



优质港股高分红央企，布局洼地安全资产

-华安恒生港股通中国央企红利ETF 投资价值分析

报告日期：2024年07月23日

- 分析师：吕思江
- SAC编号：S1050522030001
- 分析师：马晨
- SAC编号：S1050522050001

- 联系人：武文静
- SAC编号：S1050123070007

研究创造价值

□ 港股红利央企 – 洼地中的安全资产

当前国内经济基本面预期偏弱、海外宏观政治局势动荡环境下，我们认为港股红利央企是当前环境下的稀缺安全类资产。

- 1. 政策面来看，新国九条等鼓励分红的长期政策导向、港股通红利税减免政策预期有望引导资金南下增配港股红利资产
- 2. 估值来看，恒生指数pettm9.58倍处于10年27.26%分位；横向对比低于全球主要宽基，且AH溢价指数在历史90%分位水平，股息率高达4.79安全垫充足。
- 3. 资金面来看，南向资金YTD累计流入6962亿港元，2024Q2加速流入；产业资本回购加速，6月337.3亿港元创历史单月新高。
- 4. 情绪面来看，PCR成交量五月底回落后目前处于低位，隐含波动率也偏低无过热风险。

□ 恒生港股通中国央企红利指数 – 港股+央企+红利

反映可通过港股通买卖并且第一大股东为内地央企的香港上市且拥有高股息的证券的整体表现。

- 1. 指数编制科学，股息率更高：筛选条件重视<连续稳定分红>，40只优质央企采用股息率加权，Beta更加聚焦
- 2. 收益显著跑赢同类：全收益指数近一年+23.12%，夏普比率1.24，显著优于中证红利指数及其他同类指数
- 3. 成分股七成超千亿市值，行业集中于金融、能源、电信服务和工业，突出安全属性

□ 华安恒生港股通中国央企红利 ETF

（基金代码：513920）于 2023 年 12 月 20 日成立，现任基金经理为倪斌先生，目前为市场上唯一跟踪恒生港股通中国央企红利指数的产品。

目录

CONTENTS

1. 港股红利央企配置正当时
2. 恒生港股通中国央企红利指数
3. 华安恒生港股通中国央企红利ETF

0 1 港股红利央企配置正当时

研究创造价值

政策面1-新国九条发布推动企业重视分红

本轮新“国九条” 将加强监管防范风险摆在第一位，从上市公司、市场监管等多角度指出资本市场发展的重要方向。就上市公司而言，新“国九条”鼓励与限制并举促进公司质量提升，其中“推动上市企业多分红、对分红不积极企业做出限制”成为了促进企业质量提升的重要抓手。

在新“国九条”的指引下，未来分红将成为企业盈利质量考核与评价的重要指标，也将成为推动公司治理优化与资本市场法制化建设的重要抓手之一。在这样的环境下，红利投资也将成为投资者长期投资、价值投资的关键路径，高股息正在成为一种思潮。

新“国九条”政策相关内容

政策要求	相关内容
严把发行上市准入关	提高主板、创业板上市标准，完善科创板科创属性评价标准，扩大现场检查覆盖面，强化发行上市全链条责任，加大发行承销监管力度，严查欺诈发行等违法违规问题
严格上市公司持续监管	构建资本市场防假打假综合惩防体系，严厉打击各类违规减持，强化上市公司现金分红监管，推动上市公司提升投资价值
加大退市监管力度	进一步严格强制退市标准，畅通多元退市渠道，精准打击各类违规“保壳”行为，健全退市过程中的投资者赔偿救济机制
加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强	强化股东、业务准入管理，完善对衍生品、融资融券等重点业务的监管制度，积极培育良好的行业文化和投资文化，完善行业薪酬管理制度，坚决纠治不良风气，推动行业回归本源、做优做强
加强交易监管，增强资本市场内在稳定性	加强对高频量化等交易监管，严肃查处操纵市场恶意做空等违法违规行为，加强战略性力量储备和稳定机制建设，将重大经济或非经济政策对资本市场的影响纳入宏观政策取向一致性评估，增强资本市场内在稳定性
大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量	大力发展权益类公募基金，优化保险资金权益投资政策环境，完善全国社会保障基金、基本养老保险基金投资政策，鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场
进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展	推动股票发行注册制走深走实，提升对新产业新业态新技术的包容性，促进新质生产力发展，完善多层次资本市场体系，坚持统筹资本市场高水平制度型开放和安全
推动形成促进资本市场高质量发展的合力	加强资本市场法治建设，加大对证券期货违法犯罪的联合打击力度，深化央地、部际协调联动，打造政治过硬、能力过硬、作风过硬的监管铁军，推动形成促进资本市场高质量发展的合力

资料来源：国务院官网

港股通红利税优政策有望出台

2024年5月9日，彭博通讯社报道国内监管机构正考虑减免内地个人投资者通过港股通投资香港上市公司时，在取得股息红利时所需缴纳的20%的所得税。后续港股通红利税、内地投资者准入标准调整等可期。

内地个人投资者及投资基金（如公募等）通过港股通投资港股取得的股息红利，税率为20%。投资中资红筹股需进一步考虑企业公告股息是否已计提10%的企业所得税，若未计提，需额外再扣除10%的所得税，最终综合税率为 $10\% + (1 - 10\%) * 20\% = 28\%$ 。

内地企业投资者（如保险等）通过港股通投资香港联交所上市股票取得的股息红利所得，计入其收入总额，依法计征企业所得税，但连续持有H股满 12 个月取得的股息红利所得，可依法免征企业所得税。非H股上市公司若已代扣代缴的股息红利所得税，内地企业投资者自行申报缴纳企业所得税时，可依法申请税收抵免。

