

相关研究

《少即是多——策略研究框架-20230730》2023.07.29

《库存周期的位置及行业差异》2023.07.22

《库存周期的位置及行业差异》2023.07.22

分析师:荀玉根

Tel:(021)23185715

Email:xyg6052@haitong.com

证书:S0850511040006

分析师:郑子勋

Tel:(021)23219733

Email:zxx12149@haitong.com

证书:S0850520080001

分析师:王正鹤

Tel:(021)23185660

Email:wzh13978@haitong.com

证书:S0850523060001

港股有望重回上行趋势

投资要点:

- **核心结论:** ①6月以来港股恒生科技涨幅领先,多项指标显示港股依然处于历史底部区域,具备中长期配置价值。②美联储结束加息后港股海外资金压力有望缓和,南向资金持续逆势流入,或将成为港股支撑力量。③近期港股表现较强源于基本面预期改善,往后随着库存周期回升,国内经济和港股盈利有望持续修复。
- **近期港股表现及当前位置。**6月以来港股恒生科技涨幅领先于全球主要市场,互联网和高股息资产轮动上涨。22年10月港股触底回升,但23年2月之后港股再次回调,6月以来港股开始企稳,其中恒生科技指数已经开始显著上涨,引发投资者对港股市场是否重回上升趋势的关注。从结构看,互联网和高股息两大主线轮动上涨,共同推动港股行情的发展。行业层面,6月以来港股累计涨幅靠前的行业分别为能源、电信服务、可选消费,其中6-7月可选消费和信息技术领涨,8月以来电信服务和能源领涨;个股层面,以恒生国企指数为例,拆分各成分股对指数整体涨跌幅的贡献率,可以发现6月以来主要是美团、阿里、快手等互联网公司,和中海油、中移动、中石油等高股息标的贡献了港股的主要涨幅,其中6-7月互联网公司涨幅较大,是港股上涨的主要驱动力,8月以来高股息标的表现更优,支撑着港股的走势。
- **港股资金面有望趋于好转。**美联储持续加息导致外资流出,随着加息进程走向终结,港股资金压力有望缓解。2022年以来,在历史性高通胀压力下,美联储持续激进加息,美国联邦基金利率从最开始的0.25%大幅升至当前的5.5%,这就使得美债利率飙升,港币对美元连续贬值。由于美元持续升值、外资大额流出,目前香港基础货币总结余规模已经缩小至历史最低水平。展望未来,美国通胀处于下降通道,美联储或将停止加息,外资流出压力最大的时候可能已经过去。南向资金持续大幅流入港股,未来有望持续成为港股的支撑力量。2022年南向资金开始逆势加仓港股,从买入标的看,今年以来南向资金布局港股的思路是“杠铃策略”,即加仓以美团、快手、腾讯代表的互联网公司,以及以中海油、中移动、中石化为代表的高股息标的。展望未来,南向资金在港股的定价权不断增强,有望成为港股重要的增量资金。
- **基本面复苏支撑港股走势。**中国经济和港股基本面预期改善是近期港股强于A股的主要原因。6月以来10年期中债利率已经开始筑底,反映对经济的悲观预期开始逐步转向,在此期间恒生科技/沪深300与10年期中债利率逐步趋于正相关,尤其是8月保持较强的正相关性。同时,根据彭博数据,恒生指数的一致预期EPS自7月以来已经触底,恒生科技指数的一致预期EPS更是开始上修,相比之下,A股沪深300指数的一致预期EPS依然在持续下修,可见近期港股的盈利预期改善支撑着港股的较优表现。未来,稳增长政策依然在不断发力,同时,2000年以来我国经历了六轮完整库存周期,平均时长约40个月,本轮库存周期持续时间已超过均值,有望在三季度见底回升,届时国内经济将有效地复苏。上半年港股净利润增速有所回落但仍处于正增长,23H1/2022全部港股归母净利润累计同比分别为1.2%/3.0%,预计三季度企业盈利增速开始企稳回升。
- **风险提示:** 国内经济修复不及预期,美国通胀超预期,美联储持续加息。

目 录

1. 近期港股表现及当前位置.....	5
2. 港股资金面有望趋于缓和.....	7
3. 基本面复苏支撑港股走势.....	9

图目录

图 1	6 月以来港股领涨全球股市	5
图 2	6 月以来港股主线是互联网和高股息	5
图 3	港股 PE 估值低于均值-2 倍标准差	6
图 4	AH 溢价指数依然位于历史高位	6
图 5	港股风险溢价率高于均值+1 倍标准差	7
图 6	港股股息率显著高于中债利率	7
图 7	港股成交额处于历史低位	7
图 8	港股卖空比例高于历史均值	7
图 9	美港利差扩大导致港币相对美元大幅贬值	8
图 10	香港美元流动性已经处于历史低位	8
图 11	美国核心通胀处于下降通道	8
图 12	市场预期下半年美联储加息概率不大	8
图 13	22 年以来南下资金大规模流入港股	9
图 14	南下资金成交额占港股比例上升至 20%左右	9
图 15	南下资金往往提前开始低位布局	9
图 16	港股依然以外资为主，但内资占比上升	9
图 17	港股相对 A 股的表现与美债利率背离	10
图 18	港股表现较优并非仅由估值驱动	10
图 19	港股相对表现与国内基本面相关性增强	10
图 20	恒指盈利预期触底，恒科盈利预期上修	10
图 21	中资企业是港股盈利的主要贡献者	11
图 22	港股盈利增速趋势与 A 股基本一致	11
图 23	本轮库存周期或将于 23Q2-Q3 见底	11

