

2022年01月04日

识别假外资：内地营业部与北上经纪商的共振

金融工程研究团队

——开源量化评论（45）

魏建榕（首席分析师）

证书编号：S0790519120001

张翔（分析师）

证书编号：S0790520110001

傅开波（分析师）

证书编号：S0790520090003

高鹏（分析师）

证书编号：S0790520090002

苏俊豪（研究员）

证书编号：S0790120020012

胡亮勇（研究员）

证书编号：S0790120030040

王志豪（研究员）

证书编号：S0790120070080

盛少成（研究员）

证书编号：S0790121070009

苏良（研究员）

证书编号：S0790121070008

魏建榕（分析师）

weijianrong@kysec.cn

证书编号：S0790519120001

傅开波（分析师）

fukaibo@kysec.cn

证书编号：S0790520090003

苏俊豪（联系人）

sujunhao@kysec.cn

证书编号：S0790120020012

● 龙虎榜视角下的八家异动经纪商

通过龙虎榜数据与港交所托管数据明细数据，研究北上经纪商与内地营业部在行为上的共性与差异。

（1）我们区分了不同类型的北上经纪商与内地营业部，对北上经纪商与内地营业部行为的共性和差异，我们使用同向次数-反向次数以及同向次数占比两个指标共同描述，同向次数-反向次数越大、同向次数占比越高，对应北上经纪商和内地营业部的共性越强，反之两者差异越大。

（2）对于内地的“散户营业部”与“量化私募营业部”，部分北上经纪商与其行为共性差异较大，其中中金、JP 摩根、摩根斯坦利、美林、瑞银、瑞信、高盛、盈透这八家北上经纪商与散户营业部的行为差异更大，而与量化私募的共性更大，这或许意味着，托管于这八家经纪商的部分资金，与量化私募中的部分资金，存在着某种程度的关联。我们将这八家经纪商称为陆股通龙虎榜异动经纪商（简称异动经纪商）。

（3）同一分类条目下的北上经纪商，其行为也存在着较大差异。部分中资券商、港资券商的行为与内地的散户营业部共性更高。

● 八家异动经纪商较其余经纪商的行为差异

持股数量与规模：异动经纪商的持股广度大，这八家的平均持股数量远超其他分类下的统计，且持仓市值较券商系高。

行业和风格配置：异动经纪商较非异动经纪商，在 2021 年在基础化工、建筑材料、煤炭、石油石化、电子等板块上一致高配；在银行、非银金融、计算机等一致低配；在食品饮料、房地产等有一定分歧；异动经纪商相对非异动经纪商，更偏好高 Beta、高换手、高动量、高波动、高估值、小市值的个股。

热门股参与率：异动经纪商参与度大幅高于其他类型的经纪商。八家异动经纪商中参与度从高至低分别为瑞信、美林、摩根斯坦利、高盛、JP 摩根、瑞银、中金、盈透。

换手率与涨跌幅：随着异动经纪商相对持仓波动增大，该组个股的平均换手率提升，2021 年个股涨幅增加。换言之，异动经纪商的参与度提升，个股换手率提升，推高了股价涨幅。

选股能力：2021 年以来，北上持仓占比因子整体遭遇了较大回撤，而异动经纪商持仓占比变动因子表现依然优秀，这体现出异动经纪商整体较好的调整能力。

● **风险提示：**本文的统计基于历史数据，市场未来可能发生重大改变。

相关研究报告

《开源量化评论（43）-量化私募交易行为识别：龙虎榜营业部的新视角》- 2021.10.31

《开源热点追踪(1)：复盘 N 倍股：个股特征与诞生过程》2021.12.05

目 录

1、 背景：证监会叫停“假外资”	3
2、 龙虎榜视角下的异动经纪商	3
2.1、 券商系经纪商是龙虎榜中陆股通的主要参与者和主导力量	3
2.2、 从北上经纪商与内地的营业部的共振中识别出“异动经纪商”	5
3、 2021 年异动经纪商的行为差异	7
3.1、 持股数量和持仓规模：异动经纪商的持股广度大，持仓市值较券商系高	7
3.2、 行业配置：2021 年异动经纪商整体在周期资源板块一致高配，大金融板块一致低配	8
3.3、 风格配置：2021 年异动经纪商整体较其他经纪商，偏好高 Beta、高换手、高动量、小市值的个股	9
3.4、 热门股参与度：异动经纪商在年内 N 倍股参与度高于其他经纪商	10
3.5、 换手率和涨跌幅：异动经纪商相对持仓波动越大，个股涨幅越高，换手率越高	11
3.6、 选股能力：异动经纪商在持仓变动因子表现优秀	12
4、 总结：八家异动经纪商行为与内地机构资金行为更为一致	12
5、 附录：北上与内地参与次数排名前 30 的经纪商/营业部	13
6、 风险提示	14

图表目录

图 1： 消息公布当天，陆股通结束多日连续流入	3
图 2： 香港市场资金成本更低	3
图 3： 陆股通资金在龙虎榜中的参与比例不断提升	4
图 4： 异动经纪商与量化私募营业部的共性较强（同向次数-反向次数）	7
图 5： 异动经纪商与量化私募营业部的共性较强（同向次数占比）	7
图 6： 持股数量：异动经纪商平均持股数量 1763 只	8
图 7： 持仓规模：异动经纪商日平均持仓市值 564 亿元	8
图 8： 异动经纪商在周期资源一致高配、大金融一致低配	9
图 9： 异动经纪商在食品饮料、房地产等板块有一定分歧	9
图 10： 2021 年主要因子的累计收益：高 Beta、小市值、高换手、高动量表现较好	9
图 11： 2021 年异动经纪商整体较其他经纪商，偏好高 Beta、高换手、高动量、小市值的个股	9
图 12： 2021 年内 N 倍股参与度：异动经纪商参与度远高于其他经纪商类型	10
图 13： 异动经纪商相对持仓波动越大，该组个股的平均换手率越高，2021 年个股涨幅越高	12
图 14： 选股因子：北上持仓占比因子今年以来遭遇较大回撤	12
图 15： 选股因子：异动经纪商持仓占比变动因子今年表现依旧优秀	12
表 1： 某股票的龙虎榜数据示例	4
表 2： 龙虎榜中陆股通对股票的净流入为当日所有经纪商对该股票净流入金额之和	4
表 3： 中金、JP 摩根等中资、外资券商是龙虎榜中陆股通的主要参与者和主导力量	5
表 4： 年内 N 倍股的参与度（前五）：异动经纪商参与度从高至低分别为瑞信、美林、摩根斯坦利、高盛、 摩根大通、瑞银、中金、盈透	11
表 5： 北上参与次数排名前 30 的经纪商	13
表 6： 内地参与次数前 30 的营业部（机构专用、沪股通专用、深股通专用除外）	14

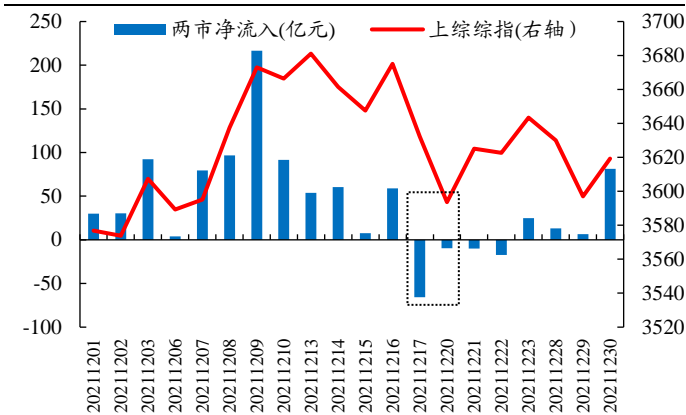
1、背景：证监会叫停“假外资”

