

平衡在预期和现实之间

2024年春季港股及海外中资股投资策略

证券分析师：董易 A0230519110003 王胜 A0230511060001
2024.3.28

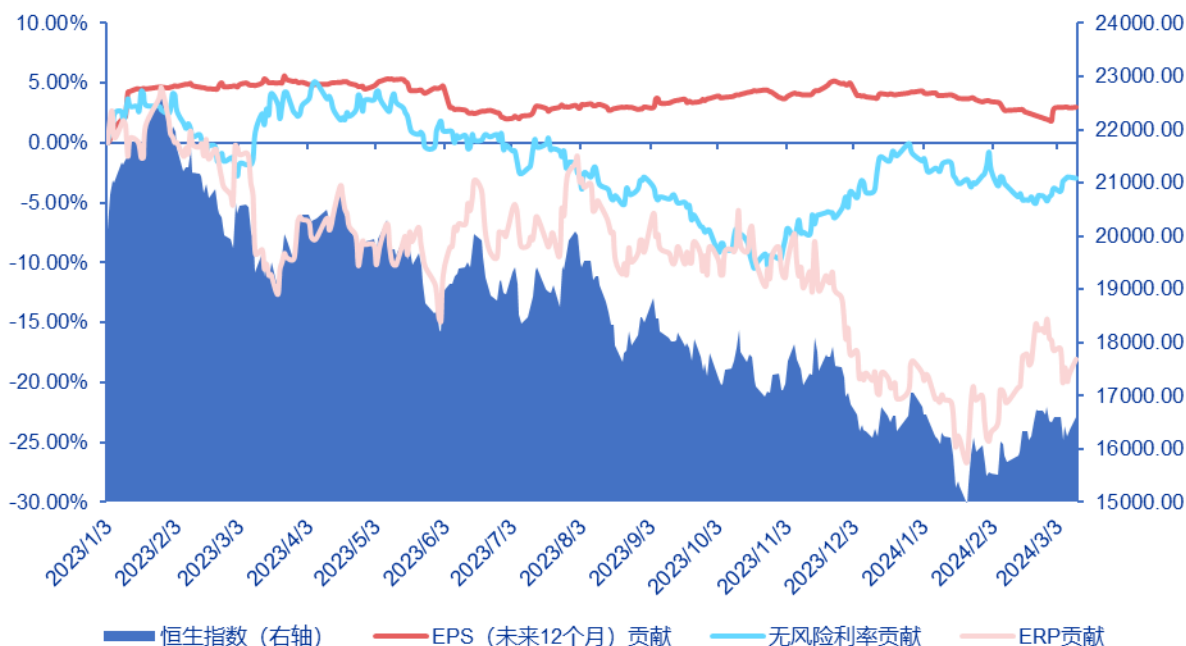
主要内容

1. 情绪先落后回，关注AH溢价收敛路径
2. 流动性脱离极端区域，关注基本面指引
3. 高股息攻守兼备，成长关注消费企稳

1Q24复盘：盈利预期下修令情绪波动放大

- 我们在《待到山花烂漫时——2024年港股及海外中资股投资策略》中明确提示，市场在岁末年初的β机会可能不多。当投资者对2024年宏观经济增长路径和上市公司的业绩预期有了更加清晰的指引后，且海外资金可能更加倾向于在右侧循序渐进配置，市场整体的转折点都指向了三月前后。年初以来的市场表现先落后回。
- 受惠于高股息和大宗商品价格上涨，年初以来上游的能源和原材料业领跑市场；而地产建筑和医疗保健业则在经营压力和海外风险等影响下跌幅位列市场前二。

2023年迄今恒指表现三因子拆分，盈利预期对市场的贡献自去年12月以来趋向负面，进而导致投资者情绪波动的放大令市场在年初出现了急跌后回稳的走势



HSCI行业指数年至今涨跌幅及股息率

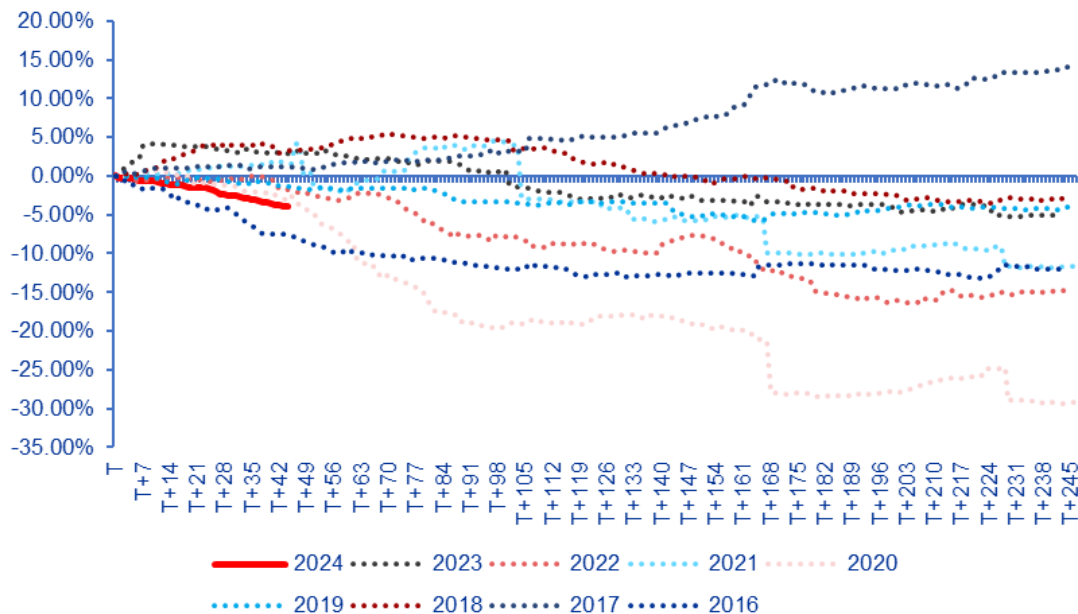
HSCI行业指数	年至今涨跌幅	股息率TTM
能源业	20.20%	8.59%
原材料业	16.42%	2.70%
电讯业	3.83%	6.82%
公用事业	0.18%	5.56%
资讯科技业	-2.43%	1.09%
非必需性消费	-3.16%	2.00%
恒生指数	-3.84%	4.37%
工业	-4.73%	6.69%
金融业	-5.18%	6.91%
必需性消费	-6.65%	3.15%
综合企业	-7.16%	10.89%
地产建筑业	-13.83%	6.34%
医疗保健业	-21.85%	1.27%