估值和盈利1-港股估值横向洼地，股息率高安全垫充足

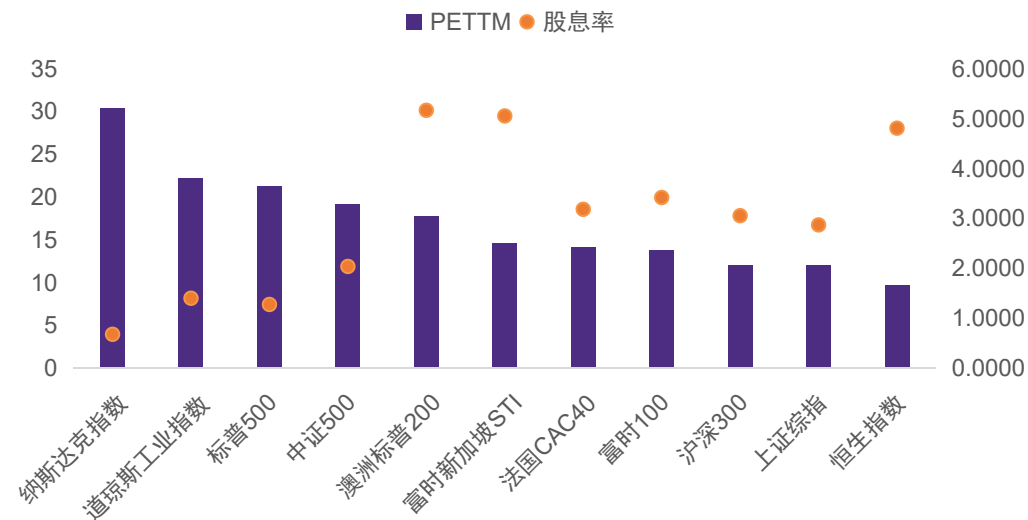
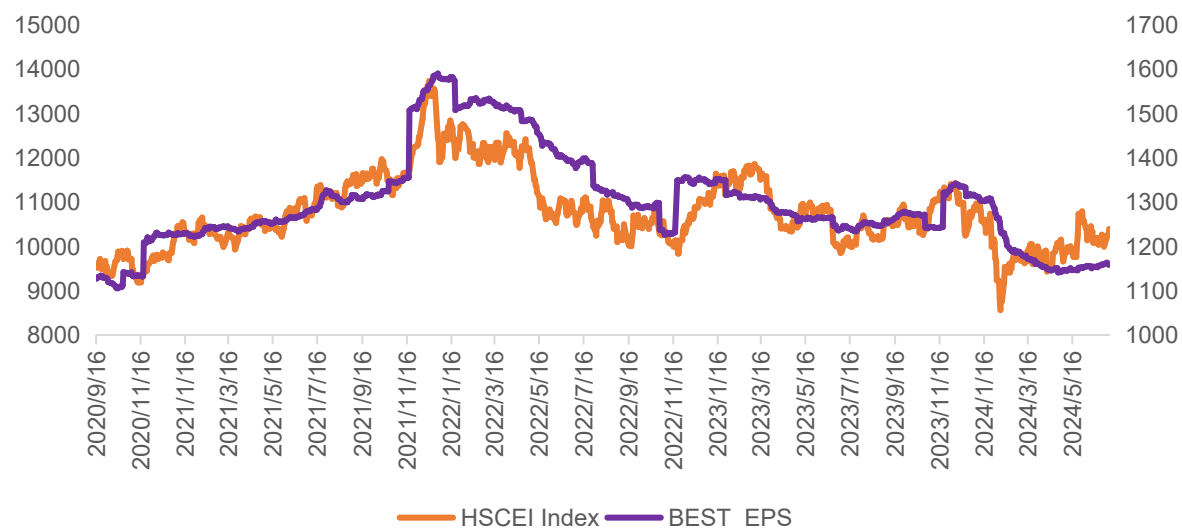
横向对比全球主要宽基估值洼地，股息率高

估值来看，恒生指数pettm9.58倍，处于近10年27.26%极低分位。同时横向对比处于全球主要宽基指数末尾，最为低估，股息率高达4.41安全垫充足。

盈利底部区间

短期盈利预测来看，2023年底上调后，2024年初开始下修至5月见底盘整。后续随着逆周期政策条件发力盈利有望底部回升

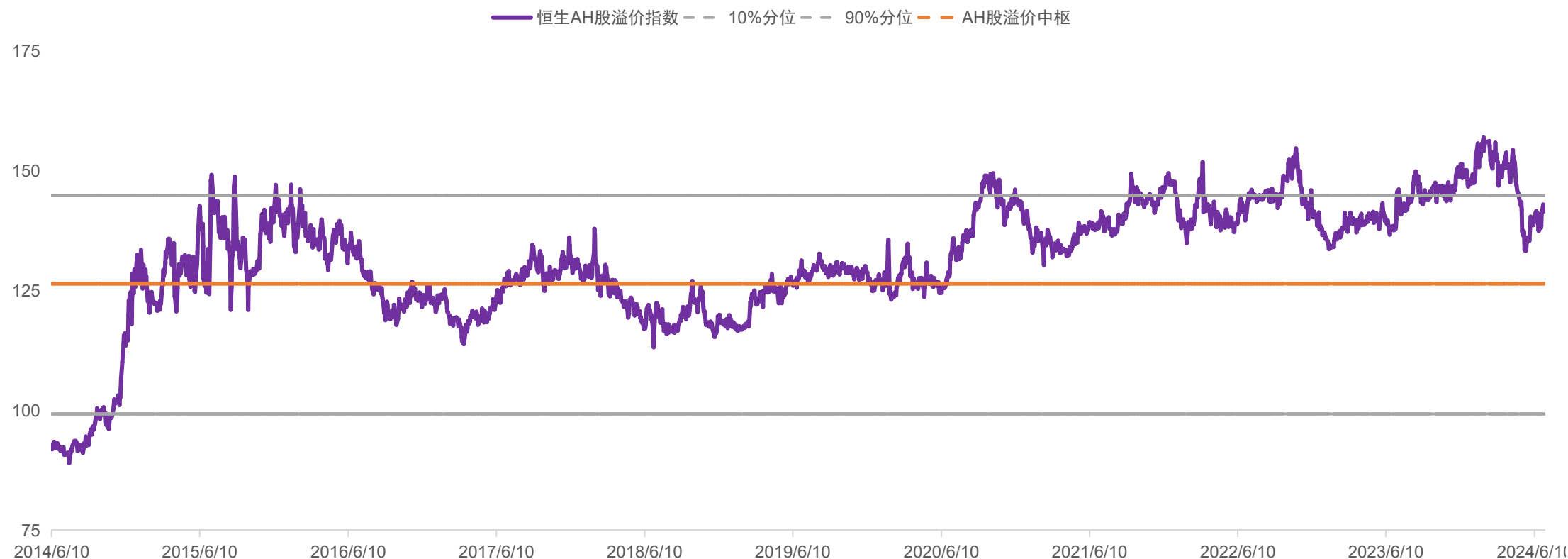
盈利预期（短期）



估值和盈利2-AH溢价指数仍在高位，港股相对便宜

AH溢价指数高位

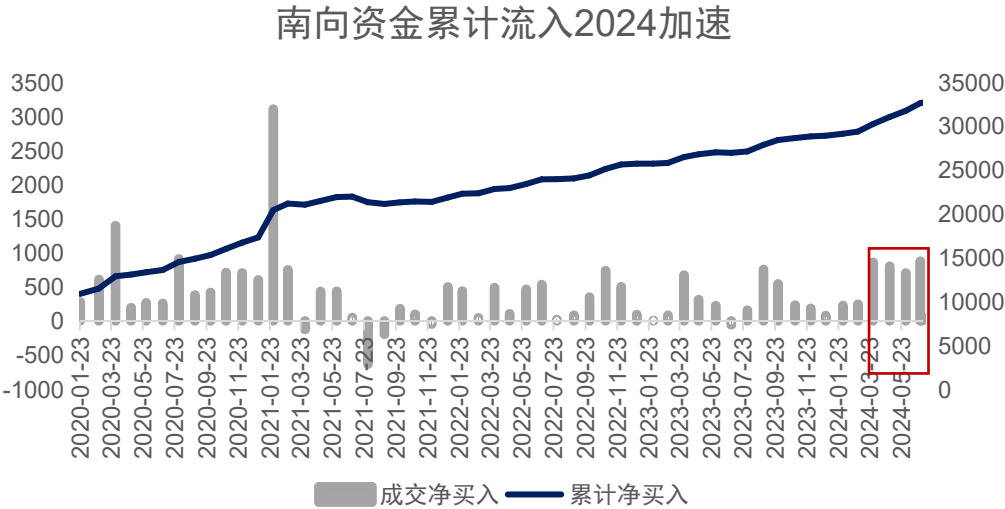
对比估值来看，AH溢价指数141.49，接近历史90%分位水平，H股相对A股估值水平仍在低位。