12月17日，证监会就修改《内地与香港股票市场交易互联互通机制若干规定》公开征求意见，自规则实施之日起，香港经纪商不得再为内地投资者新开通沪深股通交易权限。政策实施之日起1年为过渡期，过渡期内，存量内地投资者可继续通过沪深股通买卖A股。过渡期结束后，存量投资者不得再通过沪深股通主动买入A股，所持A股可继续卖出；无持股内地投资者的交易权限由香港经纪商及时注销。

消息公布当天，北向资金结束了12月以来持续净流入的状态，12月17日与12月20日分别净流出65.6亿元和9.7亿元，市场也连续两个交易日小幅调整（图1）。

香港地区对配资监管相对宽松，资金成本也更低（图2），部分内地投资者利用这一便利，通过香港配资绕道回内地参与股票市场投资的现象也已存在多年。而对于假外资所处的经纪商，有观点认为以中资机构为主。本文我们将另辟蹊径，从龙虎榜视角追踪北上经纪商与内地营业部的一致性，给出可能潜藏有“假外资”资金的北上经纪商，并对其2021年的行为特征进行多维度的分析。

图1：消息公布当天，陆股通结束多日连续流入



数据来源：Wind、港交所、开源证券研究所

图2：香港市场资金成本更低



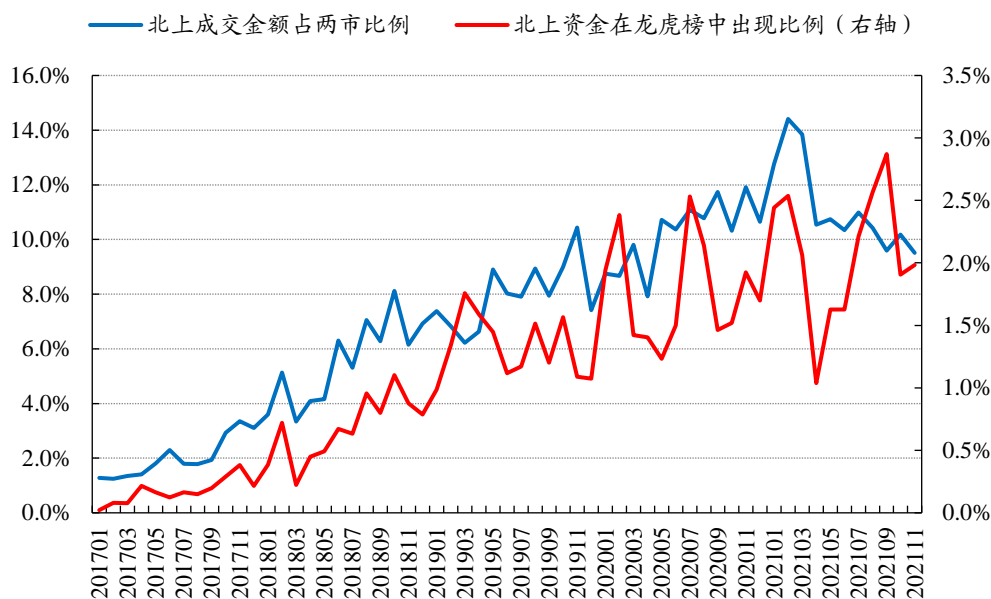
数据来源：Wind、港交所、开源证券研究所

2、龙虎榜视角下的异动经纪商

2.1、券商系经纪商是龙虎榜中陆股通的主要参与者和主导力量

沪深交易所每日会将其“交易公开信息”栏目中汇总公布部分异动股票的交易信息，包括当日/多日买入与卖出金额最大的五个营业部及其买入、卖出金额等，投资者习惯称之为“龙虎榜”。龙虎榜能够反映当前市场最热点的交易动向，各大上榜营业部汇聚了市场上最活跃的资金力量。随着陆股通标的池的扩容，以及北上资金对A股参与程度的提高，北上资金在龙虎榜中的参与比例也在不断提升（图3）。

图3: 陆股通资金在龙虎榜中的参与比例不断提升



数据来源: Wind、港交所、开源证券研究所

在龙虎榜数据中，深股通专用/沪股通专用是北向资金的专用交易通道，与其他营业部一样，其记录的是通过深股通/沪股通交易通道交易的所有北上经纪商对该股票的买入与卖出金额。我们通过对北上托管数据的分析也发现，所有经纪商对该龙虎榜股票当天的净买入金额之和，与龙虎榜上所公布的净买入金额基本一致（表1和表2中的红色字体单元格）。

表1: 某股票的龙虎榜数据示例

	营业部名称*	交易金额(万元)	买入金额(万元)	卖出金额(万元)	净买入(万元)
买入前五	深股通专用	5,975.09	1,794.71	4,180.38	-2,385.67
	机构专用	2,024.07	1,702.98	321.09	1,381.89
	申万宏源证券上海第二分公司	1,641.12	1,517.35	123.77	1,393.57
	东方财富证券拉萨团结路第二	2,378.43	1,475.34	903.08	572.26
	东方财富证券拉萨东环路第二	1,658.35	1,175.33	483.03	692.30
卖出前五	深股通专用	5,975.09	1,794.71	4,180.38	-2,385.67
	华鑫证券上海陆家嘴	2,942.10	--	2,942.10	-2,942.10
	东莞证券北京分公司	1,919.96	57.07	1,862.89	-1,805.83
	华鑫证券上海分公司	1,711.90	113.07	1,598.83	-1,485.76
	宏信证券南充丝绸路	1,385.06	20.66	1,364.40	-1,343.74

资料来源: Wind、港交所、开源证券研究所 (*: 部分营业部为简称, 下同)

表2: 龙虎榜中陆股通对股票的净流入为当日所有经纪商对该股票净流入金额之和

北上经纪商	净买入(估算, 万元)
J.P. MORGAN BROKING (HONG KONG) LTD	-251.90
中信里昂證券有限公司	-43.91
UBS SECURITIES HONG KONG LTD	9.52
MLFE LTD	-123.74
MORGAN STANLEY HONG KONG SECURITIES LTD	273.30

北上经纪商	净买入(估算, 万元)
高盛(亞洲)證券有限公司	-232.08
CREDIT SUISSE SECURITIES (HONG KONG) LTD	-124.59
中國國際金融香港證券有限公司	-1866.17
花旗銀行	139.70
BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES	-134.41
合计	-2354.28

资料来源：Wind、港交所、开源证券研究所

从经纪商托管数据我们可以发现，虽然龙虎榜上陆股通作为一个整体出现，但其背后所对应的不同托管机构的交易方向往往是有分歧的。我们统计了2017年以来的龙虎榜数据，当某股票当日龙虎榜出现深股通专用/沪股通专用时，记录各北上经纪商当日（或多日）对该股票的净流入情况，并和陆股通对该股票的整体净流入做比较（表3）。结果显示，MLFE LTD、J.P. MORGAN BROKING等券商系经纪商参与次数靠前，且和陆股通流向方向相同比例明显较高，这表明：**这些机构是龙虎榜中陆股通的主要参与者和主导力量。**

