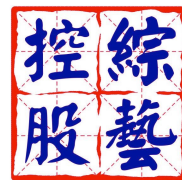


## 沪港通：资本市场的长期红利

2014 年 11 月 20 日

### 投资要点

- ❖ 与市场的普遍看法不同，我们在沪港通启动前夕看空短期 A 股的走势，主要是基于额度限制、香港机构观望和利好兑现三个方面的考虑。市场的走势印证了我们的判断。
- ❖ 我们认为沪港通将带来长期性利好，配置角度看好高分红蓝筹股，如银行、交运、地产、电力等行业，以及具有稀缺性的消费龙头白马，如白酒、品牌中药等。



### 基金管理总部

#### 基金经理 陈磊

电话：021-68591607

邮箱：chenlei@changyucapital.com

#### 基金经理 袁波

电话：021-68591611

邮箱：yuanbo@zongyiholding.com

#### 基金经理 杨朦

电话：021-68591618

邮箱：yangmeng@zongyiholding.com

#### 主笔研究员 贺音卜

电话：021-68591610

邮箱：heyinbo@zongyiholding.com

#### 联络人 刘莉华

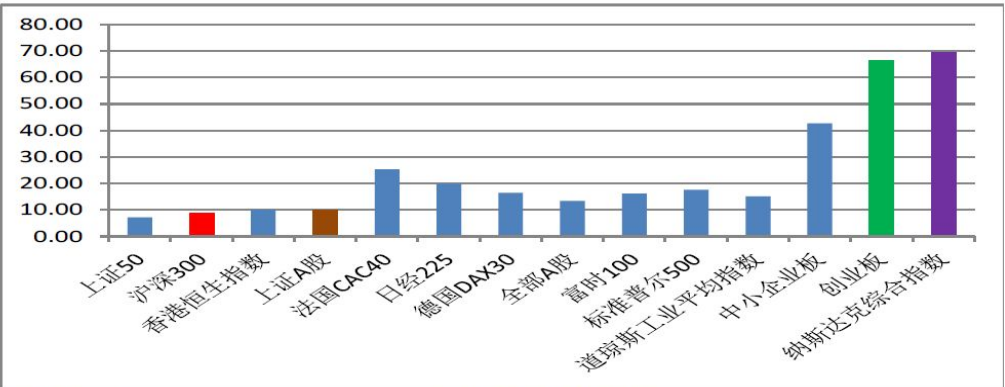
电话：021-68591612

邮箱：liulihua@zongyiholding.com

沪港通：资本市场的长期红利

11月17日沪港通正式启动，高盛于前一周发布了关于沪港通的策略报告，从全市场市值提升、平均估值水平偏低、投资者特征有购买需求等角度出发，强烈看好沪港通对后市的正面效应，并给出了A股和港股的个股推荐，从周末社交媒体和其他机构的报告来看，整个A股市场对沪港通的热情还是相当高的，也基本上强烈看好周一的走势。

图：A股蓝筹TTMPE在全球主要市场处于较低水平



数据来源: wind

注: 2014年10月25日数据

但我们在周一开盘前就强调，沪港通对A股的利好效应可能要低于大家的预期，主要理由如下：

1. 额度限制

沪港通初期试运行，额度非常有限。试点期间，北向沪股通总额度为3000亿元人民币，每日额度为130亿元；南向港股通总额度为2500亿元，每日额度为105亿元。每日100多亿的资金量相对于近期上证2000-3000亿的成交规模而言实在是很一般，指望纯粹的资金驱动股市上涨客观上存在难度。

表：大陆股票市场交易规模

| 板块名称       | 公司<br>个数 | 流通股本<br>(亿股) | 流通市值<br>(亿元) | 日成交量<br>(亿股) | 日成交金额<br>(亿元) |
|------------|----------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 上证A股       | 976      | 31431.05     | 211530.98    | 253.40       | 2163.26       |
| 深证主板A股     | 458      | 4094.76      | 38736.40     | 71.48        | 655.82        |
| 中小企业板(含ST) | 726      | 2516.99      | 36345.37     | 43.08        | 613.65        |
| 创业板(含ST)   | 400      | 683.99       | 13570.39     | 14.13        | 328.81        |
| 全部A股       | 2,570    | 38794.67     | 308417.66    | 382.67       | 3764.55       |
| 上证B股       | 53       | 533.20       | 2831.31      | 0.65         | 0.67          |
| 深证B股       | 51       | 501.30       | 3153.19      | 0.54         | 3.61          |
| 合计         |          | 39829.18     | 314402.16    | 397.99       | 4097.64       |

资料来源: wind

## 2. 港股机构投资者参与热情一般

根据我们草根调研的结果，港股机构投资者由于习惯了以 QFII 和 RQFII 的方式参与到 A 股，对于处于试点期的沪港通，表现出观望的态度。以香港瑞信为例，对方表示，对于沪港通，初期将并不考虑参与，等到系统更加成熟，额度进一步放开后考虑逐步参与。

因此目前参与到沪股通的港股投资者主要以散户为主，难以形成合力。

## 3. 利好兑现

沪港通启动的前四个月，良好的预期激发 A 股一路飙高大涨逾 20%，成为全球大类资产的领跑者。股市（尤其是 A 股）在预期方面一向非常有效，利好兑现往往意味着后续再无利好，获利盘回吐，形成抛压。