资料来源：Wind；数据截止：2024/7/5

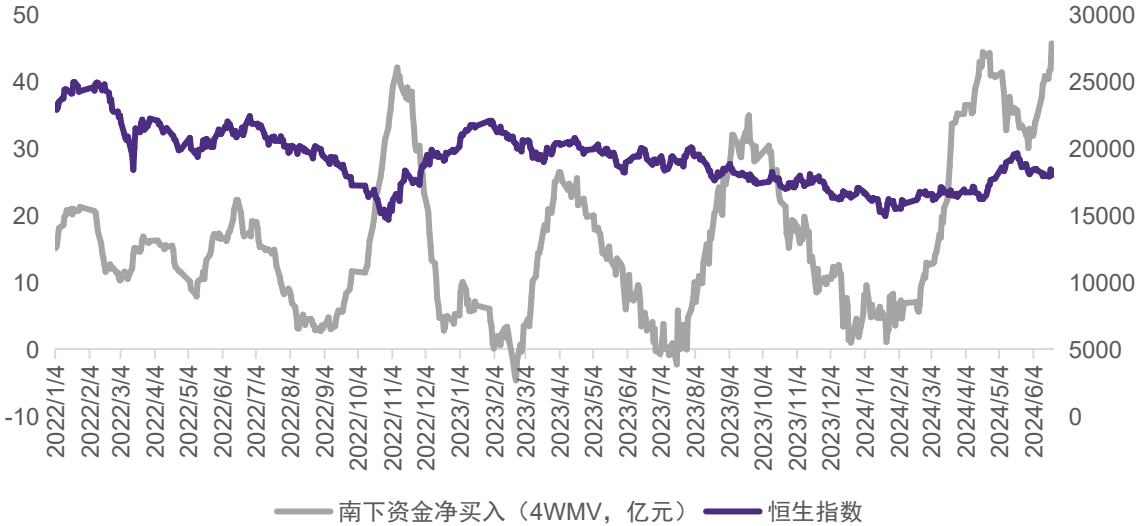
资金面-南向资金2024Q2加速流入

南向资金三月之后明显加速。



资料来源：Wind；数据截止：2024/7/5

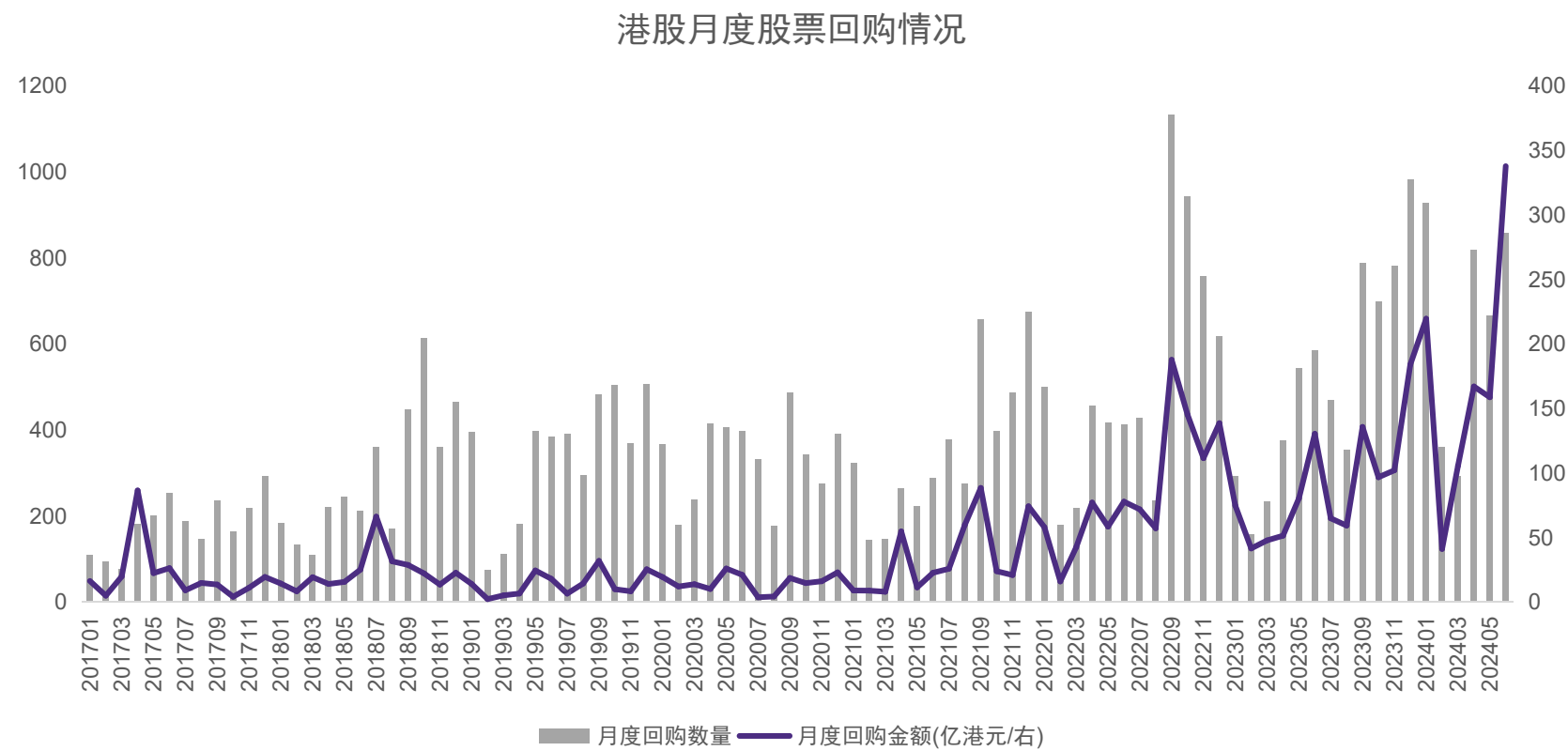
南向资金滚动4w流入金额&恒生指数



资料来源：Wind；数据截止：2024/6/21

资金面- 股票回购高潮6月加速，创历史单月新高

近期港股上市公司回购行为明显加速-6月回购案例数857起，较5月增加193起；回购额337.3亿港元，较5月增加178.91亿港元，再创2017年以来单月新高，明显加速。

