



中信证券研究部

核心观点



姜娅  
首席社服分析师  
S1010510120056



盛夏  
首席农业分析师  
S1010516110001



徐晓芳  
首席零售分析师  
S1010515010003



田加强  
首席医药分析师  
S1010515070002



薛缘  
首席纺织服装分析师  
S1010514080007



李鑫  
轻工首席分析师  
S1010510120016

**消费产业 2019Q1 在基金的重仓股持仓中占比为 34.2%，其中食品饮料（14.6%）、医药（11.4%）占比最高，农林牧渔持仓上升显著；消费产业整体超配 16.8pcts，其中仅轻工制造、纺织服装低配。北上资金截至 2019Q1 末消费持仓占比 33.9%，其中食品饮料（20.6%）、医药（8.6%）、餐饮旅游（2.0%）占比前三。2019Q1 消费持仓上升明显，白酒、养殖集中加仓贡献最为显著。**

■ **2019Q1 消费持仓上升明显。**根据基金重仓股披露统计，截至 2019Q1 消费产业在国内基金的重仓股持仓占比为 34.2%，超配 16.8pcts、环比提升 4.25pcts，接近 2018Q2 基金重仓消费持仓峰值。其中食品饮料、医药、农林牧渔、商贸零售、轻工制造、餐饮旅游、纺织服装基金重仓持股占比分别为 14.6%/11.4%/3.9%/1.8%/1.1%/0.9%/0.5%。季度变化来看，食品饮料、农林牧渔、医药持仓市值提升显著，商贸零售、轻工制造、餐饮旅游、纺织服装出现不同程度下降。

■ **白酒、养殖集中加仓显著。**19Q1 加仓最明显的为白酒、养殖子板块，和市场表现吻合。而消费产业基金持股集中度高，聚焦各行业龙头。综合所有消费产业标的来看，TOP10 重仓市值占比 48.2%，相比 18Q4 的 40.8%进一步集中。按持仓占消费产业比计算，TOP10 个股分别为：贵州茅台（12.1%）、五粮液（7.2%）、伊利股份（6.6%）、温氏股份（4.8%）、恒瑞医药（4.1%）、长春高新（3.8%）、泸州老窖（3.7%）、永辉超市（2.3%）、爱尔眼科（1.8%）、美年健康（1.8%）。

■ **北上资金增持消费更为明显。**北上资金持仓消费市值在连续两个季度降低后于 2019Q1 出现强势反弹，并超过前期 2018Q2 的持仓市值峰值。截至 2019Q1 北上资金消费持仓占比 33.9%，其中食品饮料（20.6%）、医药（8.6%）、餐饮旅游（2.0%）占比前三。趋势看：食品饮料持仓占比上升明显，农林牧渔配置 2018Q3 以来持续增加。医药行业 2018 下半年受政策影响获减仓，2019Q1 持仓占比止跌略升，但仍处低位；餐饮旅游板块持仓占比一直保持稳定，但 2019Q1 下降 0.5pct，主要因中国国旅业绩略低于预期造成小幅减仓。TOP10 持股市值占比达 75.3%，TOP10 分别为贵州茅台、恒瑞医药、五粮液、伊利股份、中国国旅、洋河股份、海天味业、云南白药、爱尔眼科、泸州老窖。中国国旅、海天味业、云南白药是不同于国内基金的偏好个股。

■ **持续配置，龙头策略。**3 月以来我们一直强调，消费数据虽然仍弱，但好于预期，后期在增长回升显现、政策利好确定、外资增量资金带动多重利好带动下，消费预计将继续呈现良好表现、配置价值突显。建议持续配置消费龙头，短期聚焦一季报表现。目前维持重点关注组合：五粮液、泸州老窖、牧原股份、温氏股份、复星医药、乐普医疗、益丰药房、中国国旅、永辉超市、伊利股份、首旅酒店、晨光文具、重庆百货、森马服饰、中公教育。

■ **风险因素：**经济放缓超预期造成消费低于预期；自然灾害、政治事件带来的负面影响；房地产调控趋负面负面影响超预期；个别公司治理风险等。

## 目录

<b>19Q1 消费产业持仓上升明显</b> .....	1
国内基金消费持仓显著上升.....	1
北上资金增配消费更加明显.....	3
南下资金消费持仓相对偏低.....	6
<b>食品饮料：白酒板块集中加仓</b> .....	6
<b>医药：持仓略有回升但仍处低位</b> .....	11
持仓水平有所回升，但仍处于较低水平.....	11
政策避风港个股持仓较重.....	12
工业数据表现欠佳，医保及财政卫生支出整体良性.....	13
<b>农林牧渔：大幅增配，集中于生猪养殖</b> .....	14
个股层面：生猪养殖大幅增配.....	14
<b>商贸零售：配置比例环比略降</b> .....	16
行业层面：维持超配，配置比例环比下滑.....	16
个股层面：超市、连锁获增配，个股配置集中度提升.....	17
沪深港通：北上&南下资金增配零售板块.....	19
<b>轻工制造：家居增配、造纸减配</b> .....	20
行业及各子板块配置比例均小幅下滑.....	20
资金向头部企业集中，家居龙头获增配.....	22
沪深港通：“南水”与“北水”规模共迎增长.....	23
<b>社会服务：持仓总体稳定，中公增持明显</b> .....	24
餐饮旅游板块.....	24
教育板块.....	26
<b>纺织服装：整体低配，龙头集中</b> .....	28
行业方面：重仓持仓占比下滑，超配比例-0.34%.....	28
个股方面：重仓基金数量增加，高确定性龙头优势凸显.....	28
“北上”资金配置均衡，“南下”资金增配龙头.....	29
<b>风险因素</b> .....	30

## 插图目录

图 1: 2018Q1~2019Q1 消费产业基金重仓持股比例季度变化 .....	1
图 2: 各行业基金配置占比季度变化: 2019 一季报 V.S. 2018 年报 .....	1
图 3: 沪深港通消费板块 2018Q1~2019Q1 今持仓市值情况 .....	4
图 4: 截至 2019 年 3 月 31 日南下资金消费板块持仓情况 .....	6
图 5: 一级行业重仓比例 .....	7
图 6: 二级行业前十大重仓板块 .....	7
图 7: 二级行业的仓位比例增减前五 .....	7
图 8: 北上资金重仓板块 .....	10
图 9: 2019Q1 北上资金食品饮料持有市值 .....	10
图 10: 2013Q1-2019Q1 医药板块的基金持仓情况 .....	11
图 11: 2012Q2-2019Q2 医药工业主营业务收入及利润总额情况 .....	13
图 12: 2013Q1-2018Q4 医保基金累计结余情况 .....	14
图 13: 财政医疗卫生支出占比整体财政支出稳健提升 .....	14
图 14: 2019 年一季报农林牧渔细分行业基金重仓持股市值 .....	14
图 15: 2019 年一季报子行业基金重仓股持仓市值环比变动 .....	14
图 16: 基金重仓股市值配置比例及板块市值占比 .....	16
图 17: 2019Q1 各行业基金重仓市值占比 .....	17
图 18: 2019Q1 商贸零售细分行业基金重仓股配置比例 .....	17
图 19: 2019Q1 商贸零售细分行业基金重仓股持仓市值季度环比变动及板块涨跌幅 .....	17
图 20: CS 商贸零售板块持股市值 TOP10 基金重仓股市值集中度 .....	19
图 21: CS 商贸零售细分板块龙头基金重仓持股市值及变动 .....	19
图 22: 2019Q1 各行业基金重仓市值占比 .....	21
图 23: 各行业基金配置占比季度变化: 19Q1 vs 18Q4 .....	21
图 24: 轻工制造子行业环比持仓变动情况 .....	22
图 25: 2019Q1 各行业重仓股占比 .....	24
图 26: 2019Q1 各行业重仓占比 .....	28
图 27: 截止 2018/12/31“北上”资金持仓市值排名 .....	30
图 28: 截止 2018/12/31“南下”资金持仓市值排名 .....	30
图 29: 截止 2019/03/29“北上”资金持仓市值排名 .....	30
图 30: 截止 2019/03/29“南下”资金持仓市值排名 .....	30

## 表格目录

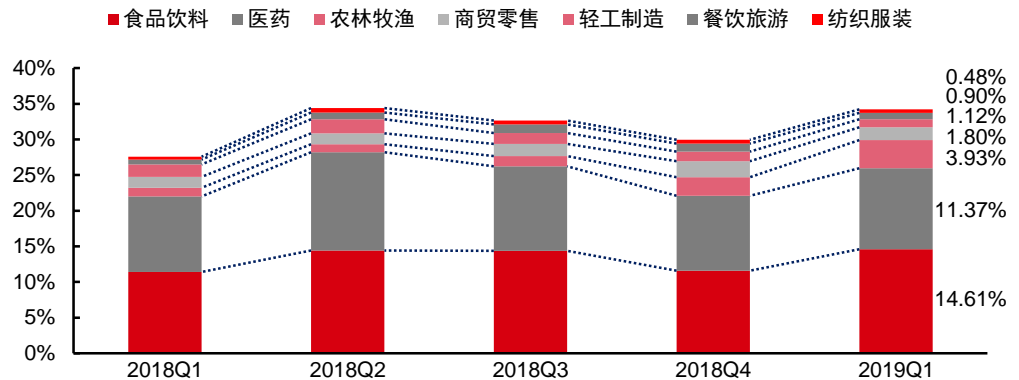
表 1: 2019 年 3 月 31 日消费产业市值及占比.....	2
表 2: 2019Q1 消费产业基金持仓市值 TOP10 .....	2
表 3: 2019Q1 消费产业基金持仓市值 TOP10 的个股持股数及季度变动.....	3
表 4: 2018 年以来, 沪深股通消费持仓市值季度变化情况 .....	4
表 5: 消费产业北上资金持仓市值 TOP10 (截至 2019 年 3 月 31 日) .....	5
表 6: 2019Q1 消费产业北上资金持仓市值 TOP10 的个股持股数及季度变动 .....	5
表 7: 2019Q1 持股市值占基金股票投资市值前二十大重仓股.....	7
表 8: 2019Q1 白酒板块基金重仓配置前十.....	8
表 9: 2019Q1 大众品板块基金重仓配置前十 .....	8
表 10: 食品饮料板块 2019Q1 与 2018Q4 重仓配置比例环比变化较大个股 .....	9
表 11: 食品饮料板块 2019Q1 末沪深港通北上资金持股市值.....	10
表 12: 食品饮料板块 2019Q1 末沪深港通南下资金持股市值前十 .....	11
表 13: 2018 年底医药持仓市值前 20 .....	12
表 14: 2018 年底持仓市值增/减持前 10.....	12
表 15: 2019 年一季报农林牧渔基金重仓持股持股情况.....	14
表 16: 持股市值口径 CS 农林牧渔前十大重仓股.....	15
表 17: CS 商贸零售板块基金重仓变化 .....	17
表 18: 2019Q1 商贸零售基金重仓持股表现.....	18
表 19: 2019Q1 持股市值口径 CS 商贸零售前十大重仓股 .....	19
表 20: 2019Q1 沪深港通北上资金持股市值 TOP10 .....	19
表 21: 2019Q1 沪深港通南下资金持股市值.....	20
表 22: 2018-2019Q1 轻工制造行业基金重仓情况变化.....	21
表 23: 2019Q1 前十大基金重仓股的持股市值占基金持仓轻工制造行业总市值的比例 .....	22
表 24: 2019Q1 前十大基金重仓股的持股市值所占基金股票投资市值的比例.....	22
表 25: 轻工制造板块 2019Q1 沪深港通北上资金持股市值前十.....	23
表 26: 轻工制造板块 2019Q1 沪深港通南下资金持股市值前九.....	23
表 27: 2018Q1-2019Q1 餐饮旅游行业基金重仓市值、基金重仓占比及重仓基金数 .....	25
表 28: 2019Q1 餐饮旅游行业股票的重仓基金数 .....	25
表 29: 餐饮旅游行业股票的重仓基金持仓市值排名 .....	25
表 30: A 股重点跟踪的教育行业股票的重仓基金数 .....	26
表 31: A 股重点跟踪的教育行业股票的重仓基金持仓市值排名 .....	27
表 32: A 股重点跟踪的教育行业股票的重仓基金持股数量 .....	27
表 33: 2017Q4-2018Q4 纺织服装行业基金重仓市值、基金重仓占比及重仓基金数 .....	28
表 34: 纺织服装行业股票的重仓基金数 .....	28
表 35: 纺织服装行业股票的重仓基金持仓市值排名 .....	29

## 19Q1 消费产业持仓上升明显

### 国内基金消费持仓显著上升

2019Q1 基金重仓持仓中消费产业七大行业占比合计 34.22%，环比提升 4.25pcts。这是继 2018Q2 高点后，基金消费持仓比例首次回升，并已接近 2018Q2 峰值 34.41%。

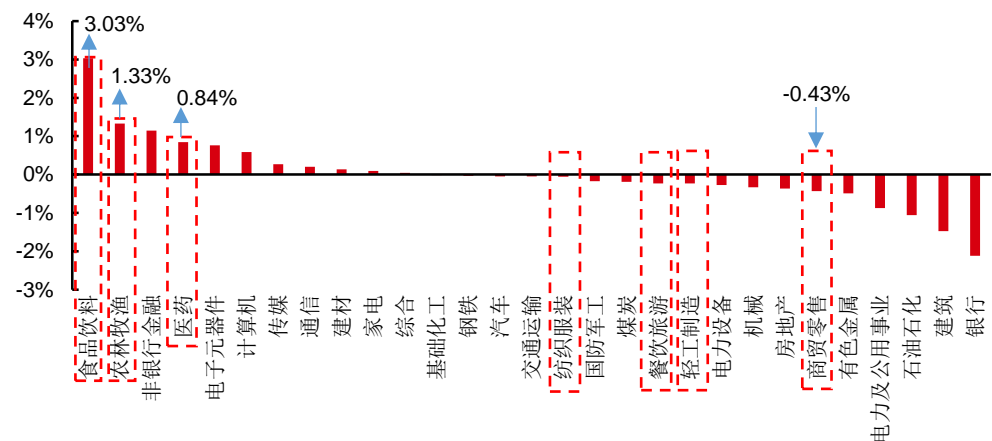
图 1：2018Q1~2019Q1 消费产业基金重仓持股比例季度变化



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：仅计算 A 股，不含港股

其中，食品饮料、医药、农林牧渔、商贸零售、轻工制造、餐饮旅游、纺织服装 2019Q1 基金重仓持股占比分别为 14.61%/11.37%/3.93%/1.80%/1.12%/0.90%/0.48%，分列位列 29 个中信一级行业的第 1、2、9、16、21、24、27 位。季度变化来看，食品饮料、农林牧渔、医药持仓占比提升非常显著，商贸零售、轻工制造、餐饮旅游、纺织服装持仓占比出现不同程度下降，但总体比较稳定。

图 2：各行业基金配置占比季度变化：2019 一季报 V.S. 2018 年报



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：1) 配置占比=各行业基金重仓股市值/基金重仓总市值（去除港股）；2) 采用 CS 一级行业。