表目录

表 1 恒生国企指数各成分股对指数整体涨跌幅的贡献率	5
表 2 南下资金买入港股采取的是“杠铃策略”	9

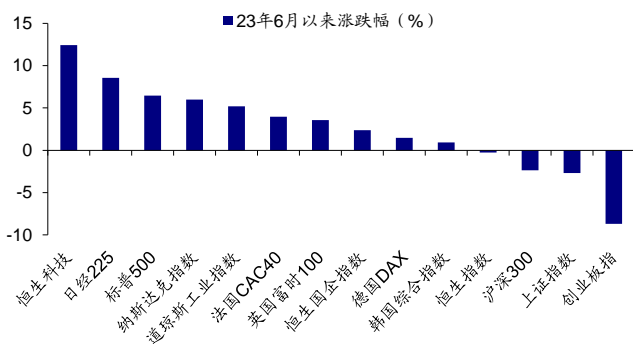
6月以来港股恒生科技指数涨幅较大，优于全球市场重要指数，投资者对港股上涨的动力较为关注，部分投资者将港股的超额收益归结为前期跌幅更大、估值更低，因而弹性更大，但仅此可能无法完全解释港股的超额收益。那么港股上涨真实的原因是什么？未来港股又能否保持较好的表现？本篇报告将就此进行详细分析。

1. 近期港股表现及当前位置

6月以来港股恒生科技涨幅领先于全球主要市场，互联网和高股息资产轮动上涨。22年10月港股触底回升，但23年2月之后港股再次回调，6月以来港股开始企稳，其中恒生科技指数已经开始显著上涨，引发投资者对港股市场是否重回上升趋势的关注。具体而言：6月以来全球市场表现分化，港股市场涨幅大于全球多数市场，尤其是恒生科技指数领涨全球主要股市。截至2023/9/15，港股恒生科技指数累计涨幅达12.4%，显著高于美股标普500的6.5%、纳斯达克指数的6.0%，此外恒生国企指数小幅上涨2.4%，涨幅也较为靠前，同期A股创业板指下跌-8.7%、上证指数下跌-2.7%、沪深300下跌-2.4%，逊色于港股的表现。

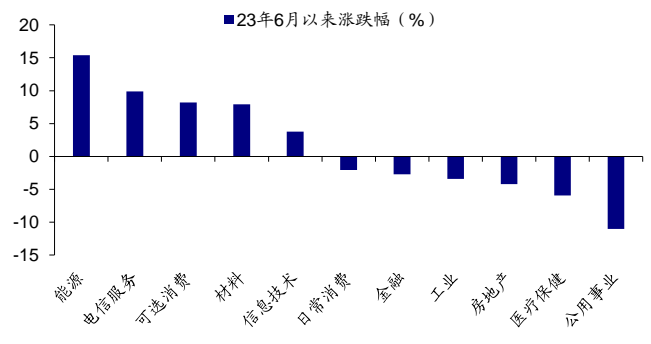
从结构看，互联网和高股息两大主线轮动上涨，共同推动港股行情的发展。行业层面，6月以来港股累计涨幅靠前的行业分别为能源（15.4%）、电信服务（9.9%）、可选消费（8.2%），其中6-7月可选消费和信息技术领涨，8月以来电信服务和能源领涨；个股层面，以恒生国企指数为例，拆分各成分股对指数整体涨跌幅的贡献率，可以发现6月以来主要是美团、阿里、快手等互联网公司，和中海油、中移动、中石油等高股息标的贡献了港股的主要涨幅，其中6-7月互联网公司涨幅较大，是港股上涨的主要驱动力，8月以来高股息标的表现更优，支撑着港股的走势。

图1 6月以来港股领涨全球股市



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至2023/9/15

图2 6月以来港股主线是互联网和高股息



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至2023/9/15

表1 恒生国企指数各成分股对指数整体涨跌幅的贡献率

	排序	公司名称	6月以来贡献率 (%)	公司名称	6-7月贡献率 (%)	公司名称	8月以来贡献率 (%)
前 10 名	1	小鹏汽车-W	20.5	美团-W	14.0	中国移动	7.0
	2	理想汽车-W	14.0	小鹏汽车-W	13.1	中国海洋石油	5.8
	3	美团-W	11.4	阿里巴巴-SW	11.8	中国石油股份	1.5
	4	中国海洋石油	10.7	理想汽车-W	7.4	中国神华	0.9
	5	阿里巴巴-SW	10.5	腾讯控股	6.5	中国石油化工股份	0.3
	6	中国移动	9.2	京东集团-SW	4.9	中芯国际	0.2
	7	快手-W	7.1	中国平安	4.4	工商银行	0.0
	8	小米集团-W	6.5	快手-W	4.0	安踏体育	-0.1
	9	中国石油股份	5.4	比亚迪股份	3.6	海底捞	-0.2
	10	网易-S	4.2	小米集团-W	3.2	交通银行	-0.2
后 10 名	10	京东健康	-1.1	交通银行	0.0	小鹏汽车-W	-2.8
	9	中国生物制药	-1.1	中升控股	0.0	新奥能源	-3.3

8	蒙牛乳业	-1.1	中国生物制药	-0.1	招商银行	-3.9
7	中国银行	-1.2	蒙牛乳业	-0.1	李宁	-3.9
6	中国石油化工股份	-1.3	石药集团	-0.1	比亚迪股份	-5.2
5	招商银行	-1.3	中芯国际	-0.2	中国平安	-8.8
4	商汤-W	-1.4	商汤-W	-0.3	京东集团-SW	-9.7
3	李宁	-1.9	工商银行	-0.3	腾讯控股	-11.5
2	新奥能源	-2.7	建设银行	-0.5	阿里巴巴-SW	-13.0
1	建设银行	-3.1	中国石油化工股份	-0.7	美团-W	-15.4

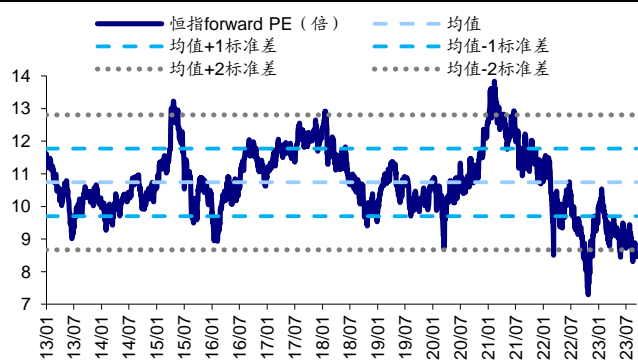
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 注: 标蓝的为互联网公司, 标红的为高股息标的, 数据截至 2023/9/15