EPS预期：指数EPS下修幅度为17年以来同期之最

- 年初以来，恒指对本年度（2024Y）盈利预期下修的幅度为2017年同期以来最大，显示投资者的谨慎情绪已经在EPS预期端有了明显的体现；
- 将指数EPS下修幅度按行业拆分可见，**toC具消费属性的行业贡献了绝大多数的指数EPS下修幅度**；而汽车则在电动车行业的带领下录得了明显的盈利预期上修。年初以来股价领跑市场的上游原材料行业，盈利预期则仍保持稳定。

申万行业分类	成分股24年盈利预期下修对指数盈利预期的贡献
商业贸易	-19.88%
电子	-19.26%
非银金融	-12.68%
休闲服务	-12.30%
房地产	-12.22%
银行	-8.31%
传媒	-4.30%
化工	-3.11%
纺织服装	-2.65%
医药生物	-2.61%
食品饮料	-2.41%
综合	-2.14%
计算机	-2.14%
建筑材料	-1.56%
交通运输	-1.37%
通信	-1.32%
家用电器	-0.96%
有色金属	-0.82%
采掘	-0.27%
轻工制造	-0.14%
建筑装饰	-0.13%
公用事业	1.63%
汽车	8.95%

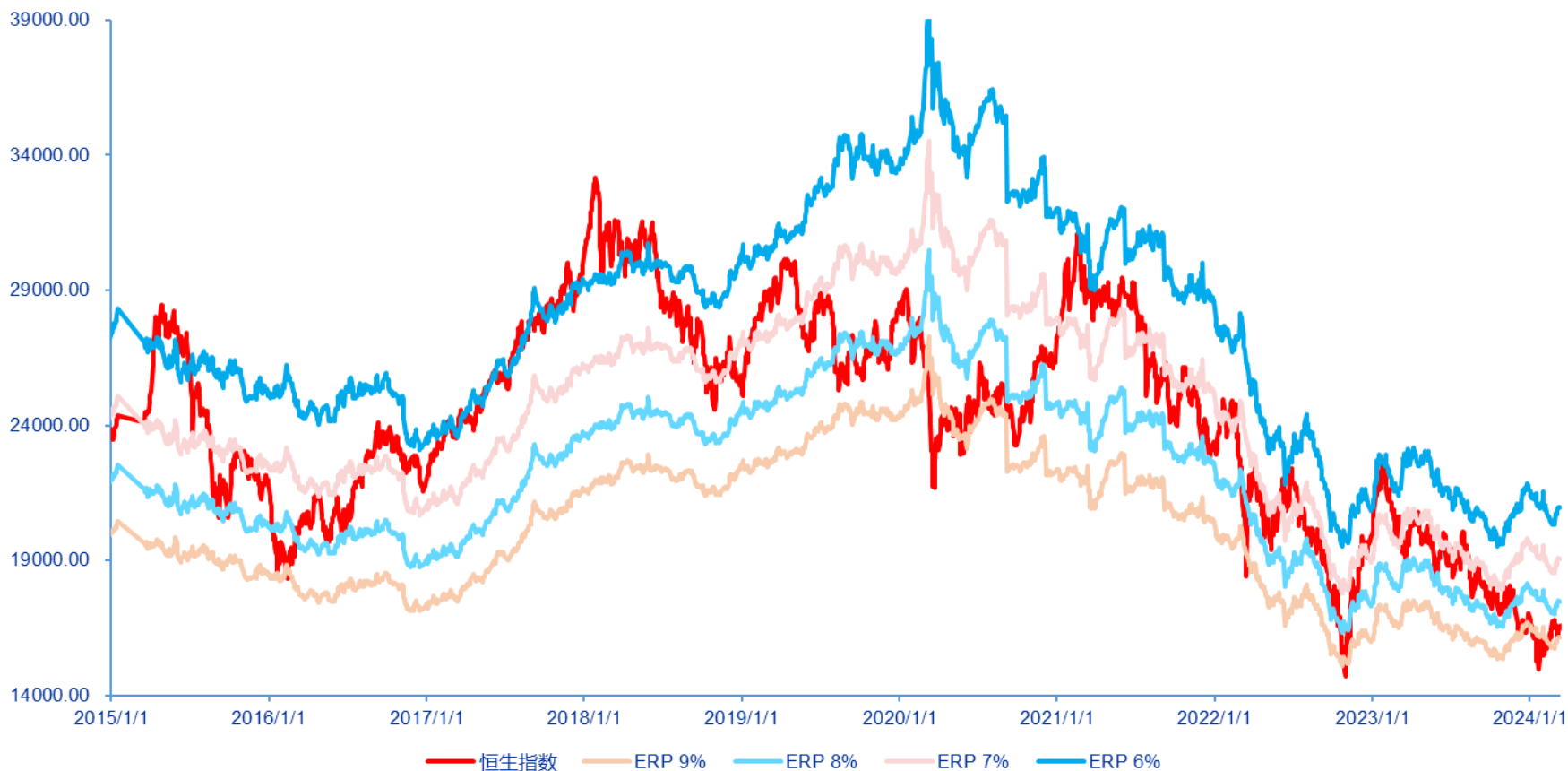
恒生指数预测EPS调整情况（本日历年内，按交易日计算）



情绪波动：ERP波动区间的约束仍然有效

- 但年初情绪的波幅更大，成为了市场波动的最大贡献者：历史上恒指隐含ERP的波动区间在6%（极度乐观）-8%（相对悲观），今年1月底曾一度升至10%左右的历史高位后已逐步回落至8.6%，显示情绪可能已经接近完成快速触底后反弹的过程。

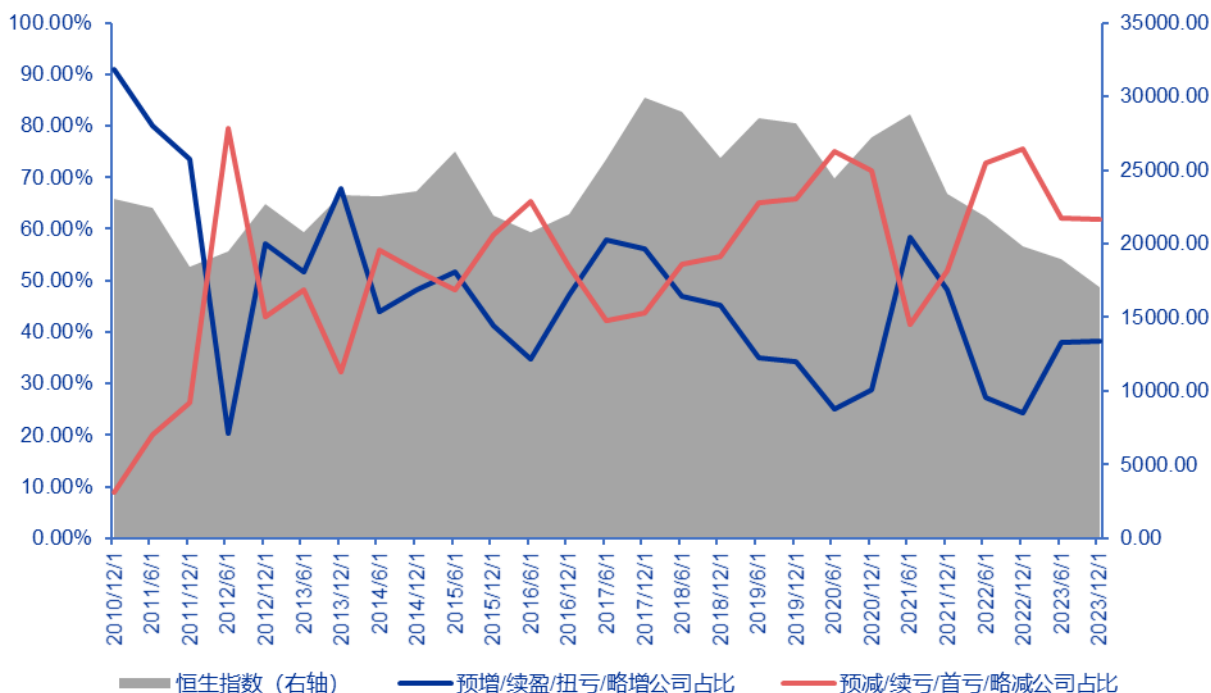
恒生指数ERP Band (按即期10年期美债计算)



业绩预告显示上市公司盈利水平可能已进入磨底过程

- 由于港股并无全市场层面的强制披露业绩预告的要求，业绩预告更多为公司自愿披露的行为。历史上市场半年的趋势和偏好（预增/续盈/扭亏/略增）预告的占比变动往往呈现正相关态势；
- 披露偏差的业绩预告公司占比自22年年报的高点后持续回落，今年年报较去年中报基本持平，显示上市公司盈利水平可能已进入磨底的过程。但近半年市场走势明显偏弱，与盈利磨底的情况出现了一定的背离。

