

主题策略

新港股、新经济、新格局

上市规则改革及大陆资金南下逐步使得港股市场生态发生根本变化

在多方面因素综合作用下，港股市场正在经历一场“大变局”，港股市场生态也在逐步发生根本变化。

- (1) **更加包容的上市规则正在改变港股市场结构。**2018年修改上市规则后，新经济公司上市逐年增多，2020年占到整体融资规模的79%。目前新经济板块在香港中资股中占比近60%，已高于A股。
- (2) **变化的市场结构正在增强港股在全球吸引力，港股逐步成为投资中国新经济的桥头堡。**港股市场逐步汇聚中国新经济优质龙头公司，对来自全球包括大陆的投资者吸引力进一步增强。阿里在港二次上市后，~14%股份已转换到香港交易，其在香港部分的成交规模已经相当于美国部分的16%。
- (3) **大陆资金南下助力港股生态改变。**南下资金累计流入达1.3万亿人民币，目前平均成交占比18%、持股占比3.79%，成为港股市场不可忽视的力量。南下资金更偏好新经济且可能领先海外资金。
- (4) **港股流动性状况正在逐步改善。**成交不断活跃，特别是2018年后再上台阶，日均成交额从此前800亿港元左右上升到1000亿港元以上，近期稳定在1400亿港元左右。
- (5) **A股与港股定价体系更加一体化。**除少数“核心”公司外，随着南下资金增多和两地投资者结构趋同，机构热衷持股的优质龙头公司在A股和港股估值差异正在逐步缩小。
- (6) **香港国际金融中心地位可能得到加强。**港股市场的这些变化得益于香港市场自身的制度改革和大陆持续对外开放。近年港股上市规则修改变得更为包容；沪深港通陆续开通为港股市场提供了资金支持，近期恒生系列指数编制变得更具包容性、恒生科技指数启动，等等都助力这些改变。我们认为，未来中国继续推进结构转型、新经济仍将快速成长；“双循环”格局下，中国大陆进一步推动金融与资本市场开放；香港将继续受益于大陆新经济的发展及金融与资本市场开放，国际金融中心的地位将得到进一步巩固。

“双循环”格局下的香港市场，关注四大趋势

中国提出“双循环”发展新格局，香港作为中国的国际金融中心之一，地位可能会更加突出。以下几大趋势值得关注：**1) 香港逐步成为全球离岸人民币资产理财中心。**中概股回归和更多优质中国公司赴港上市将加强其作为离岸中国资产和人民币理财中心地位。**2) 香港成为中国新经济公司国际融资及投资的桥头堡。**随着中国新经济的进一步成长，我们预计未来有更多公司特别是新经济公司赴港上市。目前港交所每年生物科技融资仅相当于纳斯达克的1/3，仍有较大提升空间。**3) 港股也将受益于大陆居民资产更多配往金融资产的趋势，有望成为大陆居民资产配置的重要类别。**截至二季度中报，国内权益、混合及QDII公募基金持有港股资产占比仅为4%，我们认为未来大陆资金持有港股资产比例仍将继续提升。**4) 重申未来3-5年平均每年流入港股的大陆资金可能达到2000~4000亿港元的判断。**目前国内直接投资港股基金的规模仅近占股票、混合和QDII基金规模的2.68%，而南下资金持股占港股市值比例仍不到4%。相关交易所、资产管理人及龙头券商将从港股的大变化中受益。

分析员

王汉锋, CFA

SAC 执证编号: S0080513080002

SFC CE Ref: AND454

hanfeng.wang@cicc.com.cn

分析员

刘刚, CFA

SAC 执证编号: S0080512030003

SFC CE Ref: AVH867

kevin.liu@cicc.com.cn

相关研究报告

- [市场策略 | 中报业绩快览: 复苏与分化](#) (2020.08.31)
- [市场策略 | 基本面风格仍是主线](#) (2020.08.30)
- [市场策略 | 综合因素推动港股新经济继续领涨](#) (2020.08.30)
- [市场策略 | 关注创业板注册制首秀](#) (2020.08.23)
- [市场策略 | 市场可能继续横盘震荡](#) (2020.08.23)



目录

执行摘要：港股大变局	5
变局一：港股逐步成为投资中国新经济的桥头堡.....	7
经济结构：新经济是当下中国经济转型和发展的主要方向.....	7
制度变革：更加包容的上市规则为新经济公司上市提供便利.....	11
中概股回归：加速港股新经济生态布局、强化“桥头堡”地位.....	14
市场结构：港股已经不是原来的港股，新经济占比~60%.....	16
旗舰指数：更多资金流入和追踪的正向循环.....	19
变局二：资产配置拐点下，资金南下助力港股生态改变.....	23
投资者结构：香港仍以机构与海外为主，但内地投资者占比不断提升.....	23
南下资金动向：占比和交易不断壮大；更多偏好新经济，对海外资金或有领先性.....	24
资产配置拐点：港股将成为大陆居民资产配置的重要类别.....	30
规模测算：未来 3-5 年平均每年流入港股的大陆资金可能达到 2000~4000 亿港元.....	32
四大趋势：“双循环”格局下的香港市场，关注四大趋势.....	33
趋势一：香港逐步成全球离岸人民币资产理财中心.....	33
趋势二：香港成为中国新经济公司国际融资及投资的桥头堡。.....	33
趋势三：港股也将受益于大陆居民资产配置的拐点，成为大陆居民资产配置的重要类别。.....	35
趋势四：重申未来 3-5 年平均每年流入港股大陆资金可能达到 2000~4000 亿港元的判断.....	35

图表

图表 1：2018 年修改上市规则后，新经济公司上市逐年增多，2020 年以来，已占到整体融资规模的 79%.....	6
图表 2：目前新经济板块在香港中资股中占比接近 60%，已经高于 A 股.....	6
图表 3：港股成交不断活跃，特别是 2018 年后再上台阶，日均成交额从 80 亿港元左右上升到 1000 亿港元.....	6
图表 4：南下资金累计流入 1.3 万亿人民币，持股比例接近 3.79%.....	6
图表 5：过去几年，恒生科技指数表现明显好于其他主要港股指数.....	6
图表 6：AH 溢价当前处于历史高位.....	6
图表 7：近几年中国经济增速持续下台阶.....	8
图表 8：以服务业和消费为代表的第三产业在经济中所占的比重已经超过 50%.....	8
图表 9：在过去几年的经济转型过程中，“新经济”产业不断壮大、在整体经济中起到越来越重要的作用.....	8
图表 10：A 股新经济板块从 2009 年开始跑赢老经济板块.....	8
图表 11：海外中资股新经济板块从 2011 年开始跑赢老经济板块.....	8
图表 12：新经济和老经济的市值占比已经有了明显的改观（A 股、香港中资股及美国上市的中国股）.....	8
图表 13：从盈利结构看，非金融中“老经济”行业占比也在持续下降.....	9
图表 14：中国“新经济”上市公司 ROE 相对更平稳.....	9
图表 15：新型城镇化的空间依然很大.....	9
图表 16：世界各国城市化率水平（2018 年）.....	9
图表 17：中国经济增长到了内需相对更重要的阶段.....	9
图表 18：中国消费市场在逐步成为全球最大的单一消费市场.....	9
图表 19：教育、交通通信、光热、水支出在日本 1973-1985 年家庭消费支出中增长速度最快.....	10
图表 20：1973-1982 年 10 年内教育支出增速高于前 10 年的增速，而衣服和鞋等支出增速低于前 10 年的增速.....	10
图表 21：目前中国平均每 3 个家庭拥有一辆乘用车，相当于日本 20 世纪 70 年代初的水平.....	10
图表 22：随着中国人均 GDP 的上升，家庭乘用车保有量有望进一步提高.....	10



图表 23: 香港市场 IPO 募资金额位于全球前列	11
图表 24: 香港 IPO 数量 2018 年上市制度改革后显著提升	11
图表 25: IPO 融资额自 2018 年后也显著抬升	11
图表 26: 2018 年改革后香港 IPO 标准更有利于“新经济”企业上市	12
图表 27: “新经济”板块在港股市值占比在不断提升	13
图表 28: “新经济”板块换手率和成交额位居前列	13
图表 29: 中概股回归后估值大多显著提升	14
图表 30: 中概股回归的要求和上市规则	15
图表 31: 可能赴港二次上市的中概股测算	15
图表 32: 阿里在港成交规模相当于美国部分 15~20%	16
图表 33: 美国中概股分行业市净率历史区间	16
图表 34: 无论从上市股票市值、还是上市公司数目，港交所都在世界主要交易所中位于前列，但其日均成交额和年化换手率相对其他市场处于较低水平	17
图表 35: 中国在全球上市的海外中资股主要集中在港股市场	17
图表 36: 香港市场主要股份构成	18
图表 37: 港股是全球第四大交易所，但成交和换手率却明显落后	18
图表 38: ...这一情形已在逐步发生变化，目前港股日均成交已经从前两年平均的 860 亿港元，上升到 1000 亿港元 ...	18
图表 39: 港股市场中，目前中资股市值合计占比达 53.4%	18
图表 40: 电信服务、能源、材料、信息技术中资股占比较高	18
图表 41: 中资股中新经济板块市值规模已达 59.9%	19
图表 42: 但恒指和国企指数老经济占比依然较高	19
图表 43: 港股市场以科技类板块为代表的新经济在逐年崛起	19
图表 44: 恒生指数调整与资金流向数据（截止 2020 年 9 月 3 日，预测值为 Bloomberg 一致预期）	20
图表 45: 国企指数调整与资金流向数据（截止 2020 年 9 月 3 日，预测值为 Bloomberg 一致预期）	20
图表 46: 恒生指数本次调整前后指数行业结构对比	20
图表 47: 恒生国企指数本次调整前后指数行业结构对比	20
图表 48: 恒生科技指数编制方法	21
图表 49: 可选消费和信息技术占据绝对大份额	21
图表 50: 恒生科技指数成分股	22
图表 51: A 股海外交易额占比较低	23
图表 52: 港股市场由机构主导，外资占比处于高位	23
图表 53: 港股市场海外和本地交易额占比差距逐渐拉大	24
图表 54: 海外交易额中国占比提升	24
图表 55: 沪港通南下累计流入规模已经达 1.3 万人民币，高于同期北向资金 1.1 万亿人民币	25
图表 56: 南下资金所持中资股市值占其港股市值比已达到 6%，占其港股流通市值比达到 10% 左右	25
图表 57: 南下资金 2019 年以来持续流入	25
图表 58: ...年初至今南下资金流入规模创出新高	25
图表 59: 港股通成交额占港股成交额比例逐年提升	25
图表 60: ...2020 年日度平均南向成交占比已达 18.0%	25
图表 61: 南下资金持股规模近年来持续攀升	26
图表 62: ...其中消费板块近年增持最为明显	26
图表 63: 港股通南下资金持股占比前 100 支个股相对其余港股 2015 年年末至今跑赢 177.3%	26
图表 64: 南向资金增持个股行业偏好在由老经济逐渐转为新经济板块	27
图表 65: 南向持股占比前 100 家公司（基于彭博一致预期）	28
图表 66: 南向持股市值前 100 家公司（基于彭博一致预期）	29
图表 67: 人均 GDP 和股票资产占比	30
图表 68: 人均 GDP 与股票资产占比正相关	30
图表 69: 各年度新发港股通基金统计	31
图表 70: 各年度新发具有港股投资资格基金统计	31
图表 71: 2020 年中国新发港股主题公募基金	32
图表 72: 香港人民币存款余额为 6583 亿人民币，占总体存款的 4.6%	33
图表 73: 香港市场过去多年一直是全球排名靠前的 IPO 融资市场	34
图表 74: 2018 年修改上市规则后，新经济公司上市逐年增多，2020 年以来，已占到整体融资规模的 79%	34



