤其是在季度频率上除了在 2016 年 12 月份和 2018 年 5 月份由于深股通开通和陆股通扩容引起资金大量流入与指数走势出现较大背离之外，大部分阶段北上资金一定程度上领先于大盘涨跌的拐点。

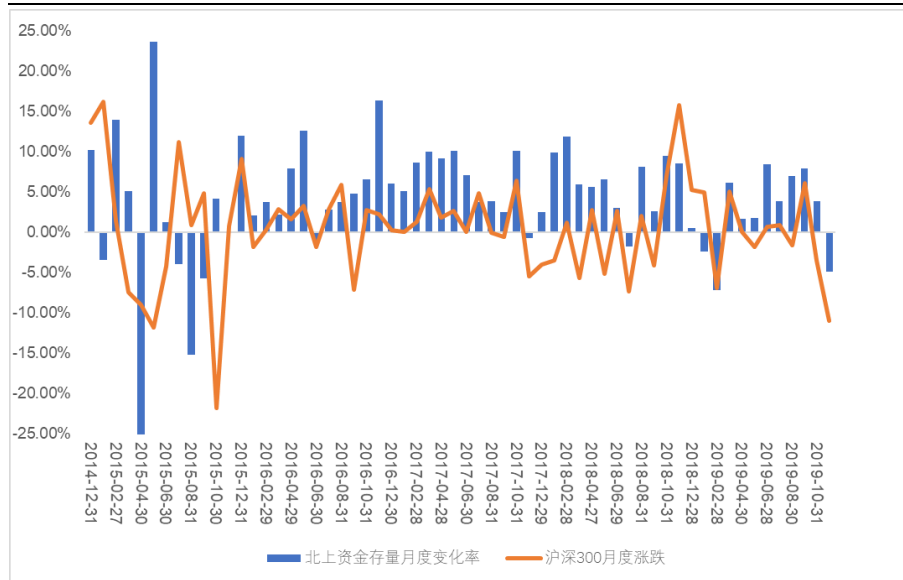
图 27：北上资金存量变化率和沪深 300 收益率（季度）



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

月频上表现出来的资金存量变化率和大盘收益率的相关性更多是在北上出现大幅或者持续性流出后，大盘或相应有较大波动。

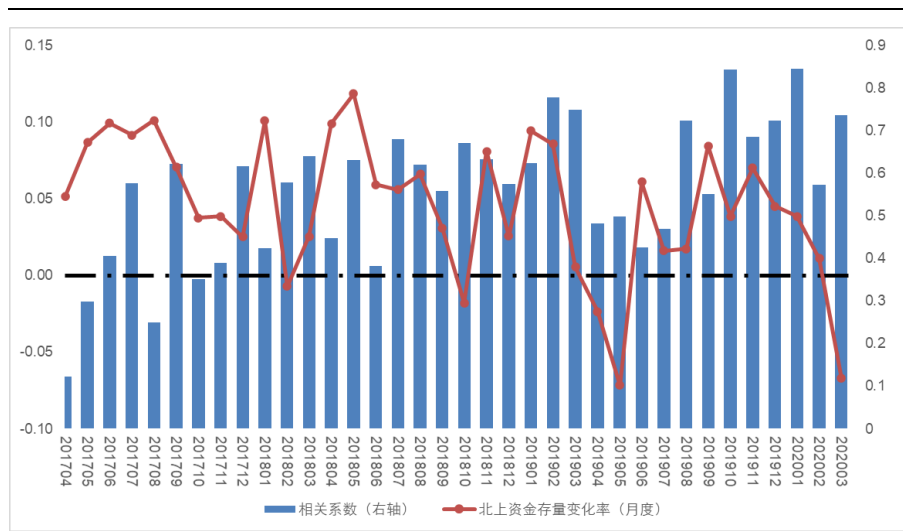
图 28：北上资金存量变化率和沪深 300 收益率（月度）



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

我们更为关注北上资金在行业配置层面是否有参考价值，计算北上资金的月度存量变化率与行业涨跌幅的截面相关性，大部分情况下存在较高的正相关性，说明其整体行业择时能力较强。

