2020 年 09 月 14 日

机构重仓股的分化刚刚开始

——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

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

● **思考：公募重仓股的调整可能尚未结束**

9 月 3 日至 9 月 9 日，公募重仓股出现较大幅度调整。9 月 10 日与 9 月 11 日重仓股的组合收益率有所回暖，但偏股型基金的整体收益低于前 100 重仓股组合，这意味着这两天公募收益率的回暖更多的是源于重仓股的反弹，但是抱团也出现了松动迹象（仓位或是结构调整）。这由此引发了我们的思考：**公募基金重仓股的调整并未结束，整体悲观无必要，但是结构分化将成为最关键特征**。

● **思考本轮估值修正的来源：贴现率上行 VS 增长预期的下调**

从 DDM 出发，市场调整实际上是整体估值的下行压力，背后逻辑是：1）利率上行/不确定性上行，导致要求的回报率上升；2）下调长期增长的预期。当下分母端贴现率上行主要源于无风险利率的上行:一是国内无风险利率已经经历明显上行，估值压力已经显现；二是海外投资者对于全球流动性预期层面的拐点正在逐步形成，而部分北上偏好的“核心资产”的净买入与美国实际利率负相关，实际利率见底后有盈利兑现需求。另一方面，随着流动性收紧，市场也在重新审视新晋重仓股中“好赛道”长期增长预期的合理性。**本轮基金重仓股调整期间，新晋重仓股的跌幅大于长期重仓股便是一个较好的印证。**我们认为，对于研究已相对充分的消费类的白马品种而言，只要盈利预期兑现，估值调整压力将只是集中在第一层面，调整幅度将会有限，但一旦出现意外，犯错成本也将会很高。

● **公募基金负债端的波动成为下一阶段的“不安定因素”**

北上投资者对公募的大部分重仓股也有较强的定价能力，而当下北上配置盘/交易盘在北上&公募共同重仓股上仍有较大浮盈，全球实际利率见底仍是北上资金卖出重仓股兑现利润的触发剂，我们测算北上资金对于北上/公募共同重仓股的定价能力会很大程度影响公募产品净值的波动。这对于整体公募基金而言，跑输 HS300 指数的比例可能增加，而历史上这一指标指示了公募基金的净申购的变化。**同时考虑到截至 8 月末股票型基金指数和混合型基金指数的 3 个月滚动收益率分别为 27.41%和 21.88%，达到了我们测算的基金赎回的高概率区间。**我们有理由相信，**基金负债端出现不稳定的概率在增加，**这对于专业机构投资者而言，当面对潜在的赎回风险时，组合内资产风险收益比的衡量变得尤为关键。

● **基金重仓股：调整未结束，分化刚开始**

站在当下，过去 8 个月流动性的正向循环即将面临考验：**负债端波动的压力和认知的分化将导致专业投资者面临组合资产的重新审视，我们认为大概率的情况是**：以消费为代表的核心资产只要盈利继续兑现，估值的压力只源于无风险利率上行，调整幅度相对有限；**新晋重仓股**大多依赖于远期增长和疫情受益，其估值压力来源于流动性边际收紧以及对长期增长预期的修正，难言结束；部分长期稳定的**底仓品种**，甚至可能出现抱团和类现金配置的增持，这可能会出现在价值型品种中；**周期成长股**会因为经济的边际改善，下一阶段因为景气上行，逐步成为新的抱团的方向，但是风险收益比的考量同样重要，PB/ROE 仍是重要选股视角。**我们认为，公募重仓股的调整不是结束，而是分化的开始。**

● **风险提示：**中美摩擦加剧；疫情超预期恶化；国内经济下行超预期；测算误差

相关研究报告

《投资策略周报-顺周期：不只是防守》-2020.9.13

《投资策略专题-流动性的变局与破局》-2020.9.9

《投资策略点评-调的是结构，不是仓位》-2020.9.7

目 录

1、 思考：公募重仓股调整背后的逻辑 4
2、 估值调整的两种形式 4
2.1、 形式之一：贴现率的上行 4
2.2、 形式之二：对长期增长认知的调整 5
3、 交易结构可能触发上述两种调整的共振 7
3.1、 扰动之一：北上浮盈兑现的压力 7
3.2、 扰动之二：来自公募基金负债端的“不安定”因素 10
4、 基金重仓股的分化 12
5、 风险提示 12

图表目录

图 1： 9 月 3 日至 9 月 9 日，公募基金重仓股出现较大幅度的调整 4
图 2： 8 月以来，我国 10Y 和 1Y 国债到期收益率震荡上行 5
图 3： 美国实际利率近期大幅上行，而与之相关的 ETF 则下跌 5
图 4： 部分北上资金偏好的“核心资产”周度净买入与美国实际利率存在明显的负相关 5
图 5： 部分北上资金偏好的“核心资产”周度股价表现与美国实际利率存在明显的负相关 5
图 6： 2016 年以来，连续 7-8 次入选重仓前 100 的个股主要分布在金融地产以及食品饮料、家电等消费板块，而新晋重仓股主要分布在电子、计算机以及医药等板块 6
图 7： 9 月 3 日至 9 月 9 日，公募基金重仓股大幅调整期间，新晋重仓股的跌幅常常大于连续入选 7-8 次的重仓股（按 0630 基金持仓加权） 6
图 8： 2019 年以来，新晋重仓股的业绩增速好于连续入选 7-8 次的重仓股 7
图 9： 2016 年以来，连续 7-8 次入选重仓前 100 的个股组合（按 0630 基金持仓加权）的 ROE 高于新晋重仓股组合的 ROE，且随着时间变化较为稳定 7
图 10： 陆股通和公募在食品饮料、医药生物、家电以及金融等板块的持仓集中于两者共同重仓的个股 8
图 11： 8 月 25 日以来，对于北上与公募基金共同重仓的个股，北上对共同重仓股的净买入行为与相应个股的算术平均的组合收益率和按照公募持有市值加权的组合收益率均显著正相关，但与按照公募持有市值加权的组合收益率的正相关性更强 8
图 12： 对于公募重仓但北上不重仓的个股，北上的净买入行为与相应个股的算术平均的组合收益率和按照公募持有加权的组合收益率显著正相关，且显著性水平相当 9
图 13： 当截至 T 日收盘，某个行业/个股的 90 日滚动收益率超过 20%或亏损 20%~30%时，北上投资者更倾向于在 T+1 日卖出该行业/个股 9
图 14： 截至 9 月 11 日，北上配置盘/交易盘在北上&公募共同重仓股上的 3 个月滚动收益率分别为 17.57%和 24.34% 10
图 15： 截至 9 月 11 日，北上配置盘/交易盘自 2019 年 4 月 12 日以来在北上&公募共同重仓股上的的累积收益率分别为 49.11%和 84.06% 10
图 16： 从历史上看，当股票型+混合型基金的 3 个月滚动收益率达到 10%以上或者-5%以下时，会有明显的赎回行为 10
图 17： 截至 8 月末股票型基金指数和混合型基金指数的 3 个月滚动收益率分别为 27.41%和 21.88% 10
图 18： 2016 年以来，每月偏股型基金跑赢 HS300 的比例与股票型+混合型基金的净申购行为显著正相关 11
图 19： 但 9 月以来，ETF 并未显著净流出 11