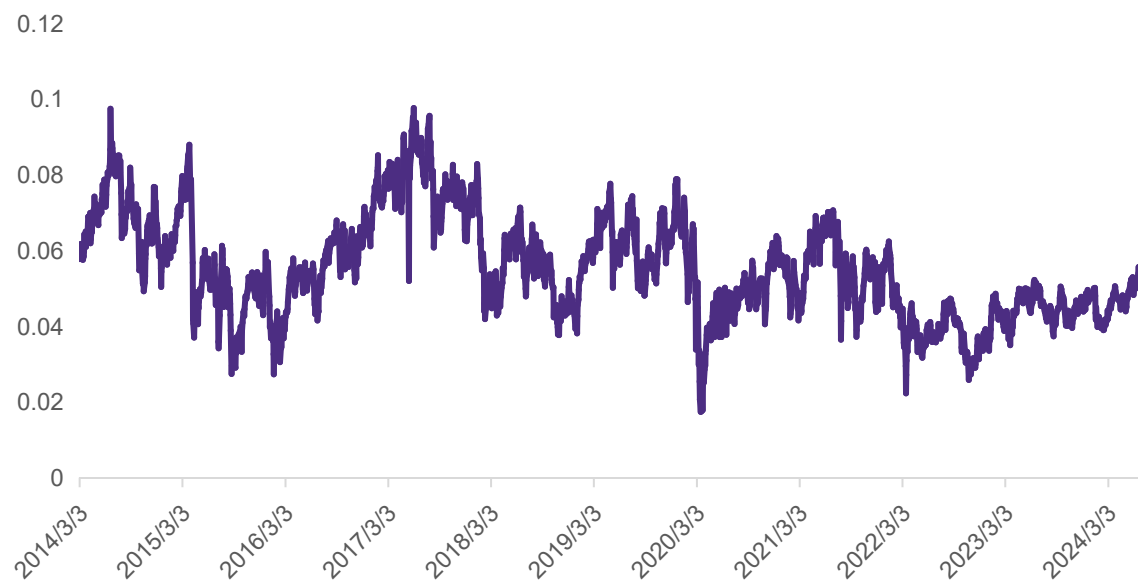


资料来源: bloomberg; 数据截止: 2024/7/5

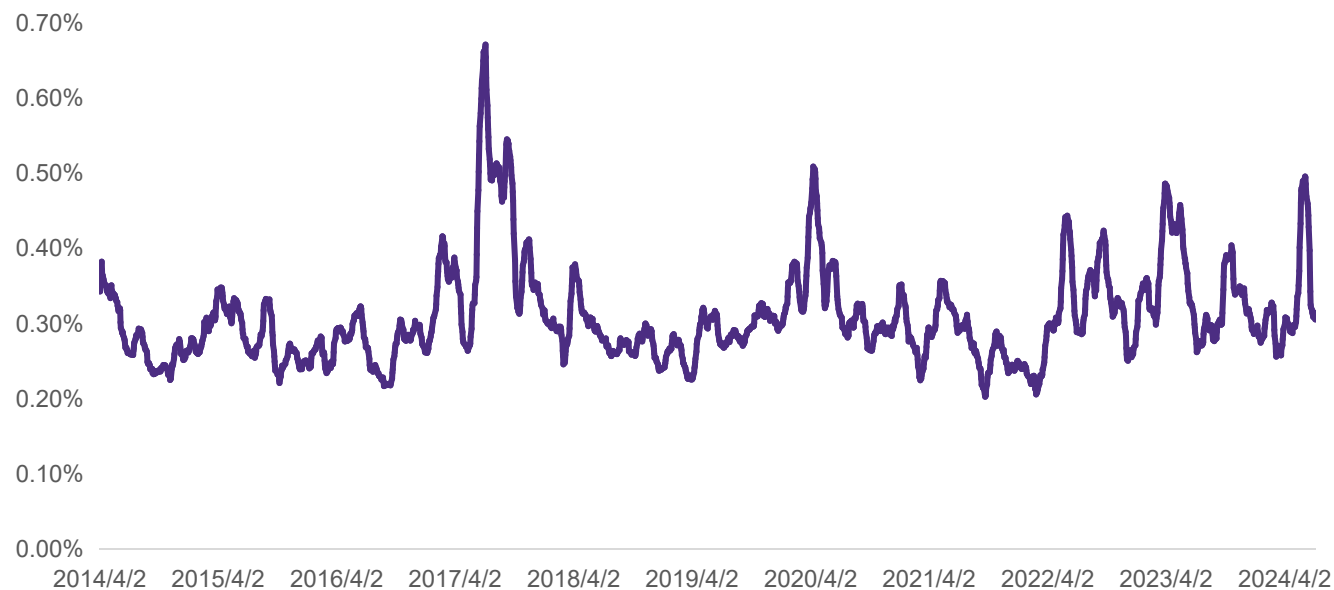
换手率&隐含波动率

换手率六月初抬升后迅速回落，目前回到低位； 隐含波动率走低，目前成交情绪低位

1/隐含波动率

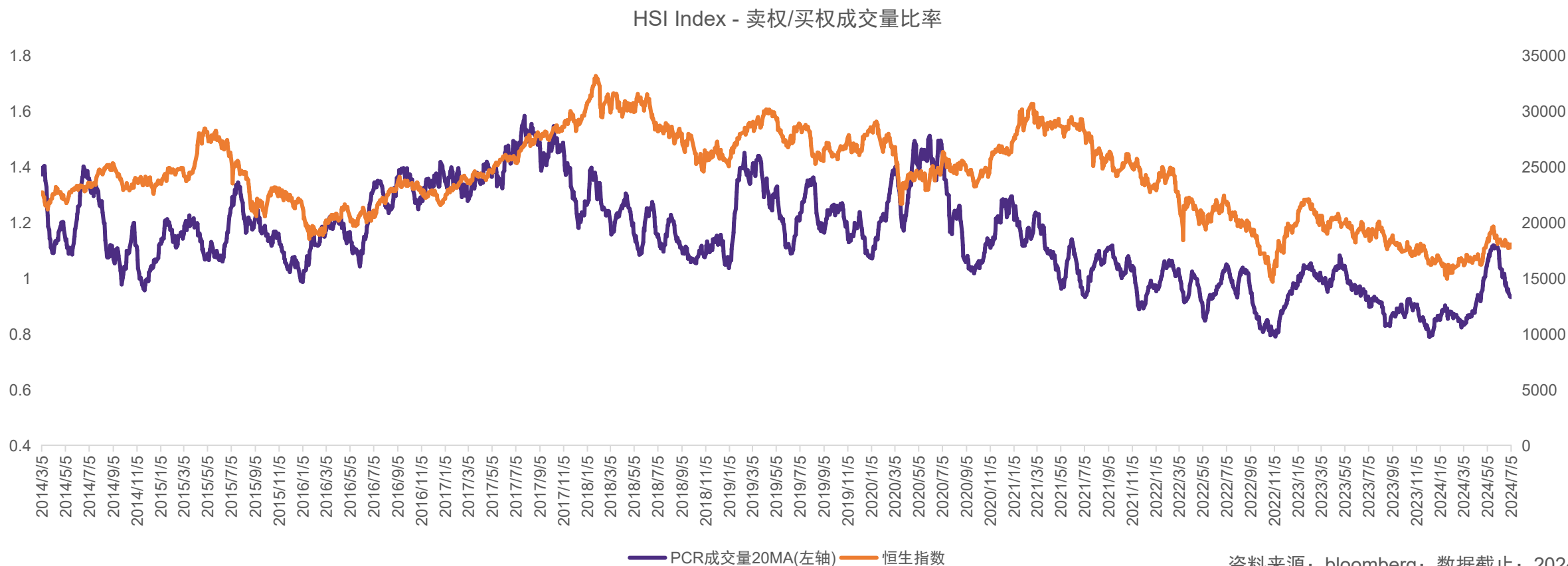


港股主板换手率MA20



PCR-5月底升高后回落，目前市场对下行风险担忧较低

期权Put-Call Ratio成交量通常被视作反映期权市场投资者情绪的指标。当成交量PCR较高时，可能意味着市场情绪偏向悲观，因为相对于看涨期权，更多的投资者在交易看跌期权；相反，当成交量PCR较低时，市场情绪可能偏向乐观



0 2 恒生港股通中国央企 红利指数分析

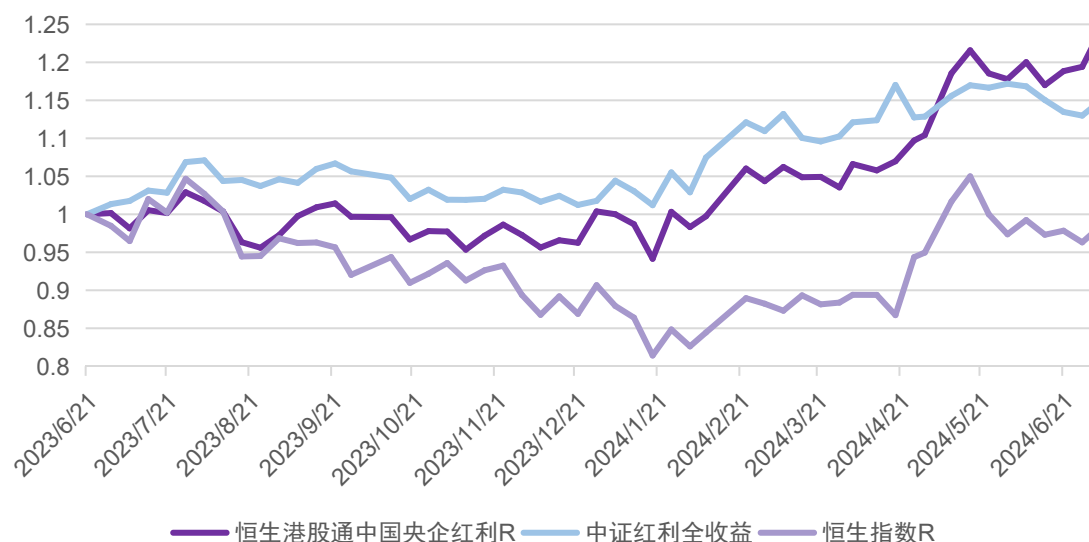
研究创造价值

恒生港股通中国央企红利指数：港股+央企+红利，三Beta合一

指数特性：反映可通过港股通买卖并且第一大股东为内地央企的香港上市且拥有高股息证券的整体表现。

