

方正证券研究所证券研究报告

市场及行业观察

策略研究

2019.06.23

分析师：胡国鹏

执业证书编号：S1220514080001

TEL：15210653408

Email：huguopeng@foundersc.com

分析师：郑小霞

执业证书编号：S1220512080002

TEL：13391921291

Email：zhengxiaoxia@foundersc.com

分析师：袁稻雨

执业证书编号：S1220519030001

TEL：13691353139

Email：yuandaoyu@foundersc.com

联系人：**刘超**

TEL：13269985073

E-mail：liuchao5@foundersc.com

相关研究：

2019.01.27 《当前市场环境和 2012 年有何异同》

2019.02.24 《再论 2012 年春季躁动与终结》

感谢实习生方静仪、李婧媛、樊启明在资料整理、数据分析中做出的贡献！

请务必阅读最后特别声明与免责条款

核心结论

(1) 从经济走势和市场走势看，今年都与 2012 年十分相似，即年初和年尾有机会，中间机会不明显，目前阶段类似于 2012 年第三季度的抱团取暖阶段，投资者抱团消费和金融等价值蓝筹龙头；(2) 从 2012 年抱团取暖的经验看，不同行业抱团瓦解的时间多不相同，但整体看抱团时间几乎跨越了整个下跌期；(3) 抱团的最终结果取决于真实业绩与业绩预期的预期差；(4) 抱团成功案例很少，12 年仅 11 例，要求个股业绩表现始终持续符合或好于预期，并贯彻完整下跌期；(5) 抱团阶段性成功后被瓦解，最核心的原因是业绩被证伪，如 12 年 7 月中旬房地产行业，或对未来业绩的良好预期被扭转恶化，如 12 年 11 月的白酒塑化剂事件。

摘要

1、今年行情走势与 2012 年十分类似，当前阶段类似于 2012 年第三季度的抱团取暖阶段。从经济走势及预期看，2012 年前三季度经济增速一路下滑，四季度反弹。而从今年二季度的高频数据看，二季度经济增速下滑较为确定，目前对于三季度继续滑落的预期也十分强烈；从市场走势看，今年同 2012 年一样经历了一轮“春季躁动”行情，同样出于对经济的担忧，行情结束并陷入下滑；从当前阶段看，目前市场抱团情绪明显，以消费和金融等价值蓝筹龙头为主，这类似于 2012 年的第三季度抱团取暖的情况。总的来看，今年的机会在年头和年尾，中间机会不明显，正在经历抱团取暖。

2、2012 年抱团取暖直到经济出现复苏迹象前才结束。2012.05 月开始下跌至 2012.12 月反弹前这期间，市场共有 73 家公司发生过抱团行为。抱团公司主要集中在：(1) 房地产产业链，始于政策放松，结束于 2 季度个股业绩被普遍证伪，抱团时间跨越 5 月到 7 月中旬；(2) 非银金融，始于温州金改和连续降准降息，结束于行情惨淡导致业绩在 2 季度被证伪，时间跨越 5 月到 7 月；(3) 食品饮料，始于景气度提升，终结于 11 月塑化剂事件导致市场对未来业绩预期被扭转，时间跨越从 5 月到 11 月初；(4) 医药生物，始于政策从压制偏紧转向缓和，抱团时间跨越 5 月到 11 月初。

3、机构行为、抱团考虑、结果成败的影响核心皆在龙头个股基本面。基于对个股业绩的良好预期是产生抱团行为背后的共同原因，但实际业绩表现与业绩预期的不同关系会产生三种抱团结果：(1) 抱团成功，2012 年仅有 11 只个股抱团成功，最本质的原因在于个股业绩持续释放，在整个下跌周期都在不断改善。(2) 抱团失败，有 17 只个股，共同的原因在

于业绩被不断被证伪。(3) 阶段性成功后抱团被瓦解，有 45 只个股，抱团被瓦解的最重要原因仍在于业绩不及预期，被证伪，或者对未来良好的业绩预期被扭转恶化。

风险提示：对比研究的局限性、抱团个股或行业情况发生巨大变化、经济出现超预期下滑、外围市场转向、中美关系波澜反复等。

目录

1	抱团取暖会持续吗？	5
1.1	今年行情类似 2012 年，目前正经历抱团取暖阶段	5
1.1.1	今年机会在年头和年尾，中间机会不明显，存在结构性行情	5
1.1.2	目前阶段类似 2012 年第三季度，上演“抱团取暖”	6
1.2	弱市行情下，机构倾向于“抱团取暖”	7
1.3	业绩是决定抱团结果和机构行为最核心的考量	10
1.3.1	抱团成功	10
1.3.2	抱团失败	11
1.3.3	抱团阶段性成功后瓦解	13
2	三因素关键变化跟踪及首选行业	17
2.1	经济、流动性、风险偏好三因素跟踪的关键变化	17
2.2	六月行业配置：首选通信、电气设备、食品饮料	18
3	方正证券研究所重点行业及公司追踪	20
3.1	百年高盛：我国券商从制度到业务的空间	20
3.2	三七互娱：回购股份用于员工激励，彰显团队信心	22

图表目录

图表 1:	2019 年经济走势预期与 2012 年类似.....	5
图表 2:	2019 年截至目前行情与 2012 年类似.....	6
图表 3:	目前行情正上演“抱团取暖”	6
图表 4:	2012 年抱团主要集中在医药生物、非银金融、电子及房地产产业链.....	7
图表 5:	2012 年 5-12 月抱团名单（1）	8
图表 6:	2012 年 5-12 月抱团名单（2）	9
图表 7:	抱团成功的必须条件是业绩持续好转	10
图表 8:	11 只抱团成功个股的市场表现	11
图表 9:	业绩持续被证伪，导致短期内很快抱团瓦解.....	12
图表 10:	17 只抱团失败个股的市场表现.....	12
图表 11:	抱团阶段性成功后瓦解的公司名单（1）	14
图表 12:	抱团阶段性成功后瓦解的个股市场表现（1）	15
图表 13:	抱团阶段性成功后瓦解的公司名单（2）	16
图表 14:	抱团阶段性成功后瓦解的个股市场表现（2）	16
图表 15:	6 月重点看好行业及标的	19
图表 16:	6 月行业配置表	20

1 抱团取暖会持续吗？

1.1 今年行情类似 2012 年，目前正经历抱团取暖阶段

1.1.1 今年机会在年头和年尾，中间机会不明显，存在结构性行情

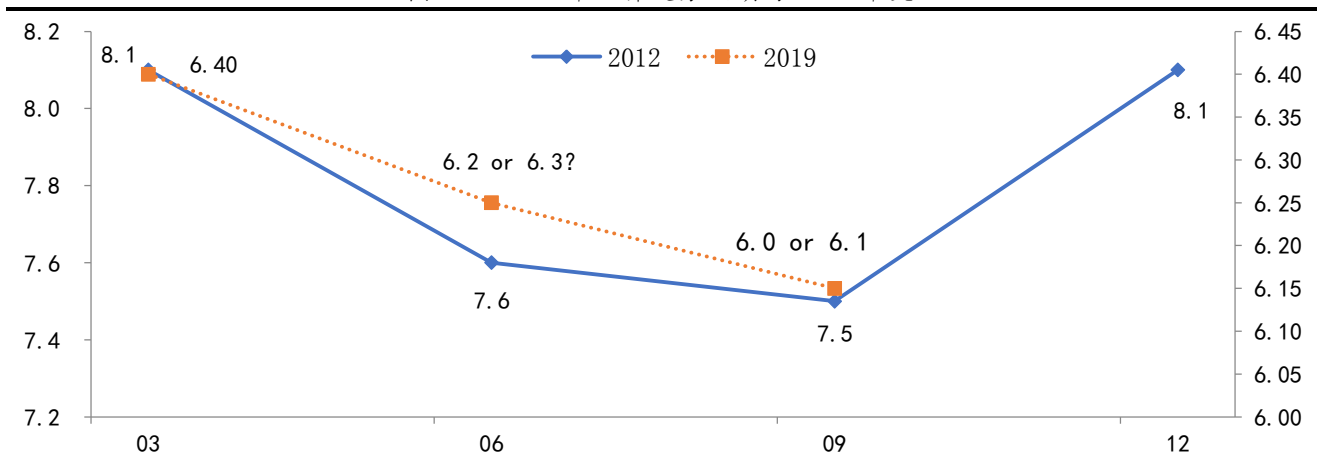
到目前为止，无论是经济形势走势和预期还是市场行情演绎都与 2012 年情况极其相似：

