

相关研究

《成本费用上升导致利润增速回落——
2018年三季度财报点评》2018.11.01

《中印股市对比：谁更有吸引力？》
2018.10.31

《如果滞胀，该配什么？》2018.10.15

A股与美股的市场结构对比

投资要点：

- **核心结论：**① 中国证券化率（含海外中资股）仅 73%，远低于美国的 149%。A 股个人投资者持股比例为 40.5%，机构投资者为 31.5%，美股分别为 4.1%、93.2%。② 上市公司市值行业分布看，A 股周期类达 33%、科技类仅 12%，美股分别为 14%、27%。产业结构升级及科创板推出将助推 A 股公司结构优化。③ A 股市值排名前 10%、30% 公司成交金额占比为 38%、64%，而美股为 46%、72%。退市制度如不完善，A 股低成交个股比例将继续提升。
- **投资者机构：A 股散户多，美股机构多。** 中国资产证券化率仅为 46%，对比发达市场偏低。从经济体量上来看，美国和中国目前遥遥领先，其中美国 2017 年 GDP 为 19.39 万亿美元，占全球 GDP 总量 24.0%；中国 2017 年 GDP 为 12.24 万亿美元，占全球 GDP 总量 15.2%。对比全球，A 股个人投资者占比高、换手率高。2018 年中报披露的数据显示，A 股个人投资者持有的自由流通市值占比达到 40.5%，而其他主要资本市场中，美国、日本、中国香港、英国、法国市场的个人投资者持有的市值占比分别仅为 4.14%、4.59%、6.82%、2.74% 和 1.97%。随着养老金、外资等长线资金入市，未来 A 股机构投资者占比将会提高。
- **公司结构：A 股周期股多，美股科技股多。** A 股周期股市值占比较高，科技股市值占比较低。从市值占比角度，按照 11 月 5 日股价统计，A 股的板块市值占比分别为周期（33%）、金融（22%）、消费（25%）、科技（12%）、房地产（4%），而在海外中资股（含港股）中周期（22%）、金融（17%）、消费（22%）、科技（29%）、房地产（8%），在美股中周期（14%）、金融（17%）、消费（36%）、科技（27%）、房地产（3%），横向对比 A 股周期股市值占比较高，科技股市值占比较低。从盈利占比角度，对比 A 股、海外上市中资股、美股的盈利结构，三者中科技股净利润（2018H1）占比分别为 4%、29%、20%，A 股科技股净利润占比仅为美国科技股的 1/5。当今中国处在产业结构升级期，未来消费和先进制造比例提高，科创板和试点注册制的推出将使得 A 股市场结构更加合理。
- **交易结构：美股集中度明显高于 A 股。** A 股市值分布呈“纺锤形”，成交额集中于大市值股票。从资本市场内部结构看，截至 10 月 31 日，A 股市场的全部 3556 只股票中，按市值从大到小排列，市值位于 200 亿元以上的股票数量占比为 11.4%，市值位于 20-200 亿元区间的股票数量占比为 75.5%，市值位于 20 亿元以下的股票数量占比为 13.2%，总体来看 A 股市场股票市值分布呈现两头小中间大的“纺锤形”。A 股市值排名前 10%、30% 公司成交金额占比为 38%、64%，而美股为 46%、72%。行业集中度提升和机构投资者占比上升过程中，龙头企业持续受益，退市制度如不完善，A 股低成交个股比例将继续提升。
- **风险提示：** 经济增长速度快速回落，通胀快速高企引发货币政策从紧。

分析师:荀玉根

Tel:(021)23219658

Email:xyg6052@htsec.com

证书:S0850511040006

联系人:王一潇

Tel:(021)23219400

Email:wyx12372@htsec.com

目 录

1. 投资者结构: A股散户多、美股机构多	4
2. 公司结构: A股周期股多、美股科技股多	6
3. 交易结构: 美股集中度明显高于A股	8

图目录

图 1	17 年中国 GDP 排名第二，占世界 15%.....	5
图 2	中国股市市值排名第三，占全球 7.5%.....	5
图 3	A 股证券化率较低.....	5
图 4	A 股换手率更高.....	5
图 5	A 股个人投资者占比较高.....	5
图 6	A 股以个人投资者为主.....	5
图 7	韩国市场随着外资占比提升波动减小.....	6
图 8	韩国龙头股随外资持股占比上升而享受溢价.....	6
图 9	A 股行业市值结构随产业结构升级不断变化.....	7
图 10	2016 年以来，市场成交资金向头部公司集中.....	7
图 11	A 股、海外中资股、美股行业市值占比.....	7
图 12	A 股、海外中资股、美股行业净利润占比.....	7
图 13	2000 年以来 A 股各行业 IPO 企业数量及融资金额占比.....	8
图 14	相比美国，中国新兴行业空间还很大.....	8
图 15	近年来中国先进制造业在经济中地位开始上升.....	8
图 16	中国高端消费在经济中的占比不断上升.....	8
图 17	A 股市值分布呈“纺锤形”（2018/11/31）.....	9
图 18	美股市值分布呈“金字塔形”（2018/11/31）.....	9
图 19	A 股市场成交额集中度较高，但不及美日欧等市场.....	10
图 20	A 股散户持股占比继续下降.....	10
图 21	部分消费和周期性行业集中度提高（截止 2017 年末）.....	10
图 22	各行业龙头公司净利润增速高于全行业.....	10
图 23	1975-89 年期间日本化工、钢铁、纺服企业数量下降.....	10
图 24	2005 年以来全部 A 股中低成交个股数量变化（剔除当月新股，截至 2018/7/31） 10	
图 25	全港股低成交个股数量不断增加（截至 2018/7/31）.....	11
图 26	纽交所美股低成交个股数量平稳向下（截至 2018/07/31）.....	11

