



2020 年 08 月 17 日

**分析师：殷越**

执业编号：S0300517040001

电话：021-51782237

邮箱：yinyue@ykzq.com

**近期报告**

《【粤开策略解盘】指数冲高回落，量能环比萎缩-0811》2020-08-11

《【粤开策略解盘】宽幅震荡，紧抓业绩主线-0812》2020-08-12

《【粤开策略解盘】窄幅震荡，量能萎缩-0813》2020-08-13

《【粤开策略解盘】主要经济指标改善，北向资金大幅流入-0814》2020-08-14

《【粤开策略大势研判】震荡或延续，四维度判断指数能否再上台阶》2020-08-16

**投资策略研究****【粤开策略深度报告】一文读懂 AH 股溢价投资机会****投资要点****AH 股溢价处于高位水平**

由于两地的估值水平，参与机构的认知等股价相关影响因素不同，导致 AH 股价存在长期的价差。恒生沪深港通 AH 股溢价指数目前位于 130 以上，该指数近 10 年的最高值为 149。我们认为，2014 年之后，AH 股溢价出现明显的上升，主要原因是 2015 年的 A 股牛市使得 A 股的估值水平提升，A 股指数涨幅明显的高于同期的 H 股指数涨幅。两地市场涨幅的不同对于 AH 股溢价有着一定的相关性。

同时，从溢价指数涨幅与 AH 股涨幅差值关系中可以发现，溢价指数到了某一水平后上升趋势将明显的平缓于 AH 股的涨幅差，在 A 股牛市时期十分明显，2015 年和今年上半年都发生了溢价指数没有跟随 AH 股市涨幅差值变大而升高的现象。在 A 股牛市时，尽管港股股市没有较好的表现，但 AH 股上市公司 H 股的股价也会有较大的涨幅，存在投资机会。

**高溢价原因在于两地估值水平不同**

对 AH 股股票进行溢价的统计，目前所有 AH 股上市公司都为溢价状态。最高溢价为洛阳玻璃（600876.SH, 1108.HK），溢价 543%，最低溢价为中国平安（601318.SH, 2318.HK），溢价 3.75%。平均溢价为 120%。从行业平均溢价情况看，溢价最少的是银行股，平均溢价 39.72%，溢价最多的是纺织服装，平均溢价 313.86%。我们认为，部分传统行业的溢价相对较低，主要因为传统行业有较成熟的投资理念，及估值方法，两地股市投资者的投资风格差异较小。

由于壳价值的存在，A 股上市公司市值在某个水平之下时就较难继续进一步下降，这也会提升一部分小市值公司的溢价水平。除去 300 亿以下市值的公司，统计得到 AH 股平均溢价率为 95%，明显低于之前的 120%。AH 股确实存在市值越小溢价率越高的现象。

另外，由于 A 股从 2019 年开始经历了一轮较大的涨幅，整体估值水平明显提升，所以估值对于溢价率也会产生影响。从个股情况分析，溢价率和 A 股 PE 存在一定正相关，我们认为，这主要是由于港股的估值水平受港股市场影响难以提高，导致了在 A 股股价上涨时，对应 H 股难以同步上涨，从而会出现估值水平到达高点后，溢价率出现上涨的现象。

**高溢价，低估值标的的投资机会**

AH 股的溢价是由于两地市场的投资者在不同市场对于同一家公司的估值定价不同所导致的。我们认为，目前 A 股平均要比 H 股贵近一倍的情况，在未来将会消失，在 AH 股溢价持续收窄的过程中，可以从中找到合适的投资机会。

在 A 股牛市期间投资 AH 股中的 H 股，可以获得较好的回报。目前阶段，A 股正处于一个向上的趋势行情中，建议关注合适的 H 股标的。市值较小的公



司往往给予 AH 股高溢价，这类高溢价的原因可能是由于 A 股与 H 股制度不同所导致的，可能不会在短期内消失，所以，建议选择市值规模较大的 H 股标的。估值过高会影响 H 股股价的上涨，因此选择投资标的时，建议选择估值较为合理的标的的投资。

综上所述，我们认为，在目前 AH 股溢价率较高的情况下，去选择 AH 股中高溢价，市值大于 300 亿，估值合理的投资标的的投资策略将在未来获得不错的回报。

**风险提示：政策效果不及预期，经济超预期下行，外围环境走弱**



## 目 录

|                         |    |
|-------------------------|----|
| 一、AH股溢价处于高位水平 .....     | 4  |
| 二、高溢价原因在于两地估值水平不同 ..... | 5  |
| 三、高溢价，低估值标的存在投资机会 ..... | 9  |
| 四、风险提示 .....            | 11 |