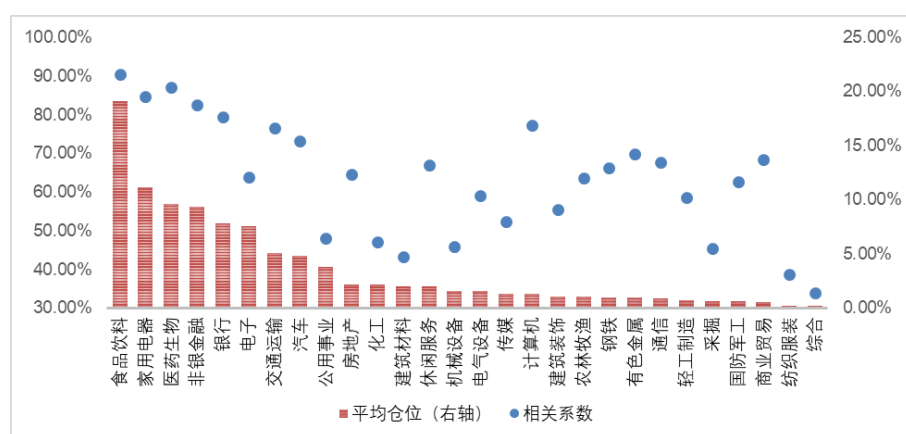
图 29：北上资金存量变化率与行业收益率相关性（月度）



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

分行业来看，着重关注北上资金在其重仓行业上的择时能力。计算区间内北上资金在每个行业上的月度存量资金变化率和行业月度收益率之间的相关性，分行业的相关系数波动区间为 30%~91%，且表现出来在重仓行业上更高的相关性。

图 30：北上资金分行业上的存量资金变化率和行业收益率的相关性（月度）



资料来源：Wind，长江证券研究所

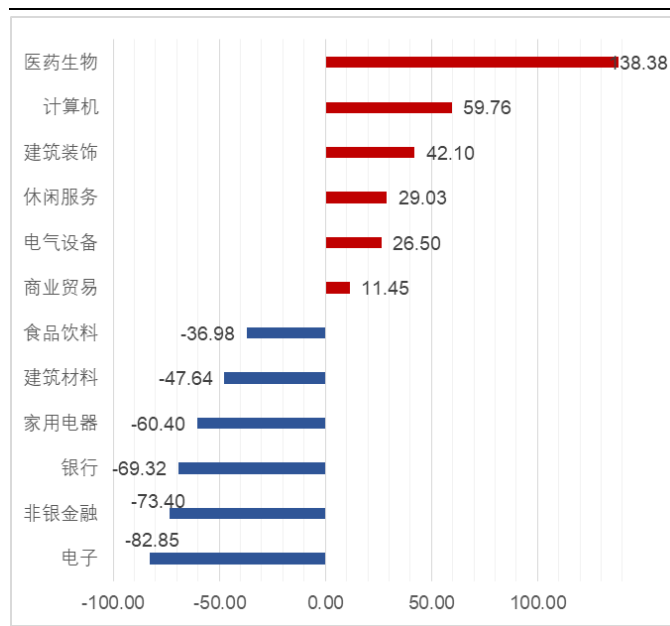
根据上面的测算可以看出北上资金的动向无论是对于指数择时还是单个行业的景气度判断都有较好的参考价值，尤其是其持仓较高的食品饮料、家用电器、医药生物、非银金融、银行、电子等行业，在外资大幅进入的时候这些行业较大程度享受增量资金带来的红利，那么同样在外资流出时对于这些行业或造成更大波动。