多项指标显示港股依然处于历史底部区域, 具备中长期配置价值。尽管自 6 月以来港股已经累积了一定涨幅, 但考虑到港股前期经历了较长时间的深度调整, 当前港股依然处于历史低位, 多项指标显示港股在中长期内仍然具备较高的投资性价比。

估值层面: 纵向来看, 截至 2023/9/15, 港股恒生指数 forward PE 仅为 8.5 倍, 处于 13 年以来 1.3%分位, 即相对未来 12 个月盈利增长, 当前港股已经显著低估; 横向对比 A 股, 最新 AH 溢价指数为 143.8, 即港股相对 A 股的折价率达到 43.8%, 显著高于均值+1 倍标准差, 处于 13 年以来 91.4%分位。从风险溢价率看, 当前港股恒生指数的风险溢价率达到 8.0%, 显著高于均值+1 倍标准差, 处于 13 年以来 91.8%分位, 可见投资者对港股的风险偏好已经很低。从股债性价比看, 当前港股恒生指数过去 12 个月的股息率已经达到 3.9%, 显著高于 10 年期中债收益率 2.6%, 两者的比值处于 13 年以来 94.6%分位, 可见对于内资投资者而言, 当前港股的性价比较高; 当然, 由于美债利率位于历史高位, 对于海外投资者而言, 股债性价比角度港股优势不大。

交易层面: 市场底部交投清淡是重要特征, 尤其是对于流动性相对欠缺的港股更是如此。截至 2023/9/15 港股过去 60 天的成交额均值已经下滑至 725.6 亿港元, 相较 21 年初的高点下滑 62%, 并且与 22 年 10 月市场低点的 689.5 亿港元相差无几, 如果考虑到 16 年以来港股流动性逐步改善, 成交额趋势性抬升, 当前市场交投的清淡程度已经与历史上的市场低点一致。此外, 港股市场的一个独特性在于存在较多的做空力量, 当前港股卖空成交额占市场总成交额达到 17.1%, 过去 5 周均值达到 17.9%, 显著高于 16 年以来均值 15.0%, 已经接近 22 年 10 月市场底部 20.3%和 18 年市场底部的 18.9%, 说明当前港股市场投资者的悲观情绪较为浓厚。

图3 港股 PE 估值低于均值-2 倍标准差

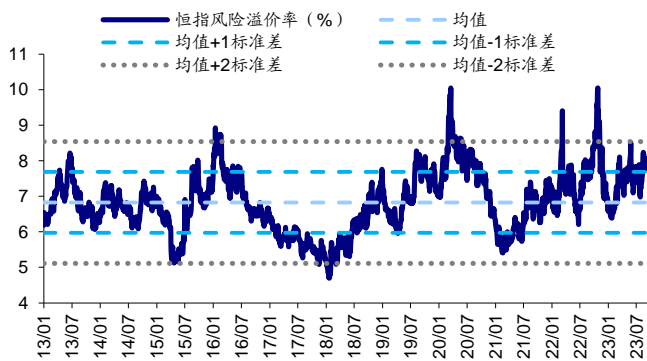


资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所, 数据截至 2023/9/15

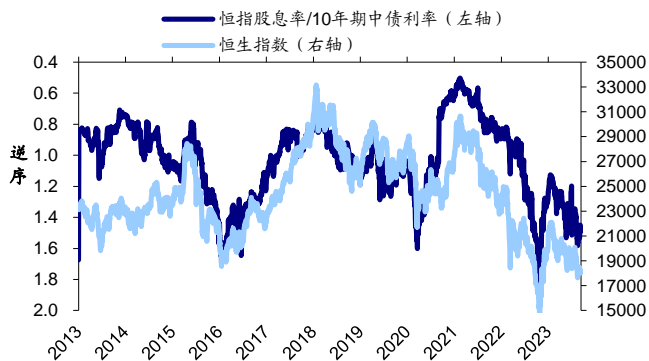
图4 AH 溢价指数依然位于历史高位



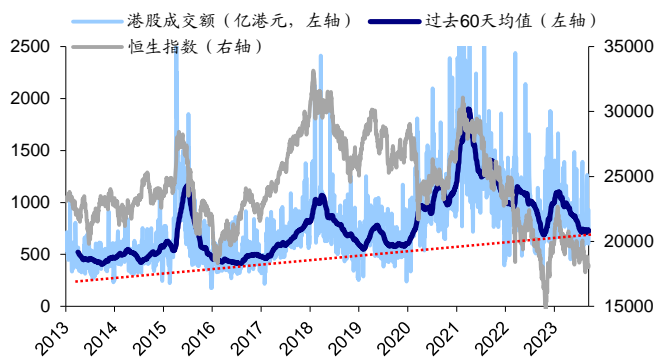
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 2023/9/15

图5 港股风险溢价率高于均值+1倍标准差


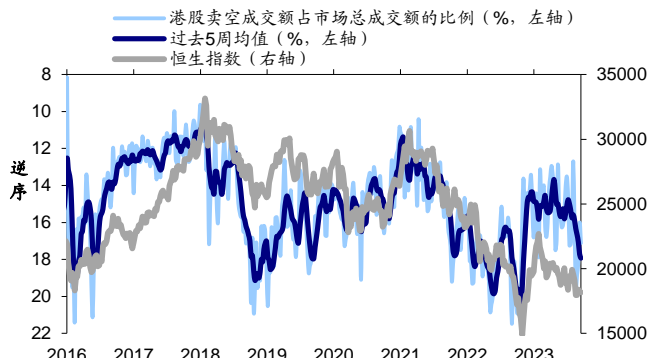
资料来源: Wind, Bloomberg, 海通证券研究所, 数据截至 2023/9/15

