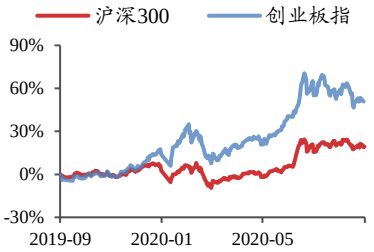
2020 年 09 月 24 日

开源晨会 0924

——晨会纪要

市场快报

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
休闲服务	3.22
医药生物	2.62
电气设备	2.53
传媒	1.14
家用电器	0.88

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
非银金融	-0.82
房地产	-0.57
钢铁	-0.55
银行	-0.51
采掘	-0.34

数据来源：贝格数据

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

观点精粹

总量视角

【策略】重仓分化，确认风格切换——投资策略专题-20200923

基金的抱团在 8 月下旬就已经开始松动，而当下以个人持有为主的 ETF 已经开始赎回，这意味着：前期“板块上涨——吸引更多基金申购——基金买入股票——板块上涨”的逻辑链可能正在被打破甚至形成负向反馈，而大多依赖于远期增长和疫情受益新晋重仓股可能在当下贴现率上行+投资者重新审视长期增长预期的背景下进一步承压。当下公募基金对于长期重仓股与新晋重仓股的态度已经出现了分化：新晋重仓股的抱团则可能进一步出现了松动，而长期稳定的底仓品种则可能出现了抱团和增持。当下正在被抱团和增持的方向大概率出现在价值型品种中，我们认为，周期成长股，在经济景气上行阶段将会获得更多的认可，从低配逐步变为主力配置。

【宏观】出口链改善下，被忽视的那些信息——宏观经济点评-20200923

近几月，我国出口增速改善明显，市场对出口链的关注明显升温。本文提示，理性看待出口改善，“替代效应”的衰减可能会约束出口进一步改善的弹性。

【金融工程】从托管机构细窥北向资金的选股能力——开源量化评论系列（7）-20200923

托管机构平均持仓个股数逐步上升；优选托管机构兼具高收益获取和多空净值区分度能力；优选托管机构组合 2020 年 9 月新增医药生物、通信、计算机行业

行业公司

【医药：麦迪科技(603990.SH)】辅助生殖服务稀缺标的，基础布局完善，业绩释放潜力大——公司首次覆盖报告-20200923

医疗信息化赋能辅助生殖，发展潜力大，首次覆盖，给予“买入”评级

公司为医疗信息化细分领域龙头，转型布局辅助生殖服务市场，利用信息化赋能辅助生殖拥有较大发展潜能；预计 2020-2022 年收入分别为 3.55 亿、6.90 亿、9.76 亿，归母净利润分别为 0.53 亿、1.28 亿、1.91 亿，EPS 分别为 0.37/0.87/1.31 元，当前股价对应 P/E 分别为 117/49/33 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

研报摘要

总量研究

【策略】重仓分化，确认风格切换——投资策略专题-20200923

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 梅锴（联系人）证书编号：S0790120070044

机构抱团逐步松动

在报告《机构重仓股的分化刚刚开始》中我们提到：机构抱团可能出现了松动迹象（仓位或是结构调整）。基于两种方法的测算，我们发现自 8 月下旬以来，机构抱团就已经开始松动：一、我们认为，当基金持仓加权组合收益率跑赢（输）等权收益率的同时，股票基金净值收益率跑赢（输）加权组合收益率（即两组相对收益同向变动）时，则说明股票基金持仓更多地集中于高权重个股中，反之则说明股票基金的持仓拥挤度下降。而 8 月下旬以来，两组相对收益曲线相互背离，这意味着，股票基金持仓拥挤度可能存在下降趋势；二、基于带持仓的二次规划法，我们发现：8 月下旬以来，偏股混合型基金和普通股票型基金的整体仓位经历了上升、下降以及震荡上行三个阶段，细分来看，两类基金在前 100 重仓股上的仓位震荡下行，而在前 100 非重仓股上的仓位震荡上行。这同样指示着基金的抱团在 8 月下旬就已经开始松动。

居民开始赎回基金的信号

由于除 ETF 之外的公募基金不会高频率披露基金的申购赎回情况，因此我们以 ETF 作为高频跟踪的对象，通过相关性测算我们发现：对于剔除 ETF 之后的股票型基金，个人高比例组的 ETF 的月度申购赎回行为与之显著正相关，这意味：对于剔除 ETF 之后的股票型基金而言，其申赎行为具有与以个人持有为主的 ETF 相似的特征，以个人持有为主的 ETF 的高频申赎行为或许能够指示主动公募基金个人投资者申赎情况的变化。而 9 月 14 日以来，个人高比例组的 ETF 逐步开始净流出，且从行业来看，新能源汽车和医药已经出现了不同程度的连续赎回。这意味着，前期“板块上涨——吸引更多基金申购——基金买入股票——板块上涨”的逻辑链可能正在被打破甚至形成负向反馈，而大多依赖于远期增长和疫情受益新晋重仓股可能在当下贴现率上行+投资者重新审视长期增长预期的背景下进一步承压。