图表 75: 相比纳斯达克, 目前港交所每年的生物科技融资仍有差距, 仅相当于其 1/3 左右	34
图表 76: 生物科技板块在香港市场上占比 6.25%, 纳斯达克市场占比 9.72%, 因此也有较大提升空间	34
图表 77: 2018 年修改上市规则后, 已有 18 间未有收入的生物科技公司上市	34
图表 78: 相比之下, MSCI 美国中新经济公司占比高达 72.0%, 纳斯达克中更是高达 91.4%	34
图表 79: 各年度新发具有港股投资资格基金统计	35
图表 80: 港股基金规模 vs. 整体公募基金规模	35
图表 81: AH 溢价当前处于历史高位	36
图表 82: 大盘股的溢价程度明显低于小盘股	36
图表 83: 港股模拟组合 (基于 Wind 一致预期)	36
图表 84: 受益于港股市场变化的金融领域龙头股 (基于 Wind 一致预期)	36



执行摘要：港股大变局

在多方面因素综合作用下，港股市场正在经历“大变局”，港股市场生态也在逐步发生根本变化。一方面，越来越多的新经济公司或美国上市的中概股公司选择赴港上市或二次上市，使得香港形成了新经济的“聚集地”并已初具规模。这一趋势叠加关键指数如恒生科技的创设和恒生指数与国企指数的调整，正在深刻地改变整个港股原有更多偏向老经济和周期的传统面貌。另一方面，在国内居民资产配置大拐点的背景下，更多南下资金的持续流入使得内地投资者正在成为港股市场的一股不可忽视的力量，我们认为这将对港股市场的定价、成交活跃度、交易行为和偏好等都带来长期的变化。具体而言，

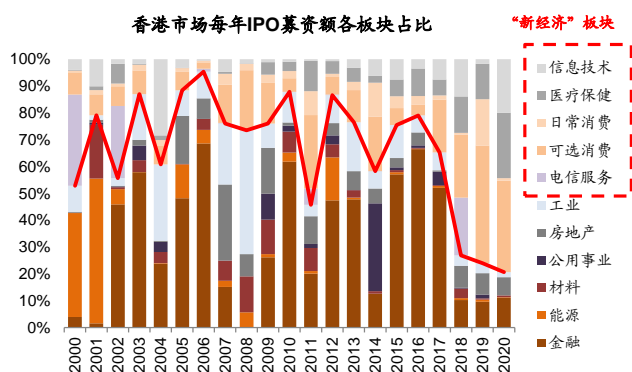
- 1) **更加包容的上市规则正在改变港股市场结构。**2018 年修改上市规则后，新经济公司上市逐年增多，2020 年已占到整体融资规模的 79%。目前新经济板块在香港中资股中占比接近 60%，已经高于 A 股。
- 2) **变化的市场结构正在增强港股在全球吸引力，港股逐步成为投资中国新经济的桥头堡。**港股市场逐步汇聚中国新经济优质龙头公司，对来自全球包括大陆的投资者吸引力进一步增强。阿里在港二次上市后，~14% 股份已转换到香港交易，其在香港部分的成交规模已经相当于美国部分的 16 左右%。
- 3) **大陆资金南下助力港股生态改变。**南下资金累计流入已达 1.3 万亿人民币，目前平均成交占比 18%、持股占比 3.79%，成为港股市场不可忽视的力量。南下资金更偏好新经济且可能领先海外资金。
- 4) **港股流动性状况正在发生根本改变。**成交不断活跃，特别是 2018 年后再上新台阶，日均成交额从 800 亿港币左右上升到 1000 亿港币以上，近期稳定在 1400 亿港币左右。
- 5) **A 股与港股定价体系更加一体化。**除少数“核心”公司外，随着南下资金增多和投资者结构趋同，我们认为机构热衷持股的龙头公司估值差异有望逐步缩小。
- 6) **香港国际金融中心地位可能得到加强。**我们认为，新经济公司不断增多有望吸引更多国际资金流入并驻留，强化香港的国际金融中心地位

港股市场今年出现的这些变化并非偶然，这与国内外宏观和政策的大背景息息相关，例如香港市场近年修改上市规则变得更具备包容性；中美在多领域摩擦的不断升级以及美国《外国公司问责法》可能导致在美中概股上市地位的不确定性都成为中概股回归的加速剂，而全球宽裕流动性环境也给新经济公司二级市场表现和一级市场融资提供了更为便利的条件和窗口。但是，**港股市场出现这些变化也并非昙花一现。追本溯源，真正促成这些长期结构性变化的源头是过去多年港股市场制度变革的厚积薄发。**港交所 2018 年的上市规则修改就在努力为新经济公司提供一个更好的上市环境（如允许未盈利甚至无收入的生物科技公司、以及同股不同权赴港上市），否则的话即便有外部催化剂也无法给新经济公司上市和回归提供一个合适的土壤；而 2014 年底沪港通和随后深港通开通更是源源不断的为港股市场提供了“活水”。

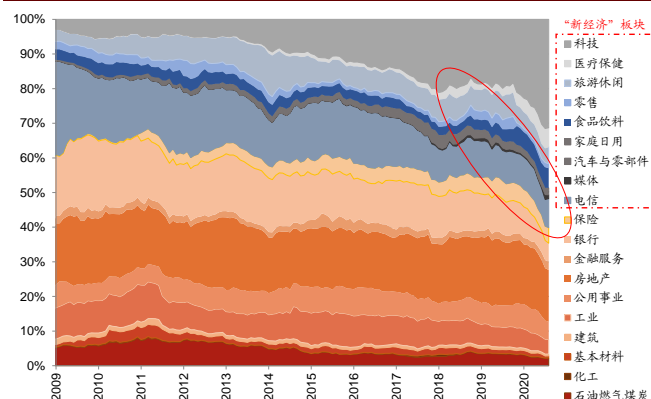
港股市场正在经历“大变局”以及中国提出“双循环”格局之下，香港作为中国的国际金融中心之一，地位可能会更加突出。我们认为，以下几大趋势值得关注：**1) 香港逐步成为全球离岸人民币资产理财中心。**中概股回归和更多优质中国公司赴港上市将加强其作为离岸中国资产和人民币理财中心地位。**2) 香港成为中国新经济公司国际融资及投资的桥头堡。**在外部环境、港股自身上市条件和头部公司带头和示范效应下，我们预计未来有更多公司特别是新经济公司赴港上市。港交所总裁李小加近期表示，未来 5~10 年香港可成为全球最大的生物科技公司集资中心。目前港交所每年生物科技融资仅相当于纳斯达克的 1/3，仍有较大提升空间。**3) 港股也将受益于大陆居民资产配置的拐点，成为大陆居民资产配置的重要类别。**截至二季度中报，国内权益、混合及 QDII 公募基金持有的港股资产占比仅为 4%，因此未来大陆资金持有港股资产比例将继续大幅提升。**4) 重申未来 3-5 年平均每年流入港股的大陆资金可能达到 2000~4000 亿港币的判断。**目前国内直接投资港股基金规模仅占全部股票和混合型基金规模的 2.68%，南下资金持股占港股市值比例不到 4%。我们认为相关交易所、资产管理人及龙头券商将从港股的大变化中受益。



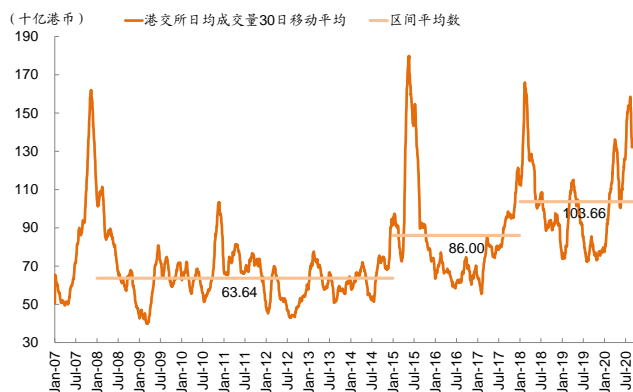
图表 1: 2018 年修改上市规则后, 新经济公司上市逐年增多, 2020 年以来, 已占到整体融资规模的 79%



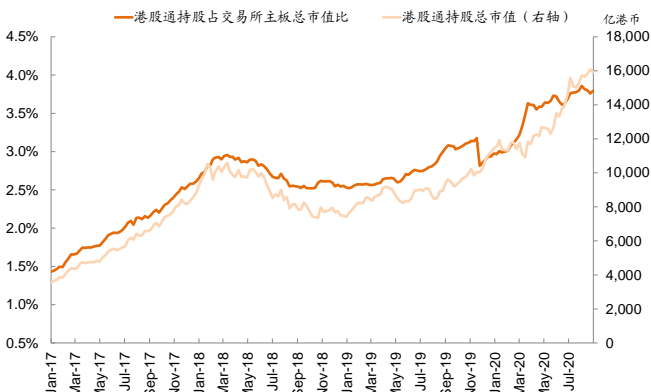
图表 2: 目前新经济板块在香港中资股中占比接近 60%, 已经高于 A 股



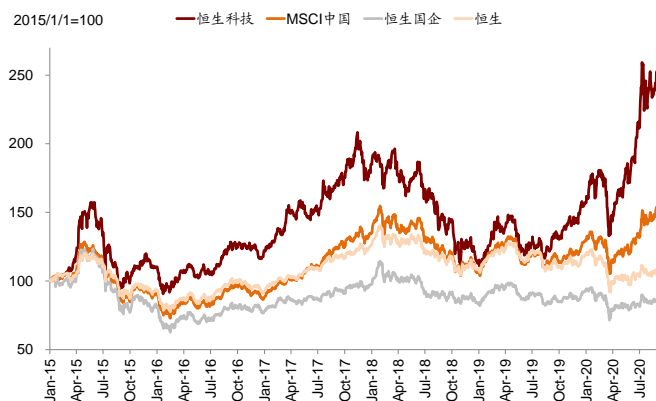
图表 3: 港股成交不断活跃, 特别是 2018 年后再上新台阶, 日均成交额从 80 亿港元左右上升到 1000 亿港元



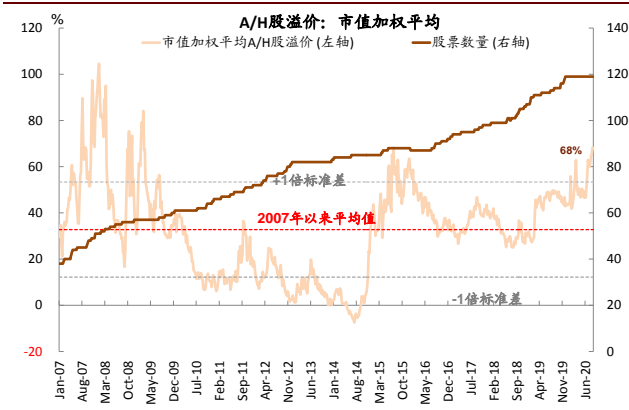
图表 4: 南下资金累计流入 1.3 万亿人民币, 持股比例接近 3.79%



图表 5: 过去几年, 恒生科技指数表现明显好于其他主要港股指数



图表 6: AH 溢价当前处于历史高位



资料来源: Bloomberg, Wind, 中金公司研究部

资料来源: Bloomberg, Wind, Datastream, 中金公司研究部



变局一：港股逐步成为投资中国新经济的桥头堡

经济结构：新经济是当下中国经济转型和发展的主要方向

中国的“新、老”转换逐渐清晰。“增速下降”与“结构转型”是中国经济近年来的两个特征。近几年中国经济增速持续下台阶，但以服务业和消费为代表的第三产业在经济中的比重已经超过 50%。在过去几年的经济转型过程中，新经济产业不断壮大，在整体经济中起到越来越重要的作用。实际上，这一经济转型在股市中也逐步得到体现。我们将新经济板块定义为可选消费、医药、科技等相关行业，老经济板块定义为能源、原材料、工业、公用事业和金融。我们发现自 2009 年和 2011 年开始 A 股和海外中资股的新经济板块分别开始跑赢老经济板块。同时，新经济和老经济的市值占比也已经有了明显的改观，新经济板块市值占比从 2007 年的 20% 已经上升至目前的 48%；对应的，老经济板块的比重则从 80% 下降至 52%。同时，从盈利结构上看，非金融中老经济的行业占比在持续下降；而中国新经济上市公司 ROE 近年来表现更加稳健。