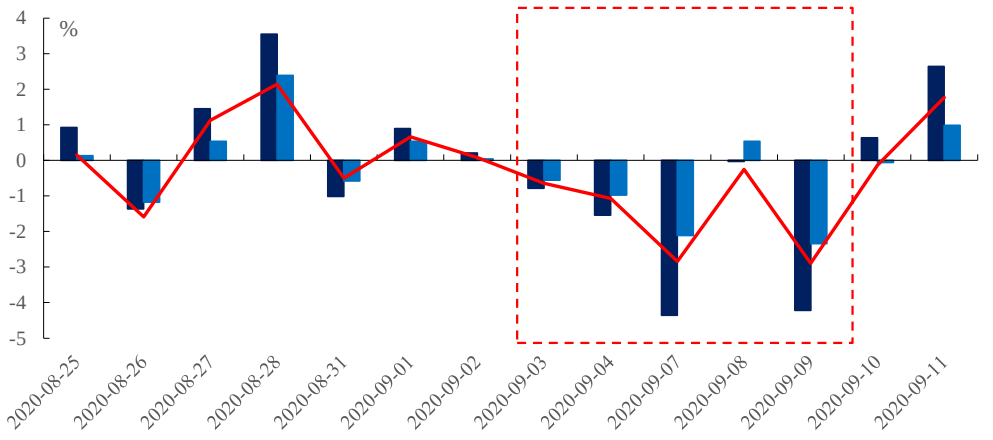
表 1： 截至 2020 年 6 月 30 日，公募基金重仓前 100 个股一览 13

1、 思考：公募重仓股调整背后的逻辑

9 月 3 日至 9 月 9 日，公募基金重仓股出现较大幅度的调整，**按照公募基金 0630 持有市值加权的重仓前 100 的组合收益率开始较大幅度跑输 HS300**，由此产生的一个结果是偏股型基金的整体收益率开始逐步跑输 HS300。9 月 10 日与 9 月 11 日公募前 100 重仓股的组合收益率有所回暖，但偏股型公募基金的整体收益低于前 100 重仓股组合，**这意味着 9 月 10 日与 9 月 11 日公募收益率的回暖更多的是源于前 100 重仓股的反弹，但部分公募基金可能已经出现了调仓和降仓的行为，但重仓股的表现成为近期公募基金净值表现的重要决定因素。**这由此引发了市场的思考：公募基金重仓股的调整是否由此结束。

我们的结论是，当下冒然断定所有重仓股调整结束或者认为要规避所有重仓股，都是过于简单的结论。公募重仓股的未来如何，分化将是大概率的事件，这也是本文将讨论的重点。

图1：9 月 3 日至 9 月 9 日，公募基金重仓股出现较大幅度的调整



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 估值调整的两种形式

从 DDM 出发，在当下盈利并未发生显著恶化的背景下，我们认为，市场调整实际上是市场整体估值下行所致，而估值源于分母端的利率（r）与长期增长的预期(g)。因此，估值的调整无非源于：**1）利率上行或者不确定性上行，导致要求的回报率上升；2）下调长期增长的预期。**

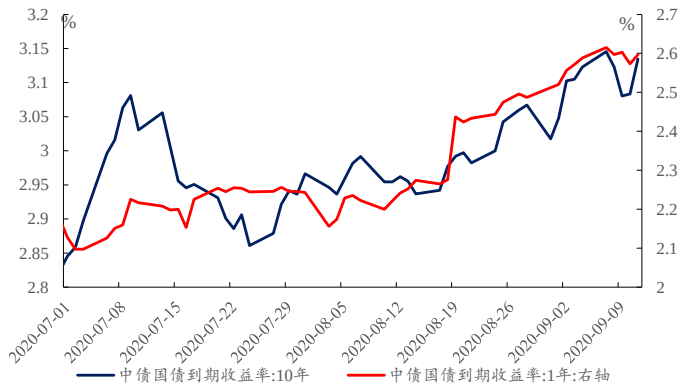
2.1、 形式之一：贴现率的上行

我们认为，**当下分母端贴现率上行主要来源于无风险利率的上行**，风险溢价可能相对稳定。对于国内而言，随着资金脱虚入实，我们可以看到 10Y 与 1Y 国债到期收益率震荡上行；与此同时，当下**美国实际利率进入了阶段性底部，**尽管美联储未出现明显缩表，但伴随疫情控制和经济开始复苏，市场对于全球流动性预期的拐点

正在逐步形成，最终的指示就是预期实际利率开始见底回升，同时**我们发现部分北上资金偏好的“核心资产”与实际利率负相关，这意味着后续这些受益于流动性宽松的资产或板块仍将面临估值下行的压力，这是基金重仓股调整的重要原因之一。**

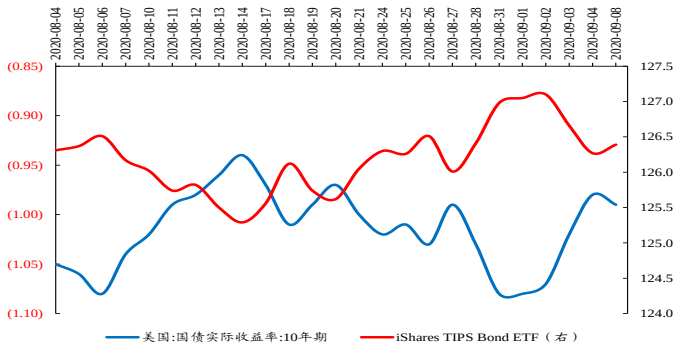
贴现率对于估值的影响是渐进的，幅度有限，如果只是因为利率上行造成，其实短期调整将会临近尾声，长期可能存在小幅压力（如果 10Y 国债突破 3.4%）。