## 北上资金在行业配置上有哪些变化？

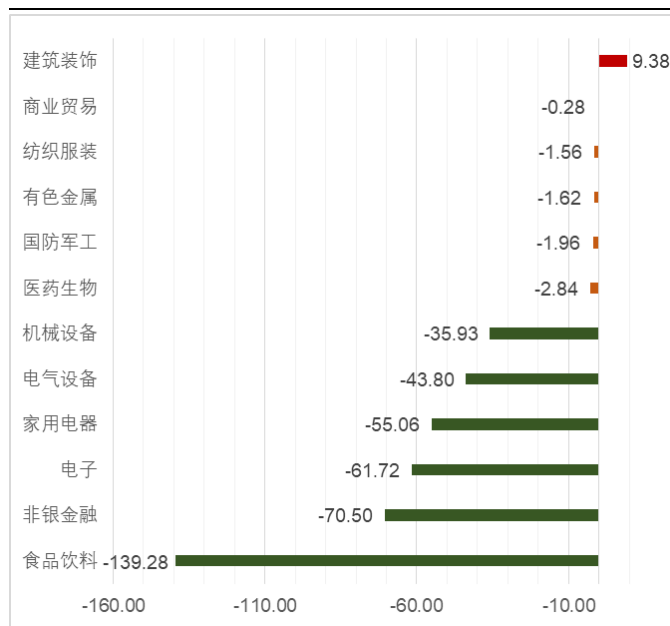
主要关注年初至今及 3 月份以来北上资金在各个行业资金流变化情况，**一季度整体来看资金净流入较多的行业为医药、计算机及建筑，净流出较多的则是持仓权重较高的银行、非银、电子等**。3 月份以来资金出现持续性大幅流出抹平前两个月的增量，仍然集中在北上持仓较高的消费、金融及电子和电气设备，仅建筑有小幅资金净流入。

图 31：年初至今北上资金净流入前六和后六大行业（亿元）



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

图 32：今年三月份至今北上资金净流入前六和后六大行业（亿元）

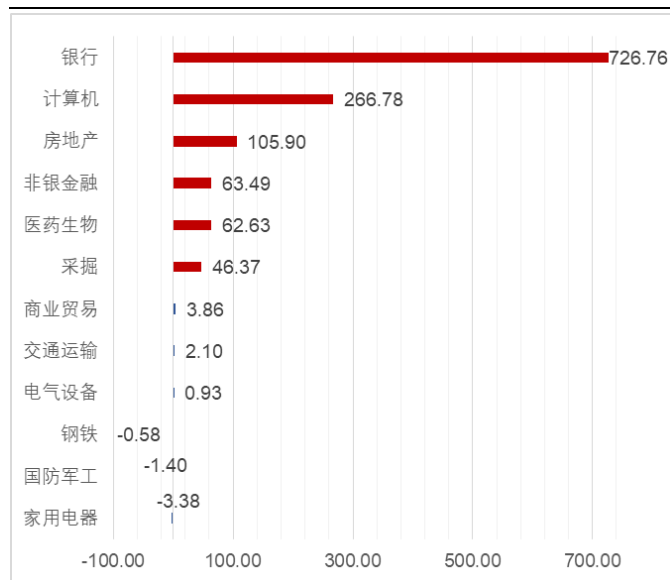


资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

比较同区间下南下资金的行业配置情况，一季度整体来看资金净流入较多的行业为银行、计算机和地产，银行上资金增量一枝独秀，远超其他行业，资金对于港股中金融地产板块偏好明显，在钢铁、军工及家电上有小幅流出；3 月份以来，行业配置仍然延续前期偏好，银行、计算机、非银均有大量资金流入，电气设备、电子、通信等 TMT 板块则有少量的资金流出。