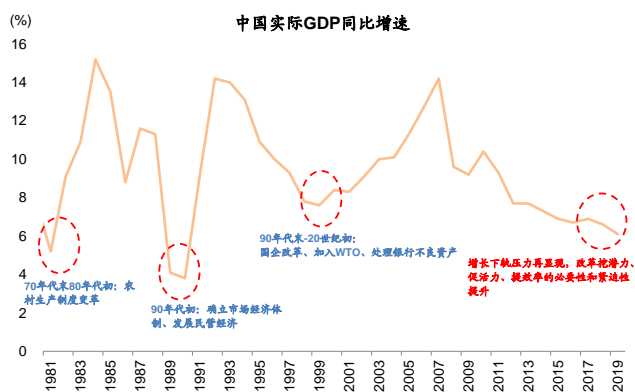
内外部环境下，进一步发展“新经济”也是必然和应有之义。内部来看，2008 年之后，中国经济增速逐步放缓，中国内部增长压力加大，经济各部门宏观杠杆率的不断攀升、投资回报率下降以及人口老龄化带来的劳动力成本上升也不断促使着经济转型和产业结构升级。外部来看，贸易摩擦叠加百年一遇的疫情使得中国外部环境更加复杂。目前的外部环境从全球来看不容乐观，单边主义及贸易保护主义上升，国际贸易往来也受到了疫情的严重冲击。在此背景下，将部分外贸产能转移至国内市场以及加速产业升级才能有效对冲疫情影响。本次疫情同样也成为了新兴消费发展的催化剂，科技和医疗进一步融入了人们的生产生活之中，顺应了消费升级的趋势。

要素市场改革、新型城镇化以及“双循环”有望为新经济发展提供助力，促进消费升级和产业升级，推动中国经济继续转型。中国上半年推行的要素市场改革以及新型城镇化有助于加强消费升级和产业升级的趋势，也是城镇化下拉动内需和高质量增长的真正源泉。目前中国城镇化率和市民化率均有继续提升的空间，居住在 100 万人以上城市人口依然相对落后；即使是国内相对发达的大都市圈相比国际，在各项指标上也依然存在差距；中小城镇进一步城镇化、增进与大都市的协调发展空间也很大。经济发展最终要满足居民不断增长和升级的多方面需求，这一方面涉及需求潜力，另一方面涉及供给能力。人均 GDP 指标既是一个需求满足水平的指标，也是一个供给能力指标。当前中国人均 GDP 已经达到约 1 万美元，需求潜力在进一步展现，供给能力也相应大幅提升。近期，中国政策制定者在多场合提到形成“国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”（“双循环”格局）。在双循环的格局之下，内需可能会成为中国政策制定者思考全局问题的出发点和落脚点；同时，双循环格局之下，中国可能会更系统性地重视产业链的安全性、稳健性的问题，对产业链的自主可控提出了更高的要求，进口替代可能成为主要趋势之一。

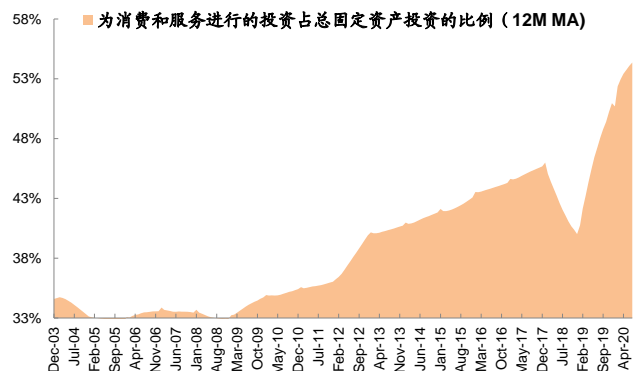
实际上，日本的经验也是如此。在上世纪 70 年代快速城镇化的过程中，伴随着消费从物质消费向物质和精神消费并重，从重量到重质的转变，例如，教育、书籍和娱乐支出在日本 1973-1985 年家庭消费支出中增长速度最快。与此同时，汽车保有量也快速抬升，目前中国平均每 2.5 个家庭拥有一辆乘用车，相当于日本 20 世纪 70 年代初的水平，随着城镇化的推进和人均 GDP 的增长，我们认为家庭乘用车保有量有望上升到接近平均每个家庭拥有一辆。中国当前的内需消费市场已经远超过日本，在近年已经接近美国，随着需求潜力的进一步释放，成为全球最大的内需市场近在咫尺。



图表 7: 近几年中国经济增速持续下台阶



图表 9: 在过去几年的经济转型过程中, “新经济”产业不断壮大, 在整体经济中起到越来越重要的作用

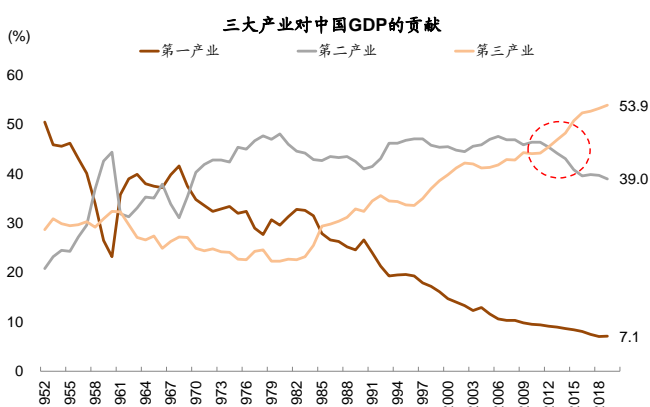


图表 11: 海外中资股新经济板块从 2011 年开始跑赢老经济板块



资料来源: Wind, Bloomberg, 国家统计局, 中金公司研究部

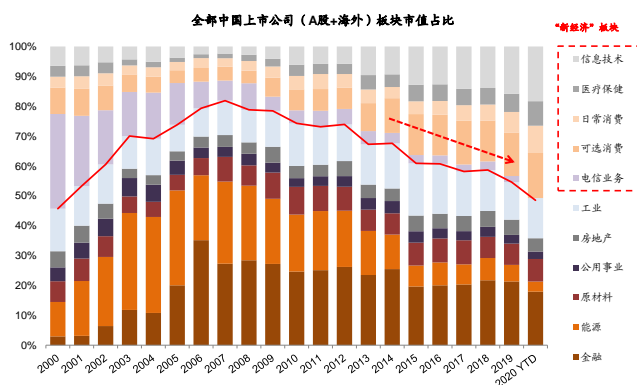
图表 8: 以服务业和消费为代表的第三产业在经济中所占的比重已经超过 50%



图表 10: A 股新经济板块从 2009 年开始跑赢老经济板块



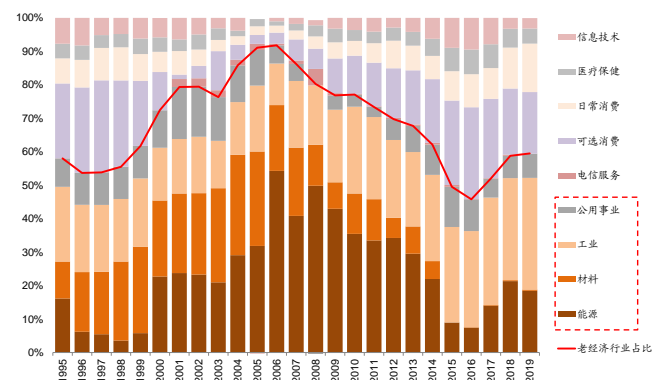
图表 12: 新经济和老经济的市值占比已经有了明显的改观 (A 股、香港中资股及美国上市的中国股)



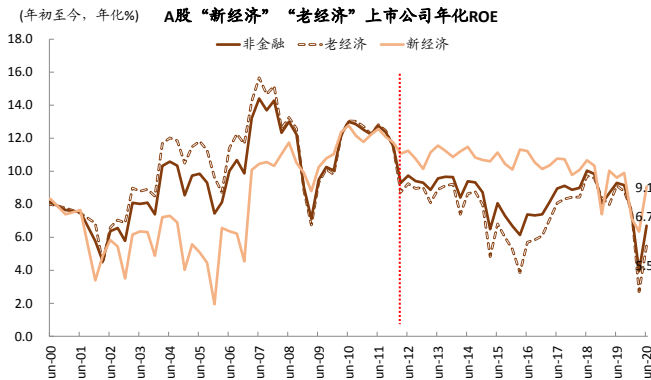
资料来源: Wind, Bloomberg, IHS, 中金公司研究部



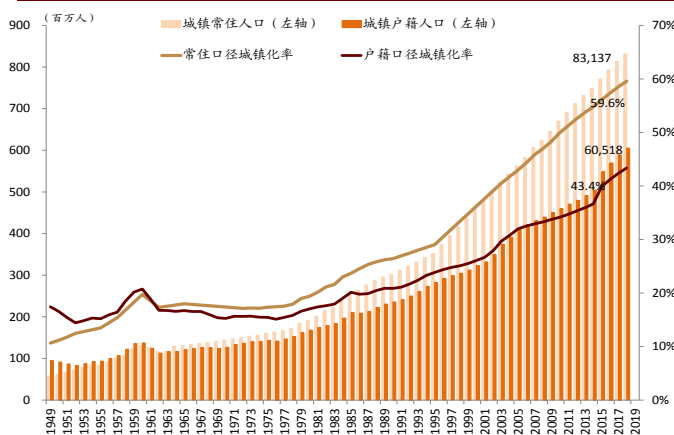
图表 13: 从盈利结构看, 非金融中“老经济”行业占比也在持续下降



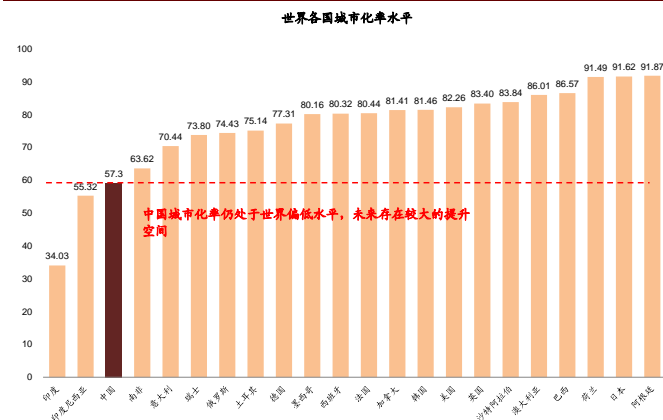
图表 14: 中国“新经济”上市公司 ROE 相对更平稳



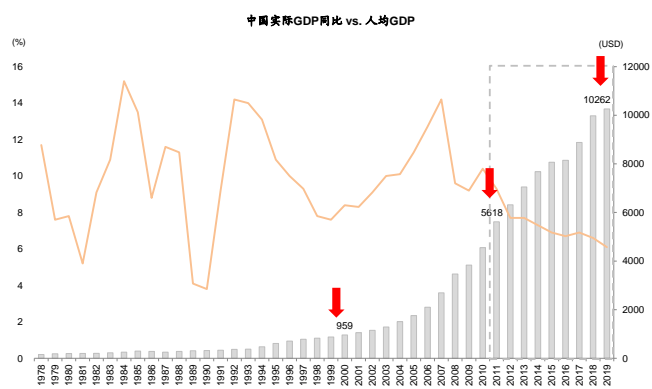
图表 15: 新型城镇化的空间依然很大



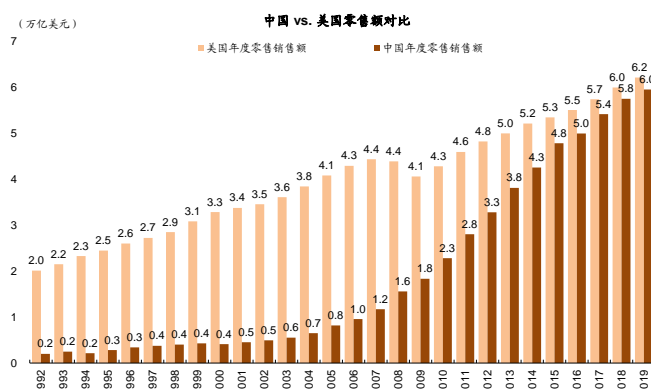
图表 16: 世界各国城市化率水平 (2018 年)