表3：中金、JP摩根等中资、外资券商是龙虎榜中陆股通的主要参与者和主导力量

北上经纪商	同向次数	反向次数	地域	机构属性	和陆股通方向相同的比例
中國國際金融香港證券有限公司	5651	2045	中资	券商	73.4%
J.P. MORGAN BROKING (HONG KONG) LTD	5484	2098	外资	券商	72.3%
MORGAN STANLEY HONG KONG SECURITIES LTD	5431	2242	外资	券商	70.8%
UBS SECURITIES HONG KONG LTD	5375	2321	外资	券商	69.8%
MLFE LTD	5071	2240	外资	券商	69.4%
高盛(亞洲)證券有限公司	4588	2040	外资	券商	69.2%
CREDIT SUISSE SECURITIES (HONG KONG) LTD	3944	2147	外资	券商	64.8%
花旗銀行	2691	2285	外资	银行	54.1%
盈透證券香港有限公司	2613	2095	外资	券商	55.5%
香港上海匯豐銀行有限公司	2539	2177	外资	银行	53.8%
BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES	2472	1657	外资	银行	59.9%
富途證券國際(香港)有限公司	2287	2205	港资及其他	券商	50.9%
中信里昂證券有限公司	1900	1504	中资	券商	55.8%
法國興業證券(香港)有限公司	1873	1122	外资	券商	62.5%
德意志證券亞洲有限公司	1815	1228	外资	券商	59.6%

资料来源：Wind、港交所、开源证券研究所

2.2、从北上经纪商与内地的营业部的共振中识别出“异动经纪商”

“凡走过，必留下痕迹”，通过各经纪商的托管明细数据，即使陆股通当天未上龙虎榜，我们仍可以从托管数据中窥见陆股通资金对龙虎榜股票的流向情况，并且结合龙虎榜中内地营业部的资金流向，研究北上经纪商与内地营业部在行为上的共性与差异。

对**龙虎榜中的陆股通标的股票**，我们计算各北上经纪商与上榜的内地营业部在当日（多日）对该股票的净流入金额，并汇总统计不同北上经纪商与内地营业部流向

相同或相反的次数。最终，我们分别选取境外与内地参与次数排名前30的经纪商/营业部(见附录表5)，计算其流向相同与相反的次数差异及占比。结果如图4，图5所示。

观察上榜的内地营业部我们发现，东方财富拉萨各营业部、招商证券交易单元等散户“大本营”(以下简称：**散户营业部**)均有出现，且参与次数靠前。值得注意的是，在《量化私募行为的蛛丝马迹：龙虎榜营业部的新视角》一文中，我们通过股票流通股东与龙虎榜数据识别得到的几个量化私募关联营业部及其协同营业部(以下简称：**量化私募营业部**)也都名列其中。

在图4和图5中，我们区分了不同类型的北上经纪商(中资券商、外资券商、外资银行、港资及其他券商)与内地营业部(散户营业部、量化私募营业部、其他)，对北上经纪商与内地营业部行为的共性和差异，我们使用同向次数-反向次数(图4)以及同向次数占比(图5)两个指标共同描述，同向次数-反向次数越大、同向次数占比越高，对应北上经纪商和内地营业部的共性越强，反之两者差异越大。

从图4和图5，我们可以解读出以下重要的信息：

(1) 对于内地的“散户营业部”与“量化私募营业部”，部分北上经纪商与其行为共性差异较大，其中八家北上经纪商与散户营业部的行为差异更大，而与量化私募的营业部共性更大，这或许意味着，托管于这八家经纪商的部分资金，与量化私募营业部中的部分资金，存在着某种程度的关联，这八家经纪商分别是：中國國際金融香港證券有限公司(中金)、J.P. MORGAN BROKING (HONG KONG) LTD (JP摩根)、MORGAN STANLEY HONG KONG SECURITIES LTD (摩根斯坦利)、MLFE LTD (美林)、UBS SECURITIES HONG KONG LTD (瑞银)、CREDIT SUISSE SECURITIES (HONG KONG) LTD (瑞信)、高盛(亞洲)證券有限公司(高盛)、盈透證券香港有限公司(盈透)我们将其称为陆股通龙虎榜异动经纪商(本文统称为**异动经纪商**)

(2) 同一分类条目下的北上经纪商，其行为也存在着较大差异。图4图5右上方我们看到，部分中资券商、港资券商的行为与内地的散户营业部共性更高。假如我们认为“假外资”也存在于这些经纪商之中，他们的行为显然更像“假外资”中的散户，本文我们更加关注的是“假外资”中与机构共性更强的部分。

图4：异动经纪商与量化私募营业部的共性较强（同向次数-反向次数）

境外经纪商		中国国 际金融 香港 证券有 限公司	J.P. MORGAN BROKING (HONG KONG) LTD	MLFE LTD	UBS SECURIT IES HONG KONG LTD	高盛(香 港)有限 公司	MORGAN STANLEY HONG KONG SECURIT IES LTD	CREDIT SUISSE SECURIT IES (HONG KONG) LTD	渣打證券 香港有 限公司	BNP PARIBAS SECURIT IES S	法蘭西 興業 證券(香 港)有 限公司	德意志 證券亞 洲有限 公司	香港上 海證券 有限公 司	渣打銀行 證券(香 港)有 限公司	花旗銀行	海通國際 證券有 限公司	中銀國際 證券有 限公司	利弗莫爾 證券有 限公司	華盛資本 證券有 限公司	耀才證券 國際(香 港)有 限公司	富途證券 國際(香 港)有 限公司	輝立證券 國際(香 港)有 限公司	寶生證券 及期貨 有限公司
內地營業部	东方财富证券拉萨团结路第二	-377	-182	-215	-226	-211	-147	-119	-55	11	-58	-38	-117	-33	-25	24	32	70	72	63	108	115	78
	东方财富证券拉萨东环路第二	-188	-119	-114	-65	-86	-94	-69	-12	32	-45	-52	-47	-18	12	16	-22	2	27	47	55	101	50
	东方财富证券拉萨东环路第一	-85	-54	-33	-40	-35	6	-11	-33	-23	-9	-3	-2	-7	12	-5	32	4	15	26	-22	26	36
	招商证券交易单元(S33800)	-66	-64	-59	-36	-33	-49	-33	-18	-35	-26	-7	16	-16	-21	13	4	19	12	4	-4	6	36
	东方财富证券拉萨团结路第一	-60	-28	-10	-51	-14	9	-7	-5	14	12	-14	-2	-8	-24	-4	2	5	8	4	9	30	9
	招商证券上海牡丹江路	-52	-30	-5	-40	-41	-48	17	-38	15	-11	-18	-11	-7	8	10	-3	8	11	-2	38	21	33
	国盛证券宁波桑田路	-26	-26	-10	-57	-29	-41	-35	22	-14	-14	-13	-48	-1	-4	-11	-7	-9	2	-10	5	4	-20
	华泰证券深圳益田路荣超商务中心	-22	-3	-11	-36	1	14	5	27	6	2	-27	-17	-12	-29	15	-3	-2	0	1	14	2	-14
	中信证券深圳泰然九路	-22	-36	-7	17	-11	-12	-17	-12	-2	8	-19	28	-13	25	11	16	-12	7	6	6	5	42
	中信证券上海分公司	-14	0	-14	-9	-7	19	-5	2	4	-3	6	20	11	6	2	6	3	-7	8	12	-3	-19
	中国银河证券北京中关村大街	14	-8	5	1	-7	-17	32	-17	0	4	14	-5	-13	7	-17	22	6	3	-5	8	5	-13
	平安证券深圳东园路罗湖商务中心	-33	-46	-45	-18	-6	1	-17	-23	-6	-3	-5	17	-7	-6	2	10	6	-5	-3	-9	7	33
	东方财富证券上海浦东新区银城中路	3	-1	1	5	-14	-43	-2	35	4	-15	-10	-28	10	-37	-6	4	0	-2	11	14	-14	-11
	东方财富证券上海浦东新区东川路	5	30	38	-5	-18	13	15	0	9	11	21	-1	2	-16	-6	-9	7	-6	5	3	0	-11
	中信证券上海南京路	8	23	4	22	-13	32	3	34	-13	1	39	-24	3	3	-6	-26	8	-11	-18	29	-12	-33
	国泰君安证券成都北一路	11	40	-9	22	10	-18	-8	11	1	28	7	-11	14	2	2	-3	-5	1	-12	-19	-6	-19
	中国银河证券绍兴	11	9	-11	-21	-7	-31	-26	35	8	-9	-8	-9	33	-72	15	-12	1	-18	-8	3	-14	-39
	中泰证券上海花园石桥路	23	41	47	57	46	58	21	9	-23	33	-1	1	-16	16	-8	6	-5	4	-11	12	-10	19
	国泰君安证券上海江苏路	39	-25	39	-14	-31	-24	7	24	22	22	-13	-10	28	-48	-5	-37	3	-2	-23	12	-23	-61
	兴业证券深圳分公司	46	16	45	40	44	81	59	1	55	4	13	5	12	46	8	10	1	-1	3	34	7	-1
	兴业证券陕西分公司	48	23	3	29	16	37	24	10	0	0	14	-24	28	-42	-14	-8	3	-37	-11	38	16	-49
	中信证券上海南京路	57	72	55	19	52	48	12	26	40	-1	21	3	26	-12	-10	-5	-6	-15	-6	3	-13	-23
	国泰君安证券南京太平南路	58	13	2	-23	15	10	-6	45	6	2	23	-24	-1	-59	0	-7	-9	-4	14	15	-13	-43
	招商证券深圳招商证券大厦	57	49	41	21	20	32	35	7	34	13	5	4	30	6	16	15	0	0	18	-13	2	-9
	中国国际金融上海分公司	52	42	38	35	34	52	10	16	5	5	1	12	2	3	-13	1	0	-10	-9	0	-12	-1
	中国国际金融上海黄浦区湖滨路	72	32	20	10	26	56	-6	16	36	-9	20	28	-3	35	4	-6	4	3	15	10	2	-2
	招商证券深圳深南东路	80	109	109	100	75	88	101	7	69	55	44	-9	-13	1	-13	-5	-2	5	-17	-43	-7	-17
	中国中金财富证券北京宋庄路	157	72	57	25	106	75	30	27	28	32	-2	17	23	6	-17	-1	-4	-5	1	2	4	-32
	华鑫证券上海分公司	235	114	101	162	37	48	-4	85	78	15	7	-29	69	-74	-13	-43	0	-19	-44	-57	-21	-108
	华泰证券总部	244	141	148	97	137	49	115	49	36	14	7	-14	-23	20	8	-6	-2	-15	-19	-6	-4	13

