

## 金工研究/深度研究

2021年01月12日

**林晓明** SAC No. S0570516010001  
研究员 SFC No. BPY421  
0755-82080134  
linxiaoming@htsc.com

**黄晓彬** SAC No. S0570516070001  
研究员 0755-23950493  
huangxiaobin@htsc.com

**源洁莹** SAC No. S0570119080125  
联系人 0755-2366825  
yuanjieying@htsc.com

### 相关研究

- 1《金工：景气上行，三维度看食品饮料投资机会》  
2021.01
- 2《金工：微软 AI 量化投资平台 Qlib 体验》  
2020.12
- 3《金工：周频量价选股模型的组合优化实证》  
2020.12

# 2020Q4 中国 ETF 市场全景回顾

## 总规模创新高，行业主题类 ETF 渐成市场新主角

**四季度 ETF 数量增速明显放缓，交易活跃度下降，市场规模达历史新高**  
截至 2020 年末，我国 ETF 市场共有 342 只产品（不含货币型），单季度新成立 ETF 6 只，同比和环比均出现明显减少。全市场总规模达 8428.56 亿元，较上一季度末增加近 919 亿元，环比增加 12.21%，创历史新高。ETF 日均成交额 328.74 亿元，环比下降 13.08%，交投活跃度有所下降。股票型 ETF 中，四季度单位净值涨幅排名前三的均为新能源 ETF；酒类、新能源 ETF 表现优秀，年度涨幅均超 100%。我们统计发现近几年来行业、主题、策略 ETF 规模逐年增长，在股票型 ETF 中的规模占比稳步上升，截至 2020 年末已略高于宽基 ETF 规模，未来有望成为 ETF 市场的新主角。

**股票 ETF 收益显著，行业主题类产品热度持续上升，头部效应仍较明显**  
截至 2020 年 12 月 31 日，股票型 ETF 规模较上一季度末增加 922.40 亿元，存量规模占 ETF 总规模的九成。当前 ETF 市场头部集中度仍然较高，前十五大基金公司的 ETF 总规模占据市场近 92%。业绩方面，四季度延续了二、三季度的复苏趋势，股票型 ETF 收益明显，平均涨幅 10.33%，宽基与主题 ETF 涨幅均超过 11%。行业、主题类 ETF 热度不断上升，规模占比上逐渐与宽基 ETF 平分秋色，或将成为 ETF 市场主角。

**酒类、新能源表现优异，黄金 ETF 均获负收益，债券 ETF 平均涨幅 0.98%**  
四季度国内复产复工稳步推进，国外市场也逐步企稳，境内外股票市场明显回暖。股票型 ETF 中，酒类、新能源和创业板 ETF 单位净值涨幅表现优秀，全年度涨幅高达 125.31%、108.16%、88.75%。豆粕、能化和有色 ETF 涨幅居前，单季度均超过 10%，而黄金 ETF 均为负收益，一定程度上拖累了商品型 ETF 的表现。四季度债券型 ETF 均为正收益，平均涨幅达 0.98%。

**行业主题类 ETF 规模逐年增长，其相较宽基增速与市场涨跌显著相关**  
近几年来行业主题类 ETF 规模逐年增长，在股票型 ETF 中的规模占比呈现稳步上升趋势，截至 2020 年末略高于宽基 ETF 规模，未来有望成为 ETF 市场的新主角。通过统计检验我们发现，投资者对于行业主题与宽基 ETF 的投资偏好与股市涨跌显著相关。当市场上涨时，投资者希望获取高于特定投资热点的超额收益，往往更倾向于投资行业、主题、策略类 ETF；而当市场下跌时，投资者则倾向于追求确定性更高的市场收益，大概率转向更为稳健的宽基 ETF，规避可能的大幅亏损。

**风险提示：**本报告对历史数据进行梳理总结，历史结果不能简单预测未来，规律存在失效风险，投资需谨慎。报告中涉及到的具体基金产品不代表任何投资建议，请投资者谨慎、理性地看待。基金过往业绩并不预示其未来表现，基金管理人管理的其它基金的业绩并不构成对基金业绩表现的保证。

## 正文目录

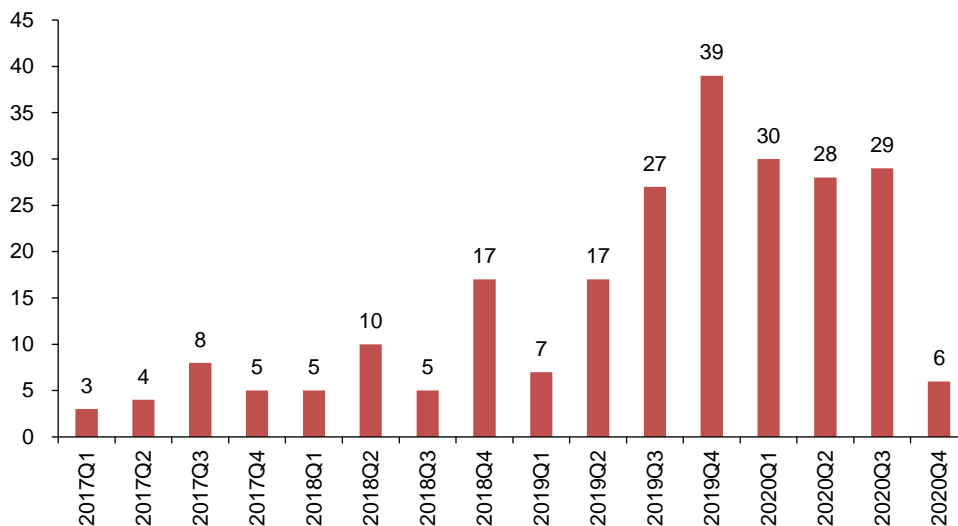
整体分析：四季度 ETF 成立速度显著减缓，总规模创历史新高.....	3
增速减缓：新成立 ETF6 只（其中股票型 5 只），单季增量显著下滑 .....	3
规模创新高：ETF 份额与净值规模同步上升，净值规模达 8428.56 亿元 .....	4
股票 ETF 四季度增加 188.20 亿份，债券、商品、跨境 ETF 份额规模均下滑..	5
股票 ETF 四季度净值规模增加 922.40 亿元，债券、商品型减少，跨境型增加	6
ETF 产品多样化不断提高、规模集中度不断降低，头部效应略有减弱，竞争越	
趋激烈.....	7
市场持续上行，股票型 ETF 四季度收益优势明显，净值平均上涨 10.33% .....	9
交投降温：各类 ETF 交易活跃度均降低，日均成交额环比下降 13.08%.....	9
具体类别分析：股票型 ETF 表现最优，商品、债券型大体上涨.....	12
股票 ETF：各细分类型皆获较高年收益，其中酒类 ETF 年涨幅高达 125.31%.....	12
债券 ETF：规模连续 5 个季度下降，四季度收益均为正，平均涨幅 0.98% .....	13
商品型 ETF：四季度豆粕、能化和有色 ETF 收益超 10%，黄金 ETF 负收益 .....	14
行业格局：华夏、国泰、易方达规模居前三，占全市场四成比例.....	15
行业主题类 ETF 规模增速快于宽基，目前其规模与宽基旗鼓相当 .....	17
股票型 ETF 的发展主要经历三个阶段，2018 年以来规模快速大幅增长 .....	17
2018 年以来行业主题 ETF 规模占比逐年增加，渐成国内 ETF 市场新主角 .....	17
行业主题 ETF 与宽基 ETF 规模增速之差与市场涨跌相关性更高 .....	19
风险提示.....	21

## 整体分析：四季度 ETF 成立速度显著减缓，总规模创历史新高 增速减缓：新成立 ETF6 只（其中股票型 5 只），单季增量显著下滑

据 Wind 数据统计，截至 2020 年 12 月 31 日，我国交易型开放式指数证券投资基金（Exchange Traded Fund，简称 ETF）已成立 342 只（不包含货币型），占全部被动指数型基金总数的 38.05%。2020 年 Q4 新成立的 ETF 数量为 6 只，去年同期为 39 只，2020 年 Q3 为 29 只，Q2 为 28 只，Q1 为 30 只，ETF 增量同比和环比均出现明显减少。需要指出，本报告对于 ETF 数量及规模的统计均以 2020 年 12 月 31 日 Wind 提供的数据为基准，暂停申购赎回的产品均不纳入统计，部分产品数据披露略有滞后，实际市场情况或略有偏差。

2019 年至今，新成立 ETF 共 182 只，占当前 ETF 存量的 53.69%，成立数量明显多于 2018 年及以前。整体而言，2020Q4 的 ETF 新成立的数量较为显著地减缓，一定程度上反映了 ETF 发行成立短期降温的市场情况。

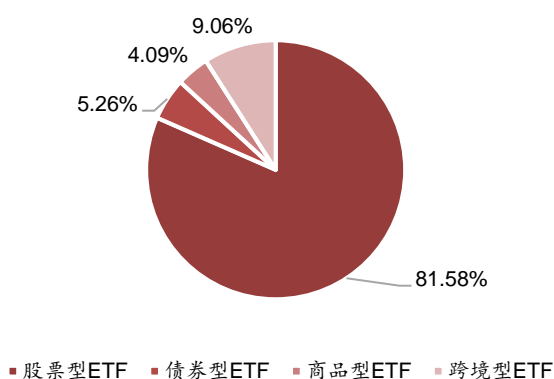
图表1： 2017-2020 年每季度新成立 ETF 数量（单位：只）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