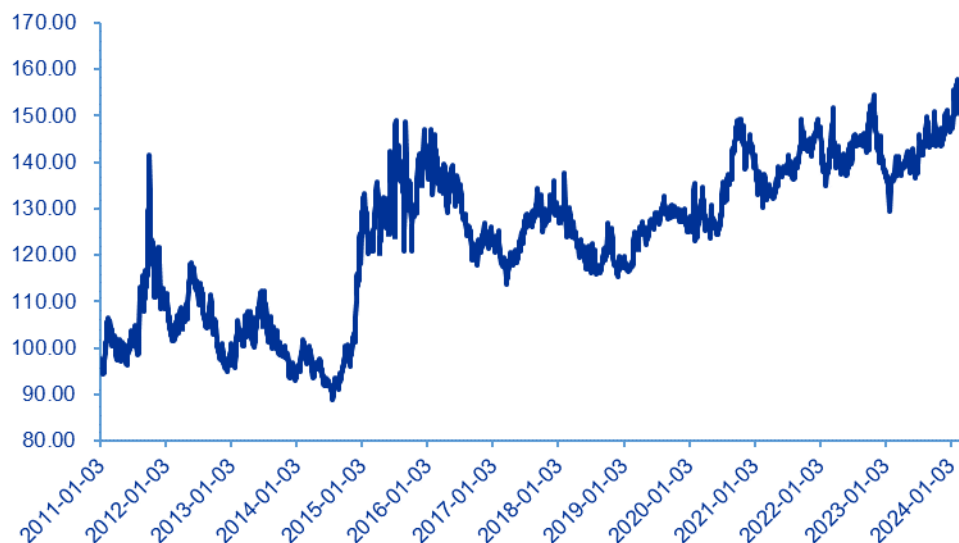
业绩预告向好的公司占比已从低位有所回升但仍较低，且近半年与市场走势有所背离



AH溢价：今年2月曾创下2010年以来的历史高位

- 恒生沪深港通AH溢价指数自2023/1/27的低位129.29以来持续抬升，并在今年2月盘中创下了161.36点的2010年以来最高值；
- 其中电子、通信、地产、钢铁等板块在此阶段的平均溢价率升幅超过50%，而军工、家电、传媒等板块则有所收窄。

恒生沪深港通AH溢价指数自2023/1/27的低位129.29点以来持续抬升，
在2024/2/24盘中创下了161.36点，为2010年以来最高值



申万一级行业	2024/3/19平均AH溢价率	2023/1/27平均AH溢价率	平均AH溢价率自低点涨幅百分点
电子	187.00%	100.08%	86.92%
通信	170.00%	110.23%	59.77%
房地产	144.50%	86.46%	58.04%
钢铁	111.33%	59.31%	52.03%
医药生物	137.58%	87.59%	49.99%
商贸零售	76.50%	34.24%	42.26%
非银金融	199.10%	165.04%	34.06%
电力设备	113.60%	80.89%	32.71%
有色金属	68.75%	36.37%	32.38%
建筑材料	138.00%	111.83%	26.17%
银行	57.00%	35.42%	21.58%
石油石化	130.50%	109.11%	21.39%
食品饮料	72.00%	53.77%	18.23%
环保	177.67%	159.98%	17.68%
汽车	159.43%	143.66%	15.77%
公用事业	146.43%	131.36%	15.07%
交通运输	99.13%	88.63%	10.50%
建筑装饰	139.17%	129.68%	9.48%
农林牧渔	231.00%	224.77%	6.23%
机械设备	124.33%	121.24%	3.09%
轻工制造	119.00%	118.15%	0.85%
煤炭	49.33%	49.49%	-0.16%
传媒	100.00%	105.81%	-5.81%
家用电器	24.50%	39.29%	-14.79%
国防军工	149.00%	250.63%	-101.63%

AH溢价：价差的收敛历史上多以H股的补涨来实现

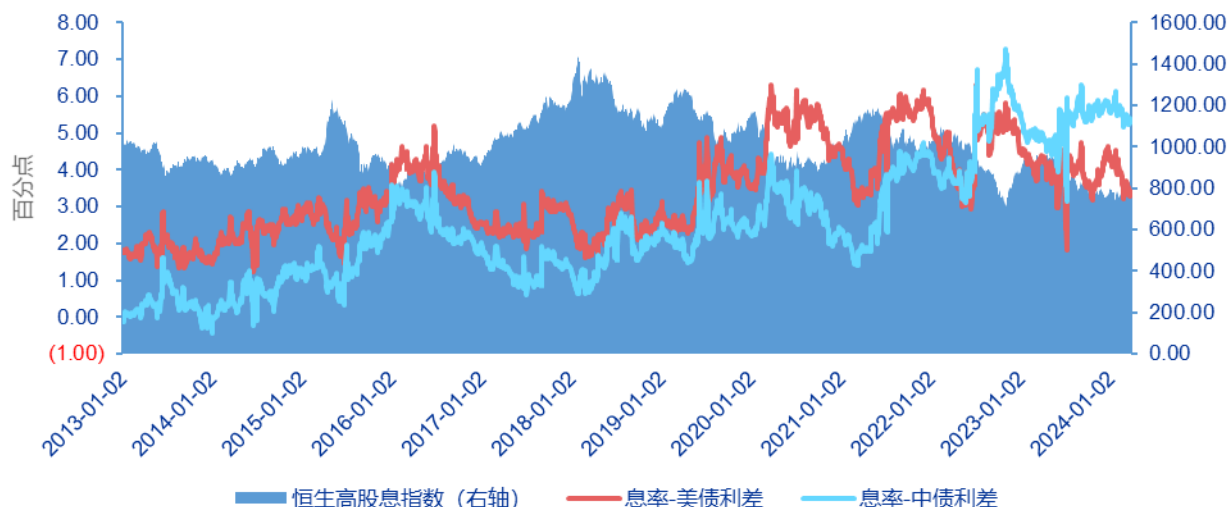
■ 我们统计了2011年以来七次幅度较大的AH溢价收敛，发现除了2018年外，其他均以H股的补涨来实现。2018年的AH溢价收敛较为特殊，其并非靠两市场本币计价的股价收敛来实现，而是靠汇率的变动来实现；