## 图表目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图表 1：恒生沪深港通 AH 股溢价指数 .....       | 4  |
| 图表 2：溢价指数与两地市场涨跌幅关系 .....        | 5  |
| 图表 3：AH股行业分布 .....               | 5  |
| 图表 4：AH股各行业溢价分析 .....            | 6  |
| 图表 5：AH股各行业平均市值 .....            | 7  |
| 图表 6：溢价率与市值关系 .....              | 7  |
| 图表 7：AH股各行业 A 股平均 PE 水平 .....    | 8  |
| 图表 8：溢价率与 PE 关系 (PE 小于 80) ..... | 9  |
| 图表 9：溢价率与 PE 关系 (PE 小于 35) ..... | 9  |
| 图表 10：高溢价低估值标的 .....             | 10 |

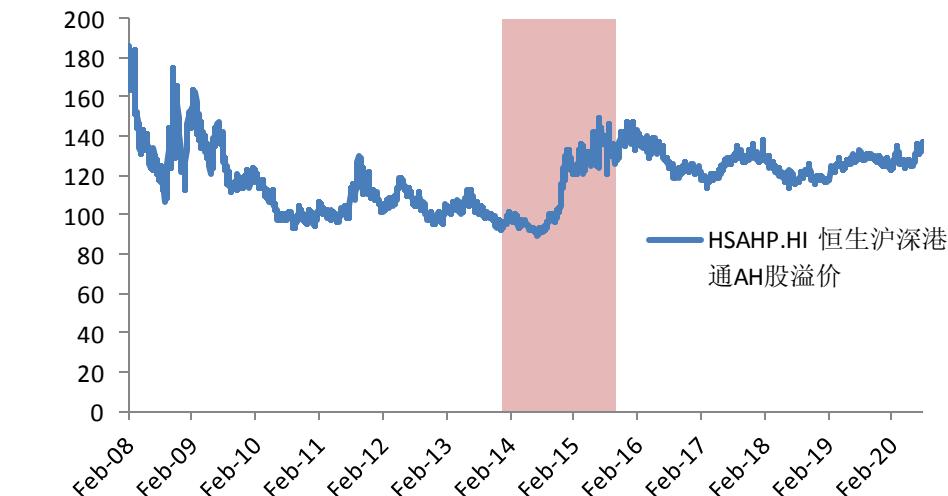


## 一、AH股溢价处于高位水平

上市公司在内地的上海（或深圳）证券交易所和香港联合交易所同时拥有A股和H股上市，并且上市公司的A股股票和H股股票同股同权，这部分上市公司被叫做AH股。由于两地的估值水平，参与机构的认知等股价相关影响因素不同，导致AH股价存在长期的价差。依据理论，同股同权的股票价值应该相同，因此他们在两地的股价应随着时间最后趋同，并且近几年香港与内地的资本开放程度的提高，沪深港通的实行，AH股股价应该逐渐接近。但是，事实上，AH股的溢价，并没有因为资金流动的便捷度提升，通过两地的套利逐渐趋同，而是长期处于一个较高的溢价水平。

通过恒生沪深港通AH股溢价指数的走势可以看到，目前指数位于130以上，该指数近10年的最高值为149。可以看到，指数在2014年前长期处于100左右水平，即AH股价差较小，溢价或折价水平都较为合理。但在2014年之后，指数逐渐上升到了新的平台，在达到149高点后，近几年一直处于120-130水平之间。

图表1：恒生沪深港通AH股溢价指数



资料来源:wind、粤开证券研究院

我们认为，2014年之后，AH股溢价出现明显的上升，主要原因是2015年的A股牛市使得A股的估值水平提升，A股指数涨幅明显的高于同期的H股指数涨幅。

我们以2014年之后的A股与H股涨幅差值（A股选取沪深300指数，H股选用恒生指数）与沪深港通AH股溢价指数涨幅进行比较，发现两地市场涨幅的不同对于AH股溢价有着一定的相关性。