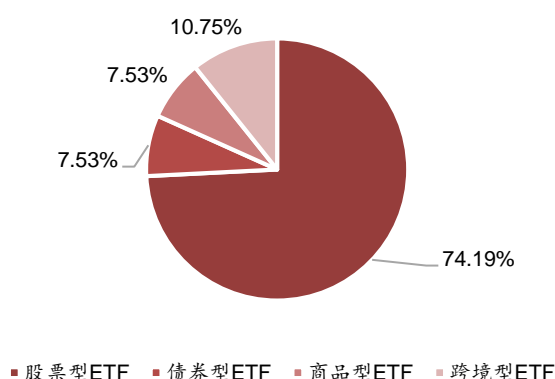
从各类型 ETF 四季度存量占比与 2020 年度增量占比来看，股票型 ETF 无疑是市场主角。截至 2020 年第四季度末，我国已成立股票型 ETF 为 279 只，较上一季度末增加 5 只，较上一年末增加 69 只；债券型 ETF 与商品型 ETF 较上一季度末无增加，当前为 18 只、14 只，较上一年末均增加 7 只；已成立跨境 ETF 为 31 只，较上一季度末增加 1 只，较上一年末增加 10 只。特别地，股票型 ETF 数量存量占比为 81.58%，2020 年度增量占比 74.19%，跨境型 ETF 数量较 2019 年增加 125%。由此可见，2020 年股票型和跨境型 ETF 的市场热度较高。

图表2：分类型 ETF 数量四季度存量比例



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：分类型 ETF 数量 2020 年度增量比例

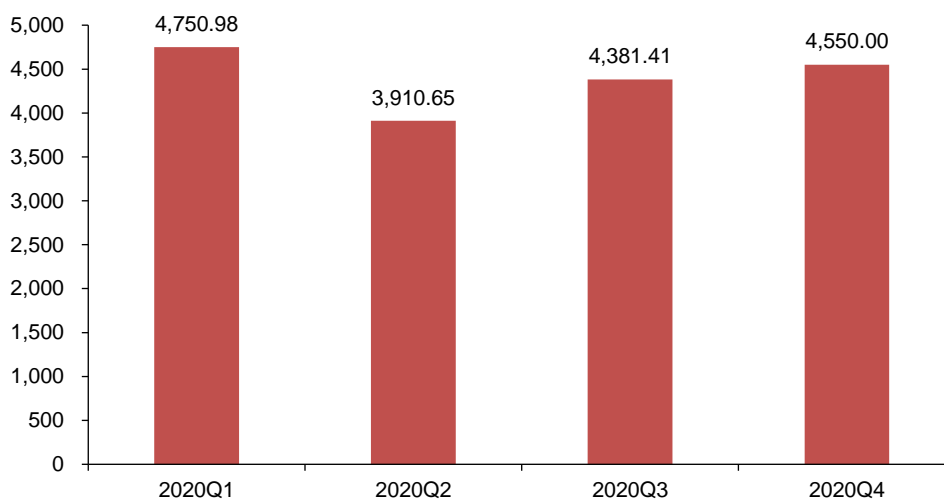


资料来源：Wind，华泰证券研究所

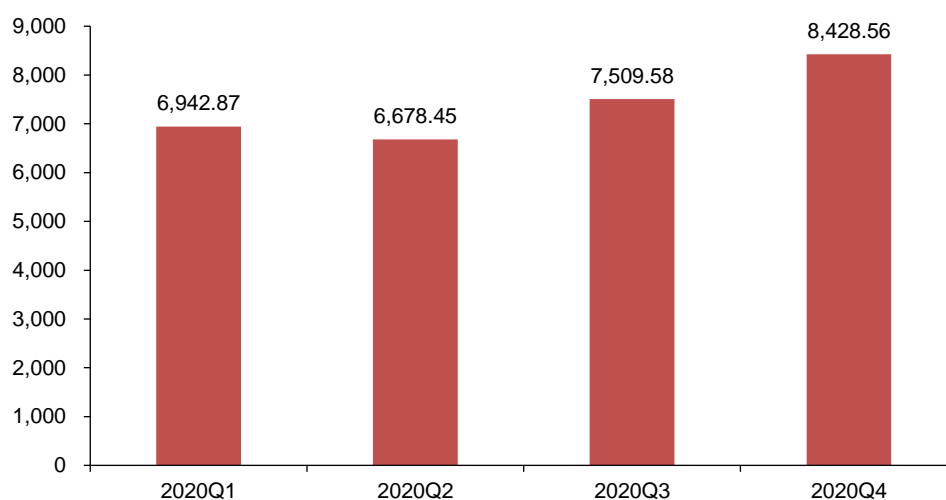
### 规模创新高：ETF 份额与净值规模同步上升，净值规模达 8428.56 亿元

根据 Wind 数据，截至 2020 年 12 月 31 日，我国已成立 ETF 规模达 8428.56 亿元（不含货币型），较上一季度末增加近 919 亿元。被动型指数基金的低成本、高效率且投资较为分散化等特点，加之目前我国 A 股市场机构投资者占比逐步提升，被动型指数基金的场内规模已出现明显攀升。四季度 ETF 份额和规模同步上升，从总份额来看，从上季度末 4381.41 亿份上升至 4550.00 亿份，环比增加 9.70%；从总规模来看，2020 年第四季度环比增加 12.21%，总规模 8428.56 亿元创历史新高。

图表4：2020 年四季度 ETF 份额规模变化（单位：亿份）



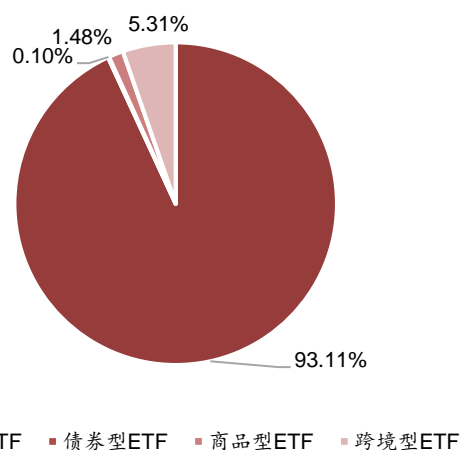
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表5： 2020 年四季度 ETF 净值规模变化（单位：亿元）**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

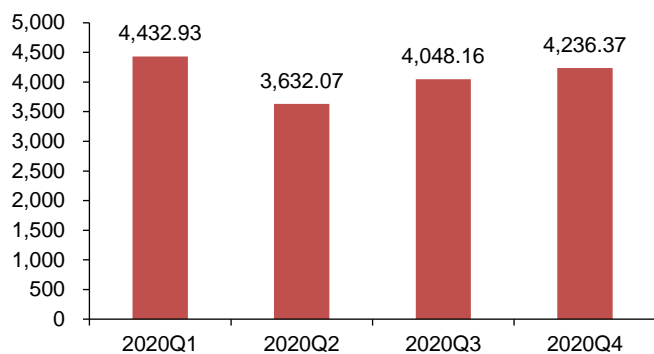
**股票 ETF 四季度增加 188.20 亿份，债券、商品、跨境 ETF 份额规模均下滑**

各类型 ETF 中股票型 ETF 份额最大，占全部 ETF 份额的 93.11%。从各类型 ETF 的份额变化情况来看，股票型 ETF 在经历二季度的份额下滑后，三四季度都有一定程度的恢复，四季度份额增长 188.20 亿份，增幅为 4.65%；随着债券市场表现下滑，债券型 ETF 份额大幅减少，由三季度末的 11.05 亿份减少至 4.62 亿份，份额降幅 58.15%；商品型 ETF 份额在经历连续三个季度强劲增长后，四季度份额下滑 5.85 亿份，降幅为 8.99%；四季度跨境 ETF 份额也有所下滑，相较于三季度末减少 7.34 亿份，降幅为 2.95%。

**图表6： 各类型 ETF 份额占比（截至 2020 年 12 月 31 日）**

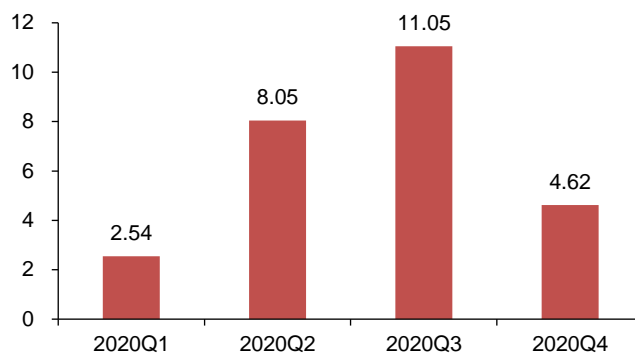
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：股票型 ETF 份额变化（单位：亿份）



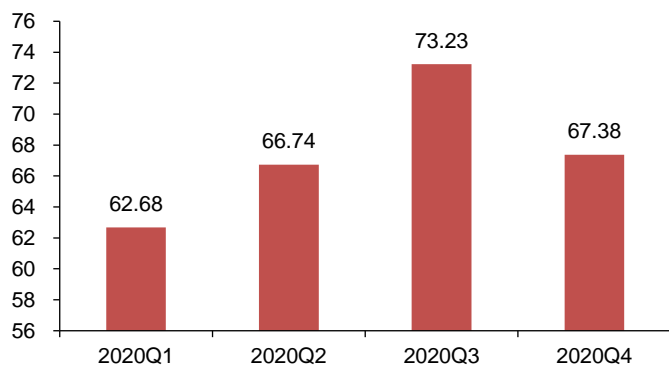
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：债券型 ETF 份额变化（单位：亿份）



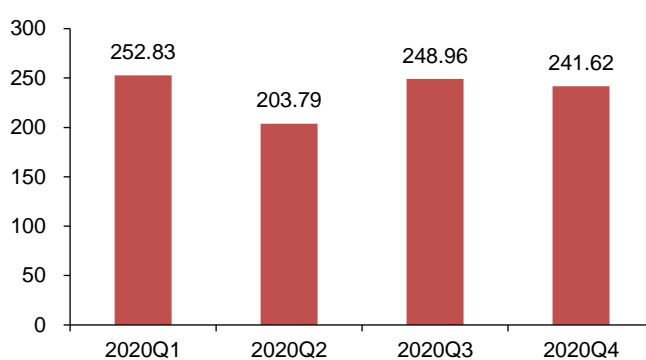
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：商品型 ETF 份额变化（单位：亿份）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：跨境 ETF 份额变化（单位：亿份）