截至 2019 年 3 月 31 日中信证券研究部消费产业组所覆盖的七大行业总市值 10.86 万亿，占 A 股总市值比例为 17.46%（截至 2018 年 12 月 31 日，中信证券研究部消费产业组所覆盖的七大行业总市值 8.03 万亿，占 A 股总市值比例为 16.79%）。消费产业公募基金重仓持仓总市值 3347.61 亿元，占全部 A 股重仓持仓总市值比例为 34.22%，超配 16.76pcts。其中，食品饮料、医药、农林牧渔、商贸零售、餐饮旅游分别超配 9.34/5.05/2.15/0.28/0.35pcts，仅轻工制造和纺织服装低配，分别低配了 0.07/0.34pct。

表 1：2019 年 3 月 31 日消费产业市值及占比

行业	总市值 (亿元)	市值占比	基金重仓持仓比例	超配比例
食品饮料	32,843.49	5.27%	14.61%	9.34pcts
医药	39,398.40	6.32%	11.37%	5.05pcts
农林牧渔	11,139.08	1.79%	3.93%	2.15pcts
商贸零售	9,521.18	1.53%	1.80%	0.28pcts
轻工制造	7,404.09	1.19%	1.12%	-0.07pcts
餐饮旅游	3,439.61	0.55%	0.90%	0.35pcts
纺织服装	5,106.35	0.82%	0.48%	-0.34pcts
<b>消费产业</b>	<b>108,852.20</b>	<b>17.46%</b>	<b>34.22%</b>	<b>16.76pcts</b>

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：仅计算 A 股，不含港股

2019Q1，食品饮料、医药、农林牧渔、商贸零售、轻工制造、社会服务、纺织服装的基金重仓持仓市值 TOP10 个股合计占行业整体比重分别为 87% /55% /95% /98% /82%/98%/88%，集中度基本维持稳定。70 支个股累计持仓市值为 2598.98 亿元，在消费产业基金重仓持股市值中占比为 77.8%。综合所有消费产业标的来看，TOP10 个股的重仓市值合计为 1611.78 亿元，占比 48.15%，较 18Q4 的 40.8%进一步集中。TOP10 维度来看，医药行业重仓股相对分散，TOP10 占比不到 60%，其他行业重仓股持股均相对集中，TOP10 占比均超过 80%，商贸零售、社会服务 TOP10 比例分别高达 97.82%、97.53%。

表 2：2019Q1 消费产业基金持仓市值 TOP10

食品饮料 TOP10 占比 86.68%		医药 TOP10 占比 55.02%		农林牧渔 TOP10 占比 94.86%		商贸零售 TOP10 占比 97.82%	
名称	重仓市值(亿元)	名称	重仓市值(亿元)	名称	重仓市值(亿元)	名称	重仓市值(亿元)
贵州茅台	406.26	恒瑞医药	136.28	温氏股份	159.54	永辉超市	76.03
五粮液 ↑	241.11	长春高新	128.37	牧原股份 ↑	53.35	南极电商	47.35
伊利股份	220.13	爱尔眼科 ↑	61.68	正邦科技 ↑	36.74	苏宁易购	13.56
泸州老窖	122.64	美年健康	59.73	海大集团	30.09	天虹股份 ↑	11.63
洋河股份	50.52	通策医疗 ↑	51.02	天邦股份 ↑	14.39	家家悦	7.17
顺鑫农业 ↑	47.27	华兰生物 ↑	44.02	圣农发展	11.33	老凤祥	4.45
古井贡酒	43.03	智飞生物	35.14	新希望	5.41	跨境通	4.15
山西汾酒	36.41	泰格医药	32.42	生物股份	4.92	重庆百货	3.71
口子窖	35.68	乐普医疗	32.38	唐人神	3.11	大商股份	2.49
中炬高新	35.67	片仔癀	31.06	隆平高科	2.73	王府井	2.11
轻工制造 TOP10 占比 81.59%		社会服务 TOP10 占比 97.53%		纺织服装 TOP10 占比 88.05%		消费产业 TOP10 占比 48.15%	
名称	重仓市值(亿元)	名称	重仓市值(亿元)	名称	重仓市值(亿元)	名称	重仓市值(亿元)
晨光文具	24.93	中国国旅	51.48	森马服饰	9.56	贵州茅台	406.26
欧派家居 ↑	13.31	宋城演艺	25.71	周大生 ↑	7.82	五粮液 ↑	241.11
索菲亚	10.84	中公教育	20.41	比音勒芬 ↑	5.94	伊利股份	220.13

尚品宅配 ↑	9.53	视源股份	13.17	歌力思	4.17	温氏股份	159.54
恩捷股份 ↑	7.71	三特索道 ↑	2.60	百隆东方	4.13	恒瑞医药 ↑	136.28
星辉娱乐	5.68	首旅酒店	2.58	奥康国际 ↑	3.11	长春高新 ↑	128.37
太阳纸业	5.15	中青旅	2.36	开润股份	2.33	泸州老窖	122.64
裕同科技	5.07	盛通股份	1.70	海澜之家	2.07	永辉超市	76.03
大亚圣象 ↑	3.60	广州酒家	1.50	安正时尚	1.31	爱尔眼科	61.68
中顺洁柔	3.50	凯文教育	1.38	航民股份	1.25	美年健康	59.73

资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 仅计算 A 股, 不含港股; 红色标注为 1 新增个股, ↑ 标注为排序上升; 社会服务板块相对于 2018Q4 的统计新加入了教育行业标的, 但是其持仓市值暂未纳入板块总体统计

2019Q1, 食品饮料、医药、农林牧渔、商贸零售、轻工制造、餐饮旅游、纺织服装基金重仓持仓市值 TOP10 中持股数环比提升的分别有 7/8/6/6/3/4/6 家公司, 其中轻工制造和餐饮旅游行业 TOP10 重仓股的减持相对明显。

表 3: 2019Q1 消费产业基金持仓市值 TOP10 的个股持股数及季度变动 (单位: 万股)

食品饮料 TOP10			医药 TOP10			农林牧渔 TOP10			商贸零售 TOP10		
名称	持仓	变动	名称	持仓	变动	名称	持仓	变动	名称	持仓	变动
贵州茅台	4,757	466	恒瑞医药	20,831	9,127	温氏股份	39,331	9,191	永辉超市	87,996	9,436
五粮液	25,381	9,985	长春高新	4,050	556	牧原股份	8,427	963	南极电商	41,390	1,679
伊利股份	75,620	3,034	爱尔眼科	18,142	1,337	正邦科技	22,553	10,435	苏宁易购	10,803	-2,293
泸州老窖	18,448	1,943	美年健康	32,248	2,369	海大集团	10,669	-3,006	天虹股份	7,968	2,364
洋河股份	3,874	-1,637	通策医疗	7,237	571	天邦股份	8,233	5,430	家家悦	2,912	-541
顺鑫农业	7,796	1,678	华兰生物	9,782	2,082	圣农发展	4,551	-18	老凤祥	1,002	-661
古井贡酒	4,003	2,623	智飞生物	6,876	-1,695	新希望	4,067	3,049	跨境通	3,625	-1,864
山西汾酒	6,022	2,305	泰格医药	4,927	1,655	生物股份	2,765	-3,491	重庆百货	999	93
口子窖	6,559	-149	乐普医疗	12,218	-2,812	唐人神	2,362	567	大商股份	803	787
中炬高新	9,750	-1,935	片仔癀	2,703	49	隆平高科	1,681	-2,486	王府井	1,119	826
轻工制造 TOP10			社会服务 TOP10			纺织服装 TOP10			消费产业 TOP10		
名称	持仓	变动	名称	持仓	变动	名称	持仓	变动	名称	持仓	变动
晨光文具	6,739	-3,043	中国国旅	7,346	-395	森马服饰	8,095	2,355	贵州茅台	4,757	466
欧派家居	1,096	127	宋城演艺	11,081	-2,954	周大生	2,229	478	五粮液	25,381	9,985
索菲亚	4,225	-3,662	中公教育	15,846	15,840	比音勒芬	1,328	350	伊利股份	75,620	3,034
尚品宅配	1,077	397	视源股份	1,660	-138	歌力思	2,393	-438	温氏股份	39,331	9,191
恩捷股份	1,268	-87	三特索道	1,118	993	百隆东方	7,235	-200	恒瑞医药	20,831	9,127
星辉娱乐	8,091	7,832	首旅酒店	1,173	347	奥康国际	2,630	164	长春高新	4,050	556
太阳纸业	7,205	-6,344	中青旅	1,404	-684	开润股份	689	-229	泸州老窖	18,448	1,943
裕同科技	892	-338	盛通股份	1,487	30	海澜之家	2,122	-3,810	永辉超市	87,996	9,436
大亚圣象	2,396	-1,322	广州酒家	497	-788	安正时尚	1,017	1,017	爱尔眼科	18,142	1,337
中顺洁柔	3,692	-4,176	凯文教育	1,606	-440	航民股份	1,155	374	美年健康	32,248	2,369

资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 仅计算 A 股, 不含港股; 社会服务板块相对于 2018Q4 的统计新加入了教育行业标的, 但是其持仓市值暂未纳入板块总体统计

## 北上资金增配消费更加明显

北上资金方面, 2018Q2 之后消费持仓市值连续两个季度下降, 于 2019Q1 实现反弹并大幅超过前期 2018Q2 持仓市值的峰值。截至 2019 年 3 月 31 日北上资金消费持仓占比达 33.9%, 其中食品饮料 (20.6%)、医药 (8.6%)、餐饮旅游 (2.0%) 分列前三。持

仓占比季度环比提升的行业分别是食品饮料 (+1.2pcts)、农林牧渔 (+0.4pct)、医药 (+0.2pct)。19Q1 持仓上升的趋势与国内基金一致，但持仓比重相对不同的是，餐饮旅游板块因北上资金持有中国国旅市值较高，占比相对较高。

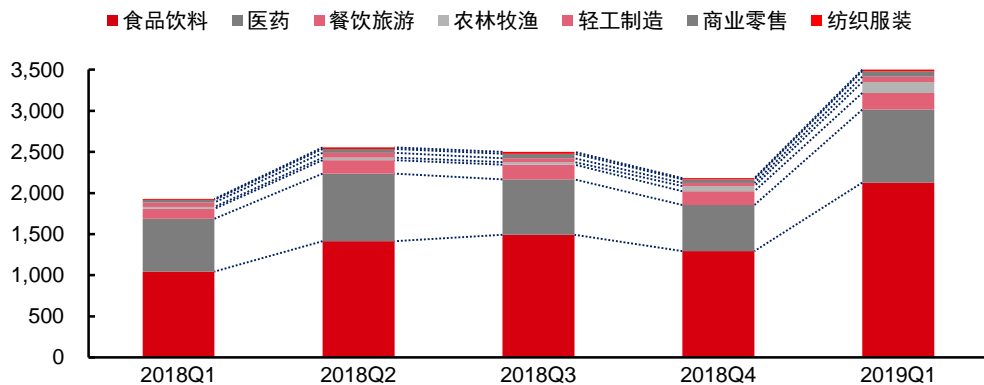
表 4：2018 年以来，沪深股通消费持仓市值季度变化情况

单位：亿元	19Q1 市值	持仓 占比	18Q4 市值	持仓 占比	18Q3 市值	持仓 占比	18Q2 市值	持仓 占比	18Q1 市值	持仓 占比
食品饮料	2,128.57	20.6%	1294.90	19.4%	1490.04	20.7%	1413.66	20.8%	1042.23	18.2%
医药	884.70	8.6%	559.00	8.4%	676.51	9.4%	822.02	12.1%	642.48	11.2%
餐饮旅游	204.89	2.0%	168.90	2.5%	176.42	2.5%	161.98	2.4%	123.66	2.2%
农林牧渔	131.40	1.3%	59.98	0.9%	31.66	0.4%	32.67	0.5%	23.99	0.4%
轻工制造	67.05	0.6%	39.78	0.6%	49.62	0.7%	58.90	0.9%	52.45	0.9%
商业零售	64.36	0.6%	41.52	0.6%	53.05	0.7%	47.63	0.7%	32.08	0.6%
纺织服装	22.28	0.2%	18.17	0.3%	21.56	0.3%	17.66	0.3%	12.78	0.2%
<b>合计</b>	<b>3,503.26</b>	<b>33.9%</b>	<b>2182.26</b>	<b>32.7%</b>	<b>2498.84</b>	<b>34.8%</b>	<b>2554.52</b>	<b>37.5%</b>	<b>1929.68</b>	<b>33.8%</b>
沪深股通总市值	10,330.47		6681.79		7185.68		6805.77		5717.04	

资料来源：Wind，中信证券研究部

分行业来看，较为明显的是：食品饮料行业持仓 2019 年初以来表现较好，占比上升明显，其中主要是白酒大幅加仓带动；农林牧渔配置 2018Q3 以来持续增加，主要因行业周期逻辑清晰，生猪养殖行业获大幅增配。另外，医药行业 2018 年下半年受政策影响获减仓，2019Q1 持仓止跌略有回升，但仍然处于低位；餐饮旅游板块持仓占比相对稳定，但 2019 年初以来下降 0.5pct，主要因中国国旅业绩略低于预期造成小幅减仓。

图 3：沪深港通消费板块 2018Q1~2019Q1 今持仓市值情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

与国内基金持股相对集中一致，北上资金持股也较为集中。截至 2019Q1，食品饮料、医药、农林牧渔、商贸零售、轻工制造、社会服务、纺织服装重仓持仓市值 TOP10 占比分别为 96%/73%/92%/74%/89%/100%/85%。综合所有消费产业标的来看，TOP10 市值占比达 75%，TOP10 分别为贵州茅台、恒瑞医药、五粮液、伊利股份、中国国旅、洋河股份、海天味业、云南白药、爱尔眼科、泸州老窖。跟国内基金不同的持仓个股主要包括中国国旅、海天味业、云南白药，北上资金对其持仓远远超出国内基金。



表 5：消费产业北上资金持仓市值 TOP10（截至 2019 年 3 月 31 日）

食品饮料 TOP10 占比 96.22%		医药 TOP10 占比 72.80%		农林牧渔 TOP10 占比 92.06%		商贸零售 TOP10 占比 74.01%	
名称	持股市值(亿元)	名称	持股市值(亿元)	名称	持股市值(亿元)	名称	持股市值(亿元)
贵州茅台	1031.51	恒瑞医药	382.31	牧原股份 ↑	32.78	永辉超市	11.74
五粮液 ↑	357.68	云南白药	65.75	生物股份	20.15	苏宁易购	11.31
伊利股份	257.43	爱尔眼科	58.17	海大集团	16.02	重庆百货	6.72
洋河股份 ↑	146.25	泰格医药 ↑	25.56	温氏股份 ↑	12.62	王府井 ↑	5.68
海天味业	130.72	华润三九 ↑	22.77	新希望 ↑	8.45	大商股份	2.51
泸州老窖 ↑	36.00	通化东宝	22.64	中粮糖业 ↑	5.72	南极电商 ↑	2.48
水井坊 ↑	23.38	东阿阿胶	20.31	正邦科技 ↑	5.32	天虹股份	2.44
涪陵榨菜	22.52	益丰药房	15.67	圣农发展 ↑	4.71	步步高	1.68
双汇发展	21.44	华东医药	15.48	隆平高科	2.86	老凤祥	1.60
安琪酵母	21.25	智飞生物	15.38	量子生物	2.73	豫园股份	1.48
轻工制造 TOP10 占比 88.60%		社会服务 TOP10 占比 99.84%		纺织服装 TOP10 占比 85.45%		消费产业 TOP10 占比 75.33%	
名称	持股市值(亿元)	名称	持股市值(亿元)	名称	持股市值(亿元)	名称	持股市值(亿元)
索菲亚	17.63	中国国旅	173.34	海澜之家	4.94	贵州茅台	1031.51
顾家家居	11.29	首旅酒店	16.22	森马服饰 ↑	3.66	恒瑞医药	382.31
欧派家居 ↑	8.93	中青旅	7.51	鲁泰 A	3.17	五粮液 ↑	357.68
晨光文具 ↑	6.52	宋城演艺	4.01	七匹狼	1.55	伊利股份	257.43
尚品宅配	5.76	视源股份	2.99	美盛文化 ↑	1.29	中国国旅	173.34
洁美科技	2.93	锦江股份	2.51	航民股份	1.11	洋河股份 ↑	146.25
山鹰纸业	2.37	中公教育	1.28	富安娜 ↑	0.99	海天味业	130.72
劲嘉股份	1.83	众信旅游	0.47	百隆东方	0.83	云南白药	65.75
恩捷股份	1.07	腾邦国际	0.34	瑞贝卡 ↑	0.77	爱尔眼科	58.17
合兴包装	1.05	黄山旅游	0.21	比音勒芬	0.73	泸州老窖	36.00