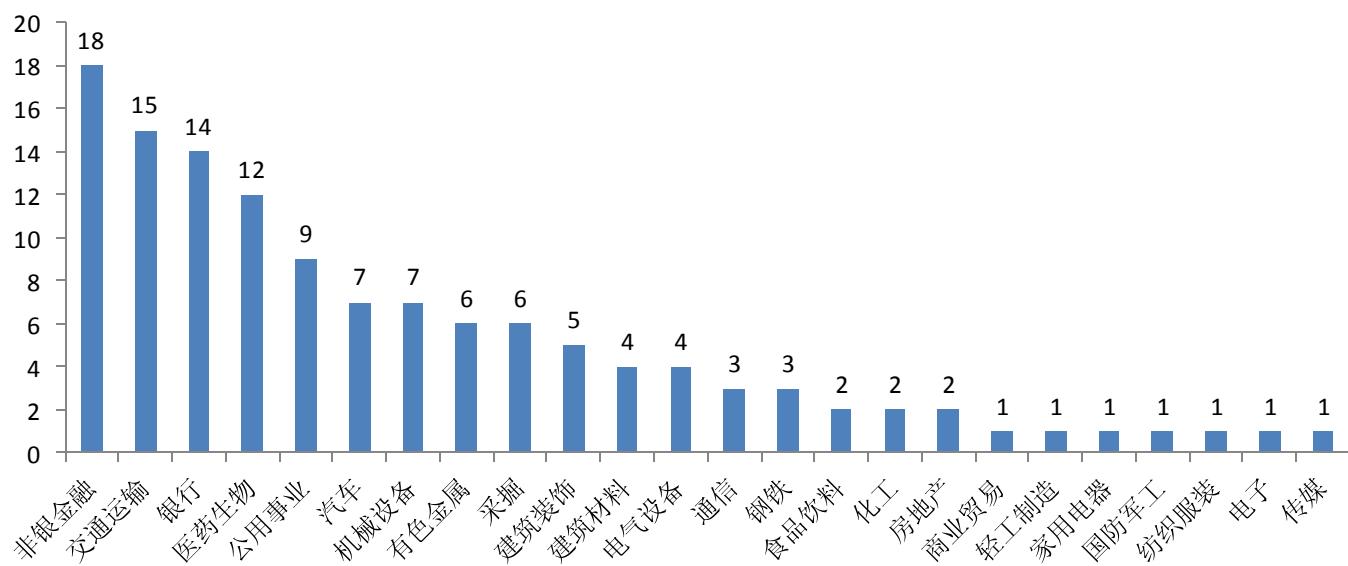

**图表2：溢价指数与两地市场涨跌幅关系**


资料来源:wind、粤开证券研究院

同时，从溢价指数涨幅与 AH 股涨幅差值关系中可以发现，溢价指数到了某一水平后上升趋势将明显的平缓于 AH 股的涨幅差，在 A 股牛市时期十分明显，2015 年和今年上半年都发生了溢价指数没有跟随 AH 股市涨幅差值变大而升高的现象。我们认为，这预示着 AH 股溢价率是有一个极限存在的，并且从历史数据看，目前 AH 股溢价已经处于这个极限附近，再迅速扩大的概率较小。此外，在 A 股牛市时，AH 股溢价到了某一水平后，AH 股上市公司的 H 股股价的涨幅将会趋同与 A 股股价的涨幅。此时，尽管港股股市没有较好的表现，但 H 股的股价也会有较大的涨幅，存在投资机会。