图6 港股股息率显著高于中债利率


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 2023/9/15

图7 港股成交额处于历史低位


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 2023/9/15

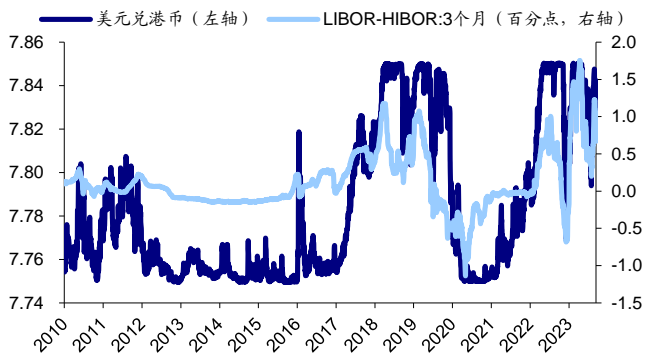
图8 港股卖空比例高于历史均值


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 2023/9/15

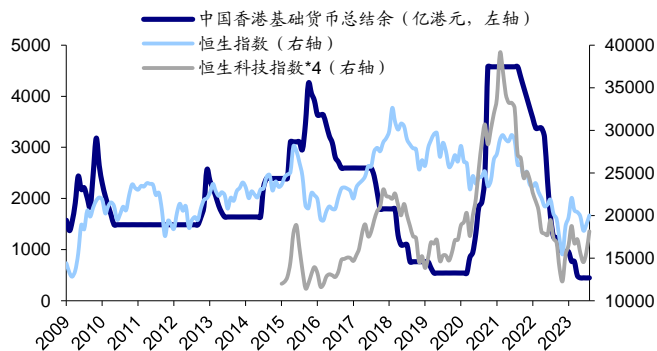
2. 港股资金面有望趋于好转

美联储持续加息导致外资流出, 随着加息进程走向终结, 港股资金压力有望缓解。港股市场中外资占主导, 也就意味着港股的流动性很大程度上受制于美元流动性。2022年以来, 在历史性高通胀压力下, 美联储持续激进加息, 美国联邦基金利率从最开始的0.25%大幅升至当前的5.5%, 这就使得美债利率飙升。利差是影响汇率的重要因素之一, 可以看到美元LIBOR与香港HIBOR的利差随着美联储加息而持续攀升, 进而导致港币对美元连续贬值。中国香港实行的是联系汇率制度, 香港基础货币总结余是金管局调节港币汇率的最重要手段, 能够反映美元流动性是否充裕。由于美元持续升值、外资大额流出, 目前香港基础货币总结余规模已经缩小至历史最低水平, 从历史规律看这往往是市场见底的重要特征(例如18、19年)。

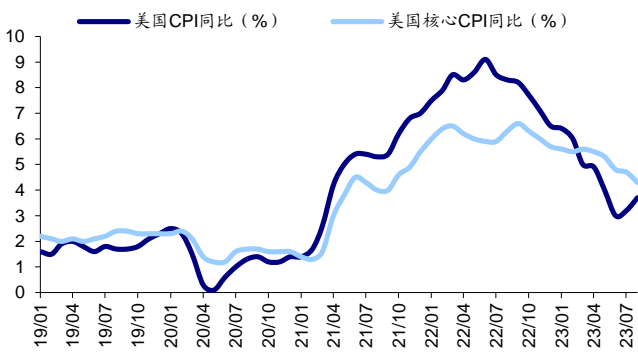
展望未来, 美国通胀处于下降通道, 美联储或将停止加息, 外资流出压力最大的时候可能已经过去。通胀水平是影响美联储决策的重要变量, 美联储寻求实现2%的平均通胀率长期目标。美国CPI自2022/06的最高水平9.1%开始下滑, 核心CPI自2022/09的最高水平6.6%开始下滑, 6月CPI达到3%后反弹至8月的3.7%, 但更重要的指标核心CPI依然处于下降通胀, 8月已下滑至4.3%。整体而言, 美国通胀问题逐步缓解的大趋势未变, 根据FedWatch数据, 下半年市场预期美联储加息的概率不大; 但也需要注意到通胀距离美联储目标仍有距离, 且阶段性有“再通胀”的担忧, 因此短期或不会降息。对于港股而言, 外资大幅撤离的时候已经过去, 未来港股海外资金面趋于缓和。

图9 美港利差扩大导致港币相对美元大幅贬值


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 2023/9/15

图10 香港美元流动性已经处于历史低位


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 2023/9/15

图11 美国核心通胀处于下降通道


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图12 市场预期下半年美联储加息概率不大

MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	98.0%	2.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	72.3%	27.1%	0.5%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	60.8%	34.4%	4.8%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	59.1%	32.5%	4.5%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	15.9%	53.3%	26.4%	3.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	6.1%	28.9%	43.9%	18.4%	2.3%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.1%	17.4%	36.3%	31.3%	10.5%	1.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.1%	1.9%	11.4%	28.3%	33.4%	19.3%	5.1%	0.5%
2024/9/18	0.0%	0.1%	1.3%	8.3%	22.9%	31.8%	23.8%	9.6%	2.0%	0.2%
2024/11/7	0.0%	0.8%	5.6%	17.2%	28.3%	26.9%	15.2%	5.0%	0.9%	0.1%
2024/12/18	0.6%	4.3%	14.1%	25.3%	27.3%	18.3%	7.7%	2.0%	0.3%	0.0%