资料来源：Wind，中信证券研究部；红色标注为 1 新增个股，↑ 标注为排序上升；社会服务板块相对于 2018Q4 的统计新加入了教育行业标的，但是其持仓市值暂未纳入板块总体统计

2019Q1，食品饮料、医药、农林牧渔、商贸零售、轻工制造、社会服务、纺织服装北上资金持仓市值 TOP10 中持股数环比提升的分别有 7/8/10/7/7/6/3 家公司，区别于内地基金的行业持仓变动，北上资金对纺织服装行业的 TOP10 重仓股减持较多，但国内基金减持较多的餐饮旅游、轻工制造的持仓则相对稳定。综合来看，消费产业 TOP10 的重仓公司中有 8 家公司的持股数环比提升。

表 6：2019Q1 消费产业北上资金持仓市值 TOP10 的个股持股数及季度变动（单位：万股）

食品饮料 TOP10			医药 TOP10			农林牧渔 TOP10			商贸零售 TOP10		
名称	持仓	变动	名称	持仓	变动	名称	持仓	变动	名称	持仓	变动
贵州茅台	12,079	2,083	恒瑞医药	58,439	16,006	牧原股份	5,177	2,521	永辉超市	13,588	3,387
五粮液	37,651	3,893	云南白药	7,690	-153	生物股份	11,333	3,820	苏宁易购	9,009	2,670
伊利股份	88,432	-2,121	爱尔眼科	17,110	4,735	海大集团	5,680	1,660	重庆百货	1,808	-326
洋河股份	11,214	1,400	泰格医药	3,856	156	温氏股份	3,109	710	王府井	3,016	1,512
海天味业	15,077	1,503	华润三九	7,894	1,109	新希望	6,354	1,175	大商股份	807	739
泸州老窖	5,408	614	通化东宝	13,044	-5,109	中粮糖业	6,354	2,234	南极电商	2,164	872
水井坊	5,209	952	东阿阿胶	4,280	535	正邦科技	3,265	1,220	天虹股份	1,670	-2,577
涪陵榨菜	7,259	2,916	益丰药房	2,701	915	圣农发展	1,892	839	步步高	1,750	-92
双汇发展	8,293	-3,779	华东医药	4,744	10	隆平高科	1,760	161	老凤祥	360	152

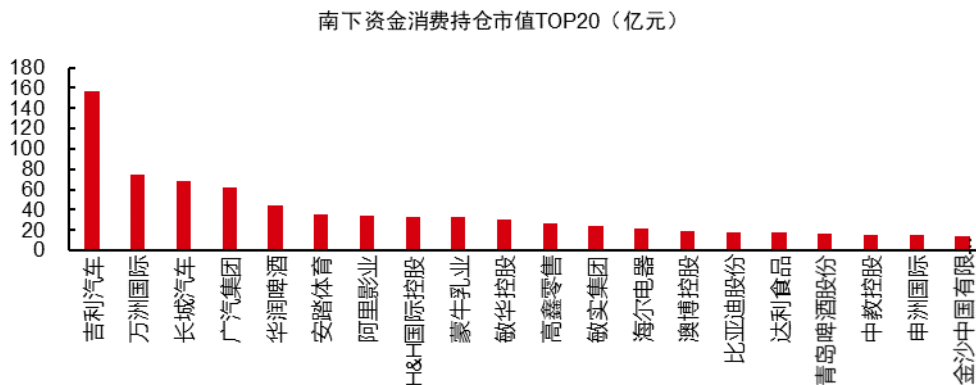
轻工制造 TOP10			社会服务 TOP10			纺织服装 TOP10			消费产业 TOP10		
名称	持仓	变动	名称	持仓	变动	名称	持仓	变动	名称	持仓	变动
索菲亚	6,872	1,150	中国国旅	24,734	1,099	海澜之家	5,054	-1,283	贵州茅台	12,079	2,083
顾家家居	1,911	-73	首旅酒店	7,378	15	森马服饰	3,055	-146	恒瑞医药	58,439	16,006
欧派家居	736	394	中青旅	4,465	-952	鲁泰 A	2,982	-419	五粮液	37,651	3,893
晨光文具	1,763	1,490	宋城演艺	1,727	-115	七匹狼	2,073	-324	伊利股份	88,432	-2,121
尚品宅配	652	15	视源股份	377	-2	美盛文化	1,343	-13	中国国旅	24,734	1,099
洁美科技	838	84	锦江股份	902	422	航民股份	1,028	-389	洋河股份	11,214	1,400
山鹰纸业	5,994	-1,828	中公教育	994	994	富安娜	1,069	564	海天味业	15,077	1,503
劲嘉股份	1,290	438	众信旅游	597	466	百隆东方	1,450	0	云南白药	7,690	-153
恩捷股份	176	-182	腾邦国际	317	277	瑞贝卡	2,067	897	爱尔眼科	17,110	4,735
合兴包装	1,732	1,732	黄山旅游	180	-440	比音勒芬	164	164	泸州老窖	5,408	614

资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 仅计算 A 股, 不含港股

### 南下资金消费持仓相对偏低

南下资金方面,截至 2019 年 3 月 31 日共买入 142 支消费相关个股(含家电、汽车),市值 1084.34 亿元,占南下资金总持仓(8956.11 亿元)比例 12.11%,相比国内基金 34.22%/北上资金 33.91%的消费持仓占比偏低。可见,国内优质消费公司标的供给相对充足。

图 4: 截至 2019 年 3 月 31 日南下资金消费板块持仓情况

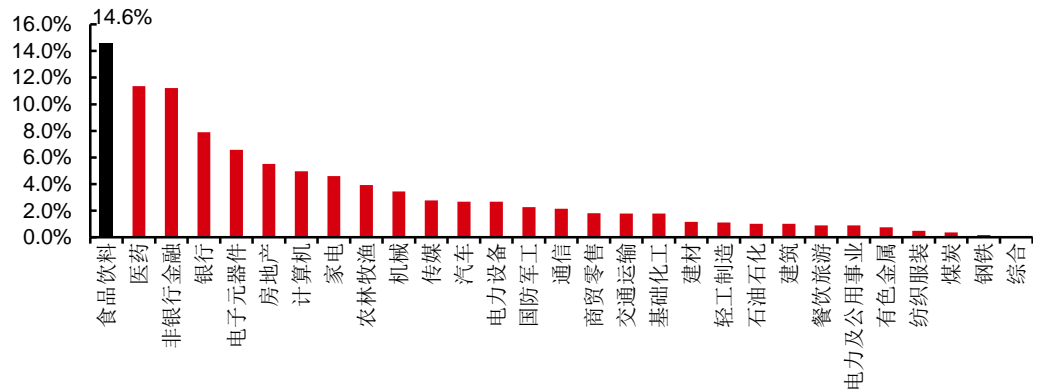


资料来源: Wind, 中信证券研究部

## 食品饮料: 白酒板块集中加仓

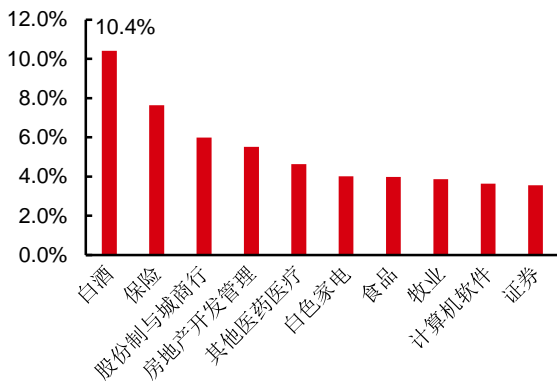
2019Q1 食品饮料重仓比重明显回升, 主要系基金集中加仓白酒板块。2019Q1 食品饮料板块基金重仓比重为 14.6%, 环比上升 3.0pcts, 回升至 2018Q3 水平, 居全行业之首。从二级行业看, 白酒板块基金重仓比重为 10.4%, 环升 3.2pcts, 加仓幅度最大。大众品板块基金重仓比重为 4.0%、环降 0.28pct, 基本维持稳定。

图 5：一级行业重仓比例（单位：%）



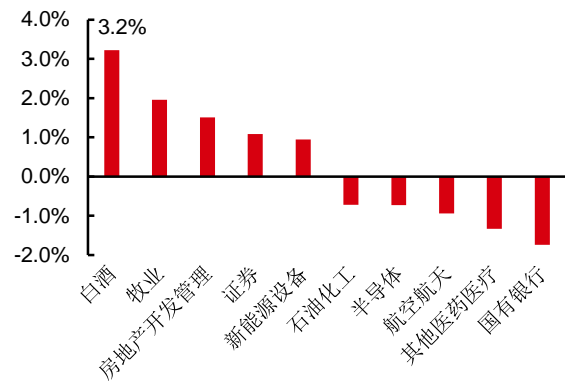
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6：二级行业前十大重仓板块（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：二级行业的仓位比例增减前五（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

**2019Q1 基金前二十大重仓股中食品饮料位列四席，茅台稳居基金重仓第二。** 2019Q1 末基金前二十大重仓股中，食品饮料板块占据四席，贵州茅台、伊利股份、五粮液、泸州老窖分别排名第 2、4、5、17 位。茅台基金重仓比例达 2.0%，环比上升 0.4pct；五粮液从 2018Q4 的第 16 上升至第 4，重仓比例为 1.2%，环比上升 0.7pct；伊利股份比例为 1.1%，基本持平；泸州老窖重仓比例 0.6%，环比提升 0.2pct。

表 7：2019Q1 持股市值占基金股票投资市值前二十大重仓股（%）

排名	2019Q1		2018Q4		2018Q3	
	股票简称	比例	股票简称	比例	股票简称	比例
1	中国平安	2.96	中国平安	2.64	中国平安	3.14
2	贵州茅台	1.98	贵州茅台	1.62	贵州茅台	2.20
3	招商银行	1.30	招商银行	1.24	招商银行	1.47
4	五粮液	1.18	伊利股份	1.06	伊利股份	1.15
5	伊利股份	1.08	保利地产	0.84	格力电器	0.99
6	格力电器	0.84	格力电器	0.82	美的集团	0.81
7	温氏股份	0.78	万科 A	0.79	五粮液	0.76
8	中信证券	0.72	美的集团	0.71	保利地产	0.66
9	海康威视	0.70	海康威视	0.65	长春高新	0.63
10	立讯精密	0.68	兴业银行	0.63	中国太保	0.57

排名	股票简称	比例	股票简称	比例	股票简称	比例
11	美的集团	0.67	中信证券	0.58	分众传媒	0.54
12	恒瑞医疗	0.67	农业银行	0.54	农业银行	0.54
13	保利地产	0.66	中国石油	0.54	恒瑞银行	0.52
14	万科 A	0.65	隆基股份	0.51	万科 A	0.52
15	兴业银行	0.64	温氏股份	0.50	泸州老窖	0.50
16	长春高新	0.63	五粮液	0.50	兴业银行	0.50
17	泸州老窖	0.60	泸州老窖	0.43	洋河股份	0.49
18	隆基股份	0.48	立讯精密	0.42	海康威视	0.48
19	东方财富	0.38	交通银行	0.40	中信证券	0.44
20	永辉超市	0.37	永辉超市	0.40	立讯精密	0.40

资料来源: Wind, 中信证券研究部

**2019Q1 白酒板块基金配置比例动前三为贵州茅台、五粮液、泸州老窖。**2019Q1 末白酒板块基金配置比例前三位为贵州茅台 (+1.98%)、五粮液 (+1.18%)、泸州老窖 (+0.60%)。大众品板块, 2019Q1 末基金配置比例最高的前三位为伊利股份 (+1.08%)、中炬高新 (+0.17%)、海天味业 (+0.11%)。

表 8: 2019Q1 白酒板块基金重仓配置前十

代码	名称	持有基金数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	持股市值占基金股票投资市值比(%)
600519.SH	贵州茅台	722	4,757.15	465.88	1.98
000858.SZ	五粮液	493	25,380.52	9,985.10	1.18
000568.SZ	泸州老窖	201	18,448.03	1,943.10	0.60
002304.SZ	洋河股份	149	3,873.55	-1,636.99	0.25
000860.SZ	顺鑫农业	95	7,796.01	1,678.31	0.23
000596.SZ	古井贡酒	52	4,003.24	2,622.71	0.21
600809.SH	山西汾酒	87	6,021.78	2,304.88	0.18
603589.SH	口子窖	69	6,559.12	-148.78	0.17
603369.SH	今世缘	85	6,107.53	3,802.14	0.09
600559.SH	老白干酒	24	4,212.56	1,855.58	0.04

资料来源: Wind, 中信证券研究部

表 9: 2019Q1 大众品板块基金重仓配置前十

代码	名称	持有基金数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	持股市值占基金股票投资市值比(%)
600887.SH	伊利股份	424	75,619.55	3,034.09	1.08
600872.SH	中炬高新	113	9,750.27	-1,935.29	0.17
603288.SH	海天味业	77	2,584.70	-238.10	0.11
300146.SZ	汤臣倍健	65	7,784.70	-4,041.92	0.09
603517.SH	绝味食品	90	3,199.20	498.44	0.08
002507.SZ	涪陵榨菜	28	3,085.55	-921.92	0.05
600132.SH	重庆啤酒	28	2,671.06	209.11	0.05
002557.SZ	洽洽食品	42	3,300.56	-244.38	0.04
603345.SH	安井食品	22	1,944.39	-368.27	0.04
600298.SH	安琪酵母	10	1,924.40	-354.99	0.03

资料来源: Wind, 中信证券研究部

以重仓同口径比较，食品饮料板块 2019Q1 比 2018Q4 季末重仓配置比例变化最大的前三位为五粮液、贵州茅台、泸州老窖。2019Q1 季末相比 2018Q4 季末白酒板块个股表现优于食品板块，尤其是高端白酒表现亮眼，因此板块整体加仓明显，茅五泸基金配置比例提升最大。