## 二、高溢价原因在于两地估值水平不同

据统计，两地同时上市的公司合计有 126 个，其中非银板块的最多，共有 18 个，传媒，电子等高科技成长类公司较少。

**图表3：AH 股行业分布（个数）**


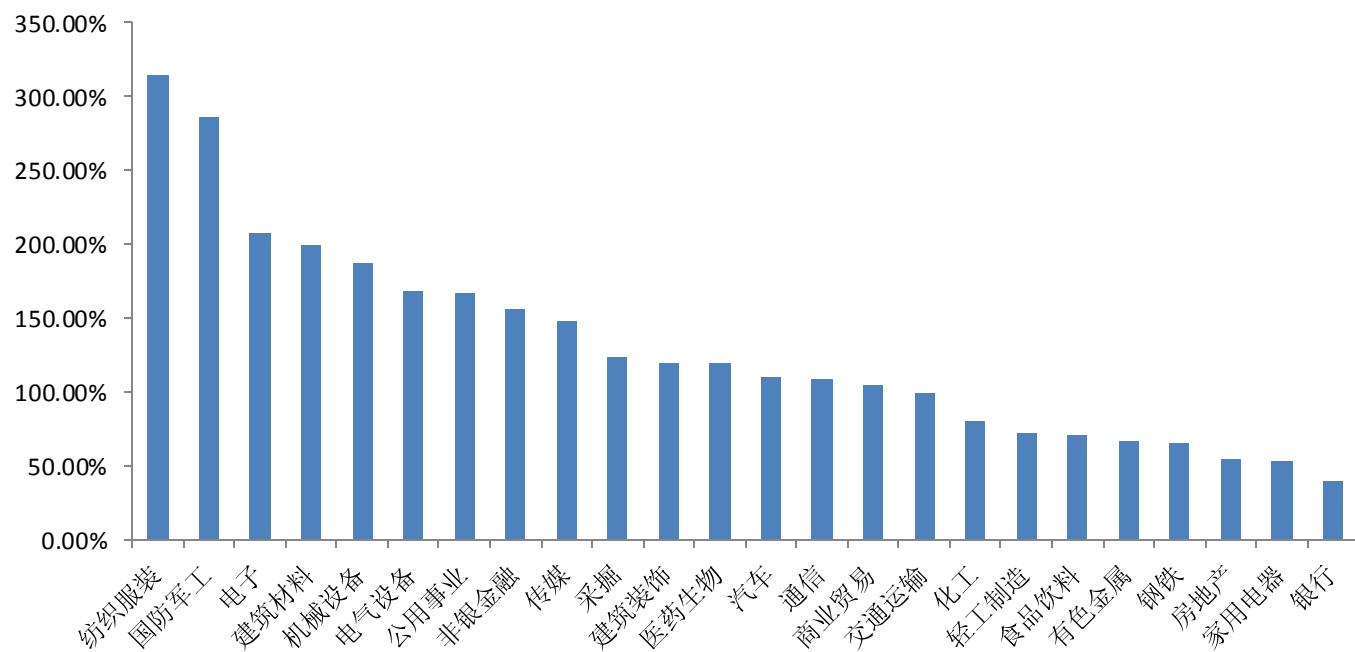
资料来源:wind、粤开证券研究院



对 AH 股股票进行溢价的统计，目前所有 AH 股上市公司都为溢价状态。最高溢价为洛阳玻璃（600876.SH, 1108.HK），溢价 543%，最低溢价为中国平安（601318.SH, 2318.HK），溢价 3.75%。平均溢价为 120%。

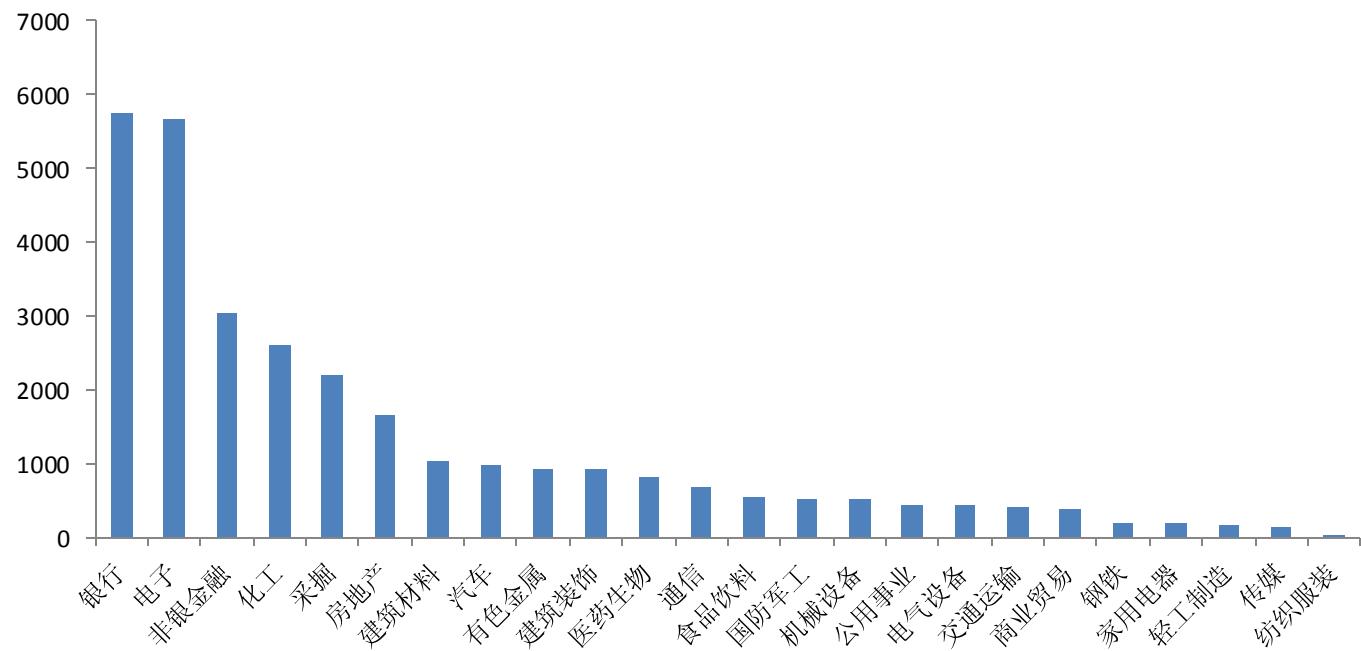
从行业平均溢价情况看，溢价最少的是银行股，平均溢价 39.72%，溢价最多的是纺织服装，平均溢价 313.86%。我们认为，部分传统行业的溢价相对较低，主要因为传统行业有较成熟的投资理念，及估值方法，两地股市投资者的投资风格差异较小。