A股和美股作为全球最大的两个股票市场，今年以来走势分化，市场表现冰火两重天。本文将从投资者结构、上市公司结构及交易结构三个维度对比A股与美股，探讨当前A股市场结构的不足与其未来的发展趋势。

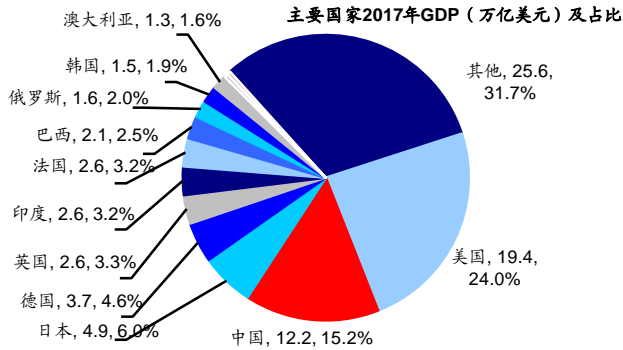
1. 投资者结构：A股散户多、美股机构多

中国资产证券化率仅为46%，对比发达市场偏低。从经济体量上来看，美国和中国目前遥遥领先，其中美国2017年GDP为19.39万亿美元，占全球GDP总量24.0%；中国2017年GDP为12.24万亿美元，占全球GDP总量15.2%；第三名的日本2017年GDP为4.87万亿美元，仅占全球GDP总量6.0%。而截至11月7日，A股总市值为5.6万亿美元，位列全球第三，占全球各国家/地区总市值7.5%。即使加上港股中概股与美股中概股后，总市值为8.8万亿美元，仅占全球总市值股票总市值11.8%。排在前列的国家或地区还有美国30.1万亿美元（40.1%）、日本5.7万亿美元（7.6%）、英国3.3万亿美元（4.5%）。对比看来，A股股市地位与中国经济地位尚不匹配。我们通过计算“目前剔除非本土企业后股市总市值/2017年GDP”这个指标来衡量当前该国/地区的资产证券化水平。截至11月7日，中国的资产证券化率仅为46%（仅考量在A股上市的企业），即使考虑海外中资股，目前中国的证券化率也只有73%，远低于美国（149%）、日本（117%），也低于英国（100%）、法国（92%）、韩国（91%）、印度（75%）等国。从市盈率历史分位水平来看，上证综指当前市盈率为11.63倍，位于2000年以来的13.2%分位处，而标普500当前市盈率为19.42倍，2000年以来的历史分位为63.4%，当前美股估值偏高而A股偏低。

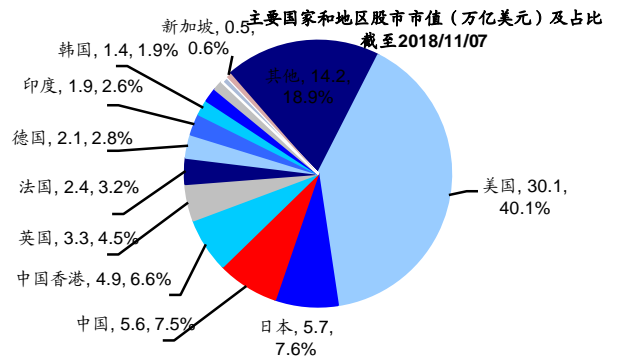
对比全球，A股个人投资者占比高、换手率高。对比全球，A股与其他主要资本市场有比较明显的结构性差异。从换手率角度看，A股换手率远高于全球其他主要资本市场。2017年创业板指数、中小企业板指数、上证综指换手率（以流通市值计算）分别高达920%、745%、532%，远高于纳斯达克指数（352%）、富时100指数（256%）、标普500指数（214%）、日经225指数（200%）、法国CAC40指数（114%）、台湾加权指数（66%）、恒生指数（56%），其中权益类公募基金的年度换手率为297%，也远高于美股权益类基金26%的换手率。从投资者结构看，A股个人投资者持有市值占比明显高于其他发达资本市场。2018年中报披露的数据显示，A股个人投资者持有的自由流通市值占比达到40.5%，而其他主要资本市场中，美国、日本、中国香港、英国、法国市场的个人投资者持有的市值占比分别仅为4.14%、4.59%、6.82%、2.74%和1.97%。美国机构投资者（包括投资顾问（以公募基金为主）、政府、银行、保险、私募、养老金、对冲基金、风险基金、捐赠基金）持有市值占比高达93.2%，相比之下中国A股机构投资者持有自由流通市值占比仅为31.5%。另外，截止2017年我国跟踪指数的基金（被动指数型+ETF）规模占权益类基金比重为28%，仅相当于美股十年前的水平。由此可见，相比美股的“配置型”市场，我国以“交易型”为主。

养老金、外资等长线资金入市，未来A股机构投资者占比将会提高。美股机构投资者占比之所以远高于A股，关键原因在于美国养老金规模较大，作为机构投资者资金的重要组成部分，美国公募基金接近一半由养老金持有，A股市场若想提高机构投资者的占比，引入养老金和外资等长线资金是关键。我国目前的养老体系中，占比最大的基本养老保险（第一支柱）替代率持续下行，企业年金（第二支柱）发展起步晚且参与度低，个人养老方面（第三支柱）仍处于起步阶段。对比中美养老资产占比，2017年美国养老金总资产达到31.0万亿美元，养老金总资产/GDP达到158%，而我国养老金总资产仅1.3万亿美元，养老金总资产/GDP仅11%。我国当前在做大养老金的规模方面不断努力，2018年3月证监会发布的《养老目标证券投资基金指引（试行）》，开始推行以养老为目的的个人长期投资基金。2018年4月，财政部等五部门发布《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》，以抵税效用来推进税收递延型商业养老保险的发展。外资方面，回顾韩国资本市场逐渐对外开放阶段，韩国市场在纳入MSCI指数后，外资机构投资者在市场上的持股比例不断提高，韩国加权指数年均振幅从2002年前的55%下降到33%，KOSPI200/KOSPI的相对溢价率从1992年的1提高到2012年的1.2。A股目前也在努力加大对外开放的力度。2018年4月11日证监会公告，5月1日起将沪股通及深股通每日额度分别调整为520亿元，港股通每日额度调整为420亿元。2018年6月