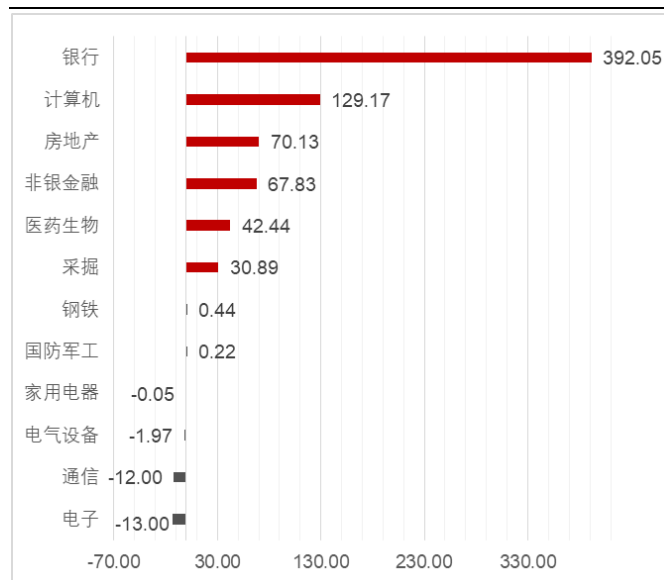
比较北上和南下资金在行业上配置变化，北上资金长期以来在消费、金融和电子上有较高的权重配置，在其他板块上配置比例不高，因此在大幅流出时往往影响较多的也是消费板块，**南下资金的偏好则是以金融地产、计算机、医药生物、采掘为代表**，行业配置相对分散，但是在金融地产上配置占绝对优势。

图 33：年初至今南下资金净流入前六和后六大行业（港币，亿元）



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

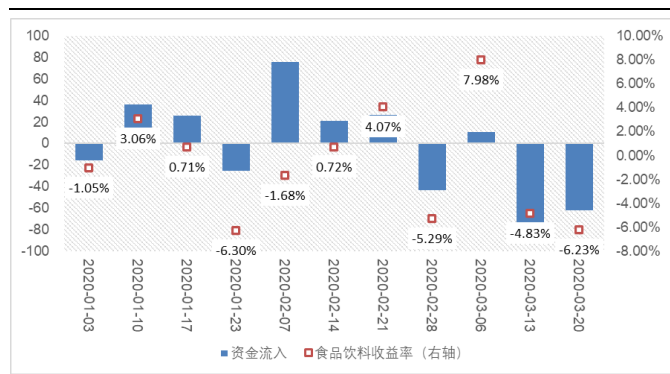
图 34：今年三月份至今南下资金净流入前六和后六大行业（港币，亿元）



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

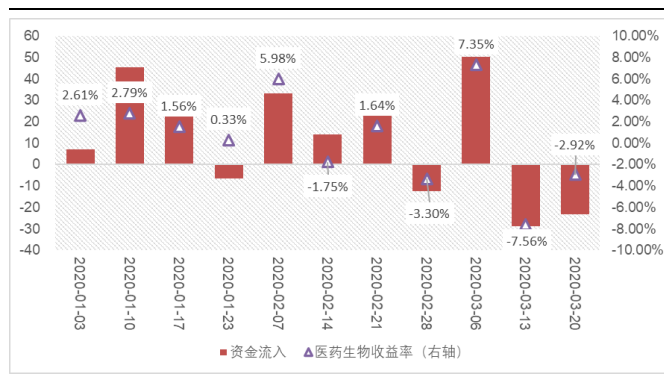
重要行业的资金流入流出节奏上，以医药生物和食品饮料为例来展示：

图 35：年初至今北上资金在食品饮料上的净流入和行业走势（亿元）



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

图 36：年初至今北上资金在医药生物上的净流入和行业走势（亿元）



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

周度来看，过去两周（2020-03-13 到 2020-03-20）是北上资金流出频率和金额较大的阶段，这个阶段的北上资金的流向和行业收益率表现出了较强的相关性，尤其是在行业出现较大回撤的时候都有累计大幅资金流出。在本周最后一个交易日即 3 月 20 日北上资金结束一周的净流出，沪股通净买入 35.95 亿元，净买入金额靠前的个股集中在前期流出较多的消费、金融板块上，前五大成交净买入个股为招商银行、贵州茅台、五粮液、中国平安和格力电器。资金的突然转向是否预示着前期在主要持仓行业上的净流出之势或将逆转？建议持续关注北上资金在重仓行业上的动向，尤其是消费板块中医药、家电行业。