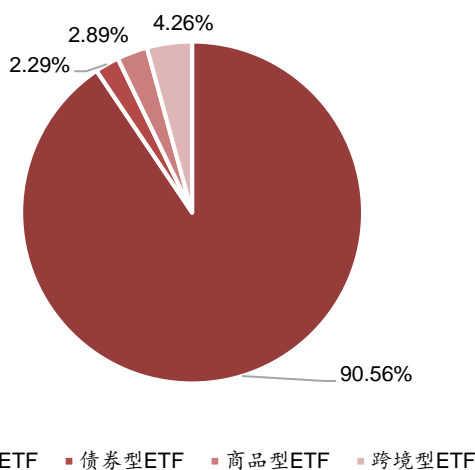


资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 股票 ETF 四季度净值规模增加 922.40 亿元，债券、商品型减少，跨境型增加

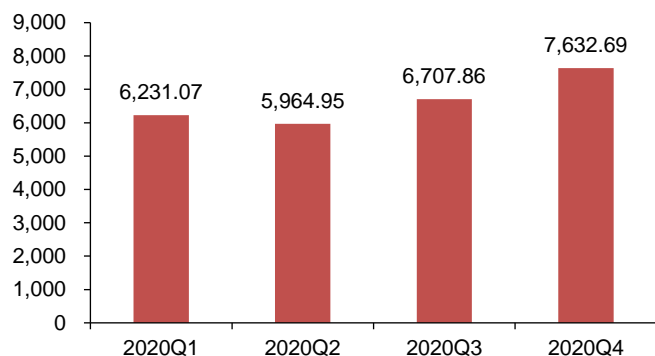
截至 2020 年四季度末，我国已成立股票型 ETF 规模为 7632.69 亿元，较上一季度末增加 924.83 亿元；债券型 ETF 规模为 192.64 亿元，较上一季度末减少 9.84 亿元；商品型 ETF 规模为 243.95 亿元，较上一季度末减少 25.36 亿元；跨境 ETF 规模为 359.28 亿元，较上一季度末增加 29.36 亿元。其中，股票型 ETF 规模最大，占全部 ETF 规模的 90.55%。

图表11：各类型 ETF 存量规模占比（截至 2020 年 12 月 31 日）



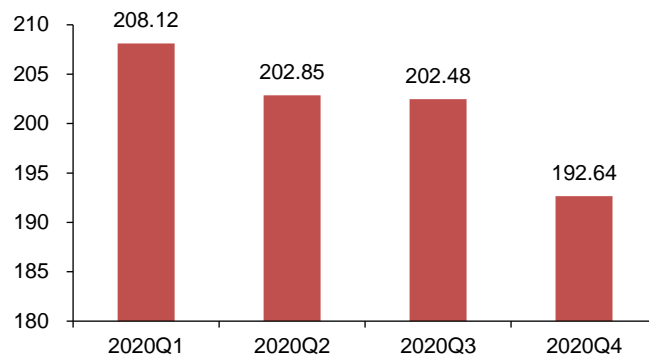
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12: 股票型 ETF 存量规模变化 (单位: 亿元)



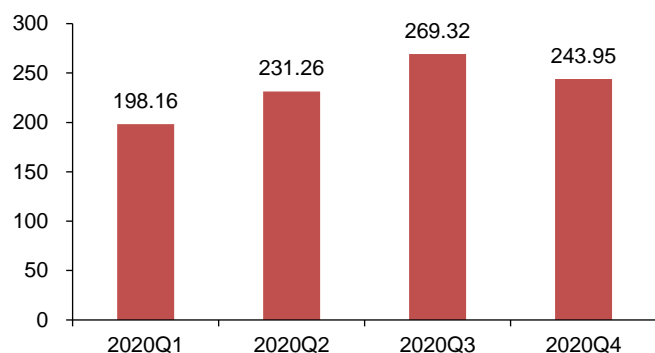
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表13: 债券型 ETF 存量规模变化 (单位: 亿元)



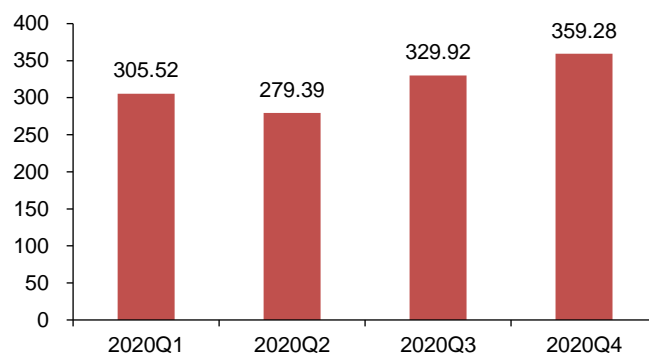
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表14: 商品型 ETF 存量规模变化 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表15: 跨境 ETF 存量规模变化 (单位: 亿元)

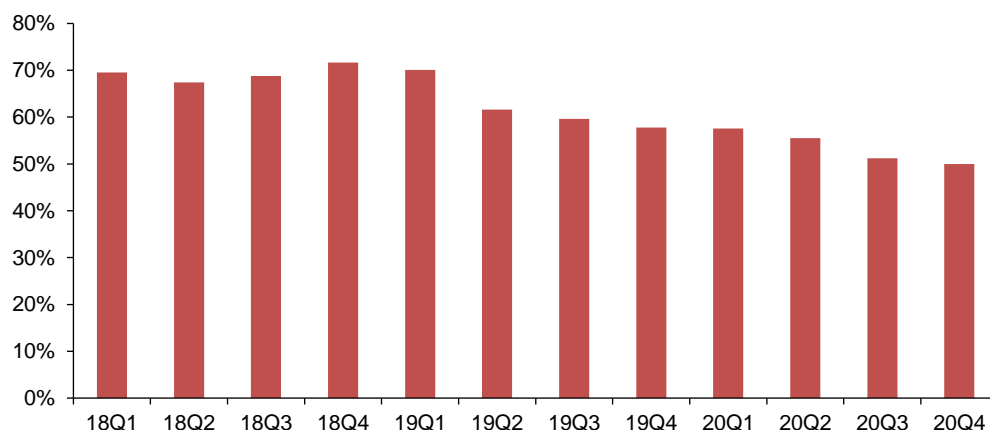


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### ETF 产品多样化不断提高、规模集中度不断降低, 头部效应略有减弱, 竞争越趋激烈

根据 Wind 数据, 截至 2020 年第四季度末, 规模在 100 亿元以上的 ETF 数量为 18 只, 数量仅占已成立非货币型 ETF 总数的 5.31%, 但规模占比达 49.98%。自 2018 年四季度以来, 这一规模占比从 71.65% 逐步缩减至 49.98%, 虽然当前规模占比依然较高, 但减弱趋势明显, 体现出 ETF 市场产品多样化不断提高、规模集中度不断降低的同时, 也带来了愈加激烈的竞争。

图表16: 规模在 100 亿元以上的 ETF 在全市场的规模占比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所



截至 2020 年第四季度末，各类型 ETF 规模排名前十的产品如下：

图表 17：股票型 ETF 规模排名前十

排名	证券代码	证券简称	基金全称	基金规模 (亿元)	基金管理人
1	510050.SH	上证 50ETF	上证 50 交易型开放式指数证券投资基金	565.76	华夏基金管理有限公司
2	510300.SH	沪深 300ETF	华泰柏瑞沪深 300 交易型开放式指数证券投资基金	457.48	华泰柏瑞基金管理有限公司
3	512880.SH	证券 ETF	国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	389.05	国泰基金管理有限公司
4	510500.SH	中证 500ETF	中证 500 交易型开放式指数证券投资基金	382.37	南方基金管理股份有限公司
5	510330.SH	300ETF 基金	华夏沪深 300 交易型开放式指数证券投资基金	305.88	华夏基金管理有限公司
6	159919.SZ	300ETF	嘉实沪深 300 交易型开放式指数证券投资基金	245.74	嘉实基金管理有限公司
7	159995.SZ	芯片 ETF	华夏国证半导体芯片交易型开放式指数证券投资基金	239.16	华夏基金管理有限公司
8	510180.SH	上证 180ETF	上证 180 交易型开放式指数证券投资基金	239.05	华安基金管理有限公司
9	512000.SH	券商 ETF	华宝中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	229.59	华宝基金管理有限公司
10	515050.SH	5GETF	华夏中证 5G 通信主题交易型开放式指数证券投资基金	209.65	华夏基金管理有限公司

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 18：债券型 ETF 规模排名前十

排名	证券代码	证券简称	基金全称	基金规模 (亿元)	基金管理人
1	511030.SH	公司债	平安中债-中高等级公司债利差因子交易型开放式指数证券投资基金	51.77	平安基金管理有限公司
2	159972.SZ	5 年地债	鹏华中证 5 年期地方政府债交易型开放式指数证券投资基金	35.19	鹏华基金管理有限公司
3	159816.SZ	0-4 地债	鹏华中证 0-4 年期地方政府债交易型开放式指数证券投资基金	23.76	鹏华基金管理有限公司
4	511220.SH	城投债	上证城投债交易型开放式指数证券投资基金	13.89	海富通基金管理有限公司
5	511020.SH	活跃国债	平安中证 5-10 年期国债活跃券交易型开放式指数证券投资基金	12.30	平安基金管理有限公司
6	511010.SH	国债	上证 5 年期国债交易型开放式指数证券投资基金	10.40	国泰基金管理有限公司
7	511380.SH	可转债	博时中证可转债及可交换债券交易型开放式指数证券投资基金	10.30	博时基金管理有限公司
8	511260.SH	十年国债	上证 10 年期国债交易型开放式指数证券投资基金	9.48	国泰基金管理有限公司
9	511270.SH	10 年地方债	上证 10 年期地方政府债交易型开放式指数证券投资基金	8.08	海富通基金管理有限公司
10	511060.SH	5 年地方债	海富通上证 5 年期地方政府债交易型开放式指数证券投资基金	5.57	海富通基金管理有限公司

