



战略数据研究 | 深度报告

# AH 溢价率的缘来和 H 股溢价背后

## 报告要点

港股行情能否持续？当下部分投资者对于港股“过热”产生了担忧，基于的佐证之一就包括今年 6 月 11 日，恒生沪深港通 AH 股溢价指数创下 5 年来新低，相较 2024 年年末下跌幅度超过 10%，以及今年 5 月份以来部分标的例如宁德时代、招商银行的 H 股相较于 A 股存在溢价。根据 AH 溢价率是否能对港股进行有效择时？本篇从 AH 溢价率的计算逻辑出发，复盘历史上 AH 溢价率中枢的变化，并以历史上 H 股相较于 A 股溢价标的为案例，对当下 AH 溢价率的指示性进行分析。

## 分析师及联系人



陈洁敏

SAC: S0490518120005

SFC: BUT348

# AH 溢价率的缘来和 H 股溢价背后

## AH 溢价如何计算？其形成合理吗？

**AH 溢价率**衡量同时在内地和香港上市的公司中，A 股股价相对 H 股股价的溢价程度。衡量的是一公司股票在不同市场的价差，主要反映流动性差异、投资者结构差异、税收政策差异等因素。其存在的核心原因是 A 股和港股市场不能直接相互流通，而港股容易产生折价的背后，与港股流动性相对更弱、交易费率更高、机构参与程度深、税率机制等有关。在考虑 AH 溢价率是否具备参考性时也要注意其定义背后只代表部分 AH 同时上市个股的估值折溢价情况，简单以 AH 溢价率作为港股择时指标或有失偏颇。

## AH 溢价率中枢变化的背后

**拐点一：2014 年-2015 年阶段，陆港开通通下，外资持有中国资产渠道扩容**

2014 年年末沪港通和深港通的相继开通给 A 股和港股市场都带来较大的变化，外资以前只能通过 QFII 或者港股市场来配置中国资产交易，而此后，北上渠道成为外资进入中国市场的重要补充方式，但是某种层面上也对于港股的外资流入产生了一定的分流。

**拐点二：2019 年-2020 年，外资流入放缓同时，持有中国资产产业结构审美变迁**

2019-2020 年期间，AH 溢价率中枢进一步抬升，背后主要原因一方面来自于**外资对于中国资产优选上的结构变化**，伴随着部分中概股回港股市场上市，外资选择性增加，逐渐减少对 AH 两地同时上市的传统经济标的配置；另一方面，受到 2018 年贸易摩擦、全球流动性紧缩及公共卫生事件等影响，**2020-2021 年往后，外资流入中国市场资金逐渐减少**。

## 历史上的 H 股相较于 A 股的溢价

虽然 AH 溢价率整体来看，一直呈现 A 股溢价状态，但是历史上也有阶段部分 A 股相较于对应港股呈现折价。复盘来看，历史阶段例如 2014-2015，以及 2016-2018 年期间，均有过港股相较于 A 股公司溢价的情况出现，具体分析来看，不同阶段下的溢价标的都具备一定共同特征：

- 1) 所在行业较为符合当时国内市场经济产业发展趋势，多为阶段内优势产业；
- 2) 个股均为所在行业内龙头标的，盈利质地较好，市场份额占比高；
- 3) 相较于 A 股上市流通盘，对应港股流通盘一般较小。

## 风险提示

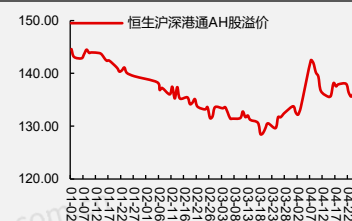
- 1、本文统计均是基于历史数据并不代表未来表现；
- 2、政策不达预期风险；
- 3、模型失效风险；
- 4、本文涉及个股均是复盘梳理不代表推荐。

请阅读最后评级说明和重要声明

## 指数名称及代码

恒生沪深港通 AH 股溢价率 HSAHP.HI

## 指数走势



资料来源：长江证券研究所

## 相关研究

- 《大小盘、成长价值维度看，海外主动基金能否跑赢基准？》2025-05-22
- 《近期市场关注的几个资金面问题：平准基金、增持回购及南下资金流入特征》2025-04-28
- 《港股超额行情复盘之 AH 红利择时篇》2025-04-03



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 目录

AH 溢价中枢的缘来和演绎 .....	6
AH 溢价如何计算？其形成合理吗？ .....	7
AH 溢价中枢变化的背后 .....	9
历史上的 H 股相较于 A 股溢价 .....	14
2014 年：金融地产类港股多有溢价 .....	14
2017 年：部分港股周期类受益于经济基本面强劲表现 .....	17
风险提示 .....	21

## 图表目录

图 1：A 股和港股收益差异背后的可能影响因素 .....	6
图 2：港股创新药指数行情大幅上行背景下，PE-TTM 仍处于过去 10 年 50 分位以下，基本面盈利支撑较好 .....	6
图 3：今年 5 月 8 日以来，1 个月及隔夜 HIBOR（香港银行同业拆借利率）出现快速下跌 .....	7
图 4：当下 AH 两地同时上市个股分行业数量及溢价率平均情况 .....	8
图 5：2010 年以来长周期维度看，AH 溢价率中枢有所抬升 .....	8
图 6：股票市场交易互联互通机制的里程碑，起点在 2014 年年末 .....	9
图 7：从 2014 年年末开始，AH 溢价率显著扩张 .....	10
图 8：同期，北上资金在 2014 年末到 2015 年年中大幅净流入（亿元） .....	10
图 9：2014-2015 年港股分行业 AH 溢价率比较（%） .....	10
图 10：北向资金在 2017-2020 年期间在金融地产、消费上配置权重下滑，增加制造配置 .....	11
图 11：2019-2020 年平均溢价率（%）比较来看，资讯科技业、工业溢价率扩张幅度较低 .....	11
图 12：2019 年和 2020 年各行业外资持仓比例，非必需性消费持仓上升，其余悉数下滑 .....	12
图 13：2019-2020 年期间以国际中介持股量变化进行测算下的外资净流入量（亿港币） .....	12
图 14：2019-2024 年区间南下资金成交净买入和累计净买入量（亿元） .....	13
图 15：2024 年下半年港股总共 18 只标的相较于对应 A 股有一定溢价 .....	14
图 16：2014-2015 年金融周期驱动主要由政策转向，预期驱动（工业增加值：%） .....	15
图 17：港股通开通后南下资金通过沪港通大幅净流入（亿港币） .....	15
图 18：以公募重仓港股为代表，在 2015 年阶段公募重仓中金融占比较高 .....	16
图 19：主动权益基金重仓与行业流通市值占比来看，银行、非银等在 2014 年年末迎来了一波大幅低配后的配置比例提升 .....	16
图 20：银行板块 PB-ROE 演绎路径，2012-2014 期间整体 PB 下行幅度较深（ROE 单位%） .....	17
图 21：中国制造业 PMI 在 2016-2017 年大部分时间内位于荣枯线以上 .....	17
图 22：2016 年开始 PPI 同比进入阶段性上行区间 .....	18
图 23：2016-2017 年期间美国进入补库存周期，进口增速上行 .....	18
图 24：中国经济超预期时港股弹性多强于 A 股 .....	19
图 25：五大大类风格 ROE-TTM（%）变化 .....	19
图 26：几大周期板块及海螺水泥为代表的 ROE（%）变化 .....	20
图 27：以海螺水泥为例，看外资持股比例变化，2016-2017 年外资持股占比（%）不断抬升 .....	20

表 1: A 股和港股交易机制、限制和费用等比较 .....	8
表 2: 2019-2021 年期间的互联网反垄断相关指导意见和政策文件 .....	13



## AH 溢价中枢的缘来和演绎

在报告《港股超额行情复盘之 AH 红利择时篇》中我们总结梳理过，A 股和港股市场价差来源，可以归结于**基本面、产业结构、流动性、投资者结构和交易制度**等五大维度。