■ 当前AH溢价同样处于历史高位，且AH架构上市公司中包含了大量的具高分红属性的央国企公司，当前整体股息水平对人民币投资者而言仍具有较强吸引力。

历史上AH高溢价的收敛多以H股的补涨实现

AH溢价收敛时段	AH溢价指数变化	A股指数变化率	H股指数变化率	人民币兑港币汇率变动
2011/10/4-2014/7/23	141.44-88.97	-10.65%	42.92%	2.58%
2016/2/12-2017/3/22	146-114.94	18.71%	43.92%	-5.74%
2018/2/27-2018/12/3	127.34-116.08	-15.53%	-15.32%	-9.57%
2020/10/21-2021/4/14	147.57-132.23	3.33%	19.09%	2.64%
2021/12/21-2022/2/4	149.37-134.86	-4.31%	5.36%	0.13%
2022/3/15-2022/6/1	151.71-137.32	5.79%	12.45%	-4.73%
2022/11/1-2023/1/27	153.45-129.29	15.54%	44.45%	5.44%

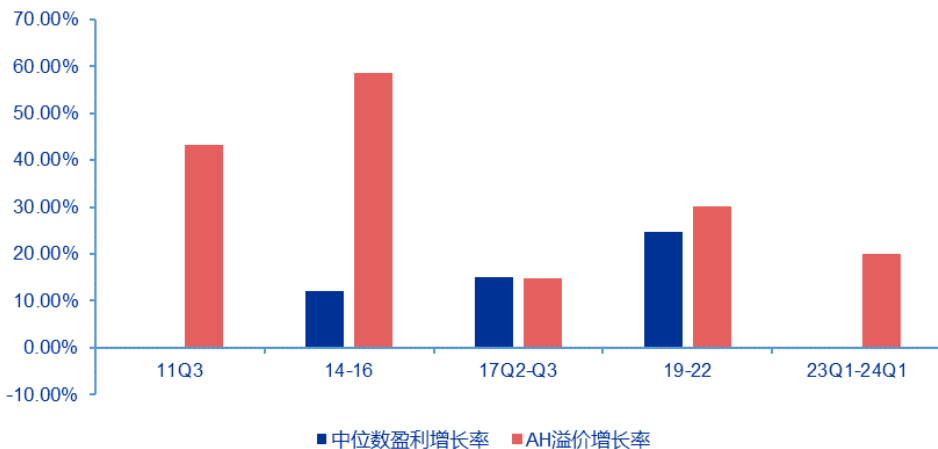
港股高股息板块股息率对人民币投资者的吸引力仍处于高位水平



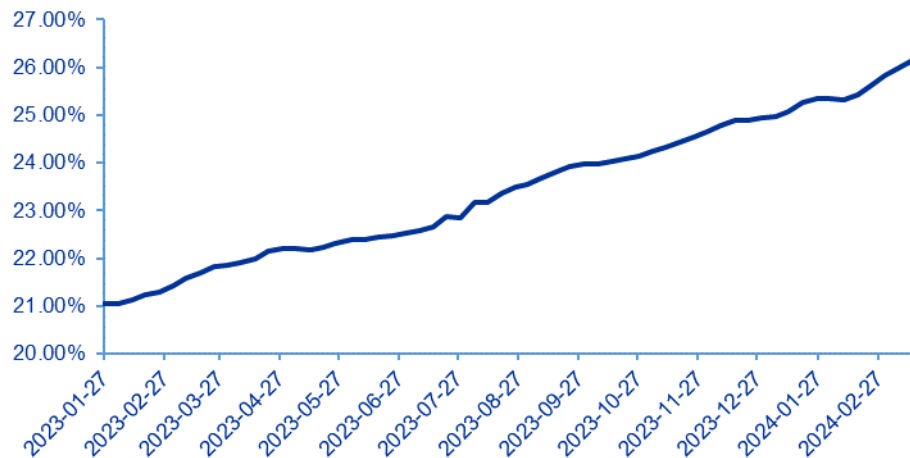
AH溢价：收敛依赖EPS增长还是北水对高股息的外溢？

- 我们复盘了2011年以来的五轮AH溢价趋势性抬升的时段，其中2014-2016年、2017Q2-Q3、2019-2022年的三轮AH溢价走阔均伴随着期内公司盈利预期的稳步增长，但本轮AH溢价的抬升并未伴随着EPS预期的上行；
- 自本轮AH溢价的低点（2023/1/27）以来，南向资金对港股通标的的平均持股比例从9.86%逐步上升到了11.59%。但其中对AH公司H股的持股比例则快速从21%升至26%。在本轮AH溢价的抬升过程中，H股方面的增量流动性可能更多来自于南向港股通资金的外溢。且考虑到资金成本的不同，后续若有潜在的收敛机会，增量流动性方面需更加重视南向资金的外溢效应能否持续。