图表 17: 中国经济增长到了内需相对更重要的阶段



图表 18: 中国消费市场在逐步成为全球最大的单一消费市场

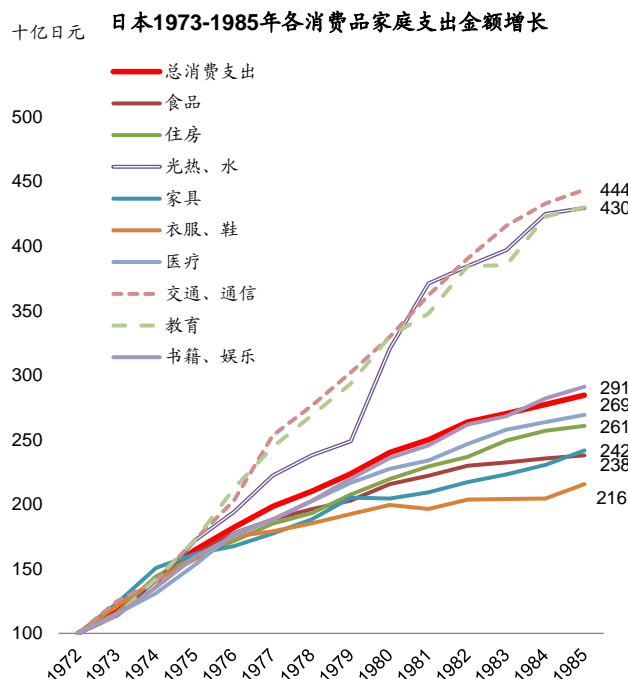


资料来源: Wind, 世界银行, 中金公司研究部

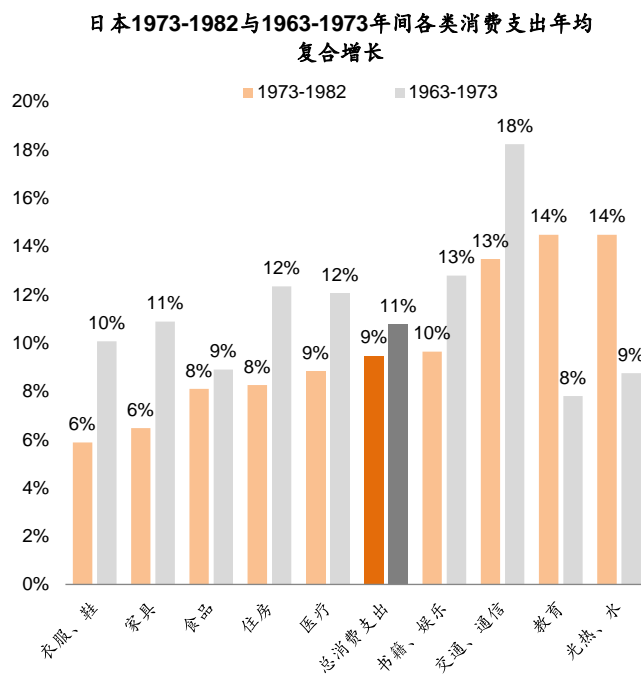
资料来源: Wind, 世界银行, 中金公司研究部



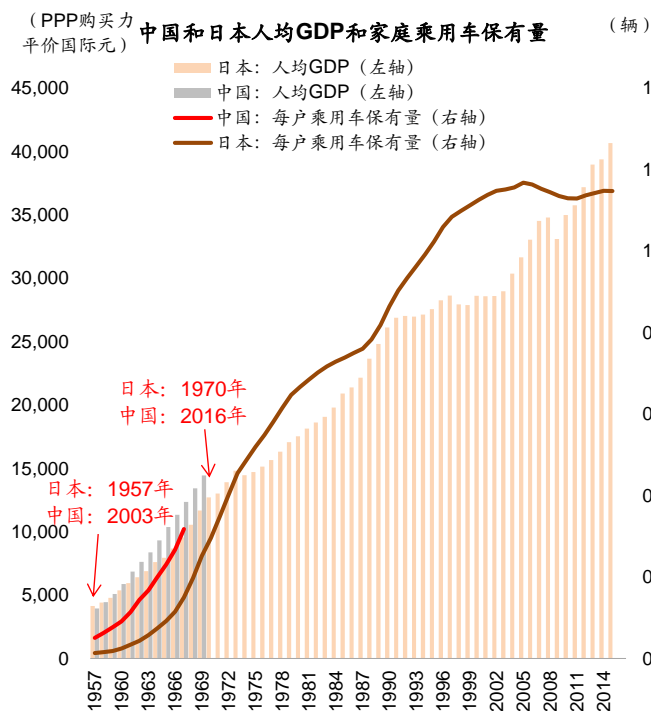
图表 19: 教育、交通通信、光热、水支出在日本 1973-1985 年家庭消费支出中增长速度最快



图表 20: 1973-1982 年 10 年内教育支出增速高于前 10 年的增速, 而衣服和鞋等支出增速低于前 10 年的增速

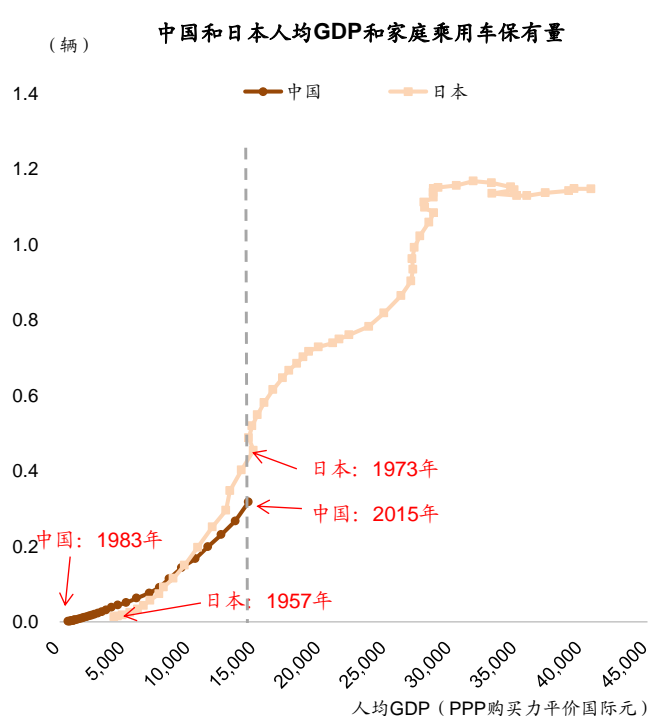


图表 21: 目前中国平均每 3 个家庭拥有一辆乘用车, 相当于日本 20 世纪 70 年代初的水平



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 22: 随着中国人均 GDP 的上升, 家庭乘用车保有量有望进一步提高



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部



制度变革：更加包容的上市规则为新经济公司上市提供便利

香港是全球最重要的 IPO 融资市场之一

横向对比世界各交易所，纵向对比历史情况，均能看出近年来香港市场 IPO 非常活跃。无论从 IPO 融资额还是个数，都能反映出港交所日益吸引待上市公司的目光，港股市场成为全球最重要的金融市场之一。

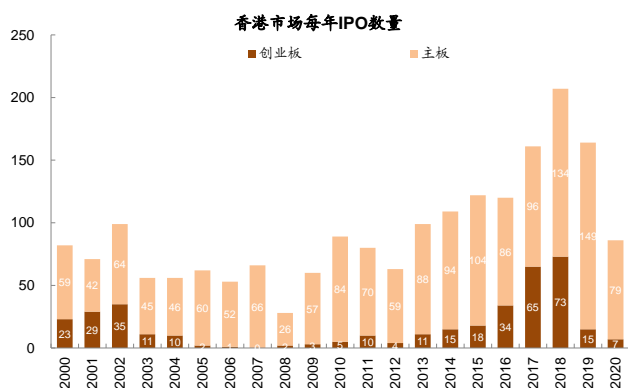
- **近年来香港 IPO 融资总额稳居全球前四：**2020 年至今港股 IPO 融资总额位列第四，是全球最具影响力的市场之一；2018 年港交所上市制度改革使得香港市场更受青睐，改革后 IPO 融资总额显著提升，截止 2020 年 9 月 1 日主板和创业板融资额达 2019 年一半。
- **IPO 数逐年增长：**香港 IPO 上市公司年总数自 2012 年来逐年提升，2018 年上市制度改革后达到峰值，并且在改革后主板上市数量占比也有显著提升，2020 年至今主板 IPO 公司总数达到 79 家，占比 92%。

图表 23：香港市场 IPO 募资金额位于全球前列

	2020 YTD		2019		2018		2017		2016		2015	
交易所	募金额 (十亿美元)	排名	募金额 (十亿美元)	排名	募金额 (十亿美元)	排名	募金额 (十亿美元)	排名	募金额 (十亿美元)	排名	募金额 (十亿美元)	排名
纽约	34.1	1	31.4	3	31.2	2	33.3	1	13.9	3	20.7	2
纳斯达克	32.6	2	33.0	2	27.3	3	17.9	2	11.9	4	18.6	3
香港	17.1	4	36.9	1	34.9	1	17.3	3	22.3	1	34.9	1
上海	24.2	3	27.5	4	11.4	6	16.5	4	16.1	2	17.0	5
法兰克福	0.2	22	4.0	10	12.7	5	2.3	23	6.0	8	7.9	9
深圳	8.3	5	8.9	6	11.4	7	15.4	5	10.9	5	8.2	8
伦敦	2.6	6	8.3	7	10.1	9	12.9	6	8.1	7	17.8	4
澳大利亚	0.1	25	5.1	9	6.3	10	4.9	12	4.7	10	6.6	11
孟买	0.1	28	0.9	24	2.9	13	7.9	7	3.8	11	2.1	19
韩国	1.3	11	3.0	12	11.2	8	6.0	8	5.9	9	4.0	16
东京	0.7	12	2.9	14	25.8	4	5.7	10	9.3	6	16.0	6
意大利	0.6	13	2.8	15	2.2	15	6.0	9	1.6	14	6.1	12
新加坡	0.2	21	1.4	21	0.3	35	2.7	21	1.0	18	0.2	33
瑞士	0.0	57.5	0.0	61	0.0	64	4.3	13	0.7	23	3.1	18
多伦多	1.8	8	0.9	23	1.2	24	3.6	15	0.6	26	4.5	15

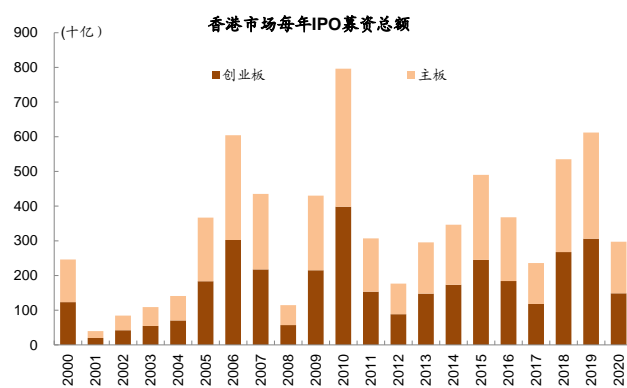
资料来源：Factset，中金公司研究部（数据截至 2020 年 9 月 1 日）