图 1：A 股和港股收益差异背后的可能影响因素



资料来源：长江证券研究所

当下对于港股定价上行起主要作用的是在**相对稳定的国内经济、政策大背景下，港股优势产业强劲基本面以及短期 HIBOR 利率下行带来的流动性上显著改善**，对于主要的参与者外资和南下资金而言，港股的成长股和高股息都相较于各自本土市场有一定程度上的相对配置优势。

图 2：港股创新药指数行情大幅上行背景下，PE-TTM 仍处于过去 10 年 50 分位以下，基本面盈利支撑较好

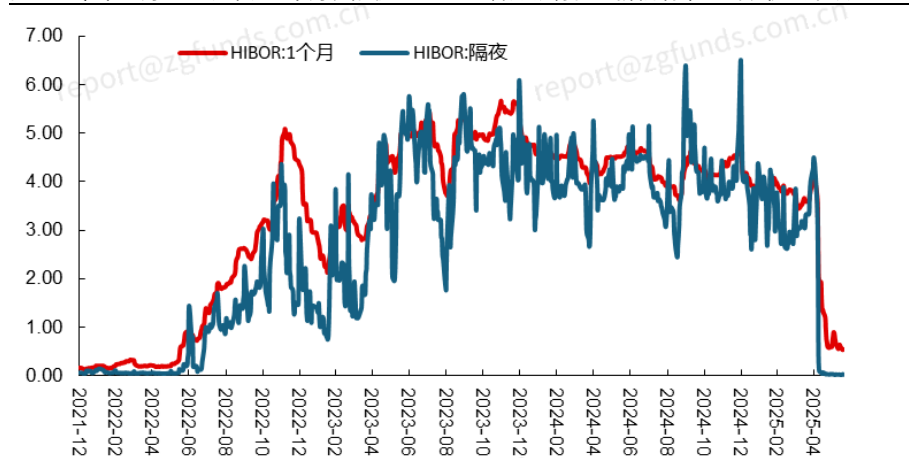


资料来源：Wind，长江证券研究所；数据截止于 2025-06-20。

今年 5 月 8 日以来，受美元走弱、港币快速升值的影响，1 个月及隔夜 HIBOR（香港银行同业拆借利率）出现快速下跌。同时，去年到今年南下资金大量流入香港股市，对港

元的兑换需求显著增加。各类因素叠加促使香港金融管理局于 5 月当月多次向市场注入流动性，短期港币流动性充沛下，拆借利率大幅下行。

图 3：今年 5 月 8 日以来，1 个月及隔夜 HIBOR（香港银行同业拆借利率）出现快速下跌



资料来源：Wind，长江证券研究所；数据截止于 2025-06-18。

但是港股行情能否持续？当下部分投资者对于港股“过热”产生了担忧，基于的佐证之一就包括今年 6 月 11 日，恒生沪深港 AH 股溢价指数创下 5 年来新低，相较 2024 年年末下跌幅度超过 10%，以及今年 5 月份以来部分标的例如宁德时代、招商银行的 H 股相较于 A 股存在溢价。根据 AH 溢价率是否能对港股进行有效择时？本篇从 AH 溢价率的计算逻辑出发，复盘历史上 AH 溢价率中枢的变化，并以历史上 H 股相较于 A 股溢价标的为案例，对当下 AH 溢价率的指示性进行分析。

## AH 溢价如何计算？其形成合理吗？

**AH 溢价率**衡量同时在内地和香港上市的公司中，A 股股价相对 H 股股价的溢价程度。其核心逻辑是同一公司股票在不同市场的价差，主要反映流动性差异、投资者结构差异、税收政策差异等因素。

A 股对 H 股溢价率计算：

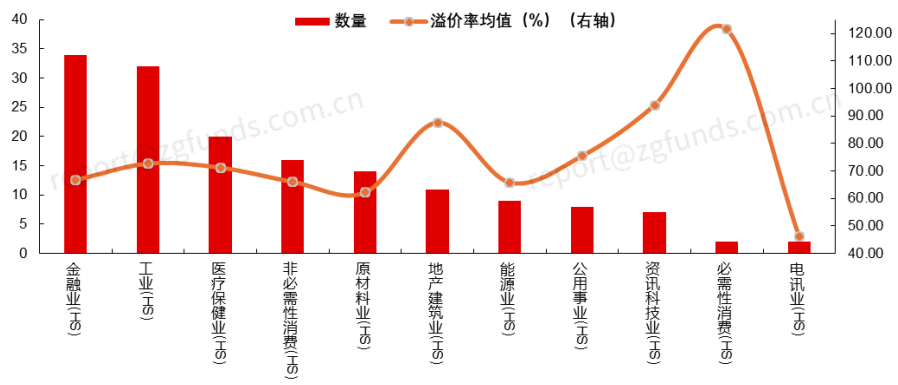
溢价率=((A 股股价 (人民币) - H 股股价 (人民币)) / H 股股价 (人民币))

示例：A 股股价 10 元人民币，H 股股价按照汇率换算后 8 元人民币（已汇率换算），则溢价率=((10-8)/8= 25%)。

因此，需要注意的有以下几点：

- 1、AH 溢价率只刻画市场 160 余个个股的表现，且结构上看，主要是传统金融、周期板块占比为主，无法对当下新消费、科技类板块的港股估值对标 A 股的估值情况进行有效反映。

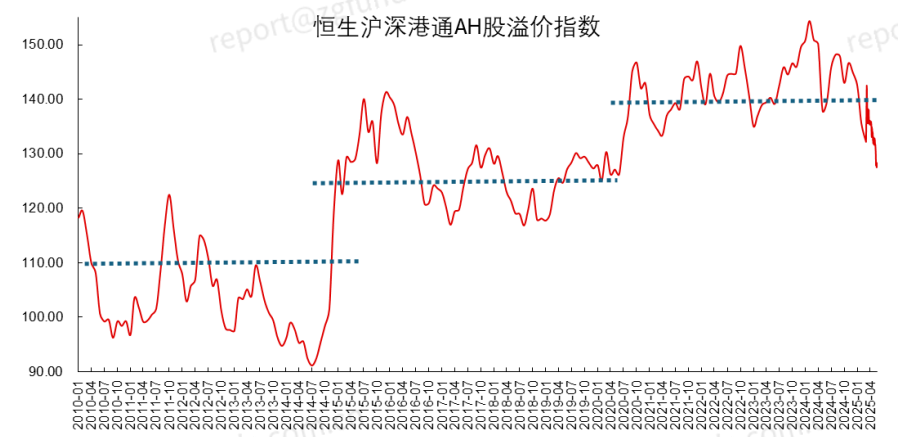
图 4：当下 AH 两地同时上市个股分行业数量及溢价率平均情况



资料来源：Wind，长江证券研究所；数据截止于 2025-06-18。

## 2、拉长来看，过去 AH 溢价率中枢有逐步抬升趋势，AH 溢价创新高普遍针对的是近三到五年周期维度。

图 5：2010 年以来长周期维度看，AH 溢价率中枢有所抬升



资料来源：Wind，长江证券研究所；数据截止于 2025-06-17。

为何大部分情况下 AH 都存在价差且溢价率都是为正呢？核心因素是 A 股和港股市场不能直接相互流通，而港股容易产生折价的背后，与篇首提到的港股与 A 股在交易制度、投资者结构和流动性差异有关。