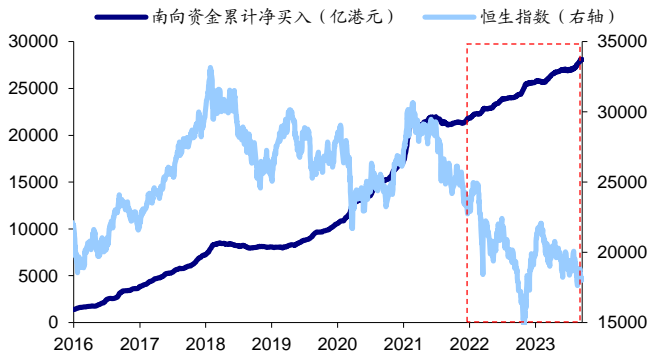
资料来源: CME, 海通证券研究所, 数据截至 2023/9/15

南向资金持续大幅流入港股, 未来有望持续成为港股的支撑力量。港股较好的相对表现离不开资金的支持, 今年以来南向资金持续大幅流入港股引发了投资者的关注, 我们具体分析一下南向资金布局的节奏和思路。

2022 年南向资金开始逆势加仓港股, 截至 2023/9/15 累计流入港股 6272 亿港元, 其中今年以来南向资金累计流入港股 2397 亿港元。从买入标的看, 与前文所分析的港股上涨的结构一致, 今年以来南向资金布局港股的思路是“杠铃策略”, 即加仓以美国、快手、腾讯代表的互联网公司, 以及以中海油、中移动、中石化为代表的高股息标的, 并且从行业轮动角度看, 当市场整体强势时, 高弹性的互联网公司是南向资金的首选, 而在市场偏弱势时, 更稳健的高股息资产更受青睐(详见表 2)。

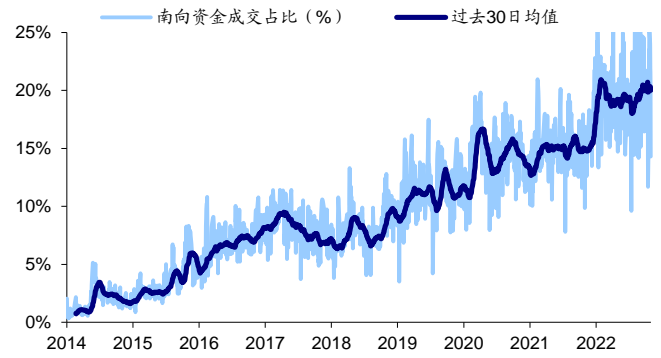
南向资金在港股的定价权不断增强, 未来有望成为港股重要的增量资金。港股历来是以外资机构投资者为主导的离岸市场, 从成交额角度看, 根据港交所 2020 年数据, 港股外地投资者中欧美和亚洲投资者各占一半, 同时根据港交所 2018 年数据, 亚洲投资者中约有 2/3 是中国内地投资者, 整体而言内资在港股市场的话语权低于海外投资者。不过, 近年来南下资金持续流入港股市场, 截至 2023/9/15 累计流入金额已超 2.8 万亿港币, 南下资金的成交占比已经达到 20% 左右。展望未来, 南向资金往往在港股见底前就开始布局, 此后随着行情上涨将持续流入, 本轮南下资金早在 22 年初就开始大规模流入, 港股自 22 年 10 月见底后, 南向资金滚动 3 个月净流入始终保持在 1000 亿港元左右, 买入强度处于历史较高水平, 未来有望继续支撑港股上涨。

图13 22年以来南下资金大规模流入港股



资料来源：港交所，海通证券研究所，数据截至 2023/9/15

图14 南下资金成交额占港股比例上升至 20%左右



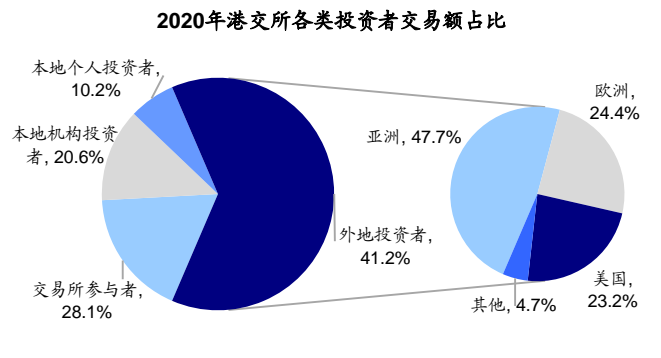
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2023/9/15

图15 南下资金往往提前开始低位布局



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2023/9/15

图16 港股依然以外资为主，但内资占比上升



资料来源：港交所，海通证券研究所

表 2 南下资金买入港股采取的是“杠铃策略”

	排序	证券简称	6月以来南向净流入(亿港元)	证券简称	6-7月以来南向净流入(亿港元)	证券简称	8月以来南向净流入(亿港元)
买入前10名	1	小鹏汽车-W	130	腾讯控股	240	中国海洋石油	105
	2	美团-W	114	美团-W	162	兖矿能源	69
	3	快手-W	108	小鹏汽车-W	129	工商银行	55
	4	中国海洋石油	100	快手-W	93	建设银行	41
	5	中国移动	85	汇丰控股	81	中国移动	38
	6	理想汽车-W	48	理想汽车-W	55	融创中国	34
	7	中国宏桥	48	中国移动	47	香港交易所	31
	8	碧桂园服务	40	中国石油股份	39	中国宏桥	31
	9	融创中国	37	紫金矿业	31	碧桂园服务	30
	10	小米集团-W	36	小米集团-W	30	中国石油化工股份	27
卖出前10名	10	威高股份	-18	中芯国际	-16	威高股份	-13
	9	中信银行	-19	中国银行	-18	中国电信	-13
	8	中国神华	-20	中远海控	-18	比亚迪股份	-15
	7	李宁	-22	中国石油化工股份	-18	金山软件	-15
	6	华润啤酒	-24	比亚迪股份	-21	海吉亚医疗	-16
	5	华能国际电力股份	-32	华能国际电力股份	-29	华润啤酒	-21
	4	比亚迪股份	-36	中国神华	-34	李宁	-30
	3	汇丰控股	-45	兖矿能源	-80	美团-W	-48
	2	工商银行	-83	工商银行	-138	汇丰控股	-126
	1	建设银行	-112	建设银行	-153	腾讯控股	-221