外资银行 外资券商 中资券商 港资券商 散户营业部 量化私募营业部

数据来源：Wind、港交所、开源证券研究所

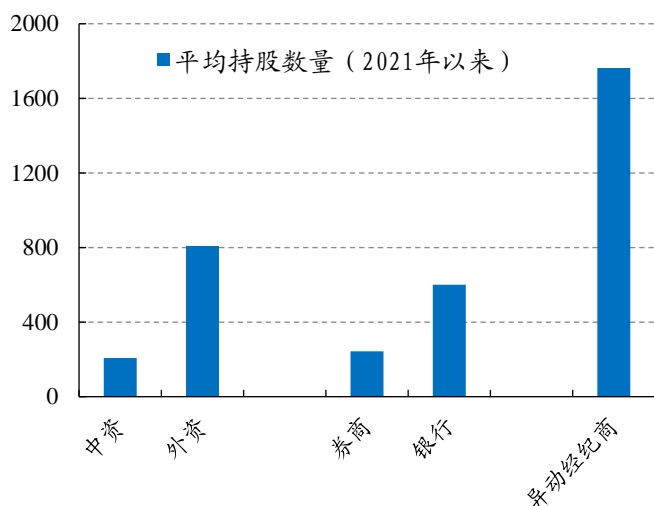
图5：异动经纪商与量化私募营业部的共性较强（同向次数占比）

境外经纪商		中国国 际金融上 海证券有 限公司	J.P. MORGAN BROKING (HONG KONG) LTD	MLFE LTD	UBS SECURIT IES HONG KONG LTD	高盛(亞 洲)證券 有限公司	MORGAN STANLEY HONG KONG SECURIT IES LTD	CREDIT SUISSE SECURIT IES (HONG KONG) LTD	滙豐證券 香港有限 公司	BNP PARIBAS SECURIT IES SERVICE 8	法國興業 證券(香 港)有限 公司	德意志銀 行亞洲有 限公司	香港上海 滙豐銀行 有限公司	渣打銀行 (香港)有 限公司	花旗銀行	海通國際 證券有限 公司	中國國際 證券有限 公司	利弗莫爾 證券有限 公司	華盛資本 證券有限 公司	耀才證券 國際(香 港)有限 公司	富途證券 國際(香 港)有限 公司	輝立證券 (香港)有 限公司	寶生證券 及期貨有 限公司
內地營業部		40.1%	44.8%	43.5%	43.7%	42.5%	45.8%	44.6%	47.5%	50.8%	43.3%	47.3%	44.4%	46.2%	48.9%	53.1%	53.0%	57.4%	63.0%	50.2%	54.0%	56.3%	54.6%
东方财富证券拉萨团结路第二		40.1%	44.8%	43.5%	43.7%	42.5%	45.8%	44.6%	47.5%	50.8%	43.3%	47.3%	44.4%	46.2%	48.9%	53.1%	53.0%	57.4%	63.0%	50.2%	54.0%	56.3%	54.6%
东方财富证券拉萨东环路第二		40.7%	43.7%	43.7%	46.6%	44.1%	45.2%	44.6%	49.0%	54.8%	39.3%	43.8%	46.3%	46.4%	50.9%	54.0%	45.4%	50.4%	57.8%	59.1%	54.3%	60.1%	55.5%
东方财富证券拉萨东环路第一		29.5%	36.9%	41.8%	40.8%	41.3%	51.4%	47.0%	40.8%	43.4%	42.4%	45.5%	49.3%	45.8%	53.3%	46.5%	71.1%	55.9%	61.2%	63.8%	44.4%	64.1%	66.1%
招商证券交易单元(S33800)		44.5%	44.7%	45.0%	47.0%	47.1%	45.9%	47.1%	48.1%	46.9%	44.7%	47.0%	51.8%	47.4%	47.9%	52.7%	50.9%	64.2%	53.1%	50.9%	49.6%	51.2%	55.9%
东方财富证券拉萨团结路第一		34.8%	40.2%	42.3%	37.3%	45.9%	52.3%	47.9%	47.3%	55.1%	64.3%	40.0%	49.2%	44.1%	42.7%	46.4%	51.2%	59.3%	57.4%	52.7%	52.6%	65.0%	54.4%
招商证券上海牡丹江路		39.4%	43.8%	48.9%	41.7%	40.0%	40.2%	54.5%	38.7%	55.5%	41.5%	41.0%	46.5%	46.2%	52.2%	59.6%	47.7%	59.1%	59.3%	48.6%	59.1%	58.5%	64.6%
国盛证券宁波桑田路		45.0%	44.6%	47.8%	38.7%	42.6%	41.6%	39.6%	58.7%	43.3%	36.5%	43.0%	40.6%	49.1%	48.5%	36.6%	42.9%	37.1%	53.6%	36.1%	52.0%	53.1%	39.1%
华泰证券深圳益田路荣超商务中心		47.0%	49.6%	48.2%	45.1%	50.2%	51.8%	51.2%	55.9%	52.3%	50.9%	40.1%	46.4%	44.3%	44.1%	61.2%	47.5%	48.1%	50.0%	50.7%	54.4%	50.7%	45.1%
中信证券深圳分公司		46.0%	43.5%	48.6%	52.9%	47.4%	47.9%	45.0%	46.3%	48.9%	54.3%	41.1%	58.4%	40.6%	57.9%	60.0%	61.8%	35.0%	62.1%	54.5%	52.3%	52.6%	64.8%
中信证券上海分公司		47.6%	50.0%	47.3%	48.5%	48.3%	53.2%	48.8%	50.5%	51.7%	48.0%	52.5%	54.7%	55.7%	51.4%	54.5%	52.6%	36.0%	54.8%	53.7%	48.8%	43.9%	42.9%
中国银河证券北京中关村大街		53.3%	48.0%	51.3%	50.2%	47.9%	46.0%	58.9%	43.5%	50.0%	53.8%	58.5%	47.9%	37.3%	52.5%	31.1%	72.0%	58.3%	54.5%	46.0%	52.5%	53.3%	42.7%
平安证券深圳东园路罗湖商务中心		42.3%	38.0%	37.1%	45.5%	47.9%	50.2%	42.3%	40.0%	44.0%	47.1%	46.0%	57.8%	40.5%	47.3%	52.9%	64.7%	65.0%	38.1%	45.9%	44.8%	54.8%	72.6%
东方财富证券上海浦东新区银城中路		50.7%	49.7%	50.3%	51.2%	45.5%	40.0%	49.2%	62.8%	52.8%	38.8%	44.0%	39.6%	57.8%	37.2%	44.0%	54.8%	50.0%	37.5%	64.1%	58.5%	40.8%	43.8%
东方财富证券上海浦东新区东川路		51.0%	56.6%	58.3%	49.0%	45.4%	52.5%	54.3%	50.0%	56.2%	55.0%	59.6%	49.7%	51.0%	44.9%	44.6%	40.4%	66.7%	28.6%	54.9%	51.6%	50.0%	43.5%
