

2020年06月02日

专题研究

策略研究

研究所

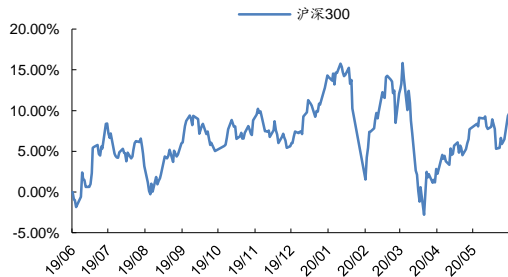
证券分析师：  
021-68930177  
证券分析师：  
021-60338168

李浩 S0350519100003  
lih07@ghzq.com.cn  
纪翔 S0350520040001  
jix@ghzq.com.cn

## 基金一季报解析资产配置策略

### ——策略专题研究报告

最近一年大盘走势



相关报告

《策略专题研究报告：2020年A股一季报业绩分析》——2020-05-18

《2020年春季疫情对宏观经济及行业影响》——2020-02-01

### 投资要点：

■ **基金市场规模再创新高，权益资产比重下降。**总体来看，2020年一季度基金市场表现较好，基金总数、基金份额和资产净值继续保持上涨态势。截止2020年一季度末，市场上共有6359只基金，与2019年年末相比，基金数量增加275只，基金份额增加19277亿份，基金资产净值增加19088亿元。2020年一季度，一方面受到国内疫情影响，股票市场系统性风险增加，投资者对基金产品需求增加；一方面由于2019年公募基金的业绩成绩单亮眼，基金规模在2020年一季度增长显著。**2020年一季度基金市场延续了债券、股票、现金资产为主其他资产为辅的资产配置结构。**截至2020年一季度末，权益类基金净值增长的同时，占比呈逐年震荡下降趋势。相较2011年1.61万亿元的权益类资产净值，2019年增长了一倍为3.27万亿元；然而净值占比却从76.75%，缩减为20.16%，不到原来的三分之一，相较2019年末的21.81%，下降了1.65个百分点。数据显示，权益基金与基金总体规模发展不相称，我国公募基金业一直存在着权益类基金占比低的问题。2020年一季度，公募基金持股比例延续下跌态势。

■ **资金流入方面，内外资累计净流入呈现下行趋势。**截止2020年一季度末，新成立公募基金发行份额和股票型ETF净申购份额分别为4626.47亿份、617.89亿份，与去年同期相比分别增长2399.08亿份、900.73亿份；陆股通净流入、重要股东净增持额和融资净买入额分别为-151.56亿元、-1030.26亿元、540.04亿元，与去年同期相比分别减少1405.91亿元、643.49亿元、1102.53亿元。与上季度末相比，受新冠疫情影响，内外资累计净流入表现出较大跌幅。除股票型ETF净申购份额保持正增长外，其余资金流入均呈现不同程度下降，陆股通净流入、新成立公募基金发行份额和融资净买入额分别减少1763.71亿元、1522.95亿份和84.54亿元，重要股东净增持额虽降幅有所收窄，但依然延续高额的净流出，流出额度为-1030.26亿元。综合来看，陆股通净流入、新成立公募基金发行份额、融资净买入额和重要股东净增持额受疫情影响较大，均呈现明显的下行趋势。股票型ETF净申购份额受疫情影响较小，在疫情期间突破前期的下降趋势，实现反转，逆势上行。

■ **2020年一季度行业配置结构与上年末基本保持一致，医药生物、食品饮料、电子行业仍为基金追捧的热点板块。**但由于疫情影响，各

行业基金持股规模都出现了不同程度的下跌；从持股市值变动比例上看，除通信行业持股规模环比下降 3.12%外，其余各行业板块基金持股规模下降幅度均超过 20%。但是与 2019 年同期相比，基金持股规模长期向好态势没有变，持股结构变化不大，电子、医药生物、食品饮料仍为重点配置行业，且行业持股规模增长明显。**ETF 基金重仓持股市值受疫情影响较小，在疫情期间仍维持了较高增速。**截至 2020 年一季度末，ETF 基金重仓持股规模为 2275.03 亿元，上季度末为 1826.98 亿元，与上季度末相比，本季度重仓持股规模增加 448.05 亿元，同比增长 24.52%。2020 年一季度，多数行业板块持股市值增幅明显，其中，电子、建筑材料和通信行业增幅较为明显；受新冠疫情影响，ETF 基金休闲服务行业持股市值较上季度相比降幅巨大。**从行业超配情况来看，超配比例排名居前的行业板块与基金重点配置行业以及 ETF 基金重点追踪板块基本保持了一致。**截至 2020 年一季度末，电子、医药生物、食品饮料、计算机、传媒和家用电器行业超配比例较高，分别达到 6.41%、6.15%、4.88%、2.04%、1.87%和 1.28%；银行、采掘、公用事业和化工行业低配比例靠前，低配比例分别达到-7.45%、-2.80%、-2.60%和-2.28%。**板块超配方面，截止 2020 年一季度末，基金配置的周期及金融板块比例大幅下跌。**对比各板块自由流通市值占比，基金超配成长、消费板块，低配金融、周期和其他板块。

- **策略观点：**总体看来，2020 年一季度，除了医药、食品、电子、通讯等成长和消费板块呈现相对的抗跌性以外，周期性、金融板块均呈现相当幅度的下调。疫情对基金持股造成一定的负面影响，资金配置环比下降十分明显。但随着基金总规模的持续扩张，权益资产的配置额度同比依然呈现上涨态势。今年在疫情及中美贸易战反复的冲击下，经济基本面严重受挫。在疫情冲击后，经济的全面复苏尚需时日。宏观上国家逆调控政策可持续，不论是中国还是海外的刺激政策都有加码空间。流动性宽松和低利率环境是中长期牛市的基础，中长期看流动性整体宽松可持续，国内外的低利率大环境，有利于资金流向股市。总体看来，我们认为 2020 年后三个季度随着各项回稳政策的落实，企业逐渐恢复正常经营，盈利增速将逐渐回升，未来一段时间指数将震荡上行。**根据基金资产配置情况来看，看好科技、消费、医药、农业等板块。考虑到中美贸易冲突影响的风险偏好降低的情况，短期板块可适当增配核心资产，军工和稀土等板块。**
- **风险提示：**疫情失控的风险；政策不确定的风险；经济复苏不及预期的风险；中美贸易战加剧。

## 内容目录

1、基金规模.....	5
2、资产配置.....	5
2.1、基金市场延续了股票、债券、现金资产配置为主，其他资产为辅的资产配置结构。.....	5
2.2、权益份额呈现震荡下行趋势.....	7
2.3、基金持股高比例区间延续下行趋势.....	9
3、资金流入.....	11
4、行业配置.....	13
4.1、Q1 行业配置结构与上年末基本保持一致.....	13
4.2、ETF 多数行业配置比例保持正向增长.....	17
5、行业超配.....	21
6、板块超配.....	24
7、策略观点.....	25
8、风险提示.....	25

## 图表目录

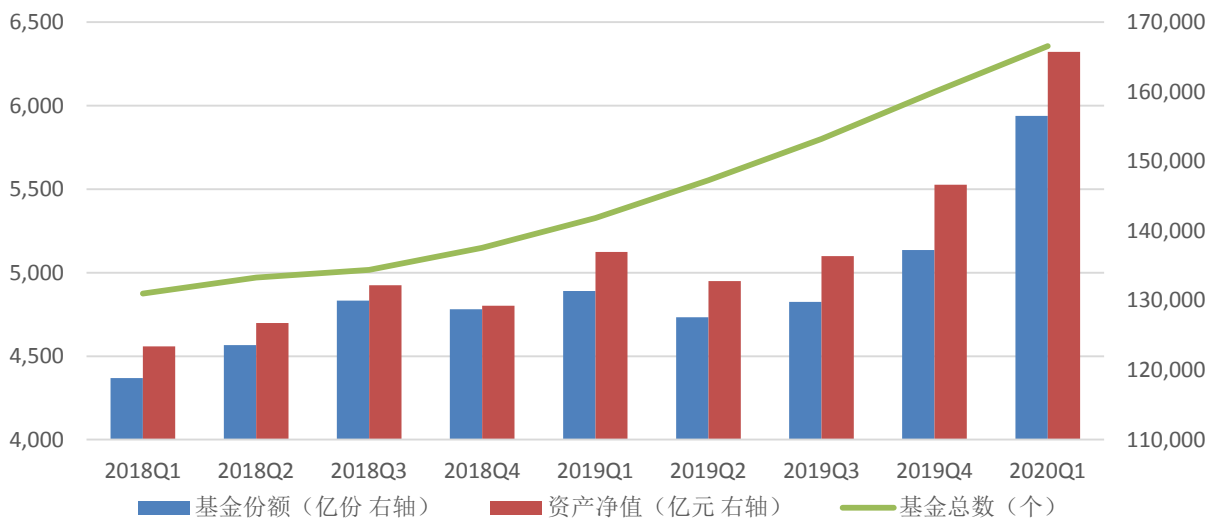
图 1: 近两年基金规模变化统计 .....	5
图 2: 2020Q1 基金资产配置比例 .....	6
图 3: 2019Q4 基金资产配置比例 .....	6
图 4: 2020Q1 基金资产配置比例 .....	7
图 5: 2019Q1 基金资产配置比例 .....	7
图 6: 基金中 A 股市值占比呈逐年下降趋势 .....	8
图 7: 权益类基金净值占比呈逐年下降趋势 .....	8
图 8: 基金持股比例中位数季度走势 .....	10
图 9: 2020Q1 股票型基金持股比例环比分布 .....	11
图 10: 2020Q1 股票型基金持股比例同比分布 .....	11
图 11: 2020Q1 偏股混合型基金持股比例环比分布 .....	11
图 12: 2020Q1 偏股混合型基金持股比例同比分布 .....	11
图 13: 陆股通净流入 (亿元) .....	12
图 14: 股票型 ETF 净申购份额 .....	13
图 15: 新成立公募基金发行份额 .....	13
图 16: 融资净买入额 .....	13
图 17: 重要股东净增持额 .....	13
图 18: 2020Q1 各行业持股规模环比变动情况 .....	15
图 19: 2020Q1 各行业持股规模同比变动情况 .....	17
图 20: 2020Q1ETF 基金对各行业持股规模环比变动情况 .....	19
图 21: 2020Q1ETF 基金对各行业持股规模同比变动情况 .....	21
图 22: 2020Q1 行业超配环比变化 .....	23
图 23: 2020Q1 行业超配同比变化 .....	24
图 24: 各大类板块持仓占比变化 .....	25
图 25: 各大类板块一季度超低配比例同环比变化 .....	25
表 1: 2020Q1 基金资产配置分布及同环比情况 .....	7
表 2: 2020 年一季度末各类型基金市场统计情况 .....	9
表 3: 2020Q1 资金流入及同环比情况 .....	12
表 4: 2020Q1 基金对各行业持股规模环比变动情况 .....	14
表 5: 2020Q1 各行业持股规模同比变动情况 .....	16
表 6: 2020Q1ETF 基金对各行业持股规模环比变动情况 .....	18
表 7: 2020Q1ETF 基金对各行业持股规模同比变动情况 .....	20
表 8: 2020Q1 行业超配情况 .....	22

## 1、基金规模

截至 2020 年一季度末，市场上共有 6359 只基金。混合型基金、债券型基金和股票型基金占比之和超 90%，其中混合型基金 2651 只，占比 41.69%；债券型基金 2012 只，占比 31.64%；股票型基金 1137 只，占比 17.88%。全部基金的一季报披露率为 95.76%，各类基金的一季报披露率均超 90%，披露充分。

2020 年一季度基金市场总体表现较好，基金总数、基金份额和资产净值继续保持上涨态势，从最近两年基金市场规模来看，2020 年一季度基金市场规模再创新高。与 2019 年年末相比，2020 年一季度，基金数量增加 275 只，环比增加 4.52%；基金份额增加 19277 亿份，环比增加 14.04%；基金资产净值增加 19088 亿元，环比增加 13.02%。与 2019 年同期相比，基金市场规模增幅更为明显，其中基金数量增加 1029 只，同比增加 19.30%；基金份额增加 25184 亿份，同比增加 19.17%；基金资产净值增加 28748 亿元，同比增加 20.99%。我们认为，2020 年一季度，一方面受到国内疫情影响，股票市场系统性风险增加，投资者对股票市场投资减少，进而对基金产品需求增加；一方面由于 2019 年公募基金的业绩成绩单亮眼，以及金融市场的不断完善，基金的市场认可度提升，基金规模在 2020 年一季度增长显著。

图 1：近两年基金规模变化统计



资料来源：wind，国海证券研究所

## 2、资产配置

### 2.1、基金市场延续了股票、债券、现金资产配置为主，其他资产为辅的资产配置结构。

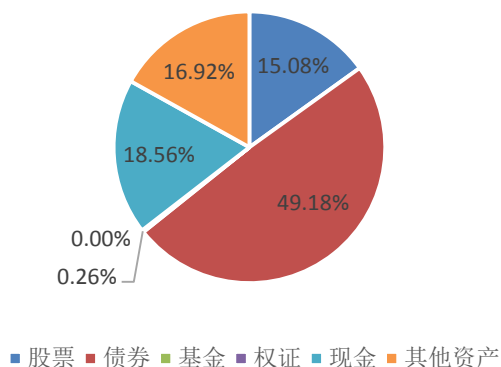
与 2019 年末相比，2020 年一季度基金资产配置结构并没有因为疫情影响而发

生较大变化，基金市场延续了股票、债券、现金资产配置为主，其他资产配置为辅的资产配置结构。2020 年一季度，股票资产配置比例为 15.08%，2019 年末为 16.70%，较 2019 年末相比，下降 1.62 个百分点，受疫情波动影响，股票资产配置有所下调；债券资产配置 2020 年一季度比例为 49.18%，2019 年末为 48.14%，较 2019 年末相比有小幅上升，债券的稳健收益拉动投资规模的扩大；现金资产配置比例下降 4.34 个百分点；而其他资产增加 4.87%。

与去年同期相比，基金资产配置结构与 2019 年一季度基本保持一致，对股票资产配置比例略有增长。2020 年一季度，债券类资产配置比例为 49.18%，去年同期为 46.56%，较去年同期相比，债券类资产配置比重小幅上升；股票类资产配置比例为 15.08%，去年同期为 13.95%，较去年同期相比有所提升，增加 1.13 个百分点，持股市值增加 6512.05 亿元；现金类资产和其他资产持有比例较去年同期相比有所下降。

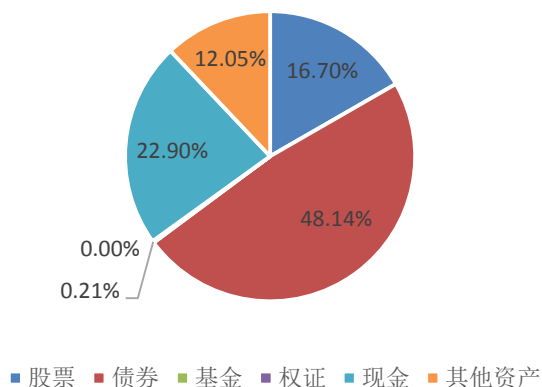
从一季度基金资产配置比例来看，债券基金的同环比均有提升，主要系疫情爆发后市场风险偏好降低所致。受疫情影响 A 股市场波动剧烈，基金对股票资产配置市值环比有所下降，同比增长主要系疫情防治概念板块、病虫防治板块等受政策和市场利好影响较大，市场投资热情高涨，偏股型基金提升了相关热门板块的投入比例所致。

图 2：2020Q1 基金资产配置比例



资料来源：wind，国海证券研究所

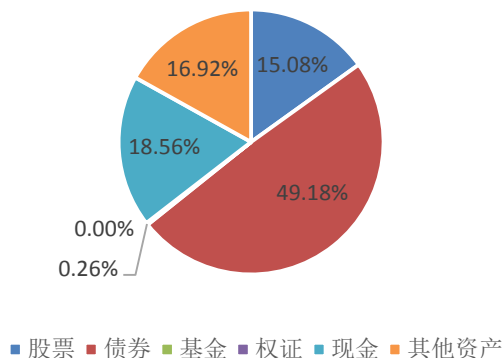
图 3：2019Q4 基金资产配置比例



资料来源：wind，国海证券研究所

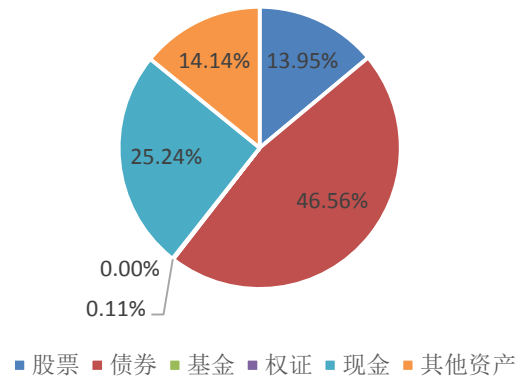


图 4：2020Q1 基金资产配置比例



资料来源：wind，国海证券研究所

图 5：2019Q1 基金资产配置比例



资料来源：wind，国海证券研究所

表 1：2020Q1 基金资产配置分布及同环比情况

时间	市值(亿元)			占总值比(%)			占净值比(%)		
	2020Q1	2019Q4	2019Q1	2020Q1	2019Q4	2019Q1	2020Q1	2019Q4	2019Q1
股票	26,863	25,575	20,351	15.08	16.70	13.95	16.55	18.12	15.03
债券	87,588	73,730	67,923	49.18	48.14	46.56	53.97	52.25	50.18
基金	458	315	163	0.26	0.21	0.11	0.28	0.22	0.12
权证	0	0	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金	33,058	35,076	36,818	18.56	22.90	25.24	20.37	24.86	27.20
其他资产	30,130	18,462	20,636	16.92	12.05	14.14	18.57	13.08	15.25
资产净值	162,278	141,111	135,361	91.12	92.13	92.78	100.00	100.00	100.00
资产总值	178,097	153,158	145,891	100.00	100.00	100.00	109.75	108.54	107.78

资料来源：wind，国海证券研究所

## 2.2、权益份额呈现震荡下行趋势

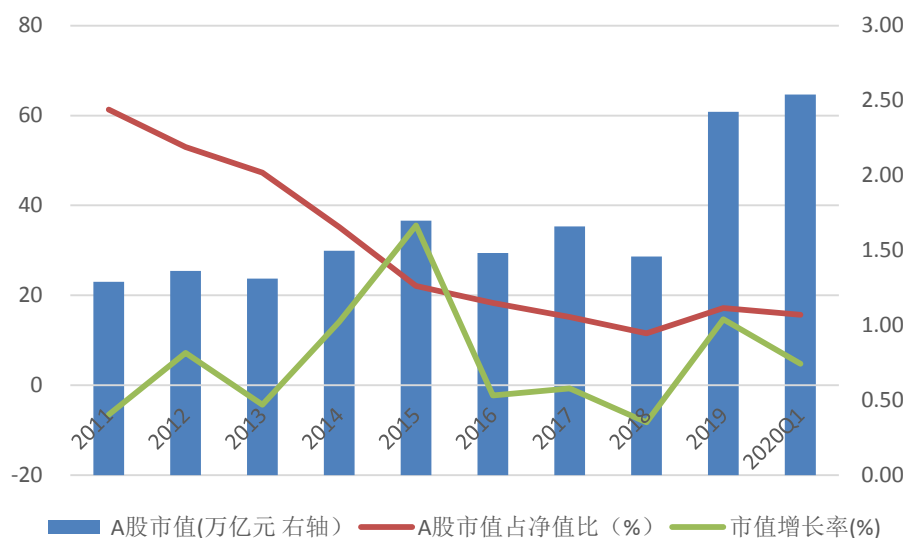
基金市场规模增长趋势显著，其中以 A 股为主的权益资产规模在 2019 年以来呈现爆发式增长，A 股投资份额相较 2018 年的 1.46 万亿，增长为 2.42 万亿，增幅达到 66%，2020 年一季度延续扩张趋势。A 股市值在 2020 年一季度达到 2.54 万亿，环比增长接近 5%。但基金资产中的 A 股份额却呈现整体震荡下行趋势，截至 2020 年一季度末，A 股市值占基金总净值比重为 15.65%，相较 2019 年 17.18%下降 1.53 个百分点，较 2011 年的 61.33%更是大幅下降了 45.68 个百分点。

权益类基金（股票型基金+混合型基金）净值增长的同时，占比呈逐年震荡下降趋势。相较 2011 年 1.61 万亿元的权益类资产净值，2019 年增长了一倍为 3.27 万亿元；然而净值占比却从 76.75%，缩减为 20.16%，不到原来的三分之一，相较 2019 年末的 21.81%，下降了 1.65 个百分点。

数据显示，权益基金与基金总体规模发展不相称，权益份额震荡下行。与美国等

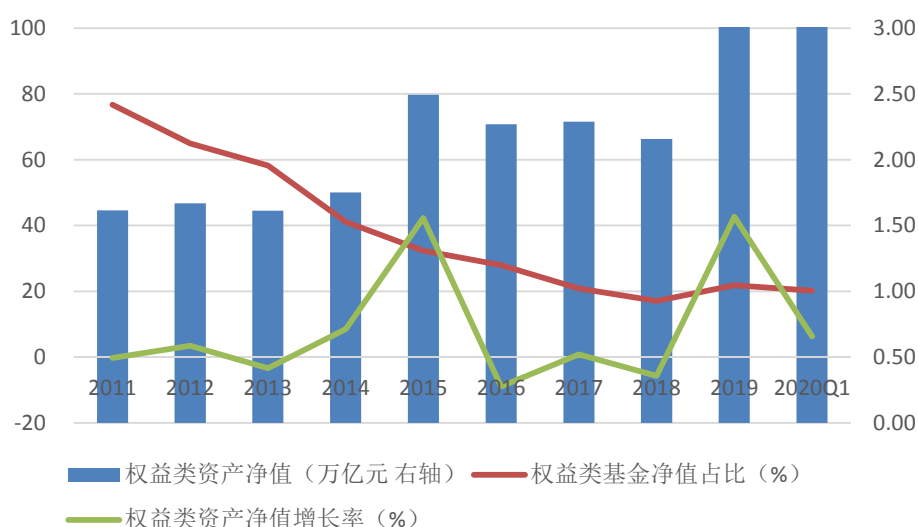
成熟基金市场相比,我国公募基金业一直存在着权益类基金占比低的问题。我们认为,权益市场波动性较大,增加了基金经理获取长期收益的难度。A股较大的市场波动同时造成投资者较大的心理波动和利润波动。权益份额震荡下行凸显了基金缺少长线资金以及投资盈利模式的困局,也造成了公募基金投资行为短期化的弊端。股票资产虽长期收益高于债券资产,但伴随的风险更大,对投资者要求高。相较于债券市场的高性价比的稳定收益,权益类产品的青睐度有所下降,规模得不到持续增长。权益基金与固收基金的结构失衡是我国基础资产风险收益图谱天然决定的,权益资产随着风险的提高其收益水平并未得到合理补偿,投资性价比快速下降。长期来看,股票市场高收益相伴高风险,选择结果上看,疫情下市场风险偏好下行,总体上投资者更倾向于稳健的高性价比的债券资产。

图 6: 基金中 A 股市值占比呈逐年下降趋势



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 7: 权益类基金净值占比呈逐年下降趋势



资料来源: wind, 国海证券研究所



**表 2：2020 年一季度末各类型基金市场统计情况**

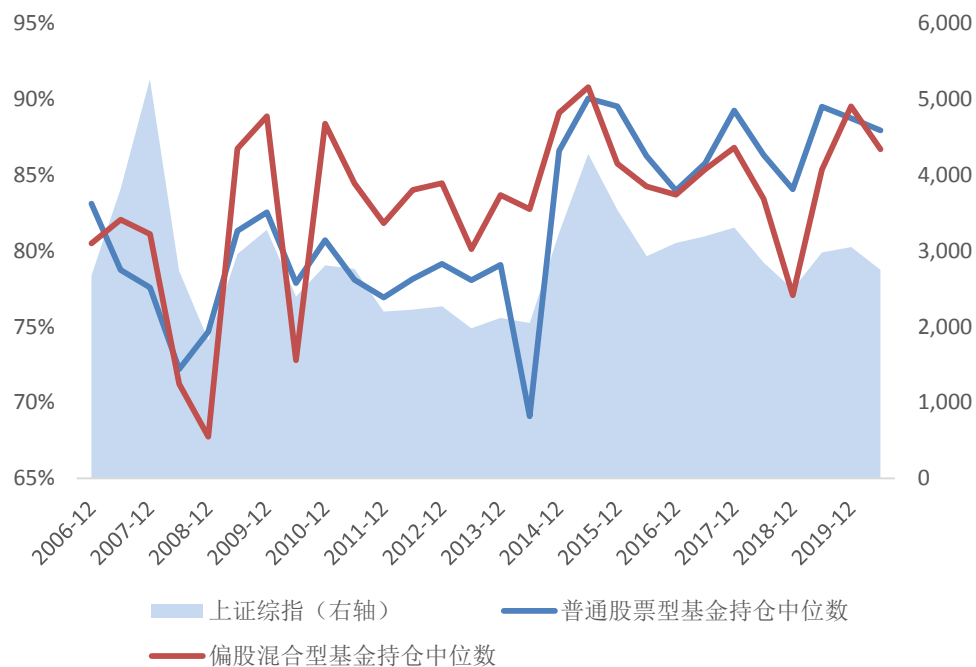
基金类型	数量合计 (只)	占比 (%)	份额合计 (亿份)	占比 (%)	资产净值合计 (亿元)	占比 (%)
股票型基金	1135	17.85	11014.63	7.04	12433.37	7.50
普通股票型基金	347	5.46	2562.29	1.64	3275.02	1.98
被动指数型基金	681	10.71	7867.89	5.03	8321.68	5.02
增强指数型基金	107	1.68	584.44	0.37	836.67	0.50
混合型基金	2651	41.69	18509.12	11.82	22956.14	13.85
偏股混合型基金	903	14.20	9437.68	6.03	12127.15	7.32
平衡混合型基金	70	1.10	515.18	0.33	578.71	0.35
偏债混合型基金	274	4.31	1712.90	1.09	1896.37	1.14
灵活配置型基金	1,404	22.08	6843.36	4.37	8353.90	5.04
债券型基金	2012	31.64	41050.77	26.22	44374.43	26.77
中长期纯债型基金	1,346	21.17	30662.44	19.59	32497.42	19.60
短期纯债型基金	139	2.19	2842.15	1.82	2954.37	1.78
混合债券型一级基金	94	1.48	1117.07	0.71	1364.52	0.82
混合债券型二级基金	330	5.19	3,071.40	1.96	3,878.59	2.34
被动指数型债券基金	101	1.59	3,356.52	2.14	3,678.16	2.22
增强指数型债券基金	2	0.03	1.18	0.00	1.38	0.00
货币市场型基金	368	5.79	84,448.47	53.95	84,452.61	50.94
另类投资基金	36	0.57	480.20	0.31	583.54	0.35
股票多空	21	0.33	290.83	0.19	334.09	0.20
商品型基金	14	0.22	189.07	0.12	218.31	0.13
REITs	1	0.02	0.30	0.00	31.15	0.02
QDII 基金	157	2.47	1,040.23	0.66	978.20	0.59
国际(QDII)股票型基金	76	1.20	614.82	0.39	569.09	0.34
国际(QDII)混合型基金	34	0.53	173.12	0.11	171.97	0.10
国际(QDII)债券型基金	26	0.41	138.00	0.09	167.07	0.10
国际(QDII)另类投资基金	21	0.33	114.29	0.07	70.07	0.04
全部基金	6359	100.00	156,543.42	100.00	165,778.29	100.00

资料来源：wind，国海证券研究所

## 2.3、基金持股高比例区间延续下行趋势

2020 年一季度，公募基金持股比例延续下跌态势。从基金持股比例中位数来看，2020Q1 普通股票型基金持股比例为 87.95%，相比 2019Q4 的 88.74% 下跌了 0.79 个百分点；2020Q1 偏股混合型型基金持股比例为 86.70%，相比 2019Q4 的 89.53% 下跌了 2.83 个百分点，这是自 2019 年偏股混合型基金持股比例中位数不断上涨以来第一次下跌。

图 8: 基金持股比例中位数季度走势



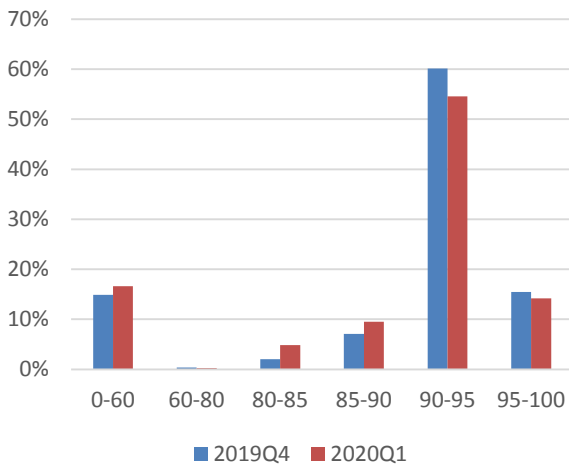
资料来源: wind, 国海证券研究所

从各个持股比例区间基金的占比变动来看,公募基金 2020 年一季度普遍降低了仓位。股票型基金 2020Q1 高持股比例区间均下降,持股比例在 90%-95% 区间的基金数量占比最高为 54.58%, 占比超过一半, 但较 2019Q4 的 60.12% 仍下降了 5.54 个百分点; 95%-100% 区间的基金数量占比也下降 1.28 个百分点。中低持股比例区间,除了 60%-80% 间的基金数量占比则分别下降了 0.15 个百分点。其他区间比例均略有上升, 2020Q1 持股比例在 0%-60% 区间的基金数量占比为 16.60%, 较 2019Q4 的 14.90% 提升了 1.7 个百分点, 持股比例在 80%-85%, 85%-90% 区间的基金数量占比分别上升 2.83 和 2.44 个百分点。

偏股混合型基金 2020Q1 高持股比例区间均下降, 区间 90%-95% 占比最高为 31.2%, 较上季度下降了 14.31 个百分点, 下跌幅度最大; 在 95%-100% 区间的基金数量占比为 0.29%, 较 2019Q4 下降了 0.44 个百分点。中低持股区间持股份额上升, 0%-60%, 60%-80%, 80%-85% 以及 85%-90% 区间的基金数量占比分别为 6.58%, 17.18%, 18.61% 和 26.15%, 较 2019Q4 分别上升 1.99, 4.76, 7.23 和 0.78 个百分点。

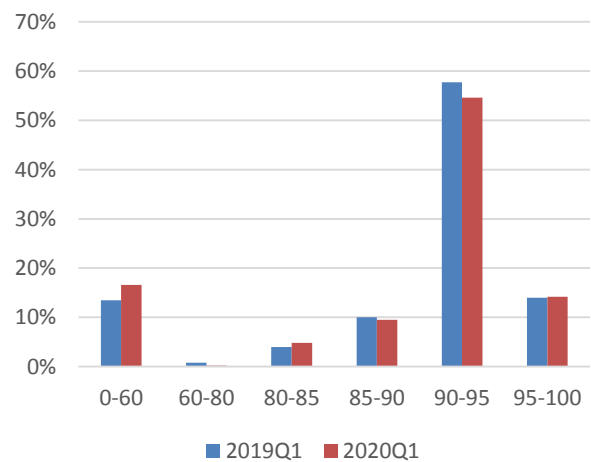
从基金持股比例各区间基金数量占比的变化情况来看,股票型及偏股混合型基金中占比在 90%-95% 区间的基金占比数量显著下跌。总体而言, 普通股票型及偏股混合型基金持股比例不再延续 2018 年以来的上升趋势, 自 2019 年开始下跌, 且下跌趋势进一步加大。

图 9: 2020Q1 股票型基金持股比例环比分布



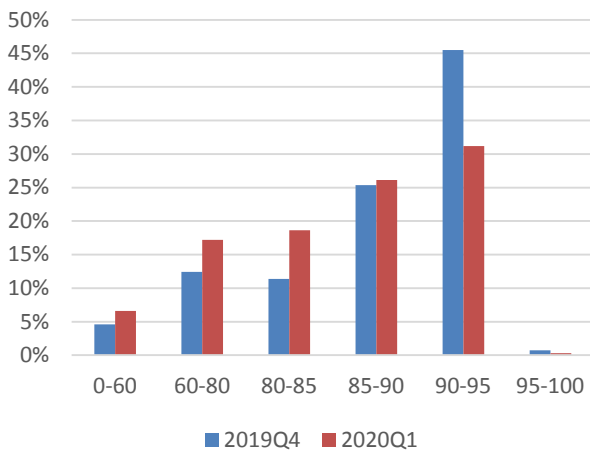
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 10: 2020Q1 股票型基金持股比例同比分布



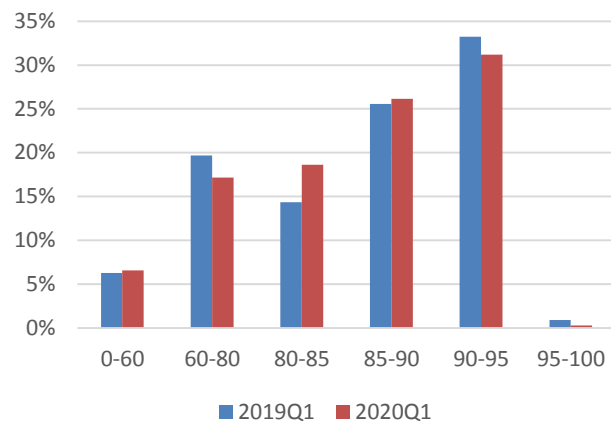
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 11: 2020Q1 偏股混合型基金持股比例环比分布



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 12: 2020Q1 偏股混合型基金持股比例同比分布



资料来源: wind, 国海证券研究所

### 3、资金流入

资金流入方面, 截止 2020 年一季度末, 内外资累计净流入呈现下行趋势。与去年同期相比, 新成立公募基金发行份额和股票型 ETF 净申购份额有所增长, 分别增长 2399.08 亿份、900.73 亿份, 陆股通净流入、重要股东净增持额和融资净买入额降幅明显, 分别减少 1405.91 亿元、643.49 亿元、1102.53 亿元。

与上季度末相比, 受新冠疫情影响, 内外资累计净流入存在较大跌幅。除股票型 ETF 净申购份额保持正增长外, 其余资金流入均呈现不同程度下降, 陆股通净流入、新成立公募基金发行份额和融资净买入额分别减少 1763.71 亿元、1522.95 亿份和 84.54 亿元, 重要股东净增持额虽降幅有所收窄, 但依然延续高额的净流出, 流出额度为-1030.26 亿元。

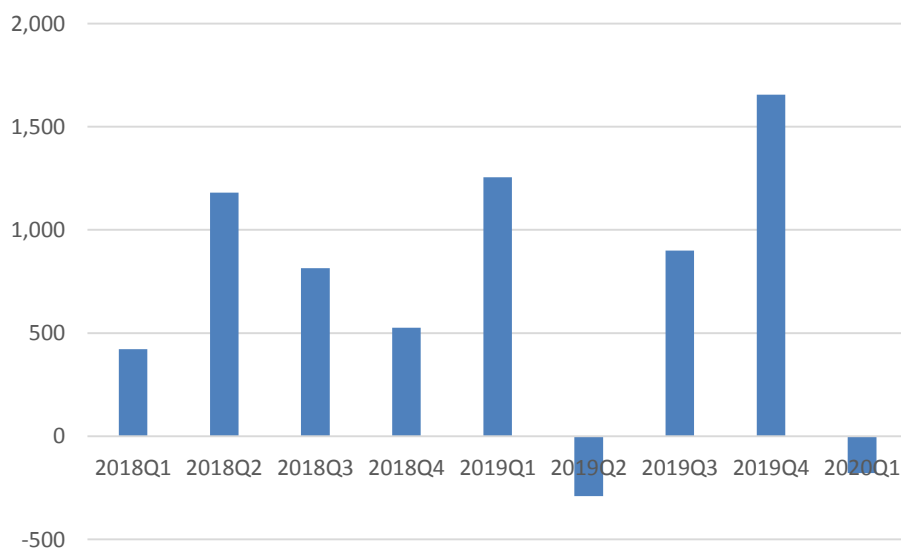
表 3: 2020Q1 资金流入及同环比情况

资金流入类型	2020Q1	2019Q4	2019Q1	环比增减值	环比增长率	同比增减值	同比增长率
陆股通净流入 (亿元)	-151.56	1612.16	1254.36	-1763.71	-109.40%	-1405.91	-112.08%
股票型 ETF 净申 购份额(亿份)	617.89	-175.76	-282.84	793.65	-	900.73	-
新成立公募基金 发行份额(亿份)	4626.47	6149.42	2227.39	-1522.95	-24.77%	2399.09	107.71%
融资净买入额 (亿元)	540.04	624.58	1642.57	-84.54	-13.54%	-1102.53	-67.12%
重要股东净增持 额(亿元)	-1030.26	-1412.71	-386.77	382.45	-	-643.49	-

资料来源: wind, 国海证券研究所

外资净流入方面, 陆股通净流入显著下降, 环比跌幅额度 1763.71 亿元, 为近两年最大, 跌幅达到-109.40%, 同比下降 1405.91 亿元, 跌幅为-112.08%。

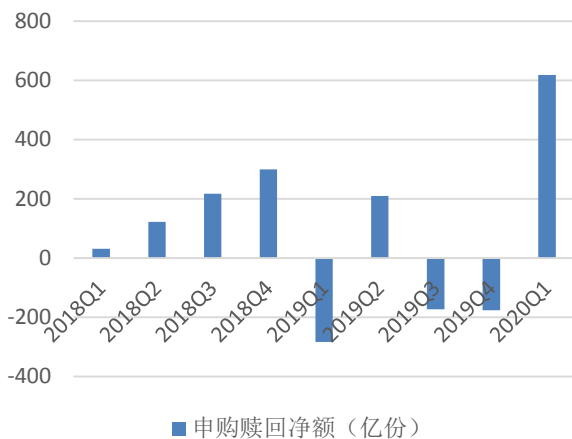
图 13: 陆股通净流入 (亿元)



资料来源: wind, 国海证券研究所

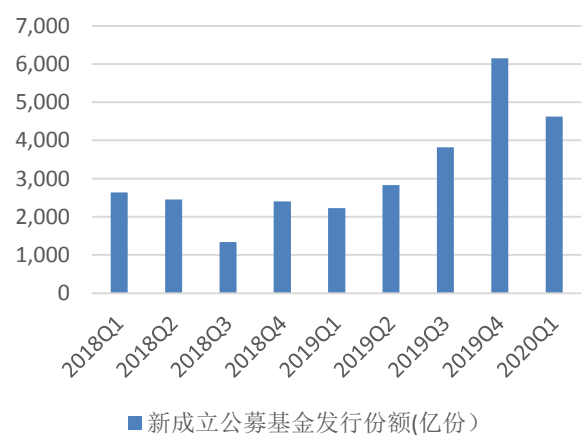
内资净流入方面, 股票 ETF 申购赎回净额在一季度不降反升, 增量为 793.65 亿元, 一改前期的净流出情况, 实现近两年增量的最大值。新成立公募基金发行份额和融资净买入额环比下跌幅度较小, 环比下跌比率分别为 24.77%、13.54%; 同比方面, 新成立公募基金发行份额实现翻倍, 融资净买入额下滑超过 67%。重要股东净增持额同比延续下行态势, 相较前上季度降幅有所收窄。

图 14: 股票型 ETF 净申购份额



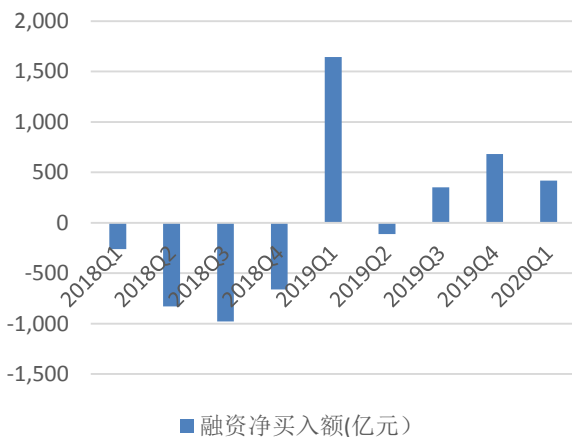
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 新成立公募基金发行份额



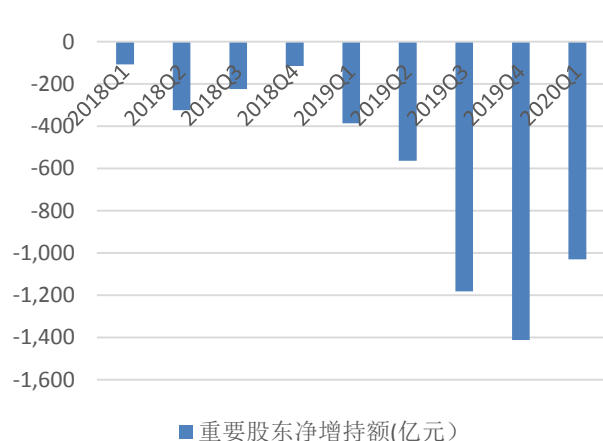
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 融资净买入额



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 重要股东净增持额



资料来源: wind, 国海证券研究所

综合来看,陆股通净流入、新成立公募基金发行份额、融资净买入额和重要股东净增持额受疫情影响较大,均呈现明显的下行趋势。股票型 ETF 净申购份额受疫情影响较小,在疫情期间突破前期的下降趋势,实现反转,逆势上行。

## 4、行业配置

### 4.1、Q1 行业配置结构与上年末基本保持一致

2020 年一季度基金行业配置结构与 2019 年末基本保持一致,医药生物、食品饮料、电子行业仍为基金追捧的热点板块。但由于疫情影响,各行业基金持股规模都出现了不同程度的下跌,截至 2020 年一季度末,基金持股规模为 15214 亿元,2019 年末为 24337 亿元,环比下降 37.49%,下降幅度较大。从持股市值变动比例上看,除通信行业持股规模环比下降 3.12%外,其余各行业板块基金持股规模下降幅度均超过 20%,休闲服务、钢铁、采掘板块持股规模下跌比

例巨大，分别达到-73.09%、-62.43%、-61.28%；下跌幅度最小的三个行业分别为通信、农林牧渔和医药生物，可以看到今年通信行业受 5G、新基建利好影响，受疫情影响较小，2020 年一季度基金对该板块持股规模下降幅度最小，与 2019 年末相比变动比例仅为-3.12%；受国家政策扶持、农作物病虫害防治和养殖业非洲猪瘟防疫需要，农林牧渔行业在 2020 年一季度表现良好，与其他行业相比基金减持幅度较小，为-20.75%；受疫情防控需要影响，防疫物资在 2020 年一季度需求量大幅提升，相关企业业绩得到改善，医药生物行业基金减持规模相对较小，为-21.12%。从持股市值变动额来看，银行、非银金融、电子行业基金减持金额较大，分别为 9639591.11 万元、9305123.26 万元和 8239580.82 万元；通信行业减持规模最小为 134574.98 万元。2020 年一季度，基金对各行各业板块减持规模差异明显。

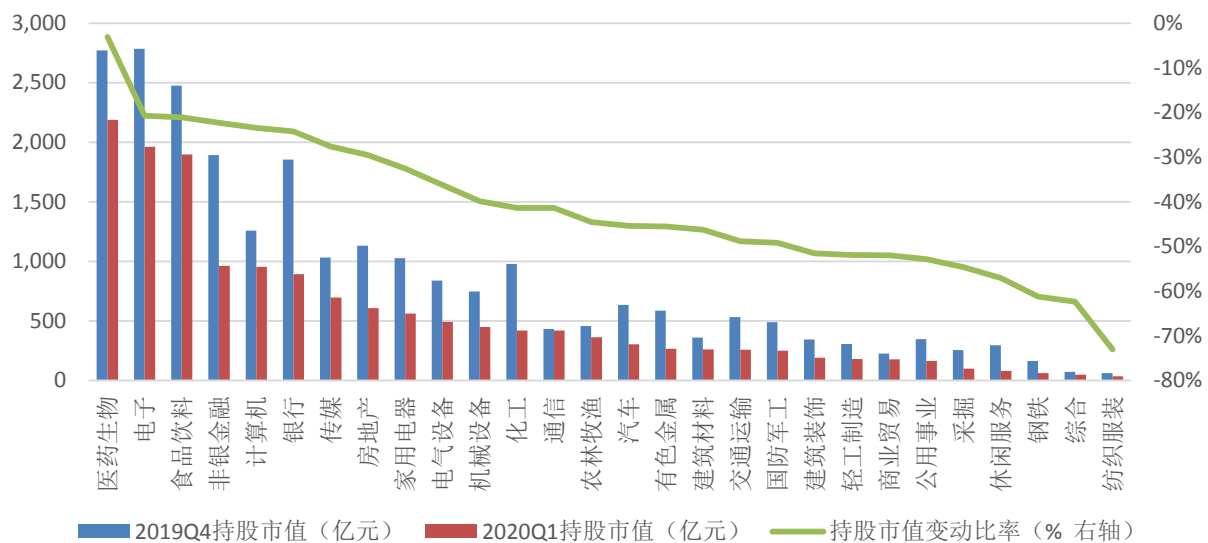
表 4：2020Q1 基金对各行业持股规模环比变动情况

申万行业	2019Q4 持股市值 (万元)	2020Q1 持股市值 (万元)	变动金额 (万元)	变动比例 (%)
通信	4,309,016.85	4,174,441.87	-134,574.98	-3.12%
农林牧渔	4,566,592.84	3,618,867.75	-947,725.08	-20.75%
医药生物	27,717,597.95	21,863,974.15	-5,853,623.80	-21.12%
商业贸易	2,255,839.61	1,752,143.21	-503,696.39	-22.33%
食品饮料	24,760,833.13	18,958,723.11	-5,802,110.02	-23.43%
计算机	12,570,985.95	9,525,674.95	-3,045,311.00	-24.22%
建筑材料	3,582,931.60	2,593,442.55	-989,489.04	-27.62%
电子	27,842,145.25	19,602,564.43	-8,239,580.82	-29.59%
传媒	10,321,958.53	6,962,323.41	-3,359,635.12	-32.55%
综合	723,041.73	460,973.31	-262,068.41	-36.25%
机械设备	7,470,900.75	4,491,587.18	-2,979,313.57	-39.88%
电气设备	8,379,021.93	4,912,322.09	-3,466,699.84	-41.37%
轻工制造	3,062,136.49	1,793,843.15	-1,268,293.33	-41.42%
建筑装饰	3,439,062.42	1,907,494.94	-1,531,567.47	-44.53%
家用电器	10,264,715.86	5,607,229.06	-4,657,486.80	-45.37%
纺织服装	610,118.20	332,138.34	-277,979.86	-45.56%
房地产	11,300,515.17	6,075,485.75	-5,225,029.41	-46.24%
国防军工	4,891,826.75	2,502,736.85	-2,389,089.90	-48.84%
非银金融	18,925,490.22	9,620,366.97	-9,305,123.26	-49.17%
交通运输	5,302,839.34	2,569,078.12	-2,733,761.22	-51.55%
汽车	6,328,323.19	3,040,418.07	-3,287,905.12	-51.96%
银行	18,548,703.46	8,909,112.36	-9,639,591.11	-51.97%
公用事业	3,455,265.21	1,628,416.18	-1,826,849.04	-52.87%
有色金属	5,842,895.15	2,651,738.97	-3,191,156.18	-54.62%
化工	9,763,762.04	4,191,434.92	-5,572,327.12	-57.07%
采掘	2,551,193.53	987,900.84	-1,563,292.69	-61.28%
钢铁	1,625,201.50	610,655.40	-1,014,546.10	-62.43%
休闲服务	2,953,619.07	794,702.66	-2,158,916.41	-73.09%

资料来源：wind，国海证券研究所



图 18: 2020Q1 各行业持股规模环比变动情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

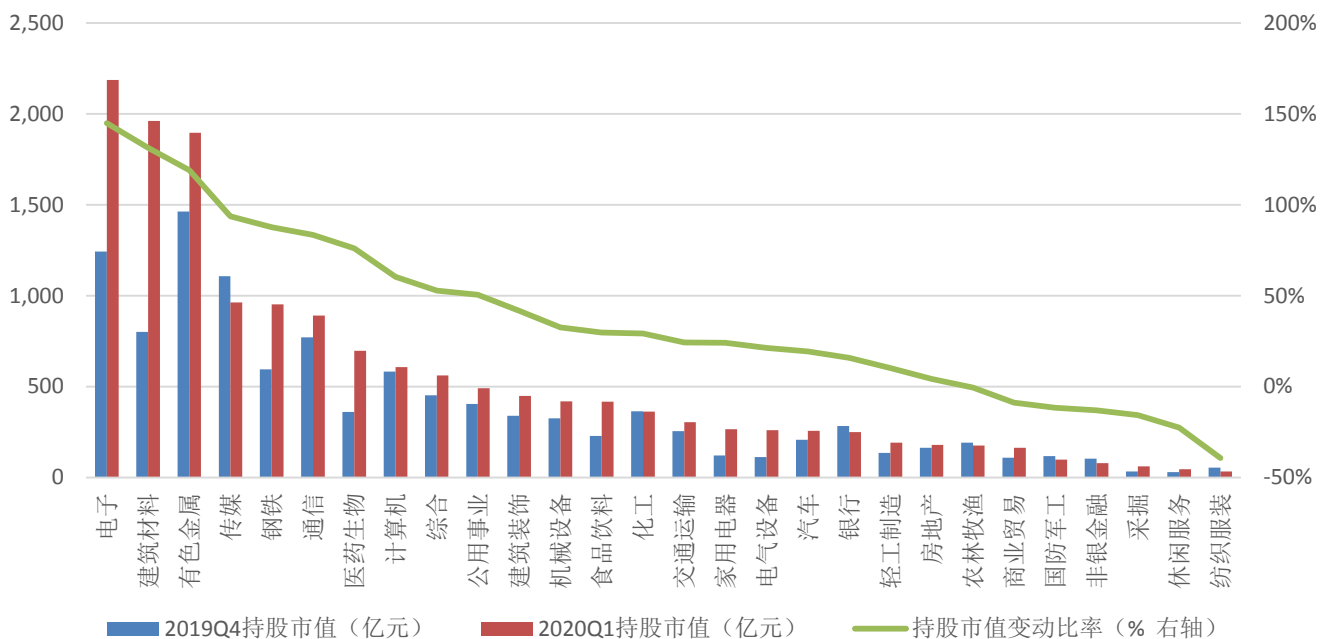
与 2019 年末相比,受疫情影响,基金持股规模出现断崖式下跌,A 股整体不容乐观。但是与 2019 年同期相比,基金持股规模长期向好态势没有变,持股结构变化不大,电子、医药生物、食品饮料仍为重点配置行业,且行业持股规模增长明显。2019 年同期基金持股规模为 10945 亿元,与 2019 年同期相比,2020 年一季度基金持股规模同比增长 4269 亿元,同比增幅 39%,增幅明显。从持股市值变动比例来看,电子、建筑材料、有色金属行业基金增值规模同比增幅较为明显,增幅均超 100%。纺织服装、休闲服务行业基金减持幅度较大,同比减少 39.31%和 22.62%。从持股市值变动来看,电子、医药生物、食品饮料行业基金持股金额增长额度排名前三,与 2019 年同期相比持股规模分别增加 1159.6 亿元、943.89 亿元和 434.14 亿元;非银金融、国防军工、休闲服务减持规模排名前三,分别减持 145.67 亿元、33.1 亿元和 23.23 亿元。整体来看,基金 A 股持股规模长期增长趋势依然没有变,与 2019 年同期相比除房地产、农林牧渔、商业贸易、国防军工、非银金融、采掘、休闲服务、纺织服装 8 个行业基金持股规模有所缩减外,其余 20 个申万一级行业基金持股规模均出现了不同程度的增长。

**表 5：2020Q1 各行业持股规模同比变动情况**

申万行业	2019Q1 持股市值 (万元)	2020Q1 持股市值 (万元)	持股变动金额 (万元)	持股变动比例 (%)
电子	8,006,522.31	19,602,564.43	11,596,042.11	144.83%
建筑材料	1,121,637.22	2,593,442.55	1,471,805.33	131.22%
有色金属	1,210,654.29	2,651,738.97	1,441,084.69	119.03%
传媒	3,596,065.77	6,962,323.41	3,366,257.64	93.61%
钢铁	325,350.58	610,655.40	285,304.82	87.69%
通信	2,276,665.03	4,174,441.87	1,897,776.83	83.36%
医药生物	12,425,071.84	21,863,974.15	9,438,902.31	75.97%
计算机	5,942,498.60	9,525,674.95	3,583,176.35	60.30%
综合	301,820.56	460,973.31	159,152.75	52.73%
公用事业	1,082,150.80	1,628,416.18	546,265.38	50.48%
建筑装饰	1,346,103.32	1,907,494.94	561,391.62	41.70%
机械设备	3,387,794.80	4,491,587.18	1,103,792.38	32.58%
食品饮料	14,617,317.71	18,958,723.11	4,341,405.40	29.70%
化工	3,244,047.78	4,191,434.92	947,387.14	29.20%
交通运输	2,068,942.81	2,569,078.12	500,135.31	24.17%
家用电器	4,518,742.81	5,607,229.06	1,088,486.24	24.09%
电气设备	4,052,889.68	4,912,322.09	859,432.41	21.21%
汽车	2,548,508.95	3,040,418.07	491,909.12	19.30%
银行	7,698,311.67	8,909,112.36	1,210,800.69	15.73%
轻工制造	1,629,079.34	1,793,843.15	164,763.81	10.11%
房地产	5,827,293.16	6,075,485.75	248,192.59	4.26%
农林牧渔	3,641,734.40	3,618,867.75	-22,866.65	-0.63%
商业贸易	1,921,762.28	1,752,143.21	-169,619.06	-8.83%
国防军工	2,833,753.83	2,502,736.85	-331,016.98	-11.68%
非银金融	11,077,074.94	9,620,366.97	-1,456,707.97	-13.15%
采掘	1,173,103.36	987,900.84	-185,202.51	-15.79%
休闲服务	1,027,038.38	794,702.66	-232,335.72	-22.62%
纺织服装	547,260.16	332,138.34	-215,121.82	-39.31%

资料来源：wind，国海证券研究所

图 19: 2020Q1 各行业持股规模同比变动情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

总体看来,2020 年一季度,受疫情影响基金对各行业板块持股总规模下跌明显,环比下降 37%;但与 2019 年同期相比,基金持股规模同比增长 39%,长期来看基金持股规模持续增长态势没有改变。伴随着疫情形势的好转和复工复产进程的不断加快,基金对各行业板块的持股规模有望恢复到疫情前的水平,并继续保持增长态势。电子、医药生物、食品饮料行业有望继续成为基金配置的重点行业,受到资金的青睐。2020 年作为 5G 重点建设元年,通信行业有望成为基金新的重点配置行业,我们持续看好通信行业在未来一段时间的发展。

## 4.2、ETF 多数行业配置比例保持正向增长

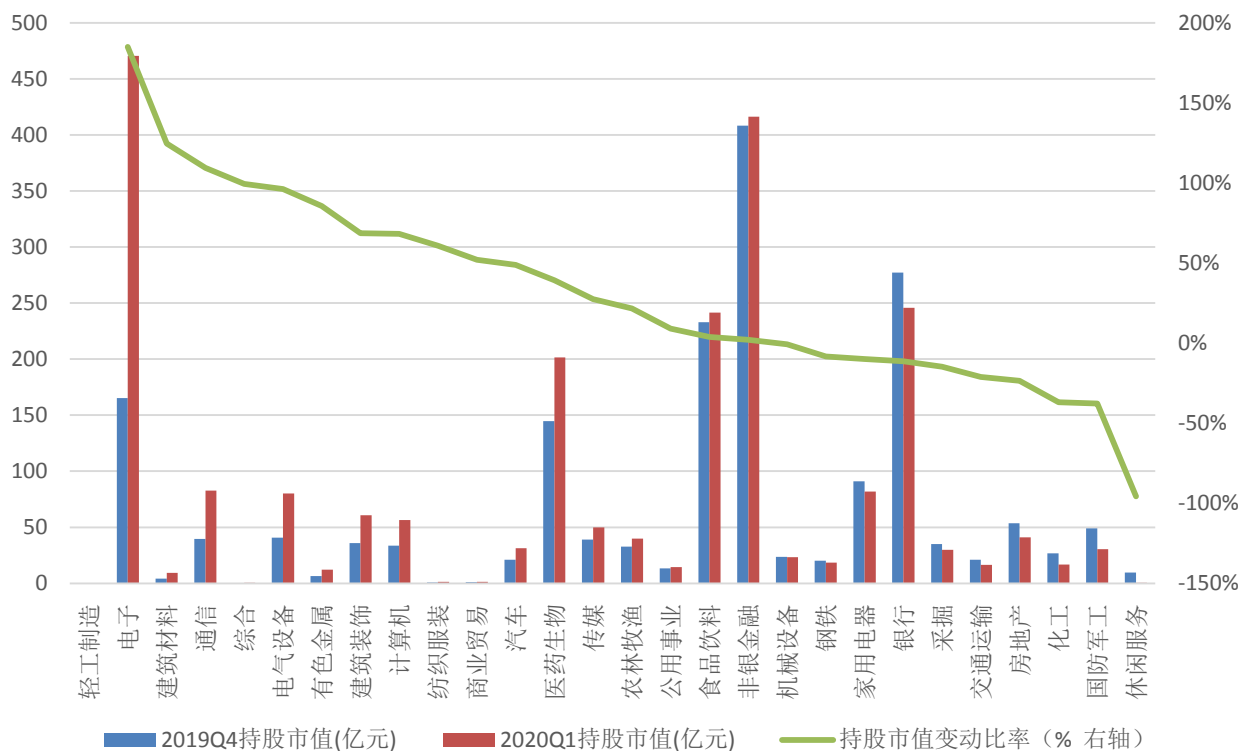
ETF 基金方面,ETF 基金重仓持股市值受疫情影响较小,在疫情期间仍维持了较高增速。从细分行业来看,除了少部分受疫情影响较大的行业,如休闲服务、商业贸易等行业外,ETF 基金对其余多数行业持股比例都保持了正向增长。截至 2020 年一季度末,ETF 基金重仓持股规模为 2275.03 亿元,上季度末为 1826.98 亿元,与上季度末相比,本季度重仓持股规模增加 448.05 亿元,同比增长 24.52%。2020 年一季度,多数行业板块持股市值增幅明显,其中,电子、建筑材料和通信行业增幅较为明显;受新冠疫情影响,2020 年一季度,ETF 基金休闲服务行业持股市值较上季度相比降幅巨大。

**表 6: 2020Q1ETF 基金对各行业持股规模环比变动情况**

申万行业分类	2020Q1 持股市值 (万元)	2019Q4 持股市值 (万元)	持仓市值变动 (万元)	持仓市值变动比例 (%)
轻工制造	1,239.55	64.06	1,175.50	1835.04%
电子	4,706,230.69	1,652,158.13	3,054,072.56	184.85%
建筑材料	91,947.25	40,941.04	51,006.22	124.58%
通信	828,000.87	395,510.56	432,490.32	109.35%
综合	4,638.18	2,326.05	2,312.13	99.40%
电气设备	801,152.01	408,416.57	392,735.44	96.16%
有色金属	120,653.58	64,991.25	55,662.33	85.65%
建筑装饰	607,382.43	360,159.83	247,222.60	68.64%
计算机	563,873.75	335,055.43	228,818.32	68.29%
纺织服装	13,783.33	8,572.35	5,210.97	60.79%
商业贸易	14,554.31	9,571.76	4,982.56	52.05%
汽车	312,655.13	210,079.85	102,575.27	48.83%
医药生物	2,014,886.80	1,447,952.92	566,933.88	39.15%
传媒	498,238.56	390,934.94	107,303.62	27.45%
农林牧渔	398,693.76	327,542.73	71,151.02	21.72%
公用事业	145,194.74	133,176.36	12,018.38	9.02%
食品饮料	2,415,465.47	2,327,854.33	87,611.15	3.76%
非银金融	4,163,268.69	4,083,037.24	80,231.45	1.96%
机械设备	233,733.71	235,659.17	-1,925.47	-0.82%
钢铁	184,539.76	201,500.33	-16,960.57	-8.42%
家用电器	817,935.87	908,744.47	-90,808.60	-9.99%
银行	2,458,355.67	2,772,772.53	-314,416.86	-11.34%
采掘	299,663.70	351,367.20	-51,703.49	-14.71%
交通运输	165,327.47	209,607.58	-44,280.11	-21.13%
房地产	410,316.36	535,991.93	-125,675.57	-23.45%
化工	168,566.28	267,559.29	-98,993.01	-37.00%
国防军工	305,874.87	491,647.09	-185,772.22	-37.79%
休闲服务	4,123.94	96,643.55	-92,519.61	-95.73%

资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 2020Q1ETF 基金对各行业持股规模环比变动情况



资料来源: wind, 国海证券研究所 (剔除轻工制造)

与 2019 年同期相比, ETF 基金重仓持股规模显著上升。2019 年同期重仓持股规模为 1265.38 亿元, 2020 年一季度较 2019 年同期相比增加 1009.65 亿元, 同比增幅 79.79%。同比看来, 2020 年一季度除少部分行业板块外, 多数板块均出现正向增长, 其中建筑材料、电子、有色金属等行业增速明显。休闲服务行业受疫情影响严重, 资金配置比例降幅较大。

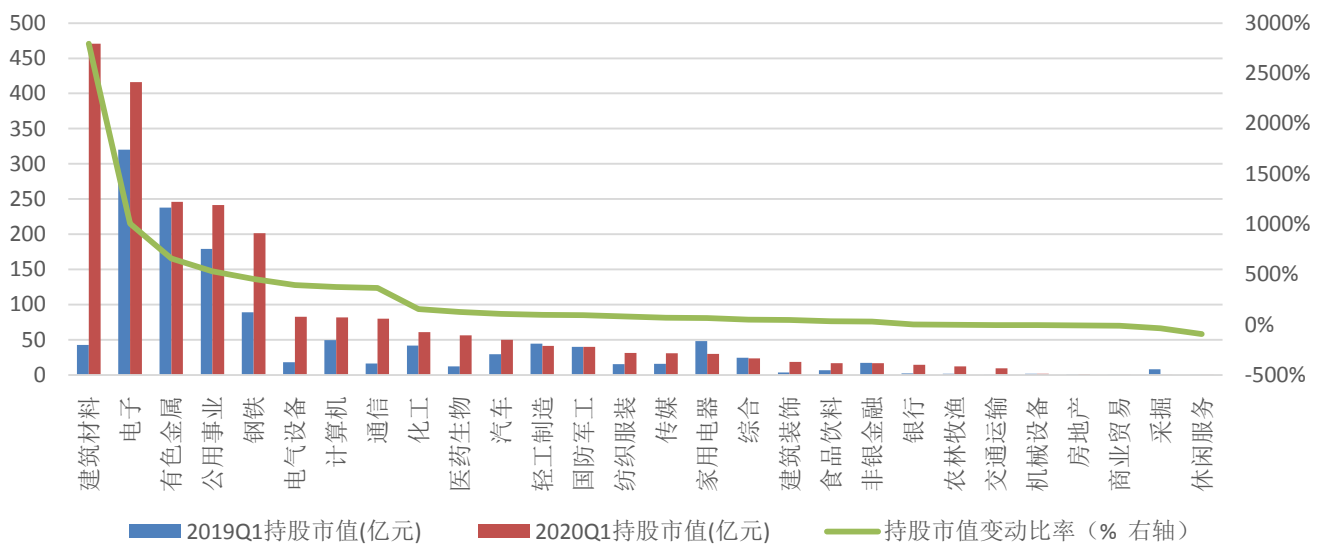
**表 7：2020Q1ETF 基金对各行业持股规模同比变动情况**

申万行业	2020Q1 持股市值 (万元)	2019Q1 持股市值 (万元)	持仓市值变动 (万元)	持仓市值变动比例 (%)
建筑材料	91,947.25	3,176.64	88,770.61	2794.48%
电子	4,706,230.69	425,258.91	4,280,971.78	1006.67%
有色金属	120,653.58	15,916.44	104,737.14	658.04%
公用事业	145,194.74	22,989.47	122,205.28	531.57%
钢铁	184,539.76	33,240.73	151,299.03	455.16%
电气设备	801,152.01	162,800.54	638,351.48	392.11%
计算机	563,873.75	118,923.51	444,950.23	374.15%
通信	828,000.87	178,119.41	649,881.46	364.86%
化工	168,566.28	65,989.87	102,576.42	155.44%
医药生物	2,014,886.80	892,156.99	1,122,729.80	125.84%
汽车	312,655.13	150,928.80	161,726.32	107.15%
轻工制造	1,239.55	628.21	611.35	97.32%
国防军工	305,874.87	158,206.75	147,668.12	93.34%
纺织服装	13,783.33	7,544.51	6,238.82	82.69%
传媒	498,238.56	294,667.91	203,570.65	69.08%
家用电器	817,935.87	493,999.58	323,936.29	65.57%
综合	4,638.18	3,083.55	1,554.63	50.42%
建筑装饰	607,382.43	417,516.19	189,866.24	45.48%
食品饮料	2,415,465.47	1,790,486.58	624,978.89	34.91%
非银金融	4,163,268.69	3,201,893.19	961,375.50	30.03%
银行	2,458,355.67	2,379,218.90	79,136.77	3.33%
农林牧渔	398,693.76	400,476.76	-1,783.00	-0.45%
交通运输	165,327.47	173,053.42	-7,725.95	-4.46%
机械设备	233,733.71	244,668.01	-10,934.30	-4.47%
房地产	410,316.36	444,606.81	-34,290.45	-7.71%
商业贸易	14,554.31	16,062.07	-1,507.75	-9.39%
采掘	299,663.70	478,932.86	-179,269.15	-37.43%
休闲服务	4,123.94	79,301.01	-75,177.08	-94.80%

资料来源：wind，国海证券研究所



图 21：2020Q1ETF 基金对各行业持股规模同比变动情况



资料来源：wind，国海证券研究所

综合来看，ETF 基金重仓持股市值受疫情影响较小，在疫情期间仍维持了较高增速。从细分行业来看，除了少部分受疫情影响较大的行业，如休闲服务、商业贸易等行业外，ETF 基金对其余多数行业持股比例都保持了正向增长。与 2019 年相比，在 2020 年一季度，ETF 基金对电子行业重仓持股市值显著增加，同比增速超 1000%，持仓同比增加额超 44 亿元，为各行业最高，电子行业成为 ETF 基金新的重仓配置行业。伴随着国内电子元器件产业的不断成熟和完善，以半导体概念为核心的电子行业有望在未来一段时间保持稳定增长态势，从 ETF 基金行业布局来看，电子行业在未来一段时间有望成为市场资金追逐热点，市场前景广阔。

## 5、行业超配

从行业超配情况来看，超配比例排名居前的行业板块与基金重点配置行业以及 ETF 基金重点追踪板块基本保持了一致，医药生物、电子、食品饮料等行业在一季度基金超配比例较高，受到基金的青睐。截至 2020 年一季度末，电子、医药生物、食品饮料、计算机、传媒和家用电器行业超配比例较高，分别达到 6.41%、6.15%、4.88%、2.04%、1.87%和 1.28%；银行、采掘、公用事业和化工行业低配比例靠前，低配比例分别达到-7.45%、-2.80%、-2.60%和-2.28%。

**表 8: 2020Q1 行业超配情况**

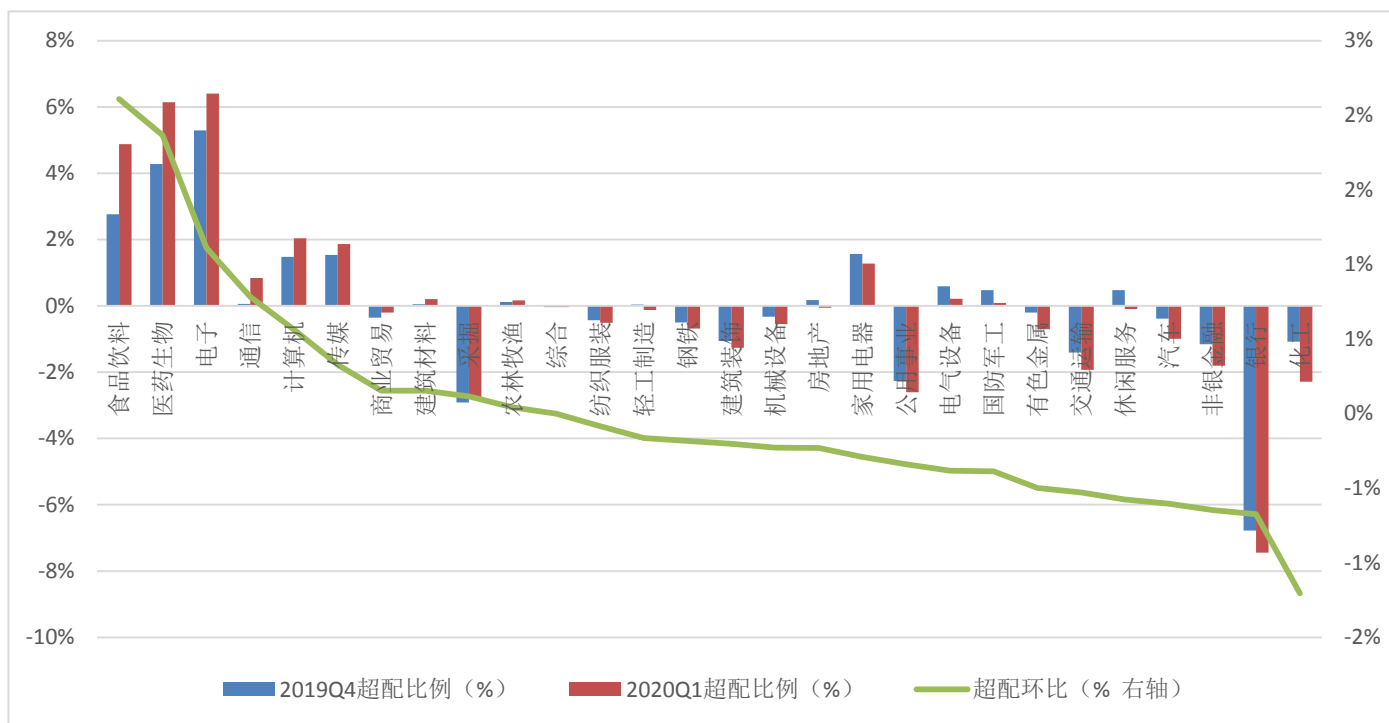
申万行业名称	2020Q1 机构持股市值 (万元)	行业超配额 (万元)	超配比例 (%)
电子	19,602,564.43	9,744,956.54	6.41%
医药生物	21,863,974.15	9,349,761.86	6.15%
食品饮料	18,958,723.11	7,418,342.46	4.88%
计算机	9,525,674.95	3,103,306.94	2.04%
传媒	6,962,323.41	2,842,579.63	1.87%
家用电器	5,607,229.06	1,947,669.50	1.28%
通信	4,174,441.87	1,276,203.84	0.84%
电气设备	4,912,322.09	322,012.65	0.21%
建筑材料	2,593,442.55	308,718.85	0.20%
农林牧渔	3,618,867.75	245,784.14	0.16%
国防军工	2,502,736.85	130,797.62	0.09%
综合	460,973.31	-64,327.77	-0.04%
房地产	6,075,485.75	-90,310.81	-0.06%
休闲服务	794,702.66	-152,858.93	-0.10%
轻工制造	1,793,843.15	-196,570.70	-0.13%
商业贸易	1,752,143.21	-309,606.05	-0.20%
纺织服装	332,138.34	-781,270.37	-0.51%
机械设备	4,491,587.18	-839,622.16	-0.55%
钢铁	610,655.40	-1,036,367.77	-0.68%
有色金属	2,651,738.97	-1,067,074.93	-0.70%
汽车	3,040,418.07	-1,509,313.30	-0.99%
建筑装饰	1,907,494.94	-1,921,536.31	-1.26%
非银金融	9,620,366.97	-2,752,716.35	-1.81%
交通运输	2,569,078.12	-2,941,206.46	-1.93%
化工	4,191,434.92	-3,475,403.19	-2.28%
公用事业	1,628,416.18	-3,963,164.21	-2.60%
采掘	987,900.84	-4,255,471.79	-2.80%
银行	8,909,112.36	-11,333,312.94	-7.45%

资料来源: wind, 国海证券研究所

从行业超配环比来看,与上季度相比,食品饮料和、医药生物、电子和通信行业在延续上季度以来基金超配的同时,本季度超配比例增幅排名靠前。较上季度相比,2020 年一季度上述行业基金超配比例有所提升,其中,食品饮料行业超配比例环比增加 2.11%;医药生物行业超配比例环比增加 1.87%;电子行业超配比例环比增加 1.11%;通信行业超配比例环比增加 0.78%,2020 年一季度,基金提升了对上述行业板块的资金配置比例。我们认为,2020 年一季度虽然市场受疫情影响较大,整体表现欠佳,在基金持股市值环比下降的情况下,上述行业受到基金的追捧,主要原因在于,一方面,食品饮料作为居民刚需性消费品,受疫情影响较小,食品饮料行业疫情期间抗风险能力较强;另一方面,2020 年作为 5G 重点建设元年,市场持续看好电子、通信行业中长期发展;除此之外,医药生物行业作为偏股基金长期重点关注行业,在 2020 年一季度疫情防控利好

以及防疫药品需求量增加影响，市场关注度有所提升。

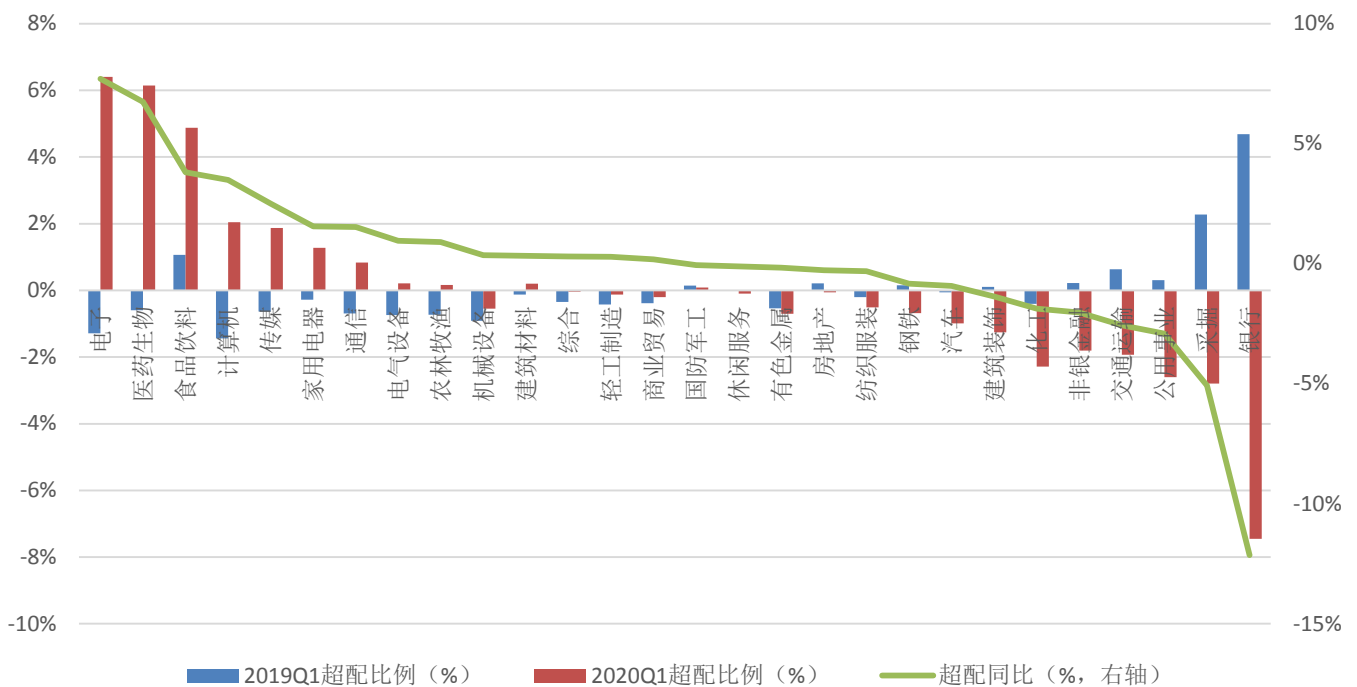
图 22: 2020Q1 行业超配环比变化



资料来源: wind, 国海证券研究所

从行业超配同比来看，与 2019 年一季度相比，电子、医药生物、食品饮料和计算机行业资金配置比例大幅增加，超配比例环比增加排名前三。其中电子行业增加 7.70%；医药生物行业增加 6.74%；食品饮料行业增加 3.81%；计算机行业增加 3.48%。

图 23: 2020Q1 行业超配同比变化



资料来源: wind, 国海证券研究所

从趋势比较和同期变化情况来看,与基金资产行业配置结构类似,2020 年一季度,电子、通信、医药生物和食品饮料行业超配比例增幅较为明显。超配结构与上季度相比变化不大,延续了食品饮料、医药生物、电子行业高超配比的结构。但与去年同期相比,电子、医药生物、食品饮料等行业超配比大幅增加的同时,银行、采掘、公用事业等行业在 2020 年一季度伴随着基金的大规模减持,已有 2019 年同期的基金超配行业变为低配行业,整体结构变化较大。医药生物行业长期以来作为基金重点配置对象,外加疫情期间防疫防疫物资大幅增加,相关医药用品企业业绩大幅上涨,基金对该行业配置比例大幅提升;伴随着 5G 时代的到来,通信、电子行业受 5G、新基建概念影响,在最近一年受到市场广泛关注,基金在过去一段时间对包括通信、电子行业在内的科技板块的资产配比稳步增加,受 5G 大规模建设利好的通信行业以及为 5G 发展提供技术支撑的包括电子、计算机在内的信息技术产业有望迎来新一轮的发展机遇。

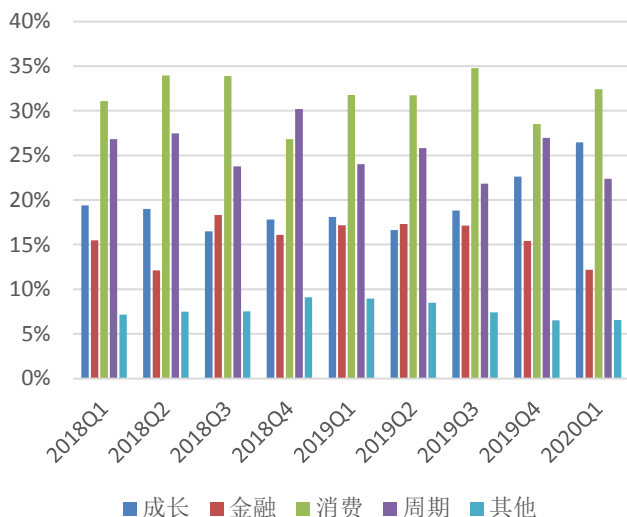
## 6、板块超配

截止 2020 年一季度末,五大板块中,基金配置的周期及金融板块比例大幅下跌。分大类板块来看,一季度公募基金在成长、金融、消费、周期和其他的持股市值占比依次为 26.46%、12.18%、32.43%、22.38%和 6.55%,与上季度相比,周期及金融板块持股市值占比明显下降,分别下降 4.57 和 3.22 个百分点,成长和消费板块持股市值占比大幅提升,分别提升 3.85 和 3.93 个百分点。对比各板块自由流通市值占比,基金超配成长、消费板块,低配金融、周期和其他板块。

一季度成长、消费板块的超配比例分别为 11.15%、11.56%,相比上季度的超配比例,成长、消费板块分别上涨 2.79、2.86 个百分点。成长板块受 5G、新基建

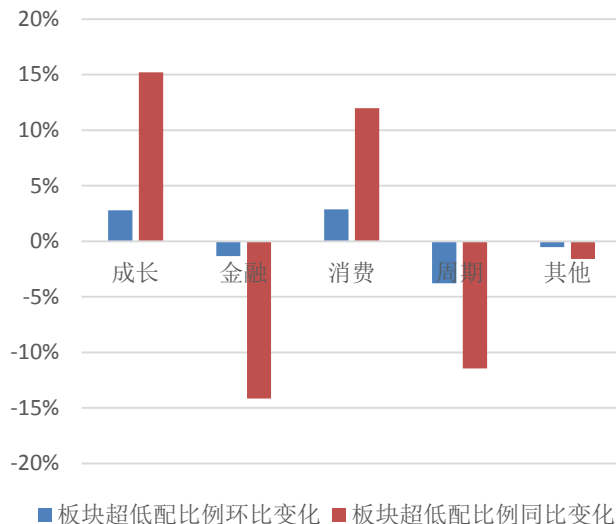
概念的影响，资产配比持续上涨；在疫情的影响下，基金对医药生物行业的配置大幅提升，进而推高消费板块的超配比例。一季度金融、周期和其他板块低配比例分别为 9.26%、10.85%、2.6%，相比上季度低配比例进一步扩大 1.32、3.80、0.53 个百分点。银行、采掘、公用事业、化工等行业在疫情期间受影响较大，金融、周期和其他板块的低配比例扩大。

图 24：各大类板块持仓占比变化



资料来源：wind，国海证券研究所

图 25：各大类板块一季度超低配比例同环比变化



资料来源：wind，国海证券研究所

## 7、策略观点

总体看来，2020 年一季度，除了医药、食品、电子、通讯等成长和消费板块呈现相对的抗跌性以外，周期性、金融板块均呈现相当幅度的下调。疫情对基金持股造成一定的负面影响，资金配置环比下降十分明显。但随着基金总规模的持续扩张，权益资产的配置额度同比依然呈现上涨态势。

今年在疫情及中美贸易战反复的冲击下，经济基本面严重受挫，经济全面复苏尚需时日。宏观上，国内逆调控政策可持续，海外的刺激政策也存在也存在加码空间。流动性宽松和低利率环境是中长期牛市的基础，中长期看流动性整体宽松可持续，国内外的低利率大环境，有利于资金流向股市。

总体看来，我们认为 2020 年后三个季度随着各项回稳政策的落实，企业逐渐恢复正常经营，盈利增速将逐渐回升，未来一段时间指数将震荡上行。根据基金资产配置情况来看，看好科技、消费、医药、农业等板块。考虑到中美贸易冲突影响的风险偏好降低的情况，短期板块可适当增配核心资产，军工和稀土等板块。

## 8、风险提示

疫情失控的风险；政策不确定的风险；经济复苏不及预期的风险；中美贸易战加剧。

## 【策略研究小组介绍】

李浩，工商管理硕士，十年钢铁行业工作经验，七年钢铁市场研究经验，曾就职武钢股份。目前从事 A 股策略研究。  
纪翔，中科院工商管理硕士，东北财经大学经济学学士。曾从事黄金、钢铁板块研究，目前从事 A 股策略研究。

## 【分析师承诺】

纪翔、李浩，本人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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

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

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

## 【风险提示】

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



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

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

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