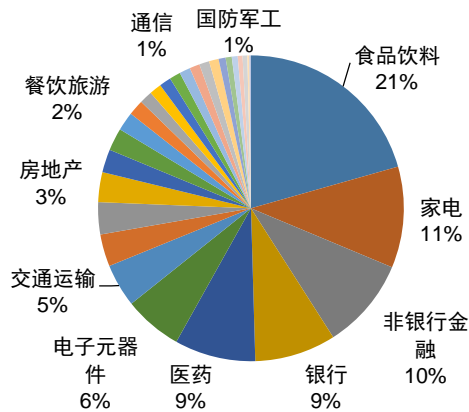
表 10：食品饮料板块 2019Q1 与 2018Q4 重仓配置比例环比变化较大个股

名称	持有基金数变化	季报持仓变动(万股)	持股总市值变化(万元)	持股市值占基金股票投资市值比变化 (%)	
000858.SZ	五粮液	353.00	9985.10	1627830.68	0.68
600519.SH	贵州茅台	182.00	465.88	1530309.83	0.37
000568.SZ	泸州老窖	107.00	1943.10	556444.82	0.17
000596.SZ	古井贡酒	42.00	2622.71	355855.05	0.16
600809.SH	山西汾酒	72.00	2304.88	296620.75	0.13
603589.SH	口子窖	23.00	-148.78	267330.44	0.12
603288.SH	海天味业	75.00	-238.10	223615.65	0.11
000860.SZ	顺鑫农业	68.00	1678.31	277578.67	0.11
603517.SH	绝味食品	78.00	498.44	124059.55	0.06
600779.SH	水井坊	5.00	-449.50	68572.94	0.03
603369.SH	今世缘	56.00	3802.14	90180.34	0.03
600559.SH	老白干酒	13.00	1855.58	48412.63	0.02
600887.SH	伊利股份	60.00	3034.09	540281.83	0.01
603886.SH	元祖股份	11.00	719.52	19112.21	0.01
002568.SZ	百润股份	0.00	1023.46	19468.26	0.01
603866.SH	桃李面包	-3.00	248.30	15286.87	0.01
600197.SH	伊力特	18.00	589.96	12692.50	0.01
600702.SH	舍得酒业	9.00	53.30	11504.90	0.01
600305.SH	恒顺醋业	-10.00	-1114.51	-1825.17	-0.01
002507.SZ	涪陵榨菜	-13.00	-921.92	9152.45	-0.01
002696.SZ	百洋股份	-6.00	-1519.20	-13652.19	-0.01
000848.SZ	承德露露	-7.00	-2136.20	-17170.12	-0.01
600298.SH	安琪酵母	-27.00	-354.99	-5434.74	-0.01
300146.SZ	汤臣倍健	-31.00	-4041.92	-23172.10	-0.04
600600.SH	青岛啤酒	-1.00	-1787.83	-44310.08	-0.04
600872.SH	中炬高新	-17.00	-1935.29	12408.12	-0.05
000895.SZ	双汇发展	-29.00	-3936.00	-72362.80	-0.08
600866.SH	星湖科技	-30.00	60.52	-129953.20	-0.08
603345.SH	安井食品	-82.00	-368.27	-115138.30	-0.09
002304.SZ	洋河股份	1.00	-1636.99	-16769.97	-0.09
603696.SH	安记食品	-45.00	28.99	-234811.60	-0.15

资料来源：Wind，中信证券研究部

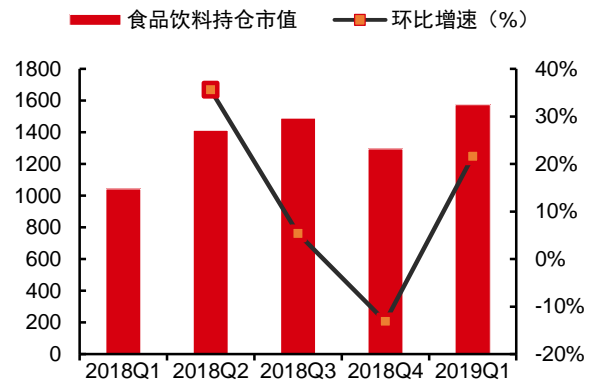
北上资金偏好持有食品饮料，持有市值环比增速由负转正。2019Q1 末按持股市值，北上资金食品饮料板块持有市值为 1575.8 亿，环增 21.6%。在北上资金持有的市值占比中，食品饮料和家电分别位居第一、第二，市值占比分别为 21%、11%。

图 8：北上资金重仓板块（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 9：2019Q1 北上资金食品饮料持有市值（亿）



资料来源：Wind，中信证券研究部

一季度食品饮料板块北上资金持有市值前三为贵州茅台、五粮液、伊利股份。2019Q1 末按持股市值统计，食品饮料板块通过沪深港通北上资金持有股票前三为贵州茅台（1031.51 亿）、五粮液（357.6 亿）和伊利股份（257.4 亿）。从占流通 A 股市值比例环比变化来看，北上资金占流通股前三大公司分别为涪陵榨菜（+3.7%）、水井坊（+2.0%），贵州茅台（+1.7%）。

表 11：食品饮料板块 2019Q1 末沪深港通北上资金持股市值

代码	股票	2019Q1 持股市值 (亿)	环比 2018Q4 变动 (%)	2019Q1 持股占流通 A 股比 (%)	环比 2018Q4 变动 (pcts)
600519.SH	贵州茅台	1031.5	0.7	9.6	1.7
000858.SZ	五粮液	357.7	1.1	9.7	1.0
000568.SZ	泸州老窖	36.0	0.9	3.7	0.4
600779.SH	水井坊	23.4	0.7	10.7	2.0
002304.SZ	洋河股份	146.2	0.6	7.4	0.9
600809.SH	山西汾酒	7.5	1.7	1.4	0.5
603589.SH	口子窖	6.2	0.3	1.9	-0.3
603369.SH	今世缘	1.4	-0.1	0.4	-0.4
600702.SH	舍得酒业	0.8	8.8	0.8	0.7
600887.SH	伊利股份	257.4	0.2	14.6	-0.4
603288.SH	海天味业	130.7	0.4	5.6	0.6
002507.SZ	涪陵榨菜	22.5	1.4	9.2	3.7
000895.SZ	双汇发展	21.4	-0.2	2.5	-1.1
600298.SH	安琪酵母	21.2	0.0	9.5	-0.6
600872.SH	中炬高新	10.7	0.5	3.7	0.6
603866.SH	桃李面包	4.7	4.8	1.7	1.3
600305.SH	恒顺醋业	1.9	1.4	1.8	0.8
600073.SH	上海梅林	0.6	0.1	0.8	-0.1

资料来源：Wind，中信证券研究部

2019Q1 食品饮料板块南下资金持股继续缩减。2019Q1 末按持股市值统计，食品饮料板块通过港股通南下资金持有股票前三为华润啤酒（44.10 亿）、H&H 国际控股（33.44

亿)、蒙牛乳业(33.07 亿), 持股市值较 2018Q4 有所上升, 但占该股总股数的占比自 2018Q3 起持续下滑; 南下资金持股占总股数前三位的分别为周黑鸭、H&H 国际控股、庄园牧场, 分别对应 11.39%/10.61%/9.72%。

表 12: 食品饮料板块 2019Q1 末沪深港通南下资金持股市值前十(亿, 百分点)

证券代码	证券简称	持股市值(亿)	环比变动	占港股总股数(%)	环比变动(pcts)
0291.HK	华润啤酒	44.44	6%	4.14	-0.59
1112.HK	H&H 国际控股	33.44	4%	10.61	-0.57
2319.HK	蒙牛乳业	33.07	14%	2.87	-0.14
3799.HK	达利食品	17.39	-7%	2.16	-0.20
0168.HK	青岛啤酒股份	16.82	50%	6.93	1.53
1458.HK	周黑鸭	11.33	25%	11.39	0.44
0336.HK	华宝国际	9.09	14%	7.35	-0.34
1579.HK	颐海国际	8.22	45%	2.24	-0.58
0506.HK	中国食品	2.65	-14%	3.05	0.00
0322.HK	康师傅控股	2.19	-57%	0.29	-0.57
1117.HK	现代牧业	2.11	54%	2.64	0.00

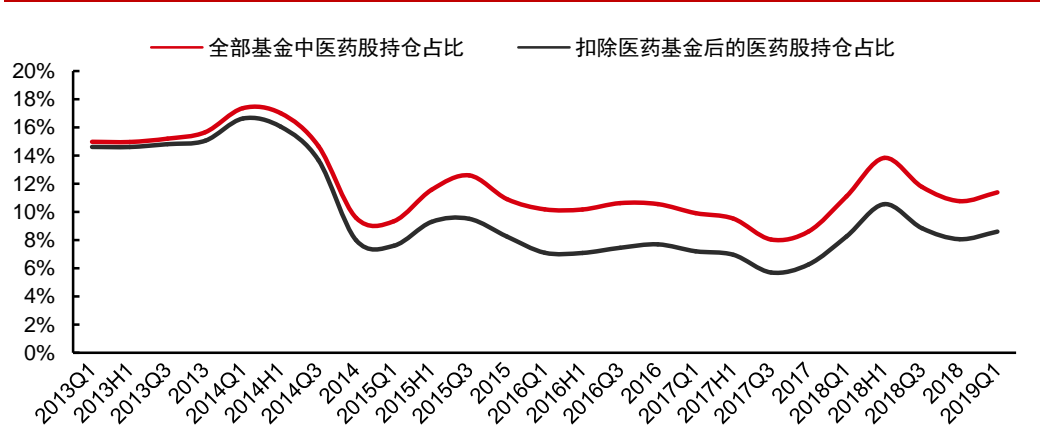
资料来源: Wind, 中信证券研究部

## 医药: 持仓略有回升但仍处低位

### 持仓水平有所回升, 但仍处于较低水平

截至 2019Q1 全部基金医药股持仓占比约 11.37%, 同比及环比分别上升 0.28 和 0.62 个百分点; 主题医药基金的持仓占比约 92.62%, 同比下降了 2.05、环比上升了 1.14 个百分点; 扣除医药基金后市场整体的医药股持仓约 8.60%, 同比及环比分别上升了 0.34 和 0.54 个百分点。整体来看, 由于对带量采购政策及其后续推广的担忧, 当前医药板块整体的持仓水平虽略有回升, 但仍处于较低水平。

图 10: 2013Q1-2019Q1 医药板块的基金持仓情况



资料来源: Wind, 中信证券研究部

## 政策避风港个股持仓较重

从基金持仓金额的绝对市值来看：2018 年底持仓金额排在前五的个股为恒瑞医药（136.28 亿元）、长春高新（128.37 亿元）、爱尔眼科（61.68 亿元）、美年健康（59.73 亿元）、通策医疗（51.02 亿元），主要为创新药、生物医药和医疗服务的龙头公司。

表 13：2018 年底医药持仓市值前 20

排序	名称	持股机构数	2019Q1 基金持仓市值 (亿元)	持股总量(万股)	季报持仓变动 (万股)
1	恒瑞医药	325	136.28	20,831	9,127
2	长春高新	383	128.37	4,050	556
3	爱尔眼科	110	61.68	18,142	1,337
4	美年健康	99	59.73	32,248	2,369
5	通策医疗	94	51.02	7,237	571
6	华兰生物	61	44.02	9,782	2,082
7	智飞生物	129	35.14	6,876	-1,695
8	泰格医药	123	32.42	4,927	1,655
9	乐普医疗	74	32.38	12,218	-2,812
10	片仔癀	83	31.06	2,703	49
11	迈瑞医疗	73	24.81	1,847	-1,110
12	鱼跃医疗	43	22.22	8,803	-1,580
13	老百姓	46	19.73	3,137	-109
14	健帆生物	51	19.17	3,081	-581
15	云南白药	62	17.96	2,101	-347
16	凯莱英	77	16.33	1,774	-378
17	沃森生物	40	15.56	6,104	-676
18	通化东宝	32	15.16	8,733	-2,254
19	山东药玻	47	14.66	5,748	57
20	益丰药房	40	14.64	2,545	-507

资料来源：Wind，中信证券研究部

从基金持仓市值的变动来看：①持仓市值增加：排在前五的个股为恒瑞医药（+74.54 亿元）、长春高新（+67.24 亿元）、通策医疗（+19.38 亿元）、华兰生物（+18.76 亿元）、泰格医药（+18.47 亿元）；②持仓市值下降：排在前五的个股为济川药业（-12.63 亿元）、迈瑞医疗（-7.49 亿元）、同仁堂（-7.35 亿元）、华东医药（-6.70 亿元）、复星医药（-5.86 亿元）。整体来看，2019 年一季度机构增持较多的个股主要为创新药、生物制品和医疗服务标的，基本面和业绩均较为稳健且政策避风港属性明显；减持较多的个股主要为仿制药和中成药企业。

表 14：2018 年底持仓市值增/减持前 10

	排序	名称	持股机构数	2019Q1 基金持仓市值 (亿元)	持仓市值变动 (亿元)
增 持 前 10	1	恒瑞医药	325	136.28	74.54
	2	长春高新	383	128.37	67.24
	3	通策医疗	94	51.02	19.38
	4	华兰生物	61	44.02	18.76
	5	泰格医药	123	32.42	18.47
	6	爱尔眼科	110	61.68	17.49



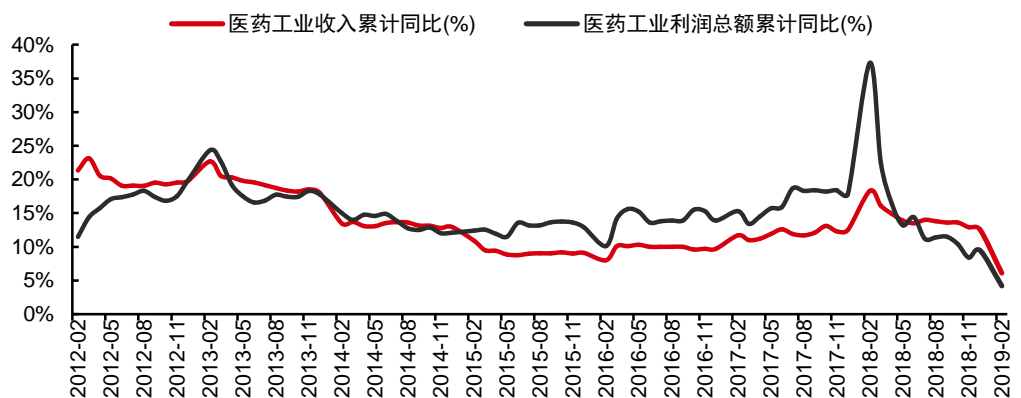
	排序	名称	持股机构数	2019Q1 基金持仓市值 (亿元)	持仓市值变动 (亿元)
	7	美年健康	99	59.73	15.19
	8	康弘药业	43	11.08	9.95
	9	金城医学	17	9.65	9.63
	10	健友股份	29	12.66	9.25
减 持 前 10	1	济川药业	38	6.72	-12.63
	2	迈瑞医疗	73	24.81	-7.49
	3	同仁堂	13	6.52	-7.35
	4	华东医药	28	14.17	-6.70
	5	复星医药	58	14.09	-5.86
	6	翰宇药业	3	0.63	-3.64
	7	葵花药业	12	1.61	-3.05
	8	华润双鹤	3	1.17	-1.90
	9	东阿阿胶	17	1.03	-1.55
	10	三诺生物	4	2.20	-1.48