**图表4：AH 股各行业溢价分析**



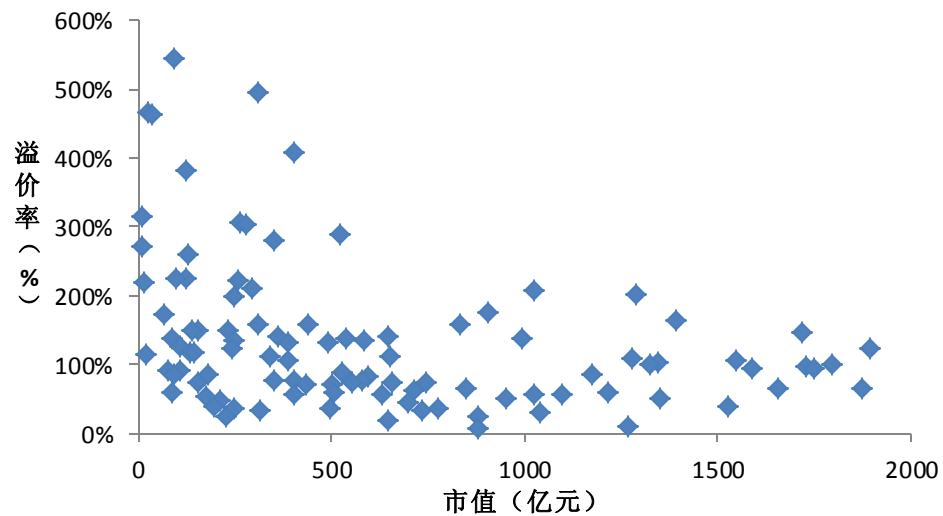
资料来源：wind、粤开证券研究院

我们认为，由于 AH 股都对应同一个上市公司，所以溢价的产生主要源自与两地给予公司估值水平的不同。另外，由于壳价值的存在，A 股上市公司市值在某个水平之下时就较难继续进一步下降，这也会提升一部分小市值公司的溢价水平。


**图表5: AH股各行业平均市值(亿元)**


资料来源:wind、粤开证券研究院

从下图可以看到，AH股确实存在市值越小溢价率越高的现象，尤其是在市值低于300亿时，这个现象比较明显。目前AH股溢价超过400%的公司中，只有中信建投的市值达到了4200亿元。除去300亿以下市值的公司，统计得到AH股平均溢价率为95%，明显低于之前的120%。