图2：8 月以来，我国 10Y 和 1Y 国债到期收益率震荡上行



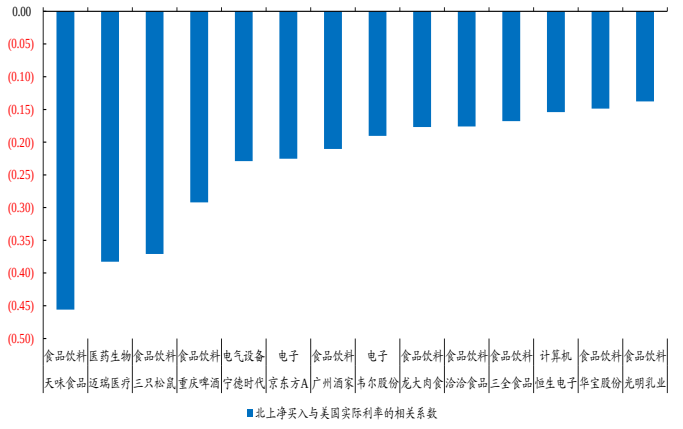
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：美国实际利率近期大幅上行，而与之相关的 ETF 则下跌



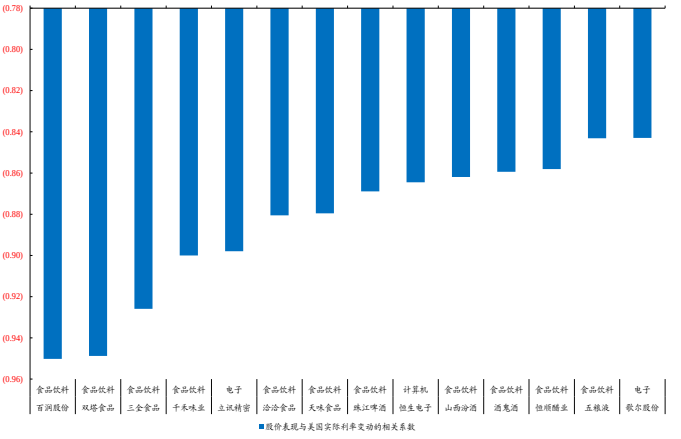
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：部分北上资金偏好的“核心资产”周度净买入与美国实际利率存在明显的负相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：部分北上资金偏好的“核心资产”周度股价表现与美国实际利率存在明显的负相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 形式之二：对长期增长认知的调整

对长期增长认知的调整，可能会成为本轮基金部分重仓股调整的另一重要原因。按照基金年报/半年报公布的全部持股数据，我们将截至 2020 年 6 月 30 日的公募基金前 100 重仓股按照 2016 年以来连续入选前 100 的次数进行分组。我们发现：**连续 7-8 次入选重仓前 100 的个股主要分布在金融地产以及食品饮料、家电等消费板块，而连续 1-2 次入选重仓前 100 的新晋重仓股主要分布在电子、计算机以及医药等成**

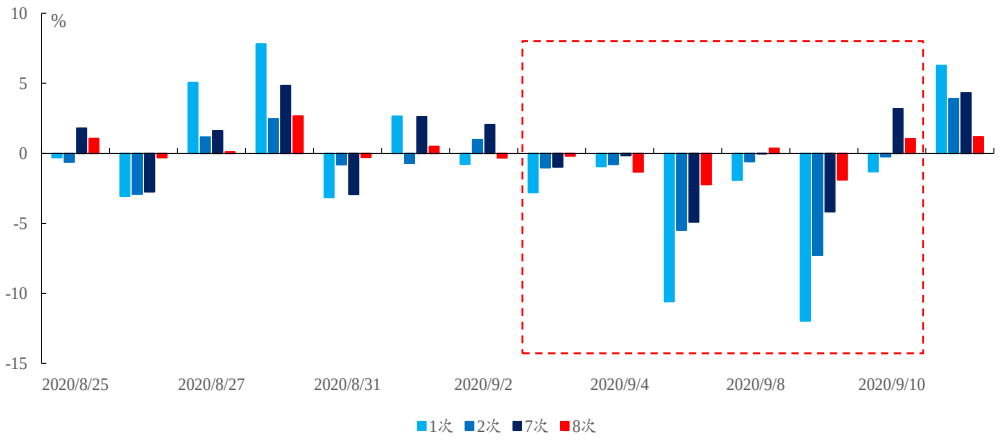
长板块。与此同时，我们看到，本轮基金重仓股调整期间，新晋重仓股的跌幅大于连续入选 7-8 次的重仓股，这意味着：**除了无风险利率上行外，本轮调整背后实际上隐含了对于长期增长的认知的调整，特别是近期市场反思对于“赛道”“转型”与“高成长”的认知，这对于研究认知差较大的新晋重仓股构成了估值定价的调整因素。**

图6：2016 年以来，连续 7-8 次入选重仓前 100 的个股主要分布在金融地产以及食品饮料、家电等消费板块，而新晋重仓股主要分布在电子、计算机以及医药等板块

连续入选公募前100重仓股的次数	1次	2次	3次	4次	5次	6次	7次	8次
传媒		2			1		1	
电气设备			1	2	1		1	
电子	6	7						2
房地产								2
非银金融				2	1			3
化工								1
机械设备						1		
计算机	5	2		1	1			
家用电器	1						1	2
建筑材料			1				1	
建筑装饰								1
交通运输	2						1	
农林牧渔				2				
汽车	1							
商业贸易				1			1	
食品饮料	1	1	3	1		1		4
通信	1			1				
休闲服务					1		1	
医药生物	8	2		3	2			3
银行		1		1				4
有色金属	1	1						
综合	1							

数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：9 月 3 日至 9 月 9 日，公募基金重仓股大幅调整期间，新晋重仓股的跌幅常常大于连续入选 7-8 次的重仓股（按 0630 基金持仓加权）