机构重仓股正在分化，风格切换已经确立

我们计算的偏股混合型基金和普通股票型基金在前 100 重仓股的仓位发现：自 8 月下旬以来，长期重仓股和新晋重仓股地仓位均出现下降，但 9 月 9 日以来，长期重仓股仓位震荡上行，但新晋重仓股的仓位仍震荡下行。这意味着：对于当下而言，公募基金对于长期重仓股与新晋重仓股的态度出现了分化：新晋重仓股的抱团则可能进一步出现了松动，而长期稳定的底仓品种则可能出现了抱团和增持，同时我们看到，8 月下旬以来，公募基金的整体持仓风格逐步偏向价值，经历了 7 月抢跑和随后的反复，风格切换终于在 8 月以来得到了确认，大量机构投资者已经开始做出选择。后续来看，部分前期已经进入机构投资者关注视野但是未被重仓的品种，有可能成为潜在选择。我们建议关注其中的周期成长股，可能会因为经济复苏后的行业景气度回升，成为被机构投资者重点关注的资产。

风险提示：测算误差；国内经济大幅下滑

【宏观】出口链改善下，被忽视的那些信息——宏观经济点评-20200923

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 徐骥（分析师）证书编号：S0790520070008 | 张蓉蓉（分析师）证书编号：S0790520070006

近几月，我国出口增速改善明显，市场对出口链的关注明显升温。本文提示，理性看待出口改善，“替代效应”的衰减可能会约束出口进一步改善的弹性。

一问：“替代效应”支持中国出口，程度几何？

中国对海外产能的“替代效应”，拉动 2 季度出口增速或超 20 个百分点、是出口“韧性”的重要支持。2020 年 2 季度，海外主要经济体进口深跌（-23%），从中国进口却逆势增长、带动中国出口重回正增（0.1%），与中国产能的“替代效应”密切相关。2 季度，中国在欧美日韩、东盟、金砖中的进口份额，较近年同期大幅抬升 4 个百分点，占中国对其出口金额的 30%、拉动增速或超 20 个百分点。

“替代效应”带来的中国商品需求，在发达国家和新兴市场广泛存在，以欧洲最为明显。2 季度，中国在欧盟的进口份额高出近年同期 4.5 个百分点，对应“替代效应”拉动中国对欧出口增速约 40 个百分点、总出口增速 14 个百分点。较强的“替代效应”支持下，中国对欧出口 2 季度高增 11%。同时，中国在美国、东盟、韩国等的“替代效应”，分别贡献 2 季度出口增速 1.8、1.3 和 1.3 个百分点。

二问：中国出口“替代”了哪些国家、什么商品？

中国出口主要“替代”的是，德国等欧洲国家、墨西哥等北美国家、印度等个别亚洲国家。2020 年 2 季度，海外主要经济体进口来源国中，德国、墨西哥和加拿大的占比分别较近年同期下降 1.1、1.0 和 0.7 个百分点，被“替代”明显；挪威、法国、比利时等欧洲国家，占比都有不同程度下降。此外，印度和日本份额，也分别下降 0.2 和 0.1 个百分点。这类国家，前期疫情较为严重，对产能形成压制。

中国“替代效应”最为明显的商品，除了防疫物资和电子消费品外，多分布在德、墨“缺位”的汽车零部件、机械设备等领域。2 季度，我国防疫物资、手机在主要国家的进口份额分别上升约 9、5 个百分点。此外，由于德、墨等“被替代国”，多为机械设备、汽车零部件、化工品等的重要出口国，我国这类商品的海外份额均抬升 4 个百分点以上。相较之下，服装鞋靴等并未表现出明显“替代效应”。

三问：什么情况下，“替代效应”可能大幅衰减？

6 月以来，伴随部分国家开启复产复工，“替代效应”对出口的支持开始减弱。欧洲部分国家疫情防控效果较好、5 月开启复工，北美和其他地区国家，也多在 6 月前后开启修复。海外产能修复下，7 月中国在美日韩进口中的占比较 5 月已下降约 2 个百分点、对向美日韩出口当月同比增速的拉动从 20 个百分点降至约 10 个百分点。“需求修复”下，“替代效应”的变化会影响总出口改善的空间和弹性。

短期来看，复工能否继续推进、与疫情情况直接相关；中期而言，疫苗研发进度、产能等，或是影响“替代效应”衰减的核心变量。7 月以来，多国疫情出现反弹，其中北美加拿大、欧洲德国和比利时等新增病例再次攀升，法国出现二次高峰；此外，墨西哥新增病例仍处高位、印度疫情继续恶化。短期来看，疫情不确定性或扰动“被替代国”复工进度；中期而言，疫苗研发进度和产能或将是关键变量。

