

专题策略

2014 年 7 月 4 日

备战沪港通

——国际化策略系列（2）

核心结论

①沪港通两地标的共866家公司，交易基本遵循各地市场原则，与QFII、RQFII并行不悖，实行总量控制、存量监控原则。港股通对个人投资者设50万资金门槛。②沪港两地投资者有差异：一是内地投资者交易更活跃，二是传统行业、创业板A股相比港股估值溢价高；③投资沪港通精挑细选+游击战：包括“沪特”、“港特”、QFII重仓、大型券商、A/H折、溢价明显的公司。

相关研究

《探秘海外中资股——国际化策略（1）》20140703

分析师

荀玉根

SAC: S0850511040006

电话: (021) 23219658

Email: xyg6052@htsec.com

汤慧

SAC: S0850512080003

电话: (021) 23219733

Email: tangh@htsec.com

主要逻辑

了解沪港通：制度全解析。①沪港通标的包括上证180、上证380、恒生大型、恒生中型，A+H公司（A股必须在上交所上市），两地标的共866家公司，其中金融、能源行业市值占比较大；②港股通个人投资者资金账户余额需要大于50万人民币，沪股通无投资者限制；③沪港通和QFII、RQFII机制并行，由两地交易所、结算公司和监管部门相互配合实现；④沪港通投资额度实行总量控制，存量监控原则。沪股通总额度为3000亿元人民币，每日额度为130亿元人民币；港股通总额度为2500亿元人民币，每日额度为105亿元人民币。值得注意的是，这里的总量和存量均是净交易额的概念，即是买入金额和卖出金额的差值。交易时间取两地交易日的交集，港股通仍实行T+0，沪股通T+1。

知己知彼：两地投资者差异考察。①内地投资者较香港更活跃。A股的换手率远高于港股，上交所、深交所、联交所2013年换手率分别为111.6%、349.0%、46.7%。波动率方面，港股受海外资金的影响较大，特别是在海外黑天鹅事件冲击时，波动水平明显高于A股，但港股历史平均波动率较A股低。②香港市场在风格和结构上和A股市场有两个明显不同：一是内地创业板估值溢价更高；二是传统行业A股估值水平较港股偏高，港股中消费行业估值更高。

备战沪港通：精耕细作+游击战。①精耕细作优选特产、QFII重仓和大型券商。三个选择方向：一是优选特产类公司，如沪特港无的贵州茅台、天士力、百视通、中航电子、国电南瑞等，港特沪无的银河娱乐、美高梅、腾讯控股、中芯国际、威高股份等；二是大型券商，特别是拥有香港子公司的券商；三是QFII重仓个股。②游击战选择A+H股中存在明显溢价或折价的公司，4月10日沪港通宣布后，A股相对H股折价的公司A股涨幅明显，反之，H股相对A股折价的公司H股涨幅明显。目前A股相对H股折价的海螺水泥、宁沪高速、华能国际、中国神华、中国太保，H股相对A股折价的南京熊猫、洛阳玻璃、洛阳钼业、重庆钢铁、昆明机床有望受益沪港通开通。

风险提示：

沪港通推进力度低于预期。

目录

前言：立足国际化，备战沪港通	4
1. 了解沪港通	4
1.1 标的	4
1.2 投资者	5
1.3 交易渠道	6
1.4 交易方式	7
1.5 先例：新加坡-伦敦无疾而终	8
2. 知己知彼：沪港市场差异考察	9
2.1 差异一：内地投资者更活跃	9
2.2 差异二：风格、估值结构不同	10
3. 备战沪港通	11
3.1 战术 1：深耕细作	11
3.2 战术 2：游击战	13
4. 结论	14
附录 1. 重要策略报告观点	16
附录 2. 策略研究系列产品	17

图目录

图 1 沪港通标的行业市值分布	5
图 2 香港市场投资者结构	5
图 3 海外发达国家投资者占比较高	5
图 4 A 股机构投资者占比上升	6
图 5 机构投资者中专业机构投资者占比仍较低	6
图 6 沪港通运作模式图	7
图 7 香港市场交易规模小于内地	9
图 8 A 股市场换手率明显高于香港市场	9
图 9 港股波动率受海外资金影响更大 1	9
图 10 港股波动率受海外资金影响更大 2	9
图 11 港股创业板相对大盘溢价较低	10
图 12 A 股创业板相对主板明显溢价	10
图 13 大市值公司中内地原材料、电信估值比港股高	10
图 14 中型市值公司中内地和港股估值对比	10
图 15 沪港通宣布后 A 股相对 H 股折价的公司 A 股涨	13
图 16 沪港通宣布后 A 股相对 H 股溢价的公司 H 股涨	13

表目录

表 1 沪股通标的指数简介.....	4
表 2 沪股通与 QFII、RQFII 制度对比	6
表 3 沪股通交易时间	8
表 4 沪股通节假日交易安排	8
表 5 新加坡和伦敦交易所签订了两地交互买卖的备忘录	8
表 6 二级行业估值对比	11
表 7 “沪特港无”和“港特沪无”的上市公司在沪港通后更易受投资者青睐	12
表 8 QFII 持有重仓股列表（在沪股通标的的范围之内的个股，2014 年 1 季报）	12
表 9 A/H 股折/溢价	13

前言：立足国际化，备战沪港通

事件：2014年4月10日，中国证券监督管理委员会、香港证券及期货事务监察委员会发布《联合公告》，决定原则批准上交所、港交所、中登公司、香港中央结算有限公司开展沪港股票市场交易互联互通机制试点（以下简称沪港通）。

A股由于金融、能源等“市值大象”话语权过大，大盘指数已经无法反映我国经济结构转型、变迁带来红利。估算美国、香港、新加坡市场中资上市公司市值已达12.8万亿，对比A股23.7万亿的总市值已经很可观。我们在报告《探秘海外中资股——国际化策略（1）》中我们介绍了这些海外中资股的概况，以及美股中概的估值和盈利情况，是我们国际化策略的开篇。本篇我们沿着国际化策略的路径，分析如何备战即将在下半年迎来的A股市场国际化重要的一步——沪港通。

1. 了解沪港通

李克强总理在今年4月10日的博鳌亚洲论坛上表示推动沪港互联互通后，证监会和港交所随后即发布联合公告，宣布沪港通将在今年10月正式启动。随即，港交所于4月29日召开沪港通新闻发布会，发布详细公告介绍沪港通细节。同时，上交所也发布了《沪港股票市场交易互联互通机制试点实施细则》的征求意见稿。至此，沪港通交易的面貌逐步展现在投资者面前，我们下面将详细分解此次规则的细节，以及相对应的两地市场特征。

1.1 标的

沪股通标的个数较港股通多。沪股通的投资标的包括：上证180指数的成份股、上证380指数的成份股、A+H股上市公司的本所上市A股。ST、*ST股票、B股不纳入沪股通股票。港股通的投资标的包括：恒生综合大型股指数的成份股、恒生综合中型股指数的成份股、A+H股上市公司的H股。发行人同时有非上交所上市的股票、在联交所以人民币报价交易的股票不纳入港股通股票。