资料来源: Wind, 中信证券研究部

### 工业数据表现欠佳，医保及财政卫生支出整体良性

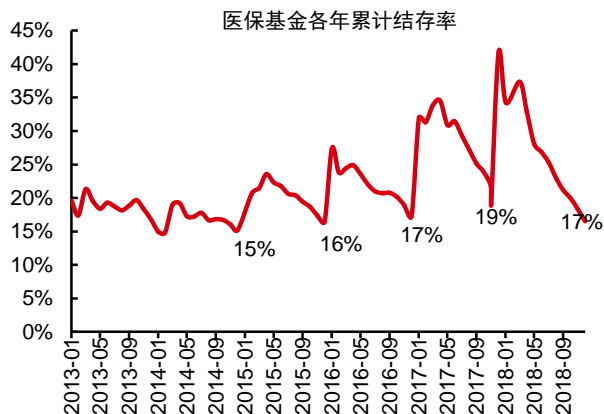
从行业数据角度：**①医药工业**：2019 年前两个月，医药工业主营业务收入累计同比增长 6.10%，利润总额同比增长 4.20%，分别较去年同期下降 12.20 和 33.10 个百分点，主要系去年同期由于流感、两票制等因素导致的高基数有关；**②医保基金**：从医保基金的收支情况来看，2018 年全年医保基金总收入 2.11 万亿、总支出 1.76 万亿，医保账户累计结存额达到 2.32 万亿，整体仍较为良性；**③财政医疗卫生支出**：2019Q1 我国财政卫生健康支出 4750 亿元，同比增长 9.00%，占比当期全国公共预算支出的 8.10%，同比提高了 0.31 个百分点，财政对医疗的支持力度持续加大。

图 11：2012Q2-2019Q2 医药工业主营业务收入及利润总额情况



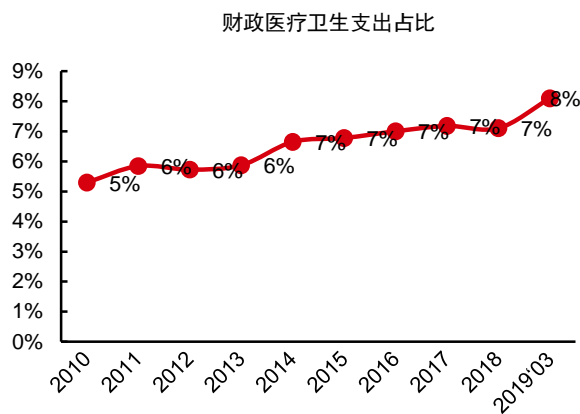
资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

图 12: 201301-201812 医保基金累计结余情况



资料来源: 人社部, 中信证券研究部

图 13: 财政医疗卫生支出占比整体财政支出稳健提升



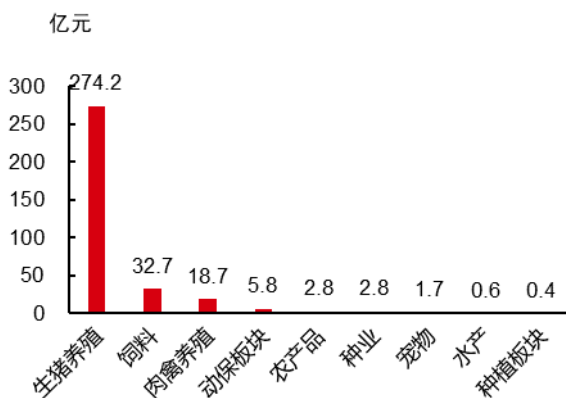
资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

## ■ 农林牧渔: 大幅增配, 集中于生猪养殖

### 个股层面: 生猪养殖大幅增配

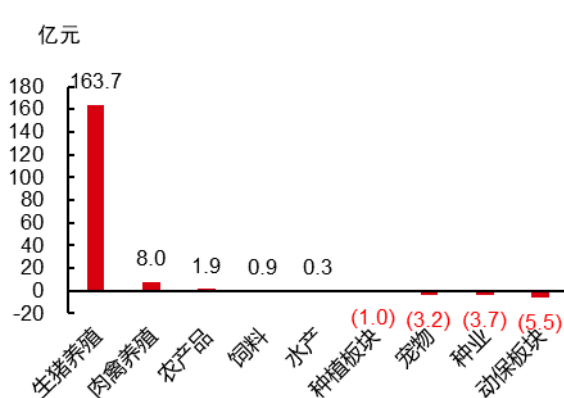
**生猪养殖行业大幅增配。**分子行业看, 2019 年一季报显示公募基金重仓股市值配置结构中, 生猪养殖板块是最主要的配置板块, 剔除通威股份影响, 生猪养殖行业持仓占比达 80.7%, 饲料板块占比 9.6%, 肉禽养殖和动保疫苗板块占比均为 5.5%和 1.7%。从增量角度看, 市值增加最多的板块为生猪养殖板块, 市值环比增加 163.7 亿元, 其次为肉禽养殖和农产品, 分别增加 8.0 亿元和 1.9 亿元。

图 14: 2019 年一季报农林牧渔细分行业基金重仓持股市值



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 15: 2019 年一季报子行业基金重仓持股市值环比变动



资料来源: Wind, 中信证券研究部

表 15: 2019 年一季报农林牧渔基金重仓持股持股情况

子行业	公司	重仓持股市值(亿元)			重仓基金数量			重仓持股占流通股比例(%)		
		2018Q4	2019Q1	变动	2018Q4	2019Q1	变动	2018Q4	2019Q1	变动
生猪养殖	温氏股份	78.91	159.54	80.63	189	380	191	7.92	10.58	2.66
	牧原股份	21.46	53.35	31.89	86	147	61	6.42	7.07	0.66
	正邦科技	6.43	36.74	30.31	46	146	100	5.60	10.40	4.80

子行业	公司	重仓持股市值(亿元)			重仓基金数量			重仓持股占流通股比例(%)		
		2018Q4	2019Q1	变动	2018Q4	2019Q1	变动	2018Q4	2019Q1	变动
	天邦股份	1.91	14.39	12.49	13	67	54	2.65	7.78	5.13
	新希望	0.74	5.41	4.67	12	53	41	0.24	0.97	0.72
	唐人神	1.02	3.11	2.09	11	24	13	2.37	3.04	0.67
	天康生物	0.02	1.09	1.07	3	12	9	0.05	1.24	1.20
肉禽养殖	圣农发展	7.56	11.33	3.77	60	23	(37)	4.11	4.10	(0.02)
	益生股份	0.55	2.33	1.78	11	8	(3)	2.13	3.17	1.04
	民和股份	0.26	1.30	1.04	6	9	3	1.18	2.66	1.48
	仙坛股份	1.84	2.52	0.68	13	10	(3)	5.54	4.49	(1.06)
	立华股份		0.41	0.41		5	5		1.41	1.41
宠物	佩蒂股份	3.89	0.91	(2.98)	13	10	(3)	26.23	4.39	(21.85)
	中宠股份	0.98	0.75	(0.23)	6	4	(2)	5.52	3.80	(1.71)
动保板块	普莱柯	0.43	0.07	(0.36)	3	1	(2)	1.12	0.15	(0.97)
	中牧股份	0.45	0.59	0.14	7	7	0	0.71	0.74	0.04
	瑞普生物		0.19	0.19		11	11		0.69	0.69
	生物股份	10.38	4.92	(5.47)	63	47	(16)	5.50	2.45	(3.05)
饲料	海大集团	31.69	30.09	(1.60)	56	67	11	8.85	6.91	(1.95)
	大北农		0.16	0.16		4	4		0.11	0.11
	禾丰牧业	0.11	1.22	1.11	4	8	4	0.17	1.38	1.21
	金新农		1.13	1.13		12	12		2.93	2.93
种植板块	苏垦农发	0.78	0.38	(0.40)	18	4	(14)	2.88	1.22	(1.66)
	北大荒	0.63	0.01	(0.62)	5	2	(3)	0.42	0.01	(0.41)
种业	隆平高科	6.17	2.73	(3.43)	16	9	(7)	4.32	1.74	(2.58)
	登海种业	0.24	0.01	(0.24)	2	1	(1)	0.52	0.01	(0.50)
农产品	中粮生化	0.01	0.00	(0.01)	2	1	(1)	0.02	0.01	(0.02)
	雪榕生物	0.14	1.92	1.78	2	3	1	0.98	11.32	10.34
	中粮糖业	0.16	0.17	0.01	10	7	(3)	0.11	0.09	(0.02)

资料来源: Wind, 中信证券研究部

**个股配置集中度仍然高位, 龙头依然是基金配置首选。**剔除通威股份影响, 2019Q1CS 农林牧渔板块持股市值 TOP10 基金重仓股持股市值集中度为 94.6%, 板块龙头仍然为公募基金配置首选。

**非洲猪瘟影响产能去化, 生猪养殖成为基金配置首选子行业。**受非洲猪瘟影响, 生猪养殖产能深度去化, 预期本轮周期猪价有望创历史新高, 基金大幅加仓生猪养殖板块。2019Q1 生猪养殖龙头企业温氏股份持仓市值为 159.54 亿元, 环比增加 80.63 亿元, 板块公司牧原股份持仓市值增加 31.89 亿元至 53.35 亿元, 正邦科技增加 30.31 亿元至 36.74 亿元, 天邦股份增加 12.49 亿元至 14.39 亿元。

表 16: 持股市值口径 CS 农林牧渔前十大重仓股

前十大重仓持股市值(亿元)		前十大重仓持股占流通股比例(%)		前十大重仓基金数量	
温氏股份	159.54	雪榕生物	11.32	温氏股份	380
牧原股份	53.35	温氏股份	10.58	牧原股份	147
正邦科技	36.74	正邦科技	10.40	正邦科技	146
海大集团	30.09	天邦股份	7.78	海大集团	67

前十大重仓持股市值(亿元)		前十大重仓持股占流通股比例(%)		前十大重仓基金数量	
天邦股份	14.39	牧原股份	7.07	天邦股份	67
圣农发展	11.33	海大集团	6.91	新希望	53
新希望	5.41	仙坛股份	4.49	生物股份	47
生物股份	4.92	佩蒂股份	4.39	唐人神	24
唐人神	3.11	圣农发展	4.10	圣农发展	23
隆平高科	2.73	中宠股份	3.80	金新农	12

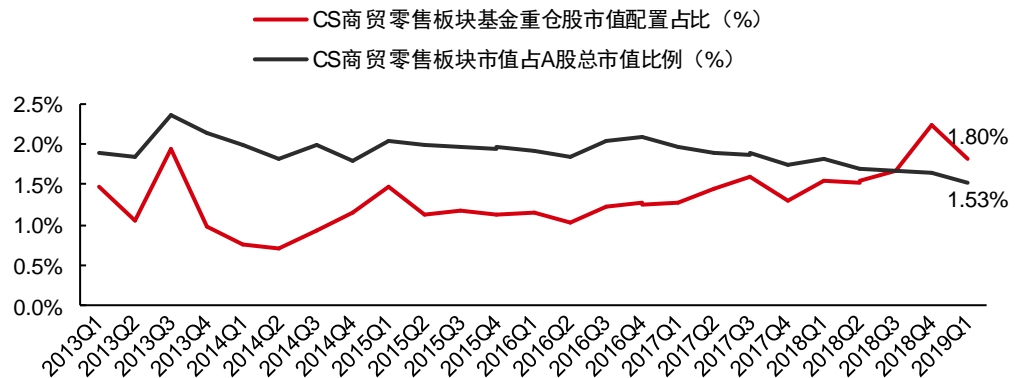
资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 商贸零售：配置比例环比略降

### 行业层面：维持超配，配置比例环比下滑

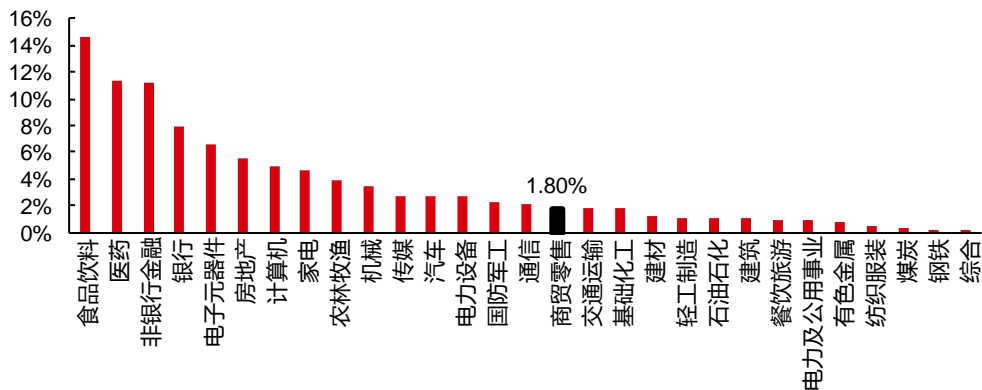
我们以 Wind 统计口径下的全部公募基金重仓股作为样本进行分析，2019Q1 CS 商贸零售板块重仓持股总市值为 177 亿元（2018Q3/2018Q4：142 亿/169 亿元），市值配置占比为 1.80%，在 29 个中信一级行业中位列第 16；同期 CS 商贸零售板块市值占 A 股总市值比例为 1.53%，公募基金超配 0.28pct。2019Q1 行业配置占比环比/同比-0.43/+0.25pct。

图 16：基金重仓股市值配置比例及板块市值占比



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 17：2019Q1 各行业基金重仓市值占比



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：本图占比=各 CS 一级行业基金重仓股市值/基金总市值

表 17：CS 商贸零售板块基金重仓变化

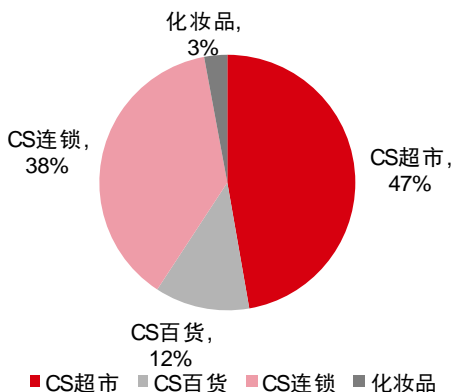
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
重仓市值 (亿)	144	137	142	169	177
重仓市值占比 (%)	1.55%	1.55%	1.68%	2.23%	1.80%
重仓基金家数	439	451	439	537	423

资料来源：Wind，中信证券研究部

### 个股层面：超市、连锁获增配，个股配置集中度提升

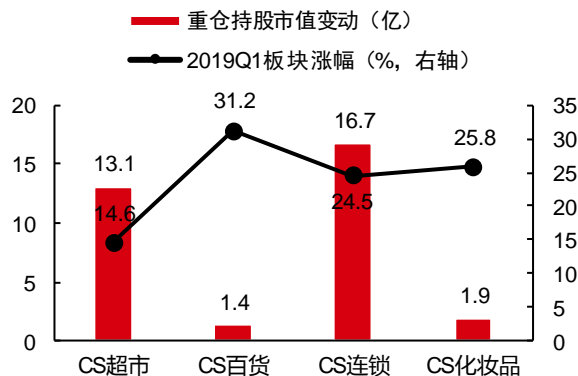
终端零售企稳回升，叠加反弹行情，超市、连锁板块持仓市值提升明显。2019Q1 公募基金重仓股市值配置结构中，CS 超市/CS 连锁/CS 百货分别为 47%/38%/12%，化妆品板块配置比例 3%。CS 超市/CS 连锁/CS 百货三大细分行业 2018Q4 重仓持股市值季环比变动分别为+13.1 亿/+16.7 亿/+1.4 亿元（剔除芒果超媒对百货板块的影响）。

