机构抱团专题三： 机构抱团白马股踩踏，做空 IF2103 或 IH2103

2021 年 2 月 22 日

研究员：吕洁
执业编号：F0269991
投资咨询号：Z0002739

研究员：陈艺鑫
执业编号：F3082526
联系方式：0571-28132591

核心观点

1. 核心逻辑

我们认为机构抱团白马股主要原因是基金经理和基民散户之间存在“买入-申购-买入”正反馈效应，但是由于白马股估值偏高，在通胀走强的情况下，白马股则处于相对不利的状态，从而导致其正反馈效应被打破。

因此，春节后受到通胀预期和美国 1.9 万亿美元经济刺激计划通过国会等多方因素的催化，公募基金和基民散户之间的“买入-申购-买入”已经失效，进而导致机构抱团白马股局部瓦解。

我们建议做空 IF2103 或 IH2103，前者在跌破 5100 点时止盈，后者则是在跌破 3600 点时止盈。核心逻辑如下：

（1） IC 合约的贴水幅度远大于 IF 合约和 IH 合约；

（2） 医药消费等白马股业绩不及预期；

（3） 通胀预期和美元升值叠加刺激市场风格从消费向周期切换，刺激周期板块权重占比较高的中证 500 指数相对上证 50 和沪深 300 指数走强。

2. 核心风险

周期股短期暴涨昙花一现，中证 500 补跌。

信达期货有限公司
CINDA FUTURES CO., LTD
杭州市萧山区宁围街道利一路
188 号天人大厦 19-20 层
全国统一服务电话：
4006-728-728
信达期货网址：
www.cindaqh.com

目录

1. 核心观点 3
2. 机构抱团消费医药板块的原因 3
2.1.龙头白马股业绩实现“量价双增” 4
2.2. 注册制支撑机构抱团白马股 5
2.3. “买入-申购-买入”正反馈效应 8
3. 2021 年机构抱团白马和消费正在逐步瓦解 8
3.1. 高贴水率保护 IC 合约多头，做空 IF 和 IH 更具优势 8
3.2. 医药消费等白马股业绩不及预期，周期板块业绩超预期 9
3.3. 中证 500 指数成分股中有色、稀有金属占比较高 10

1. 核心观点

我们认为机构抱团买入消费医药板块的核心原因有 3 点：

（1） **行业集中度的提升使龙头业绩“量价双增”；**

（2） **注册制使壳资源价值丧失，价值投资更加为广大市场参与者接受；**

（3） **“买入-申购-买入”正反馈效应。**

但是春节后受到通胀预期被打破的前提下，机构抱团的第（3）点原因正在逐步失效，进而导致机构抱团白马股局部瓦解，因此我们建议做空 IF2103 或 IH2103。核心逻辑如下：

（1） IC 合约的贴水幅度远大于 IF 合约和 IH 合约；

（2） 医药消费等白马股业绩不及预期；

（3） 通胀预期和美元升值叠加刺激市场风格从消费向周期切换，刺激周期板块权重占比较高的中证 500 指数相对上证 50 和沪深 300 指数走强。

2. 机构抱团消费医药板块的原因

我们认为从 2020 年 7 月至 2021 年 2 月初的机构抱团白马股的原因是多方面的，其中的最主要的因素有以下几点：

（1） **行业集中度的提升使龙头业绩“量价双增”。**疫情刺激大多数行业实现供给侧改革，行业集中度的提升促进行业龙头对其产品或服务的定价能力增强，以及市场份额的扩大使其销量也相应增长超预期，从而使市场预期行业龙头在未来 3-5 年甚至更长的时间内业绩有望实现“量价双增”。

（2） **注册制使壳资源价值丧失，价值投资更加为广大市场参与者接受。**由于创业板上市公司推行注册制，上市的门槛在一定程度上有所下降，非上市公司通过注册制融资的成本低于借壳上市，导致壳资源价值下降，从而使得市场炒作“并购重组”和“借壳上市”等动机大幅减弱，不论是大规模的公募基金还是小规模的私募基金都倾向于抱团买入白马股。