表 1：A 股和港股交易机制、限制和费用等比较

市场	交易时间	交易机制	交易限制	交易单位	交易费用
港股	早市：9:30 – 12:00 午市：13:00 – 16:00 收市竞价时段： 16:00 – 16:10	T+0 交易 T+2 交收：当日买入当日卖出；成交后第二个交易日完成资金与股票清算	冷静期制度：若 5 分钟内价格波动超 ±10%，触发 5 分钟冷静期，期间交易限于指定价格范围	每手股数不固定；碎股只可卖出不可买入，由特殊市场交易	印花税：双边 0.1% 证监会交易征费：双边 0.0027% 会财局交易征费：双边 0.0015% 交易费：双边 0.00565% 过户费（卖方支付）：2.5 港币
A 股	上午：9:30 – 11:30 下午：13:00 – 15:00 盘后固定价格交易时段： 15:05 – 15:30	T+1 交易：当日买入需次日卖出；资金 T+1 可用（卖出当日可用，转出需次日）	涨跌幅机制：主板/中小板 ±10%；ST 股 ±5%；科创板/创业板 ±20%后价格锁定（新股上市前 5 日无限制）	统一 100 股/手	印花税（仅卖方支付）：0.05% 经手费：双边 0.00341% 过户费：双边 0.01% 征管费：双边 0.02%

资料来源：上交所，港交所，长江证券研究所



- (1) **交易制度差异**: A 股有涨幅限制、实行 T+1 交易制度, 且退市个股相对来说较少, 使得个股估值大多有一定安全边际; 港股理论上没有涨跌幅限制, 实行 T+0 交易制度, 做空交易更加普遍, 相对而言定价更为市场化。
- (2) **市场流动性差异**: A 股个人投资者占比相对更高, 且交易费率更低, 市场流动性充沛; 而港股成交量小, 换手率相对低, 使得投资者需要更高的回报以补偿流动性风险。
- (3) **投资者结构差异**: 港股作为中国离岸市场的特殊定位, 使得其资金面暴露风险更大, 无论对于南下资金还是外资而言, 当面临本土市场波动时, 容易优先考虑降低港股配置。
- (4) **税收政策**: 就 AH 两地上市中权重占比比较高的红利股而言, 内地个人投资者和基金投资港股时有 20% 红利税, 使得对应的 A 股天然相对于港股存在 25% 的溢价。

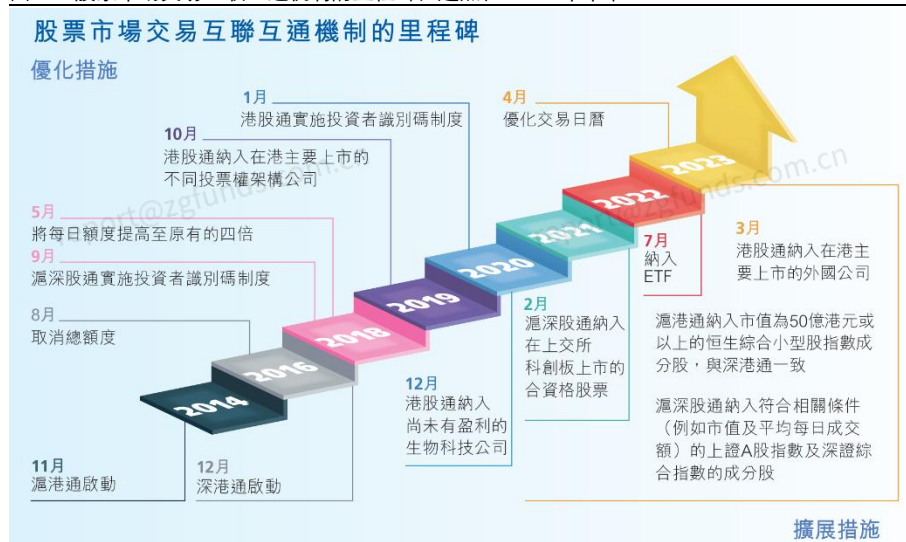
从 AH 中枢定价角度变化复盘来看, 也与上述因素息息相关。

## AH 溢价中枢变化的背后

### 拐点一: 2014 年-2015 年阶段, 陆港通开通下, 外资持有中国资产渠道扩容

2014 年年末沪港通和深港通的相继开通给 A 股和港股市场都带来较大的变化, 外资以前只能通过 QFII 或者港股市场来配置中国资产交易, 而此后, 北上渠道成为外资进入中国市场的重要补充方式, 但是某种层面上也对于港股的外资流入产生了一定的分流。

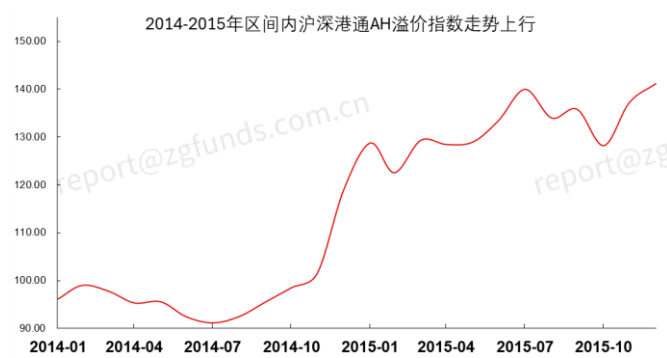
图 6: 股票市场交易互联互通机制的里程碑, 起点在 2014 年年末



资料来源: 港交所, 长江证券研究所

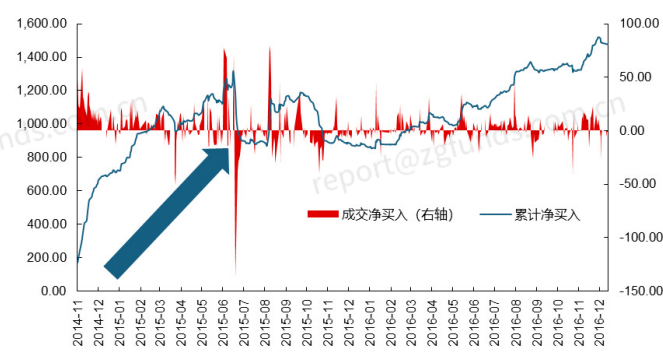
2015 年年中 AH 溢价率到达 2010 年以来的相对高分位。

图 7：从 2014 年年末开始，AH 溢价率显著扩张



资料来源：Wind，长江证券研究所

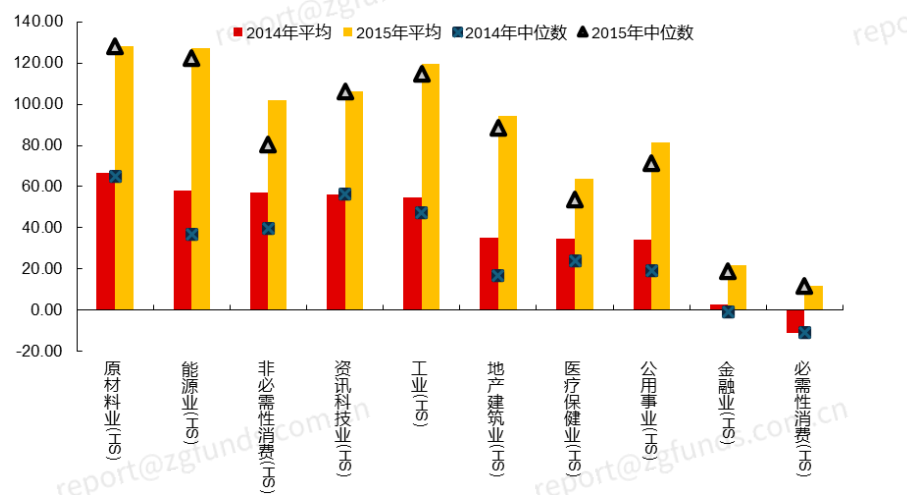
图 8：同期，北上资金在 2014 年年末到 2015 年年中大幅净流入（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