- **选股范畴：**可通过港股通买卖，恒生综合指数成份股中非房地产投资信托基金的上市证券，且其自身或第一大股东（向上穿透后）为央企。
- **高股息：**成分股大多是具有良好盈利能力和稳定现金流的央企，指数表现出较高的股息率和较强的稳定性。
- **历史表现：**与其他红利类指数相比（如中证红利），恒生港股通中国央企红利的收益走势同样体现出了红利类指数的整体特征，指数在今年 2 月以来红利占优时段内整体上行，且四月以来指数的反弹收益突出；与宽基指数相比，恒生港股通中国央企红利表现优秀，考虑分红后全收益优于A股红利，大幅跑赢恒生指数。

近期恒生港股通中国央企红利、中证红利、恒生指数表现对比



资料来源：Wind；数据截止：2024/7/3

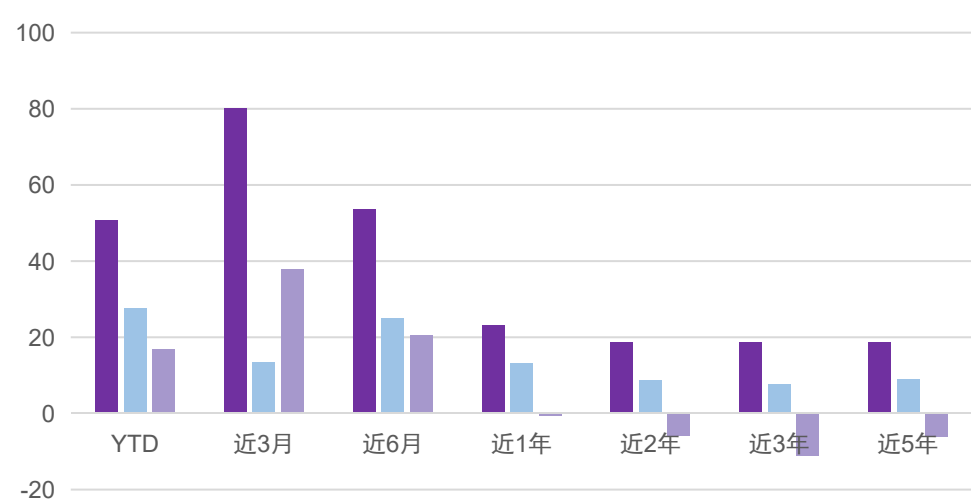
- 今年以来和近一年来看，指数回撤与中证红利指数相近，但夏普比率1.24明显优于中证红利指数0.93：近一年来，指数最大回撤为 11.66%，略高于同期中证红利指数的 9.21%；于此同时，指数不同时间区间的夏普比率均显著高于中证红利指数。
- 自基日以来，与中证红利指数、或宽基指数相比，指数收益表现均较优：截至 2024年 7 月 3 日，近一年+23.12%，指数自基日以来收益，在各时间区间均显著优于中证红利指数、与恒生指数。