中信证券上海南京路		50.9%	52.8%	50.5%	52.6%	48.2%	53.7%	50.5%	55.8%	46.4%	50.4%	59.5%	45.9%	51.1%	50.5%	47.7%	39.2%	53.8%	41.8%	43.8%	56.1%	47.0%	42.7%
国泰君安证券成都北一路		52.2%	57.8%	48.2%	54.2%	52.7%	46.8%	47.1%	54.8%	50.6%	67.1%	53.5%	45.7%	68.4%	50.8%	52.5%	45.2%	35.3%	55.6%	28.6%	38.6%	46.4%	38.3%
中国银河证券绍兴		51.5%	51.2%	48.4%	47.2%	48.9%	46.0%	45.4%	56.0%	52.4%	46.6%	47.8%	48.4%	60.2%	38.4%	56.1%	45.5%	50.3%	33.3%	47.1%	50.6%	46.5%	41.3%
中泰证券上海花园石桥路		53.9%	57.0%	58.0%	59.7%	58.1%	59.9%	53.8%	52.2%	44.5%	61.5%	49.5%	50.3%	43.9%	53.4%	46.0%	55.2%	40.7%	54.2%	42.3%	52.8%	44.9%	58.0%
国泰君安证券上海江苏路		53.5%	47.6%	53.8%	48.8%	46.6%	47.9%	50.9%	53.1%	54.4%	56.6%	47.2%	48.8%	57.4%	44.4%	48.5%	38.8%	51.1%	48.9%	43.6%	51.8%	45.6%	39.0%
中信证券深圳分公司		57.1%	52.5%	56.9%	56.0%	57.0%	62.4%	59.4%	50.2%	59.5%	48.5%	54.6%	51.2%	54.3%	59.0%	54.4%	59.3%	52.6%	48.9%	52.6%	56.9%	54.5%	49.5%
兴业证券陕西分公司		57.1%	53.5%	50.4%	54.2%	52.7%	55.5%	54.4%	52.0%	50.0%	50.0%	54.3%	45.1%	58.9%	42.0%	44.7%	42.5%	31.5%	26.6%	46.1%	57.7%	54.4%	38.3%
中信证券上海南京路		61.6%	64.6%	61.4%	53.8%	62.1%	58.8%	53.3%	60.3%	65.9%	49.4%	59.5%	51.1%	65.5%	45.7%	40.7%	45.1%	37.5%	17.4%	42.5%	51.2%	41.6%	36.1%
国泰君安证券南京太平南路		57.5%	51.7%	50.3%	47.0%	52.3%	51.3%	48.9%	58.3%	51.7%	50.7%	57.1%	45.5%	49.6%	39.0%	50.0%	47.1%	45.3%	47.1%	55.0%	47.1%	46.4%	39.2%
招商证券深圳招商证券大厦		60.4%	59.0%	57.8%	53.9%	54.0%	55.9%	57.0%	51.6%	57.9%	54.7%	54.4%	51.2%	62.3%	51.4%	57.7%	59.0%	50.0%	50.0%	61.3%	47.0%	51.0%	46.0%
中国国际金融上海分公司		61.8%	59.9%	59.3%	58.1%	58.3%	62.0%	52.5%	55.4%	51.4%	52.8%	51.0%	54.4%	51.3%	51.0%	49.3%	51.2%	50.0%	35.3%	39.0%	50.0%	41.7%	49.4%
中国国际金融上海黄浦区湖滨路		60.3%	54.7%	53.1%	51.4%	54.2%	58.0%	49.0%	53.0%	57.6%	47.2%	58.9%	55.0%	49.2%	55.7%	51.9%	46.7%	57.1%	53.5%	58.6%	52.2%	50.8%	49.4%
招商证券深圳深南东路		57.7%	60.7%	60.9%	59.8%	58.0%	58.6%	60.9%	51.1%	59.6%	61.8%	59.4%	48.6%	47.1%	50.1%	45.0%	47.7%	48.3%	52.9%	42.6%	43.9%	47.8%	45.9%
中国中金财富证券北京宋庄路		74.0%	61.1%	58.8%	53.8%	67.1%	61.5%	54.9%	56.6%	55.3%	62.3%	49.3%	54.0%	57.9%	51.3%	41.9%	49.2%	43.8%	42.4%	50.7%	50.4%	52.1%	37.5%
华鑫证券上海分公司		61.7%	55.8%	55.3%	58.2%	52.1%	52.4%	49.8%	57.1%	54.8%	52.3%	51.3%	47.1%	60.2%	44.2%	46.9%	36.3%	50.0%	42.1%	35.1%	45.7%	45.6%	30.6%
华泰证券总部		73.2%	63.8%	64.3%	59.1%	64.0%	54.7%	61.8%	56.1%	54.5%	47.0%	52.5%	48.2%	45.8%	52.3%	52.0%	48.5%	44.1%	44.5%	49.3%	49.1%	52.4%	
	外资银行																						
	外资券商																						
	中资券商																						
	港资券商																						
	散户营业部																						
	量化私募营业部																						

异动经纪商的平均持股数量多。我们按照地域属性（中资和外资）以及机构属性（券商和银行）对经纪商的持股数量进行统计，整理来看：外资系>中资系，银行系>券商系。尽管我们识别的八家异动经纪商均属券商系，但这八家的平均持股数量远超其他分类下的统计，可见异动经纪商的持股广度较大（图3）。

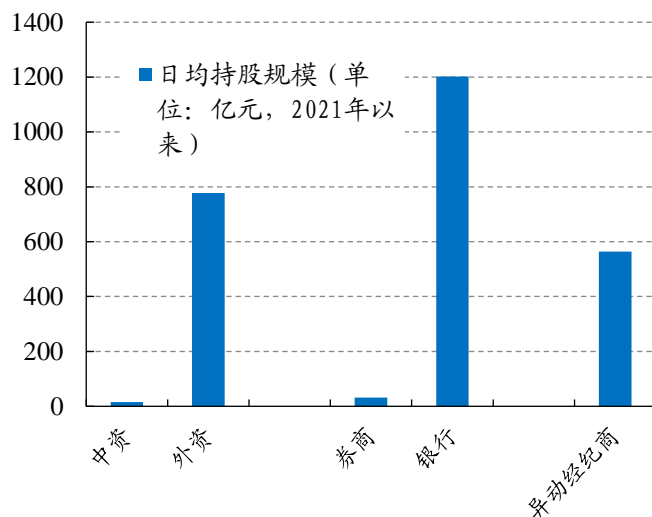
异动经纪商的日平均持仓市值较高。而在持仓规模上，外资系>>中资系，银行系>>券商系，外资银行整体在持仓规模上远超其他类别的经纪商，而八家异动经纪商整体持仓市值较券商系高。