历史上AH溢价率抬升往往是由企业盈利所驱动，但自23Q1以来的本轮AH溢价率抬升，AH架构公司的盈利预期却并未有明显提升



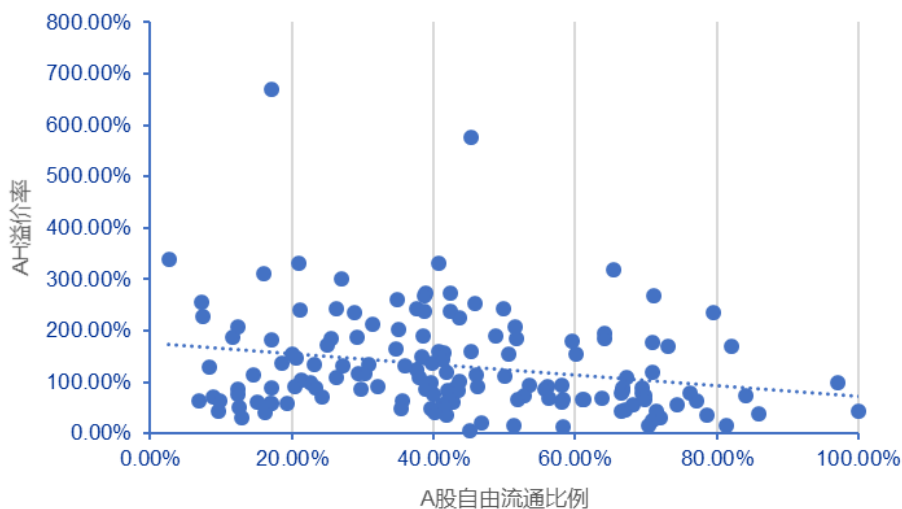
AH公司的H股港股通资金平均持股比例自2023年1月27日以来明显上升约5个百分点



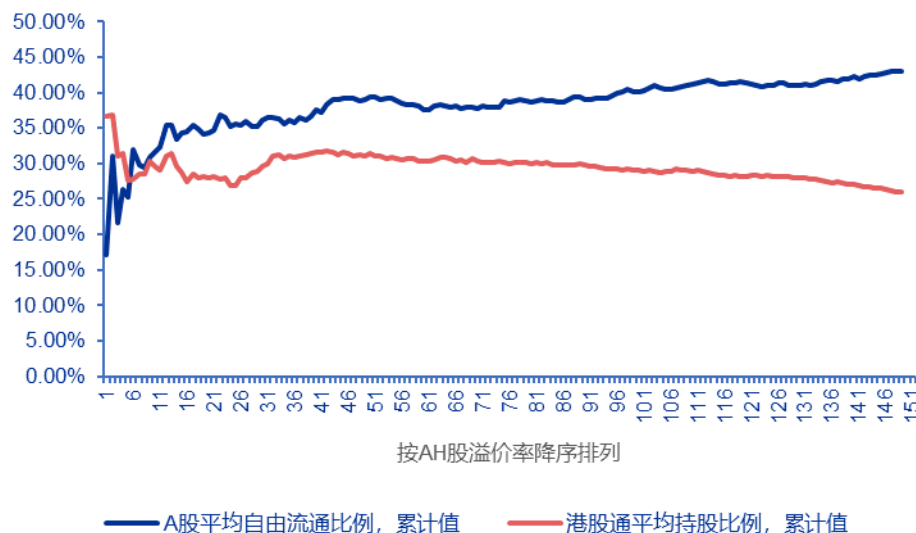
AH溢价：H股的相对弹性需关注两市的流通比例指标

- 影响AH溢价的因素有很多，包括投资者结构、行业偏好、红利税等的差异。除此之外，同一家公司在AH两市不同的自由流通比例亦为重要的影响因素之一；
- 通常而言，绝大多数公司的内外资股结构呈现以内资股为主的格局，H股上市的目的主要为吸引海外投资者，而大股东对公司的主要持股多数为境内A股。因此绝大多数公司的H股自由流通比例都相对较高。与此同时，AH溢价率与A股自由流通比例往往呈现负相关，即若A股自由流通比例越低，则两市的股票供需结构可能会有明显差异，A股相对H股的溢价率往往越高且可能会保持较长时间；
- 在测算AH溢价潜在收敛空间的时候，除了当前的AH溢价率之外，我们认为AH股的自由流通比例差异亦值得重点关注。对AH溢价近期有明显抬升但AH自由流通比例差异不大的公司，其后续H股相对A股的潜在弹性可能较大。