整体来看，基本所有行业 2015 年年中 AH 溢价率相较于 2014 年年末有显著扩张；分行业比较，金融、必需性消费等板块，从 2014 年的 H 股溢价也转为一定程度的折价，而原材料、能源、工业等在 2015 年 AH 溢价率排名靠前。

图 9：2014-2015 年港股分行业 AH 溢价率比较（%）



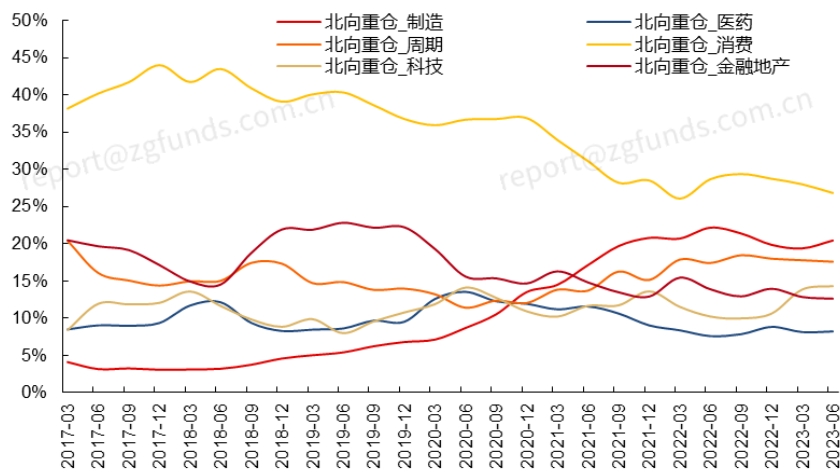
资料来源：Wind，长江证券研究所

## 拐点二：2019 年-2020 年，外资流入放缓同时，持有中国资产产业结构审美变迁

2019-2020 年期间，AH 溢价率中枢进一步抬升，背后主要原因一方面来自于外资对于中国资产优选上的结构变化，伴随着部分中概股回港股市场上市，外资选择性增加，逐渐减少对 AH 两地同时上市的传统经济标的的配置；另一方面，受到 2018 年贸易摩擦、全球流动性紧缩及公共卫生事件等影响因素影响，2020-2021 年往后，外资流入中国市场资金逐渐减少。

- 1、从北向数据可以一窥外资对于中国资产审美的变化，2019-2020 年以来，随着国内新能源产业的发展，北向资金从前期传统的金融地产、消费配置切换到以新能源为代表的制造业，而反映 AH 溢价率的个股中金融地产和必选消费等占比较大。

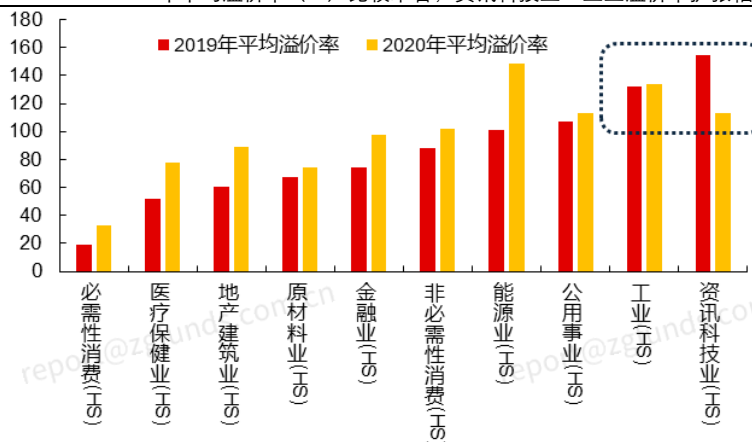
图 10：北向资金在 2017-2020 年期间在金融地产、消费上配置权重下滑，增加制造配置



资料来源：Wind，长江证券研究所

直接进行分板块溢价率比较，工业、资讯科技业也是属于 2019-2020 年溢价率扩张幅度较低，甚至科技板块整体溢价率有所收窄，也从侧面反映了港股资金在行业结构偏好上的一些变化。

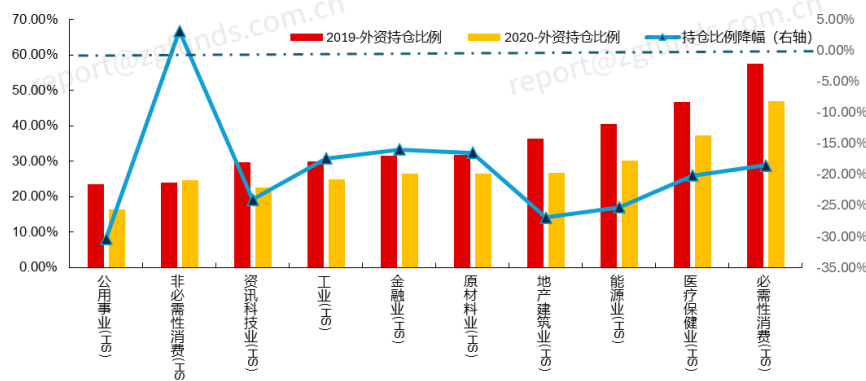
图 11：2019-2020 年平均溢价率（%）比较来看，资讯科技业、工业溢价率扩张幅度较低



资料来源：Wind，长江证券研究所

2、直接跟踪外资在港股市场净流入和持股比例的变化，整体在 2020 年阶段开始呈现净流出；

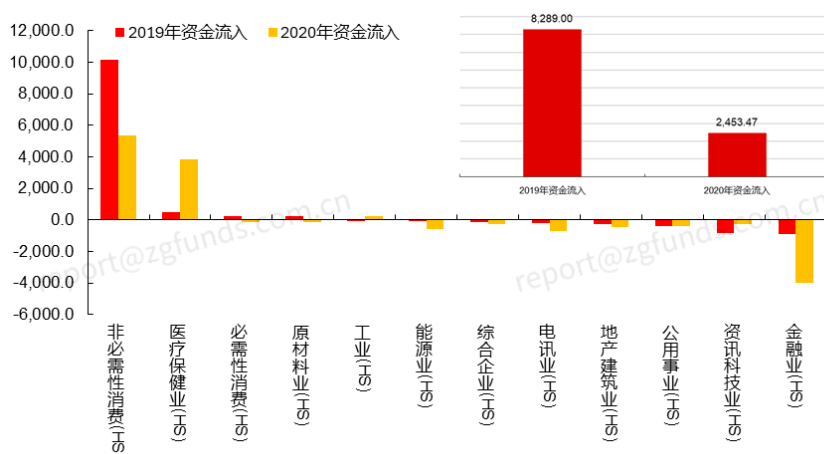
图 12：2019 年和 2020 年各行业外资持仓比例，非必需性消费持仓上升，其余悉数下滑



资料来源：Wind，长江证券研究所

基于港股市场中国际中介持股量变化估算的外资资金流显示 2020 年外资整体净流入幅度大幅下滑，分行业看，在港股金融、电讯、能源三大行业上净流出靠前；在非必需性消费上有大幅资金净流入，个股维度看海底捞、美团-W 等标的在 2019-2020 期间有持续外资资金增持，而对应的标的大多数在 A 股并未同时上市，对于 AH 溢价率没有支撑。

图 13：2019-2020 年期间以国际中介持股量变化进行测算下的外资净流入量（亿港元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