从经济基本面层面看，2012 年一季度经济增速 8.1%，二季度出现较大滑落至 7.6%，三季度继续小幅滑落至 7.5%，四季度经济回升至 8.1%。而 2019 年一季度经济取得开门红增速为 6.4%，但从 4、5 月份的几乎各项经济数据都出现了下滑的情况来看，二季度经济几乎确定性的面临下行压力，增速预计在 6.2-6.3%，此外随着美国 2500 亿关税加征 25% 税率和房地产开发投资高位下行压力，三季度的经济仍然存在着继续下行的压力和普遍预期，而展望今年四季度，在 6 月底 G20 会议两国元首会面结果水落石出后，7 月政治局会议将对下半年经济重新定调，从目前的下行压力来看，预计将出台更多力度更大的托底稳增长措施，效力预计会在四季度显现，因此我们初步预计四季度经济可能会出现一定程度的小幅回升。全年经济走势及预期与 2012 年相似。

从市场行情演绎来看，受益年初政策宽松和中美紧张贸易关系阶段性缓和，进入 2019 年 A 股上演了一场“春季躁动”行情，躁动行情一直持续到了 4 月中旬，随后在政策重回收紧趋势和中美贸易关系再现波澜重回对抗的影响下，风险偏好受抑，市场下跌至今。再比较 2012 年，当年初同样也出现了一波“春季躁动”，直到 5 月中旬开始市场陷入持续下跌至 11 月底。

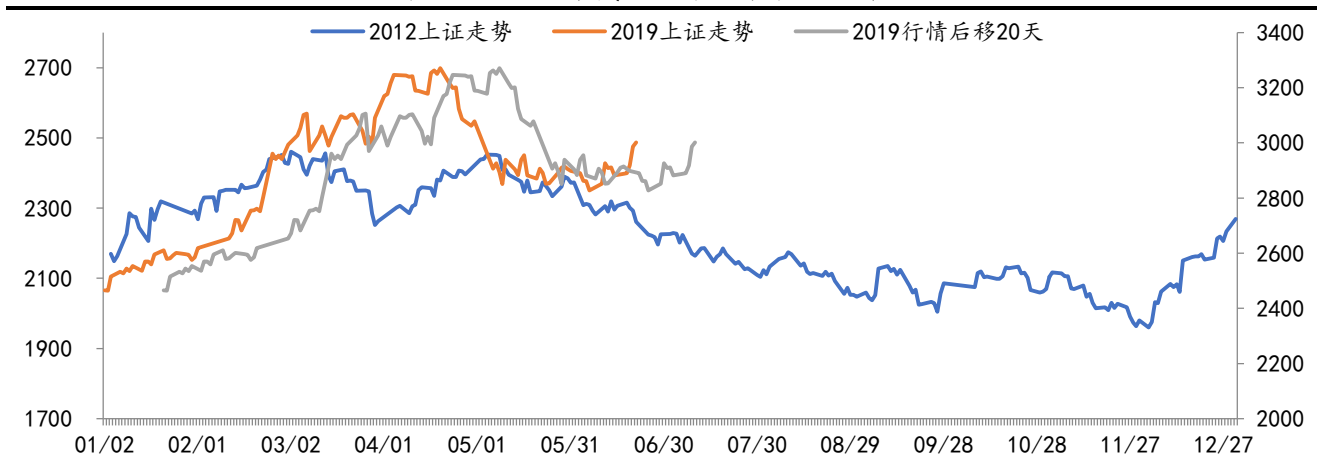
总体来看，今年的机会在于年头和年尾。随着 4 季度经济有望出现回升，市场盈利业绩和偏好预期都有望出现好转，届时可能将孕育一波年尾机会。我们之前曾发布过两篇报告来论述今年市场和 2012 年市场的相似性（详情请见 2019.01.27 日的《当前市场环境和 2012 年有何异同》和 2019.02.24 日的《再论 2012 年春季躁动与终结》）。

图表1： 2019 年经济走势预期与 2012 年类似



资料来源：wind、方正证券研究所

图表2： 2019 年截至目前行情与 2012 年类似



资料来源：wind、方正证券研究所

1.1.2 目前阶段类似 2012 年第三季度，上演“抱团取暖”

就目前行情的演绎程度，市场上存在着“抱团取暖”的情绪，目前抱团主要集中在消费和金融等价值蓝筹龙头上。抱团取暖的情形曾在 2012 年 5—11 月期间也出现过，因此，本篇报告作为 2012 年行情研究系列的第三篇，将重点研究梳理 2012 年“抱团取暖”的开启、演绎和结束。

图表3： 目前行情正上演“抱团取暖”

股票简称	4 月 20 以来 涨跌幅 (%)	总市值 十亿	申万行业	股票简称	4 月 20 以来 涨跌幅 (%)	总市值 十亿	申万行业
招商银行	4.69	947.18	银行	苏泊尔	1.11	63.39	家用电器
中国平安	2.57	1566.48	非银金融	中国国旅	8.14	166.04	休闲服务
中国人保	2.71	374.08	非银金融	永辉超市	15.96	101.54	商业贸易
华泰证券	6.30	190.24	非银金融	晨光文具	18.55	38.59	轻工制造
贵州茅台	2.49	1226.43	食品饮料	新希望	26.64	74.62	农林牧渔
五粮液	13.08	438.54	食品饮料	用友网络	8.92	67.20	计算机
海天味业	18.80	275.82	食品饮料	中公教育	10.41	84.19	传媒
伊利股份	3.79	197.06	食品饮料	中联重科	11.65	44.81	机械设备
泸州老窖	9.63	111.03	食品饮料	上海机场	17.55	150.77	交通运输
恒瑞医药	2.25	291.46	医药生物	长江电力	5.13	387.86	公用事业
迈瑞医疗	23.98	191.48	医药生物	山东黄金	31.39	79.56	有色金属
爱尔眼科	16.84	93.57	医药生物	北方稀土	14.58	47.16	有色金属

资料来源：wind、方正证券研究所

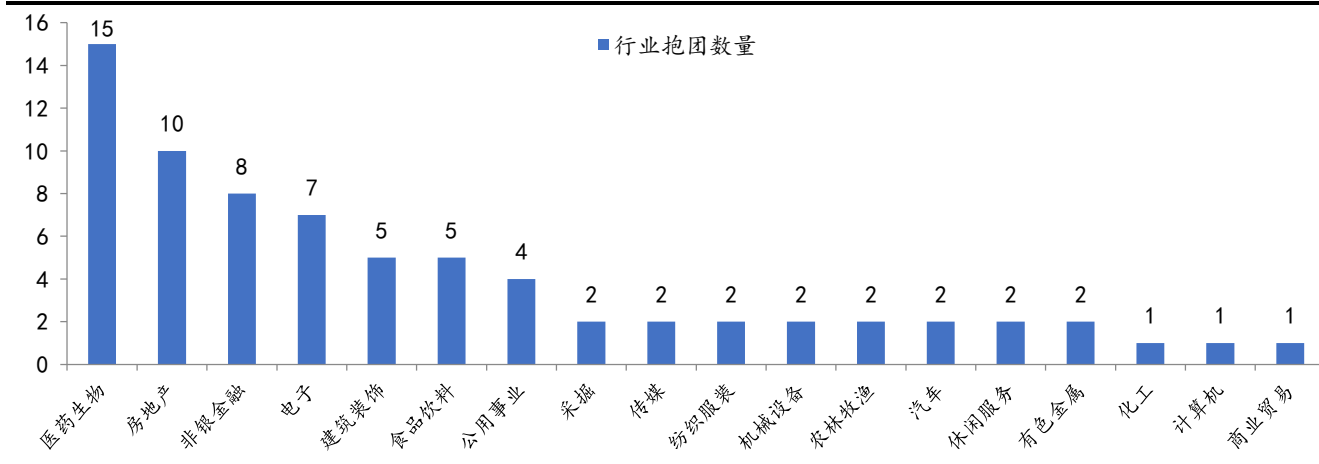
1.2 弱市行情下，机构倾向于“抱团取暖”