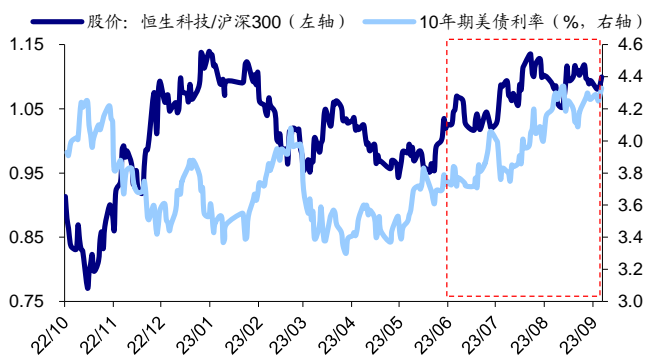
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2023/9/15

3. 基本面复苏支撑港股走势

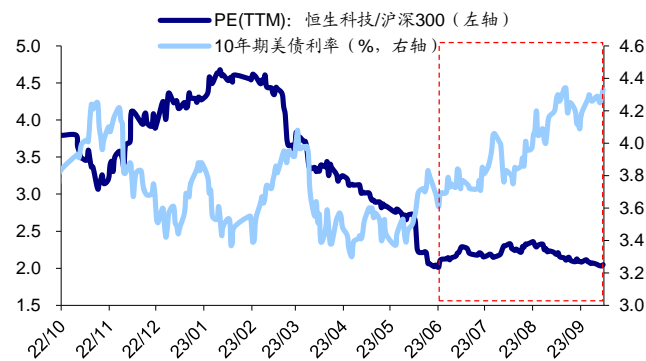
中国经济和港股基本面预期改善是近期港股表现较强的重要原因。正如上文所述，近期港股表现显著优于 A 股，部分投资者简单归结为港股前期跌幅深、估值低，因而港股弹性更大。但事实可能并非如此，首先，6 月以来由于美国经济韧性较强、通胀再抬

头，因此美债利率依然在持续攀升，这就会对港股的估值端形成较强的压制，尤其是对恒生科技指数负面影响较大，但实际上如图 17 所示，恒生科技相对沪深 300 的股价走势是上升的；其次，如果看恒生科技相对沪深 300 的 PE 估值，6 月以来保持在低位，并未出现较大的变化，可见港股相对 A 股的超额收益并非主要源于估值。

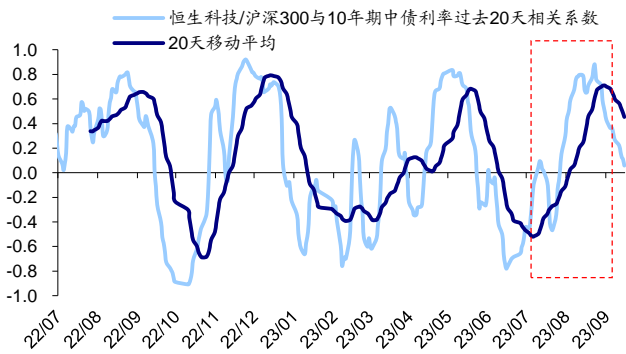
我们认为，中国经济和港股基本面预期改善是近期港股强于 A 股的主要原因。我们用 10 年期中债利率来反映市场对国内经济的预期，相比较股市，债市对经济的变化更加敏感。6 月以来 10 年期中债利率已经开始筑底，反映对经济的悲观预期开始逐步转向，在此期间恒生科技/沪深 300 与 10 年期中债利率逐步趋于正相关，尤其是 8 月保持较强的正相关性。同时，根据彭博数据，恒生指数的一致预期 EPS 自 7 月以来已经触底，恒生科技指数的一致预期 EPS 更是开始上修，相比之下，A 股沪深 300 指数的一致预期 EPS 依然在持续下修，可见近期港股的盈利预期改善支撑着港股的较优表现。

图17 港股相对 A 股的表现与美债利率背离


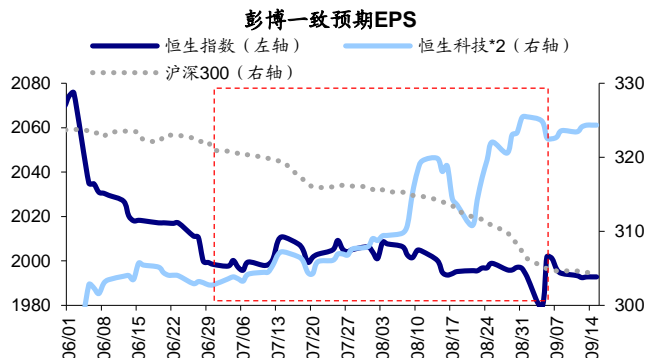
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2023/9/15

图18 港股表现较优并非仅由估值驱动


资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2023/9/15

图19 港股相对表现与国内基本面相关性增强


资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2023/9/15

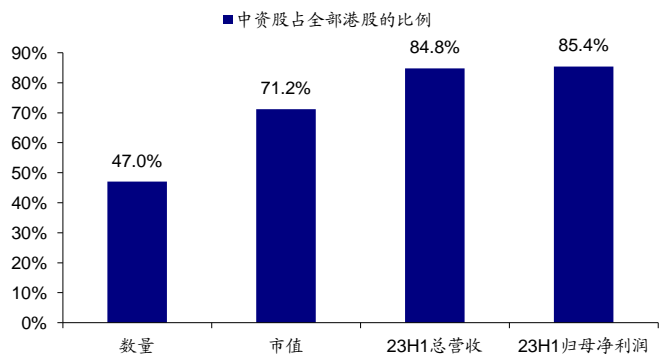
图20 恒指盈利预期触底，恒科盈利预期上修

 资料来源：Bloomberg，海通证券研究所，数据截至 2023/9/15
 注：恒生指数和恒生科技的 EPS 单位是港币，沪深 300 是人民币

展望未来，三季度库存周期或见底回升，国内宏观经济和港股企业盈利有望改善。 尽管港股的资金面与海外挂钩，估值受制于美元流动性，但基本面依然由国内经济决定。港股市场上中资企业数量在 50% 左右，但市值占比达到 70% 左右，中资企业贡献了港股 85% 左右的收入和利润。因此，中国经济的复苏是港股行情能否持续的关键。