图表 24：香港 IPO 数量 2018 年上市制度改革后显著提升



资料来源：Wind，中金公司研究部（数据截至 2020 年 9 月 1 日）

图表 25：IPO 融资额自 2018 年后也显著抬升



资料来源：Wind，中金公司研究部。（数据截至 2020 年 9 月 1 日）



2018 年上市制度改革为“新经济”公司提供更多便利

香港市场发行采用注册制，限制更少，周期更短，效率更高，更有利于企业上市。全球证券市场新股发行制度主要有三种：审批制，核准制和注册制。美国和香港市场均使用注册制。注册制下，发行人必须依法将与证券发行有关的一切信息和资料向监管机构申报，监管机构只对注册文件进行形式审查，不进行实质判断。注册制的香港市场较核准制的中国主板市场更市场化，高效的上市审批环节更利于具有融资需求的企业以最短时间获得社会资本。港交所主板与创业板上市条件不同，使得处于不同发展阶段的公司都可以寻求上市，提高上市制度灵活性，具体如下：

- ▶ **主板：三种财务准则测试可选，比 A 股主板更有灵活性。**拟主板上市的申请人须符合盈利（最近一年 2000 万港元，前两年累计 3000 万港元）测试，市值（40 亿港元）/收入（5 亿港元）测试，或者市值（20 亿港元）/收入（5 亿港元）/现金流（前三年度合计 1 亿港元）测试三者之一。这三个测试针对利润、市值、收益和现金流提出了不同的要求，有助于满足处于不同行业 and 不同发展阶段的公司进行申请。
- ▶ **创业板：要求低于主板，也低于 A 股创业板。**创业板上市条件中没有盈利或其他财务标准的要求，也就是说即使现在没有盈利，但只要专注于一项主营业务，具有增长潜力的公司也可以申请上市。

图表 26：2018 年改革后香港 IPO 标准更有利于“新经济”企业上市

	要求	原规则			新规则（预计，以正式发布为准）	时间表
		标准 1	标准 2	标准 3		
主板	盈利	最近1年盈利不低于2000万港币，其前两年盈利不低于3000万港币	无	无	允许拥有至少一支核心产品已经通过概念阶段的 生物科技公司 在符合以下条件等的基础上免除其它财务要求：1）市值大于15亿港元；2）在当前领域已经经营超过2年；3）营运资本至少可以覆盖未来12个月公司成本的125%；4）至少一名资深投资者提供超过已发行资本1%-5%的第三方投资	新规于2018年4月30日生效
	收入	无	最近1年至5亿港元	最近1年至5亿港元		
	现金流	无	前3年至1亿港元	无		
	市值	无	至少20亿港元	至少40亿港元		
	营业记录	3年			无变化	
	上市公司市值	至少2亿港元			增加至5亿港元	新规于2018年2月15日生效
	公众持股量	至少25%，且超过5000万港币			至少25%，且超过1.25亿港元	
	是否允许不同投票权架构	不允许			允许，但有以下主要要求：属于“ 创新型公司 ”；市值大于400亿港元；或市值大于100亿港元且最近1个财年盈利不少于10亿港元；特殊投票权股票的投票权不得超过一般投票权股票的10倍，且一般投票权股票总投票权不得少于10%	新规于2018年4月30日生效
	第二上市	以大中华为业务重心的公司在香港第二上市一般不满足主板上市要求			允许部分以大中华为业务重心的公司在 香港第二上市 ，可保留现行VIE结构及不同投票权，需符合以下要求：市值大于400亿港元；或市值大于100亿港元且最近1个财年盈利不少于10亿港元；2017年12月15日前在合资格交易所上市且上市时间不少于两个会计年度	
	控股股东禁售期	12个月			无变化	
创业板	盈利	无			无变化	新规于2018年2月15日生效
	收入	无			无变化	
	现金流	前两年现金流累计不低于2000万港币			增加至3000万港币	
	营业记录	2年			无变化	
	市值	不低于1亿港元			增加至1.5亿港元	
	公众持股量	至少25%，且超过3000万港币			至少25%，且超过4500万港币	
	公开发售比例	无			公开发售部分不低于总发行规模的10%	
	转主板机制	上市满一年且符合主板要求，可不聘请保荐人直接转板			取消简化转板程序，转板需聘请保荐人进行尽职调查并发布上市文件	
	控股股东禁售期	12个月			延长至24个月	

资料来源：香港联交所主板上市规则，香港联交所创业板上市规则，中金公司研究部

2018 年港交所上市规则改革，更有利于“新经济”公司上市，进一步增加港股市场吸引力。如前所述，“新经济”正在成为中国经济增长的主导动力，产业地位与日俱增，盈利增长和市场表现都有明显领先优势。但“新经济”产业对于融资也有其特殊的要求，例如部分创业公司有着不同的公司治理和股权结构（同股不同权架构），一些未能实现盈利的新兴产业公司具有庞大的融资需求以支撑其研发投入（如生物医药公司）。在此背景下，2018 年联交所顺势对上市规改革，降低“新经济”产业的融资门槛，改善其融资渠道，



相应改革主要内容如下：

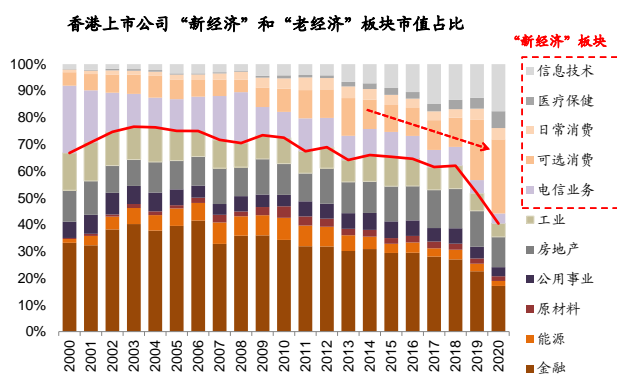
- ▶ **主板上市规则改革：**将允许不同投票权架构的新兴及创新产业发行人上市；同时将允许尚未盈利或者未有收入的生物科技发行人上市。
- ▶ **设立新的第二上市渠道：**港交所建议修订现行有关海外公司的《上市规则》条文，设立新的第二上市渠道，吸引在纽约证券交易所或纳斯达克、又或在伦敦证券交易所主市场的“高级市场”分类上市的新兴及创新产业发行人来港。
- ▶ **创业板上市规则改革：**强化上市要求、提升转板门槛，使得创业板与主板的上市要求更为接近；将创业板定位为独立于主板之外为中小企业服务的市场，而不再仅仅是转往主板的“踏脚石”。

改革后的香港市场“新经济”占比和活跃度明显提升

自2018年IPO制度改革后，香港市场“新经济”板块占比逐渐提升，2020年占比近60%，其换手率和成交额也相对更高。我们统计了2000年来香港市场各板块每年IPO事件总数、募资总额、市值及交易换手率，发现“新经济”已经替代“老经济”成为香港市场重要的组成部分。

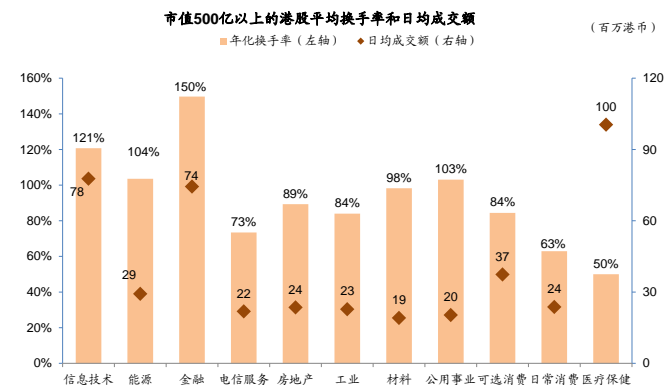
- ▶ **融资占比：“新经济”板块IPO募资总额占比2020年已达近80%。**香港市场融资规模近几年稳居全球前四，而在大量的融资事件中，新经济占比不断提升，2020年新经济融资规模占比已接近80%，而该数值在2015年前仅20%左右。
- ▶ **板块占比：当前“新经济”板块市值占比接近60%。**从板块现存情况来看，新经济板块总市值占港股市场市值比重自2018年起快速增长，当前达到近60%，2018年仅30%左右，且可选消费和信息技术板块占比尤为突出。
- ▶ **交易情况：“新经济”交易更为活跃。**除市值占比较大之外，以信息技术为主的“新经济”板块换手率位居第一，达137%，医疗保健板块日均成交额也位居第一，达到660万港币，显示出其成交较高的活跃度。

图表 27：“新经济”板块在港股市值占比在不断提升



资料来源：Wind，中金公司研究部（数据截至2020年9月1日）

图表 28：“新经济”板块换手率和成交额位居前列



资料来源：Wind，中金公司研究部（数据截至2020年9月4日）



中概股回归：加速港股新经济生态布局、强化“桥头堡”地位

香港市场除了吸引到大量“新经济”板块企业 IPO 之外，也吸引到了很多海外中概股赴港二次上市。中概股的回归一方面逐渐使得香港市场形成新生态，“新经济”聚集地初具规模；另一方面也使得我国投资者具有更多值得投资的优质标的，形成好标的和高流动性的良性循环。

回归原因：更加包容的上市制度、更大的估值提升空间和复杂国际形势促使中概股回归

2018 年港交所上市制度改革特别增设海外中资股赴港上市的新渠道。该新规（将在下节详述）为香港市场开启了新篇章，吸引在纳斯达克交易所、纽约证券交易所和伦敦证券交易所上市的中资企业（尤其是“新经济”板块企业）的目光，制度改革为中概股回归中国市场开辟了通道。

中概股回归香港市场将受益于更好的流动性和更高的估值提升空间。首先，香港目前已经成为全球最重要的资本市场之一，其融资规模常年位于全球前四的位置，中概股回归香港市场将受益于市场本身活跃度带来的流动性提升。其次，中国本地投资者更易了解中资公司的商业模式，更便于跟踪其业务动态以增加信息的透明度，因此在一定程度上回归香港市场将提高投资者对其的兴趣，更易获得投资者认可，估值也常常获得提升。

复杂国际形式使得中概股在海外市场存在风险，回港二次上市成为规避风险的选择。政治层面，中美贸易摩擦增加了中概股在海外融资的不确定性，两国矛盾影响市场稳定；制度层面，两地监管差异和法律冲突使得中概股在美国股价受到压制，信息传递的低效和制度摩擦使得中概股在美国困难重重。回国二次上市成为解决上述危机的择优之选。

图表 29：中概股回归后估值大多显著提升

港股							
代码	简称	增发价格 (港元)	增发日期	增发后最高股价 (港元)	最新市盈率	美股退市日期	美股退市前市盈率
6186.HK	中国飞鹤	7.50	2019/11/13	8.55	22.75x	2013/6/28	5.12x
1530.HK	三生制药	9.10	2015/6/11	23.16	13.87x	2013/2/9	20.92x
2359.HK	药明康德	68.00	2018/12/13	104.10	86.99x	2015/12/10	18.00x
1119.HK	创梦天地	5.11	2018/12/6	9.7	14.86x	2016/9/7	15.03x
0981.HK	中芯国际	2.69	2004/3/18	25.50	100.45x	2019/5/24	49.06x
A股							
代码	简称	增发价格 (人民币)	增发日期	增发后最高股价 (人民币)	最新市盈率	美股退市日期	美股退市前市盈率
002027.SZ	分众传媒	10.46	2015/12/29	46.25	49.16x	2013/5/24	15.32x
002448.SZ	巨人网络	94.00	2016/4/19	166.80	20.91x	2014/7/21	14.31x
002624.SZ	完美世界	23.53	2016/4/27	43.80	29.98x	2015/7/29	12.76x
601360.SH	三六零	7.89	2018/2/28	65.67	34.30x	2016/7/18	30.85x

*中芯国际在美国、香港同时上市，于2019年5月24日从美股退市

资料来源：Wind，中金公司研究部（数据截至2020年9月4日）

回归条件：2018 港交所上市制度改革明确中概股二次上市要求，为其提供制度指引

中概股回归的要求和上市规则：2018 年 4 月 24 日，港交所公布的最新版《上市规则》，明确了中概股二次上市要求。二次上市需满足一定要求（已上市板块、已上市时间和市值规模）等，同时为符合条件且想要回中国市场融资的公司提供办法指引。具体为，