2012.05—2012.12 期间，市场上共有 73 家公司发生过抱团行为。判断是否抱团需要同时满足 3 个条件：① 从市场下跌，机构产生抱团行为开始，即从 2012.05.07 开始，到二季度末重仓个股的机构数量至少大于 10 家，这样才符合“团”的定义；② 二季度重仓个股的机构数量较一季度至少增加了 5 家以上，这样才能符合“抱”的动作；③ 在众多机构合力抱团的时候，持股总量理应有所增加。按此标准筛选，总共有 73 家公司符合抱团条件。

抱团公司主要集中在医药生物、非银金融、电子及房地产产业链上。73 家抱团公司中，其中医药生物行业占据了 15 家，房地产及密切相关的建筑装饰占据了 15 家，非银金融行业有 8 家，电子行业有 7 家，60% 以上的公司集中在这几个行业。而认为传统的抱团行业代表食品饮料行业仅 5 家。

龙头公司是比较好的抱团选择，但并不是唯一选择。若按申万三级行业划分，将每个细分领域在抱团伊始的总市值排名前三的作为领域内龙头公司，73 家抱团公司中有 45 家龙头公司，占比超过 60%。

图表4： 2012 年抱团主要集中在医药生物、非银金融、电子及房地产产业链



资料来源：wind、方正证券研究所

图表5： 2012年5-12月抱团名单（1）

股票简称	申万一级	重仓持股基金数（家）				较上季度持仓数量变化			综合判断
		2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2012Q2	2012Q3	2012Q4	离团时间
西山煤电	采掘	8	16	11	7	66%	-57%	-74%	抱团失败
新集能源	采掘	2	11	11	2	143%	-21%	-81%	抱团失败
蓝色光标	传媒	11	18	31	20	7%	22%	-1%	2012/11/23
华谊兄弟	传媒	5	15	11	6	209%	-32%	21%	2012/09/12
立讯精密	电子	4	10	12	7	66%	68%	-46%	2012/10/22
安洁科技	电子	1	10	8	5	近7千倍	-27%	14%	2012/09/07
海康威视	电子	23	40	48	30	17%	13%	-25%	2012/11/01
歌尔股份	电子	26	44	41	42	19%	8%	25%	2012/08/23
大华股份	电子	28	39	54	52	13%	52%	-7%	抱团成功
紫光国微	电子	3	7	3	5	55%	-32%	25%	2012/09/12
莱宝高科	电子	2	15	7	3	近21倍	-67%	5%	抱团失败
万科A	房地产	146	184	163	193	11%	1%	0%	2012/07/16
保利地产	房地产	112	152	119	128	27%	-10%	-7%	2012/07/12
华侨城A	房地产	26	42	32	73	9%	-19%	122%	2012/07/12
金地集团	房地产	52	76	46	57	38%	-22%	7%	2012/07/13
首开股份	房地产	24	29	12	25	50%	-36%	14%	2012/07/13
华夏幸福	房地产	1	11	9	15	235%	10%	24%	抱团成功
中南建设	房地产	5	13	5	12	117%	-62%	183%	2012/07/09
北京城建	房地产	10	20	9	11	74%	10%	5%	抱团失败
福星股份	房地产	7	13	4	11	101%	-66%	87%	抱团失败
云南城投	房地产	5	13	4	2	110%	-38%	-92%	抱团失败
九牧王	纺织服装	6	14	2	#N/A	116%	-74%	#N/A	2012/08/23
七匹狼	纺织服装	16	18	13	9	20%	8%	-24%	抱团失败
中国人寿	非银金融	26	31	47	65	24%	45%	41%	抱团失败
中国平安	非银金融	138	272	251	209	54%	7%	-19%	2012/08/10
中国太保	非银金融	76	106	83	93	12%	-12%	4%	2012/07/20
中信证券	非银金融	93	150	122	146	45%	10%	3%	抱团失败
广发证券	非银金融	19	30	22	26	55%	-10%	23%	抱团失败
海通证券	非银金融	49	89	98	79	72%	19%	-38%	抱团失败
华泰证券	非银金融	6	13	6	5	25%	-25%	46%	抱团失败
光大证券	非银金融	7	16	12	16	141%	-13%	-5%	抱团失败
碧水源	公用事业	14	28	38	39	58%	34%	15%	抱团成功
启迪桑德	公用事业	9	16	23	27	103%	-19%	56%	2012/09/07
华能国际	公用事业	6	24	25	26	168%	6%	-22%	抱团成功
国电电力	公用事业	11	19	20	19	88%	12%	-22%	2012/07/24
上海家化	化工	23	35	52	42	13%	44%	7%	抱团成功
中联重科	机械设备	28	64	41	48	48%	-33%	8%	抱团失败
杰瑞股份	机械设备	8	16	8	14	143%	-42%	65%	抱团成功
远光软件	计算机	5	12	13	7	20%	5%	-20%	2012/10/22

资料来源：wind、方正证券研究所

图表6： 2012年5-12月抱团名单（2）

股票简称	申万一级	重仓持股基金数（家）				较上季度持仓数量变化			综合判断 离团时间
		2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2012Q2	2012Q3	2012Q4	
中国建筑	建筑装饰	22	29	24	46	31%	-11%	46%	2012/07/09
东方园林	建筑装饰	11	22	30	21	32%	4%	8%	2012/10/10
金螳螂	建筑装饰	15	34	31	48	25%	-19%	17%	2012/08/10
亚厦股份	建筑装饰	14	26	30	25	54%	-18%	2%	2012/08/10
广田集团	建筑装饰	6	13	13	16	147%	32%	2%	2012/07/20
雏鹰农牧	农林牧渔	6	14	13	13	54%	20%	-12%	2012/07/19
大北农	农林牧渔	6	11	21	23	111%	135%	-7%	2012/10/22
长城汽车	汽车	7	18	18	22	近10倍	25%	-7%	抱团成功
长安汽车	汽车	5	14	15	30	65%	16%	36%	抱团成功
大商股份	商业贸易	14	21	29	20	16%	3%	-8%	2012/10/22
贵州茅台	食品饮料	204	239	278	182	-4%	3%	-18%	2012/11/01
山西汾酒	食品饮料	24	29	36	35	84%	29%	-8%	2012/11/02
金种子酒	食品饮料	26	33	39	26	12%	48%	-24%	2012/10/22
酒鬼酒	食品饮料	12	29	31	5	5%	36%	-62%	2012/11/02
舍得酒业	食品饮料	15	29	26	15	91%	5%	-63%	2012/08/09
中国国旅	休闲服务	18	23	19	14	44%	-39%	-32%	2012/07/09
峨眉山A	休闲服务	6	14	13	10	100%	-21%	-33%	2012/09/20
海正药业	医药生物	10	21	13	9	15%	-8%	-25%	抱团失败
华海药业	医药生物	13	23	12	9	20%	-11%	-47%	2012/07/06
恒瑞医药	医药生物	32	42	59	38	4%	5%	-15%	2012/10/17
科伦药业	医药生物	9	15	20	17	33%	2%	-7%	2012/11/01
人福医药	医药生物	24	43	36	37	66%	-14%	55%	2012/08/13
复星医药	医药生物	5	9	8	8	360%	28%	33%	2012/09/14
双鹭药业	医药生物	16	20	26	26	-4%	44%	2%	抱团成功
华东医药	医药生物	15	21	36	27	28%	26%	-14%	2012/10/18
国药一致	医药生物	1	13	25	20	199%	77%	14%	2012/11/02
云南白药	医药生物	27	40	51	44	7%	14%	13%	抱团成功
康美药业	医药生物	71	83	94	55	14%	14%	-36%	2012/11/01
天士力	医药生物	22	35	56	43	26%	29%	-4%	抱团成功
同仁堂	医药生物	5	11	10	14	45%	26%	-2%	2012/08/13
益佰制药	医药生物	7	16	24	16	383%	114%	-14%	2012/11/08
昆药集团	医药生物	6	11	9	10	42%	37%	35%	2012/10/18
山东黄金	有色金属	8	13	35	20	0%	137%	-44%	抱团失败
厦门钨业	有色金属	4	18	10	3	152%	-40%	-93%	抱团失败