指数收益与风险对比

指标名称		恒生港股通中国 央企红利R	中证红利全收益	恒生指数R
近一年	区间年化收益	23.12%	13.22%	-0.63%
	区间年化波动率	18.49%	12.87%	22.46%
	夏普比率	1.24	0.93	-0.02
	最大回撤	-11.66%	-9.21%	-24.60%
今年以来	区间年化收益	50.91%	27.60%	16.79%
	区间年化波动率	20.12%	15.19%	22.31%
	夏普比率	2.57	1.77	0.78

来源：Wind；数据截至：2024/7/3

指数区间年化回报对比



■ 恒生港股通中国央企红利R ■ 中证红利全收益 ■ 恒生指数R

资料来源：Wind；数据截止：2024/7/3

候选资格：

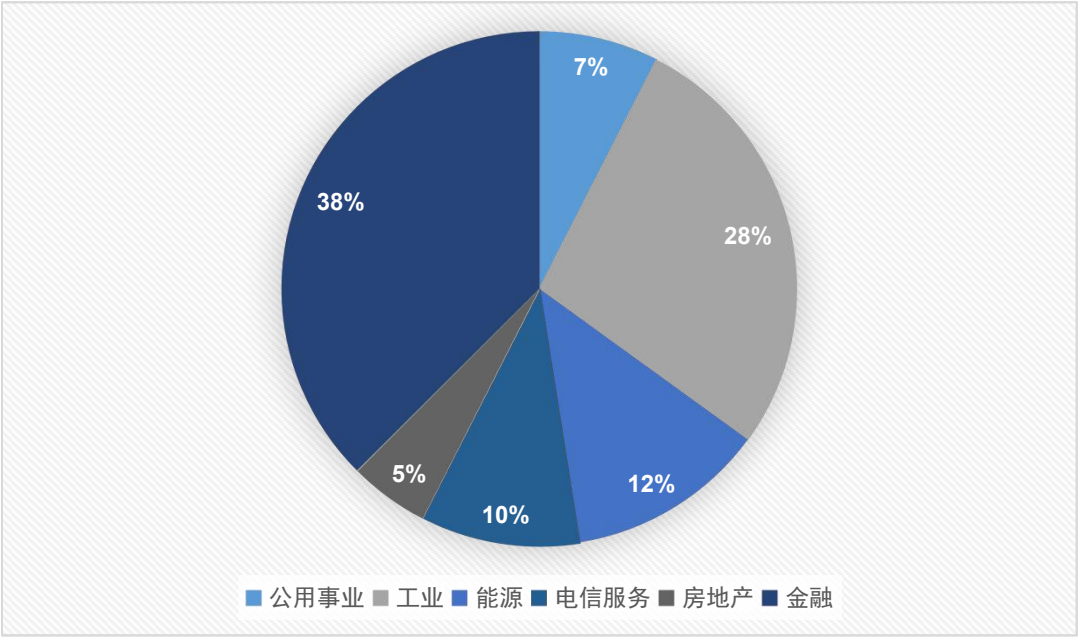
- **分红要求：**连续三个最近财政年度均有现金派息，且最近三个财政年度股息支付率任何一年大于0%且小于或等于100%。
- **股价表现要求：**过去12个月股价下跌超过50%，或股价表现在合资格候选股票中排名最差的10%的证券将被剔除。
- **波动率要求：**最近一年历史波动率（即过去 12 个月至指数检讨截止日期期间的每日对数回报之标准偏差）最高的10%证券将被剔除。
- **上市历史要求：**最少一个月。

挑选准则：

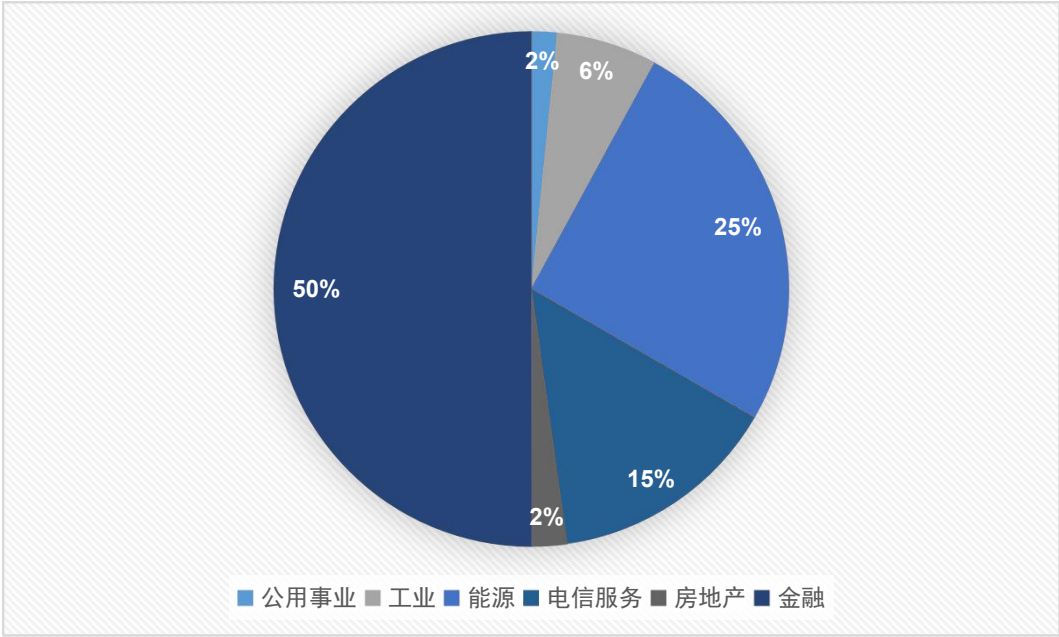
- **选样方法：**过去12个月净股息率排名最高的40只证券会被选为成份股。如证券的净股息率高于7%，则会剔除一次性现金分红后重新检视并计算净股息率。
- **成分股数量&加权方法：**成分股数量固定为40，采用净股息率加权。
- **调整频率：**每年调整一次（数据截至三月底）。

截至2024/7/3，恒生港股通中国央企红利指数的成分股行业分布相对集中于金融、能源、电信服务和工业四个行业。与可比指数中证港股通央企红利（931233）相比，恒生港股通中国央企红利在房地产的个股配置较少。

恒生港股通中国央企红利指数的行业分布（基于成分股数量） 恒生港股通中国央企红利指数的行业分布（基于行业总市值）



资料来源：Wind；数据截止：2024/7/3



资料来源：Wind；数据截止：2024/7/3

恒生港股通中国央企红利指数的成分股普遍为央企国资控股类个股，或由中央国家机关、中央国有企业控制的香港上市股票，其中不乏在内地具有对应上市股票的公司：在全部 40 只成分股中，共有 21 只股票具有对应的内地上市股票。成分股中总市值排名前十的代表性成分股来看，普遍具有对应的 A 股股票，这些对应的 A 股股票股息率普遍在 4%以上，分红水平较高；而恒生港股通中国央企红利指数成分股则进一步强化了股票的高分红属性，股息率普遍在 6%以上。