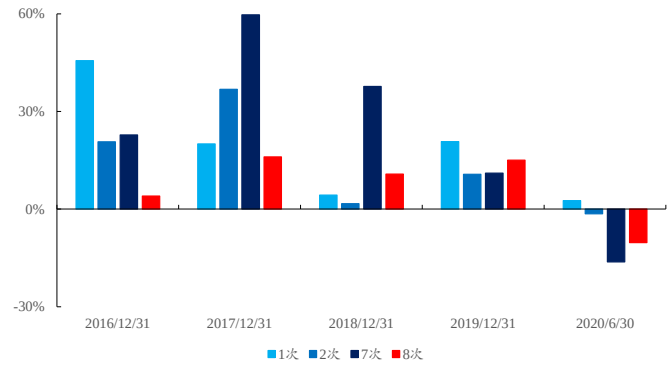


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：截至 2020/06/30，连续入选 1-2 次重仓股的为新晋重仓股

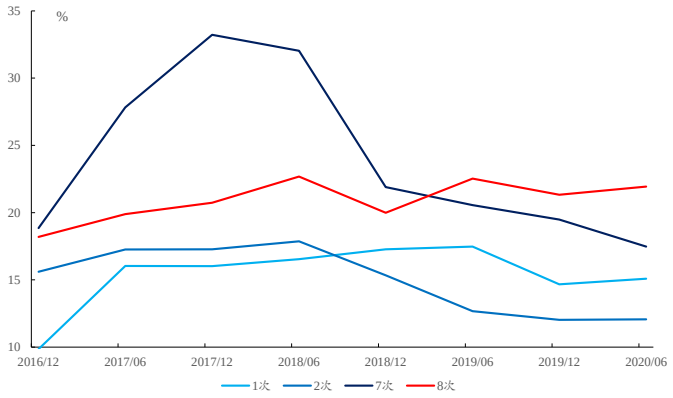
而通过对比各个分组的净利润增速和 ROE 来看，我们发现：2019 年以来新晋重仓股的业绩增速好于连续入选 7-8 次的重仓股，但连续入选 7-8 次的重仓股的 ROE 始终高于新晋重仓股且始终较为平稳。这意味着，**对于长期重仓股而言，当下并未出现盈利能力的显著改变，除非出现业绩超预期下行，否则因调整长期成长性认知的估值下降可能不会是系统性的。而对于新晋重仓股而言，业绩的短期占优以及“线性外推”带来的认知上的成长性成为入选重仓股的理由，而当下随着流动性收紧，市场也在重新审视对新晋重仓股长期增长预期的合理性。本轮基金重仓股调整期间，新晋重仓股的跌幅大于长期重仓股便是一个较好的印证。**

图8：2019 年以来，新晋重仓股的业绩增速好于连续入选 7-8 次的重仓股



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2016 年以来，连续 7-8 次入选重仓前 100 的个股组合（按 0630 基金持仓加权）的 ROE 高于新晋重仓股组合的 ROE，且随着时间变化较为稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：截至 2020/06/30，连续入选 1-2 次重仓股的为新晋重仓股

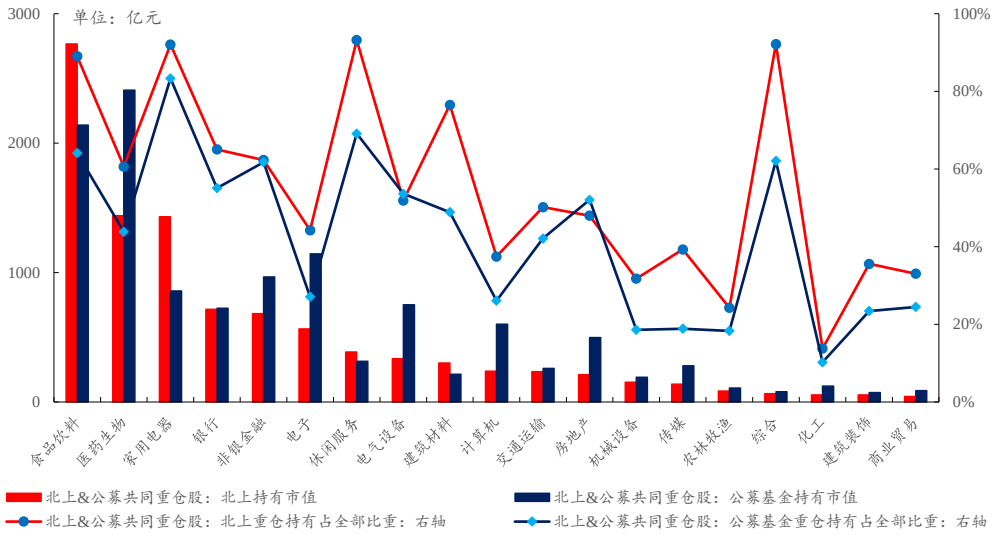
3、 交易结构可能触发上述两种调整的共振

在海内外无风险利率上行+对重仓股特别是新晋重仓的重新认知下，交易结构上进行了相应的修正。包括：1）外资行为对基金重仓股的冲击；2）公募基金负债端本身的“不安定因素”对基金重仓股的冲击。

3.1、 扰动之一：北上浮盈兑现的压力

对于公募基金的大部分重仓股，北上投资者也有较强的定价能力，北上卖出行为会成为“相对收益落后”的边际因素。陆股通与公募基金的前 100 重仓股中有 58 只为共同持有，且陆股通和公募在食品饮料、医药生物、家电以及金融等板块的持仓集中于两者共同重仓的个股。我们发现，**北上和陆股通共同重仓的个股，北上资金的净买入行为能较为显著的影响相关个股的组合收益率，并且能够更加显著的影响公募基金的净值收益率。**