（3） **“买入-申购-买入”正反馈效应——基金经理出于对业绩考核和流动性的考量，集体抱团买入白马股，白马股估值提升使基金经理业绩增加，居民申购业绩优秀的产品使得机构投资者抱团白马股具**

有较长的可持续性。由于公募基金、资管公司和券商自营等机构投资者存在月度、季度和年度等方面的业绩考核压力，它们通过电话会议等活动交流后，往往会在相近的时间内买入流动性较好且逻辑认同的股票，从而使得该股票价格上涨，基金净值增加，居民再申购业绩回报高的基金产品或买入业绩好的基金经理管理的产品，而机构超募的资金再次增持该股票使股价进一步上涨并屡创新高。

2.1.龙头白马股业绩实现“量价双增”

我们认为疫情加速我国各行各业行业集中度提升，龙头股定价权优势增强，市场份额扩大乃至赢者通吃，预期未来净利润实现“量价双增”。以沪深 300 指数成分股为例，根据 wind 的一致性预测数据，A 股流通市值排名前 300 的公司中预计未来 2 年归母净利润复合增速超过 30%的上市公司数量高达 87 家，占沪深 300 指数成分股中的权重达到 28%；预计未来 2 年归母净利润复合增速为负的上市公司数量仅为 28 家，占沪深 300 指数成分股中的权重仅为 8.92%。

相反，预计盈利复合增速为正的公司占沪深 300 指数权重高达 90%以上。我们在前面 2 篇机构抱团系列专题中反复强调，机构通常抱团买入业绩增速较快且估值相对合理的板块或个股（“性价比”较高），由此催生了 2020 年 7 月至今的少数龙头股的牛市。

图 1：沪深 300 指数成分股中近 2 年预期归母净利润复合增速超过 30%的公司数达到 87 家

数据来源：wind，信达期货研究发展中心

图 2：沪深 300 指数成分股中近 2 年预期归母净利润复合增速为负的公司数仅为 28 家

数据来源：wind，信达期货研究发展中心

图 3：沪深 300 指数成分股中预期业绩增速占比(%)

数据来源：wind，信达期货研究发展中心

2.2. 注册制支撑机构抱团白马股

自从 2015 年 12 月我国颁布供给侧改革的政策以来，我国通过环保政策、错峰限产等一系列政策使各行各业行业的资源更多地向行业寡头倾斜，进而我国 A 股市场的有效性就在不断提升。虽然投机炒作之风尚存，但是已经无法和 2015 年股灾之前相提并论，证监会对内幕交易、资金空转、坐庄等一系列违规行

为打击力度越来越大。

我们认为 2020 年 6 月 12 日我国对创业板公司上市实施注册制可以说是压倒投机炒作的“最后一根稻草”。一方面，我国注册制的实施降低了非上市企业在创业板上市的门槛，简化审批流程，并有效打击了股票二级市场投机和跟风炒作。根据《创业板改革并试点注册制总体实施方案》：创业板发行注册制在审核时间上，从 300 天以上大幅缩短至 60-80 天，缩减幅度为 70%-80%；在申请上市的审核条件上，放宽了对关联交易的管理，允许未弥补亏损企业上市，而且 2 年累计盈利要求下降至 5000 万元；在投资者维权上，提出常态化的代表人诉讼，进一步保障了投资者的合法权益；在退市制度上，进一步加大打击上市公司虚假陈述和财务造假的执法力度。

表 1：创业板注册制使上市要求大幅放宽

维度	创业板注册制政策汇总
审核时间	股权融资方面，预计主板审核平均耗时将由490天缩短至60-80天
退市制度	加大打击虚假陈述和财务造假的执法力度
放宽涨跌幅	创业板最大涨跌幅增加到20%
投资者维权	常态化的代表人诉讼将成为投资者维权的重要渠道
盈利要求	2年净利润为正，累计净利润不低于5000万元
	允许未弥补亏损企业上市
董事会和管理层	近2年未发生较大变化
实际控制人	近2年未发生变更
关联交易	控股股东、实际控制人或其他控股企业之间不存在严重影响独立性或显失公平的关联交易