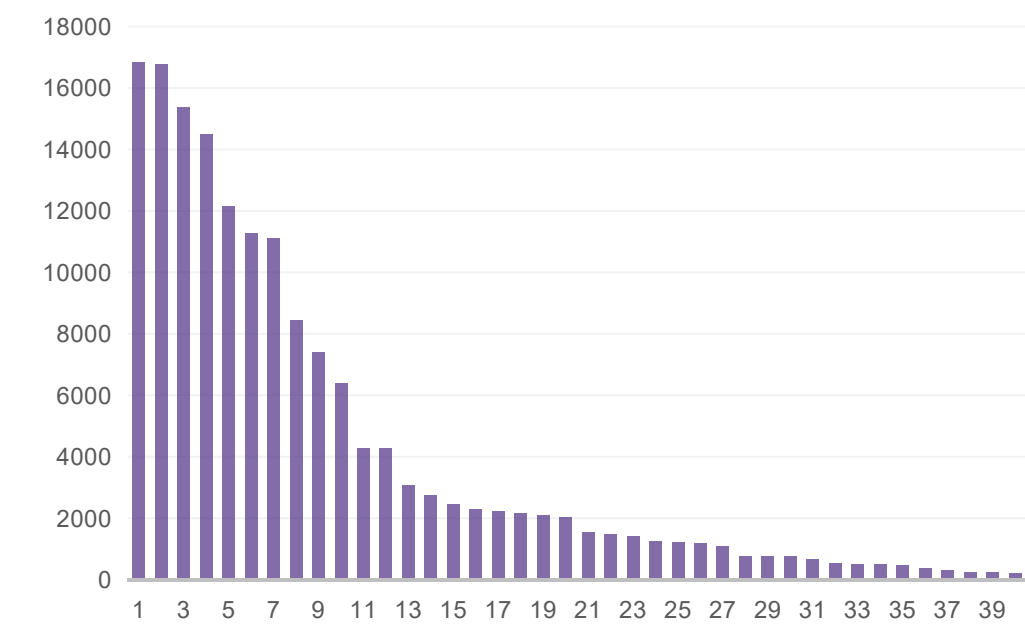
恒生港股通中国央企红利指数总市值靠前的前十大成分股

序号	证券代码	证券简称	总市值（亿）	Wind一级行业	对应A股股票代码	对应A股股票简称	股息率	A股对应股息率
1	0883. HK	中国海洋石油	11,130.62	能源	600938. SH	中国海油	5.34%	3.50%
2	1088. HK	中国神华	7,371.22	能源	601088. SH	中国神华	6.71%	5.64%
3	0857. HK	中国石油股份	15,062.63	能源	601857. SH	中国石油	5.86%	4.16%
4	1898. HK	中煤能源	1,246.31	能源	601898. SH	中煤能源	--	3.25%
5	3988. HK	中国银行	11,363.37	金融	601988. SH	中国银行	6.53%	4.93%
6	0257. HK	光大环境	246.33	工业	--	--	--	--
7	0998. HK	中信银行	2,774.39	金融	601998. SH	中信银行	--	4.25%
8	0939. HK	建设银行	14,650.64	金融	601939. SH	建设银行	7.28%	5.11%
9	3328. HK	交通银行	4,299.81	金融	601328. SH	交通银行	7.10%	4.90%
10	1288. HK	农业银行	12,179.41	金融	601288. SH	农业银行	7.30%	5.14%

来源：Wind；数据截至：2024/7/3

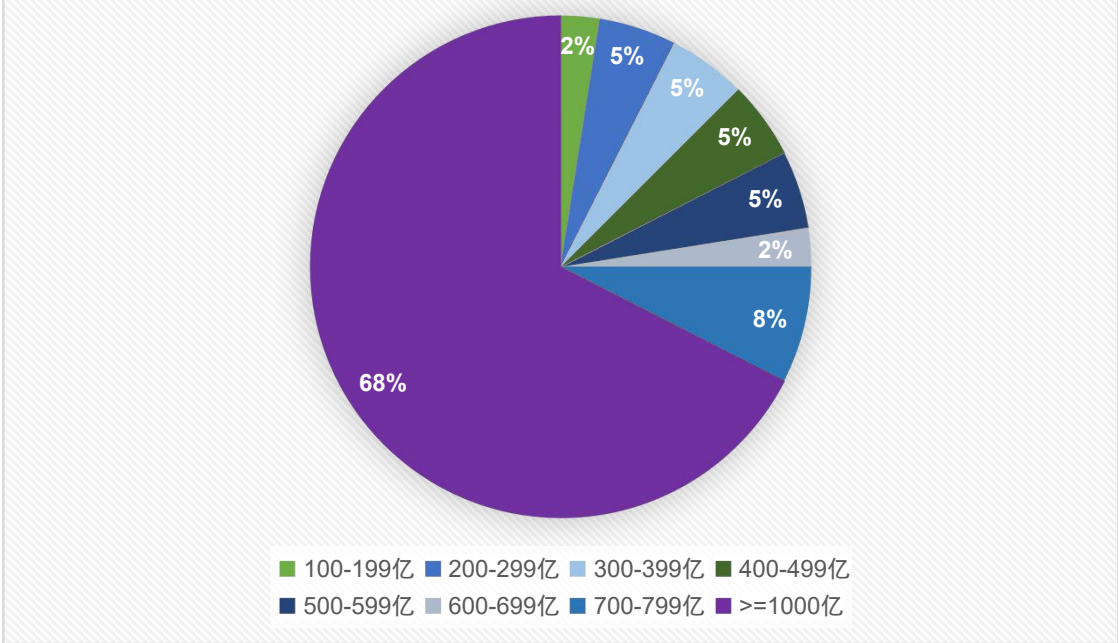
截至 2024/5/17，恒生港股通中国央企红利指数的 40 只成分股的市值分布相对均衡，既有总市值超过 10000 亿港元的大市值个股，也有市值在 200 亿港元以下的小市值股票，多数成分股的市值分布在 500~5000 亿港元范围内。

成分股市值大小排列（单位：亿港元）



资料来源：Wind；数据截止：2024/7/3

恒生港股通中国央企红利指数的成分股市值分布范围统计



资料来源：Wind；数据截止：2024/7/3

恒生港股通中国央企红利股息率高于同类，安全垫充足：由于指数发布于 2023年 6 月 12 日，可用数据较少，我们额外选取中证恒生港股通中国央企红利指数（931233）用作类比，并与中证红利、上证红利指数的股息表现做比较。