图6：持股数量：异动经纪商平均持股数量1763只



数据来源：Wind、港交所、开源证券研究所

图7：持仓规模：异动经纪商日平均持仓市值564亿元



数据来源：Wind、港交所、开源证券研究所

3.2、行业配置：2021年异动经纪商整体在周期资源板块一致高配，大金融板块一致低配

八家异动经纪商中，除了“中國國際金融香港證券有限公司”属于中资券商(以下记为中金香港)，其余7家均属于外资券商（以下称为7家外资券商系异动经纪商）。我们仿照控制变量法剥离得到“异动经纪商”在行业配置上的特质现象，具体做法如下：

- (1) 逐日对208家经纪商按照持股数量计算每日在各个陆股通标的上的持仓市值；
- (2) 按照一级行业配置，计算各个经纪商每日的行业配置比例并归一化；
- (3) 对各个经纪商，计算2021年整年在31个行业上的平均配置比例；
- (4) 按照“地域”、“机构属性”、“是否异动经纪商”三种特征来计算异动经纪商的行业配置特征：

中金香港 - 中资券商（除了中金香港）：代表中金香港这家相对其他中资券商的行业配置差异；

7家外资券商系异动经纪商 - 外资券商（除了7家外资券商系异动经纪商）：代表7家外资券商系的异动经纪商相对外资券商的行业配置差异。

- (5) 根据符号作为相对非异动经纪商的高配或低配。若两者均在某个行业上

高配或低配，那么异动经纪商在该行业上相对其他经纪商高配或低配；若两者在某个行业上的符号不一致，则认为有分歧，不能作为异动经纪商的特质现象。

整体上看（图5和图6），异动经纪商在2021年在基础化工、建筑材料、煤炭、石油石化、电子等板块上一致高配；在银行、非银金融、计算机等一致低配；在食品饮料、房地产等有一定分歧。

图8：异动经纪商在周期资源一致高配、大金融一致低配

	异动经纪商-非异动经纪商 (中资券商)	异动经纪商-非异动经纪商 (外资券商)
传媒	0.53%	1.20%
医药生物	5.93%	4.11%
基础化工	1.41%	1.17%
建筑材料	0.50%	2.78%
煤炭	一致增配 0.48%	0.30%
电子	1.13%	0.22%
石油石化	1.10%	0.43%
综合	0.01%	0.00%
交通运输	-0.58%	-1.21%
家用电器	-0.15%	-2.35%
机械设备	-0.94%	-1.56%
电力设备	一致减配 -0.15%	-0.77%
计算机	-0.95%	-2.44%
通信	-0.23%	-0.04%
银行	-1.40%	-4.29%
非银金融	-1.83%	-2.09%

数据来源：Wind、港交所、开源证券研究所

图9：异动经纪商在食品饮料、房地产等板块有一定分歧

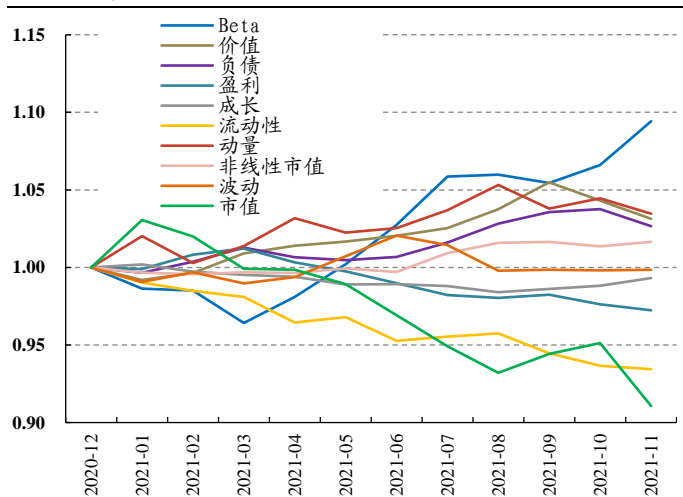
	异动经纪商-非异动经纪商 (中资券商)	异动经纪商-非异动经纪商 (外资券商)
公用事业	-0.21%	0.81%
农林牧渔	-0.56%	0.64%
商贸零售	6.04%	-0.43%
国防军工	-2.19%	0.35%
建筑装饰	-1.89%	0.20%
房地产	-2.19%	1.55%
有色金属	1.04%	-0.04%
汽车	分歧 0.10%	-1.59%
环保	0.25%	-0.20%
社会服务	0.29%	-0.14%
纺织服装	-0.10%	0.17%
美容护理	0.34%	-0.13%
轻工制造	-0.92%	0.26%
钢铁	-0.43%	0.80%
食品饮料	-4.43%	2.29%

数据来源：Wind、港交所、开源证券研究所

3.3、风格配置：2021年异动经纪商整体较其他经纪商，偏好高Beta、高换手、高动量、小市值的个股

2021年因子收益分化明显（图7）：整体上看，高Beta、小市值、高换手、高动量的个股在2021年的涨幅更高。按照上一章节剥离得到异动经纪商在行业上的特征，我们如法炮制在风格上进行相同的验证。从图8可以看到，异动经纪商相对非异动经纪商，更偏好高Beta、高换手、高动量、高波动、高估值、小市值的个股。

图10：2021年主要因子的累计收益：高Beta、小市值、高换手、高动量表现较好



数据来源：Wind、港交所、开源证券研究所

图11：2021年异动经纪商整体较其他经纪商，偏好高Beta、高换手、高动量、小市值的个股

	异动经纪商-非异动经纪商 (中资券商)	异动经纪商-非异动经纪商 (外资券商)
Beta	0.088	0.019
流动性	一致增配 0.104	0.013
动量	0.001	0.000
波动性	0.160	0.020
BP	-0.060	-0.076
杠杆	一致减配 -2.547	-3.313
市值	-0.210	-0.004
盈利	分歧 -0.099	0.044
成长	0.102	-0.001

数据来源：Wind、港交所、开源证券研究所

3.4、热门股参与度：异动经纪商在年内N倍股参与度高于其他经纪商

在近期我们发布的报告《复盘N倍股：夜空中最亮的星》中，详细复盘了2021年N倍股的股票特征与上涨路径。2021年无疑是结构分化巨大的一年，热门概念股频出。为此我们针对341只年内N倍股通过在其上涨路径阶段内的持股数量变化，来刻画异动经纪商的参与度，具体方法如下：

- (1) 对每只年内N倍股，得到年内最低价和最高价日期，即上涨路径阶段；
- (2) 对于每个经纪商，计算每只N倍股在年内上涨路径内每日的持仓波动。
对日期t，单只个股在单个经纪商的持仓波动计算公式如下：