3、2019 年以来的互联网反垄断等政策影响下，对于港股优势科技板块产生了一定冲击，南下资金净流入量也一定程度上受到影响。

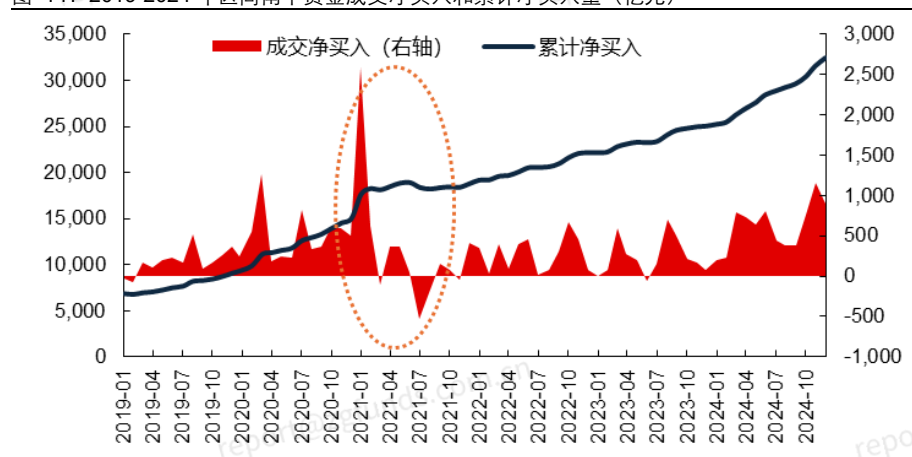
表 2：2019-2021 年期间的互联网反垄断相关指导意见和政策文件

2019-08-01	《国务院办公厅关于促进平台经济规范健康发展的指导意见》指出，国家市场监督管理总局负责制定出台网络交易监督管理有关规定，依法查处互联网领域滥用市场支配地位限制交易、不正当竞争等违法行为，严禁平台单边签订排他性服务提供合同，保障平台经济相关市场主体公平参与市场竞争。
2020-01-02	《〈反垄断法〉修订草案（公开征求意见稿）》发布，这是自 2008 年正式实施起的首次修订，增设对互联网经营者市场支配地位认定的规定，并对违法行为的处罚上限提高至上一年度销售额的 10%。
2020-11-10	《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》发布，首次明确将“二选一”定义为滥用市场支配地位、构成限定交易行为，将“大数据杀熟”定义为滥用市场支配地位、实施差别待遇等。
2020-12-14	对阿里巴巴投资、阅文和丰巢网络未依法申报违法实施经营者集中案作出 50 万元的顶格行政处罚。
2020-12-16	中央经济工作会议强调“强化反垄断和防止资本无序扩张”，并作为 2021 年 11 项重点任务之一。
2020-12-24	对阿里巴巴集团涉嫌“二选一”垄断行为进行立案调查。
2021-02-07	《关于平台经济领域的反垄断指南（正式意见稿）》发布。
2021-03-12	对包括腾讯、百度、美团、苏宁以及阿里巴巴、京东、字节跳动、滴滴控制的关联方在内的 12 家国内互联网科技企业未依法申报违法实施经营者集中案作出顶格处罚，分别处以罚款 50 万元。
2021-04-10	对阿里巴巴在国内网络零售平台服务市场实施“二选一”的垄断行为处以 182.28 亿元罚款。
2021-08-20	《个人信息保护法》禁止“大数据杀熟”，要求算法透明度。对滴滴、满帮货运等启动数据垄断风险审查。
2021-11-18	市场监管总局加挂“国家反垄断局”牌子，增设专门处室负责平台经济执法。建立央地联动机制，授权省级部门处理本地垄断案件。

资料来源：国务院，国家市场监督管理总局，长江证券研究所

2020 年年末南下资金净流入有所放量，随后进入 2021 年南下净流入放缓，在 2021 年二季度部分阶段则有持续净流出。

图 14：2019-2024 年区间南下资金成交净买入和累计净买入量（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

整体复盘下来，关于 AH 溢价率的讨论有以下结论：

- 1) 在考虑 AH 溢价率是否具备参考性时也要注意其定义背后只代表部分 AH 同时上市个股的估值折溢价情况，简单以 AH 溢价率作为港股择时指标或有失偏颇；



- 2) 过去两轮 AH 溢价率中枢的变化主要是由资本市场开放后港股资金被分流以及外资净流入放缓、重仓行业变化等引起，由此可见，**当大环境发生变化时，AH 溢价率中枢或亦不相同**；
- 3) 结合当下情况，我们认为随着部分 A 股龙头纷纷在港股上市，以及今年 6 月 10 日，中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于深入推进深圳综合改革试点深化改革创新扩大开放的意见》（下称《意见》）中提到，允许在香港联合交易所上市的粤港澳大湾区企业，按照政策规定在深圳证券交易所上市，均会**丰富 AH 溢价率背后的股票范围，对 AH 溢价率中枢或产生一定影响，此时过去 3-5 年 AH 溢价中枢对于当下 AH 溢价或无太大参考性**。

## 历史上的 H 股相较于 A 股溢价

虽然 AH 溢价率整体来看，一直呈现 A 股溢价状态，但是历史上也有阶段部分 A 股相较于对应港股呈现折价。比如在今年 5 月份港股上市的宁德时代，在港股上市前两个交易日大涨，推动港股股价大幅高于 A 股，截止到 2025 年 6 月 18 日依然交易在港股相对于 A 股 12% 左右的溢价水平，除宁德时代，当下招商银行、药明康德、恒瑞医药、亿华通也存在不同幅度的港股相较于 A 股溢价。

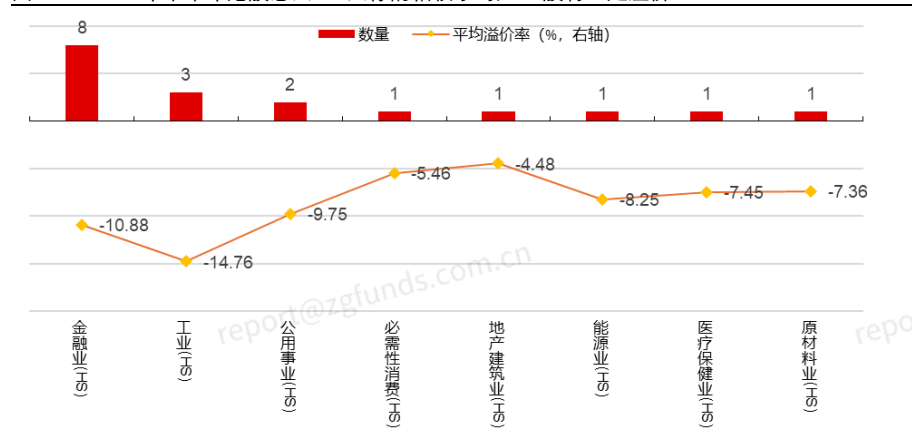
复盘来看，历史阶段例如 2014-2015，以及 2016-2018 年期间，均有过港股相较于 A 股公司溢价的情况出现，具体分析来看，不同阶段下的溢价标的都具备一定共同特征：

- 1) 所在行业较为符合当时国内市场经济产业发展趋势，多为阶段内优势产业；
- 2) 个股均为所在行业内龙头标的，盈利质地较好，市场份额占比高；
- 3) 相较于 A 股上市流通盘，对应港股流通盘一般较小。

## 2014 年：金融地产类港股多有溢价

以 2014 年下半年作为考察区间，按照月度平均溢价率水平来看，当时时点总共 18 只个股，呈现 H 股相较于 A 股的溢价，**溢价幅度靠前的有海螺水泥、青岛啤酒股份、潍柴动力、中国太保等**，从所属行业特征上看，其中 8 只标的来自金融板块，平均溢价率达到 11% 左右。