- 1) 必须已在合资格上市交易所（纽约证券交易所、纳斯达克证券市场或伦敦证券交易所主市场）上市且于至少两个完整会计年度期间保持良好合规记录；
- 2) 上市时市值至少 400 亿港元，或上市时至少 100 亿港元且最近一个经审计会计年度收入至少 10 亿港元；



图表 30: 中概股回归的要求和上市规则

		二次上市 Secondary Listing		
		大中华发行人: 业务以大中华区为主		非大中华发行人: 业务不以大中华区为主
上市资格	前提条件	必须已在合资格上市交易所 (纽约证券交易所、纳斯达克证券市场或伦敦证券交易所主市场) 上市且于至少两个完整会计年度期间保持良好合规纪录		
	基本要求	上市时市值至少400亿港元或上市时市值至少100亿港元, 以及最近一个经审计会计年度收入至少10亿港元		(同股同权的发行人) 预期市值不少于100亿港元
	板块限制	主板		
上市规则	时间条件	2017/12/15以前上市的 Grandfathered Greater China Issuers	2017/12/15以后上市的 Non-Grandfathered Greater China Issuers	Non-Greater China Issuers
	《主板上市规则》条文	自动豁免遵守若干《主板规则》条文, 但是, 若发行人最近一个财政年度的股份全球成交总额有55%或以上都是在港交所进行, 其所获的自动豁免即告不适用。此等公司会被视为其在香港双重主要上市处理		自动豁免遵守若干《主板规则》条文, 即使其股份的主要成交地已转移到香港, 仍可继续享有自动豁免
	主要股东保障渠道	不必修改组织章程文件, 但须证明符合主要股东保障水平	必须修改组织章程文件, 以达到香港规定的主要股东保障水平	不必修改组织章程文件, 但须证明符合主要股东保障水平
	不同投票权架构	不须符合不同投票权保障 (披露除外), 也不须更改不同投票权架构以符合香港作主要上市的要求	必须符合不同投票权保障, 不同投票权架构也必须符合主要上市的要求	不须符合不同投票权保障 (披露除外), 亦毋须更改不同投票权架构以符合香港作主要上市的要求
	可变利益实体 (VIE) 结构	可按既有的可变利益实体结构在香港第二上市, 但须符合联交所VIE指引中的披露规定, 并须向联交所提供中国法律意见, 说明其可变利益实体结构符合中国法律、规则及法规	必须符合联交所VIE指引的各项规定	可按既有的可变利益实体结构在香港第二上市, 但须符合联交所VIE指引中的披露规定

资料来源: 香港联交所, 中金公司研究部

根据上述规则, 我们梳理了在美国上市的 259 家中概股 (截止 2020 年 8 月), 剔除已在港股上市的公司, 市值在 400 亿港元以上的公司有 15 家; 符合市值 100 亿港元公司且近一年度收入 10 亿港币的公司有 10 家。因此, 符合条件公司共 24 家, 合计总市值约 3.3 万亿港元。

图表 31: 可能赴港二次上市的中概股测算

代码	公司名称	GICS一级行业	GICS四级行业	收盘价 (美元)	年初至今涨跌幅 (%)	美股市值 (百万港币)	三个月日均成交额 (百万美元)	收入 (百万港币) 2019A	盈利增速 2019A	2020E	市盈率(X) 2019A	2020E	市净率(X) 2019A	2020E	分红收益率(%) 2019A	2020E
满足条件: 上市时市值大于400亿港元																
PDD.O	拼多多	可选消费	网络营销与直销零售	85.8	126.8%	561,769	803.6	34,178	-31.8%	-23.8%	N/A	N/A	12.4	35.3	N/A	0.0
VIPS.N	唯品会	可选消费	网络营销与直销零售	17.2	21.6%	394,436	136.6	105,448	88.7%	45.8%	14.3	13.9	3.0	2.8	N/A	0.0
TCOM.O	携程	可选消费	网络营销与直销零售	30.1	-10.2%	394,193	134.6	40,442	530.5%	-142.6%	28.9	N/A	0.2	1.3	N/A	0.0
ZTO.N	中通快递	工业	航空货运与物流	33.3	42.5%	384,040	100.0	25,071	29.5%	-9.6%	25.7	34.9	3.3	4.3	N/A	0.6
TAL.N	好未来教育	可选消费	教育服务	75.8	57.3%	265,536	216.5	25,604	85.1%	-7.2%	52.2	128.5	8.1	12.2	N/A	0.0
YUMC.N	百胜中国	可选消费	餐饮	55.9	16.5%	250,709	99.6	68,762	0.7%	-36.2%	25.0	47.4	5.9	6.2	1.0	0.5
IQ.O	爱奇艺	通信服务	电影与娱乐	22.1	4.6%	214,509	185.3	32,876	13.3%	-20.2%	N/A	N/A	11.3	46.6	N/A	0.0
HTHT.O	华住酒店	可选消费	酒店、度假村与豪华游	44.4	10.8%	197,292	77.2	12,713	147.1%	-175.2%	54.3	N/A	11.2	15.0	0.8	0.8
BIDU.O	百度	通信服务	互动媒体与服务	121.4	-3.9%	181,224	417.2	121,797	-92.5%	769.6%	23.9	16.1	1.9	1.6	N/A	0.0
MOMO.O	陌陌科技	通信服务	互动媒体与服务	16.8	-49.9%	112,012	87.3	19,294	5.5%	14.2%	17.2	7.5	3.6	1.9	N/A	3.3
EDU.N	新东方教育科技	可选消费	教育服务	150.3	24.0%	105,302	146.6	27,899	-19.6%	90.5%	41.4	53.3	5.7	7.8	N/A	0.0
GDS.O	万国数据	信息技术	互联网服务与基础设施	80.0	55.1%	100,613	101.5	4,674	2.7%	-27.7%	N/A	N/A	5.3	10.3	N/A	0.0
HCM.O	和黄中国医药科技	医疗保健	制药	34.6	37.9%	94,462	8.8	1,608	41.7%	21.0%	N/A	N/A	N/A	41.8	N/A	N/A
WUBA.N	58同城网	通信服务	互动媒体与服务	55.5	-14.2%	84,623	103.4	17,662	314.5%	-47.0%	9.2	14.0	2.2	1.5	N/A	0.0
WB.O	新浪微博	通信服务	互动媒体与服务	36.2	-22.0%	82,872	55.3	13,868	-13.5%	-3.8%	18.9	17.6	4.6	2.8	N/A	0.0
ATHM.N	汽车之家	通信服务	互动媒体与服务	83.9	4.9%	79,147	51.1	9,548	11.5%	8.7%	20.8	19.8	4.5	3.9	N/A	1.0
ZLAB.O	Zai Lab	医疗保健	生物科技	78.3	88.3%	49,235	30.2	102	40.3%	30.0%	N/A	N/A	9.5	21.6	N/A	0.0
HUYA.N	虎牙	通信服务	互动式家庭娱乐	26.8	49.3%	46,563	67.7	9,496	-124.2%	169.7%	61.9	34.7	3.2	4.2	N/A	0.0
JOBS.O	前程无忧	工业	人力资源与就业服务	67.4	-20.6%	44,639	9.8	4,536	-57.5%	81.7%	32.8	29.3	3.6	2.5	N/A	0.0
SINA.O	新浪	通信服务	互动媒体与服务	39.8	-0.3%	43,459	29.5	16,947	-156.2%	-337.3%	7.3	16.8	1.0	1.0	N/A	0.0
YY.O	欢聚	通信服务	互动媒体与服务	82.2	55.7%	42,856	105.1	29,001	56.0%	-31.9%	97.6	23.0	0.9	1.2	N/A	0.1
满足条件: 上市时市值大于100亿港元且近一年度收益十亿港元																
CSIQ.O	阿特斯阳光电力	信息技术	半导体产品	30.8	39.5%	39,243	32.7	25,077	-27.6%	6.5%	6.4	10.9	0.9	1.1	N/A	0.0
BZUN.O	宝尊电子商务	可选消费	网络营销与直销零售	39.0	17.7%	38,989	42.9	8,253	4.3%	89.9%	47.4	29.4	5.6	5.1	N/A	0.0
CBPO.O	泰邦生物	医疗保健	生物科技	106.8	-8.3%	25,645	12.1	3,947	8.4%	27.0%	32.5	22.6	2.6	2.2	N/A	N/A

资料来源: Wind, Bloomberg, 中金公司研究部 (数据截至 2020 年 9 月 4 日)

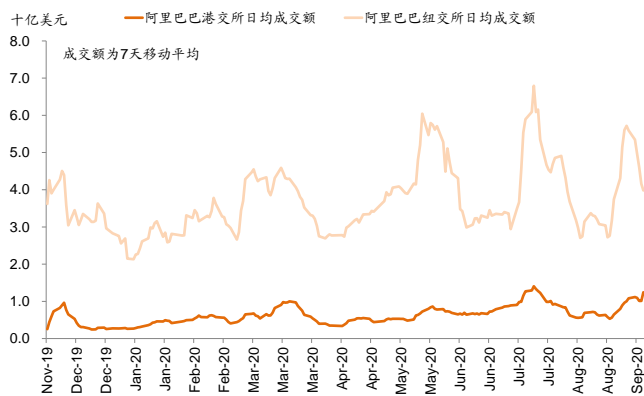


回归意义：融资、提升公司股票估值和流动性

中概股的回归，不仅为其自身股票增加流动性，规避海外不确定性风险，获得估值提升的空间，更为港股市场打造了丰富好标的和提升流动性的良性循环。具体而言：

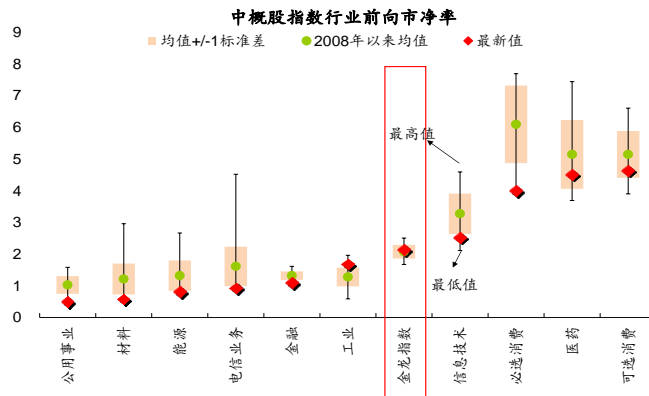
- 对于二次上市的公司而言，回归提升股票流动性，获得更高估值。如前所述，回到港股市场二次上市的公司往往能够获得估值的提升。此外港股市场参与者对中概股的经营模式更加了解，交易意愿也较强烈，有利于提升股票的流动性。
- “新经济”标的聚集，香港市场成为投资中国新经济的桥头堡，而更好的包容性将进一步引入资金，带来正向循环：港股市场逐步汇聚中国新经济优质龙头公司，对来自全球包括大陆的投资者吸引力进一步增强。例如，阿里在港二次上市后，~14%股份已转换到香港交易，其在香港部分的成交规模已经相当于美国部分的15~20%。这些优质资产一方面通过纳入指数增加被动资金的流入，另一方面以其吸引力吸纳主动资金的投资，带来的流动性改善将进一步使得更多企业提高赴港上市的偏好。长此以往，港股市场将形成流动性和优质资产共同增加的良性循环。

图表 32：阿里在港成交规模相当于美国部分 15~20%



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 33：美国中概股分行业市净率历史区间



资料来源：Factset，中金公司研究部

市场结构：港股已经不是原来的港股，新经济占比~60%

港股市场整体市值规模排名前列，但成交活跃度不高。港交所是全球主要的金融中心之一，无论从上市股票市值、还是上市公司数目，港交所都在世界主要交易所中位于前列（截止 2020 年 7 月，市值规模 5.2 万亿美元，排名第 4），但其日均成交额和年化换手率相对其他市场处于较低水平，表明其市场活跃度相对偏低。