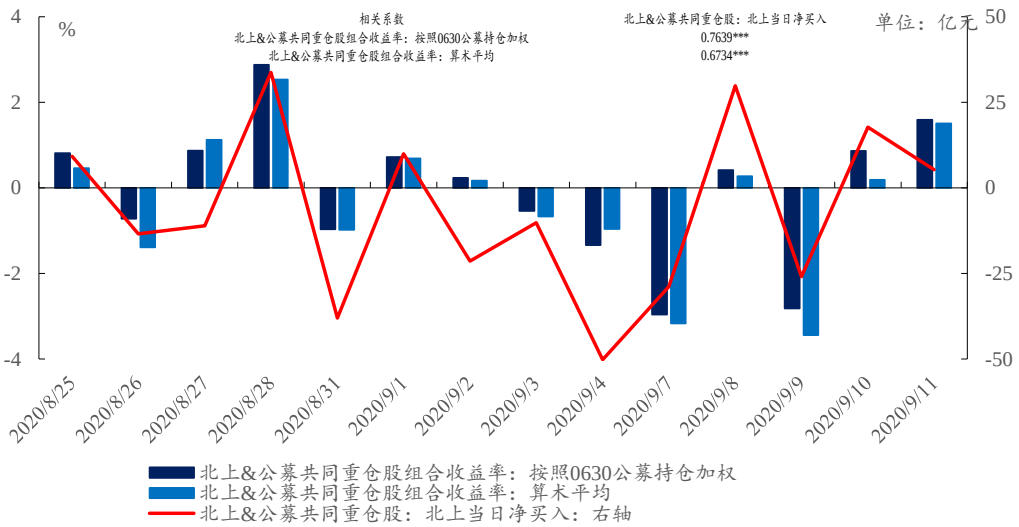
图10：陆股通和公募在食品饮料、医药生物、家电以及金融等板块的持仓集中于两者共同重仓的个股



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：具体算法见 0913 周报《顺周期：不只是防守》

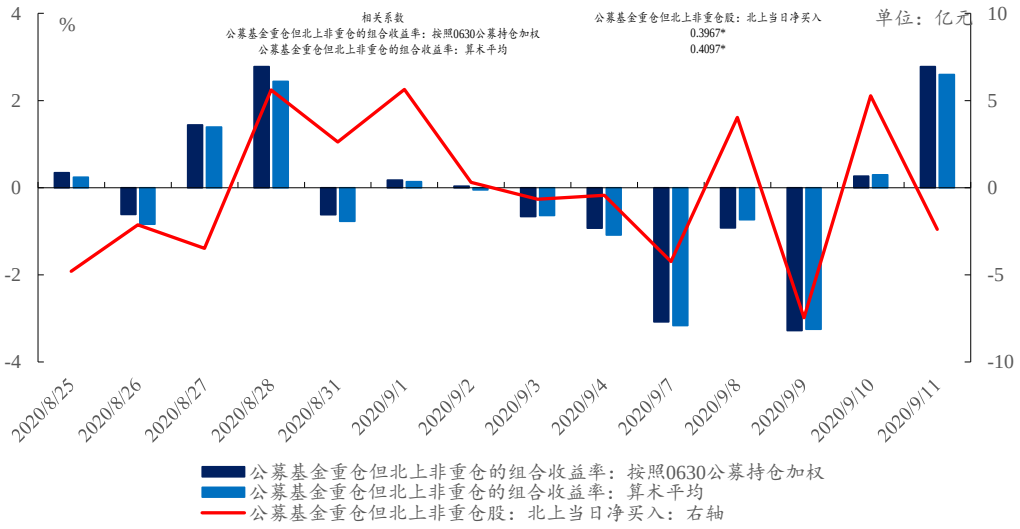
图11：8 月 25 日以来，对于北上与公募基金共同重仓的个股，北上对共同重仓股的净买入行为与相应个股的算术平均的组合收益率和按照公募持有市值加权的组合收益率均显著正相关，但与按照公募持有市值加权的组合收益率的正相关性更强



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：***表示在 1%显著性水平下显著。

图12：对于公募重仓但北上不重仓的个股，北上的净买入行为与相应个股的算术平均的组合收益率和按照公募持有加权的组合收益率显著正相关，且显著性水平相当

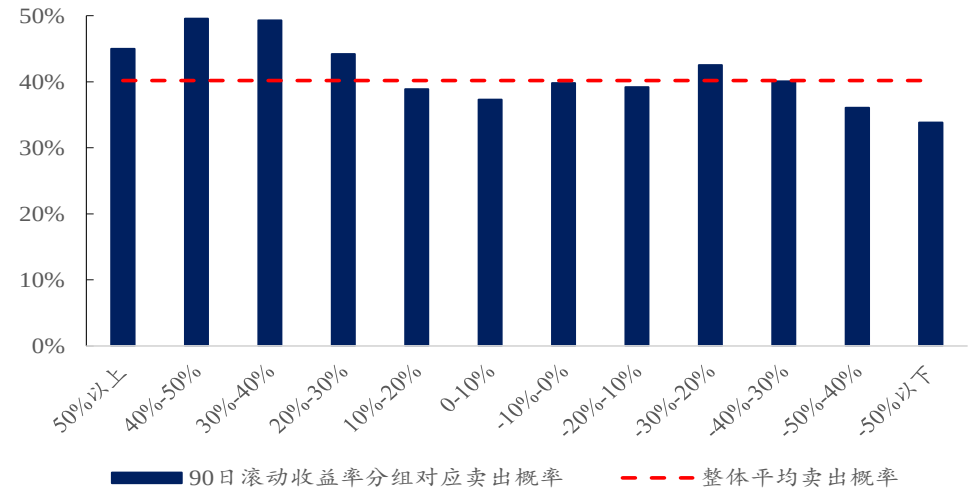


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：*表示在 10%显著性水平下显著。

我们在周报《最好的进攻，最强的防守》提到：**每当截至 T 日收盘，某个行业/个股的 3 个月滚动收益率超过 20%或亏损 20%~30%时，北上投资者更倾向于在 T+1 日卖出该行业/个股。**而截至 9 月 11 日，北上配置盘/交易盘在北上&公募共同重仓股上的 3 个月滚动收益率分别为 17.57%和 24.34%，而对于配置型资金而言，虽然 3 个月滚动收益率并未超过 20%，但考虑到配置型资金本身换手率较低且自 2019 年 4 月以来在北上&公募共同重仓股上的累积浮盈已达 49.11%，**这意味着：当下北上配置型/交易型资金均仍有较大的卖出北上&公募共同重仓股以兑现利润的动机，而全球实际利率见底和对长期增长预期的修正可能成为背后的重要触发剂，这意味着基金重仓股的调整可能尚未结束。**