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 19：商品型 ETF 规模排名前十

排名	证券代码	证券简称	基金全称	基金规模 (亿元)	基金管理人
1	518880.SH	黄金 ETF	华安易富黄金交易型开放式证券投资基金	102.81	华安基金管理有限公司
2	159937.SZ	博时黄金	博时黄金交易型开放式证券投资基金	79.88	博时基金管理有限公司
3	159934.SZ	黄金 ETF	易方达黄金交易型开放式证券投资基金	38.63	易方达基金管理有限公司
4	518800.SH	黄金基金 ETF	国泰黄金交易型开放式证券投资基金	5.92	国泰基金管理有限公司
5	518680.SH	金 ETF	富国上海金交易型开放式证券投资基金	2.44	富国基金管理有限公司
6	159985.SZ	豆粕 ETF	华夏饲料豆粕期货交易型开放式证券投资基金	2.43	华夏基金管理有限公司
7	518600.SH	上海金 ETF	广发上海金交易型开放式证券投资基金	2.42	广发基金管理有限公司
8	159980.SZ	有色期货	大成有色金属期货交易型开放式指数证券投资基金	2.33	大成基金管理有限公司
9	518850.SH	黄金 ETF9999	华夏黄金交易型开放式证券投资基金	1.70	华夏基金管理有限公司
10	518890.SH	中银上海金 ETF	中银上海金交易型开放式证券投资基金	1.33	中银基金管理有限公司

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 20：跨境 ETF 规模排名前十

排名	证券代码	证券简称	基金全称	基金规模 (亿元)	基金管理人
1	510900.SH	H 股 ETF	易方达恒生中国企业交易型开放式指数证券投资基金	99.63	易方达基金管理有限公司
2	159920.SZ	恒生 ETF	恒生交易型开放式指数证券投资基金	88.25	华夏基金管理有限公司
3	513050.SH	中概互联网 ETF	易方达中证海外中国互联网 50 交易型开放式指数证券投资基金	55.74	易方达基金管理有限公司
4	513500.SH	标普 500ETF	博时标普 500 交易型开放式指数证券投资基金	25.70	博时基金管理有限公司
5	513100.SH	纳指 ETF	纳斯达克 100 交易型开放式指数证券投资基金	15.96	国泰基金管理有限公司
6	159941.SZ	纳指 ETF	广发纳斯达克 100 交易型开放式指数证券投资基金	10.53	广发基金管理有限公司
7	513030.SH	德国 30ETF	华安国际龙头(DAX)交易型开放式指数证券投资基金	10.51	华安基金管理有限公司
8	513660.SH	恒生 ETF	华夏沪港通恒生交易型开放式指数证券投资基金	10.50	华夏基金管理有限公司
9	513090.SH	香港证券 ETF	易方达中证香港证券投资主题交易型开放式指数证券投资基金	9.36	易方达基金管理有限公司
10	159960.SZ	恒生国企	平安港股通恒生中国企业交易型开放式指数证券投资基金	5.40	平安基金管理有限公司

资料来源：Wind，华泰证券研究所

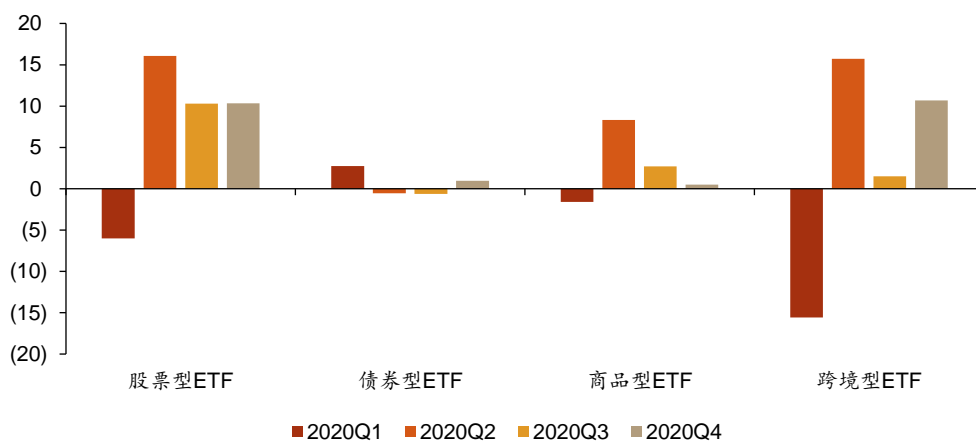


### 市场持续上行，股票型 ETF 四季度收益优势明显，净值平均上涨 10.33%

2020 年四季度国内复产复工稳步推进，国外市场也逐步企稳，境内外股票市场持续回暖。2020 年四季度延续了二、三季度的复苏趋势，股票 ETF 平均涨幅 10.33%，债券 ETF 平均涨幅 0.98%，跨境 ETF 平均涨幅 10.67%。商品 ETF 平均涨幅为 0.52%，黄金 ETF 均录得负收益。

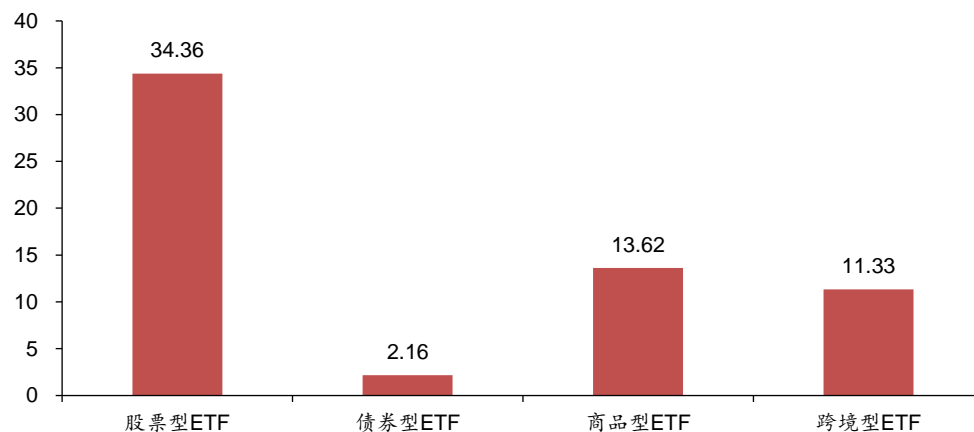
2020 年度，股票型 ETF 平均涨幅 34.36%，债券 ETF 平均涨幅 2.16%，商品 ETF 平均涨幅 13.62%，跨境 ETF 平均涨幅 11.33%，体现出 2020 年度 A 股整体表现在全球市场相对占优。

图表21： 2020 年四个季度各类型 ETF 净值涨跌幅（单位：%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

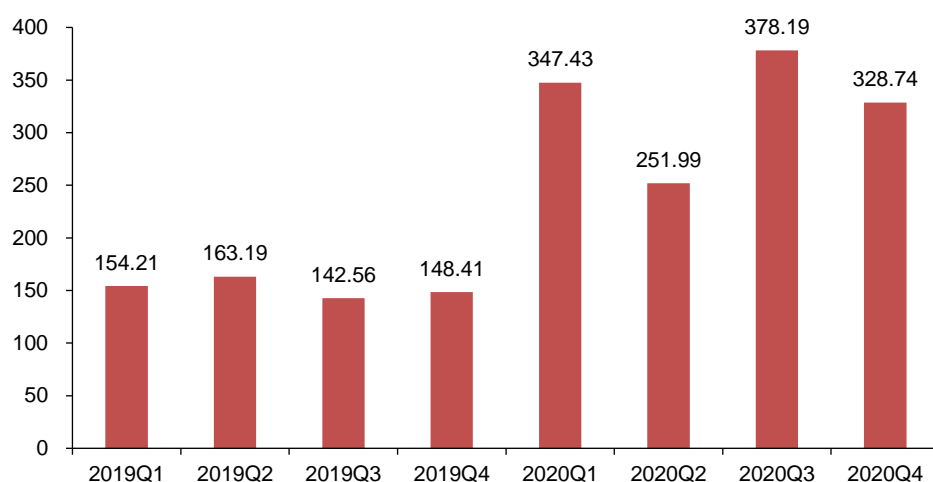
图表22： 2020 年度各类型 ETF 净值涨跌幅（单位：%）



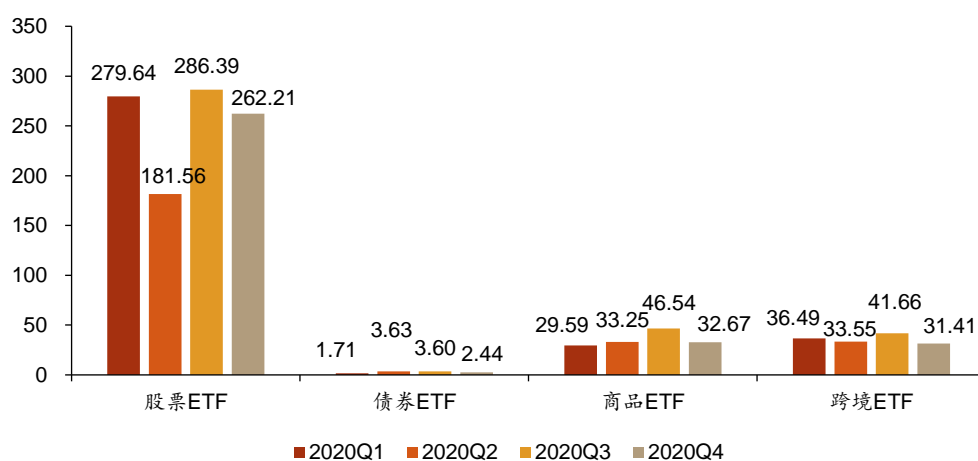
资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 交投降温：各类 ETF 交易活跃度均降低，日均成交额环比下降 13.08%