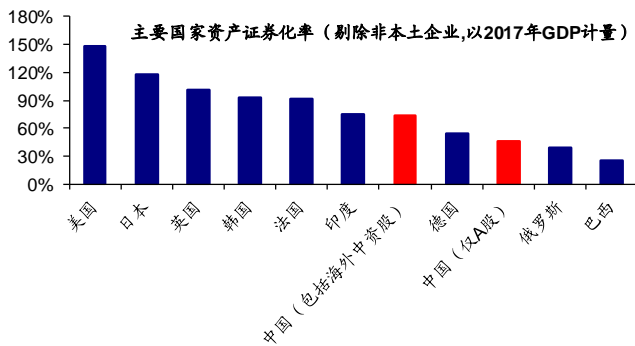
A股纳入MSCI新兴市场指数，纳入因子为2.5%，9月已提升纳入比例至5%，2018年9月A股纳入富时罗素指数体系，纳入分三步走：19年6月纳入20%，19年9月纳入40%，20年3月纳入40%，与此同时MSCI也计划进一步调高A股的权重。初步估算，纳入两大指数体系后短期有望给A股带来千亿人民币增量资金，待全部纳入后，增量资金达万亿。

图1 17年中国GDP排名第二，占世界15%


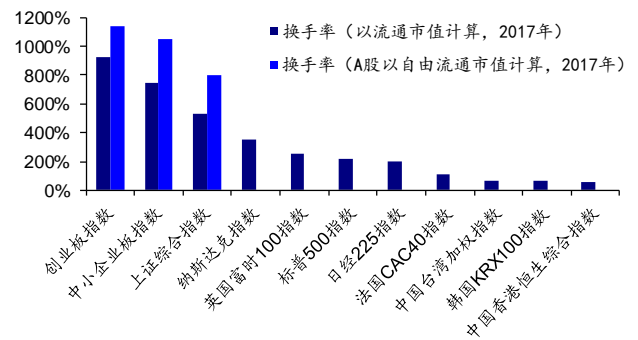
资料来源：世界银行，海通证券研究所

图2 中国股市市值排名第三，占全球7.5%


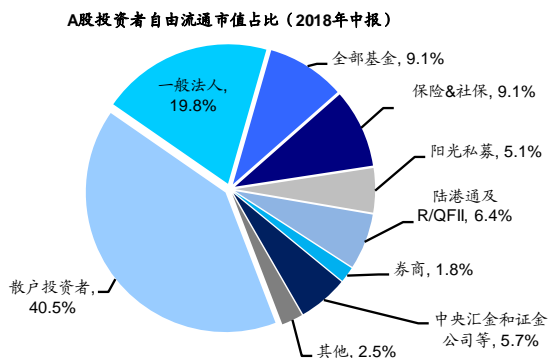
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图3 A股证券化率较低


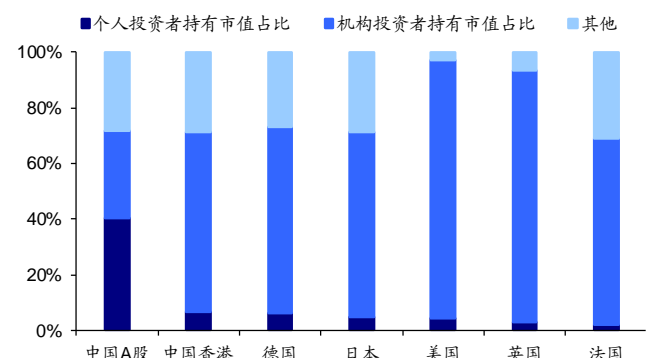
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图4 A股换手率更高


资料来源：Wind，海通证券研究所

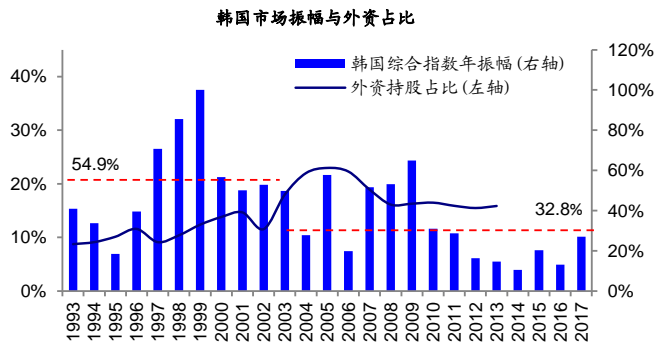
图5 A股个人投资者占比较高


资料来源：Wind，海通证券研究所

图6 A股以个人投资者为主 (2018年中报)