图 18：2019Q1 商贸零售细分行业基金重仓股配置比例



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：化妆品行业包含上海家化、青岛金王、珀莱雅、御家汇、拉芳家化共 5 家样本公司

图 19：2019Q1 商贸零售细分行业基金重仓股持仓市值季度环比变动及板块涨跌幅



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：化妆品行业包含上海家化、青岛金王、珀莱雅、御家汇、拉芳家化共 5 家样本公司；环比剔除芒果超媒的影响；板块涨跌幅为流动加权平均

表 18: 2019Q1 商贸零售基金重仓持股表现

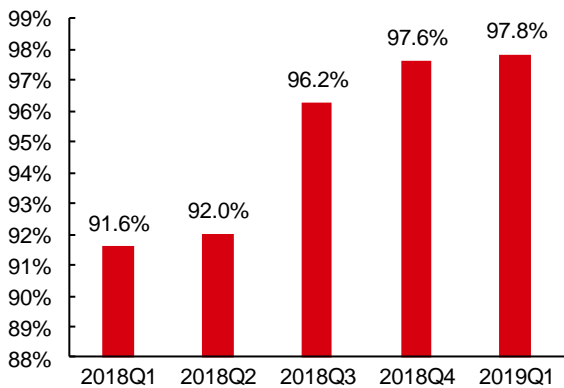
细分行业	证券代码	公司简称	持有基金数	持股总量(万股)	持股总市值(万元)	持股市值占基金股票投资市值比 (%)
CS 超市	601933.SH	永辉超市	85	87,996	760,288	0.37
	603708.SH	家家悦	30	2,912	71,718	0.04
	600861.SH	北京城乡	4	409	3,352	0.00
	002697.SZ	红旗连锁	6	182	1,043	0.00
	600361.SH	华联综超	1	51	234	0.00
	000759.SZ	中百集团	1	32	232	0.00
CS 百货	002419.SZ	天虹股份	35	7,968	116,336	0.06
	600729.SH	重庆百货	26	999	37,146	0.02
	600694.SH	大商股份	2	803	24,950	0.01
	600859.SH	王府井	31	1,119	21,100	0.01
	000501.SZ	鄂武商 A	5	631	7,576	0.00
	000516.SZ	国际医学	3	270	1,648	0.00
	000560.SZ	我爱我家	6	179	1,304	0.00
	600655.SH	豫园股份	4	53	508	0.00
	000882.SZ	华联股份	1	123	357	0.00
	600858.SH	银座股份	2	58	332	0.00
	600682.SH	南京新百	2	13	210	0.00
	600697.SH	欧亚集团	1	9	190	0.00
	600723.SH	首商股份	1	25	182	0.00
	600738.SH	兰州民百	1	16	122	0.00
	000417.SZ	合肥百货	1	11	59	0.00
	CS 连锁	002127.SZ	南极电商	71	41,390	473,534
002024.SZ		苏宁易购	53	10,803	135,574	0.07
600612.SH		老凤祥	15	1,002	44,473	0.02
601828.SH		美凯龙	8	1,221	15,968	0.01
603214.SH		爱婴室	2	10	398	0.00
002345.SZ		潮宏基	2	69	356	0.00
002731.SZ		萃华珠宝	1	3	69	0.00
600122.SH		宏图高科	1	0	0	0.00
CS 化妆品	603605.SH	珀莱雅	26	685	47,487	0.02
	600315.SH	上海家化	9	127	3,996	0.00

资料来源: Wind, 中信证券研究部

**个股配置集中度进一步提升, 龙头仍为基金配置焦点。**2019Q1 CS 商贸零售板块持股市值 TOP10 基金重仓股持股市值集中度为 97.8%, 环比+0.2pct, 维持在较高水平。

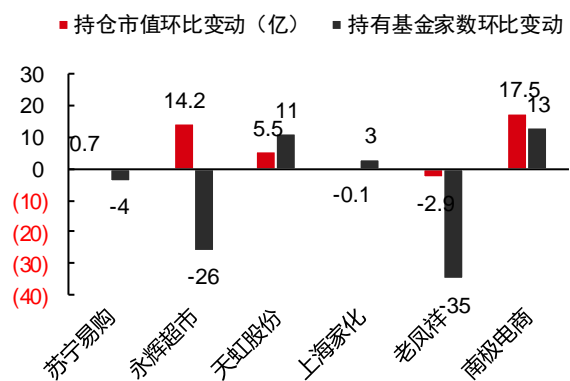
2019Q1 前十大重仓股中, 天虹股份/南极电商/重庆百货获公募基金青睐, 重仓基金数量环比+11/+13/+15 家, 重仓市值环比+5.5 亿/+17.5 亿/+1.2 亿元, 重仓持股股数环比变动+42%/+4%/+10%, 报告期内股价涨幅分别为+33%/+52%/+31%; 老凤祥/跨境通重仓配置减弱, 重仓基金数量环比-35/-24 家, 重仓市值环比-2.9 亿/-1.8 亿元, 重仓持股股数环比变动-39%/-34%, 报告期内股价涨幅分别为-1%/+6%。

图 20: CS 商贸零售板块持股市值 TOP10 基金重仓持股市值集中度



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 21: CS 商贸零售细分板块龙头基金重仓持股市值及变动



资料来源: Wind, 中信证券研究部

表 19: 2019Q1 持股市值口径 CS 商贸零售前十大重仓股

证券代码	证券简称	持有基金家数	重仓持股市值 (亿)	持股占流通股比 (%)	持股市值占基金股票投资市值比 (%)	持有基金家数变动	重仓持股市值变动 (亿)	重仓持股数量环比变动 (%)	2019Q1 涨跌幅
601933.SH	永辉超市	85	76.0	11.04%	0.37	-26	14.2	12%	10%
002127.SZ	南极电商	71	47.4	22.12%	0.23	13	17.5	4%	52%
002024.SZ	苏宁易购	53	13.6	1.85%	0.07	-4	0.7	-18%	27%
002419.SZ	天虹股份	35	11.6	6.64%	0.06	11	5.5	42%	33%
603708.SH	家家悦	30	7.2	18.55%	0.04	2	0.2	-16%	23%
600612.SH	老凤祥	15	4.4	3.16%	0.02	-35	-2.9	-39%	-1%
002640.SZ	跨境通	8	4.1	3.55%	0.02	-24	-1.8	-34%	6%
600729.SH	重庆百货	26	3.7	2.46%	0.02	15	1.2	10%	31%
600694.SH	大商股份	2	2.5	2.73%	0.01	-1	2.5	4704%	28%
600859.SH	王府井	31	2.1	2.84%	0.01	23	1.7	281%	39%

资料来源: Wind, 中信证券研究部

## 沪深港通: 北上&南下资金增配零售板块

2018Q4/2019Q1 商业零售板块沪深港通北上资金持股数量分别为 4.66 亿/6.42 亿股。按年末持股市值统计, 商业零售板块沪深港通系统北上资金持有市值前三为永辉超市/苏宁易购/重庆百货, 持股市值分别为 11.74 亿/13.31 亿/6.72 亿元。环比变动比例来看, 王府井/大商股份/豫园股份为北上资金占比增幅前三, 北上资金持股占流通 A 股比例环比分别增加+2.72/+2.52/+0.78pcts, 天虹股份/重庆百货/步步高为北上资金减幅前三, 北上资金持股市值占比分别变化-2.15/-0.80/-0.11pcts。

表 20: 2019Q1 沪深港通北上资金持股市值 TOP10

证券代码	证券简称	持股市值 (万)	占流通 A 股 (%)	持股市值环比变动 (万)	占流通 A 股比例环比变动 (%)
601933.SH	永辉超市	117,402	1.71	37,116	0.43
002024.SZ	苏宁易购	113,060	1.54	50,621	0.46
600729.SH	重庆百货	67,205	4.45	6,824	-0.80
600859.SH	王府井	56,843	7.65	36,451	2.72
600694.SH	大商股份	25,059	2.75	23,428	2.52
002127.SZ	南极电商	24,778	1.16	15,061	0.28

证券代码	证券简称	持股市值(万)	占流通 A 股(%)	持股市值环比变动(万)	占流通 A 股比例环比变动(%)
002419.SZ	天虹股份	24,384	1.39	-22,208	-2.15
002251.SZ	步步高	16,821	2.18	3,148	-0.11
600612.SH	老凤祥	15,970	1.13	6,606	0.48
600655.SH	豫园股份	14,814	1.08	11,664	0.78

资料来源: Wind, 中信证券研究部

**2018Q4/2019Q1 商业零售板块沪深港通南下资金持股数量 24.52 亿/26.28 亿股, 2019Q1 持有市值前三为高鑫零售、国美零售、红星美凯龙。**按年末持股市值统计, 商业零售板块沪深港通系统南下资金持有市值前三为高鑫零售/国美零售/红星美凯龙, 持股市值分别为 26.11 亿/14.19 亿/6.62 亿元。环比变动比例来看, 红星美凯龙/国美零售/六福集团为南下资金占比增幅前三, 占比分别增加+2.03/+0.91/+0.14pcts, 高鑫零售/冠城钟表珠宝/莎莎国际为南下资金减幅前三, 占比分别变化-0.35/-0.18/-0.07pct。

表 21: 2019Q1 沪深港通南下资金持股市值

证券代码	证券简称	持股市值(万)	占港股总股数(%)	持股市值环比变动(万)	占港股总股数环比变动(%)
6808.HK	高鑫零售	261,053	3.58	-38,283	-0.35
0493.HK	国美零售	141,857	9.01	28,305	0.91
1528.HK	红星美凯龙	66,196	12.94	16,790	2.03
0256.HK	冠城钟表珠宝	36,534	5.15	-1,274	-0.18
1929.HK	周大福	9,901	0.12	5,786	0.06
0590.HK	六福集团	3,886	0.25	2,493	0.14
0178.HK	莎莎国际	3,021	0.36	-954	-0.07
1212.HK	利福国际	2,213	0.11	569	0.02
1828.HK	大昌行集团	1,620	0.30	838	0.15

资料来源: Wind, 中信证券研究部

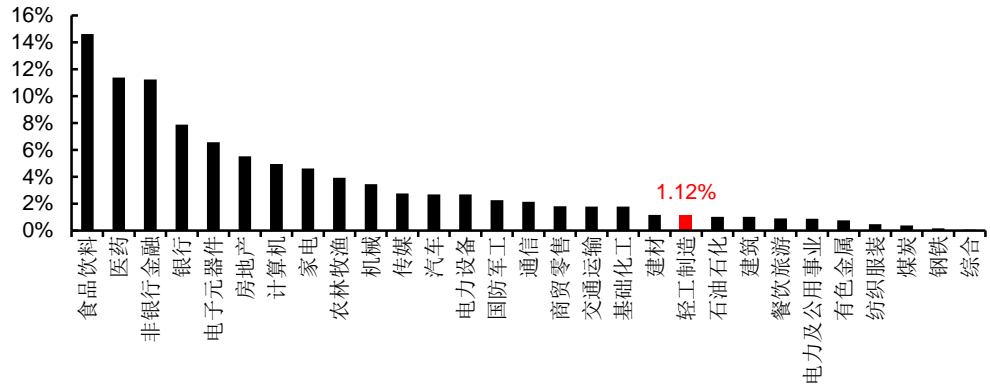
## ■ 轻工制造: 家居增配、造纸减配

### 行业及各子板块配置比例均小幅下滑

轻工制造行业配置比例持续回落。2019Q1 轻工制造行业基金重仓占比为 1.12%, 在 29 个中信一级行业中位列第 20, 环比下跌 0.23pct, 延续了 2018Q4 的下滑趋势; 从基金持股总市值口径来看, 2019Q1 轻工制造行业基金重仓市值为 109.49 亿元, 环比提升 6.88 亿元。

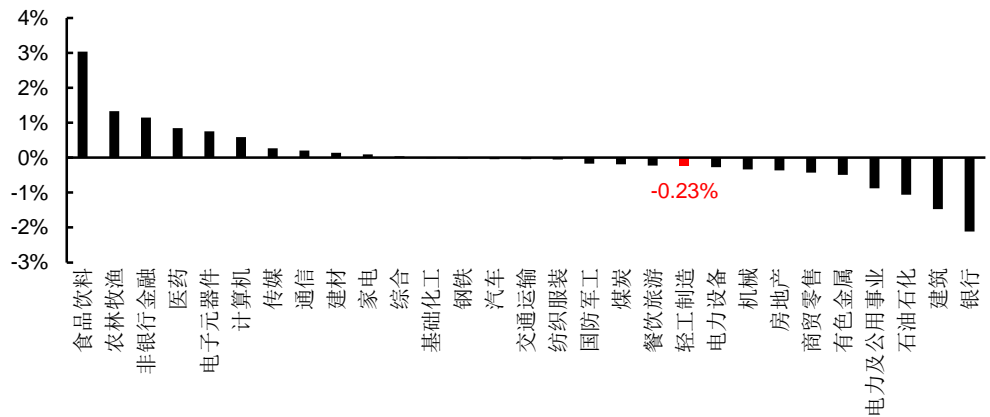


图 22：2019Q1 各行业基金重仓市值占比 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：X 行业重仓占比=X 行业重仓市值/全行业重仓总市值

图 23：各行业基金配置占比季度变化：19Q1 vs18Q4 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：X 行业重仓占比=X 行业重仓市值/全行业重仓总市值

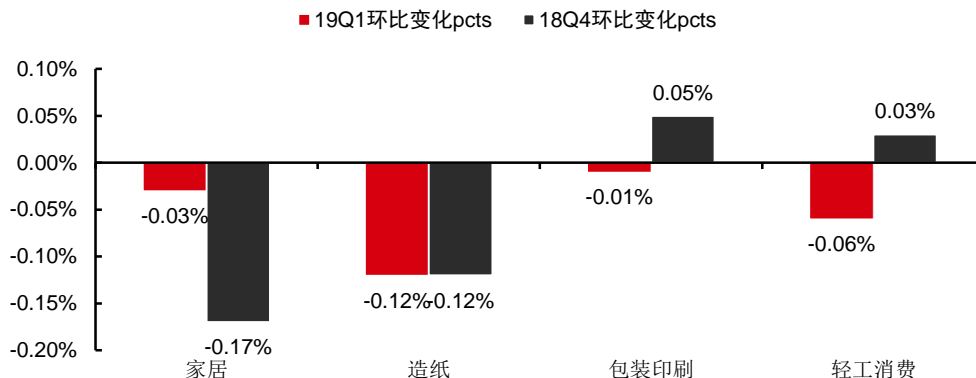
表 22：2018-2019Q1 轻工制造行业基金重仓情况变化

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
重仓市值 (亿元)	163.17	170.75	131.46	102.61	109.49
重仓占比	1.72%	1.89%	1.52%	1.35%	1.12%
重仓基金数	463	479	372	376	456