资料来源：wind、方正证券研究所

1.3 业绩是决定抱团结果和机构行为最核心的考量

共同对业绩的良好预期促成了机构在个股上抱团。我们认为“抱团取暖”并非来自于机构的有意为之，而是在弱势环境下众多机构的共同考虑和选择，造成的一种巧合。在市场下跌时，风险偏好不断受抑，价值投资占据主流，此时基本面成了抵御下跌或者防御性配置最核心的考量，最终基于众多机构共同对某些个股未来业绩的良好预期，才在这些个股上形成了被动的抱团行为。

成败皆在基本面，抱团结果犹尤明显。产生抱团行为时，前提都是众多机构对某些个股的良好业绩预期，但最终实际业绩与业绩预期的关系决定了抱团的结果：抱团失败、抱团成功、抱团阶段性成功后瓦解。

1.3.1 抱团成功

73 只机构抱团的个股中只有 11 只抱团成功。抱团的成功表现在：

① 2012.05-2012.12 市场完整的下跌周期期间，重仓这些个股的机构数量不断增加；② 机构总持仓股数基本处于增持或者维持较高持仓状态；③ 上证完整下跌周期下来，这 11 只个股不跌反而取得了较好的收益。

抱团成功最本质的原因在于个股业绩持续释放，符合市场预期甚至好于预期。业绩指标中 ROE 可以很好的解释机构行为和抱团结果。这些抱团成功的个股全部具备同一种特征：从市场下跌开始，这些个股的 ROE 都在持续好转，这种业绩好转的趋势贯穿了整个上证的完整下跌周期。以云南白药为例从 2012 年二季度开始，ROE 就始终在改善，具体表现为强于去年同期，并且持续到了 2013 年的一季度以后。同时业绩的持续释放被市场关注并承认，最终机构和市场在云南白药上的持有信心加强。

图表7： 抱团成功的必须条件是业绩持续好转

股票简称	ROE (%)							
	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
大华股份	7.29	5.86	12.27	4.35	9.81	8.74	16.27	6.44
华夏幸福	0.15	4.89	7.44	0.56	38.56	5.91	6.99	10.32
碧水源	1.82	0.70	8.44	0.30	2.15	0.76	12.61	0.32
华能国际	1.82	0.46	-0.28	1.81	2.51	3.77	3.06	4.50
上海家化	9.31	4.44	4.73	4.95	12.34	4.65	5.55	5.09
杰瑞股份	5.10	4.73	5.38	2.33	5.87	6.43	8.06	4.68
长城汽车	8.47	5.46	5.37	6.33	7.00	7.86	8.99	8.44
长安汽车	2.12	-0.95	0.48	1.00	2.89	1.25	4.55	3.48
双鹭药业	20.18	6.00	5.27	5.87	6.96	6.71	6.66	6.16
云南白药	7.09	5.83	6.54	5.10	7.22	6.26	6.76	5.20
天士力	5.87	4.74	2.46	4.02	6.93	5.90	3.65	5.35

资料来源：wind、方正证券研究所。

图8： 11只抱团成功个股的市场表现

股票简称	市值排名	申万一级	20120507-20121204 区间涨跌幅 (%)	同期上证综指 区间涨跌幅 (%)	相对收益 (%)
大华股份	3	电子	51.37	-19.45	70.82
华夏幸福	14	房地产	35.21		54.66
碧水源	1	公用事业	37.02		56.47
华能国际	1	公用事业	24.21		43.65
上海家化	1	化工	38.94		58.39
杰瑞股份	4	机械设备	7.21		26.66
长城汽车	3	汽车	17.72		37.17
长安汽车	4	汽车	7.95		27.40
双鹭药业	3	医药生物	21.72		41.17
云南白药	1	医药生物	21.17		40.62
天士力	4	医药生物	27.98		47.43

资料来源：wind、方正证券研究所。说明：市值排名表示申万三级行业划分下的 2012.05.07 日的市值排名

1.3.2 抱团失败

73只个股中，有17只抱团失败。抱团失败主要表现在：① 资金抱团时间极短，通常只有不到1个月时间；② 抱团失败表现在收益上，通常意味着将承受极大的损失成本。

抱团失败的核心原因在于个股业绩预期良好，但不断被证伪。众多机构选择某只个股通常都是建立在对该股未来业绩良好的预期下，如果该个股的实际业绩符合甚至好于预期，并且机构仍对该个股的未来业绩抱有信心，机构就会坚持持有甚至增持；但如果该个股的实际业绩不及预期，则机构可能会对此丧失信心，减持并撤出，该股将出现补跌。而抱团失败的核心原因正是在于机构对个股业绩预期良好的愿望下，与个股的实际业绩大相径庭。

图表9： 业绩持续被证伪，导致短期内很快抱团瓦解

股票简称	ROE (%)								失败原因
	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	
西山煤电	5.81	4.30	2.18	6.95	4.13	1.64	-0.68	3.50	业绩被证伪
新集能源	3.66	5.74	4.13	6.61	4.63	1.69	3.16	1.06	业绩被证伪
莱宝高科	6.33	3.70	4.60	1.46	1.88	1.19	1.29	0.64	业绩被证伪
北京城建	5.18	2.43	4.89	1.72	4.67	0.27	10.17	2.06	业绩被证伪
福星股份	2.35	2.56	2.86	2.06	2.19	2.57	3.68	2.34	业绩高估、不及预期
云南城投	2.15	2.37	0.75	-0.28	0.58	1.71	4.29	-0.69	业绩被证伪
七匹狼	2.83	6.38	6.47	8.43	2.38	3.90	3.79	4.27	业绩被证伪
中国人寿	2.43	2.01	0.88	2.84	1.92	-1.04	1.68	4.45	持续高估、被证伪
中信证券	2.31	0.54	12.15	0.99	1.61	0.80	1.54	1.12	业绩被证伪
广发证券	3.43	0.85	1.60	2.03	2.53	1.06	1.16	2.03	业绩被证伪
海通证券	2.31	1.10	0.83	2.30	1.89	0.72	1.00	2.41	持续高估，被证伪
华泰证券	1.35	0.57	1.36	1.44	1.71	0.85	0.80	1.81	业绩被证伪
光大证券	2.50	1.12	0.79	1.56	2.23	0.60	0.20	2.40	业绩被证伪
中联重科	8.24	4.07	6.11	5.73	9.23	3.37	0.91	1.44	业绩被证伪
海正药业	3.03	2.88	3.51	2.30	1.46	1.68	1.14	1.58	业绩被证伪
山东黄金	13.46	12.53	3.78	10.32	12.00	6.08	4.48	7.23	业绩被证伪
厦门钨业	12.85	14.44	3.40	3.10	6.05	2.96	2.36	0.31	业绩被证伪