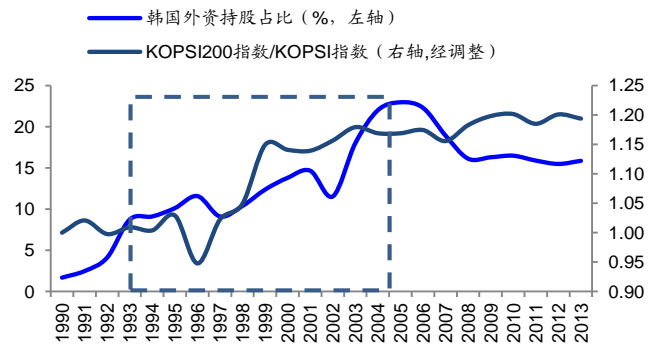
资料来源：Wind，Bloomberg，海通证券研究所

图7 韩国市场随着外资占比提升波动减小



资料来源：Wind，海通证券研究所

图8 韩国龙头股随外资持股占比上升而享受溢价



资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 公司结构：A股周期股多、美股科技股多

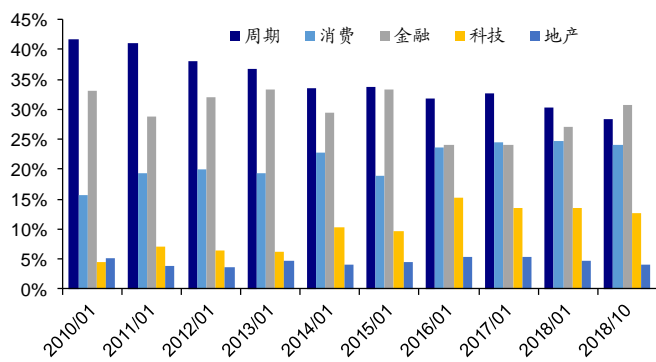
A股周期股市值占比较高，科技股市值占比较低。我国目前发行制度背景下，很多新兴成长行业的领军企业无法在A股上市。目前，中国市值最大的4家上市科技公司：以人民币计价，阿里巴巴2.6万亿，腾讯控股2.5万亿，百度0.5万亿，京东0.2万亿，其中阿里巴巴、百度、京东在美国上市，腾讯在香港上市。《上市制度改革将改变市场生态-20180313》中我们分析过，我国目前发行制度背景下，周期类公司扎堆上市导致A股市场结构失衡。在由需求扩张驱动的传统盈利回升周期中，周期股往往业绩靓丽，更易满足A股新股发行制度的盈利要求，从而导致A股周期类上市公司数量和融资金额更多。自2000年以来，周期行业IPO企业数量占比达47%、融资金额占44%，而消费行业融资企业数量占29%、融资金额占20%，科技行业融资企业数量占比19%、融资金额占比11%，金融行业融资企业数量占比为2%、融资金额占比为22%。即使是2010年以来，经济转型过程加快，但仍然是周期行业上市数量和金额占比较高，分别达46%、38%，而科技行业IPO数量和金额占比仅21%、15%。随着周期股扎堆上市，A股市场结构也开始失衡。从市值占比角度，按照11月5日股价统计，A股的板块市值占比分别为周期（33%）、金融（22%）、消费（25%）、科技（12%）、房地产（4%），而在海外中资股（含港股）中周期（22%）、金融（17%）、消费（22%）、科技（29%）、房地产（8%），在美股中周期（14%）、金融（17%）、消费（36%）、科技（27%）、房地产（3%），横向对比A股周期股市值占比较高，科技股市值占比较低。从盈利占比角度，对比A股、海外上市中资股、美股的盈利结构，三者中科技股净利润（2018H1）占比分别为4%、29%、20%，A股科技股净利润占比仅为美国科技股的1/5。

当今中国处在产业结构升级期，未来消费和先进制造比例将会提高。我国目前的经济状况正如同1980年代的美国一样处在经济转型期，产业结构升级也分两个部分：制造业升级和消费升级。制造业方面，1978-2012年间第二产业占GDP的比重一直稳定在45%左右，此时我国正处在工业化阶段，传统制造业工业增加值占GDP比重在2012年时为30%，2012年以后第二产业占比开始逐步下降，我国进入工业化后期，传统制造业在经济中的占比也从2012年下降3个百分点至2017年的27%；与此同时，先进制造业开始兴起，计算机及电子设备制造业、电气机械及器材制造业以及医药制造业三个行业的增加值在GDP的比重由2012年的5.7%逐步上升到2017年的6.2%，与之对应A股中科技行业的市值占比从2012年年初的6.4%上升到2018年10月的12.7%。消费方面，我们在《消费升级原因及对国产化的推动-20170503》一文中分析过，受人均GDP迈过拐点、基建的消费效应出现、渠道下沉和产业转移、人流和消费倾向变化这四大动力影响，我国已进入消费升级期。第三产业在经济中的占比不断上升，于2017年达到51.6%，消费对GDP累计同比的贡献率也不断上升，在2018年一季度达到了77.8%。从服务业增加值占GDP的比重看，近几年高端服务业（信息技术、商业服务、居民服务、教育、医疗及文娱行业）工业增加值在GDP中的占比由2012年的11.3%上升到2015年的13.2%（统计局在2015年后停止更新该数据），与之对应A股中消费行业的市值占比从2012年年初的19.9%上升到2018年10月的24.0%。美国高端服务业占GDP比重在1970年为13.1%，2000年时为23%。以美国作为参照，2017年中国医疗保健、信息技术、文体娱乐行业增加值仅相当于美国的20%、38%、40%，而制造