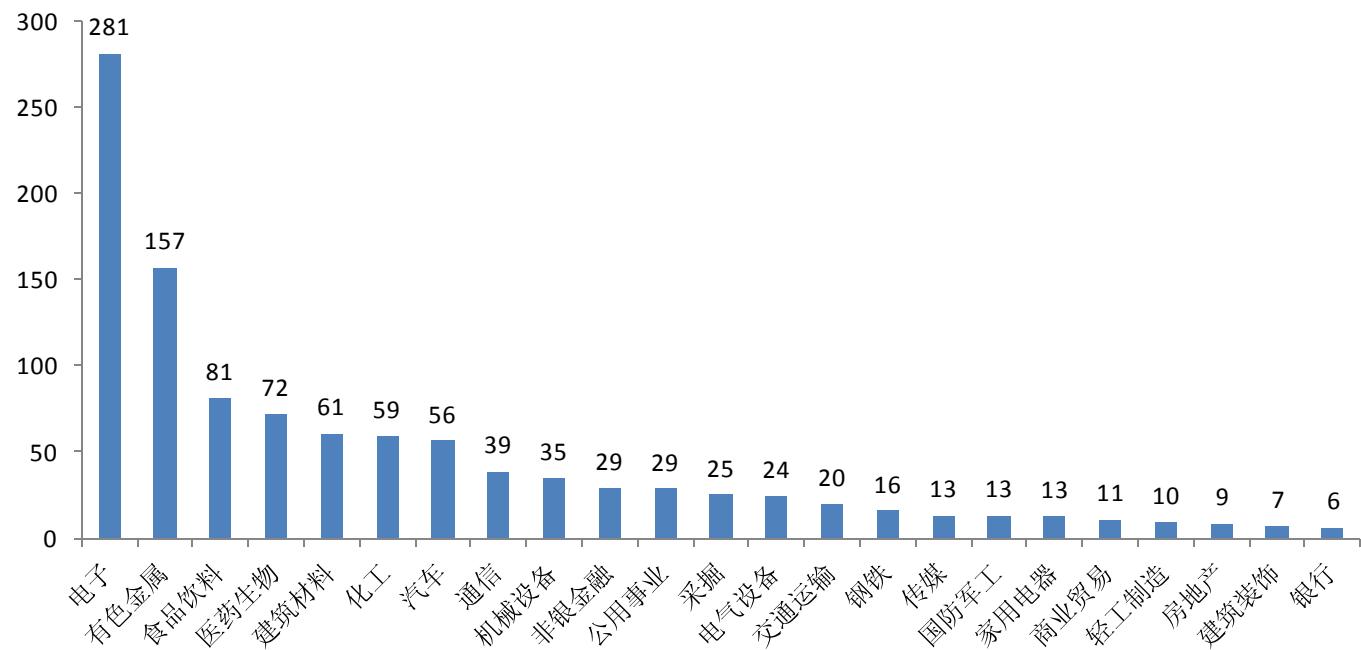
**图表6: 溢价率与市值关系**


资料来源:wind、粤开证券研究院



由于 A 股从 2019 年开始经历了一轮较大的涨幅，整体估值水平明显提升，所以估值对于溢价率也会产生影响。我们认为，港股市场对于 AH 股公司的估值会参考自身市场内的行业估值水平，因此 H 股股价会由于港股的估值水平偏低而形成一个向下的引力，从而无法随 A 股一起上涨，于是就拉大了溢价率。

**图表7：AH 股各行业 A 股平均 PE 水平**



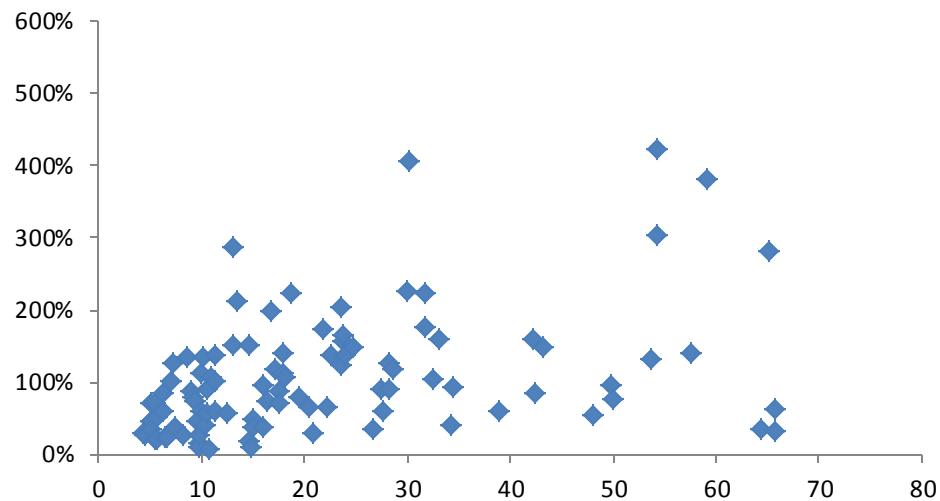
资料来源:wind、粤开证券研究院

AH 股上市公司 A 股 PE 水平，最高的是电子行业（电子行业仅有一家公司，中芯国际），为 281 倍 PE，最低的是银行业，平均为 6 倍 PE，大多数传统行业 PE 水平都低于 20。

从个股情况分析，溢价率和 A 股 PE 存在一定正相关，我们认为，这主要是由于港股的估值水平受港股市场影响难以提高，导致了在 A 股股价上涨时，对应 H 股难以同步上涨，从而会出现估值水平到达高点后，溢价率出现上涨的现象。

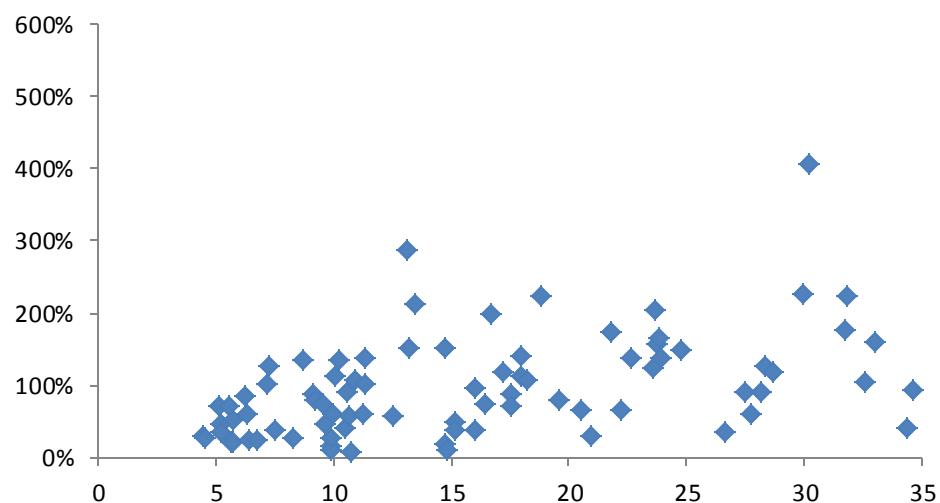


图表8: 溢价率与 PE 关系 (PE 小于 80)