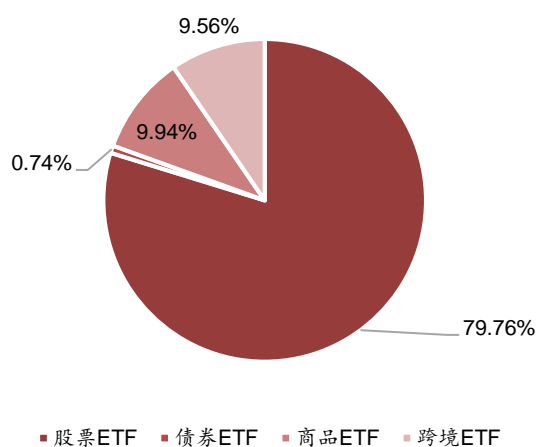
从日均成交额来看，2020 年四季度的 ETF 日均成交额为 328.74 亿元，同比增长 121.5%，相较于第三季度的 378.19 亿元下降 13.08%。2020 年四季度股票型 ETF 的日均成交额为 262.21 亿元，占 ETF 整体日均成交额的 79.76%；债券型 ETF 日均成交额为 2.44 亿元，相较于三季度有所下降；商品型 ETF 四季度日均成交额为 32.67 亿元，环比减少 29.80%；跨境 ETF 日均成交额为 31.41 亿元，环比减少 24.60%。

**图表23： 我国上市 ETF（不含货币 ETF）各季度日均成交额变化（单位：亿元）**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表24： 各类型 ETF 近四个季度日均成交额变化（单位：亿元）**

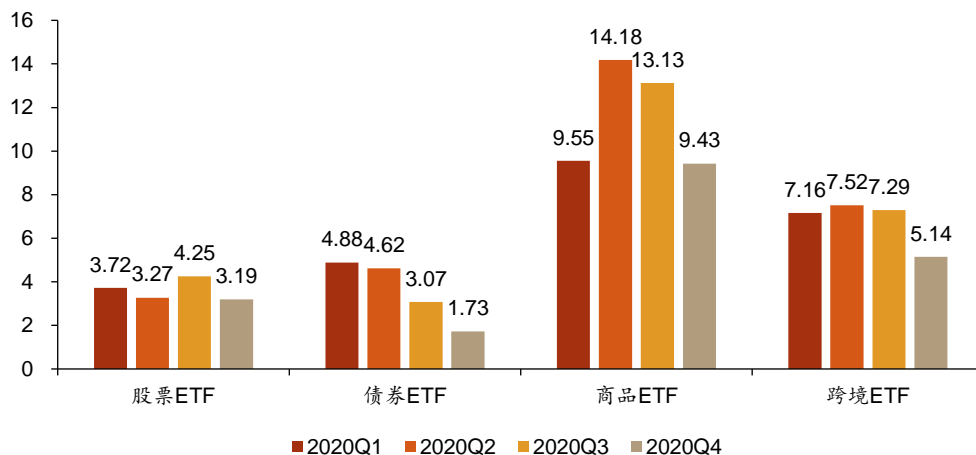
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表25： 各类型 ETF 日均成交额占比（截至 2020 年 12 月 31 日）**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

从日均换手率来看，各类型 ETF 日均换手率均有所降低，由此反映出 ETF 市场的交投活跃度下降：股票型 ETF 的平均日均换手率由三季度的 4.25% 降低至 3.19%，债券型 ETF 日均换手率由 3.07% 降至 1.73%，商品型 ETF 日均换手率由 13.13% 降至 9.43%，跨境 ETF 日均换手率由 7.29% 降至 5.14%。

图表26： 各类型 ETF 近四个季度日均换手率变化（单位：%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表27： 2020 年四季度日均成交额前十 ETF

排名	证券代码	基金简称	区间日均成交额（亿元）	投资类型	基金管理人
1	512880.SH	国泰中证全指证券公司 ETF	20.96	被动指数型基金	国泰基金管理有限公司
2	510300.SH	华泰柏瑞沪深 300ETF	19.28	被动指数型基金	华泰柏瑞基金管理有限公司
3	510050.SH	华夏上证 50ETF	17.36	被动指数型基金	华夏基金管理有限公司
4	515790.SH	华泰柏瑞中证光伏产业 ETF	16.16	被动指数型基金	华泰柏瑞基金管理有限公司
5	518880.SH	华安黄金 ETF	13.60	商品型基金	华安基金管理有限公司
6	159995.SZ	华夏国证半导体芯片 ETF	13.01	被动指数型基金	华夏基金管理有限公司
7	510900.SH	易方达恒生 H 股 ETF	12.94	国际(QDII)股票型基金	易方达基金管理有限公司
8	510500.SH	南方中证 500ETF	11.97	被动指数型基金	南方基金管理股份有限公司
9	159920.SZ	华夏恒生 ETF	11.12	国际(QDII)股票型基金	华夏基金管理有限公司
10	159934.SZ	易方达黄金 ETF	10.76	商品型基金	易方达基金管理有限公司

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表28： 2020 年四季度日均换手率前十 ETF

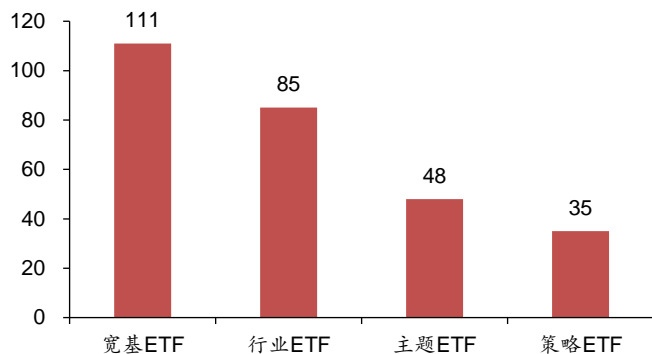
排名	证券代码	基金简称	区间日均换手率（%）	投资类型	基金管理人
1	518800.SH	国泰黄金 ETF	33.44	商品型基金	国泰基金管理有限公司
2	515790.SH	华泰柏瑞中证光伏产业 ETF	27.58	被动指数型基金	华泰柏瑞基金管理有限公司
3	159934.SZ	易方达黄金 ETF	25.39	商品型基金	易方达基金管理有限公司
4	515210.SH	国泰中证钢铁 ETF	23.45	被动指数型基金	国泰基金管理有限公司
5	159963.SZ	富国恒生中国企业 ETF	20.23	被动指数型基金	富国基金管理有限公司
6	515220.SH	国泰中证煤炭 ETF	19.97	被动指数型基金	国泰基金管理有限公司
7	510850.SH	工银上证 50ETF	18.99	被动指数型基金	工银瑞信基金管理有限公司
8	159980.SZ	大成有色金属期货 ETF	17.18	商品型基金	大成基金管理有限公司
9	515530.SH	泰康中证 500ETF	16.95	被动指数型基金	泰康资产管理有限责任公司
10	512690.SH	鹏华中证酒 ETF	16.29	被动指数型基金	鹏华基金管理有限公司

资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 具体类别分析：股票型 ETF 表现最优，商品、债券型大体上涨 股票 ETF：各细分类型皆获较高年收益，其中酒类 ETF 年涨幅高达 125.31%

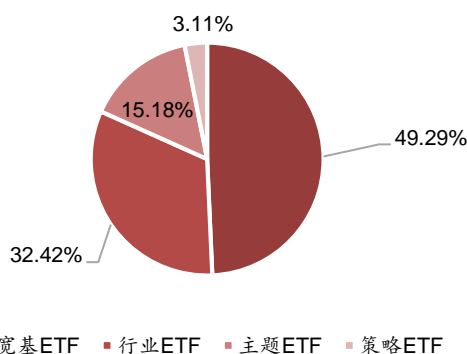
截至 2020 年 12 月 31 日，市场上共有 279 只已上市股票型 ETF，其中包括 111 只宽基类 ETF、85 只行业类 ETF、48 只主题类 ETF、35 只策略类 ETF。其中宽基 ETF 基金总规模 3762.38 亿元，明显大于其他几类 ETF，占股票型 ETF 的 49.29%，策略类 ETF 规模最小。

图表29：股票型 ETF 数量（单位：只）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表30：股票型 ETF 各类型规模占比（截至 2020 年 12 月 31 日）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

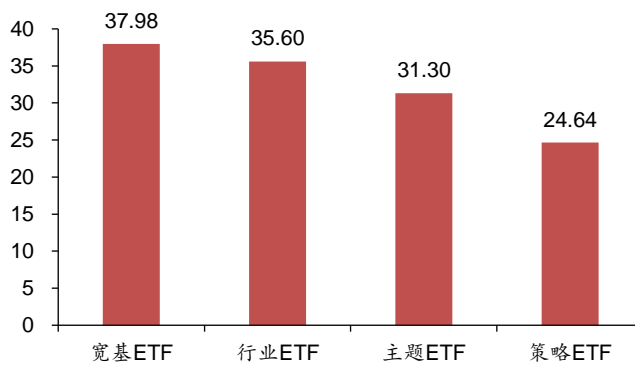
对股票型基金在 2020 年四季度和全年的业绩表现进行回顾：以算术平均的方法来计算，第四季度宽基 ETF 的平均涨幅 11.26%，主题 ETF 的平均涨幅最高，为 12.31%，所有类型 ETF 平均涨幅均超过 7%。2020 年度，宽基、行业、主题 ETF 表现亮眼，涨幅分别为 37.98%、35.60%、31.30%，其中，创业板 50ETF 年度涨幅为 88.75%、白酒 ETF 年度涨幅达 125.31%，国防和消费 ETF 年度涨幅均超过 95%、新能源车 ETF 年度涨幅高达 108.16%。可见，2020 年各类型股票 ETF 回报表现良好。

图表31：第四季度各类股票型基金涨跌幅（单位：%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表32：2020 年度各类股票型基金涨跌幅（单位：%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2020 年第四季度业绩排名前十的 ETF 产品如下表，其中排名前 3 均为新能源主题 ETF。

图表33： 2020 年四季度股票型 ETF 业绩排名

排名	代码	证券简称	单位复权净值涨跌幅 (%)	ETF 类型	管理公司
1	515700.SH	新能源车 ETF	52.26	主题 ETF	平安基金管理有限公司
2	159806.SZ	新能源车	51.54	主题 ETF	国泰基金管理有限公司
3	515030.SH	新能源车 ETF	51.20	主题 ETF	华夏基金管理有限公司
4	512690.SH	酒 ETF	47.10	行业 ETF	鹏华基金管理有限公司
5	512400.SH	有色金属 ETF	32.45	行业 ETF	南方基金管理股份有限公司
6	512670.SH	国防 ETF	27.39	行业 ETF	鹏华基金管理有限公司
7	159967.SZ	创成长	26.31	策略 ETF	华夏基金管理有限公司
8	512580.SH	环保 ETF	25.40	主题 ETF	广发基金管理有限公司
9	512710.SH	军工龙头 ETF	24.38	行业 ETF	富国基金管理有限公司
10	515650.SH	消费 50ETF	24.35	行业 ETF	富国基金管理有限公司