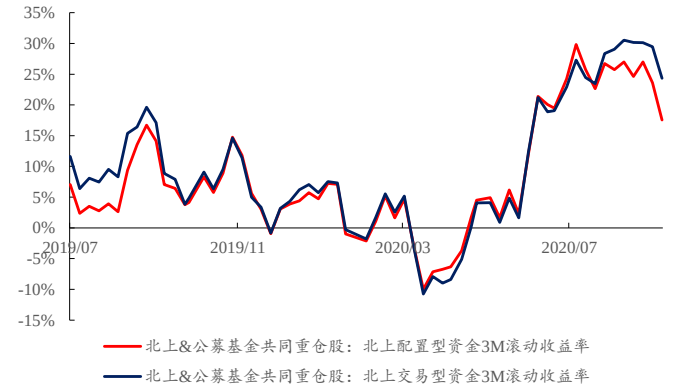
图13：当截至 T 日收盘，某个行业/个股的 90 日滚动收益率超过 20%或亏损 20%~30%时，北上投资者更倾向于在 T+1 日卖出该行业/个股



数据来源：Wind、开源证券研究所

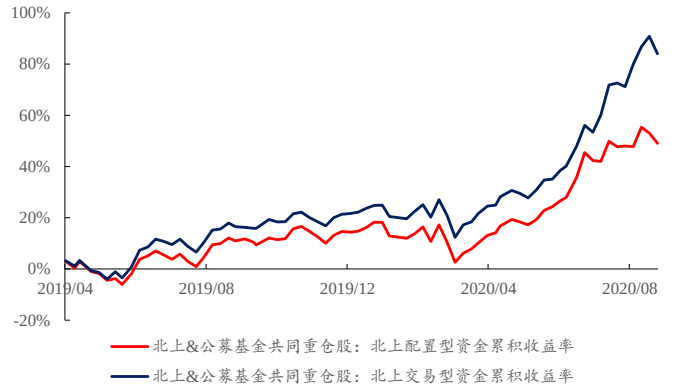
注：具体算法见 0906 周报《最好的进攻，最强的防守》

图14：截至 9 月 11 日，北上配置盘/交易盘在北上&公募共同重仓股上的 3 个月滚动收益率分别为 17.57%和 24.34%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：截至 9 月 11 日，北上配置盘/交易盘自 2019 年 4 月 12 日以来在北上&公募共同重仓股上的的累积收益率分别为 49.11%和 84.06%



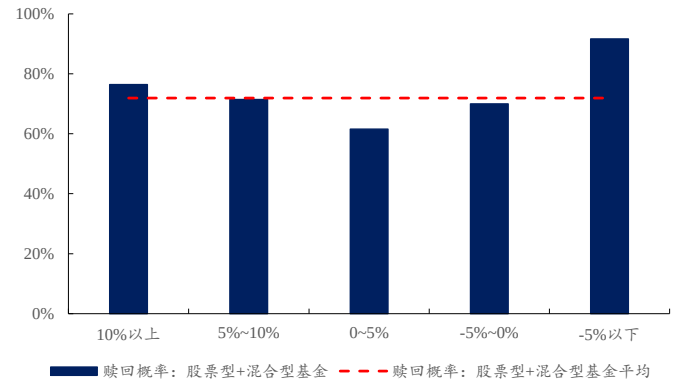
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：累积收益率的计算起点为 2019/04/12

3.2、 扰动之二：来自公募基金负债端的“不安定”因素

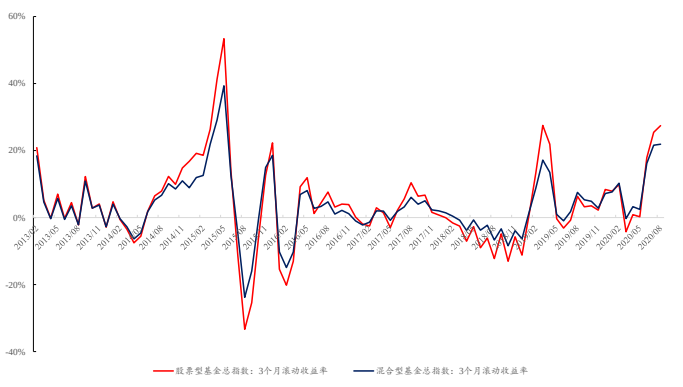
以史为鉴，当下公募基金负债端浮盈兑现的压力已经出现，但是高频数据尚未现端倪。从历史上看，当股票型+混合型基金的 3 个月滚动收益率达到 10%以上或者-5%以下时，会有明显的赎回行为，而截至 8 月末从股票型基金指数和混合型基金指数的 3 个月滚动收益率分别为 27.41%和 21.88%，这意味当下基金可能面临着较大的散户赎回的压力。**乐观的信息是，我们跟踪的个人高比例持有的 ETF 高频数据上尚未出现大幅净赎回，目前居民对于基金赎回的压力还未出现。**

图16：从历史上看，当股票型+混合型基金的 3 个月滚动收益率达到 10%以上或者-5%以下时，会有明显的赎回行为



数据来源：Wind、开源证券研究所

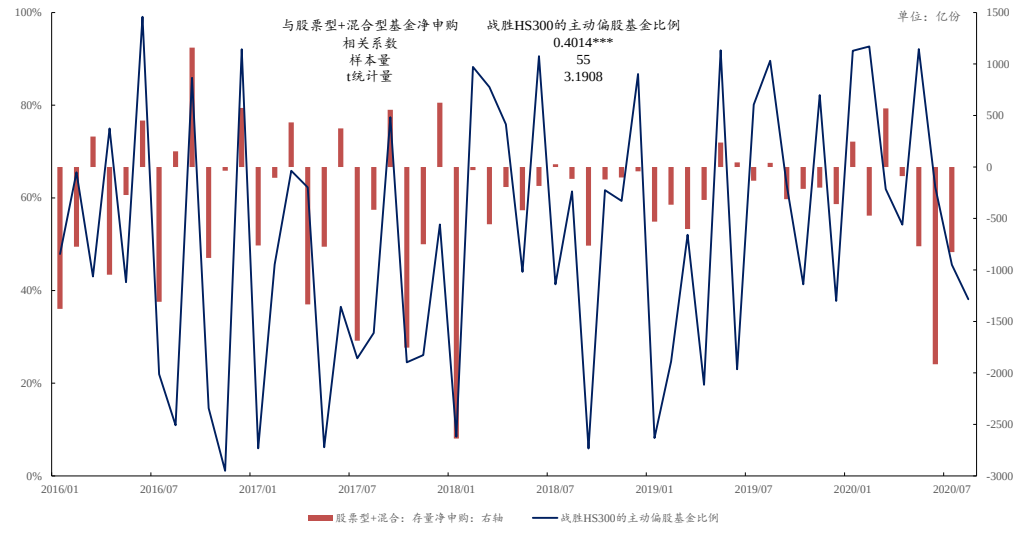
图17：截至 8 月末股票型基金指数和混合型基金指数的 3 个月滚动收益率分别为 27.41%和 21.88%