资料来源：wind、方正证券研究所。

图表10： 17只抱团失败个股的市场表现

股票简称	市值排名	申万一级	离团时间	离团时间-20121204 区间涨跌幅 (%)	同期上证 涨跌幅 (%)	相对收益 (%)
西山煤电	5	采掘	2012/5/29	-41.74	-16.36	-25.38
新集能源	12	采掘	2012/5/29	-47.43	-16.36	-31.08
莱宝高科	4	电子	2012/7/2	-33.48	-11.25	-22.24
北京城建	17	房地产	2012/6/14	-26.71	-14.83	-11.88
福星股份	38	房地产	2012/6/13	-24.16	-13.74	-10.42
云南城投	43	房地产	2012/6/13	-25.89	-13.74	-12.15
七匹狼	2	纺织服装	2012/7/9	-45.60	-11.17	-34.42
中国人寿	1	非银金融	未离团	-4.67	-19.45	14.78
中信证券	1	非银金融	2012/6/18	-21.74	-14.38	-7.36
广发证券	2	非银金融	2012/7/19	-29.09	-8.94	-20.15
海通证券	3	非银金融	未离团	-19.55	-19.45	-0.10
华泰证券	5	非银金融	2012/6/13	-34.73	-13.74	-20.99
光大证券	6	非银金融	2012/7/19	-25.51	-8.94	-16.57
中联重科	2	机械设备	2012/6/13	-24.79	-13.74	-11.05
海正药业	3	医药生物	2012/7/2	-23.74	-11.25	-12.49
山东黄金	2	有色金属	2012/6/6	-1.25	-14.57	13.32
厦门钨业	1	有色金属	2012/6/14	-40.62	-14.83	-25.80

资料来源：wind、方正证券研究所。说明：市值排名表示申万三级行业划分下的 2012.05.07 日的市值排名，两只未离团个股区间起点为 20120507 日。

1.3.3 抱团阶段性成功后瓦解

73 只抱团个股中，有 45 只属于抱团阶段性成功后又出现抱团瓦解的公司。阶段性成功后瓦解主要表现在：① 相较于抱团失败类公司，机构持股该类个股期限通常更长，一般为 2-6 个月；② 持有或增持期间市场通常会出现比较明显偏向该类个股的结构性行情，该类个股会有一段时间不错的涨幅，区间收益和超额收益都比较明显，抱团该类个股将获得“暖意”和成功；③ 与抱团成功类公司相比，抱团该类个股并不能长久，只能是阶段性的过渡，后期很大概率也会出现一轮补跌，因此在出现一些不利因素、不好迹象或预期时，部分机构会撤出该类公司，最终造成抱团被瓦解。

抱团瓦解是表象，最本质原因还是在于业绩不及预期或者对未来业绩预期的悲观恶化。① 业绩被证伪，较多机构同时撤出，个股出现一轮补跌。以房地产行业为例，2012 年 7、8 月众多抱团房地产、建筑装饰行业个股的机构纷纷撤出，最重要的原因便在于房地产行业公司 Q2 季度的盈利水平大幅下滑；② 业绩良好预期被扭转恶化，部分机构撤出。如食品饮料行业，2012 年 11 月份塑化剂事件，众多机构出于对未来业绩的强烈悲观情绪，纷纷逃离白酒白块，导致白酒板块大跌。

图表11: 抱团阶段性成功后瓦解的公司名单 (1)

股票简称	ROE (%)								离团时间	瓦解原因
	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1		
蓝色光标	3.93	4.42	2.72	3.78	6.29	7.11	2.56	3.83	2012/11/23	业绩悲观预期
华谊兄弟	1.72	2.47	6.14	1.69	4.49	1.68	5.72	6.88	2012/9/12	业绩悲观预期
立讯精密	4.32	5.25	3.70	1.77	3.73	4.24	3.80	2.19	2012/10/22	业绩被证伪
安洁科技	11.65	12.43	4.97	2.76	5.62	4.66	5.36	3.97	2012/9/7	业绩被证伪
海康威视	4.53	5.66	9.41	4.98	5.36	6.86	10.98	5.07	2012/11/1	业绩悲观预期
歌尔股份	7.02	9.37	8.89	3.47	4.33	5.54	6.58	3.63	2012/8/23	业绩被证伪
紫光国微	2.44	1.29	0.82	1.28	5.67	5.45	2.09	1.98	2012/9/12	业绩悲观预期
万科A	3.86	1.30	12.10	2.60	4.26	2.43	12.44	2.49	2012/7/16	业绩悲观预期
保利地产	6.86	2.11	9.08	1.51	5.46	3.52	11.50	1.72	2012/7/12	业绩被证伪
华侨城A	6.06	2.95	10.79	1.77	4.49	3.28	11.94	2.41	2012/7/12	业绩被证伪
金地集团	1.76	0.01	13.10	0.75	1.66	1.99	11.86	0.75	2012/7/13	业绩被证伪
首开股份	1.73	0.22	13.68	-0.05	3.04	0.29	9.74	0.54	2012/7/13	业绩悲观预期
中南建设	4.44	4.53	5.51	2.56	5.70	4.01	5.12	2.46	2012/7/9	业绩被证伪
九牧王	1.98	3.35	4.01	5.09	3.16	3.23	4.60	4.25	2012/8/23	业绩悲观预期
中国平安	5.48	1.38	3.93	4.47	5.50	1.45	2.59	4.51	2012/8/10	业绩不及预期
中国太保	2.91	1.56	1.71	0.83	2.44	0.61	2.19	2.27	2012/7/20	业绩被证伪
启迪桑德	5.47	4.87	7.24	4.11	6.03	5.55	5.54	2.36	2012/9/7	业绩悲观预期
国电电力	2.48	3.70	5.88	1.07	3.33	4.18	8.63	4.02	2012/7/24	业绩悲观预期
远光软件	7.12	2.01	12.14	3.70	7.36	1.60	13.77	3.64	2012/10/22	业绩被证伪
东方园林	15.01	8.52	5.90	-1.63	13.44	7.55	10.80	-0.52	2012/10/10	业绩被证伪
中国建筑	5.36	3.68	4.52	2.83	5.01	3.71	5.10	3.45	2012/7/9	业绩被证伪
金螳螂	9.54	13.12	12.82	6.24	6.38	8.19	10.28	6.66	2012/8/10	业绩被证伪
亚厦股份	4.27	4.39	5.99	3.48	5.23	5.54	5.93	3.82	2012/8/10	业绩悲观预期
广田集团	3.02	2.29	3.12	1.67	3.21	3.03	4.99	2.10	2012/7/20	业绩悲观预期
雏鹰农牧	6.09	9.70	6.24	5.25	4.19	3.58	1.87	2.53	2012/7/19	业绩被证伪
大北农	3.08	2.93	5.64	5.01	3.61	3.23	6.15	4.74	2012/10/22	不及预期、业绩悲观
大商股份	2.34	2.72	-1.21	10.93	8.05	2.31	3.27	8.80	2012/10/22	业绩被证伪
贵州茅台	14.60	7.57	9.18	11.21	14.43	11.59	8.83	10.00	2012/11/1	塑化剂、业绩悲观
山西汾酒	6.50	2.04	2.97	18.00	9.73	13.98	2.39	19.13	2012/11/2	塑化剂、业绩悲观
金种子酒	5.27	5.12	4.84	10.53	5.90	5.97	6.24	10.12	2012/10/22	塑化剂、业绩悲观
酒鬼酒	5.00	3.03	9.63	8.32	9.10	11.40	1.99	0.54	2012/11/2	塑化剂、业绩悲观
舍得酒业	1.22	1.80	5.11	5.36	3.41	3.09	5.06	2.43	2012/8/9	业绩悲观预期

资料来源: wind、方正证券研究所。

图表12: 抱团阶段性成功后瓦解的个股市场表现 (1)