业为 150%，相比美国我国新兴行业空间还很大。

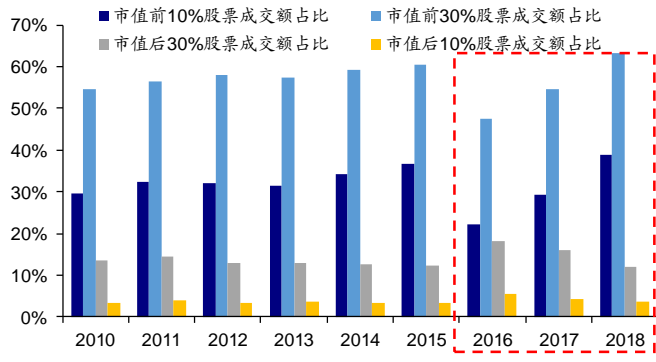
科创板和试点注册制的推出将使得 A 股市场结构更加合理。 11 月 5 日国家主席习近平在进博会开幕式上提出将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，这项重大改革无疑将对我国资本市场的发展产生深远影响。首先科创板的推出不是创业板的简单替代，而是一种有效补充，是为了真正实现多层次资本市场对实体经济的支撑，特别是支持中小微企业的发展。目前中国的新经济科技企业没有顺畅的上市通道，而科创板的推出满足科技新经济企业不同生命周期的融资需求，为中国新经济科技企业寻求融资提供了本土的途径。同时科创板实行注册制使公司通过资本市场直接融资的便捷性大大提高。证监会负责人就设立上海证券交易所科创板并试点注册制答记者问时表示：科创板旨在补齐资本市场服务科技创新的短板，是资本市场的增量改革，将在盈利状况、股权结构等方面做出更为妥善的差异化安排，增强对创新企业的包容性和适应性。我们预计科创板可能会参照之前推出的 CDR 制度，针对创新企业在特定发展阶段高成长、高投入、实现盈利的周期较长等特点，视具体情况为试点企业适当放宽发行条件，让某些暂时迫于业绩标准不能常规上市的新经济企业可以先进入 A 股。同时对投资者的准入门槛会参照新三板作适当调整，让投资门槛适当低于新三板要求的 500 万元，既能满足避免散户化的监管初衷，又能使更多的人享受新经济发展带来的福利，同时扩大科创板的流动性。未来如果上交所推行科创板，将对于 A 股市场结构调整具有深远意义，科创板的建立将会为代表国内新经济的独角兽开启一条绿色上市通道。政策的倾斜将引导科技股新鲜血液的流入和回归。可以预见的是，科技类行业 IPO 数量和市值占比将在 A 股市场逐渐升高，随着更多高成长的“独角兽”在 A 股上市，A 股市场结构将趋向合理。

图9 A 股行业市值结构随产业结构升级不断变化



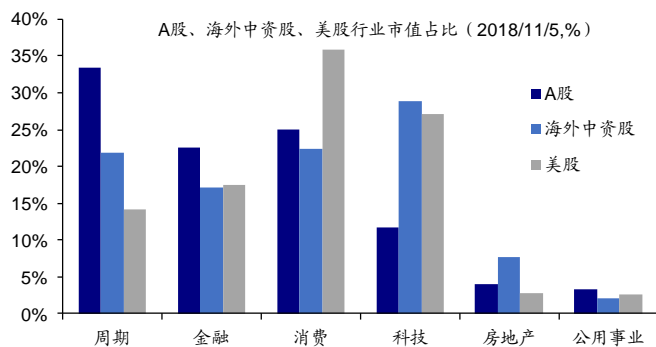
资料来源：Wind，海通证券研究所

图10 2016 年以来，市场成交资金向头部公司集中



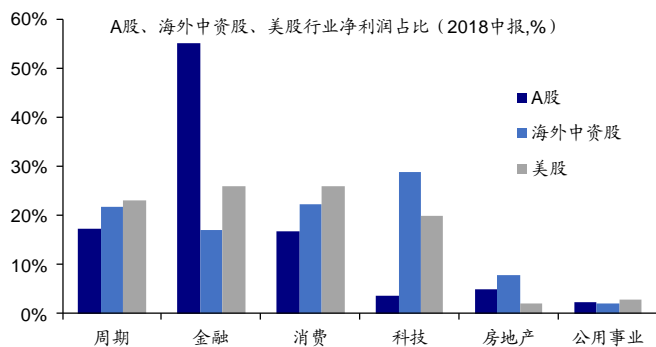
资料来源：Wind，海通证券研究所

图11 A 股、海外中资股、美股行业市值占比



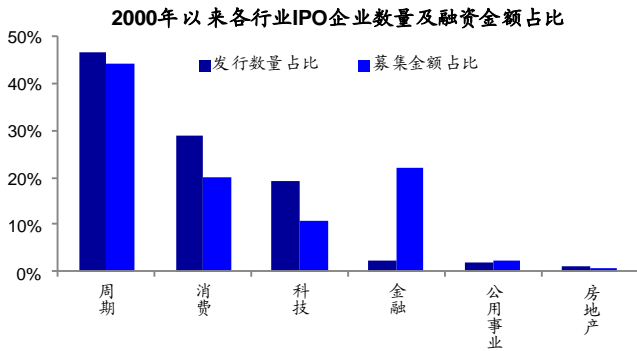
资料来源：Wind，海通证券研究所

图12 A 股、海外中资股、美股行业净利润占比



资料来源：Wind，海通证券研究所

图13 2000年以来A股各行业IPO企业数量及融资金额占比



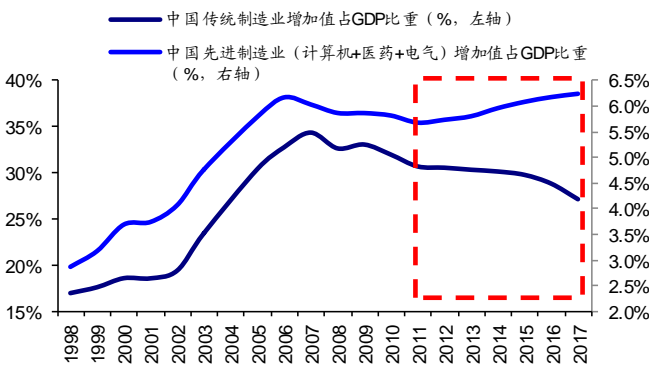
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图14 相比美国,中国新兴行业空间还很大