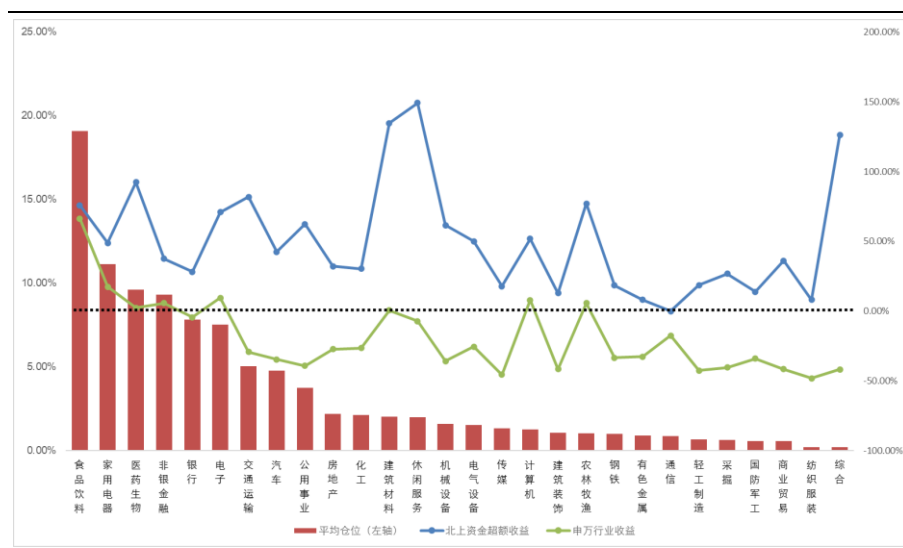
## 北上 VS 南下：哪些个股受影响最大？

除了关注行业层面之外，在个股优选之上，北上资金是否具备参考价值？同样以申万一级行业分类为标准，统计过去约三年（2017 年 3 月份至 2020 年 3 月份）北上资金在 28 个一级行业上获取超额收益的能力。

1) 除了通信之外，北上资金在其余所有行业上的配置均获取了超越基准（对应的行业指数）的正区间累计收益率。

2) 北上资金获取超额收益的高低与行业本身涨跌幅和其在该行业上平均仓位无直接关系，按照同区间内的平均持有仓位做降序排列在部分其持有仓位较低的行业上也能因为其卓越的选股能力而表现突出。