数据来源：深圳证券交易所，信达期货研究发展中心

另一方面，创业板发行注册制为上市公司（特别是新兴产业公司）上市提供了更好的上市方式，其融资成本显著低于借壳上市和并购重组，进一步从源头上遏制了 A 股投机炒作。从 2020 年 6 月 12 日至 2021 年 2 月 5 日，通过注册制上市创业板公司总共有 78 家，其中电子、机械设备、计算机、医药生物板块的上市公司总共有 35 家，说明注册制发行使更多科技成长类公司上市，这些公司的估值相对客观，而非像并购重组上市或借壳上市那样炒概念，借题发挥的空间相对有限。更重要的是，新兴行业公司累计募资 335.42 亿元，其首次发行融资成本维持在 5%-10%不等，而借壳上市和并购重组上市除了上市成本以外，还存在资源整合和跨部门协调的隐性成本，一般来说，并购后的集团公司估值比两个公司正常估值要打 20%-40%左右的折扣。因此，通过创业板直接通过 IPO 上市比并购重组或借壳上市更加节约成本。

图 4：通过注册制上市不仅节约成本，更有利于成长型公司长期发展

数据来源：深圳证券交易所，信达期货研究发展中心

图 5：通过注册制发行股票的成本较低

数据来源：深圳证券交易所，信达期货研究发展中心

2.3. “买入-申购-买入”正反馈效应

基金经理在业绩考核的压力下，再加上股票型基金规模集中度提升，机构抱团买入流动性较好的龙头股或一线蓝筹，致使白马股走强，基金经理产品净值上升，而散户基民则申购业绩排名靠前的基金经理的产品，基金经理用新募集资金发行新产品后继续买入旧产品的投资组合（大部分标的为白马股和龙头股）。

3. 2021 年机构抱团白马和消费正在逐步瓦解

我们认为机构抱团白马股的核心原因中 2.1 和 2.2 并没有发生根本转变，但是“买入-申购-买入”的正反馈循环正在逐步被打破，机构抱团白马股已经逐步瓦解，因此我们建议做空 IF2103 或 IH2103，核心逻辑为以下 3 点。

3.1. 高贴水率保护 IC 合约多头，做空 IF 和 IH 更具优势

我们认为在目前市场估值处于高位的情况下，IC 合约比 IF 合约具有更高的贴水率，做空 IC 合约的风险远大于做空 IH 和 IF 合约。以 2103 合约为例，截止至 2021 年 2 月 19 日，IC2103、IH2103 和 IF2103 合约的贴水率分别为 1.11%、-0.31%和-0.57%，做空 IC2103 的风险远远大于 IF2103 和 IH2103，尽管升贴水率等指标对于远月合约的影响不大，但是对于近月（到期时间不足 1 个月）合约的影响极大，升贴水率随着期货价格向现货价格靠拢的过程中不断趋近于 0。

图 6： 3 月股指期货合约交割日不断逼近，贴水率天然保护 IC 合约多头

数据来源：中金所，信达期货研究发展中心

3.2. 医药消费等白马股业绩不及预期，周期板块业绩超预期

我们认为从 2020 年 7 月中旬以来消费医药板块的大幅上涨已经使其业绩无法支撑其当前的估值水平，反而是以农林牧渔、有色金属、稀有金属为等周期板块业绩超预期进行相应的补涨。根据目前已经公布的 2020 第四季度业绩预告显示，周期股的扣非归母净利润同比增速大幅跑赢消费医药板块，其中农林牧渔和有色金属板块平均净利润增速高达 84.3%和 60%，这些板块中不少龙头股的涨幅不足 100%；然而，医药生物、食品饮料、家用电器的净利润增速仅为 60%、31.8%和 53.5%，与其 200%以上的涨幅和 70-100 倍以上的市盈率极不相称。相比之下，休闲服务板块（如绝味食品等）的业绩增速为-115.5%，与其大幅上涨的股价相比更是风马牛不相及。