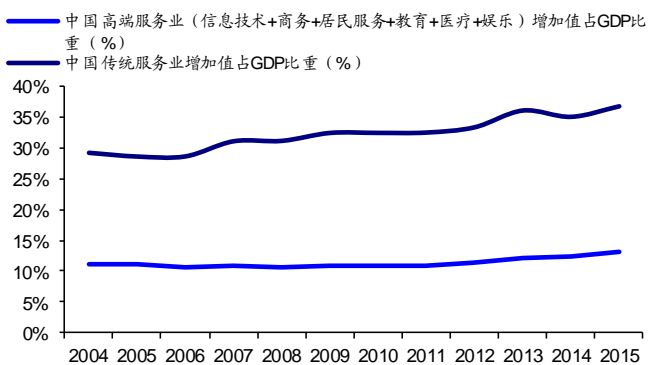
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图15 近年来中国先进制造业在经济中地位开始上升



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图16 中国高端消费在经济中的占比不断上升



资料来源: Wind, 海通证券研究所

3. 交易结构: 美股集中度明显高于A股

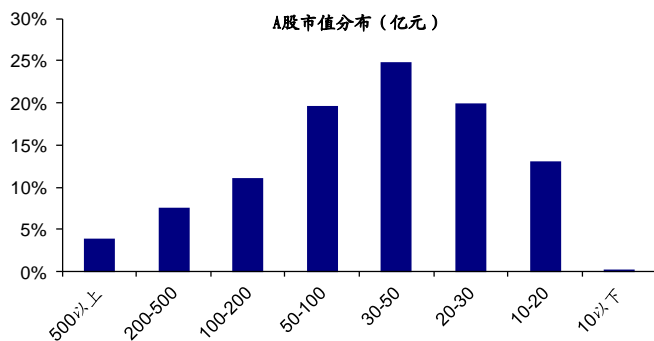
A股市值分布呈“纺锤形”，成交额集中于大市值股票。从资本市场内部结构看，截至10月31日，A股市场的全部3556只股票中，按市值从大到小排列，市值位于200亿元以上的股票数量占比为11.4%，市值位于20-200亿元区间的股票数量占比为75.5%，市值位于20亿元以下的股票数量占比为13.2%，总体来看A股市场股票市值分布呈现两头小中间大的“纺锤形”。反观美股市场，将美股市场的全部3921只股票按市值从大到小排列，市值位于100亿美元以上的股票数量占比为12.5%，市值位于10-100亿美元区间的股票数量占比为34.38%，市值位于10亿美元以下的股票数量占比为53.12%，总体来看美股市场股票市值分布呈现上小下大的“金字塔形”。从市场成交结构来看，A股市场资金集中于头部大市值公司，市值排名前10%、30%、50%股票的成交额分别占A股总成交额的38%、64%、78%，成交额集中于大市值股票，有利于优质公司提高融资效率，提升流动性。对比海外，A股成交额集中度超过香港、英国等市场，但与日本、美国等其他成熟市场相比仍有差距。日本、泛欧交易所中市值前10%股票的成交额占各自市场总成交额的50%以上，占比分别为54%、53%，美国、日本、泛欧交易所市值前30%股票成交额占比均在70%以上，美国、日本交易市场的前50%市值股票成交额占比均在80%以上。

行业集中度提升和机构投资者占比上升过程中，龙头企业持续受益。从行业集中度角度看，对比日本1970-90年代经济转型期，日本在1975-1995年间经济进入“L”型的一横，GDP同比增速维持在4.5%左右。与此同时日本企业迎来大量的并购重组，各行业企业数量逐步下降，如化工从1975年的约5800家降至1989年的5300家左右，钢铁从约8500家降至6100家左右，纺服从11.4万家降至3.1万家，各行业集中度逐渐提高，企业竞争能力增强，企业整体ROE水平从1976年最低8%上升至1980年的27.7%，并在1980-1989年间平均保持在19%的较高水平。目前A股上市公司有3526家，海外中资股有334家，而我国个体工商户6579.4万户，私营企业2726.3万户，相对而言上市公司可谓万里挑一，多数上市公司都处于各细分领域的龙头地位。自2010

年以来消费类和投资类行业集中度逐步提升，包括白酒、乳制品、医药流通、空调、冰箱、洗衣机、水泥、地产、煤炭等。具体来看消费类行业冰箱 CR5（销售额）从 2011 年的 68.9% 升至 2017 年的 79.7%，空调 CR3（销售额）从 57.6% 提升至 72.0%，周期类行业如煤炭 CR9（产量）从 2010 年的 32.1% 升至 2017 年 38.3%，钢铁 CR4（产量）从 2014 年的 19.5% 升至 2017 年 21.7% 等。从机构投资者角度看，2015 年至今，A 股散户投资者自由流通市值持股占比总体呈下降趋势，从 49% 下降到 2018Q2 的约 40%，而内外资机构持股占比从 23.8% 提高到 31.3%，散户占比下降，机构占比上升的长期趋势较为明显。边际增量资金影响市场风格，相对于散户，机构投资者投资行为更加理性，机构投资持股占比提高将强化龙头股效应。截止 2018/10，基金、QFII、保险的三季报重仓股市值均值分别为 495 亿、345 亿、397 亿，远高于全部 A 股市值均值 145 亿；基金、QFII、保险的三季报重仓股 PE(TTM) 中位数分别为 21 倍、20.7 倍、18 倍，也低于全部 A 股估值中位数 25.7 倍，这也反映了机构投资者更偏好低估值、大市值的龙头企业。