中资股在港股中占据半壁江山。截止 2020 年 9 月，港股上市公司共 2529 家，其中 H 股（注册地为中国内地，多为国企，A/H 两地上市公司均为此类）公司共 287 家，红筹股（注册地为中国内地以外的地区，且多为中央或地方政府直接或间接控制的企业）公司 178 家，中资民营股（注册地为中国内地以外的地区，但主要在中国开展业务的民企）711 家，香港本地股及外资股 1353 家。从市值占比来看，截至 2020 年 9 月 4 日，香港中资股（H 股+红筹股+中资民营股）占到港股市值总额的 53.4%，可见其在港股市场中的重要地位。

新经济板块在港股市场已初具规模。根据 Datastream 统计的港股市场 1973 年以来行业市值占比，我们可以清晰的看到，港股市场在 90 年代之前，上市公司类别均较为单一，主要以金融和周期为主，如金融服务、房地产、银行、工业等相关板块。1997 香港回归后，随着电信（如中国移动和中国联通）和能源行业国企（如石油煤炭）先后赴港上市，电信和能源板块的市值占比快速抬升。2010 年之后，科技类公司市值占比逐年增多，特别是港交所 2018 年上市制度改革更是为新经济公司提供了更加便利的条件。伴随一批新经济公司赴港上市以及中概股公司回归港股，港股市场新经济板块已初见规模。



中资股中新经济板块占比 56%，已经超过 A 股。进一步到中资公司，虽然金融板块仍然占到 17.1%，但目前新经济板块占比已达到 59.9%，超过了 A 股市场 48.3% 的新经济占比。不过不同基准指数中，差异依然较为明显，当前恒生指数中新经济板块市值占比仅为 28.4%，恒生国企指数中占比 38.1%，MSCI 中国指数新经济板块市值占比 72.2%，与标普 500 相当。反观 A 股，A 股沪深 300 和上证综指中新经济市值占比分别达到 49.0% 和 36.7%，也要高于恒生和恒生国企指数。不过这一情形在 9 月 7 日纳入同股不同权和两地上市公司后会发生较大变化。

图表 34: 无论从上市股票市值、还是上市公司数目，港交所都在世界主要交易所中位于前列，但其日均成交额和年化换手率相对其他市场处于较低水平

#	交易所	上市股票市值 (十亿美元)	2019 GDP (十亿美元)	市值/GDP	上市公司数目	日均成交额 (百万美元)	年化换手率 (成交额/市值)
1	美国	44,525	21,428	208%	2,705	190,890	63%
2	中国内地	10,583	14,343	74%	3,938	115,039	160%
3	日本	5,552	5,082	109%	3,713	24,404	65%
4	港交所	5,207	366	1423%	2,321	11,833	33%
5	泛欧交易所	4,413	15,593	28%	1,297	10,587	35%
6	英国	3,334	2,827	118%	1,979	8,983	40%
7	加拿大	2,233	1,736	129%	3,351	7,573	50%
8	德国	2,022	3,846	53%	458	8,720	63%
9	印度	1,953	2,875	68%	1,940	6,534	49%
10	瑞士	1,821	703	259%	0	5,450	44%
11	韩国	1,532	1,642	93%	2,268	15,697	151%
12	澳大利亚	1,384	1,393	99%	1,900	4,685	50%
13	中国台湾	1,312	605	217%	866	5,274	59%
14	南非	857	351	244%	266	1,327	23%
15	巴西	832	1,840	45%	327	5,542	98%
16	西班牙	624	1,394	45%	2,777	1,948	46%
17	俄罗斯	613	1,700	36%	210	1,215	29%
18	新加坡	592	372	159%	463	1,078	27%

资料来源: WFE, 中金公司研究部 (WFE 最新公布数据截止 2020 年 7 月末)

图表 35: 中国在全球上市的海外中资股主要集中在港股市场

百万美元	公司 数量	%	上市市值 (百万 美元)	%	自由流通市值 (百万美元)	自由流通 比例	过去3个月 日均成交额	平均上市 市值	平均日均 成交额	年化自由流通 值换手率 (%)
A 股	3,987	71%	11,021,889	70%	4,720,970	43%	161,200	2,764	40.4	854%
上海	1,711	30%	6,267,022	40%	2,440,410	39%	69,847	3,663	40.8	716%
深圳	2,276	40%	4,754,866	30%	2,280,560	48%	91,353	2,089	40.1	1001%
海外中资股	1,653	29%	4,688,717	30%	4,674,483	100%	22,498	13,106	13.6	26%
B 股	93	2%	82,928	1%	82,928	100%	43	892	0.5	13%
上海	49	1%	76,730	0%	76,730	100%	31	1,566	0.6	10%
深圳	44	1%	6,197	0%	6,197	100%	12	141	0.3	48%
香港	1,176	21%	2,852,051	18%	2,852,051	100%	10,104	2,425	8.6	89%
H 股	287	5%	719,411	5%	719,411	100%	3,483	2,507	12.1	121%
红筹股	178	3%	589,401	4%	589,401	100%	1,655	3,311	9.3	70%
中资民营股	711	13%	1,543,239	10%	1,543,239	100%	4,966	2,171	7.0	80%
美国	253	4%	1,730,036	11%	1,719,767	99%	12,308	6,838	48.6	179%
NYSE	77	1%	1,272,009	8%	1,268,400	100%	7,140	16,520	92.7	141%
NASDAQ	176	3%	458,026	3%	451,368	99%	5,168	2,602	29.4	286%
AMEX	7	0%	1,523	0%	1,443	95%	16	218	2.3	275%
新加坡	91	2%	7,518	0%	3,817	51%	32	83	0.3	208%
伦敦	5	0%	14,033	0%	14,032	100%	0	2,807	0.0	0%
其他市场	35	1%	2,152	0%	1,888	88%	11	61	0.3	143%
中资股整体	5,640	100%	15,710,606	100%	9,395,453	60%	183,698	2,786	32.6	489%

资料来源: Wind, Bloomberg, 中金公司研究部 (数据截至 2020 年 9 月 4 日)

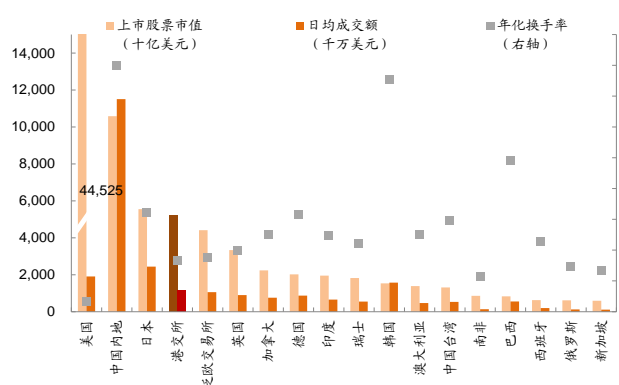


图表 36: 香港市场主要股份构成

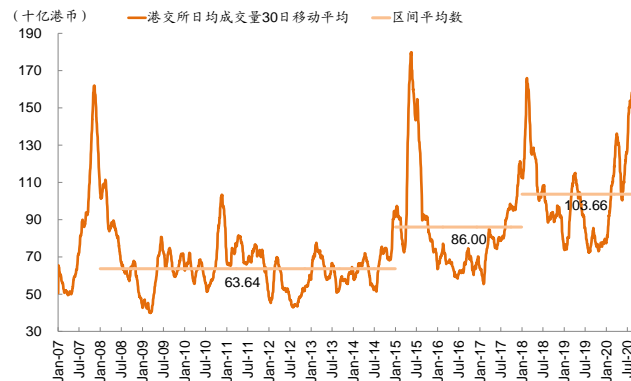
	H股	红筹股	中资民营股	香港本地股	外资股
主要收入来源	中国大陆			香港本地	海外
注册地	中国大陆	海外	海外	海外	海外
国企/民企?	国企/民企	国企	民企	N/A	N/A
上市是否需要证监会/外管局批准?	需要	不需要	不需要	N/A	N/A
股份是否全部流通?	内资股部分不可流通 (AH两地上市除外)	全流通	全流通	全流通	全流通
数量	287	178	711	1258	95
上市部分市值	HK\$5.6trn (扣除非流通股和A股上市部分)	HK\$4.6trn	HK\$12.0trn	HK\$17.8trn	HK\$1.3trn
代表股票	建设银行 中国平安 工商银行 中国银行 交通银行	中国移动 中海油 中信股份 中国联通 中海发展	腾讯 中国恒大 碧桂园 吉利汽车 瑞声科技	友邦保险 新鸿基 长和 恒生银行 金沙中国	汇丰控股 宏利金融 渣打集团 俄铝 普拉达

资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 37: 港股是全球第四大交易所, 但成交和换手率却明显落后...

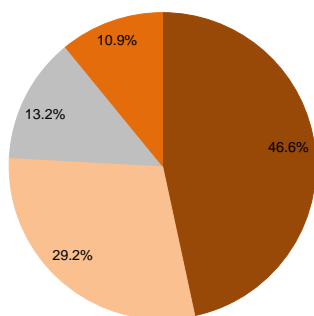


图表 38: ...这一情形已在逐步发生变化, 目前港股日均成交已经从前两年平均的 860 亿港元, 上升到 1000 亿港元



图表 39: 港股市场中, 目前中资股市值合计占比达 53.4%

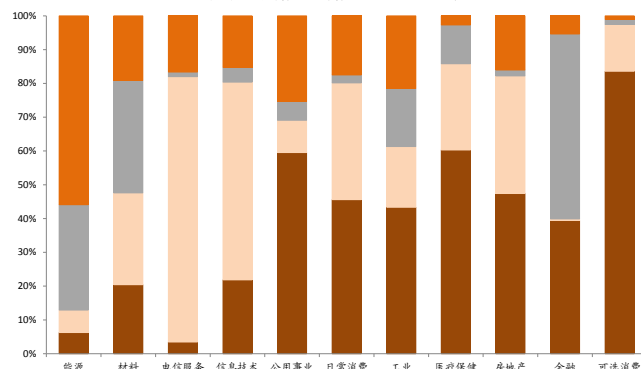
■ 香港本地股和外资股 ■ 中资民营股 ■ H股 ■ 红筹股



资料来源: WFE, Wind, 中金公司研究部 (数据截至 2020 年 9 月 4 日)

图表 40: 电信服务、能源、材料、信息技术中资股占比较高

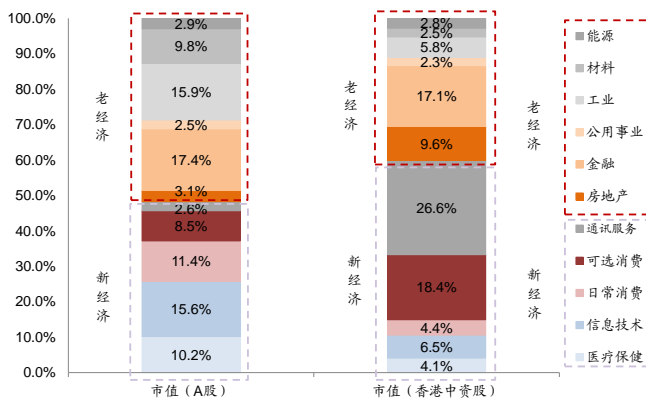
■ 香港本地股和外资股 ■ 中资民营股 ■ H股 ■ 红筹股



资料来源: Bloomberg, Wind, 中金公司研究部 (数据截至 2020 年 9 月 4 日)