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**债券 ETF：规模连续 5 个季度下降，四季度收益均为正，平均涨幅 0.98%**

2020 年四季度无新成立债券型 ETF，截至 2020 年 12 月 31 日，国内共有 18 只债券 ETF，总规模为 192.64 亿元，数量和规模均远小于股票型 ETF。整体来看，债券型 ETF 的总规模在四季度下降了 9.84 亿元，下降幅度约 4.86%，债券型 ETF 规模已连续 5 个季度下降。有别于三季度 -0.62% 的平均净值跌幅，四季度所有债券型 ETF 的单位净值均上涨，平均净值涨幅 0.98%。

图表34： 四季度债券型 ETF 单位复权净值涨跌幅前十名

证券代码	基金简称	上市日期	ETF 类型	复权单位净值涨跌幅 (%)	管理公司
511380.SH	可转债 ETF	2020/4/7	信用债 ETF	2.26	博时基金管理有限公司
511180.SH	上证可转债 ETF	2020/8/26	信用债 ETF	1.87	海富通基金管理有限公司
511270.SH	10 年地方债 ETF	2018/11/22	利率债 ETF	1.57	海富通基金管理有限公司
511280.SH	中期信用 ETF	2018/5/31	信用债 ETF	1.29	华夏基金管理有限公司
511060.SH	5 年地方债 ETF	2019/12/12	利率债 ETF	1.04	海富通基金管理有限公司
511030.SH	公司债 ETF	2019/3/22	信用债 ETF	1.00	平安基金管理有限公司
159972.SZ	5 年地债	2019/11/8	利率债 ETF	0.96	鹏华基金管理有限公司
159816.SZ	0-4 地债	2020/9/4	利率债 ETF	0.83	鹏华基金管理有限公司
511050.SH	地方债 ETF	2020/7/30	利率债 ETF	0.80	兴业基金管理有限公司
511000.SH	长三角地方债 ETF	2020/10/29	利率债 ETF	0.79	招商基金管理有限公司

资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 商品型 ETF：四季度豆粕、能化和有色 ETF 收益超 10%，黄金 ETF 负收益

2020 年四季度无新发商品型 ETF，截至 2020 年末，国内市场已上市商品 ETF 共有 14 只，总规模为 243.95 亿元，其中 11 只为黄金 ETF，3 只商品期货 ETF，投资的品种分别为有色金属期货、豆粕期货和郑商所能源化工期货。

从业绩表现来看，2020 年四季度，豆粕 ETF 表现最优，区间净值涨幅达 16.49%。随着全球工业生产的进一步复苏，能源化工原料和有色金属的期货价格也有所上涨，对应 ETF 净值涨幅为 15.89%、10.49%。而全球经济复苏以及疫苗利好消息对黄金价格不利，短期内黄金上行动力不足，经历二、三季度的上涨后，黄金价格在 2020 年四季度表现不佳，11 只黄金 ETF 在四季度均为负收益。

图表35： 2020 年四季度商品型 ETF 业绩排名

排名	代码	上市日期	证券简称	单位复权净值涨跌幅 (%)	管理公司
1	159985.SZ	2019-12-05	豆粕 ETF	16.49	华夏基金管理有限公司
2	159981.SZ	2020-01-17	能源化工	15.89	建信基金管理有限责任公司
3	159980.SZ	2019-12-24	有色期货	10.49	大成基金管理有限公司
4	518890.SH	2020-09-28	中银上海金 ETF	-2.91	中银基金管理有限公司
5	518680.SH	2020-07-28	金 ETF	-3.01	富国基金管理有限公司
6	518860.SH	2020-09-07	上海金 AUETF	-3.01	建信基金管理有限责任公司
7	518600.SH	2020-08-05	上海金 ETF	-3.02	广发基金管理有限公司
8	518880.SH	2013-07-29	黄金 ETF	-3.33	华安基金管理有限公司
9	159937.SZ	2014-09-01	博时黄金	-3.36	博时基金管理有限公司
10	159934.SZ	2013-12-16	黄金 ETF	-3.36	易方达基金管理有限公司

资料来源：Wind，华泰证券研究所



## 行业格局：华夏、国泰、易方达规模居前三，占全市场四成比例

纵观我国 ETF 市场，虽然近年来产品多样化不断提高、规模集中度不断降低，但仍具有明显的头部效应。截至 2020 年 12 月 31 日，国内市场（除货币型 ETF 外）共成立 342 只 ETF，分别来自 48 家基金公司。其中华夏基金已成立 31 只 ETF，位居首位，易方达基金、广发基金和南方基金分别以 22 只、21 只和 20 只 ETF 成立数量紧随其后。上述四家基金公司的 ETF 产品数量占据全市场的 28.02%，而产品数量前十的基金公司均超过了 12 只。

从近期成立的 ETF 来看，华夏基金 2020 年成立了 7 只 ETF，新成立数量最多，富国基金和博时基金各成立了 6 只 ETF，易方达基金和国泰基金各成立了 5 只 ETF，产品以股票型 ETF 和跨境型 ETF 为主。

图表36：ETF 数量前十大基金公司（单位：只）

基金公司	ETF 数量总计	2020 年成立	2019 年成立	2018 年成立	2017 年成立	2017 年之前
华夏基金	31	7	10	3	1	10
易方达基金	23	5	5	1	3	9
广发基金	21	2	3	1	4	11
南方基金	20	1	2	2	4	11
嘉实基金	19	3	5	0	3	8
富国基金	16	6	7	2	0	1
国泰基金	16	5	4	0	1	6
博时基金	15	6	2	1	0	6
华安基金	13	1	3	3	0	6
平安基金	12	1	4	6	1	0

资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月 31 日

图表37：ETF 数量前十大基金公司产品数量（单位：只）

基金公司	ETF 数量总计	股票型 ETF	债券型 ETF	商品型 ETF	跨境型 ETF
华夏基金	31	23	1	2	5
易方达基金	23	17	0	1	5
广发基金	21	18	0	1	2
南方基金	20	16	0	0	4
嘉实基金	19	17	1	0	1
富国基金	16	13	1	1	1
国泰基金	16	12	2	1	1
博时基金	15	11	1	1	2
华安基金	13	8	0	1	4
平安基金	12	8	3	0	1

资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月 31 日

从 ETF 规模来看，华夏基金以 1895.03 亿元的总规模，占据市场的 22.51%，国泰基金与易方达基金规模总计 856.44 亿元、779.06 亿元，位居第二、第三。前三大基金公司共占据市场规模的 41.94%，而前十五大基金公司规模占市场规模的 92%，可见我国 ETF 市场的头部效应仍然十分明显。

截至 2020 年 12 月 31 日，华夏基金在宽基、行业主题和商品期货多方面进行布局后，新成立了华夏纳斯达克 100ETF (513300.SH)，进一步在跨境类 ETF 中进行布局，基金规模为 5.25 亿元。2020 年 12 月，广发基金新成立了广发中证创新药产业 ETF(515120.SH)，规模 16.65 亿元，进一步布局行业主题类 ETF。银华基金和富国基金则专注农业主题 ETF 的布局，分别成立了银华中证农业主题 ETF (159827.SZ) 和富国中证农业主题 ETF (159825.SZ)，基金规模分别为 6.80 亿元、13.46 亿元。天弘基金于四季度新成立天弘中证银行 ETF (515290.SH)，规模高达 96.97 亿元。

图表38: ETF 存量规模前五的基金公司 (截至 2020 年 12 月 31 日)

基金公司	发行数量 (只)	规模总计 (亿元)	规模市场占比	产品线特色
华夏基金	31	1895.03	22.51%	全方位布局: 宽基 ETF+细分行业主题 ETF (5G、芯片、人工智能、新能源车等)+SmartBeta (创蓝筹&创成长)+商品期货 ETF (豆粕期货)。四季度新成立了华夏纳斯达克 100ETF (513300.SH), 进一步在跨境类 ETF 中进行布局
国泰基金	16	856.44	10.17%	细分行业主题 ETF 布局充分 (证券、金融、生物医药、半导体、计算机、通信、钢铁、煤炭、家用电器)+债券 ETF (5 年国债、10 年国债)。
易方达基金	23	779.06	9.26%	全方位布局, 跨境 ETF 品种和规模全市场领先: 宽基 ETF+跨境 ETF (H 股 ETF、中概互联、日经 225)+商品 ETF (黄金 ETF)。
华泰柏瑞基金	9	717.82	8.53%	专注股票型产品, 全市场成立最早的沪深 300ETF。
南方基金	20	619.91	7.36%	中证 500ETF 是公募市场规模最大的 500ETF 产品; 跨境 ETF 布局广泛, 主要覆盖香港、美国、日本权益市场; 南方原油是代表性的跟踪国际原油价格的工具型产品。
华安基金	13	466.47	5.54%	宽基 ETF (上证 180、创业板 50)+商品 ETF (黄金 ETF)+跨境 ETF (德国 DAX30、日经 225)。
华宝基金	7	447.18	5.31%	专注行业主题 ETF: 科技 ETF、券商 ETF、医疗 ETF、银行 ETF、军工行业、价值 ETF。
嘉实基金	19	342.55	4.07%	多年来深耕 SmartBeta ETF 产品 (Super ETF)
博时基金	15	306.78	3.64%	代表性产品: 博时黄金 ETF。
广发基金	21	298.58	3.55%	行业主题 ETF 完善且精细: 军工、金融地产、传媒、能源、原材料、工业、科技、消费、环保、京津冀、医药、大湾区。四季度新成立了广发中证创新药产业 ETF (515120.SH), 规模 16.65 亿元, 进一步布局行业主题类 ETF
天弘基金	6	267.89	3.18%	2019 年开始布局 ETF 产品线, 四季度新发天弘中证银行 ETF (515290.SH), 规模高达 96.97 亿元。
汇添富基金	11	249.00	2.96%	区域性 ETF (上海国企、长三角、一带一路)+宽基 (中证 800ETF)+行业主题 (中证主要消费 ETF)。
平安基金	12	176.12	2.09%	债券 ETF (活跃国债、公司债)+行业主题 (新能源车、人工智能、大湾区), ETF 产品费率偏低。
富国基金	16	145.65	1.73%	行业主题 ETF: 一带一路、军工龙头、科技 50、消费 50 等+沪深 300、中证 500 等宽基类指数增强产品。四季度开始布局农业 ETF, 成立富国中证农业主题 ETF (159825.SZ), 规模 13.46 亿元。
银华基金	9	140.41	1.67%	行业主题 ETF: 5G、央企、创新药等。四季度开始布局农业 ETF, 成立银华中证农业主题 ETF (159827.SZ), 规模 6.80 亿元。
合计	228	7708.87	91.58%	