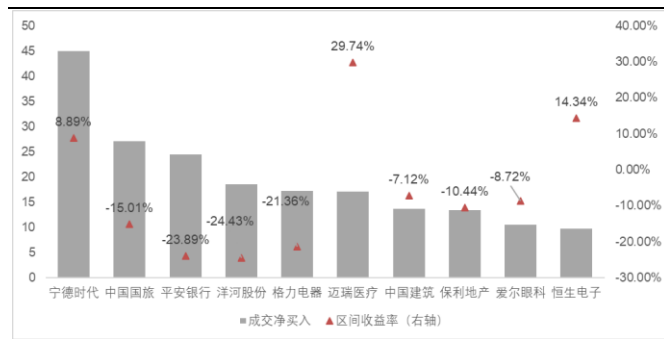
图 37：北上资金在各个行业上的平均持有仓位、超额收益表现及行业区间累计收益率



资料来源：Wind，长江证券研究所

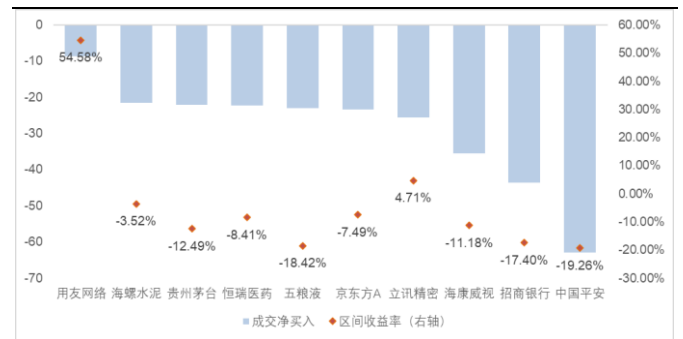
统计年初至今以及三月份以来北上和南下资金在个股上资金流变化，以十大成交活跃股为分析股票池（北上成交净买入金额单位为人民币，亿，南下成交净买入金额单位为港币，亿）。

图 38：年初至今十大成交活跃股中北上资金成交净买入前十大个股



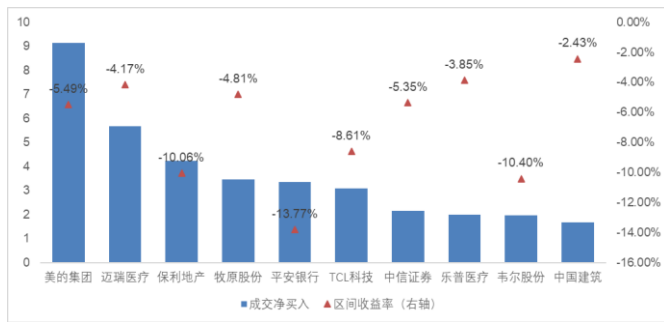
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 39：年初至今十大成交活跃股中北上资金成交净买入后十大个股



资料来源：Wind，长江证券研究所

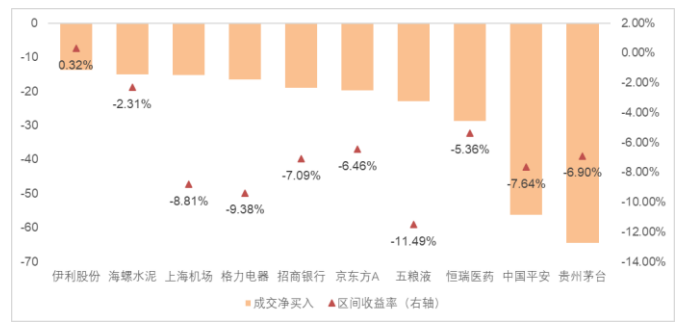
图 40：三月至今十大成交活跃股中北上资金成交净买入前十大个股



资料来源：Wind，长江证券研究所

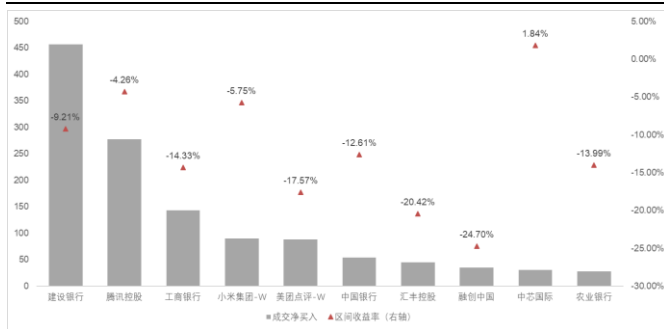
年初至今，北上资金在个股层面流出最多的是中国平安、招商银行、海康威视和立讯精密净流出金额逾 30 亿元，买入最多的则是宁德时代，短期从个股层面来看，个股涨跌并未表现出与资金流入流出的强相关性；三月份以来，中国平安、贵州茅台单周遭净卖出超 50 亿元，美的集团、迈瑞医疗有相对较大规模资金流入。从个股所在行业上来看，也有美的集团和格力电器、迈瑞医疗和恒瑞医药这种在同一行业内部资金成交净买卖方向相反的情况。