股票简称	市值排名	申万一级	离团时间	抱团期间、(%)		离团-20121204、(%)	
				区间涨跌幅	超额收益	区间涨跌幅	超额收益
蓝色光标	2	传媒	2012/11/23	43.43	60.75	-14.39	-12.38
华谊兄弟	2	传媒	2012/9/12	21.90	35.17	-26.79	-19.93
立讯精密	1	电子	2012/10/22	47.81	60.83	-27.21	-20.02
安洁科技	4	电子	2012/9/7	69.05	82.28	-40.77	-37.03
海康威视	1	电子	2012/11/1	37.64	51.82	-13.44	-8.91
歌尔股份	2	电子	2012/8/23	46.26	60.08	-6.95	-0.66
紫光国微	2	电子	2012/9/12	25.10	38.37	-29.69	-22.83
万科A	1	房地产	2012/7/16	7.06	19.46	-9.23	0.41
保利地产	2	房地产	2012/7/12	20.28	31.15	-4.67	4.54
华侨城A	3	房地产	2012/7/12	19.59	30.46	-14.93	-5.72
金地集团	4	房地产	2012/7/13	2.37	13.22	-19.45	-9.82
首开股份	10	房地产	2012/7/13	7.18	18.04	-21.90	-12.28
中南建设	15	房地产	2012/7/9	11.13	22.60	-8.31	2.86
九牧王	1	纺织服装	2012/8/23	8.28	22.10	-47.18	-40.89
中国平安	2	非银金融	2012/8/10	4.67	16.22	-15.97	-6.82
中国太保	3	非银金融	2012/7/20	5.02	16.58	-25.51	-15.91
启迪桑德	2	公用事业	2012/9/7	26.54	39.77	-16.83	-13.08
国电电力	3	公用事业	2012/7/24	10.81	23.27	-16.73	-8.96
远光软件	8	计算机	2012/10/22	29.36	42.38	-17.08	-9.89
东方园林	1	建筑装饰	2012/10/10	23.04	36.59	-17.26	-10.63
中国建筑	1	建筑装饰	2012/7/9	1.83	13.30	-5.25	5.92
金螳螂	1	建筑装饰	2012/8/10	52.21	63.76	-17.27	-8.12
亚厦股份	2	建筑装饰	2012/8/10	38.27	49.82	-22.05	-12.90
广田集团	4	建筑装饰	2012/7/20	56.65	68.21	-18.91	-9.32
雏鹰农牧	2	农林牧渔	2012/7/19	22.83	33.73	-36.83	-27.89
大北农	2	农林牧渔	2012/10/22	17.31	30.33	-14.96	-7.76
大商股份	3	商业贸易	2012/10/22	15.12	28.14	-37.56	-30.36
贵州茅台	1	食品饮料	2012/11/1	8.26	22.43	-20.37	-15.84
山西汾酒	5	食品饮料	2012/11/2	15.34	29.01	-25.04	-18.90
金种子酒	8	食品饮料	2012/10/22	3.26	16.28	-33.76	-26.57
酒鬼酒	9	食品饮料	2012/11/2	58.61	72.27	-46.41	-40.26
舍得酒业	10	食品饮料	2012/8/9	18.71	30.05	-41.18	-32.58

资料来源: wind、方正证券研究所。说明: 市值排名表示申万三级行业划分下的 2012.05.07 日的市值排名。

图表13: 抱团阶段性成功后瓦解的公司名单 (2)

股票简称	ROE (%)								离团时间	瓦解原因
	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1		
中国国旅	4.99	5.07	2.77	6.91	4.59	3.99	4.14	8.48	2012/7/9	业绩被证伪
峨眉山A	3.21	9.66	3.38	1.10	4.64	7.96	5.97	0.66	2012/9/20	业绩悲观预期
华海药业	4.08	4.26	1.66	4.89	5.18	3.30	6.43	5.09	2012/7/6	业绩悲观预期
恒瑞医药	5.72	5.22	4.97	6.90	5.54	5.13	5.38	6.25	2012/10/17	业绩悲观预期
科伦药业	3.65	3.73	3.62	2.14	3.61	3.66	3.71	2.32	2012/11/1	业绩被证伪
人福医药	3.87	3.05	3.19	2.69	4.61	4.33	2.64	2.81	2012/8/13	业绩悲观预期
复星医药	6.74	2.10	1.00	3.39	3.64	3.85	3.96	2.56	2012/9/14	业绩被证伪
华东医药	7.98	7.17	5.94	7.65	7.70	6.76	4.68	7.69	2012/10/18	业绩被证伪
国药一致	6.70	6.62	6.43	8.65	7.84	7.30	6.92	7.77	2012/11/2	业绩悲观预期
康美药业	2.27	2.34	4.02	4.28	3.11	2.99	4.20	5.14	2012/11/1	业绩悲观预期
同仁堂	4.21	2.56	2.69	4.28	4.30	3.57	3.44	4.66	2012/8/13	业绩悲观预期
益佰制药	7.02	8.19	8.51	2.81	5.98	7.23	8.64	2.72	2012/11/8	业绩被证伪
昆药集团	5.20	4.78	4.75	3.88	5.63	4.95	6.56	4.48	2012/10/18	不及预期、业绩悲观

资料来源: wind、方正证券研究所。

图表14: 抱团阶段性成功后瓦解的个股市场表现 (2)

股票简称	市值排名	申万一级	离团时间	抱团期间、(%)		离团-20121204、(%)	
				区间涨跌幅	超额收益	区间涨跌幅	超额收益
中国国旅	1	休闲服务	2012/7/9	14.80	26.27	-12.96	-1.78
峨眉山A	2	休闲服务	2012/9/20	19.96	37.38	-19.79	-15.30
华海药业	5	医药生物	2012/7/6	18.50	27.82	-33.24	-22.97
恒瑞医药	1	医药生物	2012/10/17	22.72	36.85	-13.02	-7.13
科伦药业	2	医药生物	2012/11/1	28.20	42.37	-9.91	-5.38
人福医药	6	医药生物	2012/8/13	15.76	28.65	-10.94	-2.01
复星医药	1	医药生物	2012/9/14	13.94	27.32	-19.04	-12.63
华东医药	3	医药生物	2012/10/18	34.31	47.38	-13.04	-6.84
国药一致	7	医药生物	2012/11/2	39.85	53.51	-14.94	-8.80
康美药业	2	医药生物	2012/11/1	32.17	46.35	-15.24	-10.71
同仁堂	6	医药生物	2012/8/13	26.10	38.98	-10.14	-1.21
益佰制药	17	医药生物	2012/11/8	23.60	39.12	-12.46	-6.26
昆药集团	24	医药生物	2012/10/18	28.11	41.18	-14.05	-7.85

资料来源: wind、方正证券研究所。说明: 市值排名表示申万三级行业划分下的 2012.05.07 日的市值排名。

2 三因素关键变化跟踪及首选行业

经济、流动性、政策三因素跟踪：经济增长层面，从高频数据来看，预计6月经济仍将维持下滑的趋势，但下滑幅度较5月有所减小；流动性层面，货币政策边际放松的趋势较为明确，美联储降息有望提前到来；政策层面重点关注稳增长政策加码，时间点上政策将视6月底中美贸易进展的情况选择加码的力度，7月底政治局会议之前政策逆周期对冲的力度较为明确。

2.1 经济、流动性、风险偏好三因素跟踪的关键变化

经济下行的性质将逐步确认。下周将公布6月PMI数据，5月经济整体下行幅度较大，后续经济下行的性质将逐步明确，从最新的高频数据来看，工业生产方面，发电量耗煤量增速有所回升，同比下降10%左右，但仍维持在历史较低水平，高炉开工率维持在较高水平，较月初略有下降；消费方面，地产销售增速较上月有所下行，但汽车销售有所回暖，端午期间的车市较好，各种促销和车展活动的效果也不错。整体来看，预计6月经济仍将维持下滑的趋势，但下滑幅度较5月有所减小。