数据来源：Wind、开源证券研究所

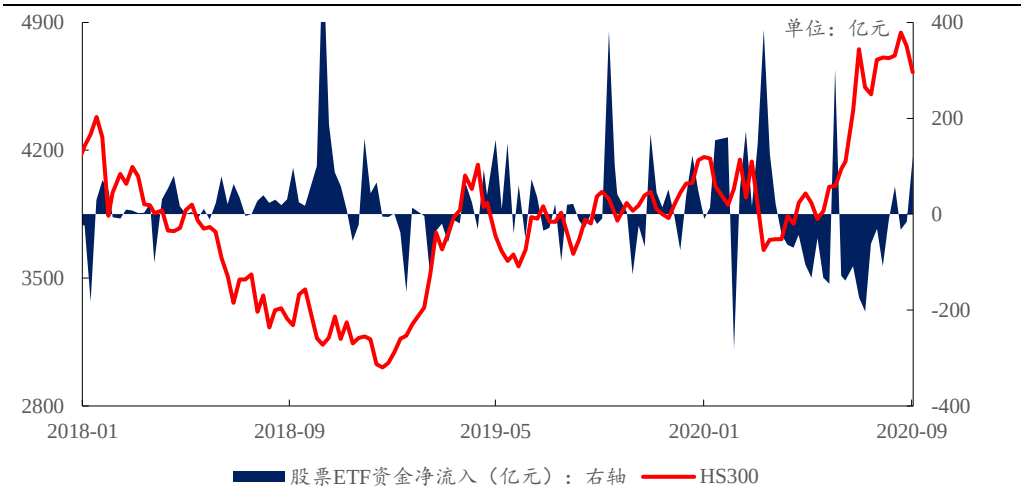
我们在重构的博弈二《A 股机构化的理想与现实》中提到，**居民配置基金或者股票的短期逻辑其实还是赚钱效应。**同时我们看到：2016 年以来，每月偏股型基金跑赢 HS300 的比例与股票型+混合型基金的净申购行为显著正相关。这意味着：**不只是绝对收益，相对于 HS300 等指数的相对收益也会成为居民买卖基金的理由。**根据前文的论述，我们知道，当下公募基金重仓股的组合收益率是决定公募基金近期净值表现的重要决定因素。**这意味着：一方面，在当下基金赚钱效应减弱以及北上开始逐步兑现利润的背景下，个人投资者有较大的动机兑现浮盈；另一方面，随着基金重仓股本身的调整，基金净值收益率可能跑输 HS300 等指数，这也将构成散户赎回基金的重要触发因素。而当下并未出现明显的个人投资者兑现浮盈的行为，这指示着基金未来将会面临较大的赎回压力，从另一个角度看，基金重仓股的调整可能尚未结束。而新晋重仓股，由于认知的修正而可能会遭受更大的调整。**

图18：2016 年以来，每月偏股型基金跑赢 HS300 的比例与股票型+混合型基金的净申购行为显著正相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：9 月以来，ETF 并未显著净流出



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 基金重仓股的分化

站在当下，由于过去 8 个月的流动性的正向循环即将面临考验，对于全市场专业投资者而言，即将面临的困境是：定价权可能掌握在对市场相对不了解的投资者手中（个人基金持有者为代表）。这将导致专业投资者面临组合资产取舍的选择，我们认为可能的情景是：

对于消费类为代表的核心资产而言，例如“海天味业”，只要盈利继续兑现，估值的压力只来自于无风险利率上行，调整则即将接近尾声。但是一旦此类资产出现增速预期的调整或者盈利不及预期，下行压力可以参考 2018 年的贵州茅台。

对于新晋重仓股而言，大多数新晋重仓资产依赖于远期增长和疫情受益，其估值严重依赖于流动性宽松，而随着流动性边际收紧，其估值压力可能并不只是源于流动性收紧本身，更重要的是来源于对长期增长预期的修正。流动性的反向冲击引发的市场对于流动性的重新认知，可能将由“最不懂基本面”的投资者打响第一枪（比如趋势交易的两融资金，或者因为收益率较高而买入基金的个人投资者）。