资料来源：Wind，中信证券研究部

各子板块均遭减配，其中造纸板块降幅最大。2019Q1 家居/造纸/包装印刷/轻工消费各子版块基金重仓持股市值分别为 46.34 亿/10.04 亿/20.00 亿/33.11 亿元，持仓比例分别为 0.47%/0.10%/0.20%/0.34%，环比 18Q4 分别下滑 0.03pct/0.12pct/0.01pct/0.06pct。除行业整体配置比例回落因素外，各子板块中造纸的减配幅度最大。尽管 19Q1 造纸企业成本端压力较 18Q4 已有所缓解，但下游需求疲软令成品纸价格整体维持在底部低位，虽然板块盈利有望环比改善，整体压力远未消除。

图 24：轻工制造子行业环比持仓变动情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

### 资金向头部企业集中，家居龙头获增配

从重点个股持仓市值占比来看，晨光文具、欧派家居、索菲亚、尚品宅配、恩捷股份、星辉娱乐、太阳纸业、裕同科技、大亚圣象、中顺洁柔为基金重仓的十大轻工制造个股。Top10 合计占比为 81.6%，资金主要集中于行业头部公司。分公司看，2019Q1 造纸、轻工消费行业龙头公司如太阳纸业、晨光文具等持仓比例整体下行，而家居行业的重点公司持仓环比提升。其中欧派家居、尚品宅配 19Q1 持仓环比分别上升 0.016pct/0.021pct，增配较为明显。

表 23：2019Q1 前十大基金重仓股的持股市值占基金持仓轻工制造行业总市值的比例

代码	名称	分类	持股市值占轻工制造市值比例 (%)			环比变化 (pcts)	
			18Q3	18Q4	19Q1	18Q4	19Q1
603899.SH	晨光文具	轻工消费	23.2%	28.8%	22.8%	5.6%	-6.0%
603833.SH	欧派家居	家具	5.8%	7.5%	12.2%	1.7%	4.7%
002572.SZ	索菲亚	家具	15.5%	12.9%	9.9%	-2.6%	-3.0%
300616.SZ	尚品宅配	家具	4.6%	4.0%	8.7%	-0.6%	4.7%
002812.SZ	恩捷股份	包装印刷	2.9%	6.5%	7.0%	3.7%	0.5%
300043.SZ	星辉娱乐	轻工消费	0.0%	0.1%	5.2%	0.1%	5.1%
002078.SZ	太阳纸业	造纸	15.1%	7.5%	4.7%	-7.6%	-2.8%
002831.SZ	裕同科技	包装印刷	4.3%	4.8%	4.6%	0.5%	-0.2%
000910.SZ	大亚圣象	家具	3.4%	3.7%	3.3%	0.4%	-0.4%
002511.SZ	中顺洁柔	造纸	2.0%	6.5%	3.2%	4.6%	-3.3%
合计			76.80%	82.30%	81.60%		

资料来源：Wind，中信证券研究部

表 24：2019Q1 前十大基金重仓股的持股市值所占基金股票投资市值的比例

代码	名称	分类	持股市值占基金股票投资市值比例 (%)			环比变化 (pcts)	
			18Q3	18Q4	19Q1	18Q4	19Q1
603899.SH	晨光文具	轻工消费	0.178	0.189	0.122	0.011	-0.067
603833.SH	欧派家居	家具	0.044	0.049	0.065	0.005	0.016
002572.SZ	索菲亚	家具	0.119	0.084	0.053	-0.034	-0.031
300616.SZ	尚品宅配	家具	0.035	0.026	0.047	-0.009	0.021

代码	名称	分类	持股市值占基金股票投资市值比(%)			环比变化 (pcts)	
			18Q3	18Q4	19Q1	18Q4	19Q1
002812.SZ	恩捷股份	包装印刷	0.022	0.043	0.038	0.021	-0.005
300043.SZ	星辉娱乐	轻工消费	0.000	0.001	0.028	0.001	0.027
002078.SZ	太阳纸业	造纸	0.116	0.049	0.025	-0.066	-0.024
002831.SZ	裕同科技	包装印刷	0.033	0.031	0.025	-0.002	-0.006
000910.SZ	大亚圣象	家具	0.026	0.024	0.018	-0.001	-0.006
002511.SZ	中顺洁柔	造纸	0.015	0.043	0.017	0.028	-0.026
合计			0.588	0.539	0.438		

资料来源: Wind, 中信证券研究部

## 沪深港通：“南水”与“北水”规模共迎增长

北上资金买入前三为索菲亚、顾家家居、欧派家居。按持股市值统计，2019Q1 轻工制造板块通过沪深港通北上资金持有股票前三为索菲亚（17.63 亿）、顾家家居（11.29 亿）和欧派家居（8.93 亿）；一季度轻工制造板块北上资金持股占总股数前三名为欧派家居（+4.28%）、晨光文具（+1.62%）、合兴包装（+1.48%），减幅前三为顾家家居（-0.83%）、山鹰纸业（-0.41%）、恩捷股份（-0.38%）。

表 25：轻工制造板块 2019Q1 沪深港通北上资金持股市值前十

证券简称	19Q1 持股市值（亿）	环比 18Q4 变动（亿）	Q1 占流通 A 股(%)	环比 Q4 变动(pct)
索菲亚	17.63	8.04	7.44	1.25
顾家家居	11.29	2.36	21.44	-0.83
欧派家居	8.93	6.20	7.99	4.28
晨光文具	6.52	5.69	1.91	1.62
尚品宅配	5.76	1.89	3.27	0.07
洁美科技	2.93	0.61	3.24	0.33
山鹰纸业	2.37	-0.07	1.3	-0.41
劲嘉股份	1.83	1.16	0.88	0.32
恩捷股份	1.07	-0.70	0.37	-0.38
合兴包装	1.05	1.05	1.48	1.48

资料来源: Wind, 中信证券研究部

南下资金持股整体增长。2019Q1 按持股市值统计，轻工制造板块通过港股通南下资金持有股票前三为敏华控股（29.86 亿）、红星美凯龙（6.62 亿）、恒安国际（5.49 亿）；南下资金持股占总股数前三位的分别为敏华控股、晨鸣纸业、红星美凯龙，分别对应 16.97%/13.38%/12.93%。南下资金持股占公司流通股环比 18Q4 增加最多的为红星美凯龙，环比提升 2.03pcts。

表 26：轻工制造板块 2019Q1 沪深港通南下资金持股市值前九

证券代码	证券简称	19Q1 持股市值（亿）	环比 18Q4 变动（亿）	Q1 占港股总股 数（%）	环比 Q4 变动 (pct)
1999.HK	敏华控股	29.86	8.82	16.97	-0.49
1528.HK	红星美凯龙	6.62	1.68	12.93	2.03
1044.HK	恒安国际	5.49	-0.20	0.66	-0.16
2689.HK	玖龙纸业	4.46	0.10	1.26	-0.01

证券代码	证券简称	19Q1 持股市值 (亿)	环比 18Q4 变动 (亿)	Q1 占港股总股 数 (%)	环比 Q4 变动 (pct)
1812.HK	晨鸣纸业	3.57	0.25	13.38	-0.65
1196.HK	伟禄集团	3.54	0.24	4.89	0.33
2314.HK	理文造纸	1.99	-0.07	0.67	-0.03
3331.HK	维达国际	0.08	-0.03	0.04	-0.02
0468.HK	纷美包装	0.03	0.00	0.04	0.00

资料来源：Wind，中信证券研究部

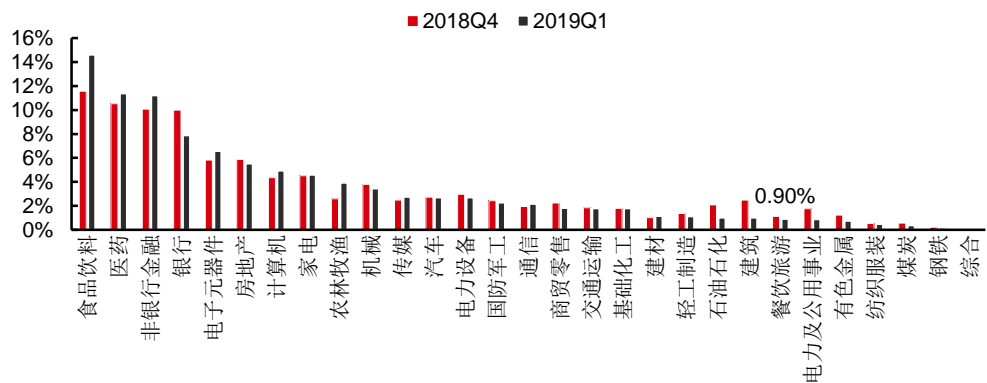
## 社会服务：持仓总体稳定，中公增持明显

### 餐饮旅游板块

#### 行业层面

2019Q1 餐饮旅游行业重仓股市值占基金重仓股市值比重为 0.90%，在 29 个中信一级行业中排名 23。变动来看，2018Q1-Q4 餐饮旅游重仓股占比分别为 0.65%、0.92%、1.17%、1.13%，2019Q1 环比下降 0.23pct，同比上升 0.25pct。

图 25：2019Q1 各行业重仓股占比



资料来源：Wind，中信证券研究部

2018Q1 至 Q3，餐饮旅游行业基金重仓市值从 61.67 亿元上升至 101.25 亿元，上升幅度达到 64.18%；基金重仓占比从 0.65% 上升至 1.17%；重仓基金从 314 支上升至 470 支。2018Q4 相较于 Q3 基金重仓占比小幅下降 0.04pct，基金重仓市值从 101.25 亿元下降至 85.76 亿元，重仓基金从 470 支下降至 393 支。2019Q1 相较于 2018Q4 基金重仓占比下降至 0.90%，重仓基金数由 393 支下降至 318 支，但是重仓市值由 85.76 亿元上升至 88.04 亿元。

表 27：2018Q1-2019Q1 餐饮旅游行业基金重仓市值、基金重仓占比及重仓基金数

项目	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
基金重仓市值 (亿元)	61.65	82.66	101.25	85.76	88.04
基金重仓占比 (%)	0.65%	0.92%	1.17%	1.13%	0.90%
重仓基金数 (支)	314	425	470	393	318

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：X 行业重仓占比=X 行业重仓市值/全行业重仓总市值

### 个股方面

2019Q1 基金重仓的餐饮旅游行业个股有 14 个，分别是中国国旅（174 只）、宋城演艺（69 只）、三特索道（3 只）、首旅酒店（19 只）、中青旅（8 只）、广州酒家（11 只）、众信旅游（6 只）、黄山旅游（5 只）、锦江股份（10 只）、峨眉山 A（7 只）、天目湖（2 只）、腾邦国际（2 只）、大连圣亚（1 只）、曲江文旅（1 只）。

中国国旅重仓基金支数遥遥领先同板块其他个股，但 2019Q1 相较于 2018Q4 减少了 38 支，第二位的宋城演艺 2019Q1 较 2018Q4 减少 35 只，第三位的三特索道则增加 2 只。

表 28：2019Q1 餐饮旅游行业股票的重仓基金数

公司	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2	2018Q1
中国国旅	174↓	212	272	204	124
宋城演艺	69↓	104	105	55	47
三特索道	3↑	1	2	1	-
首旅酒店	19↑	6	15	39	29
中青旅	8↓	10	14	20	39
广州酒家	11↓	32	19	10	-
众信旅游	6↓	8	4	11	9
黄山旅游	5↑	4	6	7	15
锦江股份	10↑	6	22	53	34
峨眉山 A	7↑	6	9	5	8
天目湖	2↑	-	-	-	-
腾邦国际	2→	2	1	11	4
大连圣亚	1↑	-	-	-	-
曲江文旅	1↑	-	1	-	1

资料来源：Wind，中信证券研究部

2019Q1，餐饮旅游板块基金重仓股有 14 只，但是重仓资金的集中效应十分明显。14 支重仓股的持股总市值合计约为 88.04 亿元，其中中国国旅持股总市值为 51.48 亿元（58.48%），宋城演艺持股总市值为 25.71 亿元（29.20%），中国国旅和宋城演艺持股总市值合计占 14 只重仓股持股总市值的 87.68%。

表 29：餐饮旅游行业股票的重仓基金持仓市值排名（单位：亿元）

名称	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2	2018Q1
中国国旅	51.48	46.61	59.30	41.26	24.52
宋城演艺	25.71	29.97	29.46	23.24	20.35
三特索道	2.60	0.02	1.64	0.03	-
首旅酒店	2.58	0.28	2.08	5.42	5.40
中青旅	2.36	2.69	3.82	2.59	4.97

名称	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2	2018Q1
广州酒家	1.50	3.48	2.16	0.85	-
众信旅游	0.72	1.31	0.45	0.43	0.84
黄山旅游	0.44	0.22	0.36	0.48	1.52
锦江股份	0.36	0.23	1.77	7.20	3.52
峨眉山 A	0.17	0.84	0.18	0.16	0.21
天目湖	0.08	-	-	-	-
腾邦国际	0.04	0.09	0.03	0.68	0.06
大连圣亚	0.01	-	-	-	-
曲江文旅	0.01	-	0.01	-	0.23

资料来源: Wind, 中信证券研究部

### 北上资金&南下资金

**北上资金方面。**截至 2019 年 3 月 31 日, 沪股通持有餐饮旅游板块个股有 6 只, 分别是中国国旅 (173.34 亿元)、首旅酒店 (16.22 亿元)、中青旅 (7.51 亿元)、锦江股份 (2.51 亿元)、黄山旅游 (0.21 亿元)、广州酒家 (0.20 亿元), 占流通 A 股市值比例为 12.66%、11.81%、6.16%、1.39%、0.35%、0.53%。深股通持有餐饮旅游板块个股有 6 只, 分别是宋城演艺 (4.01 亿元)、众信旅游 (0.47 亿元)、腾邦国际 (0.34 亿元)、凯撒旅游 (0.09 亿元)、峨眉山 A (19.10 万元)、丽江旅游 (539.77 元), 其中宋城演艺、众信旅游、腾邦国际、凯撒旅游占流通 A 股市值比例为 1.18%、0.67%、0.51%、0.13%。

**南下资金方面。**截至 2019 年 3 月 31 日, 港股通 (可选消费-消费者服务 II) 持股市值超过 1 亿元的个股分别是澳博控股 (18.73 亿元)、金沙中国 (14.28 亿元)、银河娱乐 (10.31 亿元)、福寿园 (9.02 亿元)、海底捞 (8.61 亿元)、永利澳门 (5.60 亿元), 澳门励骏 (2.55 亿元)、呷哺呷哺 (2.26 亿元)、美高梅中国 (1.48 亿元)、香港中旅 (1.46 亿元)、蓝鼎国际 (1.29 亿元)。持股占港股总股数比重超过 1%的分别是福寿园 (5.62%)、澳博控股 (3.68%)、澳门励骏 (3.05%)、蓝鼎国际 (1.95%)、呷哺呷哺 (1.53%)、香港中旅 (1.33%)。