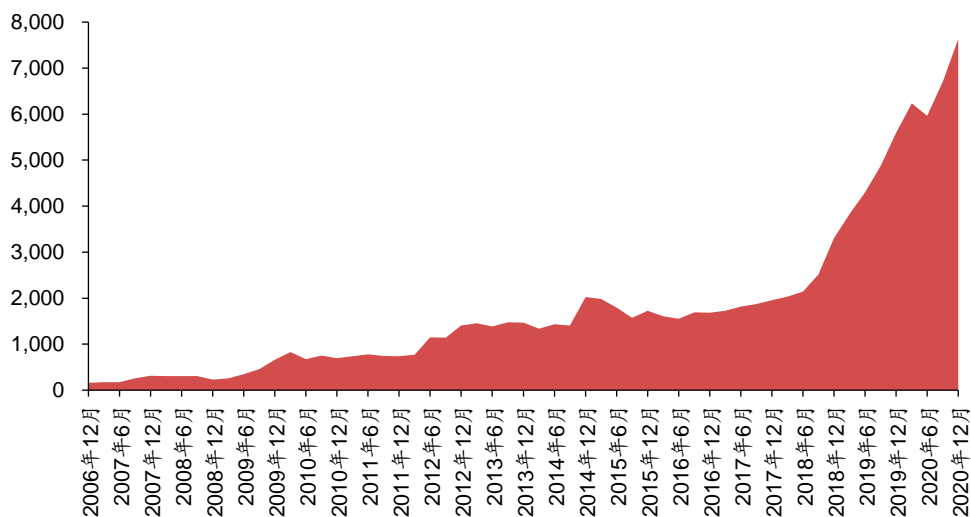
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 行业主题类 ETF 规模增速快于宽基，目前其规模与宽基旗鼓相当 股票型 ETF 的发展主要经历三个阶段，2018 年以来规模快速大幅增长

在报告《2020 年三季度中国 ETF 市场回顾》(20201021) 中，我们指出国内 ETF 市场在发展初期规模往往伴随牛市迅速增长，但 2018 年以来，ETF 市场规模出现跨越式发展，主要表现在 ETF 规模的增长逐渐脱离牛市背景，在 A 股市场投资者结构和投资范式的逐步转变下得到进一步扩张。

在本文中，我们将针对股票型 ETF 进行更为细致深入的分析。作为国内 ETF 市场的主角，股票型 ETF 的发展经历三个重要的阶段：2012 年以前，我国 ETF 市场仍处于萌芽阶段，截至 2011 年底，股票型 ETF 的总规模不足 1000 亿元；2012 年至 2016 年，股票型 ETF 规模稳步增长，在 2014 年底总规模高达 2022 亿元，达到阶段性高点；2018 年以后，股票型 ETF 如雨后春笋，规模快速大幅增长。截至 2020 年四季度，股票型 ETF 总规模已达到 7632.69 亿元，相较 2017 年末涨幅 290%。

图表39： 股票型 ETF 规模变化（单元：亿元，截至 2020 年 12 月 31 日）



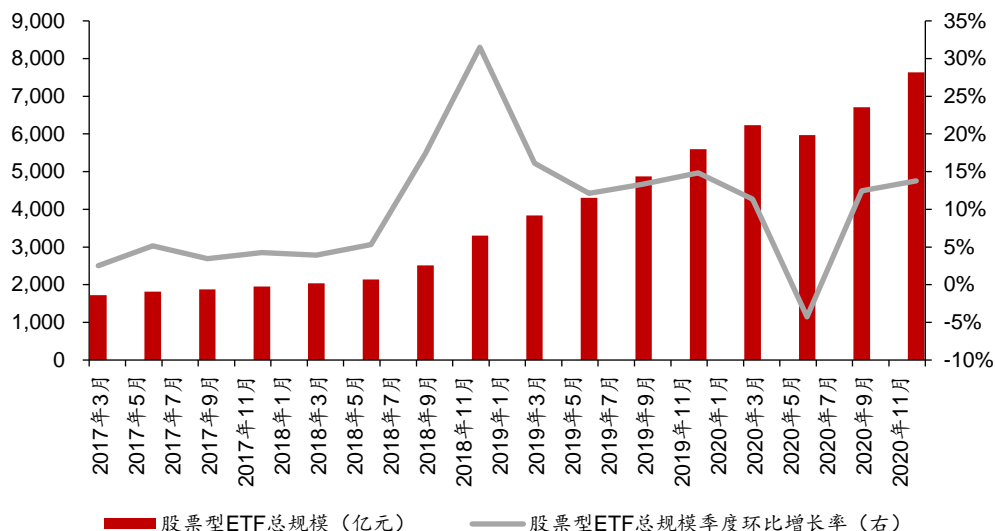
资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 2018 年以来行业主题 ETF 规模占比逐年增加，渐成国内 ETF 市场新主角

国内股票型 ETF 市场在 2004 年由宽基 ETF 开创纪元，至今已 16 年有余，当前宽基 ETF 依旧占据股票型 ETF 的重要地位。截至 2020 年末，规模排名前五的股票型 ETF 中，宽基占据 4 席，排名首位的华夏上证 50ETF 规模超过 560 亿元。随着 ETF 市场的蓬勃发展，除宽基产品外，股票型 ETF 产品在投资范围上逐步细化、差异化，以满足投资者对行业、主题、策略等细分领域的投资需求。

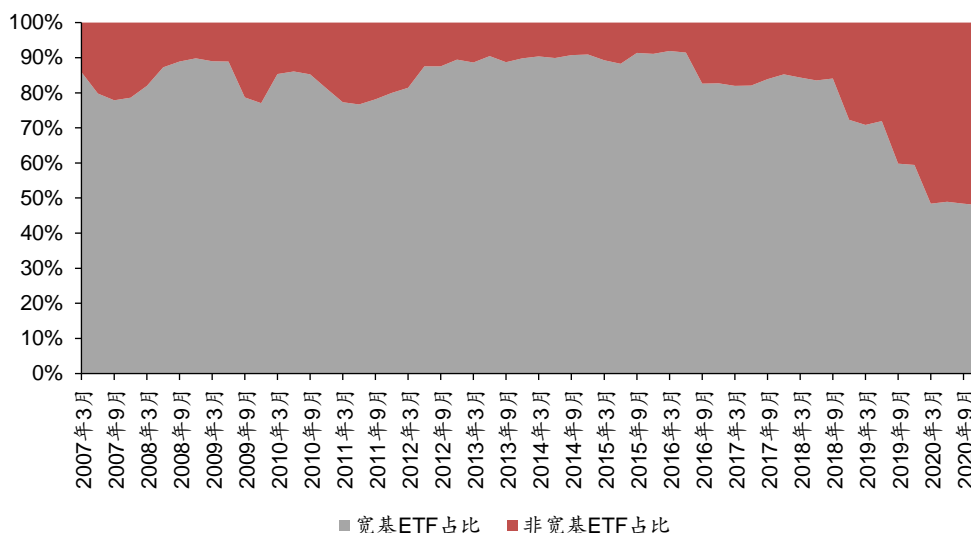
股票型 ETF 总规模自 2018 年起呈现稳步增长的趋势，其中宽基 ETF 的规模平稳增长，非宽基 ETF 的规模在 2018 年后迅速增长，这里非宽基 ETF 指代行业、主题、策略类 ETF。2018 年之前，宽基与非宽基 ETF 规模在股票型 ETF 中的占比相对稳定，宽基 ETF 占据绝对优势，但 2018-2020 三年间二者的规模占比格局有了明显改变。2017 年末，宽基 ETF 仍占据主要地位，非宽基 ETF 总规模仅占股票型 ETF 规模的不足 15%。然而截至 2020 年四季度，行业、主题、策略类 ETF 总规模已与宽基 ETF 平分秋色，非宽基总规模占比约 52%。可见行业主题 ETF 越发受到广大投资者的青睐，有望取代宽基 ETF 成为国内 ETF 市场的主角。

图表40: 股票型ETF规模变化(截至2020年12月31日)



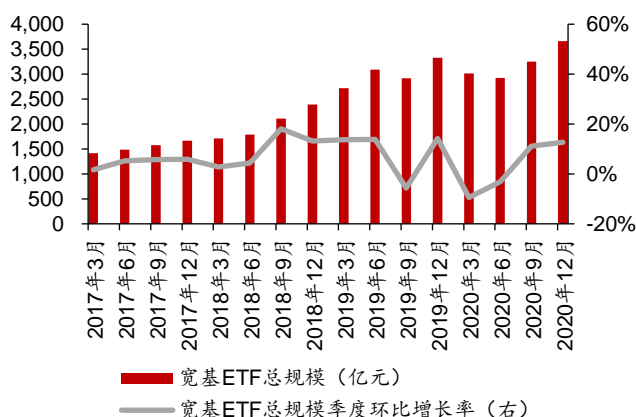
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表41: 股票型ETF各类型规模占比