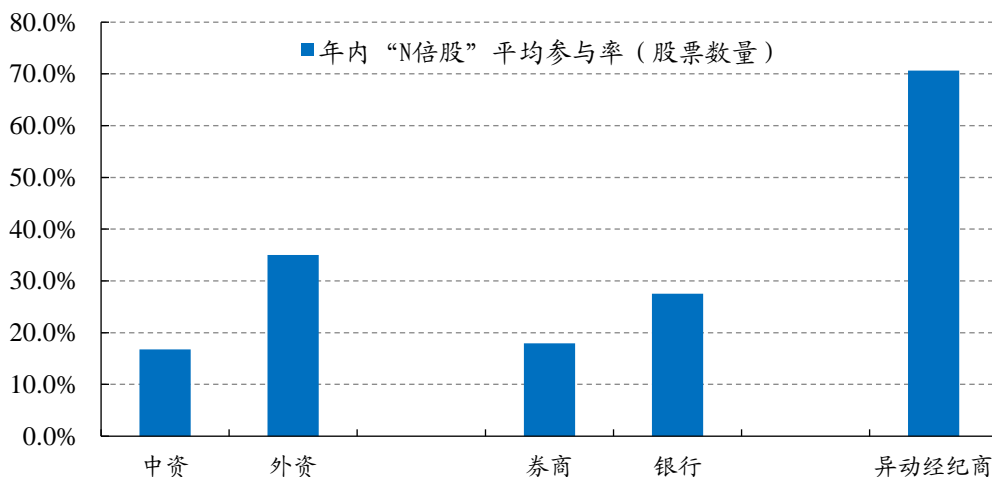
$$\text{持仓波动}_t = \frac{\text{abs}(\text{持股数量}_t - \text{持股数量}_{t-1})}{(\text{持股数量}_t + \text{持股数量}_{t-1})/2}$$

分别对单只个股，计算其在单个经纪商上，在上涨路径时间段内的平均持仓波动。

- (3) 分别按照地域、机构属性、是否异动经纪商统计经纪商在年内N倍股的参与度。

图9为年内N倍股参与度在经纪商属性上的特征表现：整体来看，券商系的参与度高高于银行系；外资系参与度高于中资系；异动经纪商参与度大幅高于其他类型的经纪商。

图12：2021年内N倍股参与度：异动经纪商参与度远高于其他经纪商类型



数据来源：Wind、港交所、开源证券研究所

表1为年内N倍股参与度前五名经纪商，其中八家异动经纪商中参与度从高至低分别为瑞信（95.54%）、美林（86.01%）、摩根斯坦利（80.44%）、高盛（78.29%）、JP摩根（77.11%）、瑞银（72.88%）、中金（72.44%）、盈透（58.56%）。值得注意的是，除了我们本文定义的八家异动经纪商外，法国巴黎银行（91.62%）和中信里昂（91.62%）在年内N倍股的参与度也较高。

表4：年内N倍股的参与度（前五）：异动经纪商中参与度从高至低分别为瑞信、美林、摩根士丹利、高盛、摩根大通、瑞银、中金、盈透

排序	N倍股参与度	经纪商名称	地域	机构属性	是否异动经纪商
1	95.54%	CREDIT SUISSE SECURITIES (HONG KONG) LTD	外资	券商	是
2	91.62%	BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES	外资	银行	否
3	91.33%	中信里昂證券有限公司	中资	券商	否
4	86.01%	MLFE LTD	外资	券商	是
5	80.44%	MORGAN STANLEY HONG KONG SECURITIES LTD	外资	券商	是
6	80.18%	法國興業證券(香港)有限公司	外资	券商	否
7	78.29%	高盛(亞洲)證券有限公司	外资	券商	是
8	77.11%	J.P. MORGAN BROKING (HONG KONG) LTD	外资	券商	是
9	75.01%	尊嘉證券國際有限公司	港资及其他	券商	否
10	72.88%	UBS SECURITIES HONG KONG LTD	外资	券商	是
11	72.44%	中國國際金融香港證券有限公司	中资	券商	是
12	69.32%	富途證券國際(香港)有限公司	港资及其他	券商	否
13	64.22%	海通國際證券有限公司	中资	券商	否
14	63.18%	極訊亞太有限公司	港资及其他	券商	否
15	63.01%	哈富證券有限公司	中资	券商	否
16	62.81%	德意志證券亞洲有限公司	外资	券商	否
17	62.48%	耀才證券國際(香港)有限公司	港资及其他	券商	否
18	62.27%	華泰金融控股(香港)有限公司	中资	券商	0
19	58.56%	盈透證券香港有限公司	外资	券商	是
20	57.73%	輝立証券(香港)有限公司	外资	券商	0

数据来源：Wind、港交所、开源证券研究所

3.5、换手率和涨跌幅：异动经纪商相对持仓波动越大，个股涨幅越高，换手率越高

在上一章节中，我们通过计算年内热门个股的持仓波动，进而衡量经纪商在这些个股的参与度。本小节我们改变视角，从个股视角出发衡量经纪商在陆股通标的中的持仓波动及年内涨幅，以期探寻异动经纪商在其中的影响。具体方法如下：

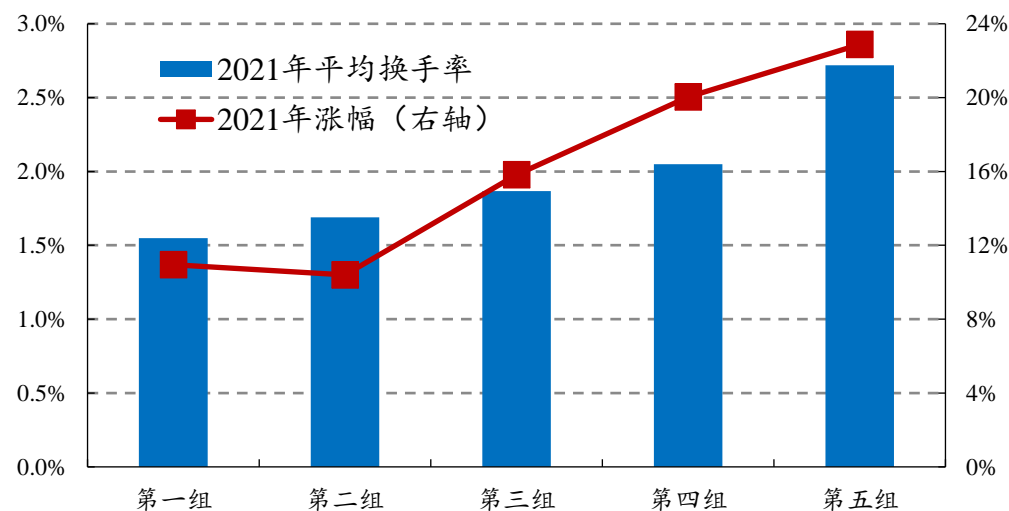
（1）计算每只个股在不同经纪商的持仓波动，并进行排序值转化：由于单只个股被陆股通经纪商持有的水平不同，为了更好的衡量单只个股在不同经纪商的持仓波动，我们对每只个股在不同经纪商持有波动进行排序处理。假设000001.SZ（平安银行）该只个股，被100家经纪商所持有，这100家的持仓波动分别记为 s_1, s_2, \dots, s_{100} ，我们对其进行排序值处理，将原始持仓波动值转化 $\text{rank}(s_1)/100$ ， $\text{rank}(s_2)/100, \dots, \text{rank}(s_{100})/100$ 。

（2）分别对每只个股计算“异动经纪商”与“非异动经纪商”持仓波动的均值，并进行做差，从而衡量每只个股在2021年异动经纪商的相对持仓波动。

我们对陆股通个股按照异动经纪商的相对持仓波动从小到大分为五组，分别计算各组2021年平均换手率和2021年涨幅。从图13可以看到：随着异动经纪商相对持仓波动增大，该组个股的平均换手率提升，2021年个股涨幅增加。换言之，异动经纪