图 41：三月至今十大成交活跃股中北上资金成交净买入后十大个股



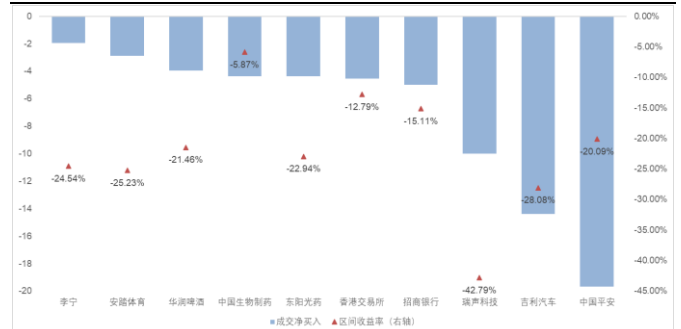
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 42：年初至今十大成交活跃股中南下资金成交净买入前十大个股



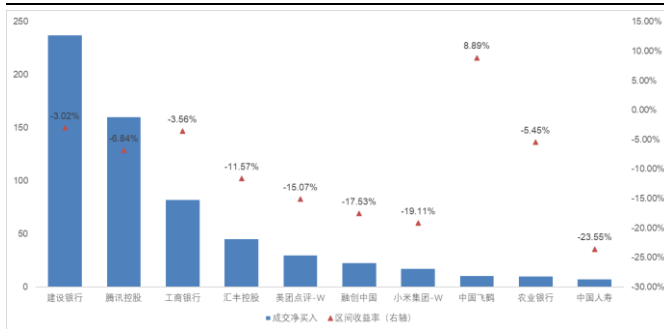
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 43：年初至今十大成交活跃股中南下资金成交净买入后十大个股



资料来源：Wind，长江证券研究所

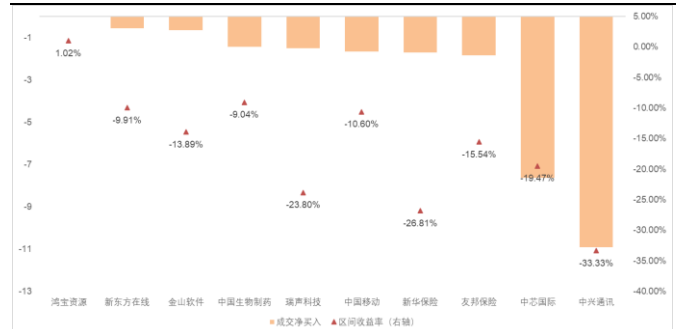
图 44：三月至今十大成交活跃股中南下资金成交净买入前十大个股



资料来源：Wind，长江证券研究所

年初至今，南下资金在个股层面资金流入最大的是建设银行和腾讯控股，均超过了 250 亿港元，卖出的同样有中国平安、招商银行，其次是吉利汽车和瑞声科技，在个股层面的卖出和北上资金有少数重合；三月份以来南下资金的资金净流入个股和一季度整体一致性较强，仍然是建设银行、腾讯控股和工商银行为首，卖出资金量较大的个股则有中

图 45：三月至今十大成交活跃股中南下资金成交净买入后十大个股



资料来源：Wind，长江证券研究所

兴通讯和中芯国际，较前期有了一定的调整。个股层面的活跃交易一定程度上反应了资金在行业层面上的动态调整，但是中短期来看，并无行业配置上的涨跌幅与流入流出之间的较强相关性，因此对于优选个股的参考价值较为有限。