资料来源:wind、粤开证券研究院

图表9: 溢价率与 PE 关系 (PE 小于 35)



资料来源:wind、粤开证券研究院

### 三、高溢价，低估值标的存在投资机会

AH 股的溢价是由于两地市场的投资者在不同市场对于同一家公司的估值定价不同所导致的。随着沪深港通的开放，国内资本市场进一步放开，南向、北向资金更加积极的参与两地市场。投资资金在两地市场的顺畅流动，最终会使得 AH 股溢价收窄到合理的水平。我们认为，目前 A 股平均要比 H 股贵近一倍的情况，在未来将会消失，在 AH 股溢价持续收窄的过程中，可以从中找到合适的投资机会。

通过之前的分析，我们发现，溢价指数到了某一高位后，H 股的股价就会随着 A 股股价一起上涨，在 A 股牛市期间投资 AH 股中的 H 股，可以获得较好的回报。目前阶段，A 股正处于一个向上的趋势行情中，建议关注合适的 H 股标的。



另外，通过之前的分析，市值较小的公司往往给予 AH 股高溢价，这类高溢价的原因可能是由于 A 股与 H 股制度不同所导致的，可能不会在短期内消失，所以，建议选择市值规模较大的 H 股标的。

从之前个股情况分析，溢价率和 A 股 PE 存在一定正相关，我们认为，估值过高会影响 H 股股价的上涨，因此选择投资标的时，建议选择估值较为合理的标的。

综上所述，我们认为，在目前 AH 股溢价率较高的情况下，去选择 AH 股中高溢价，市值大于 300 亿，估值合理的投资标的的投资策略将在未来获得不错的回报。

**图表10：高溢价低估值标的**

| 港股代码    | 简称       | A股代码      | H股股价  | A股股价  | 溢价      | A股市值  | A股 PE | 所属行业 |
|---------|----------|-----------|-------|-------|---------|-------|-------|------|
| 0956.HK | 新天绿色能源   | 600956.SH | 2.34  | 10.61 | 404.92% | 408   | 30.27 | 公用事业 |
| 0317.HK | 中船防务     | 600685.SH | 10.68 | 37.00 | 285.79% | 523   | 13.14 | 国防军工 |
| 1339.HK | 中国人民保险集团 | 601319.SH | 2.57  | 7.18  | 211.11% | 3175  | 13.47 | 非银金融 |
| 6881.HK | 中国银河     | 601881.SH | 4.71  | 12.73 | 200.98% | 1290  | 23.68 | 非银金融 |
| 2727.HK | 上海电气     | 601727.SH | 2.43  | 5.99  | 174.50% | 908   | 31.82 | 电气设备 |
| 6806.HK | 申万宏源     | 000166.SZ | 2.36  | 5.58  | 163.30% | 1397  | 23.84 | 非银金融 |
| 0991.HK | 大唐发电     | 601991.SH | 1.04  | 2.40  | 156.98% | 444   | 33.10 | 公用事业 |
| 1072.HK | 东方电气     | 600875.SH | 4.39  | 10.07 | 155.44% | 314   | 23.80 | 电气设备 |
| 6099.HK | 招商证券     | 600999.SH | 9.30  | 20.50 | 145.47% | 1722  | 24.77 | 非银金融 |
| 2883.HK | 中海油田服务   | 601808.SH | 6.37  | 13.64 | 138.45% | 651   | 18.03 | 采掘   |
| 1898.HK | 中煤能源     | 601898.SH | 1.92  | 4.06  | 135.48% | 538   | 11.37 | 采掘   |
| 2628.HK | 中国人寿     | 601628.SH | 18.70 | 39.54 | 135.46% | 11176 | 22.65 | 非银金融 |
| 1618.HK | 中国中冶     | 601618.SH | 1.35  | 2.83  | 133.44% | 586   | 8.72  | 建筑装饰 |
| 6837.HK | 海通证券     | 600837.SH | 7.32  | 14.54 | 121.20% | 1900  | 23.64 | 非银金融 |
| 2009.HK | 金隅集团     | 601992.SH | 1.70  | 3.22  | 110.93% | 344   | 10.09 | 建筑材料 |
| 3969.HK | 中国通号     | 688009.SH | 3.30  | 6.19  | 108.88% | 656   | 17.99 | 机械设备 |
| 1528.HK | 红星美凯龙    | 601828.SH | 5.45  | 10.00 | 104.33% | 391   | 10.97 | 商业贸易 |
| 1816.HK | 中广核电力    | 003816.SZ | 1.68  | 3.07  | 103.49% | 1550  | 18.28 | 公用事业 |
| 2333.HK | 长城汽车     | 601633.SH | 8.17  | 14.71 | 100.50% | 1350  | 32.66 | 汽车   |