图 15：2024 年下半年港股总共 18 只标的相较于对应 A 股有一定溢价



资料来源：Wind，长江证券研究所

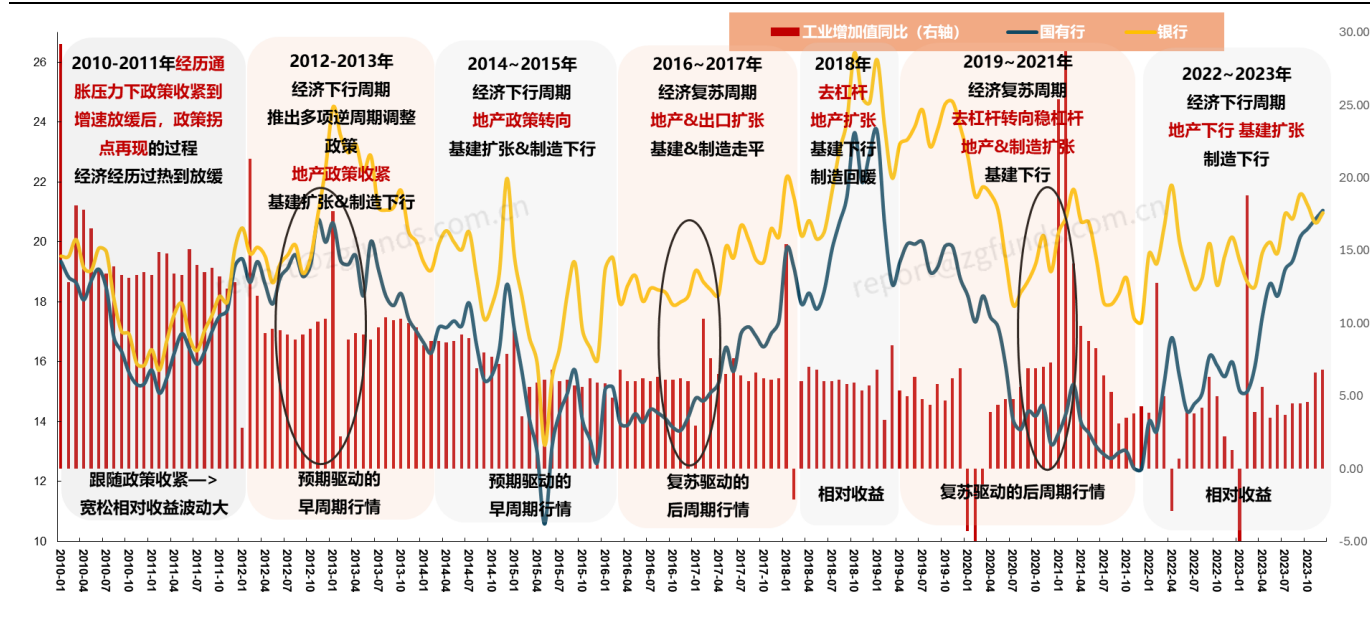
跟今年一二季度有点类似，2014 年年末港股银行股也迎来了一波较好行情，但是从当时金融周期板块整体向好的背景上看，驱动因素与当下有所不同。

2014 年末金融股大涨本质是【政策宽松+增量资金+估值修复】的三重驱动，但是因为经济基本面支撑不强，所以港股周期、金融板块溢价率并未持续。

● 第一重因素：货币政策与资本市场开放（降息、沪港通）直接降低风险溢价；

央行于 2014 年 4 月份进行定向降准，此后在 2014 年 11 月 21 日意外降息，开启货币宽松周期，降低社会融资成本，流动性充裕直接刺激金融股（尤其是券商、银行）走强。