春节后 2-3 个交易日内，连续 4 个月以来机构抱团白马股（尤其是消费医药板块）的抱团力度大幅减弱，甚至出现踩踏式下跌，不少机构甚至不计成本的卖出白酒、生物医药、新能源等新经济板块，转而拥抱以稀有金属（稀土、锡、镍等）、有色金属（铜、铝等）和黑色金属（煤炭、钢铁、铁矿石等）为代表的周期板块（黄金、白银等避险资产除外）。

图 7：2020 第四季度业绩预告扣非归母净利润同比增速

数据来源：巨潮信息网，信达期货研究发展中心

3.3. 中证 500 指数成分股中有色、稀有金属占比较高

从 3 大指数各自权重股及其流通市值占比权重来看，中证 500 指数周期股占比 41.43%，远大于沪深 300 指数和上证 50 指数的 19.17%和 11.9%，而且上证 50 指数成分股中的有色金属板块为仅有山东黄金，沪深 300 中含有北方稀土、江西铜业、山东黄金、中金黄金、赣锋锂业等，黄金和白银等避险资产成分股的占比较高，而中证 500 指数大多为稀有金属（如锡业股份、盛和资源、五矿稀土等）。

图 8：上证 50 权重成分占比

数据来源：中证指数公司，信达期货研究发展中心

然而，每次通胀预期上行带动大宗商品涨价时，稀有金属现货价格大幅跑赢不具有稀缺性的金属价格，导致申万稀有金属板块指数均大幅跑赢有色金属和钢铁行业，因此，我们认为做空 IF2103 和 IH2103 比做空 IC2103 更加有利。

图 9：沪深 300 成分权重成分占比

数据来源：中证指数公司，信达期货研究发展中心

图 10：中证 500 成分权重成分占比

数据来源：中证指数公司，信达期货研究发展中心

注：周期板块为有色、黑色、农林牧渔、交通运输、公用事业、国防军工、机械，科技板块为电子、电气设备、通信、传媒、计算机，消费板块为食品饮料、零售、休闲服务、社会服务，金融则为银行、非银金融和房地产。

图 11：通胀预期刺激大宗商品涨价，稀有金属大幅跑赢有色和黑色

数据来源：中证指数公司，信达期货研究发展中心

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378，由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 5 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司全新改版后的新网站 www.cindaqh.com 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您提供最优的服务。公司总部设在杭州，下设 17 家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川、福建、宁波 7 家分公司以及上海、北京、广州、大连、沈阳、哈尔滨、石家庄、乐清、富阳、萧山 10 家营业部，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

【雄厚金融央企背景】

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于 1999 年 4 月 19 日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资 100 亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010 年 6 月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012 年 4 月，首家引进战略投资者，注册资本 365.57 亿元人民币。2013 年 12 月 12 日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

【全国分支机构】

分公司	金华	浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810	0579-82300876
	台州	浙江省台州市路桥区路北街道双水路 669 号华能国际 10-2 室	0576-82921160
	深圳	深圳市福田区福田街道福安社区民田路 171 号新华保险大厦 2305A	0755-83739066
	苏州	苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室	0512-62732060
	四川	成都市青羊区横小南街 8 号 1 栋 1 单元 15 层 21 号、22 号、23 号	028-85597078
	福建	厦门市思明区湖滨南路 357-359 号海晟国际大厦 11 层 1101 单元	0592-5150160
	宁波	浙江省宁波市鄞州区姚隘路 796 号 9 楼 9-3-2、9-4 室	0574-28839988
营业部	北京	北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室	010-64101771
	上海	中国（上海）自由贸易试验区民生路 118 号 2201A	021-58307723
	广州	广州市天河区体育西路 189 号 20A2	020-89814589
	沈阳	沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层	024-31061955
	哈尔滨	黑龙江省哈尔滨南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号	0451-87222486
	石家庄	河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层	0311-89691960
	大连	辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座 2408 房间	0411-84807776
	乐清	浙江省温州市乐清市城东街道旭阳路 6688 号总部经济园 2 幢 803-1 室	0577-27868777
	富阳	浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室	0571-23255888
	萧山	浙江省杭州市萧山区北干街道金城路 358 号蓝爵国际中心 5 幢 3903-2 室	0571-82752636

【重要声明】

- 报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财政状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。期市有风险，入市需谨慎。
- 未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。