AH股溢价率与A股自由流通比例呈现负相关，即一般而言，若A股自由流通比例越低，则A股相对H股的溢价率则越高



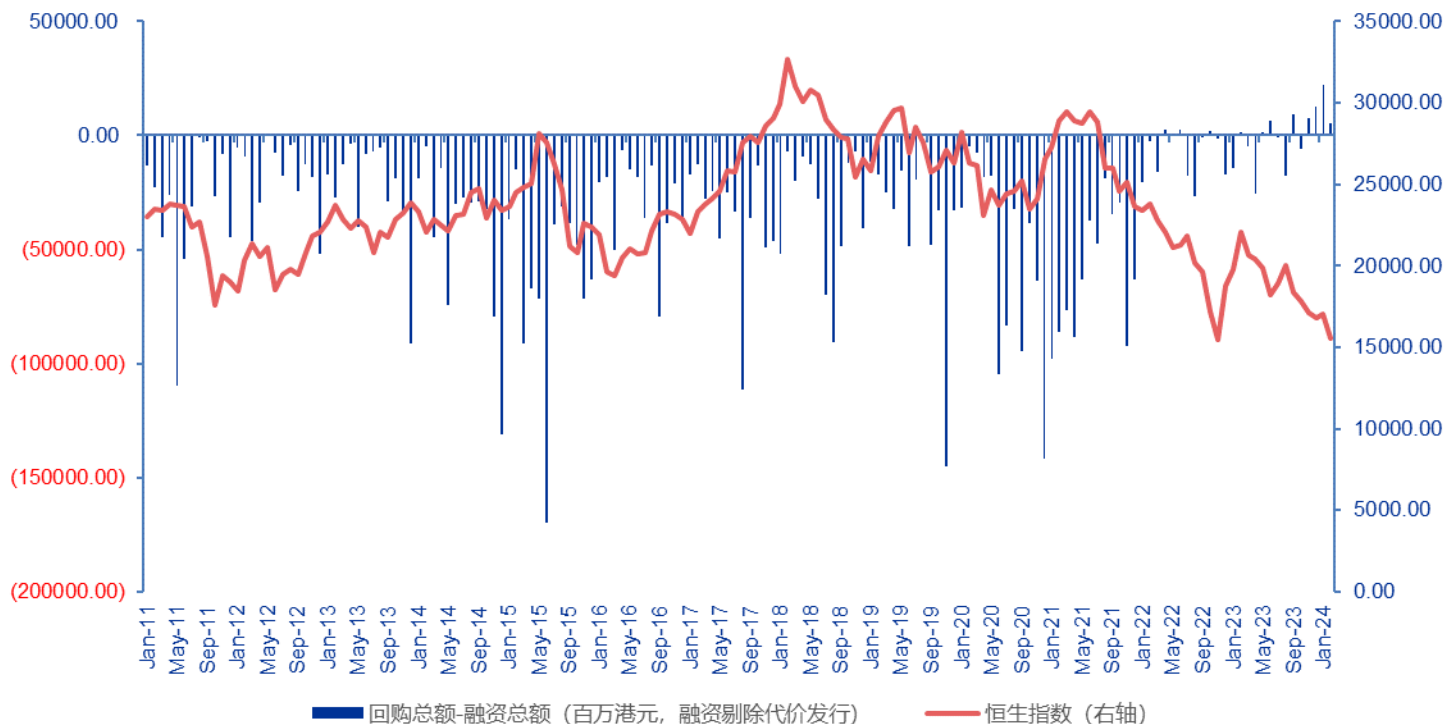
AH溢价较高的股票，普遍呈现A股自由流通比例较低、H股港股通持股比例较高的情况



港股回购规模持续上升，重视回购等对市场的托底效应

- 近年来港股融资规模缩减明显，但上市公司回购规模持续上行，令市场呈现过去少见的净回购情景。而历史上来看，当回购规模和公司家数出现明显攀升时往往对应市场的底部区间。剔除业绩期前静默期的影响后，岁末年初以来港股的回购活动再度活跃，回购交易占市场整体交易的比例亦创新高。

港股正逐渐从融资市场转为回购市场：此前往往呈现市场上涨-净融资规模攀升的循环；但在2018年后这一循环呈现相反的方向，即融资规模攀升时市场往往走弱，市场上行时伴随着净融资规模的下降