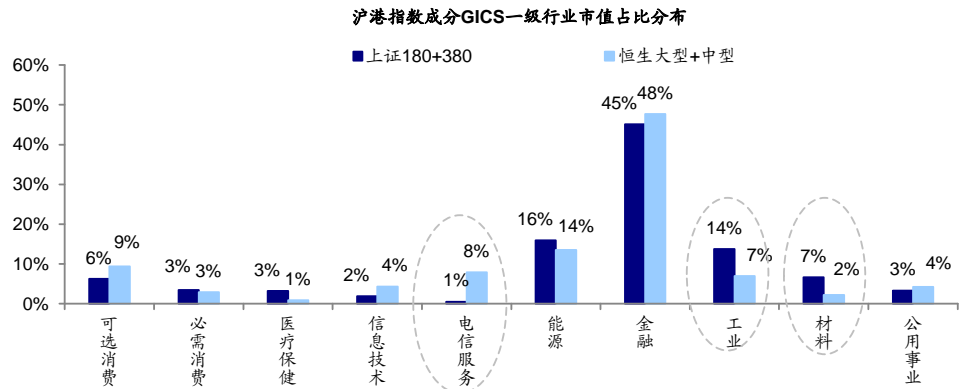
沪股通工业、材料占比明显高于港股通标的。从标的市值占比来看，如果不考虑A+H的标的，金融均是占比最大的行业，占据了几乎市值的半壁江山。港股通中电信服务、信息技术、可选消费、金融市值占比较高，而沪股通中，工业、材料、能源等市值占比较大。这说明港股相对A股在传统的工业、材料、能源等方面标的较为稀缺。

表1 沪港通标的指数简介

指数名称	代码	成分股个数	总市值(万亿RMB, 截至2014年6月)	简介
上证180	000010	180	28.0	具有市场代表性的蓝筹股，每半年调整一次成份股。
上证380	000009	380	10.4	成长性新兴蓝筹股，剔除上证180指数样本股。每年定期调整一次，实施时间分别为每年1月和7月的第一个交易日。
恒生综合大型股	HSKLI	78(可变)	18.3	恒生综合指数根据市值规模分位大型、中型、小型三类，分别覆盖80%、95%和100%最大市值排序的公司。指数成分股半年进行一次调整。
恒生综合中型股	HSKMI	162(可变)	4.9	
A+H股	—	66(剔除深交所上市的A+H股)	10.6	两地同时上市，且A股在上交所上市的非ST、*ST公司

资料来源：联交所网站，上交所网站，海通证券研究所整理

图1 沪港通标的行业市值分布



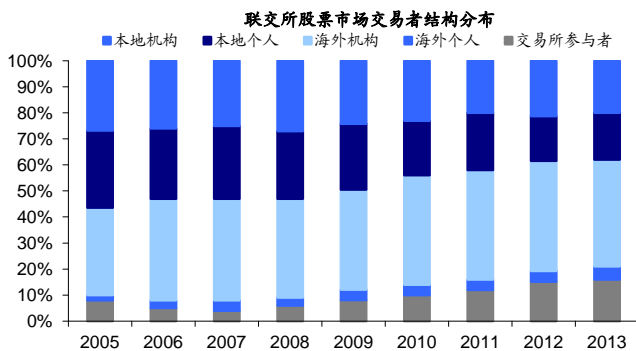
资料来源：Bloomberg, WIND, 海通证券研究所整理

1.2 投资者

投资者范围上，香港联交所相对上交所更为宽泛。联交所规定，所有香港及海外投资者都可以参与沪股通；而上交所方面则规定仅机构投资者、证券账户和资金账户余额不低于50万人民币的个人投资者可以参与港股通。

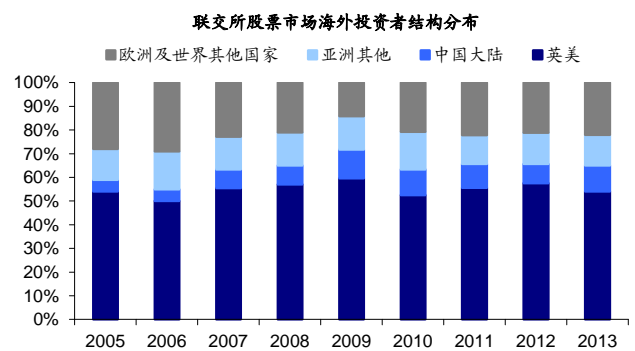
港股投资者中，海外投资者、机构投资者占比较大。投资者门槛的差异和两个市场自身的投资者结构相关。相比A股市场，港股市场中机构投资者占比达到了61%，其中本地机构和海外机构的占比分别为20%、41%。而在海外机构中，以成熟国家的美、英机构投资者占比较大，达到了海外机构投资者中的54%，中国大陆机构投资者的参与数量也在逐步上升，达到了11%。而A股投资者结构中，虽然机构投资者占比逐年上升，但其中一般法人的占比较大。我们进一步细分了机构投资者的构成，2013年度专业投资机构如基金、保险、QFII等加总持有的流通市值占比仅有19%。

图2 香港市场投资者结构

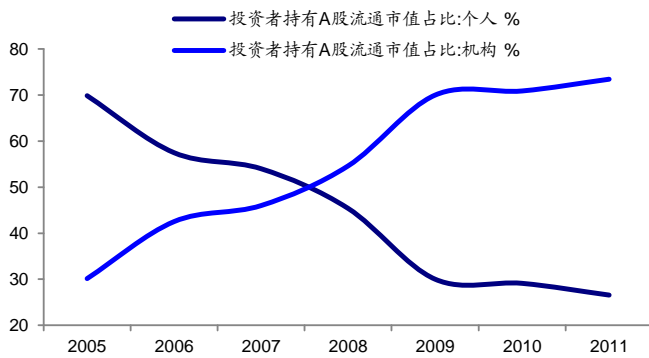


资料来源：联交所，海通证券研究所

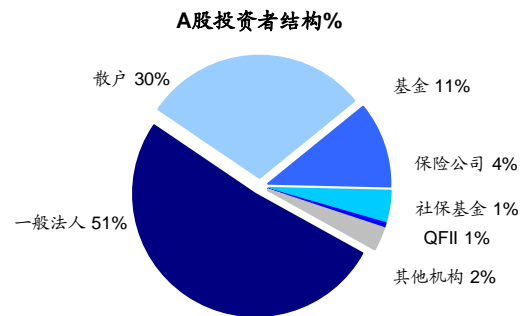
图3 海外发达国家投资者占比较高



资料来源：联交所，海通证券研究所

图 4 A 股机构投资者占比上升


资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 5 机构投资者中专业机构投资者占比仍较低


资料来源: WIND, 海通证券研究所

1.3 交易渠道

两地交易所配合实现沪港互通有无。“沪港通”是在内地与香港两地证券市场之间建立一个交易与结算的互联互通机制。在这个机制安排下，两地的投资者可以通过委托本地券商，经本地交易所与结算所买卖、交收对方市场上市的股票。具体的运作方式是：

沪港通交易方式是通过两地的交易所在彼此区域成立的独资公司或分支机构，接受两地的交易所参与者下达的买卖订单，并将订单传递到对方的交易所平台上以执行交易，交易执行后，将确认并转达参与者；而这个过程则需要两地的结算结构、监管部门相互配合。其流程如下图所示。