图 16：2014-2015 年金融周期驱动主要由政策转向，预期驱动（工业增加值：%）

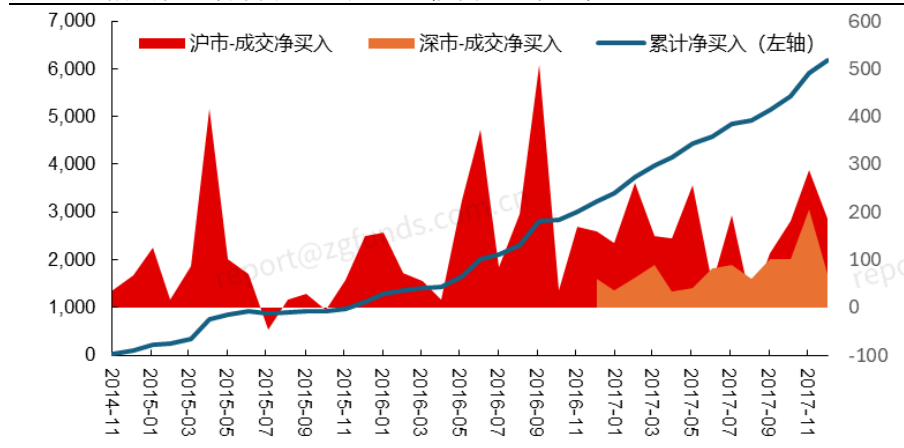


资料来源：Wind，长江证券研究所；工业增加值同比部分负数显示不全；国有行、银行为净值起点调整后的行业指数。

● 第二重因素：2014 年年末港股开通，南下资金涌入，驱动港股银行等的溢价行情。

跟踪南下资金净流入情况，2014 年年底陆股通开通后，直到 2015 年一季度南下资金整体均是呈现大幅净流入，主要是通过沪港通渠道。

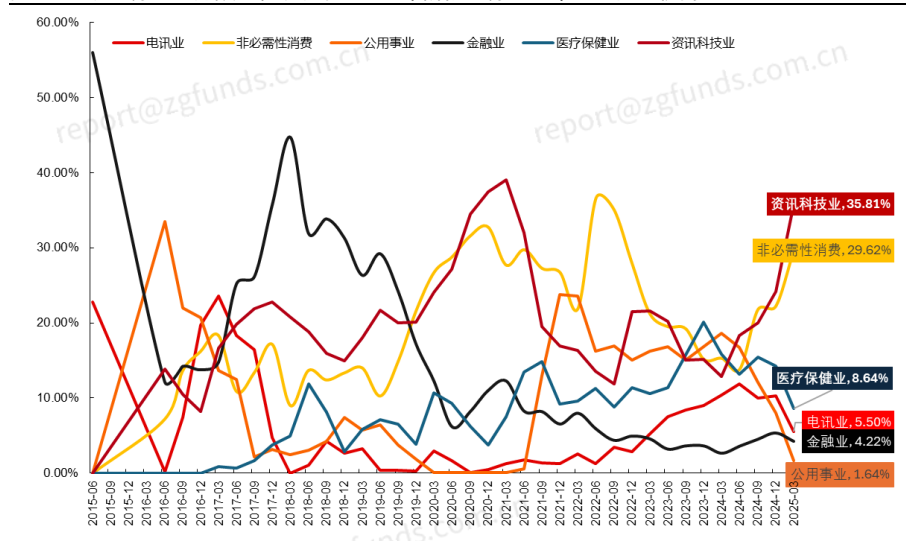
图 17：港股通开通后南下资金通过沪港通大幅净流入（亿港币）



资料来源：Wind，长江证券研究所

以公募重仓港股为代表，在 2015 年阶段公募重仓中金融占比较高。

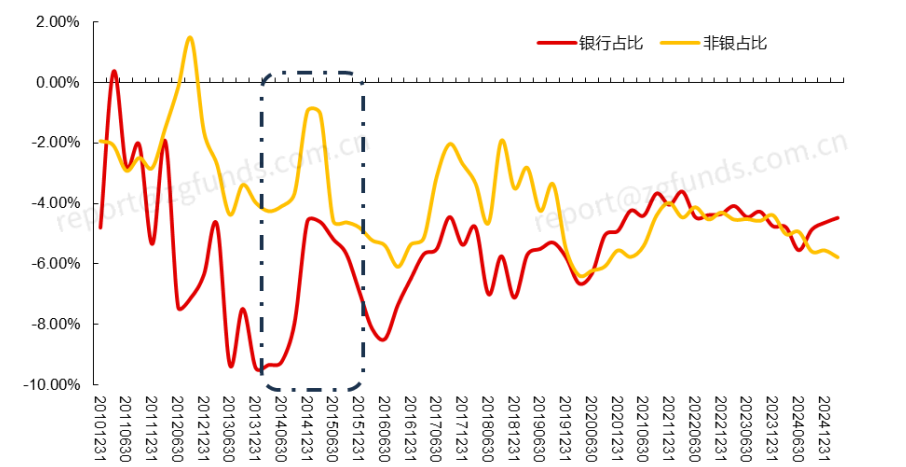
图 18：以公募重仓港股为代表，在 2015 年阶段公募重仓中金融占比较高



资料来源：Wind，长江证券研究所；数据截止到 2025 年基金一季报，标注为最新一季报占比。

公募银行权重提升，与在此之前的低配也较为相关。从公募重仓 A 股的银行和非银板块也能看到，在 2012-2013 年区间，公募在银行上配置比例与银行流通市值占比相比呈现大幅低配且配置比例持续下行状态，随后到 2014 年三四季度，银行配置比例有所回升。

图 19：主动权益基金重仓与行业流通市值占比来看，银行、非银等在 2014 年年末迎来了一波大幅低配后的配置比例提升

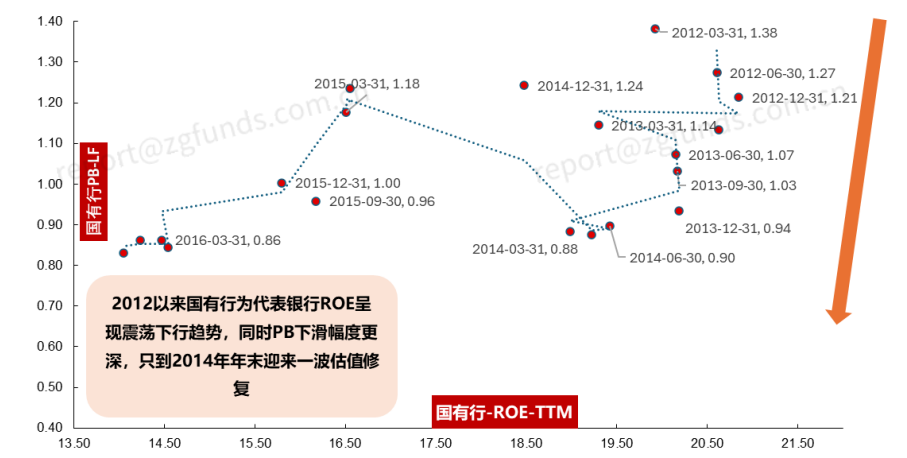


资料来源：Wind，长江证券研究所

### ● 第三重因素：估值修复逻辑。

比较有代表性的是银行板块，从 PB-ROE 角度看，2012 年开始银行的 ROE 就有波动下行压力，2012 年到 2014 年上半年，银行股 PB 下行幅度较大，远超 ROE 振幅。从 PB-ROE 匹配的角度上看，银行板块有估值修复的动力。

图 20：银行板块 PB-ROE 演绎路径，2012-2014 期间整体 PB 下行幅度较深（ROE 单位%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

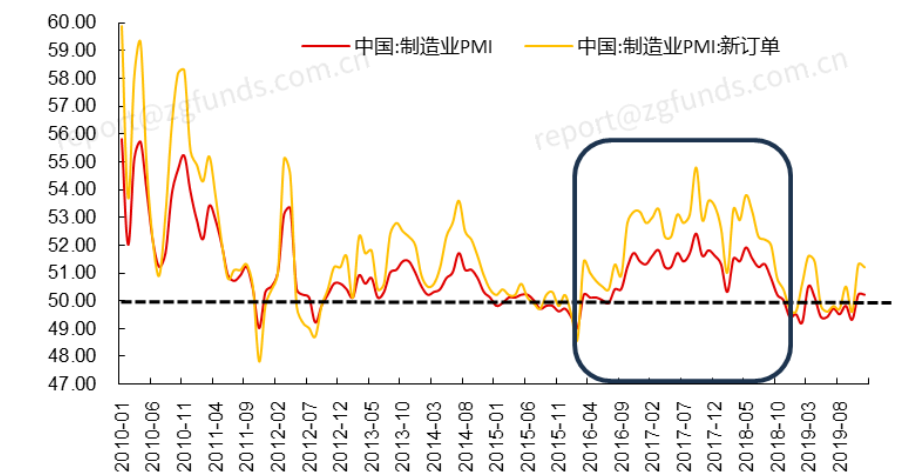
## 2017 年：部分港股周期类受益于经济基本面强劲表现

2017 年同样也有少数港股维持了相对于 A 股的溢价，其中包括海螺水泥、潍柴动力和福耀玻璃，从宏观背景、产业结构和个股层面亦能解释几只港股溢价的存在。

- 首先宏观背景上看，彼时，三只标的所在的制造、周期板块受益于整个国内经济反弹。

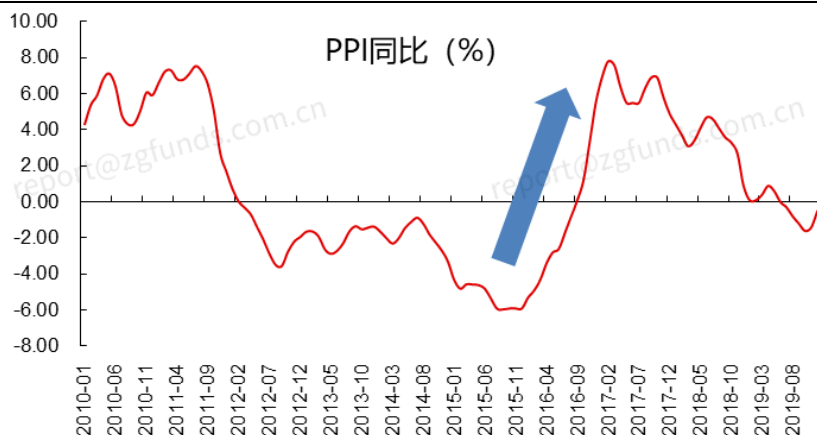
2016 年起制造业 PMI 触底反弹，恢复到荣枯线以上；PPI 同比也基本同期进入上行通道。