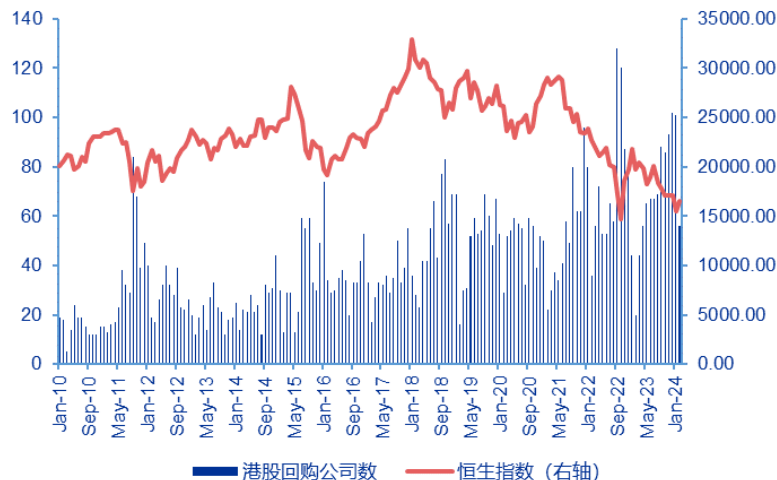


港股回购规模和回购交易占市场交易比例再创新高

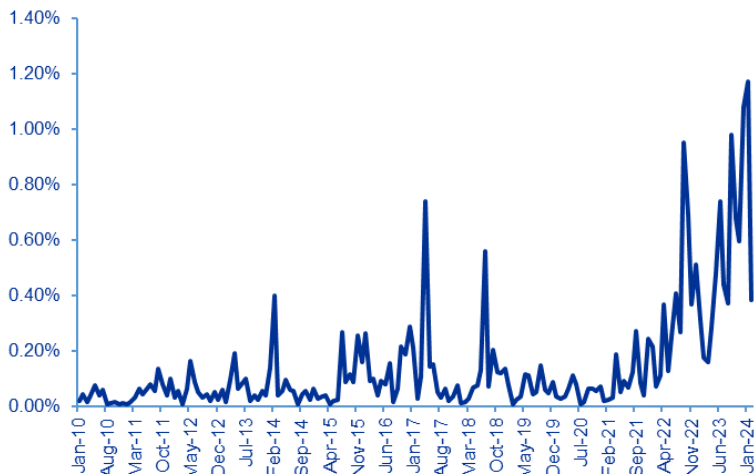
港股回购金额 VS 恒生指数



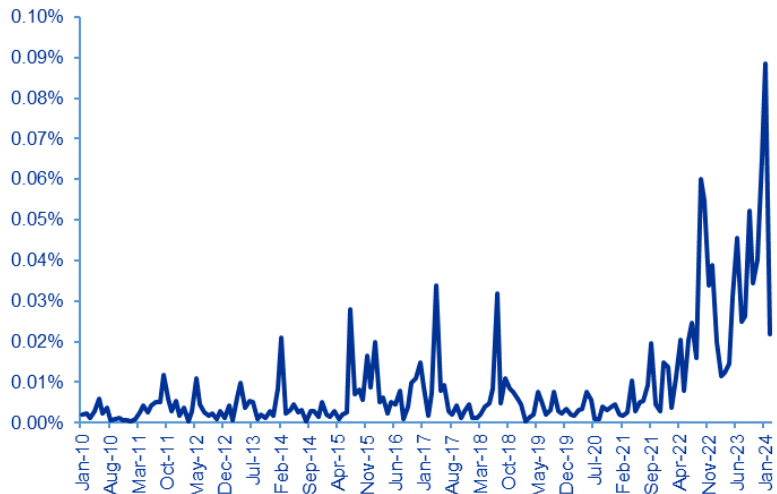
港股回购公司 VS 恒生指数



回购金额占市场成交比例



回购金额占市值比例



主要内容

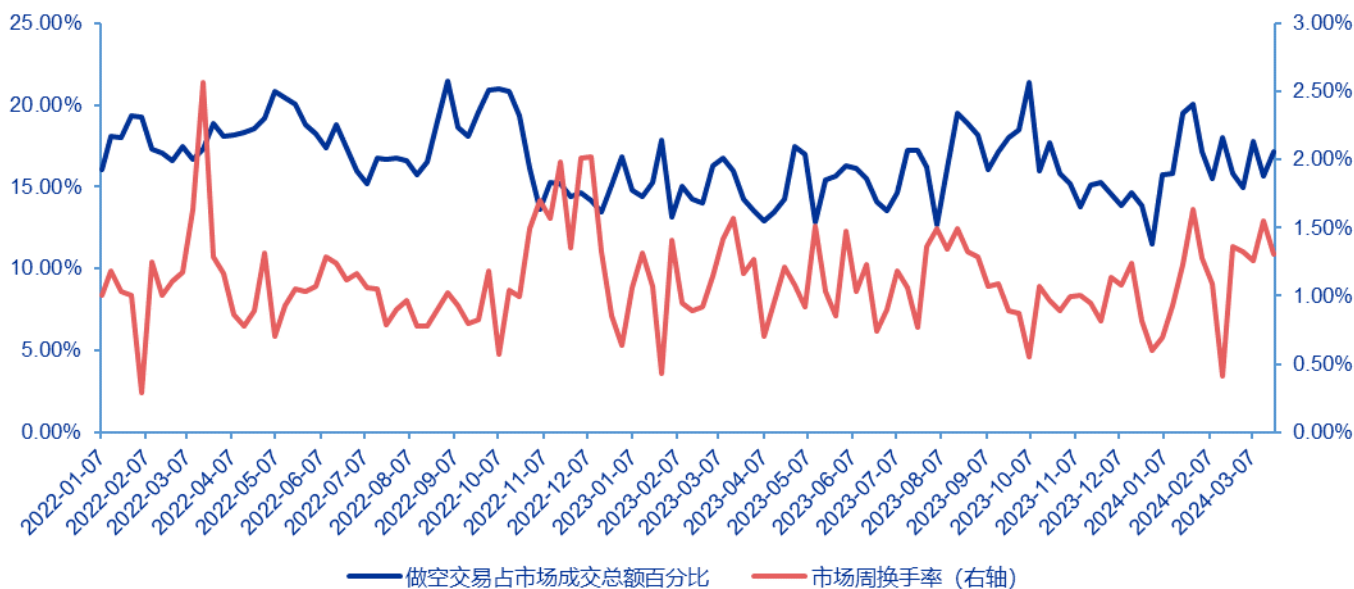
1. 情绪先落后回，关注AH溢价收敛路径
2. 流动性脱离极端区域，关注基本面指引
3. 高股息攻守兼备，成长关注消费企稳



一场非典型的流动性枯竭：高做空已回落，但换手仍活跃

- “高做空+低成交”的典型组合往往会在某些事件催化下形成逼空从而令市场出现V型反转，但今年初上演的则是一场非典型的流动性“枯竭”：一边是做空比例出现跳升至约20%的水平，但同时市场的换手仍然活跃（除春节期间的节日效应），显示年初以来市场的多空力量整体较为均衡，并未出现严重的失衡现象；
- 当前大市做空比例已经明显回落，且今年以来这一比例并未在高位维持较长时间，显示市场整体情绪仍然较为中性，出现由情绪的钟摆式运动带来的单边行情概率较低。

市场在年初一度录得做空交易的显著攀升但2月后已回落至平均水平，与此同时市场换手率仍然较高显示市场交投情绪已有明显上升



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/94804004700006054>