风险提示：国内外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

【金融工程】从托管机构细窥北向资金的选股能力——开源量化评论系列（7）-20200923

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 胡亮勇（联系人）证书编号：S0790120030040

托管机构平均持仓个股数逐步上升

截至 2020 年 9 月 20 日，港交所官方网站披露的合格托管机构有 1325 家，其中通过陆股通持有 A 股的有 171 家，占比 12.91%。在 171 个托管机构中，持股数恒大于 100 的托管机构，总共有 56 家，其平均持股数从 2019 年 7 月的 612 只逐渐提升到 2020 年 9 月的 730 只。

从合格托管机构的持仓数目和持仓市值散点图可知，平均持仓超千亿的托管机构仅 4 家，分别为香港上海汇丰银行、渣打银行、摩根大通银行及花旗银行。大部分托管机构持仓数目在 500 只以下，持仓规模在 100 亿以内。

优选托管机构兼具高收益获取和多空净值区分度能力

在前十大高收益托管机构中，兼有多空净值区分度的总共有七家，其中三家外资银行、三家外资券商、一家中资银行。在测试期间（2019.08.31~2020.09.18），优选后的托管机构平均净值高达 1.56，平均多空超额收益率达 20.2%。

盈透证券获得最高多头净值，累计达 1.65；多空收益率差值最大为美林远东，达到 27.49%。

基于投票规则确定股票池的选股策略，净值表现出现了较明显的改善。策略净值从初始的 1.56 上升到当前多头部分的 2.31，大幅上升 75 个百分点。收益出现大幅提升的最主要原因在于按照投票规则构建的选股策略，最终选出来的共同股票个股大幅降低。相比于稳定 50 只个股的原始股票池，基于投票规则的股票池每期持有个股数在 10 只上下浮动，换手率相对较高。

优选托管机构组合 2020 年 9 月新增医药生物、通信、计算机行业

优选组合目前由 7 大托管机构组成，其中三家外资银行（汇丰银行、摩根大通银行、渣打银行）、一家中资银行（中国银行）、三家外资券商（盈透证券、摩根斯坦利证券、美林远东）。 基于优选托管机构的组合最新持仓（2020.09）主要配置在医药生物、通信、计算机、机械设备和电气设备五大行业，持仓市值中位数 207 亿元，滚动市盈率中位数 38.6 倍。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

行业公司

【医药：麦迪科技(603990.SH)】辅助生殖服务稀缺标的，基础布局完善，业绩释放潜力大——公司首次覆盖报告-20200923

杜佐远（分析师）证书编号：S0790520050003 | 蔡明子（分析师）证书编号：S0790520070001

医疗信息化赋能辅助生殖，发展潜力大，首次覆盖，给予“买入”评级

公司为医疗信息化细分领域龙头，转型布局辅助生殖服务市场，利用信息化赋能辅助生殖拥有较大发展潜能；预计 2020-2022 年收入分别为 3.55 亿、6.90 亿、9.76 亿，归母净利润分别为 0.53 亿、1.28 亿、1.91 亿，EPS 分别为 0.37/0.87/1.31 元，当前股价对应 P/E 分别为 117/49/33 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

辅助生殖服务资源分布不均匀，经营能力与医生团队比牌照数量更重要

需求来看，2018 年中国渗透率仅为 7%，未来需求扩容空间较大。供给来看，行业高度分散，80%辅助生殖中心业务不饱和，相比牌照数量，提高每个辅助生殖中心的获客能力、运营能力才是未来发展的关键所在。辅助生殖中心 4 大核心要素为牌照、医生、运营、品牌，牌照由于总体数量超配，且申请流程长、难度大，因此壁垒高；促排卵方案对医生有高要求，但医生培养模式可复制；运营目的在于提升顾客满意度，形成差异化竞争优势；好品牌可以提高获客能力。预计未来行业将在商业保险、互联网+、产业链拓展等因素促进下快速发展。

麦迪科技：牌照、医生、运营、品牌 4 维度齐发力，IT 赋能与全病程管理突破治疗地域性，医联体模式助力未来牌照整合

牌照方面，公司已收购+拟收购 3 家辅助生殖医院，形成一南两北布局，未来将继续深化形成全国性布局；医生团队方面，上海九院辅助生殖中心主任匡延平教授为公司特邀顾问，其首创的 PPOS 方案为目前世界三大类促排卵技术之一，方案安全性高、易于推广，能够突破地域限制、提升医生技术水平，目前公司已与匡教授在相关领域开展合作；运营团队方面，拥有丰富辅助生殖医疗及运营经验的团队，将利用 IT 赋能辅助生殖，形成线上线下闭环、全病程管理的运营体系，提升就医体验。品牌建设方面，公司收购卫健委研究所旗下的国卫医院可以形成品牌统一，提升品牌影响力。

风险提示：辅助生殖医院整合不及预期，互联网医疗技术应用不及预期。

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（underperform）	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（underperform）	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