货币政策边际放松的趋势较为明确。近期央行加强对中小银行、头部券商的流动性支持，在美联储7月份降息概率不断加大，并且有可能一次性降息的背景下，国内货币政策逆周期调节的空间将有所加大。具体而言，降准将成为常备政策工具，节奏和力度将视贸易情况而定。降息的可能性存在但偏低，9月份之前的选择依然是引导一般贷款利率下行、利率市场化稳步推进。今年货币政策的总基调仍会围绕政府工作报告中提到的“融资成本再下降1个百分点”来进行，中长期来看尤其要缓解中小微民企融资难的问题。

政策角度重点关注稳增长加码。经济在二季度后继续下滑，如果考虑中美贸易争端加征关税的影响，经济增速下滑的力度将会更大，在外部贸易冲击的影响下，逆周期对冲政策需要加码，专项债作为项目资本金撬动基建投资是一个开始，地方对于基建的态度仍受到隐性债务的约束，倾向于争取中央的资金支持，但国家重点支持的项目相对有限，后续如何调动地方政府投资积极性是关键，地方政府专项债可能加速加量发行。产业政策进一步落实，尤其会体现在对经济拉动作用较大的可选消费领域、如汽车、家电等。时间点上政策将视6月底中美贸易进展的情况选择加码的力度，7月底政治局会议之前政策逆周期对冲的力度较为明确。

2.2 六月行业配置：首选通信、电气设备、食品饮料

行业配置的主要思路：总体而言，目前市场仍受中美经贸关系不确定性的影响制约，但进入6月份，中美贸易升级或缓解、对经济的影响、政策对冲措施等核心问题都将水落石出，届时有望迎来反弹契机，反弹持续性需取决于经济增长的回落程度。行业配置上关注两个维度，一是国内政策的对冲方向，主要是基建+消费相关的，如新基建领域的通信、电气设备，消费领域的汽车、家电等；二是自主可控领域和硬科技，掌握核心技术的科技企业，如通信、计算机、电子等。6月份超配通信、电气设备、食品饮料。

➤ 通信

支撑因素之一：商誉减值挖坑后，业绩改善幅度大、确定性强，且盈利质量出现显著回升。2018年受中美贸易以及商誉减值影响，通信行业景气极度低迷，尤其是Q4季度业绩出现深坑，但进入2019年后，业绩反转，1季度盈利增速超11倍，盈利质量同时出现显著提升，毛利率从4季度的25.3%提升至26.8%，ROE转负为正，从-1.37%提升至1.38%。行业景气提升带动业绩改善持续性较为确定。

支撑因素之二：估值水平低于近10年中枢，高增长低估值特征明显。目前，通信行业PE估值仅41.3倍，仍低于近10年平均水平45.4倍。通信行业的高增长（1季度改善幅度巨大，仅次于传媒）、低估值（低于中枢）特征明显，仍具备很好的配置价值。

支撑因素之三：5G商用进程加速、新基建建设正在快速推进。5G和新基建成为通信行业贯穿全年的发展主线，目前5G应用正在逐渐落地，更多的5G生产和服务规模正在不断扩大，5G广泛的商用前景逐步被开发，给通信行业带来一段长久的红利期。

标的：中兴通讯、烽火通信、移为通信、光迅科技、海格通信等。

➤ 电气设备

支撑因素之一：风电、光伏等政策落地，行业景气度有望继续提升。其一，发改委、能源局修订《输配电定价成本监审办法》出台，有利于深入推进输配电价格改革和电力市场化，促进企业加强内部管理和降本增效。其二，能源局发布《关于2019年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》，补贴政策确认、落地。

支撑因素之二：估值低，目前仅在近10年的20%分位水平，提升空间巨大。目前，电气设备行业的整体估值仅32.3倍，处于近10年估值水平的20%分位上，具备较强的安全边际。

支撑因素之三：下半年需求逐渐打开，业绩有望超预期，戴维斯双击可期。随着政策措施的落地，平价项目先行启动，竞价项目后续跟随，下半年需求将逐渐被打开，开启新一轮装机周期，有望带动业绩超预期。此外，目前低估值背景下，政策催化需求爆发，戴维斯双

击可期。

标的：隆基股份、阳光电源、通威股份、金风科技、中材科技等。

➤ 食品饮料

支撑因素之一：业绩高增长，盈利质量提升，行业受关注度高。食品饮料行业 2019Q1 季度盈利增速 23.74%，实现在去年 1 季度高基数基础上的继续高增长，盈利质量显著提升，尤其是一二线龙头企业增速明显高于行业，带动能力强。再者，行业受关注度很高，景气度有望持续，茅台股东大会参会人数创新高，平价茅台广受欢迎。

支撑因素之二：估值水平尚在合理区间，子板块估值都低于近 10 年中枢。目前食品饮料行业整体估值 28.9 倍，饮料制造和食品加工子板块估值分别为 28.65、29.52 倍，都低于近 10 年中枢，尚在合理区间。

支撑因素之三：受益国际长期资本流入以及温和通胀上行。MSCI、标普体系、富时罗素体系中 A 股的权重都正处于提升过程中，这是未来较长一段时间内的趋势，而以食品饮料为首的消费类行业深受外资青睐，外资有望加大配置。再者，目前正处于通胀的温和上行阶段，食品饮料尤其是食品加工子板块有望因此受益。

标的：贵州茅台、五粮液、口子窖、古井贡酒、涪陵榨菜、海天味业、恒顺醋业、中炬高新等。

图表 15： 6 月重点看好行业及标的

最看好的行业	主要标的
通信	中兴通讯、烽火通信、移为通信、光迅科技、海格通信等。
电气设备	隆基股份、阳光电源、通威股份、金风科技、中材科技等。
食品饮料	贵州茅台、五粮液、口子窖、古井贡酒、涪陵榨菜、海天味业、恒顺醋业、中炬高新等。

资料来源：wind、方正证券研究所

图表16: 6月行业配置表

行业名称	沪深 300 权重	配置建议	行业名称	沪深 300 权重	配置建议
银行	17.51	标配	计算机	1.91	标配
非银金融	17.39	标配	机械设备	1.84	超配
食品饮料	9.45	超配	通信	1.77	超配
医药生物	6.53	标配	采掘	1.71	低配
家用电器	5.07	超配	传媒	1.54	标配
房地产	4.61	标配	国防军工	1.20	标配
电子	4.43	标配	钢铁	1.02	低配
交通运输	3.29	标配	建筑材料	0.99	标配
建筑装饰	3.18	标配	农林牧渔	0.96	标配
公用事业	2.88	标配	商业贸易	0.96	标配
汽车	2.83	标配	休闲服务	0.80	标配
有色金属	2.64	低配	综合	0.29	低配
化工	2.54	低配	轻工制造	0.24	标配
电气设备	2.29	超配	纺织服装	0.14	标配

资料来源: wind、方正证券研究所

3 方正证券研究所重点行业及公司追踪

3.1 百年高盛：我国券商从制度到业务的空间

2019 年 6 月 18 日，证券行业专题报告，左欣然

80 年进阶，美国投行的业务发展与高盛的经营格局。我们将美国投行自 1933 分业经营开始的发展历程切分 4 个阶段：1) 1933-1975 年塑造经营模式，分业经营下的投行传统业务发展并逐渐走向多元化。期间高盛有条不紊的先做强主营票据业务，再丰富了套利交易、兼并收购等其它业务。2) 1975-1998 年业务创新。1975 年美国投行佣金自由化后券商迫切需要转型创新+80s 布雷顿森林瓦解汇率、利率管制放开，汇率和利率波动频繁又激发资产保全需求，因此 FICC 迅速发展。期间高盛收购 J.阿朗公司拓展商品期货业务，杠杆率大幅提升至 30 倍。3) 1999-2007 年混业经营。以客户需求为导向的 PB 业务兴起，降息周期再度催化衍生品，高盛独立出交易与投资业务，杠杆先降后增。4) 2008-今去杠杆、打造全能银行。次贷危机后，高盛转型银行控股公司，根据监管要求重组业务条线，传统业务收入占比提升、杠杆率下降，但依旧保持业务多元发展态势。