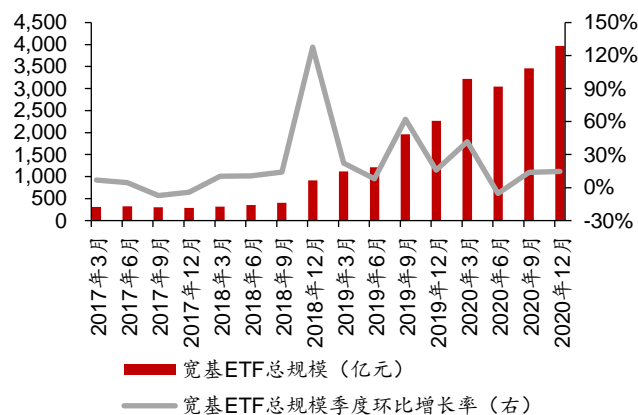
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表42: 宽基ETF规模变化(截至2020年12月31日)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表43: 非宽基ETF规模变化(截至2020年12月31日)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 行业主题 ETF 与宽基 ETF 规模增速之差与市场涨跌相关性更高

ETF 市场发展初期，股票型 ETF 曾被认为是“牛市品种”，其规模变化与市场的涨跌高度相关。我们统计了 2007 年以来各个季度股票市场的表现以及股票型 ETF 总规模变化，当股票市场与股票型 ETF 总规模同向变化时，我们认为股票型 ETF 规模变化大概率依赖于股票市场表现，其中股票市场涨跌以上证综指涨跌作为表征。特别地，以 2018 年作为分界线，考虑 2007-2017、2018-2020 两个时间段的统计特征。

图表44：各个季度股票市场的表现及股票型 ETF 总规模变化的卡方检验

	股票市场与股票型 ETF 总规模同向变化	股票市场与股票型 ETF 总规模反向变化	总计
2007-2017 年	29	15	44
2018-2020 年	4	8	12
总计	33	23	56

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表45：各个季度股票市场的表现及股票型 ETF 总规模变化的卡方检验结果

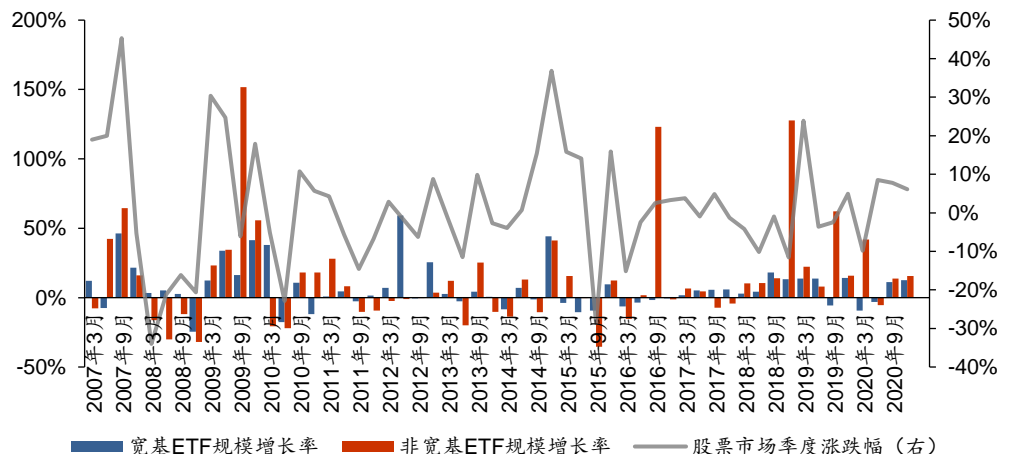
	卡方检验相关统计量
自由度	1
数据卡方值	4.13
95%置信度卡方值	3.84

资料来源：华泰证券研究所

从上述表格可以看出，2018 年之前股票市场与股票型 ETF 总规模同向变化的概率达到 65.9%，两者走势相关度较高。而在 2018 年之后，这一比例下降至 33.3%。更科学地，计算上述表格的卡方统计量为 4.13，大于 95%卡方值 3.84，因此我们有超过 95%的把握认为 2018 年前后股票市场与股票型 ETF 总规模之间的关系发生了明显变化。2018 年之前股票型 ETF 总规模的变化较为依赖股票市场走势，而近几年来股票型 ETF 逐渐脱离牛市背景，实现跨越式发展。

进一步地，我们考察股票型 ETF 内部宽基与行业主题 ETF 的规模变化情况。统计分析 2007 年第一季度至 2020 年第四季度共 56 条数据可以发现，市场的涨跌对于宽基 ETF 与行业、主题、策略类 ETF 规模的影响有所差别。当股票市场上涨时，宽基 ETF 与非宽基 ETF 的规模分别会有 70%、74% 的概率实现增长；而当股票市场下跌时，宽基 ETF 与非宽基 ETF 则分别有 38%、55% 的概率规模减少。直观来看，非宽基 ETF，即行业主题策略 ETF 的规模对市场涨跌的反应更敏感，或在一定程度上反映了不同行情下投资者情绪的变化。

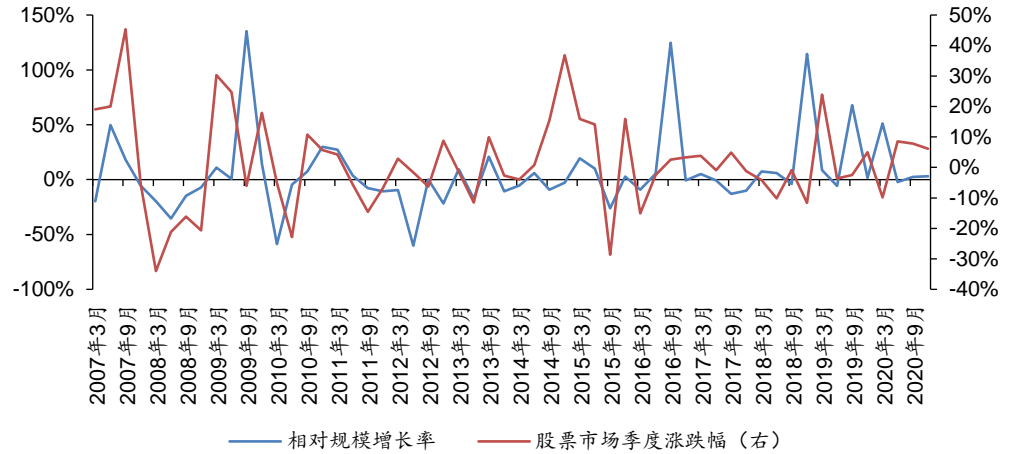
图表46：宽基 ETF、非宽基 ETF 规模变化与股票市场季度涨跌幅



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们定义非宽基 ETF 与宽基 ETF 规模增长率之差为两者的相对规模增长率，当相对规模增长率为正，意味着非宽基 ETF 规模的涨幅大于宽基 ETF 规模的涨幅，或非宽基 ETF 规模的跌幅小于宽基 ETF 规模的跌幅。整体而言，相对规模增长率指标能有效指示不同类别 ETF 的投资热度。

图表47：非宽基 ETF 相对宽基 ETF 规模增长率与股票市场季度涨跌幅



资料来源：Wind，华泰证券研究所

具体来看，当股市上涨时，行业主题 ETF 规模涨跌幅有 70% 的概率大于宽基类。相似地，当股市下跌时，在 66% 的时间里，行业主题 ETF 规模涨幅小于宽基类。这符合我们的主观认知，当市场行情向好时，投资者往往更倾向于投资更具有特质的 ETF，如某行业 ETF 或某主题 ETF，以寻求高于市场的超额收益；而当市场行情不理想时，投资者往往会转向更为稳健的宽基 ETF，追寻确定性更高的市场收益，规避可能出现的大幅亏损。

为了从统计学上给出更为严谨的支撑，我们利用 2007 年第一季度至 2020 年第四季度的 56 条数据进行了卡方检验，以非宽基 ETF 相对宽基类 ETF 规模增长率是否为正以及股票市场是否上涨作为类别划分，得到如下的四格表，并进行卡方检验。

图表48：非宽基 ETF 相对宽基 ETF 的规模增长率与市场涨跌的卡方检验

	相对规模增长率为正	相对规模增长率为负	总计
市场上涨	18	9	27
市场下跌	10	19	29
总计	28	28	56

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表49：非宽基 ETF 相对宽基 ETF 的规模增长率与市场涨跌的卡方检验结果

	卡方检验相关统计量
自由度	1
数据卡方值	5.79
95%置信度卡方值	3.84

资料来源：华泰证券研究所



从上述卡方检验结果可以看出，卡方统计量为 5.79，大于 95%置信度的卡方值 3.84，所以在统计学意义上，我们有至少 95%的把握认为两者具有显著的关联，也即行业主题 ETF 相对宽基 ETF 的规模增长率与市场涨跌相关。

总体来看，近几年来行业、主题、策略类 ETF 规模逐年增长，在股票型 ETF 中的规模占比呈现稳步上升趋势，截至 2020 年末略高于宽基 ETF 规模，未来有望成为 ETF 市场的新主角。统计检验发现，投资者对于行业主题与宽基 ETF 的投资偏好与股市涨跌显著相关。当市场上涨时，投资者希望获取高于特定投资热点的超额收益，往往更倾向于投资行业、主题、策略类 ETF；而当市场下跌时，投资者则倾向于追求确定性更高的市场收益，大概率转向更为稳健的宽基 ETF，规避可能的大幅亏损。

### 风险提示

本报告对历史数据进行梳理总结，历史结果不能简单预测未来，规律存在失效风险，投资需谨慎。报告中涉及到的具体基金产品不代表任何投资意见，请投资者谨慎、理性地看待。基金过往业绩并不预示其未来表现，基金管理人管理的其它基金的业绩并不构成对基金业绩表现的保证。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，林晓明、黄晓彬，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。  
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师林晓明、黄晓彬本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

**增持：**预计行业股票指数超越基准

**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

**买入：**预计股价超越基准 15% 以上

**增持：**预计股价超越基准 5%~15%

**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上

**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

#### 法律实体披露

**中国：**华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

**香港：**华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

**美国：**华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

#### 华泰证券股份有限公司

##### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

##### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

##### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

##### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

#### 华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

#### 华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2021 年华泰证券股份有限公司