商的参与度提升，个股换手率提升，推高了股价涨幅。

图13：异动经纪商相对持仓波动越大，该组个股的平均换手率越高，2021年个股涨幅越高

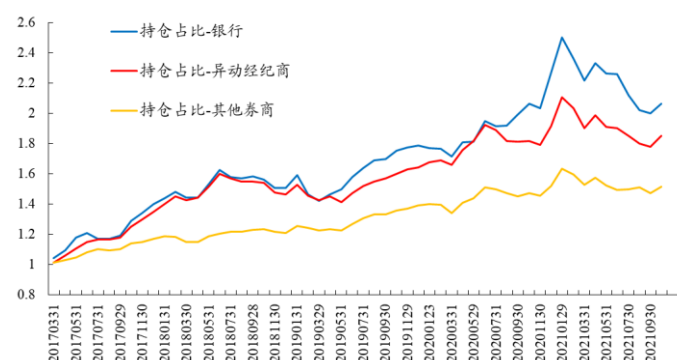


数据来源：Wind、港交所、开源证券研究所（第一组为异动经纪商的相对持仓波动最小的一组，第五组为异动经纪商的相对持仓波动最大的一组）

3.6、选股能力：异动经纪商在持仓变动因子表现优秀

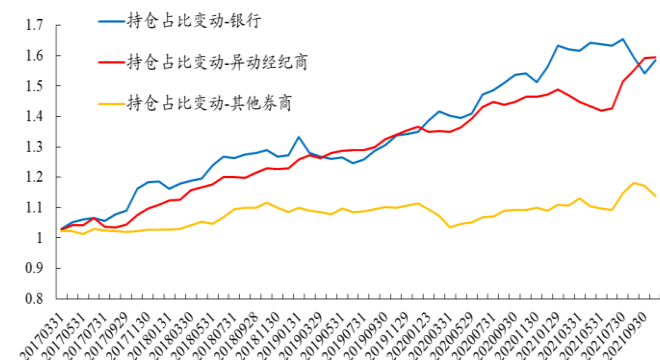
在前期的报告《北上资金行业配置的双轮驱动力》中，我们详细介绍了持仓变动因子。本小节我们将测试持仓占比因子与持仓占比变动因子在各类型经纪商上的选股能力。我们对经纪商分为：银行、异动经纪商、其他券商（券商系经纪商剔除异动经纪商后的其他券商）。2021年以来，北上持仓占比因子整体遭遇了较大回撤，而异动经纪商持仓占比变动因子表现依然优秀，这体现出异动经纪商整体较好的调整能力。

图14：选股因子：北上持仓占比因子今年以来遭遇较大回撤



资料来源：开源证券研究所

图15：选股因子：异动经纪商持仓占比变动因子今年表现依旧优秀



资料来源：开源证券研究所

4、总结：八家异动经纪商行为与内地机构资金行为更为一致

本文我们通过“禁假外资”事件，独辟蹊径从龙虎榜视角出发，得到我们认为的

与内地机构行为较为一致的八家异动经纪商。

为了解析这八家异动经纪商较其余经纪商的行为差异，我们从六大维度进行解析，整体来看：

- (1) 持股数量与规模：异动经纪商的持股广度大，这八家的平均持股数量远超其他分类下的统计，且持仓市值较券商系高。
- (2) 行业配置：异动经纪商较非异动经纪商，在 2021 年在基础化工、建筑材料、煤炭、石油石化、电子等板块上一致高配；在银行、非银金融、计算机等一致低配；在食品饮料、房地产等有一定分歧。
- (3) 风格配置：异动经纪商相对非异动经纪商，更偏好高 Beta、高换手、高动量、高波动、高估值、小市值的个股。
- (4) 热门股参与率：异动经纪商参与度大幅高于其他类型的经纪商。八家异动经纪商中参与度从高至低分别为瑞信、美林、摩根斯坦利、高盛、JP 摩根、瑞银、中金、盈透。值得注意的是，除了我们本文定义的八家异动经纪商外，法国巴黎银行和中信里昂在年内 N 倍股的参与度也较高。
- (5) 换手率与涨跌幅：随着异动经纪商相对持仓波动增大，该组个股的平均换手率提升，2021 年个股涨幅增加。换言之，异动经纪商的参与度提升，个股换手率提升，推高了股价涨幅。
- (6) 选股能力：异动经纪商在持仓变动因子表现优秀。2021 年以来，北上持仓占比因子整体遭遇了较大回撤，而异动经纪商持仓占比变动因子表现依然优秀，这体现出异动经纪商整体较好的调整能力。

5、附录：北上与内地参与次数排名前30的经纪商/营业部

表5：北上参与次数排名前 30 的经纪商

北上经纪商	出现次数	地域	机构属性
MORGAN STANLEY HONG KONG SECURITIES LTD	10413	外资	券商
中國國際金融香港證券有限公司	10262	中资	券商
UBS SECURITIES HONG KONG LTD	10261	外资	券商
J.P. MORGAN BROKING (HONG KONG) LTD	9660	外资	券商
MLFE LTD	9312	外资	券商
高盛(亞洲)證券有限公司	8158	外资	券商
CREDIT SUISSE SECURITIES (HONG KONG) LTD	6897	外资	券商
花旗銀行	6353	外资	银行
香港上海匯豐銀行有限公司	5964	外资	银行
盈透證券香港有限公司	5912	外资	券商
富途證券國際(香港)有限公司	5057	港资及其他	券商
BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES	4456	外资	银行
寶生證券及期貨有限公司	3718	中资	券商
中信里昂證券有限公司	3583	中资	券商
德意志證券亞洲有限公司	3561	外资	券商
法國興業證券(香港)有限公司	3400	外资	券商
輝立証券(香港)有限公司	3217	外资	券商

渣打銀行(香港)有限公司	3107	外资	银行
國泰君安證券(香港)有限公司	2217	中资	券商
海通國際證券有限公司	2196	中资	券商
耀才證券國際(香港)有限公司	2063	港资及其他	券商
中銀國際證券有限公司	2026	中资	券商
尊嘉證券國際有限公司	1555	港资及其他	券商
JPMORGAN CHASE BANK, NATIONAL ASSOCIATION	1163	外资	银行
利弗莫爾證券有限公司	1115	港资及其他	券商
恒生證券有限公司	1085	港资及其他	券商
華盛資本証券有限公司	1009	中资	券商
中信証券經紀(香港)有限公司	966	中资	券商
申萬宏源證券(香港)有限公司	964	中资	券商
華泰金融控股(香港)有限公司	879	中资	券商

资料来源：Wind、港交所、开源证券研究所

表6: 内地参与次数前30的营业部（机构专用、沪股通专用、深股通专用除外）

内地营业部	上榜次数	内地营业部	上榜次数
东方财富证券拉萨团结路第二	2314	中国中金财富证券北京宋庄路	353
东方财富证券拉萨东环路第二	1247	中信证券深圳分公司	351
华鑫证券上海分公司	1104	中信证券上海分公司	339
国泰君安证券上海江苏路	724	国盛证券宁波桑田路	337
招商证券交易单元(353800)	640	平安证券深圳深南东路罗湖商务中心	334
华泰证券总部	628	中信证券上海漕溪北路	327
招商证券深圳深南东路	573	中泰证券上海花园石桥路	310
中信证券上海溧阳路	539	招商证券深圳招商证券大厦	297
华泰证券深圳益田路荣超商务中心	519	申万宏源证券上海闵行区东川路	295
中国银河证券绍兴	476	招商证券上海牡丹江路	293
国泰君安证券南京太平南路	468	东方证券上海浦东新区银城中路	272
中国国际金融上海黄浦区湖滨路	466	东方财富证券拉萨团结路第一	270
国泰君安证券成都北一环	410	中国银河证券北京中关村大街	264
兴业证券陕西分公司	400	东方财富证券拉萨东环路第一	263
国信证券深圳泰然九路	382	中国国际金融上海分公司	257

资料来源：Wind、港交所、开源证券研究所

6、风险提示

本文的统计基于历史数据，市场未来可能发生重大改变。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn