2021 年 02 月 18 日

中小市值的现象与本质

——投资策略专题

策略研究团队

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

王况炜（联系人）
wangkuangwei@kysec.cn
证书编号：S0790120040033

梅锴（联系人）
meikai@kysec.cn
证书编号：S0790120070044

● **抱团背后的投资理念是寻找所谓“中小市值”机遇的线索**

投资者开始将眼光投向“大盘成长”外寻求机遇。但如果单以中小市值为鉴定标准，无异于缘木求鱼。投资是主观映照客观的过程，“抱团”其实可能反映的是投资理念和客观环境共同变化的结合。当下宏观环境正在发生转变：通胀预期回升、利率上行对 DCF 估值方法下的分母端正在带来压力，而全球经济复苏过程中制造业投资和出口出现了更多维度的景气回升。而理解过去投资理念的形成与变化，成为探寻未来机遇的出发点，结合前述基本面的变化我们将得到最终的答案——这才是挖掘所谓“中小市值”机遇的关键。

● **生活在“经验”里：大市值、大营收因何被“抱团”**

我们以北上资金和主动偏股型基金共同重仓的股票作为被“抱团”的对象进行研究，找到“抱团股”的特征重要性排序为：**市值>营收>ROE>当年预期的净利润增速>历史净利润增速>ROE 稳定性。**选择“大市值”和“大营收”的股票，背后有两个相互串联的线索：（1）**降低研究成本、最大限度利用现成资源**：五年间机构变得越来越愿意去覆盖大市值的股票，减少对小市值股票的研究资源投入，其结果就是研究资源同样集中于头部，这与买方持仓形成了投资产业链的正向循环。**（2）买卖方机构如此选择的背后是：“大”更有可能“穿越周期”，即盈利的长期稳定性和业绩兑现的“胜率”较高。这是存量经济时代形成的结果。**

● **从两个路径寻觅沧海遗珠**

在上述的两个线索的背后，都隐藏着待挖掘的机会：**第一点，覆盖少、关注少的公司中也存在基本面财务指标满足投资者要求的“好标的”。**我们构建了“关注度”和“认可度”指标，并寻找两类标的：（1）关注度足够高，而认可度不高的标的，价值的发现具备“高赔率”但胜率需要等待基本面信号；（2）认可度足够高，但关注度不足，意味着已经有部分投资者给予定价，是胜率更高的方向。**第二点，在中观景气程度较高的情形下，并非“龙头”的公司在当期盈利兑现的概率和兑现幅度也可能很高，然而在“以大为美”的价值观下可能被忽略。**以 2020 年度业绩预告的数据来看，在电气设备、机械设备、化工、农林牧渔、食品饮料中，出现营收规模前五的“龙头”与尾部的盈利增速差收敛的情形，更进一步的，医药生物、电子行业已经实现“小”比“大”好。我们筛选所在的三级行业中个股的业绩增速与“龙头”的差距在缩小或优势仍在扩大。

● **切勿冒进，交易结构是重要考量**

A 股过去一年的价格变化并非单纯基本面可以解释，在挖掘未来机遇中交易结构影响本身也应该纳入考量。公募基金的头部化趋势被认为是“大市值”偏好的重要原因，那中型规模及以下基金的偏好可以被理解为不受市值影响的“对照组”，为我们两条路径下的挖掘标的提升了更高的置信度；对于规模以上基金未重仓但持有流通市值也高于小型基金的个股，短期内需要重点考虑交易结构，规避由于流动性带来的“卖出风险”。最终，我们给出了中小市值的“沧海遗珠”组合。

● **风险提示：**行业景气度不及预期，统计误差

相关研究报告

《投资策略周报-新年也要开新局》-2021.2.17

《投资策略专题-没有合力的市场——资金跟踪系列之四》-2021.2.16

《风格洞察与性价比追踪系列（一）-价值正在归来》-2021.2.15

目 录

1、 抱团的本质 3
1.1、 关键词：“以大为美”、“自下而上” 3
1.2、 “抱团”最看中两点：大市值、大营收 5
2、 从两个路径寻觅沧海遗珠 7
2.1、 挖掘路径一：关注度与认可度的权衡 9
2.2、 挖掘路径二：景气度的逆袭 11
3、 准备进攻，不忘防守 15
4、 风险提示 20

图表目录

图 1： 北上资金在白酒板块的仓位在 2019 年 Q1 前不断提升，之后浮盈上升的同时“有序撤退” 3
图 2： 国内主动偏股基金从 2016 年末起跟随北上资金快速提高白酒板块超配比例，2019Q1 后仍继续提升 3
图 3： “茅指数”涵盖了各细分领域中的“龙头” 4
图 4： “抱团股”的特征汇总至行业层面 5
图 5： 自 2016 年 12 月前存续至今的股票共 2959 只，机构覆盖数的“贫富差距”在拉大 6
图 6： 基金持仓的“基尼系数”也在不断扩大 7
图 7： 2020Q4 与 2020Q3 基金前 300 重仓股的市值排名分布对比 8
图 8： 大盘相对于中盘和小盘的业绩增速优势在 2020 年三季度开始收敛，四季度持续 8
图 9： 大盘相对于中盘的估值差在 2020 年四季度开始拉大 8
图 10： 医药生物、电子中其他公司盈利增速已经超过“龙头”，而电气设备、机械设备、化工、农林牧渔、食品饮料中差距在缩小 12

表 1： 机构覆盖越来越偏向于大市值的股票 7
表 2： 关注度高、认可度低、但基本面财务指标好于抱团股均值的 17 只股票 9
表 3： 关注度低、认可度高、且基本面财务指标好于抱团股均值的 61 只股票 10
表 4： 三级行业上的“龙头标准”——归母净利润增速（累计） 12
表 5： 在上述 7 个一个行业中，共 64 只个股业绩增速所属三级行业的“龙头”差距缩小，或相对于龙头的优势仍在扩大。 13
表 6： 挖掘途径一：关注高、认可低的个股，交易结构情况及开源行业观点概览 16
表 7： 挖掘途径一：关注低、认可高的个股，交易结构情况及开源行业观点概览 16
表 8： 挖掘途径二：细分赛道中与“龙头”差距缩小或优势扩大的个股，交易结构情况及开源行业观点概览 18

1、 抱团的本质

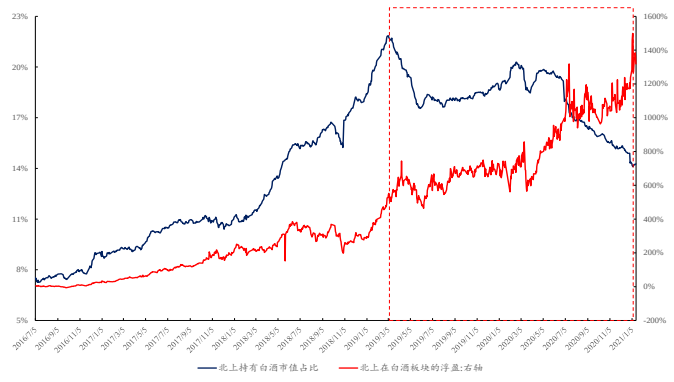
2020 年下半年开始，“抱团”的讨论逐渐兴起，越来越多的投资者开始重新思考甚至批判“抱团”。实际上，“抱团”本身并没有任何错误，它反映的是市场价值观的不断趋同，真正的担忧在于趋势交易者挤出最初的价值发现者，从而使得这些集聚了市场大部分资金的标的面临不稳定的交易结构。本篇报告，希望能够更加立体地描述“抱团”现象背后真正的“价值观”是什么，是怎样的因素促成了最初的价值发现和后续价值观的传播，面临当前的环境，还可以进行价值发现的领域在哪里。

1.1、 关键词：“以大为美”、“自下而上”

在 2016-2017 年，市场逐渐形成了“以大为美”的价值观，“龙头白马”的行情成为了这一轮牛市的标志。每一次新的价值观的形成，都由当时不同的历史背景、宏观环境、政策指向所触发。复盘来看，经历过 2015 年市场的大起大落之后，许多依靠外延增长的公司开始暴露出其无法兑现业绩承诺的现实窘境，“商誉减值”一度成为创业板的一大雷区，使市场开始对“中小市值”的认知蒙上一层阴影，而进入 **2016 年之后，供给侧改革开启了“存量经济”时代下的淘汰，集中度提升、龙头淘汰抢占市场份额、马太效应成为了最被市场认可的逻辑。**

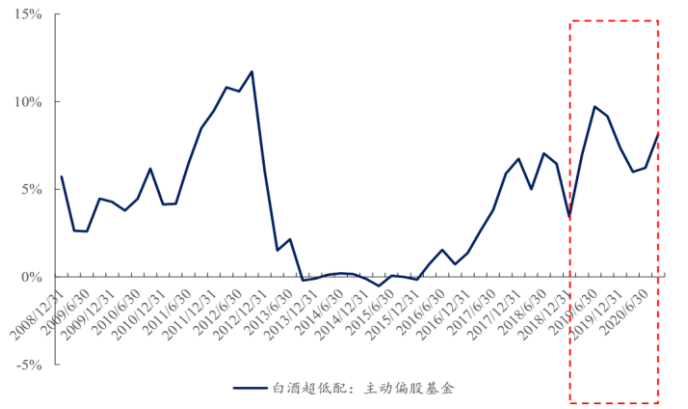
2016 年末深港通正式开通，外资大举进入中国市场，他们加强了“以大为美”的价值观的同时，又带来了“赛道型”的选股思路。这些被称为“聪明钱”的北上投资者自下而上、深入认识某一赛道的发展和空间的投资风格也深刻影响了 A 股整体的风格，他们进行了细分领域的价值发现，对具有稳定成长特征的“龙头股”以 DCF 方法进行估值，最典型的就是持续买入白酒板块，重塑了市场对白酒这一赛道的认知。**此后，类比于 20 世纪 70 年代的美国“漂亮 50”行情，中国 A 股市场有了颇具本土特色的“茅指数”，入选标的均为各个被广泛认可的赛道的龙头。**这种“优选赛道”、赛道中“以大为美”的价值观顺利地被大部分的投资者接受、实践，最后的结果就是“龙头”估值溢价高企，当面临贴现率上行时，就出现了对于估值溢价的疑问和讨论。

图1：北上资金在白酒板块的仓位在 2019 年 Q1 前不断提升，之后浮盈上升的同时“有序撤退”



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：国内主动偏股基金从 2016 年末起跟随北上资金快速提高白酒板块超配比例，2019Q1 后仍继续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：“茅指数”涵盖了各细分领域中的“龙头”

证券代码	证券简称	细分行业	营收排名		
			一级行业	二级行业	三级行业
300124.SZ	汇川技术	电气设备--电气自动化设备--工控自动化	31	3	1
300014.SZ	亿纬锂能	电气设备--电源设备--储能设备	40	19	4
300750.SZ	宁德时代	电气设备--电源设备--储能设备	2	2	1
601012.SH	隆基股份	电气设备--电源设备--光伏设备	8	6	2
603501.SH	韦尔股份	电子--半导体--集成电路	29	4	4
688981.SH	中芯国际-U	电子--半导体--集成电路	21	2	2
002475.SZ	立讯精密	电子--电子制造Ⅱ--电子零部件制造	6	2	1
002241.SZ	歌尔股份	电子--电子制造Ⅱ--电子系统组装	11	6	3
002415.SZ	海康威视	电子--电子制造Ⅱ--电子系统组装	7	3	2
601318.SH	中国平安	非银金融--保险Ⅱ--保险Ⅲ	1	1	1
300059.SZ	东方财富	非银金融--证券Ⅱ--证券Ⅲ	64	42	42
600900.SH	长江电力	公用事业--电力--水电	7	7	1
600309.SH	万华化学	化工--化学制品--聚氨酯	7	1	1
601100.SH	恒立液压	机械设备--通用机械--机械基础件	38	6	2
600031.SH	三一重工	机械设备--专用设备--工程机械	3	1	1
688111.SH	金山办公	计算机--计算机应用--软件开发	87	72	28
600690.SH	海尔智家	家用电器--白色家电--冰箱	2	2	1
000333.SZ	美的集团	家用电器--白色家电--空调	1	1	1
000651.SZ	格力电器	家用电器--白色家电--空调	3	3	2
002271.SZ	东方雨虹	建筑材料--其他建材Ⅱ--其他建材Ⅲ	6	2	2
600585.SH	海螺水泥	建筑材料--水泥制造Ⅱ--水泥制造Ⅲ	1	1	1
002352.SZ	顺丰控股	交通运输--物流Ⅱ--物流Ⅲ	8	4	4
002714.SZ	牧原股份	农林牧渔--畜禽养殖Ⅱ--畜禽养殖Ⅲ	6	2	2
300999.SZ	金龙鱼	农林牧渔--农产品加工--粮油加工	1	1	1
002594.SZ	比亚迪	汽车--汽车整车--乘用车	5	2	2
603899.SH	晨光文具	轻工制造--家用轻工--文娱用品	7	3	1
600887.SH	伊利股份	食品饮料--食品加工--乳品	1	1	1
603288.SH	海天味业	食品饮料--食品加工--调味发酵品	9	5	1
000568.SZ	泸州老窖	食品饮料--饮料制造--白酒	11	5	4
000858.SZ	五粮液	食品饮料--饮料制造--白酒	4	2	2
600519.SH	贵州茅台	食品饮料--饮料制造--白酒	2	1	1
601888.SH	中国中免	休闲服务--旅游综合Ⅱ--旅游综合Ⅲ	1	1	1
600276.SH	恒瑞医药	医药生物--化学制药--化学制剂	15	2	2
000661.SZ	长春高新	医药生物--生物制品Ⅱ--生物制品Ⅲ	56	5	5
300122.SZ	智飞生物	医药生物--生物制品Ⅱ--生物制品Ⅲ	39	3	3
300015.SZ	爱尔眼科	医药生物--医疗服务Ⅱ--医疗服务Ⅲ	42	2	2
600763.SH	通策医疗	医药生物--医疗服务Ⅱ--医疗服务Ⅲ	155	9	9
603259.SH	药明康德	医药生物--医疗服务Ⅱ--医疗服务Ⅲ	29	1	1
300760.SZ	迈瑞医疗	医药生物--医疗器械Ⅱ--医疗器械Ⅲ	21	1	1
600436.SH	片仔癀	医药生物--中药Ⅱ--中药Ⅲ	65	15	15
600036.SH	招商银行	银行--银行Ⅱ--银行Ⅲ	6	6	6

资料来源：Wind、开源证券研究所

面对“大盘成长”的高估，近期对中小市值的讨论越来越多，**但和“茅指数”只是一个表征一样，“市值”也只是价值观实践的结果，选“中小市值”不是目的，而是去寻找“忽略的优质标的”。**当前面临的情况是：宏观货币信用环境继续宽松的可能性较小，而利率上行的概率更高，对 DCF 估值方法下的分母端贴现率造成压力，这造成的结果就是在既定的原有价值观框架下，配置也需要有所转变；另一方面，此

次信用周期分析框架不能以过去十年的经验来判断，制造业投资和出口出现了新的动能，意味着即使房地产和基建有所回落，经济依然不弱，这就又带来了价值观更新的契机——对“赛道”的认知可能会有所变化。**因此，我们首先需要做的是认识当前市场上所推崇的“价值观”是怎样的，其次才去寻找视野盲区中的机会。**

1.2、 “抱团”最看中两点：大市值、大营收

我们以北上资金和主动偏股型基金共同重仓的股票作为被“抱团”的对象进行研究，不论是以 PE 这样的相对估值法还是以 DCF 这样的绝对估值法，重要的参数都无外乎盈利的水平和盈利的增长，因此我们从五个财务指标出发对“抱团股”的基本面进行描述：营收、历史净利润增速、当期预测净利润增速、历史 ROE 均值、ROE 稳定性，同时再加上市场因素——自由流通市值，希望找到“抱团股”所具有的共同特征。具体的做法是：我们对“抱团股”在所在行业中的这几项指标进行排序，排序越小则代表越好，再将“抱团股”的排名汇总至一级行业层面（取均值），结果是：**（1）纵向比较，越被认可的行业（重仓股入选越多），对上述指标的要求越低，**典型的是医药生物、电子、化工、电气设备、机械设备、计算机和汽车。对基本面要求很严格的行业是：综合、钢铁、银行、休闲服务、建筑材料、房地产；（2）横向比较，基本面财务指标中，**营收>ROE>当年预期的净利润增速>历史净利润增速>ROE 稳定性，当然，市值仍然比上述因子都要重要。**

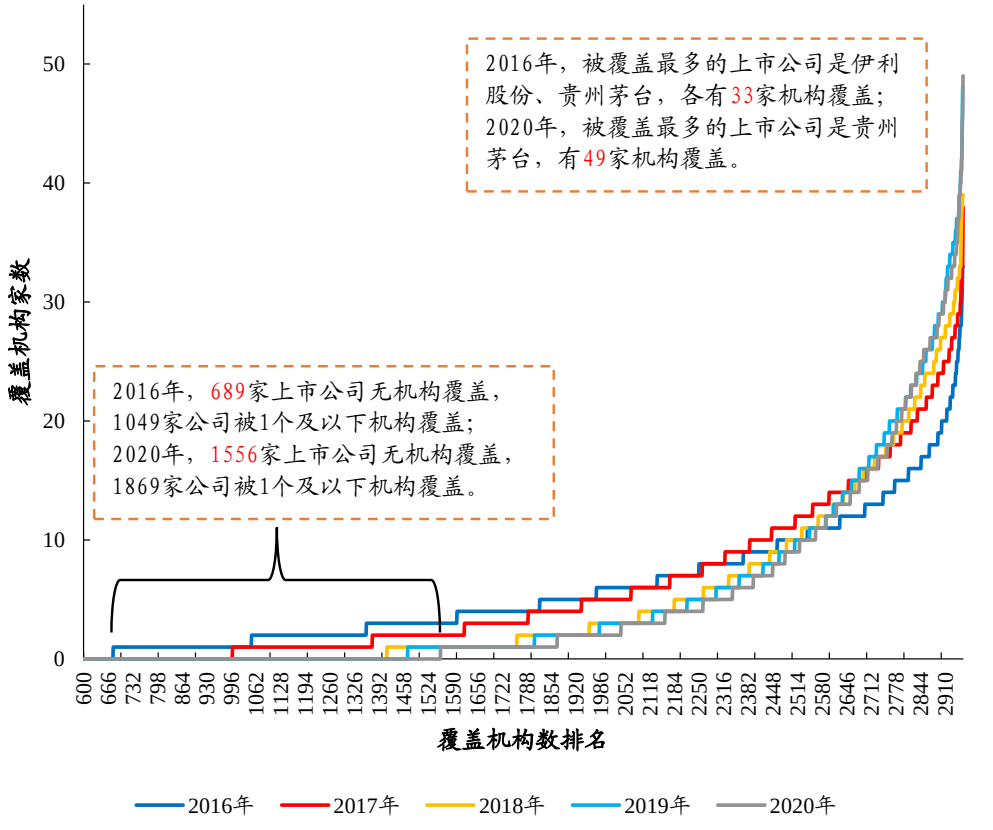
图4： “抱团股”的特征汇总至行业层面

一级行业								
	入选家数	市值规模	营收规模	历史净利润增	当期净利润增速	ROE平均值	ROE稳定性	最看重
医药生物	36	37.4	110.8	111.9	72.1	91.2	134.4	当期净利润增速
食品饮料	21	13.7	26.7	33.0	45.6	33.7	38.5	营收规模
电子	20	24.3	69.3	114.9	84.8	105.6	115.2	营收规模
化工	20	18.2	67.4	123.9	182.9	89.3	155.8	营收规模
电气设备	16	13.1	35.6	70.0	50.3	46.3	96.6	营收规模
机械设备	13	16.5	85.9	97.2	75.7	103.0	159.0	当期净利润增速
计算机	12	17.7	45.4	91.5	114.5	102.3	83.3	营收规模
汽车	9	12.1	26.2	85.8	78.4	67.6	89.2	营收规模
轻工制造	9	18.1	14.9	54.8	59.8	25.0	29.3	营收规模
传媒	8	11.4	27.8	61.1	33.5	29.0	58.5	营收规模
家用电器	8	11.3	16.3	17.9	29.4	13.3	15.0	ROE平均值
房地产	6	9.7	14.3	27.7	16.2	29.2	40.2	营收规模
建筑材料	6	9.7	21.7	43.0	13.2	19.2	13.8	当期净利润增速
交通运输	6	15.7	37.8	39.5	57.7	35.0	53.3	ROE平均值
农林牧渔	6	11.2	24.8	36.3	29.0	17.3	27.0	ROE平均值
国防军工	5	6.0	8.0	31.2	24.0	29.2	24.2	营收规模
休闲服务	5	3.2	5.4	10.0	18.4	9.6	4.6	ROE稳定性
有色金属	5	14.0	40.0	85.8	15.8	51.6	62.6	当期净利润增速
非银金融	3	2.3	23.0	10.0	57.0	13.7	24.3	历史净利润增速
纺织服装	2	17.5	4.5	35.0	48.0	15.5	44.5	营收规模
建筑装饰	2	13.0	31.5	40.5	36.0	89.0	96.5	营收规模
银行	2	5.5	15.5	12.0	12.0	17.0	15.0	历史净利润增速
采掘	1	2.0	2.0	41.0	50.0	13.0	3.0	营收规模
钢铁	1	3.0	6.0	1.0	10.0	12.0	13.0	历史净利润增速
商业贸易	1	3.0	55.0	11.0	6.0	4.0	77.0	ROE平均值
通信	1	5.0	33.0	19.0	41.0	4.0	25.0	ROE平均值
综合	1	1.0	8.0	2.0	6.0	10.0	6.0	历史净利润增速
总计	225	18.0	50.5	74.1	67.9	61.1	84.9	营收规模

资料来源：Wind、开源证券研究所

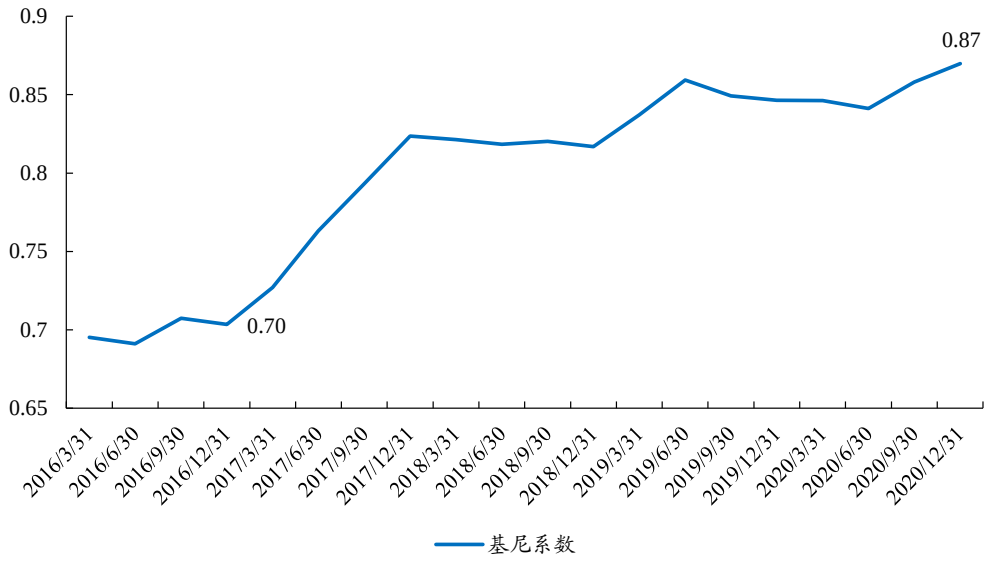
选择“大市值”和“大营收”的股票，可能有两点原因：**（1）降低研究成本、最大限度利用现成资源，目前，**全 A 股共 4192 支股票，但其中被分析师覆盖的股票仅不足一半（2074 支），且被 3 家及以上机构覆盖的股票仅 1347 支，一方面，分析师集中精力对覆盖领域中精选的个股进行深入研究，本身就决定了不可能面面俱到，另一方面，越多机构覆盖的公司，可得信息就越充分，越能引起投资者的注意，而投资者的偏好又会进一步加强分析师对某一领域的覆盖，形成了循环。我们统计了从 2016 年 12 月（深股通启动前）存续至今的股票的机构覆盖数量，**从 2016 年到 2020 年，发生的变化是：覆盖少或无机构覆盖的股票变多了，而覆盖多的股票上的机构覆盖家数在增多，说明市场的研究开始向头部集中。**交易行为进一步促进了研究资源的分化，我们发现公募基金在股票上的持仓分化也越来越大，基尼系数由 2016 年末的 0.7 到了 2020 年末的 0.87。另外，我们以机构覆盖数和股票在当年的区间平均总市值来做散点图，从线性回归结果也发现，**机构覆盖数与市值成正比的规律越来越显著，且参数也在变大，五年间机构变得越来越愿意去覆盖大市值的股票，减少对小市值股票的研究资源投入。**

图5：自 2016 年 12 月前存续至今的股票共 2959 只，机构覆盖数的“贫富差距”在拉大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：基金持仓的“基尼系数”也在不断扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：机构覆盖越来越偏向于大市值的股票

以股票区间市值排名对当年机构覆盖数（家）回归					
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
参数	0.0028	0.0040	0.0046	0.0051	0.0051
R 方	0.2106	0.2771	0.3191	0.3377	0.3499

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：排名为升序，排名越大，市值越大。

（2）另一个偏好“大市值、大营收”的理由是：在 1.1 中我们回顾了“以大为美”的形成历史，“大”可能被认为意味着：**一是好的公司治理；二是较强的议价能力；三是规模优势和集中度提升，所谓“穿越周期”，实际上就是盈利的兑现概率和兑现程度。**

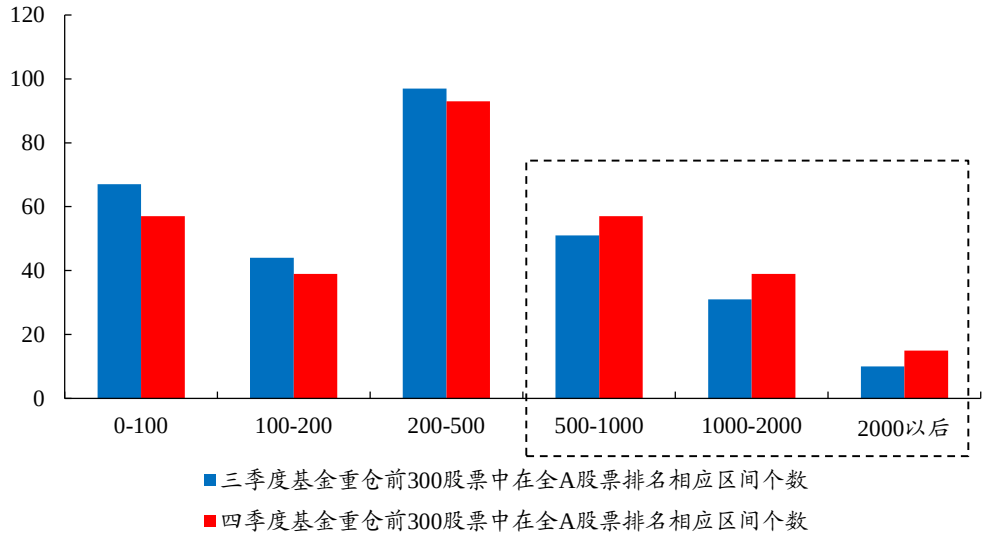
2、 从两个路径寻觅沧海遗珠

在上述的两个抱团“大盘股”、“龙头股”的原因背后，都隐藏着待挖掘的机会：

第一点，覆盖少、关注少的公司中也存在基本面财务指标满足投资者要求的“好标的”，降低研究成本因此选择被覆盖更多的“大盘股”和“龙头股”，就意味着投资者可能天然忽视了覆盖少、关注少的公司。一方面，面临贴现率上行对估值的压力，一些投资者已经在选择“调仓退守”，我们在 2 月 7 日当周的策略周报《防守也要“体面”》中写道茅指数内部分化，涨少跌多，在龙头溢价已较高的情况下，投资者选择退守更加熟悉的领域，另一方面，**进入四季度，在大盘成长已经比较昂贵的情况下，部分公募基金已经在积极挖掘中小市值的机会，**这些公司中可能存在着与被广泛认可的“大盘”、“龙头”相似甚至更佳的基本面特征。以 2020Q4 和 2020Q3 的公募基金重仓股名单进行对比，2020Q4 的公募基金前 300 重仓股中，市值排名（降序）在全 A 500 名以后的公司数增多，在 500-1000 名、1000-2000 名、2000 名以后这三个区间分布中，比 2020Q3 的股票个数分别增加了 6 只（+12%）、8 只（+26%）、5 只

（+50%）。

图7：2020Q4 与 2020Q3 基金前 300 重仓股的市值排名分布对比

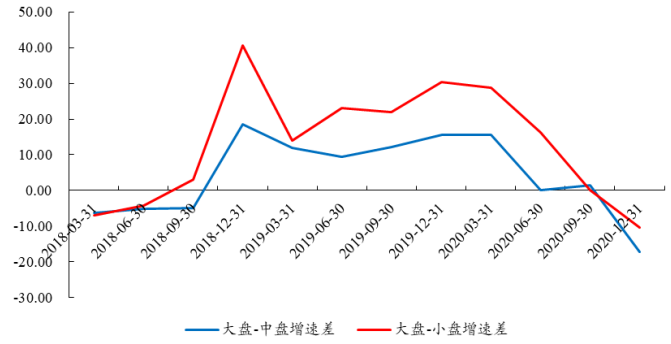


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：排名为降序，排名越靠后代表市值越小

第二点，大规模的“龙头”可能对应的是大概率的业绩兑现，但在中观景气程度较高的情形下，并非“龙头”的公司在当期盈利兑现的概率和兑现幅度也可能很高，然而在“以大为美”的价值观下可能被忽略。简单以市值的“大、中、小”来做一个分类，我们就能发现“大盘”并不是理所应当就比其他两类股票业绩优异：大盘自 2018 年三季度至 2020 年二季度，确实业绩增速均好于中盘和小盘，但从 2020 年二季度开始增速差收敛，至 2020 年三季度时已经被小盘反超，至 2020 年四季度被中盘、小盘双双反超，但在这样的情形下，大盘股相对于中盘股的估值差却在四季度开始拉大，近期也在持续扩大。

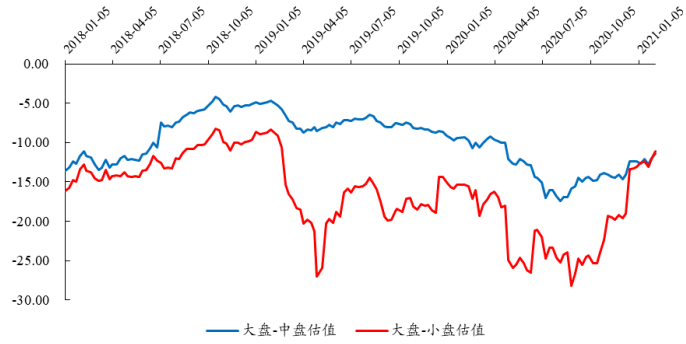
图8：大盘相对于中盘和小盘的业绩增速优势在 2020 年三季度开始收敛，四季度持续



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：大盘、中盘、小盘均以巨潮指数定义为准

图9：大盘相对于中盘的估值差在 2020 年四季度开始拉大



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：大盘、中盘、小盘均以巨潮指数定义为准

2.1、 挖掘路径一：关注度与认可度的权衡

沿着上文的第一条思路，在市场“抱团”之外，还有一些基本面与“抱团股”一致或者更优秀的公司没有得到定价，**背后的原因可能是覆盖不多，从而接触到这只股票的投资者较少，另一个原因则是覆盖足够，但价值还没有得到认可。**我们分别构建了“关注度”和“认可度”指标，“关注度”指标由分析师覆盖数的排名和成交量占自由流通股本的比值的排名构成，取两者之间的最小值；“认可度”由市盈率历史分位数的排名和近半年涨跌幅排名构成，取两者中的最大值。分别计算了中盘成长、中盘价值、小盘成长、小盘价值四个指数的成分股对应的上述两个衡量尺度，并寻找两类标的：**（1）关注度足够高，而认可度不高的标的，价值的重估需要等待基本面更多的验证信号；（2）认可度足够高，但关注度不足，意味着已经有部分投资者开始给予定价，是值得挖掘和验证的方向。**

除此之外，如果这些股票的基本面特征与现在的“抱团股”类似甚至更好，那么就值得花精力去对这些没有被充分研究、定价的股票进行了解，因此我们计算了上述两类标的的四个基本面财务指标的排序：历史净利润增速、当期预测净利润增速、历史 ROE 均值、ROE 稳定性，并要求好于“抱团股”的均值（见图 3），最后筛选出如下个股：

表2：关注度高、认可度低、但基本面财务指标好于抱团股均值的 17 只股票

关注高，认可低				
证券代码	证券简称	行业	自由流通市值（亿）	最新市盈率历史分位数
300770.SZ	新媒股份	传媒	55.79	0.68
002127.SZ	南极电商	商业贸易	178.34	2.85
002624.SZ	完美世界	传媒	279.01	16.86
002075.SZ	沙钢股份	钢铁	138.94	31.31
300815.SZ	玉禾田	公用事业	30.08	1.97
000975.SZ	银泰黄金	有色金属	162.67	2.75
000672.SZ	上峰水泥	建筑材料	55.05	6.33
000877.SZ	天山股份	建筑材料	77.95	7.97
002511.SZ	中顺洁柔	轻工制造	154.92	51.67
603719.SH	良品铺子	食品饮料	24.52	42.65
300502.SZ	新易盛	通信	98.69	1.33
300383.SZ	光环新网	通信	190.58	1.87
300308.SZ	中际旭创	通信	229.51	29.05
000656.SZ	金科股份	房地产	224.28	0.02
000723.SZ	美锦能源	采掘	144.52	57.01
601860.SH	紫金银行	银行	67.05	0.88
002839.SZ	张家港行	银行	76.95	6.19

资料来源：Wind、开源证券研究所

注：筛选的样本空间为中盘成长、中盘价值、小盘成长、小盘价值指数成分，自由流通市值对应为 2 月 10 日收盘价

表3：关注度低、认可度高、且基本面财务指标好于抱团股均值的 61 只股票

关注低，认可度高				
证券代码	证券简称	行业	自由流通市值（亿）	最新市盈率历史分位数
600339.SH	中油工程	采掘	39.74	2.96
600188.SH	兖州煤业	采掘	60.61	4.75
600348.SH	阳泉煤业	采掘	46.19	17.43
600395.SH	盘江股份	采掘	34.34	18.06
600740.SH	山西焦化	采掘	50.99	25.79
000629.SZ	攀钢钒钛	采掘	69.55	89.34
300418.SZ	昆仑万维	传媒	142.69	1.90
002624.SZ	完美世界	传媒	279.01	42.11
603444.SH	吉比特	传媒	141.52	55.46
603888.SH	新华网	传媒	33.33	82.60
603489.SH	八方股份	电气设备	72.94	99.35
000671.SZ	阳光城	房地产	115.68	0.11
600064.SH	南京高科	房地产	77.60	0.14
000517.SZ	荣安地产	房地产	14.62	0.18
600376.SH	首开股份	房地产	67.66	20.59
600782.SH	新钢股份	钢铁	78.86	9.41
000778.SZ	新兴铸管	钢铁	84.24	10.18
000932.SZ	华菱钢铁	钢铁	140.80	10.92
000717.SZ	韶钢松山	钢铁	46.58	17.17
002110.SZ	三钢闽光	钢铁	61.69	20.01
601003.SH	柳钢股份	钢铁	25.20	24.18
000959.SZ	首钢股份	钢铁	25.41	34.94
600808.SH	马钢股份	钢铁	58.73	38.18
601005.SH	重庆钢铁	钢铁	86.08	46.57
000898.SZ	鞍钢股份	钢铁	59.49	50.80
600022.SH	山东钢铁	钢铁	70.44	61.83
600126.SH	杭钢股份	钢铁	66.47	63.94
600307.SH	酒钢宏兴	钢铁	41.34	66.65
002389.SZ	航天彩虹	国防军工	187.59	69.45
002179.SZ	中航光电	国防军工	405.91	98.30
603638.SH	艾迪精密	机械设备	135.44	95.64
000921.SZ	海信家电	家用电器	58.58	35.81
600060.SH	海信视像	家用电器	87.39	37.86
002677.SZ	浙江美大	家用电器	15.66	40.62
603868.SH	飞科电器	家用电器	21.35	54.47
000016.SZ	深康佳 A	家用电器	65.23	64.51
002233.SZ	塔牌集团	建筑材料	83.78	0.23
000401.SZ	冀东水泥	建筑材料	119.91	2.17
000012.SZ	南玻 A	建筑材料	117.65	39.82
600881.SH	亚泰集团	建筑材料	78.21	84.38

关注低，认可度高				
002372.SZ	伟星新材	建筑材料	105.23	93.48
601000.SH	唐山港	交通运输	64.07	1.72
603713.SH	密尔克卫	交通运输	75.66	93.47
002867.SZ	周大生	轻工制造	90.01	74.92
603816.SH	顾家家居	轻工制造	266.43	98.96
603899.SH	晨光文具	轻工制造	305.14	99.25
002572.SZ	索菲亚	轻工制造	201.35	99.75
600755.SH	厦门国贸	商业贸易	73.22	0.95
002507.SZ	涪陵榨菜	食品饮料	226.31	93.73
603369.SH	今世缘	食品饮料	423.63	99.63
300628.SZ	亿联网络	通信	230.14	100.00
300144.SZ	宋城演艺	休闲服务	269.00	99.88
300482.SZ	万孚生物	医药生物	152.47	22.41
002807.SZ	江阴银行	银行	88.27	1.71
601997.SH	贵阳银行	银行	185.49	19.87
601128.SH	常熟银行	银行	165.49	23.04
002948.SZ	青岛银行	银行	32.79	35.59
600908.SH	无锡银行	银行	97.20	54.60
002936.SZ	郑州银行	银行	63.32	76.72
603260.SH	合盛硅业	有色金属	79.71	100.00
600811.SH	东方集团	综合	79.17	24.96
300012.SZ	华测检测	综合	395.29	97.63

资料来源：Wind、开源证券研究所

注：筛选的样本空间为中盘成长、中盘价值、小盘成长、小盘价值指数成分，自由流通市值对应为2月10日收盘价

2.2、 挖掘路径二：景气度的逆袭

如果说上文寻找的是原本就“好”，但未被市场发现的公司，那么这一种挖掘路径寻找的就是在当前特定的中观环境下，由于行业景气度良好，从而实现业绩快速发展，向“被抱团”的龙头快速追赶的公司，在未来景气的持续下，有可能由于其小基数反而实现业绩更高速的增长。在出口和制造业形成良性循环的宏观环境下，不少细分领域中将出现“小”比“大”好的情形，以2020年度业绩预告的数据来看，**在电气设备、机械设备、化工、农林牧渔、食品饮料中，出现营收规模前五的“龙头”与尾部的盈利增速差收敛的情形**，更进一步的，**医药生物、电子行业的营收规模前五“龙头”与其它股票之间的盈利增速差在持续收窄，至2020Q4，已经实现“小”比“大”好。**这意味着在基本面上，有支持进行中小市值股票价值发现的基础。

图10：医药生物、电子中其他公司盈利增速已经超过“龙头”，而电气设备、机械设备、化工、农林牧渔、食品饮料中差距在缩小

行业	分组1：行业营收规模前5； 分组2：其他	2018-03-31	2018-06-30	2018-09-30	2018-12-31	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	预告净利润均值
医药生物	分组1增速	19.2%	-32.3%	-19.2%	-30.7%	47.8%	38.5%	-8.8%	40.4%	227.5%	181.1%	208.5%	122.4%
	分组2增速	38.7%	26.4%	4.5%	-27.7%	-5.3%	-7.1%	-8.5%	-56.8%	-23.2%	34.1%	55.9%	247.3%
	增速差	-19.5%	-58.7%	-23.7%	-2.9%	53.0%	45.6%	-0.3%	97.3%	250.7%	147.0%	152.6%	-125.0%
电子	分组1增速	1368.6%	482.5%	525.7%	437.8%	751.0%	627.5%	570.5%	184.9%	616.4%	597.4%	714.6%	2.5%
	分组2增速	-42.4%	-43.1%	-46.9%	-85.4%	-69.1%	-61.8%	-45.7%	-51.2%	-59.8%	-21.9%	6.1%	185.3%
	增速差	1411.0%	525.6%	572.6%	523.2%	820.1%	689.3%	616.2%	236.1%	676.2%	619.2%	708.5%	-182.8%
电气设备	分组1增速	-100.0%	-33.6%	-100.0%	-6.3%	-100.0%	-12.8%	-100.0%	65.7%	-100.0%	96.4%	136.3%	85.8%
	分组2增速	-67.6%	-55.4%	-65.7%	-94.7%	-76.6%	-70.6%	-67.4%	-78.1%	-74.9%	-42.2%	-25.8%	85.1%
	增速差	-32.4%	21.9%	-34.3%	88.4%	-23.4%	57.7%	-32.6%	143.8%	-25.1%	138.6%	162.1%	0.7%
机械设备	分组1增速	343.0%	130.7%	279.1%	315.7%	535.6%	506.6%	505.6%	556.7%	144.7%	854.0%	929.4%	896.3%
	分组2增速	-61.7%	-66.8%	-72.0%	-97.4%	-76.4%	-74.5%	-71.5%	-120.8%	-87.0%	-58.3%	-48.4%	7.1%
	增速差	404.7%	197.5%	351.1%	413.1%	612.0%	581.2%	577.0%	677.5%	231.7%	912.3%	977.8%	889.2%
化工	分组1增速	1424.4%	641.6%	783.9%	616.9%	533.7%	376.4%	477.3%	429.0%	-76.8%	194.8%	635.8%	540.9%
	分组2增速	47.1%	45.3%	12.3%	-9.2%	-20.7%	-18.0%	-19.2%	-133.1%	-69.7%	-33.5%	-16.7%	147.1%
	增速差	1377.3%	596.3%	771.5%	626.1%	554.4%	394.4%	496.6%	562.2%	-7.1%	228.4%	652.5%	393.7%
农林牧渔	分组1增速	-65.4%	-124.1%	-96.3%	-85.1%	-287.0%	-151.2%	-92.6%	82.9%	476.2%	501.3%	776.1%	362.6%
	分组2增速	-81.9%	-99.6%	-89.5%	-92.2%	-94.3%	-89.1%	-81.6%	-63.9%	-50.2%	-39.8%	-22.0%	129.1%
	增速差	16.5%	-24.4%	-6.8%	7.1%	-192.7%	-62.1%	-11.0%	146.8%	526.5%	541.1%	798.1%	233.5%
食品饮料	分组1增速	2575.5%	796.6%	894.3%	930.3%	2823.6%	1639.3%	1745.4%	1832.5%	4802.2%	2600.2%	2245.4%	1473.5%
	分组2增速	-52.2%	-66.7%	-75.2%	-75.7%	-60.2%	-69.9%	-70.6%	-69.8%	-60.6%	-57.2%	-55.0%	39.3%
	增速差	2627.7%	863.3%	969.4%	1006.0%	2883.8%	1709.3%	1816.0%	1902.3%	4862.8%	2657.4%	2300.4%	1434.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们以这 7 个一级行业中的“抱团股”的业绩增速作为“龙头标准”，将它们分类按整体法汇总至三级行业层面，得到细分三级行业上的“龙头标准”，并验证所在的三级行业中是否存在个股的业绩增速与“龙头”的差距在缩小，或相对于“龙头的优势仍在扩大。共找到 64 只个股的净利润增速（累计）符合上述条件。

表4：三级行业上的“龙头标准”——归母净利润增速（累计）

归母净利润	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30	2020/12/31
医药商业	26.4%	23.9%	30.9%	35.7%	37.6%	55.0%
医疗器械	22.2%	21.5%	26.3%	118.2%	144.8%	—
医疗服务	16.5%	-13.9%	-81.4%	42.0%	39.8%	—
调味发酵品	14.3%	13.6%	7.2%	31.7%	22.9%	—
饲料合计	11.9%	100.0%	-527.4%	759.4%	403.8%	—
食品综合合计	25.3%	37.7%	42.6%	51.7%	51.7%	—
生物制品合计	44.6%	56.5%	8.6%	38.4%	45.3%	—
乳品	11.5%	7.7%	-49.8%	-1.2%	7.0%	—
肉制品	8.0%	10.6%	14.5%	27.7%	25.2%	—
日用化学产品	32.0%	36.7%	-14.7%	3.1%	18.7%	—
其它专用机械	15.0%	12.2%	-22.7%	-1.2%	14.7%	—
其它通用机械	-0.4%	-11.6%	-8.4%	25.2%	51.7%	—
其它电源设备	125.1%	78.7%	-2.4%	-4.8%	1.2%	—
其他纤维	43.0%	38.6%	8.3%	13.4%	18.1%	23.5%
其他农产品加工	-1.2%	5.2%	28.0%	54.9%	52.1%	52.5%
其他酒类	75.2%	142.7%	45.2%	55.0%	67.7%	77.5%
其他化学制品	48.2%	-16.4%	-20.3%	4.6%	17.5%	—
其他化学原料	48.0%	35.3%	-81.7%	-14.8%	-2.2%	27.5%
其他电子Ⅲ	-47.4%	-48.0%	3.8%	61.6%	79.0%	87.8%
啤酒	28.0%	37.4%	-36.0%	12.4%	8.2%	—
农药	36.1%	30.6%	36.3%	31.8%	-4.3%	—
轮胎	37.4%	41.2%	30.5%	23.6%	31.6%	—

归母净利润	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30	2020/12/31
聚氨酯	-12.4%	-4.5%	-50.7%	-49.6%	-32.3%	-2.8%
集成电路	26.8%	181.3%	477.0%	507.2%	358.9%	251.8%
机械基础件	27.5%	54.9%	6.4%	47.0%	60.5%	67.7%
化学制剂	26.8%	33.2%	13.0%	20.7%	26.1%	—
化学原料药	21.8%	32.6%	58.9%	44.2%	31.5%	—
光伏设备	58.3%	79.3%	88.5%	62.2%	90.9%	—
工控自动化	-18.6%	-18.4%	33.6%	94.3%	131.9%	115.0%
工程机械	87.6%	83.2%	-31.9%	25.5%	35.9%	—
风电设备	87.5%	72.3%	127.7%	71.1%	90.5%	86.0%
动物保健Ⅲ	-63.5%	-70.7%	-5.1%	7.3%	19.0%	88.9%
电子系统组装	9.2%	12.1%	2.9%	14.0%	16.0%	—
电子零部件制造	152.7%	128.5%	-25.0%	8.7%	18.5%	—
涤纶	40.2%	114.4%	132.7%	50.8%	56.1%	—
低压设备	2.1%	5.0%	-28.6%	3.0%	7.9%	—
氮肥	-43.2%	-31.9%	-55.7%	-45.6%	-36.6%	—
纯碱	-65.8%	-56.9%	-210.8%	-169.0%	-93.9%	—
畜禽养殖Ⅲ	236.3%	171.8%	7.3%	-19.4%	-33.2%	—
储能设备	47.2%	32.2%	-29.0%	-21.3%	-15.1%	—
玻纤	-3.4%	6.1%	-22.8%	-1.2%	10.1%	—
被动元件	-22.7%	-25.0%	-15.3%	15.9%	40.9%	—
半导体材料	30.1%	32.2%	33.0%	43.2%	48.9%	68.3%
白酒	23.5%	18.2%	12.7%	10.2%	11.3%	—
氨纶	-0.5%	313.6%	145.2%	180.4%	247.6%	22.2%
LED	-55.6%	-54.1%	-37.0%	-28.1%	-18.6%	—

数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：在上述 7 个一个行业中，共 64 只个股业绩增速所属三级行业的“龙头”差距缩小，或相对于龙头的优势仍在扩大。

代码	名称	行业明细	自由流通市值（亿）	最新市盈率历史分位数
600207.SH	安彩高科	电气设备-电源设备-光伏设备	19.25	76.97
603005.SH	晶方科技	电子-半导体-集成电路	137.55	54.82
300131.SZ	英唐智控	电子-电子制造-电子零部件制造	60.78	29.80
300241.SZ	瑞丰光电	电子-光学光电子-LED	21.9	
688055.SH	龙腾光电	电子-光学光电子-显示器件Ⅲ	16.78	0.84
688299.SH	长阳科技	电子-光学光电子-显示器件Ⅲ	41.33	14.56
603928.SH	兴业股份	化工-化学原料-其他化学原料	6.71	1.72
600989.SH	宝丰能源	化工-化学原料-其他化学原料	380.32	100.00
002556.SZ	辉隆股份	化工-化学制品-氮肥	40.01	3.61
000830.SZ	鲁西化工	化工-化学制品-氮肥	136.63	38.06
300200.SZ	高盟新材	化工-化学制品-聚氨酯	20.90	0.25

代码	名称	行业明细	自由流通市值（亿）	最新市盈率历史分位数
002408.SZ	齐翔腾达	化工-化学制品-聚氨酯	63.15	6.42
002165.SZ	红宝丽	化工-化学制品-聚氨酯	21.06	8.03
603192.SH	汇得科技	化工-化学制品-聚氨酯	5.61	11.74
603330.SH	上海天洋	化工-化学制品-聚氨酯	17.70	86.37
600731.SH	湖南海利	化工-化学制品-农药	23.42	0.21
603810.SH	丰山集团	化工-化学制品-农药	14.28	9.79
002734.SZ	利民股份	化工-化学制品-农药	33.00	12.02
688398.SH	赛特新材	化工-化学制品-其他化学制品	7.44	0.40
300801.SZ	泰和科技	化工-化学制品-其他化学制品	11.18	3.07
603968.SH	醋化股份	化工-化学制品-其他化学制品	15.83	5.07
600458.SH	时代新材	化工-化学制品-其他化学制品	28.39	5.59
600378.SH	昊华科技	化工-化学制品-其他化学制品	36.46	6.88
300041.SZ	回天新材	化工-化学制品-其他化学制品	43.07	23.74
600299.SH	安迪苏	化工-化学制品-其他化学制品	131.75	43.35
002709.SZ	天赐材料	化工-化学制品-其他化学制品	321.19	79.05
603630.SH	拉芳家化	化工-化学制品-日用化学产品	11.93	65.38
002919.SZ	名臣健康	化工-化学制品-日用化学产品	19.78	90.47
600249.SH	两面针	化工-化学制品-日用化学产品	16.48	99.21
300092.SZ	科新机电	机械设备-通用机械-机械基础件	9.00	0.11
300464.SZ	星徽股份	机械设备-通用机械-机械基础件	24.21	0.16
300095.SZ	华伍股份	机械设备-通用机械-机械基础件	17.47	0.55
002532.SZ	天山铝业	机械设备-通用机械-其它通用机械	20.47	65.76
002747.SZ	埃斯顿	机械设备-通用机械-其它通用机械	150.56	99.79
300281.SZ	金明精机	机械设备-专用设备-其它专用机械	9.96	31.00
603690.SH	至纯科技	机械设备-专用设备-其它专用机械	49.16	38.51
300415.SZ	伊之密	机械设备-专用设备-其它专用机械	45.32	53.26
300549.SZ	优德精密	机械设备-专用设备-其它专用机械	7.40	79.83
002073.SZ	软控股份	机械设备-专用设备-其它专用机械	32.25	91.01
002526.SZ	山东矿机	机械设备-专用设备-冶金矿采化工设备	27.27	0.15
600582.SH	天地科技	机械设备-专用设备-冶金矿采化工设备	42.42	3.77
300837.SZ	浙矿股份	机械设备-专用设备-冶金矿采化工设备	11.01	10.71
600560.SH	金自天正	机械设备-专用设备-冶金矿采化工设备	9.75	52.76
601106.SH	中国一重	机械设备-专用设备-冶金矿采化工设备	66.38	54.15
300275.SZ	梅安森	机械设备-专用设备-冶金矿采化工设备	9.88	54.65
002730.SZ	电光科技	机械设备-专用设备-冶金矿采化工设备	15.37	90.44
300106.SZ	西部牧业	农林牧渔-畜禽养殖Ⅱ-畜禽养殖Ⅲ	14.27	
300268.SZ	佳沃股份	农林牧渔-农产品加工-其他农产品加工	8.88	
002567.SZ	唐人神	农林牧渔-饲料Ⅱ-饲料Ⅲ	50.27	0.48
002726.SZ	龙大肉食	食品饮料-食品加工-肉制品	49.17	0.12
002661.SZ	克明面业	食品饮料-食品加工-食品综合	34.1	0.05
000716.SZ	黑芝麻	食品饮料-食品加工-食品综合	13.14	

代码	名称	行业明细	自由流通市值（亿）	最新市盈率历史分位数
002461.SZ	珠江啤酒	食品饮料-饮料制造-啤酒	33.66	19.66
600573.SH	惠泉啤酒	食品饮料-饮料制造-啤酒	9.49	56.97
002102.SZ	ST 冠福	医药生物-化学制药-化学原料药	26.30	9.47
300573.SZ	兴齐眼药	医药生物-化学制药-化学制剂	39.90	41.30
600812.SH	华北制药	医药生物-化学制药-化学制剂	69.86	57.21
600521.SH	华海药业	医药生物-化学制药-化学制剂	230.46	61.63
300558.SZ	贝达药业	医药生物-化学制药-化学制剂	309.56	66.73
002030.SZ	达安基因	医药生物-医疗器械Ⅱ-医疗器械Ⅲ	186.64	0.16
002382.SZ	蓝帆医疗	医药生物-医疗器械Ⅱ-医疗器械Ⅲ	135.23	2.27
002932.SZ	明德生物	医药生物-医疗器械Ⅱ-医疗器械Ⅲ	23.46	9.98
300358.SZ	楚天科技	医药生物-医疗器械Ⅱ-医疗器械Ⅲ	24.61	75.31
300289.SZ	利德曼	医药生物-医疗器械Ⅱ-医疗器械Ⅲ	15.80	97.03

资料来源：Wind、开源证券研究所

注：自由流通市值对应为 2 月 10 日收盘价

3、 准备进攻，不忘防守

过去几年“以大为美”的偏好使许多优秀公司被发现和定价，但同时也带来了“核心资产荒”的焦虑和疑问，当市场被高昂的“龙头溢价”驱动开始寻找“中小市值”机会的时候，我们想做的是，透过“市值”这一外在标签，去寻觅符合投资者价值观念的、但仍未被充分定价的资产，**上述两种路径——认可度与关注度、景气度逆袭都是对挖掘 A 股沧海遗珠的尝试。**

同时，挖掘 A 股的沧海遗珠，短期需要避开流动性风险。既然我们提到大市值的抱团部分来源于“基金的规模效应”，即规模的集中要求市值中隐含更大的流动性。那么较大规模的基金可能反映了上述“市值偏好”，而较小规模基金则可以作为上述偏好的“对照组”，市值可能并非它们的选股约束条件。为从交易结构上提升上述路径挖掘出的“风险与收益”置信度，我们将 2020Q4 公募基金持仓的重仓股全部梳理，并按照在管规模将基金分为两类：规模在 10.7 亿以上的为“规模以上基金”，规模在 10.7 亿以下的为“一般基金”（10.7 亿为所有公募基金的前 30%分位数），并按照该股票是否被这两类基金重仓打上标签，“重仓”的定义为按公募持仓的流通市值占比的排序位于前 100。一个需要提示的交易风险是：如果增量资金继续强化头部效应，规模以上基金短期可能很难主动切换，那中小市值可能会持续跑输；如果增量资金动能减弱，市场逐步出现阶段性负向循环，那优质的中小市值作为头部基金的非标签、非重仓股，可能也是被提前卖出的对象。

（1） 两类基金均不重仓，且一般基金持有市值高于规模以上基金的股票，表明其价值已经被不受市值约束的部分投资者认可，而由于规模以上基金仓位较低，其流动性风险也较小，可以作为“积极布局”的对象；

（2） **对于规模以上基金重仓的个股，或即使未重仓但持有流通市值也高于一般基金的个股，短期内需要重点考虑交易结构，规避由于流动性带来的“卖出风险”；**

（3） 不位于重仓股名单的股票作为“纯防御”。

我们将打上交易结构标签的个股及开源行业观点列示如下，供投资者参考。

表6：挖掘途径一：关注高、认可低的个股，交易结构情况及开源行业观点概览

关注高，认可低							
证券代码	证券简称	行业	自由流通市值（亿）	总市值（亿）	最新市盈率历史分位数	标签	开源行业观点
002075.SZ	沙钢股份	钢铁	138.94	203.24	31.31	纯防御	
000672.SZ	上峰水泥	建筑材料	55.05	146.53	6.33	纯防御	
603719.SH	良品铺子	食品饮料	24.52	239.84	42.65	纯防御	全国唯一实现全渠道融合发展的休闲零食龙头（三级行业以下细分），静待向高端零食成功转型
300383.SZ	光环新网	通信	190.58	283.01	1.87	纯防御	第三方 IDC 龙头（三级行业以下细分），“新基建”和企业上云需求提高公司市占率
601860.SH	紫金银行	银行	67.05	140.58	0.88	纯防御	
300770.SZ	新媒股份	传媒	55.79	129.44	0.68	积极布局	
002839.SZ	张家港行	银行	76.95	102.69	6.19	积极布局	
300815.SZ	玉禾田	公用事业	30.08	108.73	1.97	重点考虑交易结构	
000877.SZ	天山股份	建筑材料	77.95	143.99	7.97	重点考虑交易结构	
002127.SZ	南极电商	商业贸易	178.34	258.99	2.85	重点考虑交易结构	新零售品牌巨头（三级行业以下细分），盈利能力持续改善，扩品类、扩渠道是未来持续增长来源
300502.SZ	新易盛	通信	98.69	172.95	1.33	重点考虑交易结构	国内领先的光模块及子系统供应商，催化剂为 3 月集采开启
000975.SZ	银泰黄金	有色金属	162.67	237.13	2.75	重点考虑交易结构	

资料来源：Wind、开源证券研究所

注：筛选后保留自由流通市值不超过 200 亿，总市值不超过 300 亿的个股。市值对应为 2 月 10 日收盘价

表7：挖掘途径一：关注低、认可高的个股，交易结构情况及开源行业观点概览

关注低，认可度高							
证券代码	证券简称	行业	自由流通市值（亿）	总市值（亿）	最新市盈率历史分位数	标签	开源行业观点
600339.SH	中油工程	采掘	39.74	142.93	2.96	积极布局	
600348.SH	阳泉煤业	采掘	46.19	110.87	17.43	纯防御	
600395.SH	盘江股份	采掘	34.34	113.21	18.06	积极布局	高分红兼具快速成长，需求增长领先、西南地区供改深化，公司增量产能保证业绩增长
600740.SH	山西焦化	采掘	50.99	118.45	25.79	纯防御	
000629.SZ	攀钢钒钛	采掘	69.55	168.36	89.34	纯防御	

300418.SZ	昆仑万维	传媒	142.69	249.58	1.9	纯防御	
603444.SH	吉比特	传媒	141.52	242.18	55.46	重点考虑交易结构	
603888.SH	新华网	传媒	33.33	89.58	82.6	纯防御	
603489.SH	八方股份	电气设备	72.94	279.72	99.35	重点考虑交易结构	
000671.SZ	阳光城	房地产	115.68	251.49	0.11	重点考虑交易结构	
600064.SH	南京高科	房地产	77.6	118.90	0.14	纯防御	
000517.SZ	荣安地产	房地产	14.62	85.01	0.18	纯防御	
600376.SH	首开股份	房地产	67.66	142.91	20.59	纯防御	
600782.SH	新钢股份	钢铁	78.86	127.55	9.41	纯防御	
000778.SZ	新兴铸管	钢铁	84.24	142.47	10.18	积极布局	
000932.SZ	华菱钢铁	钢铁	140.8	295.42	10.92	积极布局	
000717.SZ	韶钢松山	钢铁	46.58	99.20	17.17	纯防御	
002110.SZ	三钢闽光	钢铁	61.69	150.53	20.01	积极布局	
601003.SH	柳钢股份	钢铁	25.2	144.03	24.18	纯防御	
000959.SZ	首钢股份	钢铁	25.41	192.53	34.94	纯防御	
600808.SH	马钢股份	钢铁	58.73	196.37	38.18	纯防御	
601005.SH	重庆钢铁	钢铁	86.08	122.18	46.57	纯防御	
000898.SZ	鞍钢股份	钢铁	59.49	268.99	50.8	纯防御	
600022.SH	山东钢铁	钢铁	70.44	143.40	61.83	纯防御	
600126.SH	杭钢股份	钢铁	66.47	170.89	63.94	纯防御	
600307.SH	酒钢宏兴	钢铁	41.34	91.45	66.65	纯防御	
002389.SZ	航天彩虹	国防军工	187.59	250.23	69.45	重点考虑交易结构	
000921.SZ	海信家电	家用电器	58.58	207.13	35.81	重点考虑交易结构	
600060.SH	海信视像	家用电器	87.39	163.43	37.86	重点考虑交易结构	
002677.SZ	浙江美大	家用电器	15.66	114.48	40.62	重点考虑交易结构	国内集成灶行业（三级行业以下细分）龙头企业之一，渠道升级加快，产品布局多元化，受益于渗透率提升
603868.SH	飞科电器	家用电器	21.35	213.27	54.47	积极布局	
000016.SZ	深康佳 A	家用电器	65.23	146.40	64.51	纯防御	
002233.SZ	塔牌集团	建筑材料	83.78	140.33	0.23	纯防御	
000401.SZ	冀东水泥	建筑材料	119.91	190.40	2.17	积极布局	
000012.SZ	南玻 A	建筑材料	117.65	193.15	39.82	纯防御	
600881.SH	亚泰集团	建筑材料	78.21	89.35	84.38	纯防御	
601000.SH	唐山港	交通运输	64.07	136.30	1.72	纯防御	

603713.SH	密尔克卫	交通运输	75.66	221.27	93.47	重点考虑交易结构	
002867.SZ	周大生	轻工制造	90.01	248.77	74.92	重点考虑交易结构	全国性珠宝首饰龙头（细分领域），在钻石品类具备差异化优势，以轻资产模式实现门店快速扩张
600755.SH	厦门国贸	商业贸易	73.22	122.61	0.95	纯防御	
300482.SZ	万孚生物	医药生物	152.47	295.02	22.41	重点考虑交易结构	
002807.SZ	江阴银行	银行	88.27	88.40	1.71	纯防御	
601997.SH	贵阳银行	银行	185.49	263.23	19.87	积极布局	
601128.SH	常熟银行	银行	165.49	192.41	23.04	重点考虑交易结构	
002948.SZ	青岛银行	银行	32.79	244.43	35.59	纯防御	
600908.SH	无锡银行	银行	97.2	136.77	54.6	纯防御	
002936.SZ	郑州银行	银行	63.32	287.79	76.72	纯防御	
600811.SH	东方集团	综合	79.17	112.55	24.96	纯防御	

资料来源：Wind、开源证券研究所

注：筛选后保留自由流通市值不超过 200 亿，总市值不超过 300 亿的个股。市值对应为 2 月 10 日收盘价

表8：挖掘途径二：细分赛道中与“龙头”差距缩小或优势扩大的个股，交易结构情况及开源行业观点概览

代码	名称	行业明细	自由流通市值（亿）	总市值（亿）	最新市盈率历史分位数	标签	开源行业观点
600207.SH	安彩高科	电气设备	19.25	53.93	76.97	纯防御	
603005.SH	晶方科技	电子	137.55	238.46	54.82	重点考虑交易结构	
300131.SZ	英唐智控	电子	60.78	78.50	29.8	纯防御	
300241.SZ	瑞丰光电	电子	21.96	30.11		纯防御	
688055.SH	龙腾光电	电子	16.78	207.67	0.84	积极布局	
688299.SH	长阳科技	电子	41.33	65.84	14.56	积极布局	
603928.SH	兴业股份	化工	6.71	21.57	1.72	纯防御	
002556.SZ	辉隆股份	化工	40.01	73.60	3.61	纯防御	
000830.SZ	鲁西化工	化工	136.63	267.75	38.06	重点考虑交易结构	
300200.SZ	高盟新材	化工	20.90	38.10	0.25	纯防御	
002408.SZ	齐翔腾达	化工	63.16	143.97	6.42	积极布局	
002165.SZ	红宝丽	化工	21.06	29.50	8.03	纯防御	
603192.SH	汇得科技	化工	5.61	22.47	11.74	纯防御	
603330.SH	上海天洋	化工	17.70	41.43	86.37	重点考虑交易结构	
600731.SH	湖南海利	化工	23.42	30.69	0.21	纯防御	

代码	名称	行业明细	自由流通市值（亿）	总市值（亿）	最新市盈率历史分位数	标签	开源行业观点
603810.SH	丰山集团	化工	14.28	30.01	9.79	纯防御	
002734.SZ	利民股份	化工	33.00	51.52	12.02	重点考虑交易结构	国内杀菌剂（三级行业以下细分）龙头，多个项目于 2020Q1 进入试生产阶段，仍有新增产能建设推进，业绩延续成长
688398.SH	赛特新材	化工	7.44	31.34	0.4	纯防御	
300801.SZ	泰和科技	化工	11.19	43.03	3.07	纯防御	
603968.SH	醋化股份	化工	15.84	33.19	5.07	纯防御	
600458.SH	时代新材	化工	28.39	57.96	5.59	纯防御	
600378.SH	昊华科技	化工	36.46	185.68	6.88	积极布局	市场稀缺的科技型化工央企，具备机枪的研发实力和成果转化能力
300041.SZ	回天新材	化工	43.07	60.45	23.74	积极布局	
603630.SH	拉芳家化	化工	11.94	33.12	65.38	纯防御	
002919.SZ	名臣健康	化工	19.78	54.02	90.47	纯防御	
600249.SH	两面针	化工	16.48	27.17	99.21	纯防御	
300092.SZ	科新机电	机械设备	9.00	17.67	0.11	纯防御	
300464.SZ	星徽股份	机械设备	24.21	49.40	0.16	积极布局	子公司泽宝为跨境电商领域头部公司，精品强化、渠道拓展、RCEP 红利释放带来增长动力
300095.SZ	华伍股份	机械设备	17.47	33.59	0.55	纯防御	
300281.SZ	金明精机	机械设备	9.96	20.36	31	纯防御	
603690.SH	至纯科技	机械设备	49.16	107.15	38.51	重点考虑交易结构	
300415.SZ	伊之密	机械设备	45.32	79.28	53.26	重点考虑交易结构	
300549.SZ	优德精密	机械设备	7.40	20.53	79.83	纯防御	
002073.SZ	软控股份	机械设备	32.25	38.20	91.01	纯防御	
002526.SZ	山东矿机	机械设备	27.27	35.12	0.15	纯防御	
600582.SH	天地科技	机械设备	42.42	118.78	3.77	纯防御	
300837.SZ	浙矿股份	机械设备	11.01	44.05	10.71	纯防御	
600560.SH	金自天正	机械设备	9.75	17.29	52.76	纯防御	
601106.SH	中国一重	机械设备	66.39	183.79	54.15	纯防御	
300275.SZ	梅安森	机械设备	9.89	14.74	54.65	纯防御	
002730.SZ	电光科技	机械设备	15.38	42.21	90.44	纯防御	
300106.SZ	西部牧业	农林牧渔	14.2	24.54		纯防御	
300268.SZ	佳沃股份	农林牧渔工	8.89	16.51		纯防御	
002567.SZ	唐人神	农林牧渔	50.28	77.05	0.48	积极布局	全产业链优势带来成本壁垒，“楼房养猪”及轻资产租赁发展模式实现出栏量弯道超车
002726.SZ	龙大肉食	食品饮料	49.12	113.24	0.12	重点考虑交易结构	
002661.SZ	克明面业	食品饮料	34.14	54.77	0.05	积极布局	

代码	名称	行业明细	自由流通市值（亿）	总市值（亿）	最新市盈率历史分位数	标签	开源行业观点
000716.SZ	黑芝麻	食品饮料	13.15	21.72		纯防御	
002461.SZ	珠江啤酒	食品饮料	33.66	229.96	19.66	纯防御	
600573.SH	惠泉啤酒	食品饮料	9.49	19.03	56.97	纯防御	
002102.SZ	ST 冠福	医药生物	26.31	40.82	9.47	纯防御	
300573.SZ	兴齐眼药	医药生物	39.91	69.65	41.3	积极布局	国内稀缺的专注眼科的医药公司，新品环孢素滴眼液上市，未来低浓度阿托品滴眼液上市，预计销售峰值百亿元级别
600812.SH	华北制药	医药生物	69.87	147.59	57.21	积极布局	
002030.SZ	达安基因	医药生物	186.65	282.79	0.16	积极布局	
002382.SZ	蓝帆医疗	医药生物	135.23	243.48	2.27	积极布局	
002932.SZ	明德生物	医药生物	23.48	53.97	9.98	纯防御	
300358.SZ	楚天科技	医药生物	24.61	58.30	75.31	纯防御	
300289.SZ	利德曼	医药生物	15.80	24.59	97.03	纯防御	

资料来源：Wind、开源证券研究所

注：筛选后保留自由流通市值不超过 200 亿，总市值不超过 300 亿的个股。市值对应为 2 月 10 日收盘价

4、 风险提示

行业景气度不及预期，统计误差

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

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

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

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