沪港通与 QFII、RQFII 并行。沪港通和现行的 QFII、RQFII 是并行关系，沪港通相比前者有更高的灵活度，在对个人投资者额度控制、投资人方面都没有像 QFII、RQFII 一样设置限制。

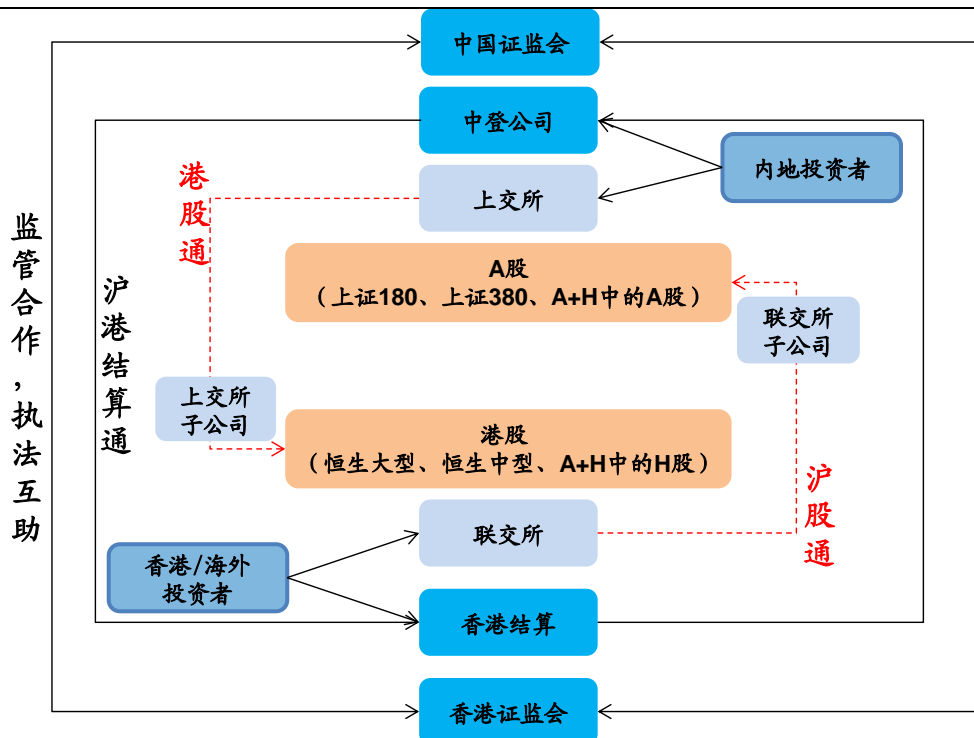
目前 QFII、RQFII 的额度上限为 1500 亿美元、2700 亿人民币，已经使用的额度为 546.5 亿美元、2469 亿人民币，使用率分别为 36.4%、91.4%。额度均未使用到上限，因而沪港通的实现并不会对 QFII、RQFII 形成替代作用，反而会拓展两地市场的投资者范围，加强两地的投资交流。

表 2 沪港通与 QFII、RQFII 制度对比

	沪股通	港股通	QFII/RQFII
投资标的	上证 180 上证 380 A+H 股中在上交所上市的 A 股，非 ST、*ST	恒生大型指数成分 恒升中型指数成分 A+H 股中的 H 股	全部 A 股 债券 ETFs、期货、IPO 等
投资者	所有机构投资者和个人投资者	资金和证券账户余额大于 50 万的个人投资者和机构投资者	有条件的机构投资者（包括资产管理年限，管理的证券资产规模等），需要额度审批
交易时间	联交所、上交所均是交易日的时间		A 股交易日
交易额度	日额度 130 亿，总额度 3000 亿，但对单个投资者不设置额度限制	日额度 105 亿，总额度 2500 亿，但对单个投资者不设置额度限制	没有日交易额度限制，但对单个机构投资者设置上限；目前 QFII、RQFII 的额度上限为 1500 亿美元、2700 亿人民币
锁定期	无		RQFII 持股锁定期 1 年

资料来源: 联交所网站, 上交所网站, 海通证券研究所整理

图 6 沪港通运作模式图



资料来源：香港联交所 CEO 李小加博客内容，海通证券研究所整理

1.4 交易方式

额度：总量控制，差量监控。对于交易额度方面，有总额度和每日额度的限制，规定：对人民币跨境投资额度实行总量管理，并设置每日额度，实行实时监控；其中，沪股通总额度为 3000 亿元人民币，每日额度为 130 亿元人民币；港股通总额度为 2500 亿元人民币，每日额度为 105 亿元人民币。

总额度方面，联交所在每个交易日完结时按差额方式计算总额度的余额，即：总额度余额=总额度-买盘成交总额+卖盘成交总额。如果总额度的余额少于每日额度，则上交所买盘会在下一个交易日暂停交易。但投资者仍可以继续出售沪股通的股票，使得总额度增加，一旦总额度恢复，就可以实现向上交所的买盘。

每日额度方面，实行实时监控的方式，每次收到执行订单时，额度都会动态更新，每日额度余额=每日额度-买盘订单+卖盘成交金额+微调。这里的微调是为了应对买盘订单被取消、被拒绝或以更优价格执行时会增加每日额度设置的。每日的额度不会转到下一个交易日额度中，一旦超过每日额度，也不再接受买盘订单，根据总额度余额在下一个交易日恢复买盘服务。已经接受的买盘订单不会因为额度受影响，会维持在记录订单内。

交易时间：港股通时间更灵活。相对 A 股交易时间，港股交易由于时间更长，交易方式更灵活，因而港股通的交易时间和联交所交易时间是一致的，沪股通在 A 股交易时间基础上有所调整。节假日安排上，香港和内陆的假日沪港通均不进行交易。

具体交易时间的安排见下表所示：

表 3 沪港通交易时间

	上交所交易时间	沪股通交易时间	联交所交易时间 (和港股通时间一致)
开始集合竞价	9:15-9:25		9:00-9:30
连续竞价-早市	9:30-11:30	9:10-11:30	9:30-12:00 (12:00-13:00 也可以交易, 但在午市后成交)
连续竞价-午市	13:00-15:00	12:55-15:00	13:00-16:00

注: 9:20-9:25, 上交所不接受取消买卖盘的指令, 9:10-9:15、9:25-9:30、12:55-13:00, 上交所不处理任何指令, 直到开市为止。但联交所仍接受买卖盘订单及取消订单的指令。

资料来源: 联交所网站, 上交所网站, 海通证券研究所整理

表 4 沪港通节假日交易安排

	内地	香港	沪股通是否开放
情景一	交易日	交易日	开放
情景二	交易日	交易日	若碰到香港银行款项收缴日, 港股市场不开市
情景三	交易日	假日	不开放
情景四	假日	交易日	不开放

资料来源: 联交所网站, 上交所网站, 海通证券研究所整理

交易、结算: 沪股通 T+0, 港股通 T+1。香港市场是 T+0 交易的, 因而港股通在交易时仍是按照这个标准, 而沪股通则按照 A 股的 T+1 进行交易。

沪港通实行后, 香港和中国将建立结算通: 即对沪股通, 中国结算成为中央结算对手方, 而香港结算成为参与方, 并为自身结算参与者所进行的沪股通交易承担交收责任, 直接在内地和中国结算交收相关交易。反之, 香港结算在港股通交易中成为中央结算对手方, 中国结算作为参与者, 负责为港股通交易承担交收责任。

1.5 先例: 新加坡-伦敦无疾而终

事实上, 在沪港通之前, 国际上其他的交易所也进行过类似跨区域的合作。新加坡证券交易所和伦敦交易所在 2012 年 7 月签订了关于两地交易所交互买卖的协议备忘。其中规定新加坡交易所可以交易 FTSE100 的标的, 而伦敦交易所可以在国际板上交易新加坡海峡指数的 36 个标的, 协议简要的情况如列表所示。

遗憾的是, 虽然两个交易所都是国际化的交易所, 对投资者、结算、货币等设立的限制较少, 但目前这个尚未产生实质性的交易行为, 我们判断, 因为两地交易时间问题, 如果想要在本国交易时间交易对方证券难度较大, 且涉及到系统和价格转换问题, 推进过程受阻。这一点在沪港通运行中不存在障碍。

表 5 新加坡和伦敦交易所签订了两地交互买卖的备忘协议

	新加坡	伦敦
标的	伦敦 FTSE100 指数成分 (100 只)	新加坡海峡指数成分 (36 只) 以及 MSCI Singapore Free Index
交易方式	新加坡交易所参与者可以在新加坡交易所的国际报价板上交易标的股票	伦敦交易所设立国际板 (IBSG), 提供伦敦交易所参与者投资标的股票的机会。
结算货币	英镑	新币或美元
交易时间	新加坡交易时间	伦敦交易时间

资料来源: 伦敦交易所网站, 新加坡交易所网站, 海通证券研究所整理

2. 知己知彼：沪港市场差异考察

了解沪港通的基本规则后，我们进而将香港和大陆市场的投资者行为进行了一些对比，从两地股市的成交、换手、波动、估值等方面加深对两地投资者的了解。

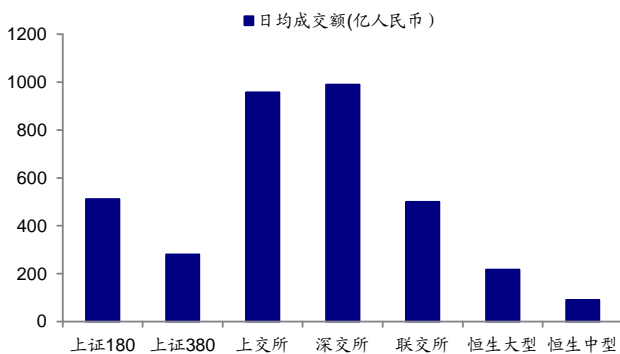
2.1 差异一：内地投资者更活跃

港股换手率较 A 股低。港股日均成交额明显低于 A 股，2013 年度，上证 180、上证 380、恒生大型、恒生中型指数日均成交额分别为 511.1 亿、280.2 亿、216.3 亿、89.7 亿人民币。且 A 股的换手率也远远高于港股，上交所和深交所 2013 年度的换手率分别为 111.6%、349.0%，特别是中小板和创业板上市的深交所，换手率明显较高。而联交所整体换手率仅 46.7%。

港股波动率更显“国际化”。从指数 30 天滚动年化波动率来看，港股在特定事件冲击时，由于海外资金的影响，波动率较 A 股明显更高。如 2008 年金融危机，2011 年 8 月美国信用评级下调过程中，恒生大型、中性指数波动率均有明显上升，而 A 股反应则较为淡定。但是从 05 年到现在的整体波动率均值来看，上证 180、上证 380、恒生大型、恒生中型分别为 26.4%、28.6%、19.5%、21.2%，港股相比 A 股更为稳定。

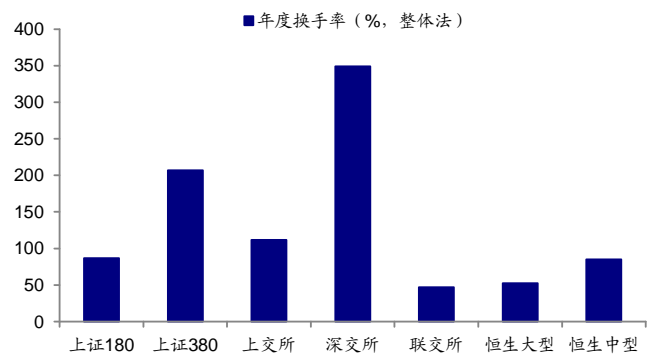
我们上文分析过，相比内地市场，香港市场的投资者多为美、欧发达国家的机构投资者，因而对股票的持有时间也相比 A 股更长，这一点从换手率、波动率均可以体现。

图 7 香港市场交易规模小于内地



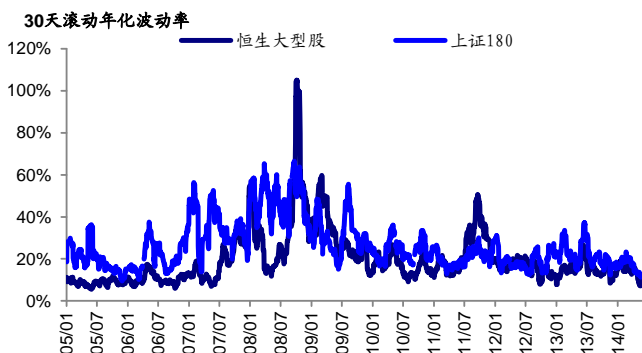
资料来源：联交所，WIND

图 8 A 股市场换手率明显高于香港市场



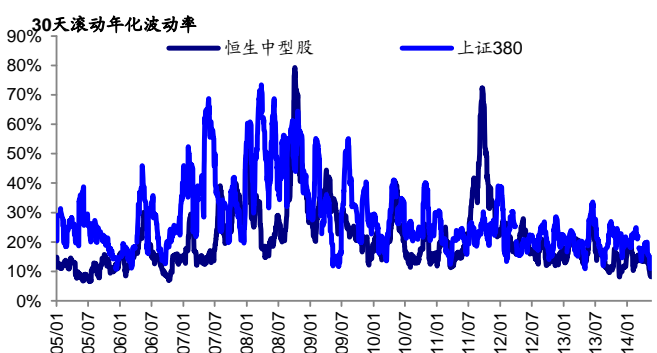
资料来源：联交所，WIND

图 9 港股波动率受海外资金影响更大 1



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 10 港股波动率受海外资金影响更大 2



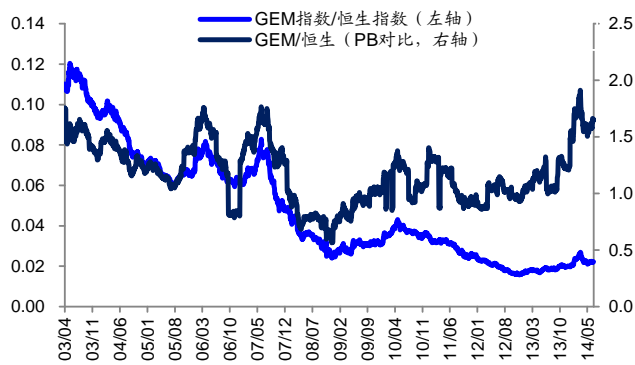
资料来源：WIND，海通证券研究所

2.2 差异二：风格、估值结构不同

内地创业板溢价率更高。香港的 GEM 市场（即 growth enterprise market）相当于 A 股的创业板市场，但从指数表现上来看，不像 A 股对创业板的一路追捧，从估值表现来看，GEM 的市净率估值（考虑到 GEM 中的公司净利润多为负数，因而用 PB 估值而非 PE 估值）相对恒生指数仅溢价 1.6 倍，远低于内地创业板相对主板 PB 溢价 3.9 倍。A 股创业板相对上证综指 PE 估值溢价更是达到了 6.9 倍，处于历史高位水平。

这也表现出了内地市场和香港市场对创业板态度的差异，我们分析主要有两个方面的原因，一方面是港股的创业板流动性相对主板偏弱，日均成交明显低于主板（2013 年度数据：3.2 亿港元 V.S.622.4 亿港元），内地创业板日均成交金额相对主板占比则大的多（2013 年度 212.9 亿人民币 V.S.1313.5 亿人民币）；另一方面是港股有较好的转板机制，优秀公司在创业板上市一段时间可以转到主板上市，2013 年度就有 102 家公司成功的实现转板，此外发行制度方面，两地创业板市场也有明显差异，内地对创业板上市的审核更为严苛，因而存在壳资源的溢价效应。

图 11 港股创业板相对大盘溢价较低



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图 12 A 股创业板相对主板明显溢价

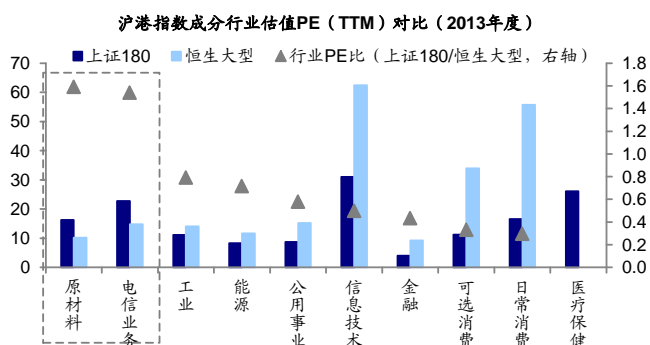


资料来源：WIND，海通证券研究所

传统行业内地估值水平仍较港股偏高。从估值水平上来看，内地的原材料、金融、能源、电信业务等行业的估值水平仍较港股偏高，而港股中日常消费、可选消费的估值则相比国内更高。整体估值水平方面，上证 180 指数 PE 受到大市值的银行估值较低的影响，明显低于其他指数，而上证 380 的估值则较恒生大型、恒生中型指数偏高。

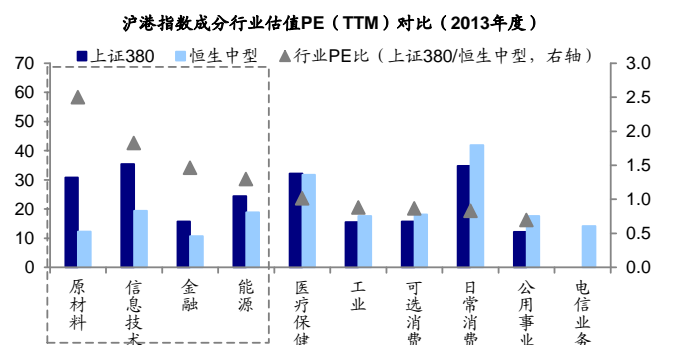
沪港通之后，考虑到香港市场的估值已经较为国际化，A 股市场部分高估值的传统行业可能仍会受到一定的估值冲击，而有稀缺性的消费品龙头公司可能受到香港和海外投资者的青睐。

图 13 大市值公司中内地原材料、电信估值比港股高



资料来源：Bloomberg，WIND，海通证券研究所

图 14 中型市值公司中内地和港股估值对比



资料来源：Bloomberg，WIND，海通证券研究所

表 6 二级行业估值对比

PE (TTM, 2013 年度)	上证 180	上证 380	恒生大型	恒生中型
能源	8.3	24.4	11.6	18.8
原材料	16.2	30.8	10.2	12.3
资本品	10.7	18.6	13.5	16.0
商业和专业 务	—	30.3	—	35.1
运输	12.8	11.2	15.4	23.6
汽车与汽车零部件	7.8	14.3	18.8	15.7
耐用消费品与服装	12.6	14.7	98.2	23.8
消费者服务	26.3	21.9	39.0	30.8
媒体	30.8	29.5	—	—
零售业	25.7	14.5	22.0	16.8
食品与主要用品零售	21.0	55.5	—	—
食品、饮料与烟草	15.5	34.9	125.1	41.9
家庭与个人用品	35.5	27.4	30.3	—
医疗保健设备与服务	18.0	33.7	—	31.8
制药、生物科技和生命科学	29.1	31.8	—	—
银行	3.1	—	8.4	7.3
综合金融	27.2	—	23.7	32.3
保险	10.2	—	—	—
房地产	10.5	15.7	7.0	6.2
软件与服务	40.5	49.2	59.4	39.3
技术硬件与设备	27.6	25.9	120.0	15.8
半导体产品与设备	—	118.7	—	—
电信业务	22.7	—	14.8	14.2
公用事业	8.8	12.2	15.2	17.6
整体	7.8	20.9	11.6	15.4

资料来源: Bloomberg, WIND, 海通证券研究所整理

3. 备战沪港通

3.1 战术 1: 深耕细作

(1) “沪特”，“港特”。沪港通实行后，从两地投资者的角度看，两地具有特色性，稀缺性的标的是关注的焦点。我们分别罗列了沪港通标的中 A 股市场特色、港股市场特色的公司。

其中 A 股中的白酒、中药、军工、电力设备等属于港股中稀缺的品种，而港股中的博彩、娱乐场所、交易所则属于 A 股中稀缺的品种。沪港通实现后，这些稀缺品种将受到两地投资者的追捧。此外，属性相近的行业中，如果有港股或者 A 股质地更优良的公司，也会成为投资者的首选。比如科技股类公司腾讯、中芯国际；医疗器械中的威高股份；零售中的银泰商业、高鑫零售；食品中的伊利股份等等。

表7 “沪特港无”和“港特沪无”的上市公司在沪港通后更易受投资者青睐

沪特港无		港特沪无	
行业	股票名称	行业	股票名称
白酒	贵州茅台	博彩娱乐	银河娱乐
中药	天士力		澳博控股
	片仔癀		永利澳门
	康美药业		金沙中国有限公司
旅游	黄山旅游		美高梅中国
日化	上海家化	澳门励骏	
传媒	百视通	多元金融	香港交易所
军工	中航电子	IT	腾讯控股
	航空动力		中芯国际
电力设备	国电南瑞	医疗器械	威高股份

资料来源：WIND，海通证券研究所

(2) 大型券商。第二类受益的行业是大型券商，尤其是在香港拥有子公司的券商有望受益于经纪业务收入上升。如中信证券、华泰证券、海通证券等。

(3) QFII 持有重仓股。此外，QFII 自身持有的重仓股，也体现出香港及海外投资者的选股偏好，在沪港通后可能仍是资金追逐的重点。我们筛选出 14 年 1 季报中属于沪港通标的 QFII 重仓股列表如下。

表8 QFII 持有重仓股列表（在沪港通标的的范围之内的个股，2014 年 1 季报）

代码	名称	持仓市值（万元）	占流通股比例%	代码	名称	持仓市值（万元）	占流通股比例%
601009	南京银行	372,233.3	16.2	600660	福耀玻璃	14,155.3	0.9
601169	北京银行	911,241.6	16.1	600823	世茂股份	7,406.8	0.7
601166	兴业银行	1,971,260.3	12.8	601186	中国铁建	31,318.7	0.7
600009	上海机场	155,161.9	11.3	600153	建发股份	9,802.4	0.7
600015	华夏银行	617,036.2	11.3	600004	白云机场	5,206.9	0.6
601100	恒立油缸	9,706.8	6.4	600073	上海梅林	3,356.8	0.5
600585	海螺水泥	417,890.8	6.4	600031	三一重工	22,081.7	0.5
600007	中国国贸	36,847.3	3.8	600827	友谊股份	6,602.5	0.5
600600	青岛啤酒	93,650.9	3.5	600388	龙净环保	6,011.8	0.5
601222	林洋电子	6,976.1	3.4	600038	哈飞股份	4,199.7	0.5
600761	安徽合力	16,080.9	2.6	600012	皖通高速	1,926.2	0.4
601888	中国国旅	70,091.9	2.4	600123	兰花科创	3,595.4	0.4
600519	贵州茅台	314,368.2	2.0	600805	悦达投资	3,197.6	0.4
600697	欧亚集团	4,857.0	1.9	600125	铁龙物流	2,261.7	0.3
600887	伊利股份	116,227.0	1.8	601299	中国北车	15,069.1	0.3
600651	飞乐音响	8,580.4	1.8	601390	中国中铁	13,003.7	0.3
601933	永辉超市	29,596.9	1.6	600831	广电网络	1,204.7	0.3
601800	中国交建	7,915.7	1.6	601139	深圳燃气	3,140.7	0.2
600104	上汽集团	198,228.1	1.5	600246	万通地产	929.9	0.2
600983	合肥三洋	10,402.0	1.5	600897	厦门空港	749.4	0.2
600261	阳光照明	14,848.8	1.4	600008	首创股份	2,606.6	0.2
601006	大秦铁路	138,019.2	1.4	601158	重庆水务	4,370.7	0.2
600218	全柴动力	2,982.1	1.2	600121	郑州煤电	449.8	0.2
600616	金枫酒业	4,535.6	1.2	601628	中国人寿	29,155.4	0.1
600559	老白干酒	3,326.9	1.1	600028	中国石化	45,268.1	0.1
600872	中炬高新	8,310.9	1.1				

资料来源：WIND，海通证券研究所

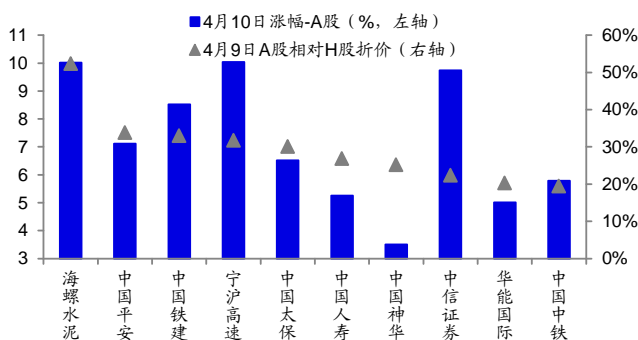
3.2 战术 2: 游击战

除了优选两地的公司外，沪港通对于 A、H 两地上市的公司股价存在明显折价、溢价关系的，短期也会明显受益于股价平衡的过程。

4 月 10 日沪港通刚宣布实施时，即带动 A+H 股价大涨。其中根据 4 月 9 日收盘价计算的 A 股相对 H 股折价幅度前 10 大的公司均涨幅不错，折价幅度最大的海螺水泥涨停。而 H 股相对 A 股折价幅度前 10 大的公司也表现不俗，洛阳玻璃涨幅为 40.7%。

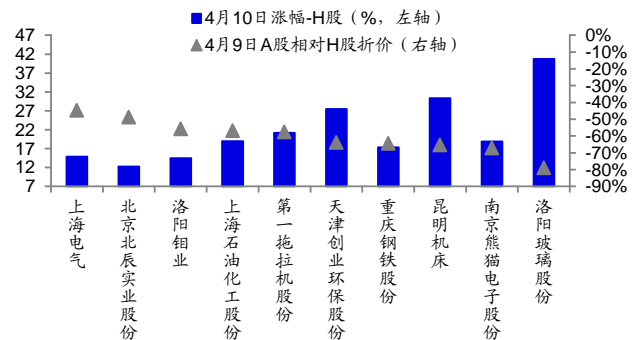
下表列举了截至 6 月 30 日，A+H（A 股仅限上交所上市的公司）两地上市公司的折价、溢价情况，其中 A 股相对 H 股折价的主要包括海螺水泥、宁沪高速、华能国际、中国神华、中国太保，而 H 股相对 A 股折价的主要包括南京熊猫、洛阳玻璃、洛阳钼业、重庆钢铁、昆明机床。

图 15 沪港通宣布后 A 股相对 H 股折价的公司 A 股涨



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 16 沪港通宣布后 A 股相对 H 股溢价的公司 H 股涨



资料来源: WIND, 海通证券研究所

表 9 A/H 股折/溢价

证券代码	H 股简称	港股收盘价 (人民币标价, 6 月 30 日)	A 股代码	A 股简称	A 股收盘价 (6 月 30 日)	折价/溢价情况
0914.HK	安徽海螺水泥股份	21.1	600585.SH	海螺水泥	15.7	34.3%
0177.HK	江苏宁沪高速公路	7.3	600377.SH	宁沪高速	5.5	31.4%
0902.HK	华能国际电力股份	6.9	600011.SH	华能国际	5.7	22.7%
1088.HK	中国神华	17.8	601088.SH	中国神华	14.5	22.3%
2601.HK	中国太保	21.7	601601.SH	中国太保	17.8	22.0%
1071.HK	华电国际电力股份	3.7	600027.SH	华电国际	3.1	21.3%
2318.HK	中国平安	47.6	601318.SH	中国平安	39.3	21.1%
0168.HK	青岛啤酒股份	48.1	600600.SH	青岛啤酒	40.1	20.1%
3968.HK	招商银行	12.1	600036.SH	招商银行	10.2	18.4%
6030.HK	中信证券	13.6	600030.SH	中信证券	11.5	18.4%
2628.HK	中国人寿	16.1	601628.SH	中国人寿	13.6	18.4%
1186.HK	中国铁建	5.4	601186.SH	中国铁建	4.6	17.4%
0390.HK	中国中铁	3.0	601390.SH	中国中铁	2.6	16.6%
1398.HK	工商银行	3.9	601398.SH	工商银行	3.4	14.7%
2196.HK	复星医药	22.9	600196.SH	复星医药	20.2	13.6%
0939.HK	建设银行	4.7	601939.SH	建设银行	4.1	12.6%
6818.HK	中国光大银行	2.8	601818.SH	光大银行	2.5	11.6%
1800.HK	中国交通建设	4.1	601800.SH	中国交建	3.8	9.8%
0753.HK	中国国航	3.6	601111.SH	中国国航	3.3	9.5%
3328.HK	交通银行	4.2	601328.SH	交通银行	3.9	9.4%
3988.HK	中国银行	2.8	601988.SH	中国银行	2.6	8.0%
1288.HK	农业银行	2.7	601288.SH	农业银行	2.5	7.7%

6837.HK	海通证券	9.5	600837.SH	海通证券	9.2	4.3%
0857.HK	中国石油股份	7.8	601857.SH	中国石油	7.5	3.1%
2607.HK	上海医药	12.8	601607.SH	上海医药	12.4	2.9%
1766.HK	中国南车	4.6	601766.SH	中国南车	4.5	2.8%
1336.HK	新华保险	20.4	601336.SH	新华保险	21.1	-3.5%
2238.HK	广汽集团	7.1	601238.SH	广汽集团	7.5	-5.3%
2333.HK	长城汽车	22.9	601633.SH	长城汽车	25.3	-9.6%
0525.HK	广深铁路股份	2.3	601333.SH	广深铁路	2.5	-9.7%
1988.HK	民生银行	5.6	600016.SH	民生银行	6.2	-10.3%
0548.HK	深圳高速公路股份	3.3	600548.SH	深高速	3.7	-10.6%
1138.HK	中海发展股份	3.6	600026.SH	中海发展	4.0	-10.8%
1072.HK	东方电气	10.6	600875.SH	东方电气	11.9	-10.9%
0998.HK	中信银行	3.7	601998.SH	中信银行	4.3	-12.6%
0995.HK	安徽皖通高速公路	3.8	600012.SH	皖通高速	4.4	-13.9%
2883.HK	中海油田服务	14.8	601808.SH	中海油服	17.6	-15.9%
0670.HK	中国东方航空股份	1.9	600115.SH	东方航空	2.3	-17.9%
0323.HK	马鞍山钢铁股份	1.3	600808.SH	马钢股份	1.6	-19.1%
1055.HK	中国南方航空股份	1.9	600029.SH	南方航空	2.3	-19.6%
1919.HK	中国远洋	2.4	601919.SH	中国远洋	3.0	-19.8%
1898.HK	中煤能源	3.2	601898.SH	中煤能源	4.0	-20.6%
0358.HK	江西铜业股份	9.7	600362.SH	江西铜业	12.3	-20.7%
0386.HK	中国石油化工股份	5.9	601857.SH	中国石油	7.5	-22.2%
2866.HK	中海集运	1.6	601866.SH	中海集运	2.1	-24.8%
0107.HK	四川成渝高速公路	2.0	601107.SH	四川成渝	2.7	-27.4%
2600.HK	中国铝业	2.2	601600.SH	中国铝业	3.0	-27.4%
0874.HK	白云山	18.0	600332.SH	白云山	24.9	-27.6%
0564.HK	郑煤机	3.5	601717.SH	郑煤机	4.9	-28.6%
2009.HK	金隅股份	4.0	601992.SH	金隅股份	5.6	-29.4%
1618.HK	中国中冶	1.2	601618.SH	中国中冶	1.7	-30.4%
0991.HK	大唐发电	2.4	601991.SH	大唐发电	3.6	-32.4%
1171.HK	兖州煤业股份	4.7	600188.SH	兖州煤业	6.9	-32.8%
2727.HK	上海电气	2.5	601727.SH	上海电气	3.8	-35.5%
2899.HK	紫金矿业	1.4	601899.SH	紫金矿业	2.2	-35.9%
0317.HK	广州广船国际股份	10.9	600685.SH	广船国际	17.1	-36.4%
0588.HK	北京北辰实业股份	1.5	601588.SH	北辰实业	2.5	-39.1%
2880.HK	大连港	1.5	601880.SH	大连港	2.6	-44.2%
0338.HK	上海石油化工股份	1.7	600688.SH	上海石化	3.3	-47.9%
0038.HK	第一拖拉机股份	4.0	601038.SH	一拖股份	7.9	-48.6%
1065.HK	天津创业环保股份	3.9	600874.SH	创业环保	8.0	-50.8%
0300.HK	昆明机床	2.1	600806.SH	昆明机床	4.3	-51.6%
1053.HK	重庆钢铁股份	1.1	601005.SH	重庆钢铁	2.3	-52.2%
3993.HK	洛阳钼业	3.2	603993.SH	洛阳钼业	6.7	-53.0%
1108.HK	洛阳玻璃股份	3.0	600876.SH	洛阳玻璃	7.2	-58.3%
0553.HK	南京熊猫电子股份	3.6	600775.SH	南京熊猫	9.3	-61.5%

资料来源: WIND, 海通证券研究所整理

4. 结论

香港、新加坡和美国上市的中资股市值已经达到12.8万亿, 相比全部A股流通市值23.7万亿的规模不遑多让, 因而只有放眼国际化投资才能赢得更大的 α 。沪港通是国际化投资重要的一步, 本篇报告从沪港通投资规则、沪港两地投资差异和投资选择三个方面透视沪港通:

(1) 了解沪港通：制度全解析。①沪港通标的包括上证180、上证380、恒生大型、恒生中型，A+H公司（其中A股必须在上交所上市），两地标的共866家公司。沪港标的中金融、能源行业市值占比均较大；②港股通个人投资者资金账户余额需要大于50万人民币，沪股通无投资者限制。这种制度设计和两地投资者结构相关：香港市场投资者中机构投资者占比达61%，其中美英成熟资本市场的机构占比54%；③沪股通和QFII、RQFII机制并行，由两地交易所、结算公司和监管部门相互配合实现；④港股通投资额度实行总量控制，差量监控，沪股通总额度为3000亿元人民币，每日额度为130亿元人民币；港股通总额度为2500亿元人民币，每日额度为105亿元人民币。其中，总额度余额=总额度-买盘成交总额+卖盘成交总额。每日额度余额=每日额度-买盘订单+卖盘成交金额+微调。交易时间取两地交易日的交集时间，港股通仍实行T+0，沪股通T+1。

(2) 知己知彼：两地投资者差异考察。①内地投资者较港股更活跃。A股的换手率远高于港股，上交所、深交所和联交所2013年度的换手率分别为111.6%、349.0%和46.7%。波动率方面，港股受海外资金影响较大，特别是在海外出现黑天鹅事件时（08年金融危机、11年8月美国信用评级下调）指数的波动率相比A股更大。但是考察从05年至今的指数波动率均值，香港股市的波动率更低：上证180、上证380、恒生大型、恒生中型分别为26.4%、28.6%、19.5%、21.2%。②香港市场在风格和结构上和A股的主要差异有二：一是内地创业板估值溢价更高。这主要是由于A股创业板流动性溢价和壳资源溢价较高；二是A股在传统行业的估值较港股更高，港股消费类估值较A股更高。A股的原材料、金融、能源、电信业务估值高，而港股中日常消费、可选消费的估值更高。

(3) 备战沪港通：精耕细作+游击战。①精耕细作优选特产、QFII重仓和大型券商。从挑选两地优质公司的角度，有三个选择方向：一是“特产”类公司，如沪特港无的贵州茅台、天士力、百视通、中航电子、国电南瑞等，港特沪无的银河娱乐、美高梅、腾讯控股、中芯国际、威高股份等；二是大型券商，特别是拥有香港子公司的券商将受益于经纪业务收入上升；三是QFII重仓个股，这些个股代表了香港市场投资者偏好，沪港通后仍可能受到资金追逐。②游击战选择A+H股中存在明显溢价或折价的公司。4月10日沪港通宣布后，A股相对H股折价的公司A股股价明显上涨，反而H股相对A股折价的公司H股股价上涨。目前A股相对H股折价的海螺水泥、宁沪高速、华能国际、中国神华、中国太保，H股相对A股折价的南京熊猫、洛阳玻璃、洛阳钼业、重庆钢铁、昆明机床。

附录 1. 重要策略报告观点

1、《拨云见日——2014 年中期 A 股投资策略 - 20140624》

①经济平周期的新常态下股市波幅收敛，大类资产表现显示投资时钟仍在轮动，中资股结构变化展现股市是转型的晴雨表。②拨云见日 1: 投资时钟走向衰退后期，股市从危到机，地产链基本面和政策决定节奏；拨云见日 2: 指数平淡、个股活跃。③波动中伏击布局成长和地产，弱市中并购是亮点，配置立体化、国际化。

2、《策略专题 - 立足转型观并购——并购重组系列（4） - 20140618》

①转型阶段是并购高发期，国九条助推二级市场并购。②历史上并购后公司业绩虽改善有限，但股价超额收益稳定。③从转型特点、财务指标角度构建组合：爱尔眼科、恒康医疗、和佳股份、新华医疗、掌趣科技、华策影视、信雅达、华平股份、汉得信息、联建光电、富春通信、爱施德、三维通信、桑德环境、瀚蓝环境。

3、《策略月报—伏击反弹—20140505》

①4 月中来“空”中乌云密集：房市量价齐跌、Q1 业绩较差、IPO 预披露密集。②5 月望见阳光：政策底限思维仍在、部分龙头成长股业绩靓丽、多个行业会议召开。③备战反弹：基本面优的铁路、医疗、部分龙头成长股，事件驱动的军工。

4、《策略月报 - 告别夜袭，从长计议 - 20140303》

①年初行情是“夜袭战”，即在基本面不明朗、流动性较好背景下展开的攻势，事件驱动的年初夜袭行情结束。②行情处于防风险期，多重因素压制风险偏好回落，低仓位等待，跟踪两会政策动向、地产链和信用风险。③增加忧患意识，跟踪增长回落风险、成长股一季报回落风险等，主题选丝绸之路。

5、《“丝绸之路”系列（1-3）》

《新开放，大机遇——“丝绸之路”系列（1）- 20140214》分析指出，丝绸之路建设是重大国家发展战略，以新疆为桥头堡的丝绸之路主题将成为 14 年资本市场的重要主题之一。3 月 14 日开始因为跟踪发现政策面渐暖，至 5 月 29 日连续发布 11 条系列短（微）信持续推荐新疆为主的基建制造、油气、旅游行业，如新疆城建、西部建设、准油股份、特变电工、通源石油、曲江文旅等，期间发布《共创新未来——“丝绸之路”系列（2）- 20140418》，并组织新疆实地调研且发布《实地调研：“丝”路决定出路——“丝绸之路”系列（3）- 20140515》。推荐期间新疆区域指数涨幅 18.1%，同期上证综指涨 1.7%，创业板指跌 8.4%。

6、《养老产业系列（1-3）》

①国务院常务会议决定统一城乡居民基本养老，三中全会《决定》提出加快发展老年服务产业，中国步入老龄化加速期，需求增长和政策导向推动养老产业发展，《老有所养，时不我待——养老产业系列（1）》借鉴美日欧分析我国养老现状及产业方向。②《漂洋过海看养老——养老产业系列（2）》介绍海外养老产业链及代表公司，分析中国养老产业发展中孕育的机会。③《调研纪要：大产业，新起点——养老产业系列（3）》总结上海、武汉两地实地调研中，展现的养老产业现状及发展前景。

附录 2. 策略研究系列产品

1、市场策略产品系列

- 1) 《策略周报/月报/季报/年报》: 每周第一个工作日;
- 2) 《策略数据周报》(Excel 版): 每周第一个工作日;
- 3) 《立体投资策略周报》(Excel 版): 每周第一个工作日;
- 4) 《财报分析》(PDF&Excel 版): 每季度初;
- 5) 《基金季报分析》: 每季度首月 20 日左右。

2、行业比较产品系列

- 1) 《行业比较策略报告》: 宏观驱动、量、价、市场四个维度展开分析, 不定期发布;
- 2) 《行业比较数据月报》(Excel 版): 注重股价驱动力数据, 每月下旬发布;
- 3) 《行业比较专题报告》: 国际视角, 分大类比较行业景气阶段、规模空间、增速等。

3、专题策略报告系列

1) 丝绸之路

- 《实地调研: “丝”路决定出路——丝绸之路系列(3) - 20140515》
- 《共创新未来——“丝绸之路”系列(2) - 20140418》
- 《新开放, 大机遇——“丝绸之路”系列(1) - 20140214》

2) 养老产业

- 《大产业, 新起点——养老产业系列(3) - 20140305》
- 《漂洋过海看养老——养老产业系列(2) - 20140222》
- 《老有所养, 时不我待——养老产业系列(1) - 20140209》

3) 成长股研究

- 《“美”丽回忆: 泡起泡灭——成长股研究系列(3) - 20130726》
- 《春秋到战国——成长股研究系列(2) - 20130524》
- 《以史为鉴, 寻找滚雪球的长坡——成长股研究系列(1) - 20110830》

4) 并购重组

- 《立足转型观并购——并购重组系列(4) - 20140618》
- 《内外史鉴: 并购弄潮看势——并购重组系列(3) - 20130809》
- 《创业板中小板渐成并购“主角”——并购重组系列(2) - 20130614》
- 《明年并购将浪花飞溅——并购重组系列(1) - 20121221》

5) 立体策略

- 《个股期权, 新戏开演——立体交易策略之(3) - 20140425》
- 《蓝海觅剑——立体交易策略系列(2) - 20130307》
- 《融资融券蓝海启航——立体交易策略系列(1) - 20121231》
- 《A 股正融入世界——MSCI 纳入 A 股指数研究 - 20130425》
- 《近三次危机中资产众相——大眼观市系列(2) - 20140303》
- 《利率市场化中的资产轮动——大眼观市系列(1) - 20140108》

6) 改革专题

- 《新征程, 新机遇——国企改革系列(2) - 20131123》
- 《精彩上海, 国企登台——国企改革系列(1) - 20131015》
- 《二胎如放开助推婴儿回声潮——大话改革系列(4) - 20130924》
- 《卷土重来: 土改的前世今生——大话改革系列(2) - 20130810》
- 《资产证券化: 撬起存量的支点——大话改革系列(3) - 20130830》
- 《利率市场化中期提升估值——大话改革系列(1) - 20130524》

信息披露

分析师声明

策略部：荀玉根 汤慧

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。

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。