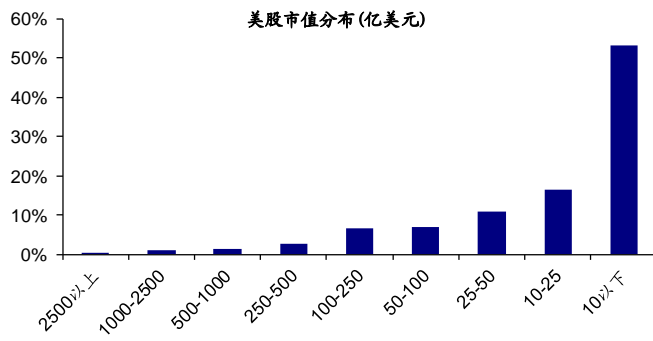
A 股退市实施仍需加大力度，低成交个股不断涌现或成常态。《吐故方能纳新——中美港退市制度比较-20180821》中我们分析过，将月成交额低于全部股票月成交额中位数 1/2 的个股定义为低成交个股，通过统计低成交个股绝对数值与其在全部股票的相对占比来判断低成交个股的变化。发现低成交个股相对 A 股市场全部上市股票的占比从 2017 年初的 10% 上升到 2018 年 7 月底的 23%，趋势保持向上增长。对比港股和美股市场，统计港股 1998 年以来的月成交额数据，逐月对全港股的低成交个股进行统计，发现香港的低成交个股逐年增多，从 1998 年的月均 200 余只不断增多上升到了 2018 年 7 月底的接近月均 843 只，低成交个股相对香港市场全部上市股票的占比从 2002 年的 35% 上升到 2018 年 7 月底的 37%，低成交个股占比不断波动但一直位于 25% 之上，反映出港股当前还有许多低成交个股。美国市场与香港市场同为成熟市场，历史上低成交个股数量变化趋势却截然不同。统计纽交所上市美股 1997 年以来的月成交额数据，逐月对美股的低成交个股进行统计，发现美国的低成交个股保持平稳下行的趋势，从 1998 年的月均 600 余只下降到了 2018 年 7 月底的月均不足 500 只，低成交个股相对美股市场全部上市股票的占比也从 1999 年初的 56% 下降到 2010 年的 25%，在之后保持稳定不变。趋势上来看，A 股市场的退市制度和执行结果和香港市场极为类似，尽管退市制度一直在完善，但是 A 股上市公司退市率过低，仍然是一个难以回避的话题。自 2001 年 A 股启动退市制度以来，18 年间沪深两市因业绩连续亏损而被退市的公司仅有 97 家，相比现在超过 3500 家上市公司的数量来讲，这个比例明显偏低。目前，中国股市正处在快速扩容阶段，随着 IPO 常态化，壳价值急剧下滑，没有长期投资价值的公司将逐渐被边缘化，在市场还未到达 IPO 家数与退市家数大体相当的局面前，低成交个股可能会继续增加。之前由于 A 股散户较多导致投机性较强，一些市值小但主题概念丰富的股票还能受到投资者的追捧，但随着 A 股机构投资者占比不断增加，市场趋于成熟，中长期 A 股市场可能出现类似于港股成交额分化的趋势，低成交个股不断涌现或成常态。

图17 A 股市值分布呈“纺锤形”（2018/10/31）

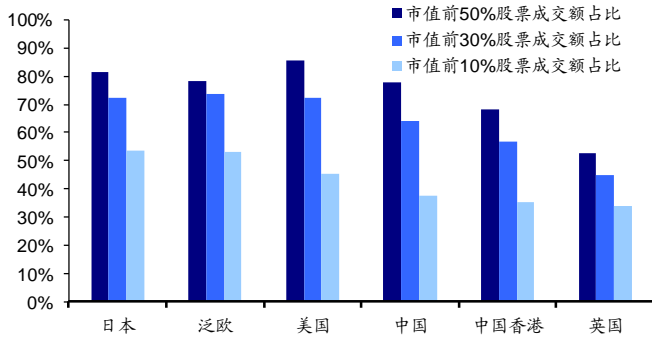


资料来源：Wind，海通证券研究所

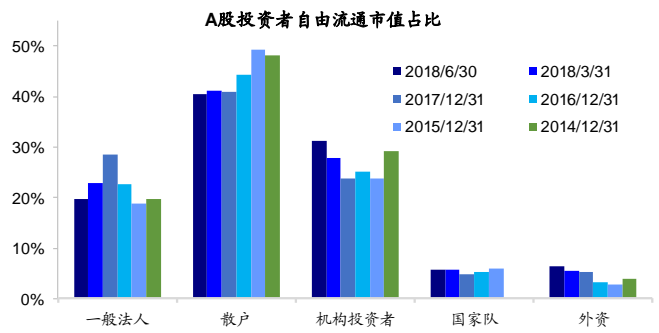
图18 美股市值分布呈“金字塔形”（2018/10/31）



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图19 A 股市场成交额集中度较高，但不及美日欧等市场 (2018/01-2018/10)