## 近期新发基金产品跟踪

本周较上周新增 3 只待发行 ETF 产品，本月新发行 ETF 产品（剔除 ETF 联接）合计 17 只，如下表所示：

表 9：本月（3 月份）新发行 ETF 产品

基金代码	基金简称	发行日期	基金分类
159813.OF	鹏华国证半导体芯片ETF	2020-03-25	科技（行业综合）
515963.OF	嘉实中证医药健康100策略ETF	2020-03-25	消费（医药生物）
159802.OF	广发中证800ETF	2020-03-23	宽基（中盘）
515933.OF	永赢沪深300ETF	2020-03-23	宽基（大盘）
159810.OF	浦银安盛创业板ETF	2020-03-19	科技（指数）
159811.OF	博时中证5G产业50ETF	2020-03-16	科技（行业综合）
510203.OF	汇安上证证券ETF	2020-03-16	金融地产
511053.OF	兴业上证1-5年期地方政府债ETF	2020-03-16	地方政府债
515623.OF	建信中证800ETF	2020-03-16	宽基（中盘）
515283.OF	富国中证银行ETF	2020-03-11	金融地产
159807.OF	易方达中证科技50ETF	2020-03-09	科技（指数）
515133.OF	博时沪深300ETF	2020-03-09	宽基（大盘）
159806.OF	国泰中证新能源汽车ETF	2020-03-02	制造（新能源产业链）
159991.OF	招商创业板大盘ETF	2020-03-02	科技（指数）
159992.OF	银华中证创新药产业ETF	2020-03-02	消费（医药生物）
159998.OF	天弘中证计算机主题ETF	2020-03-02	科技（单行业）
510693.OF	兴业上证180金融ETF	2020-03-02	金融地产

资料来源：Wind，长江证券研究所

本周新上市 ETF 四只，如下表所示：

表 10：本周（03/16~03/20）新上市 ETF 产品

基金代码	基金简称	上市日期	发行总份额（亿）
159996.SZ	国泰中证全指家电ETF	2020-03-16	9.33
159806.SZ	国泰中证新能源汽车ETF	2020-03-20	23.61
159997.SZ	天弘中证电子ETF	2020-03-20	11.54
515380.SH	泰康沪深300ETF	2020-03-23	71.61

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 总结

本周以专题形式主要对大家关注两个问题：1) 基金在市场下行阶段起到的作用；2) 近期北上和南下资金的一改常态的动向，展开讨论并得出以下结论：

- 1) 美国市场：根据 ICI 公布的 2018 年以来美国市场共同基金和 ETF 的资金流变化，股票型基金在 2018 年和 2019 年大部分月份都是净流出。着重关注今年 2 月份海外疫情开始扩散这一阶段每周的资金流变化，**2 月份股票型基金一改之前净流出之势获得了 685.9 亿美元的净流入，3 月份只预估了前两周的资金流数据但是从目前的数据上看并未达到 2019 年全年月度净流出平均水平，从基金资金流角度看基金产品加大权益市场下行风险的说法并不成立。**
- 2) 国内市场：在市场剧烈下行阶段，**ETF 仍然能有持续性的申购资金流入，一定程度上验证了其对市场的正面支撑作用**；在行业和板块 ETF 品类逐渐丰富的时候，可以初步看到**下行期间较为抗跌的行业/板块产品或更为受投资者青睐**，通过持有 ETF 来进行行业/板块配置可能成为未来发展趋势。
- 3) 北上：**一季度资金净流入较多的行业为医药、计算机及建筑**，净流出较多的则是持仓权重较高的银行、非银、电子等。3 月份以来资金流出仍然集中在北上持仓较高的消费、金融及电子和电气设备。
- 4) 南下：**一季度资金净流入较多的行业为银行、计算机和地产**，在钢铁、军工及家电上有小幅流出；3 月份以来，行业配置仍然延续前期在金融地产上配置偏好。
- 5) 北上资金表现出来在重仓行业上流入流出和行业涨跌幅较强的相关性，在本周最后一个交易日结束一周的净流出，沪股通净买入 35.95 亿元，净买入金额靠前的个股集中在前期流出较多的消费、金融板块上。资金的突然转向是否预示着前期在主要持仓行业上的净流出之势或将逆转？**建议持续关注北上资金在重仓行业上的动向，尤其是消费板块中医药、家电行业。**



## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好:	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中 性:	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看 淡:	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入:	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增 持:	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中 性:	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减 持:	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们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, 致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明:** A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

## 分析师声明

作者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、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 本公司) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知合规范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。