当下，随着近期稳增长政策的密集落地，政策效果已在逐步显现，例如：8 月社消零售总额同比为 4.6%，超过 Wind 一致预测的 3.5%，较 7 月边际改善；8 月制造业 PMI 回升至 49.7%，环比上升 0.4 个百分点，延续自 5 月以来的回暖态势；8 月 CPI 同比回升至 0.1%，PPI 同比回升至 -3.0%，年内“价格底”或已过去。此外，高频数据显示地产已有改善迹象，截至 2023/9/10，30 大中城市商品房成交面积当周同比（4 周平均，下同）降幅收窄至 -21%。

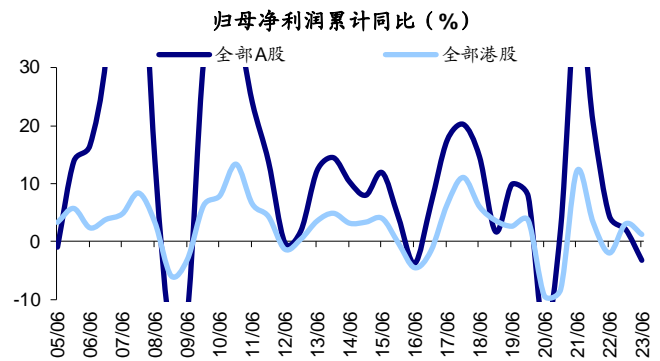
未来，稳增长政策依然在不断发力，例如9月14日央行宣布于9月15日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，支持经济在年内更好地修复。同时，2000年以来我国经历了六轮完整库存周期，平均时长约40个月，本轮库存周期持续时间已超过均值，有望在三季度见底回升，届时国内经济将有效地复苏。上半年港股净利润增速有所回落但仍处于正增长，23H1/2022全部港股归母净利润累计同比分别为1.2%/3.0%，预计三季度企业盈利增速开始企稳回升。

图21 中资企业是港股盈利的主要贡献者



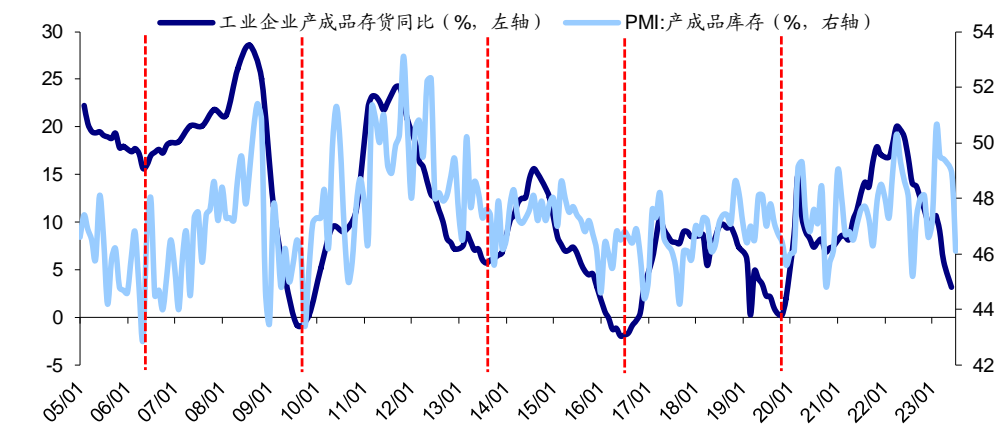
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至2023/9/15

图22 港股盈利增速趋势与A股基本一致



资料来源：Wind，海通证券研究所

图23 本轮库存周期或将于23Q2-Q3见底



资料来源：Wind，海通证券研究所

风险提示：国内经济修复不及预期，美国通胀超预期，美联储持续加息。

信息披露

分析师声明

荀玉根 策略研究团队
 郑子勋 策略研究团队
 王正鹤 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)23185717 luying@haitong.com

 邓勇 副所长
 (021)23185718 dengyong@haitong.com

 荀玉根 副所长
 (021)23185715 xyg6052@haitong.com

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

 余文心 所长助理
 (0755)82780398 ywx9461@haitong.com

 汪立亭 所长助理
 (021)23219399 wanglt@haitong.com

 孙婷 所长助理
 (010)50949926 st9998@haitong.com

宏观经济研究团队

 梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com
 应稼娟(021)23185645 yjx12725@haitong.com
 李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com
 侯欢(021)23185643 hh13288@haitong.com
 联系人
 李林芷(021)23185646 llz13859@haitong.com
 王宇晴(021)23185641 wyq14704@haitong.com
 贺媛(021)23185639 hy15210@haitong.com

金融工程研究团队

 冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com
 罗蕾(021)23185653 ll9773@haitong.com
 余浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com
 袁林青(021)23185659 ylq9619@haitong.com
 黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com
 张耿宇(021)23183109 zgy13303@haitong.com
 联系人
 郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com
 曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com
 卓泮莹 zyx15314@haitong.com
 马毓婕 myj15669@haitong.com
 付欣都 fxy15672@haitong.com

金融产品研究团队

 倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com
 唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com
 谈鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com
 谭实宏(021)23185676 tsh12355@haitong.com
 江涛(021)23185672 jt13892@haitong.com
 张弛(021)23185673 zc13338@haitong.com
 吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com
 滕颖杰(021)23185669 tyj13580@haitong.com
 章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com
 联系人
 陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com
 魏玮(021)23185677 ww14694@haitong.com
 舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com

固定收益研究团队

 姜珊珊(021)23154121 jps10296@haitong.com
 王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com
 孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com
 张紫睿(021)23185652 zzz13186@haitong.com
 联系人
 王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com
 方欣来(021)23185651 fxl13957@haitong.com
 藏多(021)23185647 zd14683@haitong.com