我国的发展不同在于，由于前期市场制度不健全、直接融资市场孱弱，造成了内资券商资本实力较弱、主要依靠经纪佣金与自营收入的单一业务结构。因此行业波动与证券市场关联度高、与宏观经济背离，而证券行业加总规模仅与高盛一家总资产相当。由于收入结构的

问题，对于政策周期的判断就成了判断券商业绩变化的必要条件。对标美国证券行业的发展历程，我们正处美国在 80s 亟待业务创新、多元化发展的时间窗口。结合当前直接融资发展方向、逆周期调节策略，业务的创新支持政策有望持续出台，但速度上以“稳”为先、逐步推行。

对标美国投行龙头高盛集团，股权结构、业务框架对内资券商发展均有启示。1) 股权结构上，持股分散。高盛当前 5 大股东皆为机构投资者，第一大股东 Vanguard Group 持股 6.7%。此外，高盛保持着合伙制传统，定期评选并赋予股权。对非合伙人也推出了股权激励政策、激励性期权。2018 年员工行权股权 2.9 亿美元，占当年薪资及福利支出 22%。近几年来部分内资券商引进其余行业龙头为战略投资者，在完善股权结构的同时产投融结合。同时，部分券商也开始探索推行员工持股计划。2) 根据环境及时调整经营结构：高盛根据发展方向的变化逐渐拆分业务板块，强化线条管理、加强风口业务。2009 年转型银行控股公司后，为稳定杠杆、适应多元均衡发展，高盛拆分机构业务与投资借贷业务，与投行业务、资产管理业务并行四大板块。当前中信证券业务结构也跟随市场环境逐步拆分、为捕捉将来的行业风口做好准备，现有架构由投行业务、经纪业务、交易、投资、资产管理、研究、托管、国际业务组成。

机构业务的发展机遇—FICC、权益衍生品、PB 业务、股本投资。FICC：收获至少 4 笔收入—代理交易、做市服务产生的价差收入、手续费，产品设计的财务顾问费用，管理风险敞口的利息收入等。2019 年陆家嘴论坛上，证监会提出对外开放的 9 项措施，其中便包括加大期货市场开放力度，扩大特定品种的范围。在以实体经济为重心、提升直接融资占比、人民币国际化的当下，FICC 业务有望迎来开放性的支持政策。

权益衍生品：包括场内基金、可转换证券，权益类期权、期货、以及权益类场外衍生品，业务收入包括做市价差收入、手续费、产品设计的财务顾问费用。国内权益衍生品市场衍生品的发展一波三折，当前正在修复期。1) 场内业务：2019 年 4 月，股指期货在半年内第三次松绑，2019 年开始股指期货重新活跃，截止 5 月累计成交量已超越去年全年成交量。而上证 50ETF 期权已成为全球第四大 ETF 期权产品，较 2015 年设立之初同比增长了 11 倍。2) 场外业务：期权业务保持稳态发展，而市场集中度也在不断提升。2019 年 3 月互换业务新增规模排名券商 CR5 94.6%、场外期权业务新增规模排名券商 CR5 78%。

PB 业务：内资券商在 2002 年佣金放开后，开始将经纪业务重心转向对佣金率不太敏感、对服务质量敏感的专业机构投资者。私募规模的快速增长对托管和外包服务需求增强，但在选择 PB 服务商时，则更注重有产品销售能力、资本引荐能力的券商。因此，在渠道、资源上具备优势的大券商将更受欢迎。

股本投资：当前内资券商的股权投资业务分别由两个子公司负责——私募基金子公司，负责管理私募股权基金；另类投资子公司，从事自营以外的金融产品、股权等另类投资业务，资金来源为自有资金。截止 2018 年末，中信证券股权投资与私募基金两者合计贡献当年营

收 20%、当年净利润 6%。随直接融资市场的发展、经济结构转换的推进，具备资本实力与投资能力的证券公司将收获更多的超额回报。

合理看待估值：增速是关键。 $P/B = (ROE - g) / (r - g)$ ，当公司业绩增长大于股东要求回报时 ($g > r$)，即便公司当期 ROE 小于股东要求回报，对业绩增长拉动 ROE 提升的预期也将保证 P/B 估值的溢价。高盛在 1999-2007 年混业经营、快速加杠杆阶段，利润增幅大都高于当期 ROE，而估值也在利润增长预期引导下大都高于 2 倍 PB。我们预期今年龙头券商利润增幅将达到 15%-50%，而随着支持政策的持续落地，增幅或将进一步提升。此外，券商业务结构的多元化将降低其 β 属性，维护利润增势的稳定。机构业务中的 FICC、衍生品、股权投资均需要丰富的资本金支持，而 PB 业务则需要强大的渠道资源与便捷的后台支持。因此，具备资金实力和资源优势的龙头券商将优先获益。当前大型券商估值 2019 年 PB 预计 1.1-1.5 倍，仍处于较低水平。推荐机构转型领先的中信证券，资本补充充足、渠道优势突出的华泰证券，以及 PB 业务显著、积极推进转型的招商证券。

风险提示：政策推出不达预期，外部环境变化市场大幅波动

3.2 三七互娱：回购股份用于员工激励，彰显团队信心

2019 年 6 月 18 日，公司事件点评报告，李舒婕等

事件：1、公司公告，第三期员工持股计划（草案），参加员工数不超 400 人，其中董监高（不含独立董事）7 人。公司此前回购股份将以 0 价格转让予员工持股计划，合计 2235 万股（占总股本的 1.05%）。2、公司公告，子公司西藏泰富拟以自有资金出资不超 1500 万元，与广州科创国发产业基金（广州市属第一家国有资本运营公司）及其他机构共同发起设立科创国发基金，基金总认缴规模不超 1 亿元。

点评：

1、公司将回购股份用于员工激励，有助于激发员工积极性、提高经营效率，彰显团队信心。公司于 2019 年 4 月 11 日至 5 月 7 日期间，以集中竞价方式回购股份 2235 万股、占公司总股本的 1.05%，成交价 12.61~14.02 元/股，支付总金额 3.02 亿元（不含交易费用）。该员工持股计划存续期 4 年，自最后一笔标的股票过户起 1 年后分期解锁（30%/30%/40%）、锁定期最长 3 年。业绩考核目标（净利为归母净利润、且不含员工持股计划产生的股份支付费用）：2019 年净利不低于 15 亿元、2019-2020 年累计净利不低于 32 亿元、2019-2021 年累计净利不低于 52 亿元，对应年均增速 15.5%。股份支付费用（测算值）：2019-2022 年分别为 8807/13085/6291/2013 万元，合计 3.02 亿元。

2、公司研运一体，构建“立体营销+精准推送+长线服务”的系统性流量经营新思路，高产出+较高成功率，19 年业务稳步推进。公司以市场为导向，产品研发和运营相互促进，有效平衡买量成本和用户价值，国内手游市占率逆市提升：17 年 3%/18 年 6%/19 年 1 季度

9%，《一刀传世》《斗罗大陆》等新游表现优秀，预计 19 年暑期上线《精灵盛典》（奇迹题材）等重点自研手游，并加速推进全球化布局。公司预计 19 年 1-6 月归母净利 9-10 亿元（YOY12.31%-24.78%），对应 19Q2 归母净利 4.46-5.46 亿元（YOY14%-39%、QOQ-2%至+20%）。

3、盈利预测与投资评级：我们预计公司 2019-2021 年归母净利分别为 18.49/21.08/24.04 亿元，对应 EPS 分别为 0.87/0.99/1.13 元，对应当前 PE 分别为 15/13/11X，维持“推荐”评级。

风险提示：游戏行业政策风险，行业竞争程度加剧，老产品生命周期不及预期，新产品上线进度及市场表现不及预期，用户获取成本及 IP 版权价格进一步上涨，核心人才流失，玩家偏好改变，新技术变革不及预期，公司治理结构风险，解禁减持风险，市场风格切换等。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。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。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼6楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com