图 21：中国制造业 PMI 在 2016-2017 年大部分时间内位于荣枯线以上



资料来源：Wind，长江证券研究所

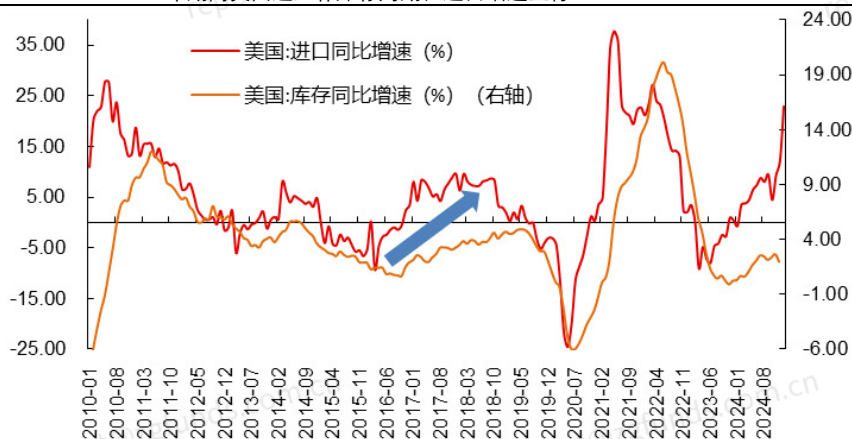
图 22：2016 年开始 PPI 同比进入阶段性上行区间



资料来源：Wind，长江证券研究所

与此同时海外经济态势也多有向好，美国进入补库存周期，带动进口大幅增长，进而支撑我国出口景气度维持高位。

图 23：2016-2017 年期间美国进入补库存周期，进口增速上行

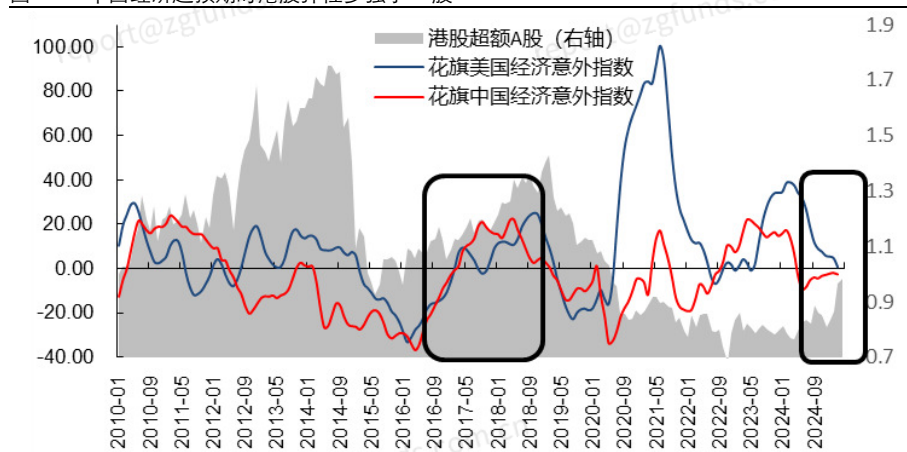


资料来源：Wind，长江证券研究所



从外资看中国视角比较，经济意外指数反映了各经济体经济数据超预期程度，2016 年开始花旗中国经济意外指数与美国经济意外指数走势收敛，且超预期上行幅度更强，中国景气超预期时，一般港股阶段性弹性更强于 A 股。

图 24：中国经济超预期时港股弹性多强于 A 股

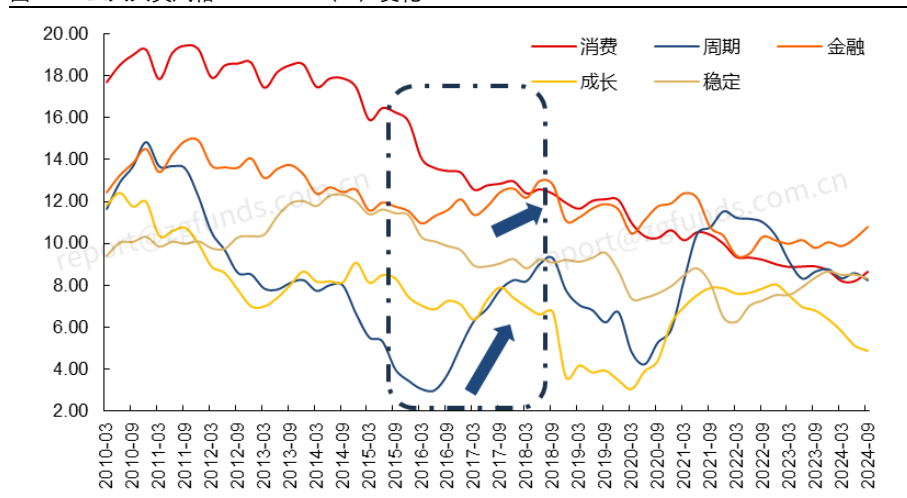


资料来源：Wind，长江证券研究所；港股超额 A 股使用【恒生指数净值/沪深 300 指数净值】计算得到。

● 其次，产业景气上看，2016 年开始周期、金融等 ROE-TTM 边际上行相对较快

政策调节下，产业景气亦有所反弹，A 股各大类板块 ROE 均止跌进入景气修复状态，结构上看，2016 年开始周期、金融等 ROE-TTM 边际上行相对较快。

图 25：五大大类风格 ROE-TTM (%) 变化

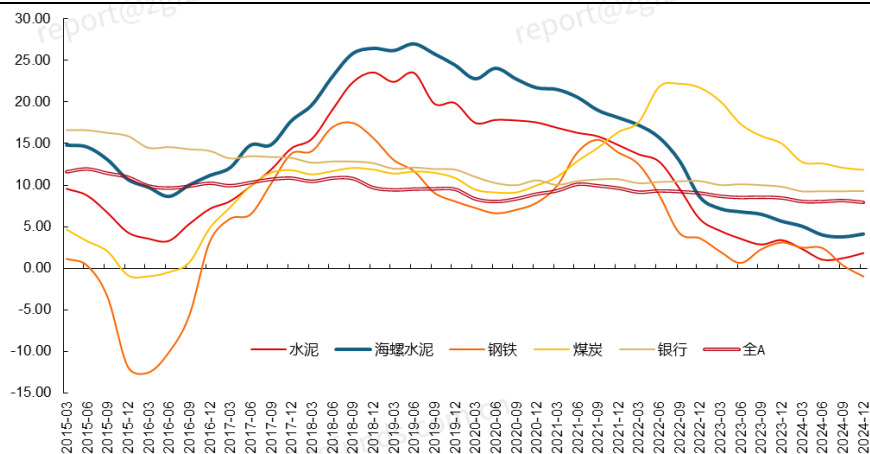


资料来源：Wind，长江证券研究所

● 个股标的看：溢价率相对靠前个股盈利质地靠前

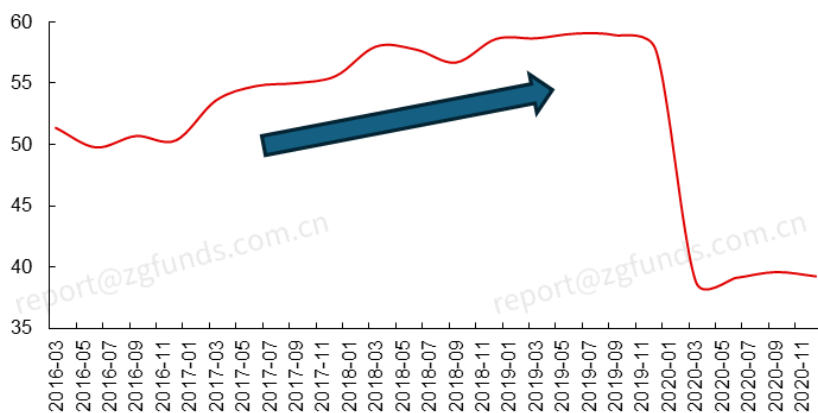
以海螺水泥为例，在 2016-2017 年区间，整个周期板块内各行业 ROE 都进入大幅上行通道。水泥的 ROE 水平高于其余板块，而海螺水泥 ROE 高于整个水泥行业。

图 26：几大周期板块及海螺水泥为代表的 ROE（%）变化



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 27：以海螺水泥为例，看外资持股比例变化，2016-2017 年外资持股占比（%）不断抬升



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 风险提示

- 1、本文统计均是基于历史数据并不代表未来表现：本文分析结论基于历史客观数据统计得到，可能受到市场宏观环境变化、经济周期轮动、风格切换等多重因素影响。
- 2、政策不达预期风险：本文测算均是基于当下政策环境分析，海内外政策若发生超预期变化，文中分析结论或不适用。
- 3、模型失效风险：海内外若突发政策或交易制度变化，或对择时模型产生较大的扰动，此时影响 AH 的择时因素或可能失效。
- 4、本文涉及个股均是复盘梳理不代表推荐：本文涉及个股均是当时情境下比较有代表性案例，并不代表个股推荐。

## 投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**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。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其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。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。