策略研究团队

 荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com
 高上(021)23185662 gs10373@haitong.com
 郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com
 吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com
 杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com
 余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com
 王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com
 联系人
 刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com
 陈菲 cf15315@haitong.com

中小市值团队

 钮宇鸣(021)23219420 nmniu@haitong.com
 潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com
 王园沁(021)23185667 wyq12745@haitong.com

政策研究团队

 李明亮(021)23185835 lml@haitong.com
 吴一萍(021)23185838 wuyiping@haitong.com
 朱蕾(021)23185832 zl8316@haitong.com
 周洪荣(021)23185837 zhr8381@haitong.com
 李姝醒(021)23185833 lsx11330@haitong.com
 联系人
 纪尧(021)23185836 jy14213@haitong.com

石油化工行业

 邓勇(021)23185718 dengyong@haitong.com
 朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com
 胡歆(021)23185616 hx11853@haitong.com
 联系人
 张海榕(021)23185607 zhr14674@haitong.com

医药行业

 余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com
 郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com
 朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com
 梁广楷(010)56760096 lgk12371@haitong.com
 孟陆 86 10 56760096 ml13172@haitong.com
 周航(021)23185606 zh13348@haitong.com
 联系人
 彭婷(021)23185619 ppt3606@haitong.com
 肖治健(021)23185638 xzj14562@haitong.com
 张澄(010)56760096 zc15254@haitong.com

汽车行业

 王猛(021)23185692 wm10860@haitong.com
 房乔华(021)23185699 fqh12888@haitong.com
 张觉尹(021)23185705 zjy15229@haitong.com
 刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com
 联系人
 石佳艺 sjy15440@haitong.com

公用事业

 吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
 傅逸帆(021)23185698 fuf11758@haitong.com
 联系人
 余政翰(021)23185617 ywh14040@haitong.com
 阎石(021)23185741 ys14098@haitong.com
 胡鸿程 hhc15605@haitong.com

批发和零售贸易行业

 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
 李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com
 高瑜(021)23185683 gy12362@haitong.com
 曹蕾娜 cln13796@haitong.com
 联系人
 张冰清(021)23185703 zbq14692@haitong.com
 李艺冰 lyb15410@haitong.com
 王逸欣 wyx15478@haitong.com

互联网及传媒

 毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com
 陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com
 康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com
 联系人
 崔冰睿(021)23185690 cbr14043@haitong.com

有色金属行业

 陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com
 陈晓航(021)23185622 cxh11840@haitong.com
 甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com
 联系人
 张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com
 梁琳 ll15685@haitong.com

房地产行业

 涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com
 谢盐(021)23185696 xiey@haitong.com
 联系人
 曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com
 陈昭颖 czy15598@haitong.com

电子行业 张晓飞 zxf15282@haitong.com 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com 薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com 文 灿(021)23185602 wc13799@haitong.com 联系人 郇奕滢 lyy15347@haitong.com 张 幸 zx15429@haitong.com	煤炭行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 王 涛(021)23185633 wt12363@haitong.com 联系人 朱 彤(021)23185628 zt14684@haitong.com	电力设备及新能源行业 吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com 房 青(021)23219692 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com 马天一 02123219171 mty15264@haitong.com 胡惠民 hhm15487@haitong.com 联系人 姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com 马菁菁(021)23185627 mjj14734@haitong.com 吴志鹏 wzp15273@haitong.com 罗 青 lq15535@haitong.com 孔淑媛 ksy15683@haitong.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com 张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com 孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com 李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com 李 博(021)23185642 lb14830@haitong.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com 杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com 洪 琳(021)23185682 hl11570@haitong.com 联系人 杨 蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com 夏思寒 xsh15310@haitong.com 杨昊翊(021)23185620 yhy15080@haitong.com	通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 于一铭 yym15547@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23185681 xf13728@haitong.com 徐 卓 xz14706@haitong.com
非银行金融行业 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com 联系人 肖 尧(021)23185695 xy14794@haitong.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com 陈 宇(021)23185610 cy13115@haitong.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@haitong.com	纺织服装行业 梁 希(021)23185621 lx11040@haitong.com 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com 联系人 王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com 潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com 申 浩(021)23185636 sh12219@haitong.com	机械行业 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com 毛冠锦 mgj15551@haitong.com 联系人 刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com
建筑工程行业 张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com 联系人 曹有成(021)23185701 cyc13555@haitong.com 郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com	农林牧渔行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 巩 健(021)23185702 gj15051@haitong.com 冯 鹤 fh15342@haitong.com 联系人 蔡子慕 czm15689@haitong.com	食品饮料行业 颜慧菁 yhj12866@haitong.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com 程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com 联系人 张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com 苗 欣 mx15565@haitong.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23155626 hsj14606@haitong.com 李雨泉 lyq15646@haitong.com	银行行业 林加力(021)23154395 ljl12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23185609 xnb14607@haitong.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com 联系人 毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com 王祎婕(021)23185687 wjy13985@haitong.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com 李 阳(021)23185618 ly11194@haitong.com 刘 璐(021)23185631 ll11838@haitong.com 联系人 吕浦源 lpy15307@haitong.com	造纸轻工行业 郭庆龙 gq113820@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com 吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com	环保行业 戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com 联系人 杨寅琛 yyc15266@haitong.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com
欧阳梦楚 (0755)23617160
oymc11039@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com
黄 诚(021)23219397 hc10482@haitong.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com
黄 毓(021)23219410 huangyu@haitong.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com
马晓男 mxn11376@haitong.com
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com
谭德康 tdk13548@haitong.com
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com
张歆钰 zxy14733@haitong.com
周之斌 zzb14815@haitong.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com
董晓梅 dxm10457@haitong.com
郭 楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com
郭金珪(010)58067851 gjy12727@haitong.com
张钧博 zjb13446@haitong.com
高 瑞 gr13547@haitong.com
上官灵芝 sglz14039@haitong.com
姚 坦 yt14718@haitong.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