可见，港股通红利指数的股息率表现整体高于同期中证红利与上证红利；此外，由于恒生港股通中国央企红利的成分股仅有 40 只（少于含有 50 只成分股的中证港股通央企红利指数）因子具有更强的聚焦高股息率与高分红稳定性的港股股票，指数的股息率也相对更高。

红利类指数股息率对比

近一年股息率	恒生港股通中国央企红利	港股通央企红利	中证红利	上证红利	央企红利
2017/12/31	—	4.82%	3.56%	3.89%	3.91%
2018/12/31	—	4.87%	4.74%	5.00%	4.90%
2019/12/31	—	5.01%	4.26%	4.66%	4.44%
2020/12/31	—	6.70%	4.83%	5.42%	5.09%
2021/12/31	—	7.60%	5.61%	6.02%	5.75%
2022/12/31	—	8.21%	6.61%	7.15%	6.07%
2023/12/31	8.54%	8.27%	6.21%	6.53%	5.69%
2024/7/3	6.64%	6.65%	5.16%	6.20%	5.16%
来源：Wind；数据截至：2024/7/3					

03 华安恒生港股通中国央 企红利ETF

研究创造价值

产品信息：唯一跟踪恒生港股通中国央企红利指数的产品

华安恒生港股通中国央企红利 ETF通过被动的指数化投资管理，目标为紧密跟踪标的指数，追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化。目前，基金市场中仅有华安恒生港股通中国央企红利 ETF 一只产品跟踪恒生港股通中国央企红利指数，且尚无产品跟踪可比指数（如中证港股通央企红利）；而同期中证红利共有 6 只跟踪的 ETF 产品，累计规模达到 125.51 亿元，产品具备高度的稀缺性。（资料来源：iFinD，数据截至：2024/3/31）

华安恒生港股通中国央企红利ETF（场内简称：央企40）基本信息

基金全称	华安恒生港股通中国央企红利交易型开放式指数证券投资基金
基金简称	华安恒生港股通中国央企红利 ETF
基金代码	513920
成立时间	2023年12月20日
基金规模	1.25亿元
基金管理公司	华安基金管理有限公司
基金托管人	中信证券股份有限公司
基金经理	倪斌
跟踪指数名称	恒生港股通中国央企红利指数（经汇率调整）
跟踪指数代码	HSSCS0Y. HK
管理费率	0.50%
托管费率	0.10%

来源：Wind

华安基金管理有限公司成立于 1998 年，是中国证监会批准成立的首批 5 家基金管理公司之一。目前华安基金共管理有 35 只 ETF 产品（含货币型 ETF），全部 ETF 的在管规模合计 2442.25 亿元；其中非货 ETF 规模合计 736.68 亿元，涵盖宽基 ETF、QDII ETF、商品 ETF 等多品种 ETF。（数据来源：基金官网，iFinD，规模数据截至：2024/3/31）

华安基金旗下规模较大的10只ETF

代码	简称	投资类型	基金经理	基金规模（亿元）	基金接管日
511600.SH	货币 ETF	货币市场基金	孙丽娜, 李邦长	1,705.57	2016/9/9
510180.SH	上证 180ETF	被动指数型股票基金	许之彦	194.66	2009/9/5
518880.SH	黄金 ETF	商品型基金	许之彦	161.66	2013/7/18
159949.SZ	创业板 50ETF	被动指数型股票基金	许之彦	159.82	2016/6/30
159632.SZ	纳斯达克 ETF	QDII 股票型基金	倪斌	76.23	2022/7/21
159649.SZ	国开债 ETF	被动指数型债券基金	苏卿云, 林唐宇	46.29	2022/8/8
513880.SH	日经 225ETF	QDII 股票型基金	倪斌	20.53	2019/6/12
513580.SH	恒生科技 ETF 指数基金	QDII 股票型基金	倪斌	14.75	2021/5/20
588290.SH	科创芯片 ETF 基金	被动指数型股票基金	刘璇子	8.81	2022/9/30
513030.SH	德国 ETF	QDII 股票型基金	倪斌	8.54	2018/9/10

来源：iFinD

基金经理简介：倪斌先生在管多只产品经验丰富

倪斌先生：硕士研究生，曾任毕马威华振会计师事务所审计员。2010 年 7 月加入华安基金，历任基金运营部基金会计、指数与量化投资部数量分析师、基金经理助理，现任共计 20 只基金的基金经理，其中包含 11 只 ETF 产品；所管 ETF 产品包括华安纳斯达克 100ETF、华安恒生科技（QDII-ETF）等 QDII 类 ETF 产品，以及华安中证申万食品饮料、华安中证全指公司 ETF 等主题型 ETF 产品，管理产品经验丰富，目前在管规模合计 200.11 亿元。

倪斌先生在管部分产品的基本信息

基金代码	基金简称	任职日期	基金规模(亿元)	任职以来年化收益率
159632. SZ	华安纳斯达克 100ETF (QDII)	2022/7/21	76.23	25.99%
040046. OF	华安纳斯达克 100ETF 联接(QDII)A	2018/9/10	37.93	17.77%
513880. SH	华安日经 225ETF	2019/6/12	20.53	5.09%
513580. SH	华安恒生科技 ETF	2021/5/20	14.75	-18.56%
513030. SH	华安德国 (DAX)ETF	2018/9/10	8.54	4.98%
159688. SZ	华安恒生互联网科技业 ETF (QDII)	2023/1/17	4.1	-13.54%
516660. SH	华安中证新能源汽车 ETF	2021/2/3	3.27	-10.93%
160416. SZ	华安标普全球石油指数 (LOF) A	2018/9/10	3.23	8.80%
513080. SH	华安法国 CAC40ETF	2020/5/29	3.08	13.72%
513920. SH	华安恒生港股通中国央企红利 ETF	2023/12/20	1.25	48.46%

来源：iFind

- 1.数据全部来自公开市场数据，市场环境出现巨大变化模型可能失效。基金过往业绩并不预示其未来表现，亦不构成投资收益的保证或投资建议。
- 2.本报告期内模拟组合主要用于跟踪华鑫金工组在基金配置策略上的组合表现，仅代表相应报告研究成果，不代表投资建议，不保证投资收益。

吕思江：量化和基金研究首席，数学博士，2022年3月加入华鑫证券研究所。9年量化和基金研究经验，覆盖各类定量策略，尤其擅长定量资产配置、行业风格轮动、FOF和基金投顾策略研究。

马晨：南加州大学金融工程硕士，上海财经大学金融工程学士，2022年3月加入华鑫证券研究所，主要覆盖FOF和基金定量研究方面内容。

黄子轩：格拉斯哥大学硕士，2022年3月加入华鑫研究所。

武文静：上海财经大学硕士，2023年7月加入华鑫研究所。

刘新源：哥伦比亚大学硕士，2023年10月加入华鑫研究所。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

研创造价值