### 教育板块

**重仓基金数:** 2019Q1 重点跟踪的 7 家 A 股教育公司的重仓基金数情况如下, 中公教育 37 只、视源股份 31 只、盛通股份 3 只、凯文教育 4 只、美吉姆 3 只、三爱富 5 只、开元股份 1 只。**重仓基金数变动:** 2018Q4-2019Q1, 中公教育的重仓基金数增加 36 只, 视源股份的重仓基金数减少 7 只。其中, 中公教育作为 A 股教育行业龙头标的, 在顺利完成借壳上市后得到市场的重点关注, 其龙头地位和稀缺性凸显。

表 30: A 股重点跟踪的教育行业股票的重仓基金数

公司	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2	2018Q1
中公教育	37 ↑	1 ↑	0	0	0
视源股份	31 ↓	38 ↑	33 ↑	28 ↑	19
盛通股份	3 →	3 →	3 ↑	2 ↓	4
凯文教育	4 →	4 ↓	6 ↓	10 ↑	5
美吉姆	3 →	3 →	3 ↓	5 ↑	0

公司	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2	2018Q1
三爱富	5 ↑	2 ↑	0	0	0
开元股份	1 →	1 ↓	2 ↓	3 →	3

资料来源: Wind, 中信证券研究部

**重仓市值:** 2019Q1 重点跟踪的 7 家 A 股教育公司的重仓市值情况如下, 中公教育 20.41 亿元、视源股份 13.17 亿元、盛通股份 1.70 亿元、凯文教育 1.38 亿元、美吉姆 1.03 亿元、三爱富 0.24 亿元、开元股份 0.03 亿元。**重仓持股:** 2019Q1 重点跟踪的 7 家 A 股教育公司的重仓持股数量如下, 中公教育 15,846 万股、视源股份 1,660 万股、盛通股份 1,487 万股、凯文教育 1,606 万股、美吉姆 431 万股、三爱富 150 万股、开元股份 30 万股, 分别占流通股比例为 19.31%、24.94%、7.35%、5.16%、1.33%、0.34%、0.16%。

表 31: A 股重点跟踪的教育行业股票的重仓基金持仓市值排名 (单位: 亿元)

名称	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2	2018Q1
中公教育	20.41 ↑	0.004 ↑	0	0	0
视源股份	13.17 ↑	10.23 ↑	9.66 ↑	8.71 ↑	8.22
盛通股份	1.70 ↑	1.43 ↓	1.44 ↑	1.24 ↓	1.32
凯文教育	1.38 ↓	1.72 ↓	1.79 ↓	2.77 ↑	2.20
美吉姆	1.03 ↑	0.64 ↑	0.57 ↑	0.43 ↑	0
三爱富	0.24 ↑	0.09 ↑	0	0	0
开元股份	0.03 ↓	0.15 ↓	0.39 ↓	0.87 ↓	1.62

资料来源: Wind, 中信证券研究部

表 32: A 股重点跟踪的教育行业股票的重仓基金持股数量 (单位: 万股)

名称	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2	2018Q1
中公教育	15,846 ↑	6 ↑	0	0	0
视源股份	1,660 ↓	1,798 ↑	1,605 ↓	1,631 ↑	970
盛通股份	1,487 ↑	1,457 ↑	1,448 ↑	1,193 ↑	1,109
凯文教育	1,606 ↓	2,046 ↑	1,788 ↓	1,998 ↑	1,760
美吉姆	431 ↑	378 ↑	370 ↑	241 ↑	0
三爱富	150 ↑	88 ↑	0	0	0
开元股份	30 ↓	210 ↓	436 ↓	638 ↓	870

资料来源: Wind, 中信证券研究部

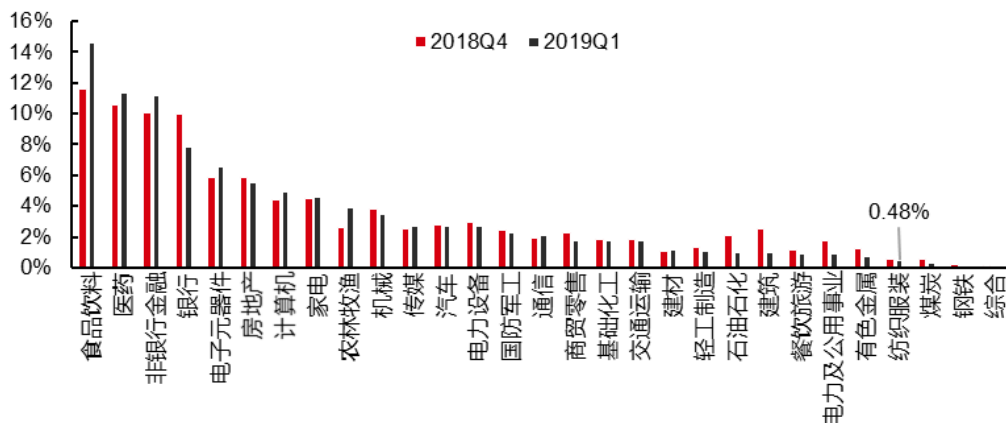
**北上&南下资金方面。北上资金:** A 股市场上, 教育企业独立上市受到诸多限制, 真正意义的教育股稀缺。我们重点推荐的视源股份和中公教育两个龙头是深股通标的, 截至 2019 年 3 月 31 日, 视源股份北上资金持仓市值 2.99 亿元、占总市值 0.57%、占流通市值 5.66%, 中公教育北上资金持仓市值 1.28 亿元、占总市值 0.16%、占流通市值 1.21%。**南下资金:** 港股教育股相对较多, 尤其是高教板块。截至 2019 年 3 月 31 日, 进入港股通的教育股南下资金悉数持股, 另 K12 龙头枫叶教育南下资金持仓占比最高: 中教控股 (持仓市值 14.89 亿元/占港股总股数 6.16%, 下同)、枫叶教育 (13.19 亿元/11.65%)、宇华教育 (9.56 亿元/9.03%)、新高教集团 (5.25 亿元/9.54%)、民生教育 (2.49 亿元/3.50%)、睿见教育 (2.11 亿元/2.71%)、希望教育 (1.37 亿元/1.74%)。

## ■ 纺织服装：整体低配，龙头集中

行业方面：重仓持仓占比下滑，超配比例-0.34%

2019Q1 纺织服装行业基金重仓持仓占比为 0.48%，在 29 个中信一级子行业中排名第 26 位。2019Q1 纺织服装行业基金重仓持仓占比环比下降 0.06PCT 至 0.48%，板块超配比例为-0.34%。纺织服装板块自 2018Q2 以来受资金青睐程度整体处于下滑态势，一季度品牌服饰/纺织制造板块重仓持仓占比环比分别下降 0.02/0.04PCT 至 0.40%/0.08%。

图 26：2019Q1 各行业重仓占比



资料来源：Wind，中信证券研究部

2019Q1 基金重仓持仓占比下滑，但资金整体净流入，重仓基金数有所增加。环比 2018Q4，纺织服装板块基金重仓持仓占比下滑 0.06PCT，但在一季度基金整体加仓之下，板块重仓市值从 41.03 亿元提升至 47.34 亿元，同增 15.37%；重仓基金数从 153 家提升至 195 家，同比提升 27.45%。

表 33：2017Q4-2018Q4 纺织服装行业基金重仓市值、基金重仓占比及重仓基金数

项目	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
基金重仓市值 (亿元)	58.21	44.29	41.03	47.34
基金重仓占比	0.64%	0.51%	0.54%	0.48%
重仓基金数	315	174	153	195

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：X 行业重仓占比=X 行业重仓市值/全行业重仓总市值

## 个股方面：重仓基金数量增加，高确定性龙头优势凸显

重仓基金数：2019Q1 排名前十的股票为森马服饰（42 家）、比音勒芬（23 家）、周大生（20 家）、歌力思（12 家）、海澜之家（12 家）、罗莱生活（11 家）、航民股份（9 家）、开润股份（9 家）、富安娜（6 家）、七匹狼（5 家）。

表 34：纺织服装行业股票的重仓基金数

	2019Q1 重仓基金数	2018Q4 重仓基金数	2018Q3 重仓基金数	2018Q2 重仓基金数
森马服饰	42	18	32	67
比音勒芬	23	16	16	16



	2019Q1 重仓基金数	2018Q4 重仓基金数	2018Q3 重仓基金数	2018Q2 重仓基金数
周大生	20	13	16	15
歌力思	12	22	19	21
海澜之家	12	8	14	34
罗莱生活	11	1	8	25
航民股份	9	5	4	4
开润股份	9	9	10	13
富安娜	6	9	11	41
七匹狼	5	7	6	9
兴业科技	5	-	-	-
鲁泰 A	4	5	2	2
探路者	4	1	2	-
奥康国际	3	2	5	5
报喜鸟	3	1	3	1
际华集团	3	3	2	1
九牧王	3	5	2	6
新澳股份	3	4	5	3

资料来源：Wind，中信证券研究部

**重仓基金数变动：**2018Q2-2019Q1，富安娜（-35 家）、森马服饰（-25 家）、海澜之家（-22 家）、太平鸟（-15 家）、罗莱生活（-14 家）重仓基金家数减少数量排名前列，同时比音勒芬（+7 家）、周大生（+5 家）、航民股份（+5 家）获得机构青睐。

**环比 2018Q4，一季度整体资金配置更加集中，高确定性龙头优势凸显。**2019Q1 纺织服装板块基金重仓持仓市值前十名依次为森马服饰（9.56 亿）、周大生（7.82 亿）、比音勒芬（5.94 亿）、歌力思（4.17 亿）、百隆东方（4.13 亿）、奥康国际（3.11 亿）、开润股份（2.33 亿）、海澜之家（2.07 亿）、安正时尚（1.31 亿）、航民股份（1.25 亿）。

表 35：纺织服装行业股票的重仓基金持仓市值排名（单位：亿元）

名称	2019Q1 重仓总市值	2018Q4 重仓总市值	2018Q3 重仓市值	2018Q2 重仓市值
森马服饰	9.56	5.12	11.37	18.54
周大生	7.82	4.83	4.20	1.84
比音勒芬	5.94	3.27	3.36	3.25
歌力思	4.17	4.60	4.67	7.09
百隆东方	4.13	4.11	3.73	2.78
奥康国际	3.11	2.49	2.86	2.91
开润股份	2.33	2.86	2.62	2.31
海澜之家	2.07	5.03	1.16	4.20
安正时尚	1.31	-	0.02	0.79
航民股份	1.25	0.64	1.22	1.60

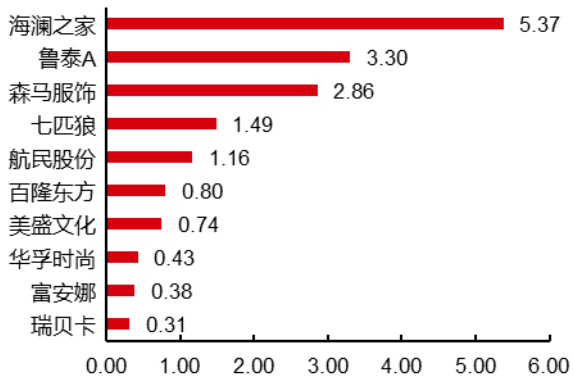
资料来源：Wind 中信证券研究部

## “北上”资金配置均衡，“南下”资金增配龙头

“北上”资金配置方面相比 2018Q4 更为平均。截至 2019/3/29，“北上”资金持仓市值超过 1 亿元的股票为海澜之家（4.94 亿）、森马服饰（3.66 亿）、鲁泰 A（3.17 亿）、七匹狼（1.55 亿）、美盛文化（1.29 亿）、航民股份（1.11 亿）。“北上”资金持仓市值占流

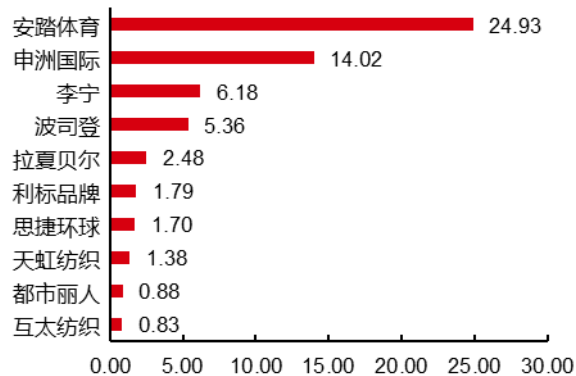
通 A 股比例超过 1% 的股票为鲁泰 A (5.3%)、七匹狼 (2.74%)、瑞贝卡 (1.82%)、航民股份 (1.61%)、美盛文化 (1.47%)、富安娜 (1.22%)、森马服饰 (1.13)、海澜之家 (1.12%)、太平鸟 (1.09%)。

图 27: 截止 2018/12/31 “北上” 资金持仓市值排名 (单位: 亿元)



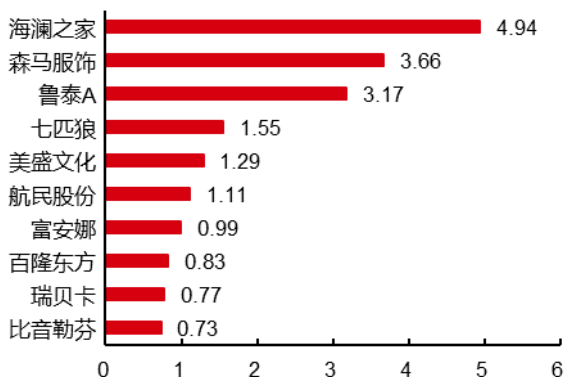
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 28: 截止 2018/12/31 “南下” 资金持仓市值排名 (单位: 亿元)



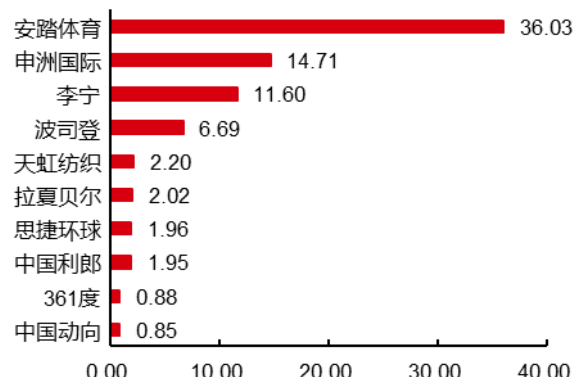
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 29: 截止 2019/03/29 “北上” 资金持仓市值排名 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 30: 截止 2019/03/29 “南下” 资金持仓市值排名 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

“南下” 资金配置方面，四大龙头位置稳固，均获增配。截至 2019/03/31，“南下” 资金持仓市值超过 5 亿元的股票为安踏体育 (36.03 亿)、申洲国际 (14.71 亿)、李宁 (11.60 亿)、波司登 (6.69 亿)。“南下” 资金持仓市值占港股总股数比例超过 2% 的股票为拉夏贝尔 (20.85%)、千百度 (8.46%)、利标品牌 (7.62%)、思捷环球 (6.14%)、李宁 (4.29%)、波司登 (3.25%)、361 度 (2.84%)、安踏体育 (2.50%)、天虹纺织 (2.00%)。

## ■ 风险因素

1. 经济放缓超预期，导致消费下滑超预期；
2. 自然灾害、政治事件等带来的负面影响；

3. 房地产调控趋严影响扩大；
4. 新模式、消费者偏好变化等对现有格局的影响；
5. 原材料价格上涨，成本向下游传导不力；
6. 汇率大幅波动的负面影响；
7. 个别公司治理风险等。

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities（Thailand）Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。