对于周期成长股而言，经济复苏下基本面弹性相对更大，可能被抱团出现进一步上涨，**当然 PB/ROE 角度衡量风险收益比同样重要。**

部分底仓品种，多为价值品种（例如低杠杆地产龙头），可能也会出现类似的防御型抱团或者类现金逻辑。

结构调整还会继续，公募重仓股的调整不是结束，而是分化的开始。

5、 风险提示

中美摩擦加剧；疫情超预期恶化；国内经济下行超预期；测算误差

表1：截至 2020 年 6 月 30 日，公募基金重仓前 100 个股一览

代码	名称	行业	板块	连续入选次数（依据年报/半年报）	是否与北上共同持有	公募基金持有市值（截至20200630，亿元）
600519.SH	贵州茅台	食品饮料	主板	8	是	893.47
002475.SZ	立讯精密	电子	中小企业板	8	是	631.57
000858.SZ	五粮液	食品饮料	主板	8	是	606.41
600276.SH	恒瑞医药	医药生物	主板	8	是	446.68
601318.SH	中国平安	非银金融	主板	8	是	421.40
000661.SZ	长春高新	医药生物	主板	8	是	417.50
000333.SZ	美的集团	家用电器	主板	8	是	316.94
600036.SH	招商银行	银行	主板	8	是	297.27
000002.SZ	万科 A	房地产	主板	8	是	281.55
000651.SZ	格力电器	家用电器	主板	8	是	268.62
600887.SH	伊利股份	食品饮料	主板	8	是	232.23
600048.SH	保利地产	房地产	主板	8	是	216.23
000568.SZ	泸州老窖	食品饮料	主板	8	否	211.25
600030.SH	中信证券	非银金融	主板	8	是	198.99
300015.SZ	爱尔眼科	医药生物	创业板	8	是	190.28
002415.SZ	海康威视	电子	中小企业板	8	是	179.11
002142.SZ	宁波银行	银行	中小企业板	8	是	130.06
601688.SH	华泰证券	非银金融	主板	8	是	128.14
601166.SH	兴业银行	银行	主板	8	是	123.85
600309.SH	万华化学	化工	主板	8	是	121.93
601398.SH	工商银行	银行	主板	8	是	90.66
601668.SH	中国建筑	建筑装饰	主板	8	是	72.69
601888.SH	中国中免	休闲服务	主板	7	是	313.68
601012.SH	隆基股份	电气设备	主板	7	是	300.05
002127.SZ	南极电商	商业贸易	中小企业板	7	否	130.63
600690.SH	海尔智家	家用电器	主板	7	是	109.62
002027.SZ	分众传媒	传媒	中小企业板	7	是	106.50
600009.SH	上海机场	交通运输	主板	7	是	102.94
600585.SH	海螺水泥	建筑材料	主板	7	是	95.82
600031.SH	三一重工	机械设备	主板	6	是	191.68
002304.SZ	洋河股份	食品饮料	中小企业板	6	是	90.77
300059.SZ	东方财富	非银金融	创业板	5	是	217.74
300413.SZ	芒果超媒	传媒	创业板	5	否	207.66
002410.SZ	广联达	计算机	中小企业板	5	是	144.74
300347.SZ	泰格医药	医药生物	创业板	5	是	115.23
300124.SZ	汇川技术	电气设备	创业板	5	是	112.35
002044.SZ	美年健康	医药生物	中小企业板	5	否	98.86
300144.SZ	宋城演艺	休闲服务	创业板	5	否	78.42
300750.SZ	宁德时代	电气设备	创业板	4	是	339.35
300760.SZ	迈瑞医疗	医药生物	创业板	4	是	335.45
600570.SH	恒生电子	计算机	主板	4	是	234.72

代码	名称	行业	板块	连续入选次数（依据年报/半年报）	是否与北上共同持有	公募基金持有市值（截至20200630，亿元）
000063.SZ	中兴通讯	通信	主板	4	否	180.06
600438.SH	通威股份	电气设备	主板	4	否	127.40
600763.SH	通策医疗	医药生物	主板	4	否	124.85
002311.SZ	海大集团	农林牧渔	中小企业板	4	否	123.44
002007.SZ	华兰生物	医药生物	中小企业板	4	是	113.25
002714.SZ	牧原股份	农林牧渔	中小企业板	4	是	107.98
601933.SH	永辉超市	商业贸易	主板	4	是	86.88
600837.SH	海通证券	非银金融	主板	4	否	84.30
000001.SZ	平安银行	银行	主板	4	是	82.75
603288.SH	海天味业	食品饮料	主板	4	是	78.74
601211.SH	国泰君安	非银金融	主板	4	否	70.48
300014.SZ	亿纬锂能	电气设备	创业板	3	否	230.82
600809.SH	山西汾酒	食品饮料	主板	3	是	155.25
002271.SZ	东方雨虹	建筑材料	中小企业板	3	是	118.23
000596.SZ	古井贡酒	食品饮料	主板	3	否	88.77
000860.SZ	顺鑫农业	食品饮料	主板	3	否	77.47
603259.SH	药明康德	医药生物	主板	2	是	299.42
603986.SH	兆易创新	电子	主板	2	否	240.38
300601.SZ	康泰生物	医药生物	创业板	2	是	186.18
600703.SH	三安光电	电子	主板	2	否	178.71
002555.SZ	三七互娱	传媒	中小企业板	2	是	173.60
688111.SH	金山办公	计算机	科创板	2	否	147.99
002624.SZ	完美世界	传媒	中小企业板	2	否	138.97
002241.SZ	歌尔股份	电子	中小企业板	2	是	134.05
000725.SZ	京东方 A	电子	主板	2	是	113.04
300136.SZ	信维通信	电子	创业板	2	否	104.91
601658.SH	邮储银行	银行	主板	2	否	100.12
601899.SH	紫金矿业	有色金属	主板	2	否	97.81
603517.SH	绝味食品	食品饮料	主板	2	否	88.51
603501.SH	韦尔股份	电子	主板	2	是	87.07
002384.SZ	东山精密	电子	中小企业板	2	否	82.93
000977.SZ	浪潮信息	计算机	主板	2	否	79.41
002050.SZ	三花智控	家用电器	中小企业板	1	是	162.05
002352.SZ	顺丰控股	交通运输	中小企业板	1	是	155.59
600588.SH	用友网络	计算机	主板	1	是	132.96
300122.SZ	智飞生物	医药生物	创业板	1	是	127.87
300661.SZ	圣邦股份	电子	创业板	1	否	125.24
002460.SZ	赣锋锂业	有色金属	中小企业板	1	否	115.00
002821.SZ	凯莱英	医药生物	中小企业板	1	否	114.72
600529.SH	山东药玻	医药生物	主板	1	否	105.88
002371.SZ	北方华创	电子	中小企业板	1	否	105.80
300529.SZ	健帆生物	医药生物	创业板	1	否	104.69

代码	名称	行业	板块	连续入选次数（依据年报/半年报）	是否与北上共同持有	公募基金持有市值（截至20200630，亿元）
300142.SZ	沃森生物	医药生物	创业板	1	是	102.11
600745.SH	闻泰科技	电子	主板	1	否	97.42
000938.SZ	紫光股份	计算机	主板	1	否	90.65
300253.SZ	卫宁健康	计算机	创业板	1	否	89.89
600521.SH	华海药业	医药生物	主板	1	否	89.60
300454.SZ	深信服	计算机	创业板	1	是	88.53
300433.SZ	蓝思科技	电子	创业板	1	否	86.09
600584.SH	长电科技	电子	主板	1	否	83.77
000895.SZ	双汇发展	食品饮料	主板	1	是	83.33
300012.SZ	华测检测	综合	创业板	1	是	79.68
000100.SZ	TCL 科技	电子	主板	1	否	76.82
601816.SH	京沪高铁	交通运输	主板	1	否	76.79
603882.SH	金域医学	医药生物	主板	1	是	76.26
603658.SH	安图生物	医药生物	主板	1	否	76.20
603019.SH	中科曙光	计算机	主板	1	否	72.02
002594.SZ	比亚迪	汽车	中小企业板	1	否	71.47
300628.SZ	亿联网络	通信	创业板	1	否	70.25

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：本表仅用于数据测算，不用作任何投资建议。

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