资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图20 A 股散户持股占比继续下降


资料来源: Wind, 海通证券研究所

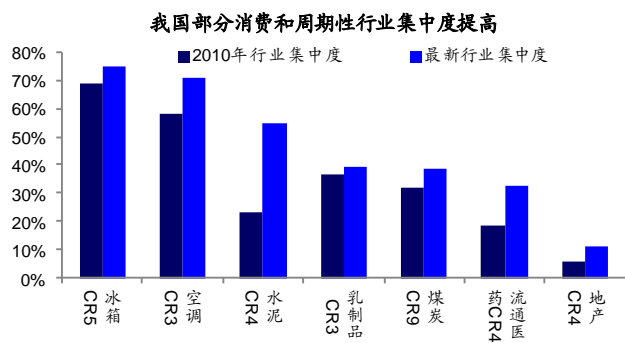
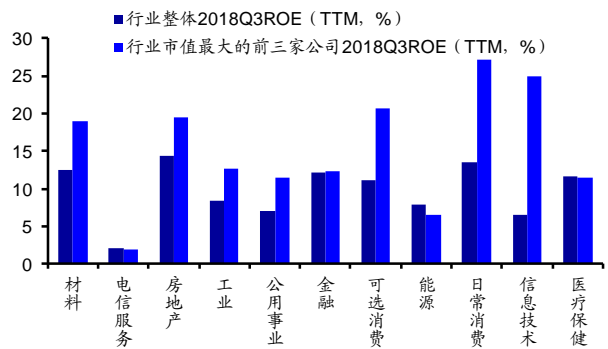
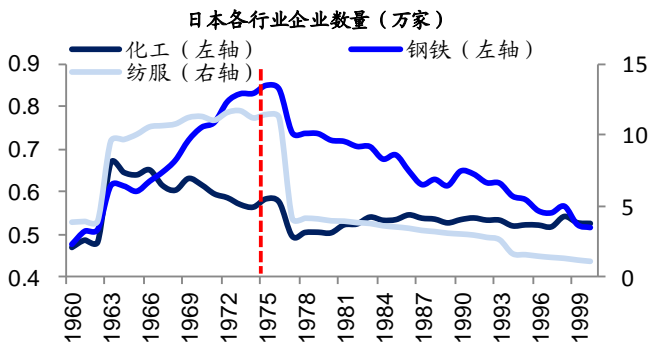
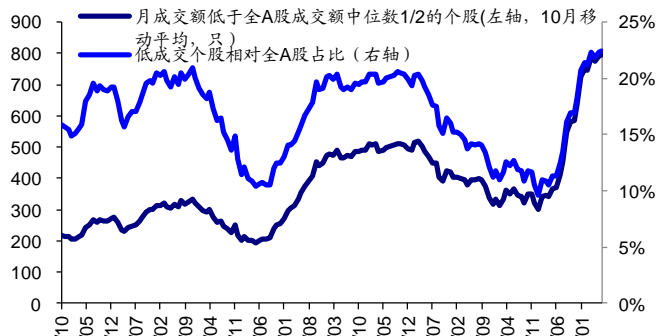
图21 部分消费和周期性行业集中度提高 (截止 2017 年末)

 资料来源: wind, 中怡康, 海通证券研究所
 注: 水泥和煤炭根据产量计算行业集中度, 其他行业根据销售额

图22 各行业龙头公司业绩更优异


资料来源: Wind, 海通证券研究所

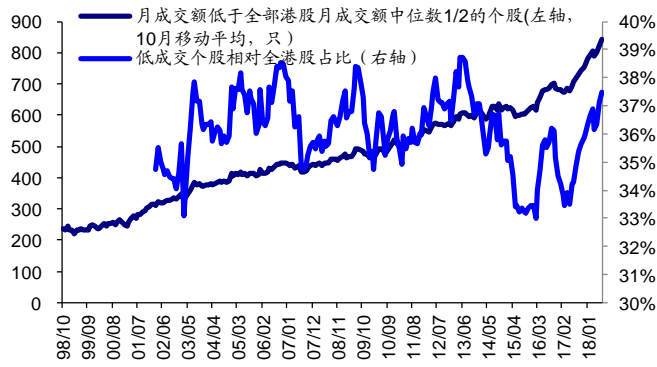
图23 1975-89 年期间日本化工、钢铁、纺服企业数量下降


资料来源: 日本统计局, 海通证券研究所

图24 2005 年以来全部 A 股中低成交个股数量变化 (剔除当月新股, 截至 2018/7/31)


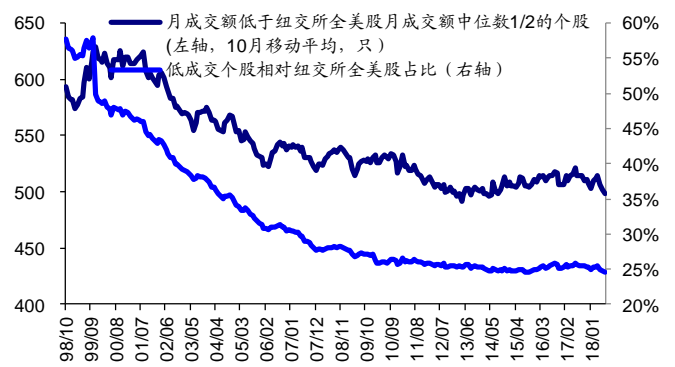
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图25 全港股低成交个股数量不断增加（截至 2018/7/31）



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图26 纽交所美股低成交个股数量平稳向下（截至 2018/7/31）



资料来源: Wind, 海通证券研究所

风险提示: 经济增长速度快速回落，通胀快速高企引发货币政策从紧。

信息披露

分析师声明

荀玉根 策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现 为比较标准，报告发布日后 6 个月内的 公司股价（或行业指数）的涨跌幅 相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准；香港市 场以恒生指数为基准；美国市场以标 普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通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。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
联系人
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
联系人
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
薛涵(021)23154167 xh11528@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
联系人
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱建军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
梁广楷 lgk12371@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史岳 sy11542@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
谢茂莹 xmx12344@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
李骥(021)23154513 lj11875@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
联系人
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	煤炭行业 李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛 02123219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 张峥青(021)23219383 z zq11650@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 联系人 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 联系人 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160
 oymc11039@htsec.com
 宗亮 zl11886@htsec.com
 巩柏舍 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mw10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 吴尹 wy11291@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com