| 1336.HK | 新华保险     | 601336.SH | 32.45 | 57.74 | 98.15%  | 1801  | 11.38 | 非银金融 |
| 1800.HK | 中国交通建设   | 601800.SH | 4.61  | 8.20  | 98.08%  | 1326  | 7.16  | 建筑装饰 |
| 1766.HK | 中国中车     | 601766.SH | 3.45  | 6.03  | 94.64%  | 1731  | 16.08 | 机械设备 |
| 0763.HK | 中兴通讯     | 000063.SZ | 22.10 | 38.03 | 91.63%  | 1754  | 34.64 | 通信   |
| 6030.HK | 中信证券     | 600030.SH | 18.62 | 31.31 | 87.25%  | 4047  | 27.52 | 非银金融 |
| 0358.HK | 江西铜业股份   | 600362.SH | 9.15  | 15.36 | 86.94%  | 532   | 28.23 | 有色金属 |
| 1776.HK | 广发证券     | 000776.SZ | 9.33  | 15.44 | 84.28%  | 1177  | 17.59 | 非银金融 |
| 3618.HK | 重庆农村商业银行 | 601077.SH | 3.22  | 5.27  | 82.25%  | 599   | 6.28  | 银行   |
| 1071.HK | 华电国际电力股份 | 600027.SH | 2.26  | 3.58  | 76.40%  | 353   | 9.24  | 公用事业 |
| 0874.HK | 白云山      | 600332.SH | 22.60 | 35.75 | 76.15%  | 581   | 19.60 | 医药生物 |
| 2607.HK | 上海医药     | 601607.SH | 15.04 | 23.17 | 71.55%  | 659   | 16.49 | 医药生物 |
| 2208.HK | 金风科技     | 002202.SZ | 7.87  | 11.99 | 69.66%  | 507   | 17.61 | 电气设备 |
| 0998.HK | 中信银行     | 601998.SH | 3.42  | 5.20  | 69.32%  | 2545  | 5.17  | 银行   |
| 1171.HK | 兖州煤业股份   | 600188.SH | 5.95  | 9.00  | 68.44%  | 437   | 5.55  | 采掘   |
| 2611.HK | 国泰君安     | 601211.SH | 12.68 | 18.62 | 63.52%  | 1659  | 22.24 | 非银金融 |
| 6886.HK | HTSC     | 601688.SH | 14.08 | 20.65 | 63.32%  | 1874  | 20.57 | 非银金融 |



| 港股代码    | 简称   | A股代码      | H股股价 | A股股价  | 溢价     | A股市值 | A股PE  | 所属行业 |
|---------|------|-----------|------|-------|--------|------|-------|------|
| 1186.HK | 中国铁建 | 601186.SH | 6.37 | 8.99  | 57.16% | 1221 | 6.33  | 建筑装饰 |
| 1919.HK | 中远海控 | 601919.SH | 3.70 | 5.19  | 56.20% | 636  | 9.99  | 交通运输 |
| 2238.HK | 广汽集团 | 601238.SH | 7.68 | 10.75 | 55.87% | 1101 | 27.81 | 汽车   |
| 6198.HK | 青岛港  | 601298.SH | 4.51 | 6.26  | 54.57% | 406  | 10.68 | 交通运输 |

资料来源: wind、粤开证券研究院, 注: 8月11日收盘价

## 四、风险提示

- 1、政策效果不及预期;
- 2、经济超预期下行;
- 3、外围环境走弱。



## 分析师简介

殷越,上海财经大学硕士,2017 年加入粤开证券,现任首席市场分析师、新三板研究负责人。证书编号: S0300517040001。

## 研究院销售团队

北京 王爽 010-66235719 18810181193 wangshuang@ykzq.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买入: 相对大盘涨幅大于 10%;

增持: 相对大盘涨幅在 5%~10%之间;

持有: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间;

减持: 相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

增持: 我们预计未来报告期内, 行业整体回报高于基准指数 5%以上;

中性: 我们预计未来报告期内, 行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来报告期内, 行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)