周一周二市场的走势印证了我们的判断，沪港通启动后首日沪指恒指纷纷高开低走，前两个交易日，A 股沪指累计跌 0.89%，港股恒生指数累计跌 2.32%。额度方面，首日北向交易（沪股通）130 亿元人民币额度大半日爆满；南向港股通的 105 亿元人民币却全日用剩 83%。次日，沪港通净买入额急剧收缩，沪股通每日额度 130 亿还剩 81.55 亿元，已经使用 48.45 亿元，逾六成额度未使用完。港股通每日额度 105 亿人民币仅使用 8 亿元，还剩 97 亿元，剩余额度超九成，反映了市场短期的观望态势。

| 类别  | 当日余额    | 当日总额度 | 当日余额占比 |
|-----|---------|-------|--------|
| 沪股通 | 82.85亿元 | 130亿元 | 63.73% |
| 港股通 | 97亿元    | 105亿元 | 92.38% |

注：单位：人民币

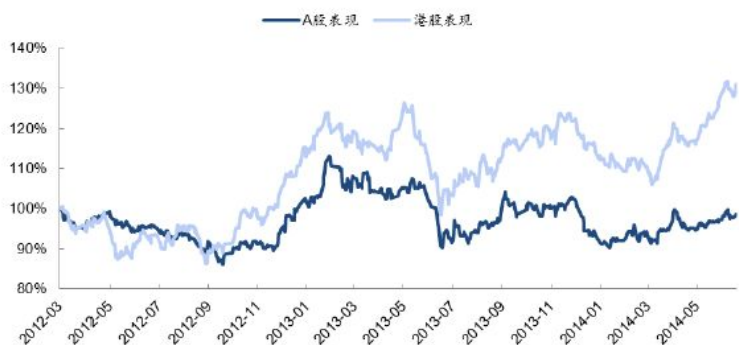
然而两地股市短期回调，并不意味着行情就此结束。我们认为沪港通对 A 股的利好是长期性的，沪港通意味着国内资本市场对外开放走出了第一步，是改变中国投资者的一件长期事件，随着沪港通额度的逐步放开，系统的逐步成熟，在国内经济基本面保持稳定，改革稳步推进的背景下，A 股必将越来越吸引外资的涌入，沪股通（以及未来的深股通）将成为对外资进入 A 股市场最为便利的参与方式。

具体标的选择上，除了 AH 折价股外，我们看好以下几个方面：

### 1. A 股高分红蓝筹的配置价值。

过去两年中高分红收益率的公司在两地的表现有明显差异，港股走势要明显强于 A 股。从 QFII 的持股来看，对于大市值和高分红收益率的公司也有明显的偏好，这类公司集中于银行、交运、地产、电力等行业，作为底仓的配置价值值得关注。

图：高分红组合港股表现过去明显优于 A 股表现

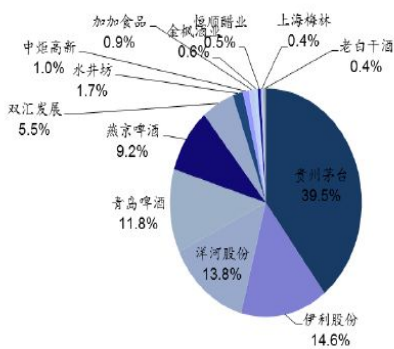


数据来源：Wind

2. 具有稀缺性的消费龙头白马，如白酒、品牌中药等。

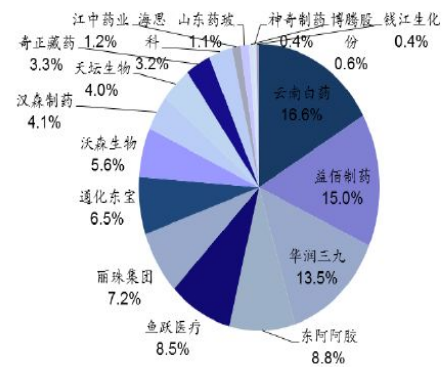
虽然 A 股中的一些消费类的龙头白马公司均符合港股投资者对于高 ROE 以及稳健高成长的公司偏好，但我们对比发现在很多消费行业中 A 股公司的估值并不具备优势，而目前 QFII 持股来看，其食品饮料行业的配路中 55.49%集中于白酒子行业，而医药行业的配路中 62.99%的比例集中于中药，意味着白酒、品牌中药中的稀缺白马将最为受益。

图：QFII 重仓食品饮料股集中于白酒子行业



资料来源：WIND

图：QFII 重仓医药股集中于中药子行业



资料来源：WIND

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布给的人员。本研究报告仅为参考使用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。综艺控股并不因收件人收到本报告而视其为综艺控股的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但综艺控股不保证其准确性或完整性。综艺控股并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券可能含有重大的风险，可能不易变卖以及适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受到汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了综艺控股在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以再不发通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与综艺控股其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。综艺控股并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。综艺控股通过信息隔离墙控制综艺控股内部一个或多个领域的信息向综艺控股其他领域、单位、集团以及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和综艺控股高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于综艺控股投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若综艺控股以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成综艺控股向发送本报告金融机构之客户提供个投资建议，综艺控股以及综艺控股的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述为金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

**未经综艺控股事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。**

**©2014 Shanghai Zongyi Holding. All rights reserved.**