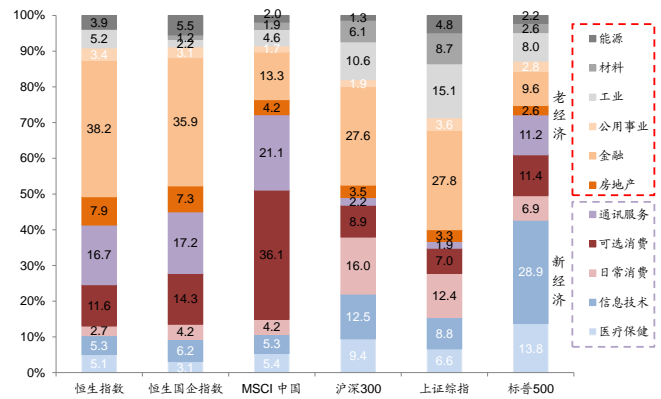


图表 41：中资股中新经济板块市值规模已达 59.9%



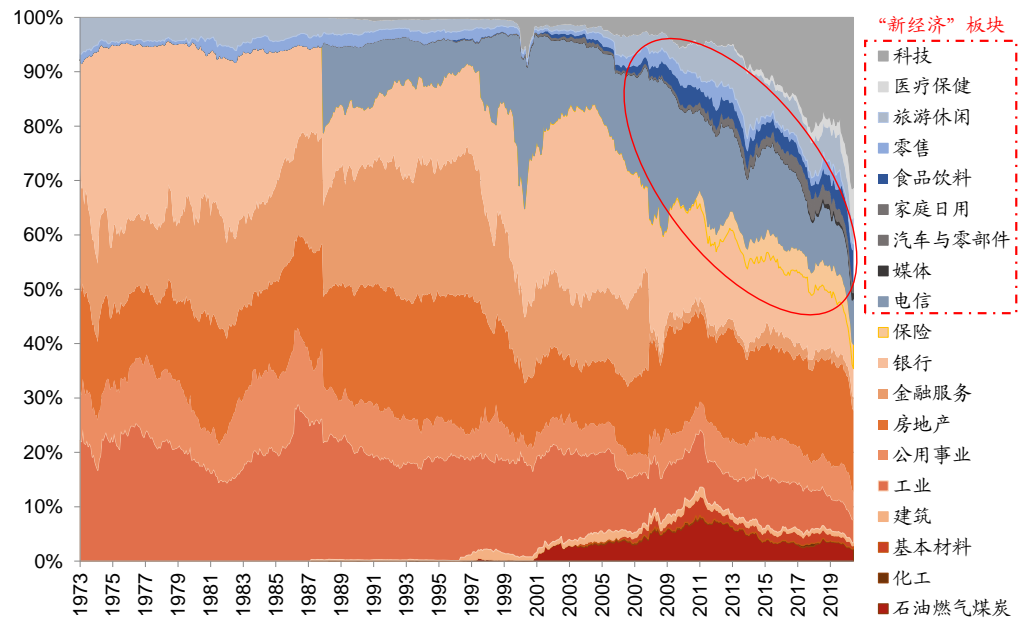
资料来源：Wind，中金公司研究部（截止 2020 年 9 月 7 日）

图表 42：但恒指和国企指数老经济占比依然较高



资料来源：Wind，中金公司研究部（截止 2020 年 9 月 7 日）

图表 43：港股市场以科技类板块为代表的新经济在逐年崛起



资料来源：Datastream，中金公司研究部

旗舰指数：更多资金流入和追踪的正向循环

恒生与国企指数：“新经济”比重大幅增加，提升港股长期吸引力

过去恒生和国企指数周期等“老经济”板块占比过高，拖累指数表现，调整后的恒生指数“新经济”比重大幅增加，提升港股长期吸引力。恒生指数公司 8 月 14 日公布了其定期指数的调整结果，涵盖主要的旗舰指数如恒生和国企指数、及作为港股通投资范围基础的恒生综合指数。此次调整将会明显增加指数中新经济板块的占比，使得指数构成更为均衡、进而提升对投资者的吸引力。调整于 9 月 7 日正式实施，具体如下：

- **成分股和权重调整，增加新经济纳入：**1) 恒生指数：此次纳入阿里巴巴、小米和药明生物，纳入权重分别为 5%、2.6%和 1.8%；同时剔除中国神华、中国旺旺和信和置业；2) 国企指数：此次纳入阿里巴巴、美团、小米，权重分别为 5%、5%和 3.7%，同时剔除国药控股、中信证券和比亚迪股份。



- **新经济占比提升、提升港股市场中长期吸引力:** 此次调整使得新经济板块占比大幅提升。具体看, 1) 恒生指数: 金融板块权重将从调整前的 48.6% 降至 38.2%, 房地产从 10.4% 降至 7.9%; 而信息技术将从 1.4% 跳升至 5.3%, 可选消费从 5.2% 升至 11.6%。2) 国企指数: 金融板块从 40.4% 降至 35.9%, 房地产从 8.1% 降至 7.3%; 可选消费从 6.3% 大幅升至 14.3%。

恒生指数的调整将带动被动投资资金流向“新经济”板块, 更为均衡的指数编制方式也将改善指数自身表现, 提高香港市场对投资者的吸引力, 形成资金流入的正向循环。

图表 44: 恒生指数调整与资金流向数据 (截止 2020 年 9 月 3 日, 预测值为 Bloomberg 一致预期)

代码	公司名称	行业	收盘价 (港元)	年初至今 涨跌幅 (%)	港股市值 (百万美元)	三个月日均 成交额 (百万美元)	盈利增速		市盈率(X)		市净率(X)		分红收益率(%)		调整前	调整后	变化	潜在被动 资金变化 (百万美元)
							2019A	2020E	2019A	2020E	2019A	2020E	2019A	2020E				
9988 HK	阿里巴巴-SW	可选消费	284.2	37.2%	793,716	845.9	37.1%	84.7%	60.9	32.8	6.4	6.0	N/A	0.0	0.0%	5.0%	5.0%	987.8
1810 HK	小米集团-W	信息技术	23.9	121.7%	54,313	488.4	-25.9%	18.0%	22.8	42.4	2.8	5.4	N/A	0.0	0.0%	2.6%	2.6%	511.7
2269 HK	药明生物	医疗保健	192.5	95.1%	33,712	122.5	60.8%	42.4%	107.6	154.3	8.9	13.7	N/A	0.0	0.0%	1.8%	1.8%	345.7
83 HK	信和置业	房地产	9.1	-19.3%	8,299	8.6	-50.6%	-20.9%	12.7	8.9	0.6	0.4	4.9	6.4	0.4%	0.0%	-0.4%	-71.1
151 HK	中国旺旺	日常消费	5.4	-25.5%	8,672	13.4	11.6%	11.6%	20.0	15.5	4.5	3.8	3.3	4.6	0.4%	0.0%	-0.4%	-77.0
388 HK	香港交易所	金融	386.6	52.8%	63,242	308.0	0.8%	17.1%	33.8	43.6	7.2	10.1	2.7	2.0	5.3%	4.9%	-0.4%	-81.0
1299 HK	友邦保险	金融	80.5	-1.7%	125,508	253.3	156.0%	-21.9%	19.0	23.9	2.2	2.0	1.4	1.7	10.4%	10.0%	-0.5%	-90.9
2318 HK	中国平安	金融	80.9	-12.2%	77,692	356.3	39.1%	-12.0%	9.8	9.9	2.2	1.7	2.2	3.0	5.9%	5.5%	-0.5%	-94.8
1088 HK	中国神华	能源	13.2	-19.0%	5,780	38.6	-5.5%	-11.9%	6.9	6.3	0.8	0.6	6.1	8.4	0.5%	0.0%	-0.5%	-104.7
939 HK	建设银行	金融	5.4	-20.1%	166,890	205.5	4.7%	-5.9%	5.7	4.6	0.7	0.5	5.2	6.6	7.6%	7.0%	-0.6%	-120.5
5 HK	汇丰控股	金融	33.5	-45.0%	87,903	191.4	-46.2%	-39.8%	26.2	19.1	1.0	0.5	6.6	2.0	8.9%	8.1%	-0.7%	-142.2
700 HK	腾讯控股	通信服务	534.0	42.2%	660,211	1,442.5	18.5%	31.5%	34.1	36.3	7.4	7.9	0.3	0.3	11.5%	10.0%	-1.5%	-292.4

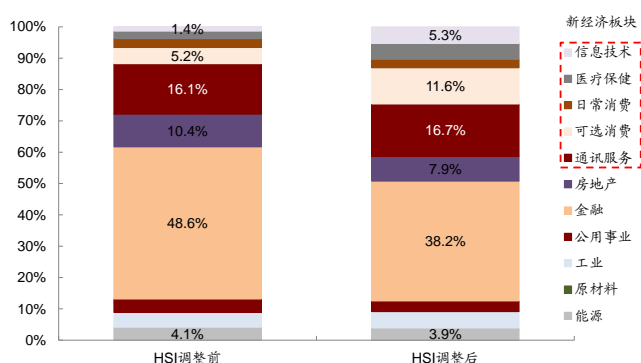
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 45: 国企指数调整与资金流向数据 (截止 2020 年 9 月 3 日, 预测值为 Bloomberg 一致预期)

代码	公司名称	行业	收盘价 (港元)	年初至今 涨跌幅 (%)	港股市值 (百万美元)	三个月日均 成交额 (百万美元)	盈利增速		市盈率(X)		市净率(X)		分红收益率(%)		调整前	调整后	变化	潜在被动 资金变化 (百万美元)
							2019A	2020E	2019A	2020E	2019A	2020E	2019A	2020E				
3690 HK	美团点评-W	可选消费	262.6	157.7%	174,258	686.4	-101.9%	98.8%	233.6	311.5	5.7	13.7	N/A	0.0	0.0%	5.0%	5.0%	240.0
9988 HK	阿里巴巴-SW	可选消费	284.2	37.2%	793,716	845.9	37.1%	84.7%	60.9	32.8	6.4	6.0	N/A	0.0	0.0%	5.0%	5.0%	240.0
1810 HK	小米集团-W	信息技术	23.9	121.7%	54,313	488.4	-25.9%	18.0%	22.8	42.4	2.8	5.4	N/A	0.0	0.0%	3.7%	3.7%	179.0
939 HK	建设银行	金融	5.4	-20.1%	166,890	205.5	4.7%	-5.9%	5.7	4.6	0.7	0.5	5.2	6.6	8.9%	10.0%	1.1%	50.9
1099 HK	国药控股	医疗保健	18.3	-35.7%	3,168	33.0	7.1%	6.1%	12.1	7.2	1.6	0.9	2.4	4.2	0.5%	0.0%	-0.5%	-22.1
3988 HK	中国银行	金融	2.5	-24.9%	26,974	101.7	4.1%	-7.8%	4.9	3.7	0.5	0.4	6.3	8.5	3.9%	3.3%	-0.6%	-26.9
6030 HK	中信证券	金融	18.6	4.7%	5,474	82.3	30.2%	32.8%	25.0	12.5	1.9	1.1	2.2	3.6	0.7%	0.0%	-0.7%	-35.0
1211 HK	比亚迪股份	可选消费	85.0	118.8%	10,035	94.0	-41.9%	104.1%	69.5	58.4	1.8	3.3	0.6	0.2	0.9%	0.0%	-0.9%	-41.8
1398 HK	工商银行	金融	4.2	-29.8%	47,147	132.4	4.9%	-7.3%	6.8	4.4	0.8	0.5	4.7	6.9	6.4%	5.5%	-0.9%	-44.6
941 HK	中国移动	通信服务	53.0	-19.1%	140,020	160.2	-9.5%	1.1%	11.2	8.9	1.1	0.8	4.5	6.3	6.5%	5.5%	-1.0%	-45.6
2318 HK	中国平安	金融	80.9	-12.2%	77,692	356.3	39.1%	-12.0%	9.8	9.9	2.2	1.7	2.2	3.0	9.2%	7.9%	-1.3%	-64.3
700 HK	腾讯控股	通信服务	534.0	42.2%	660,211	1,442.5	18.5%	31.5%	34.1	36.3	7.4	7.9	0.3	0.3	11.7%	10.0%	-1.7%	-80.2

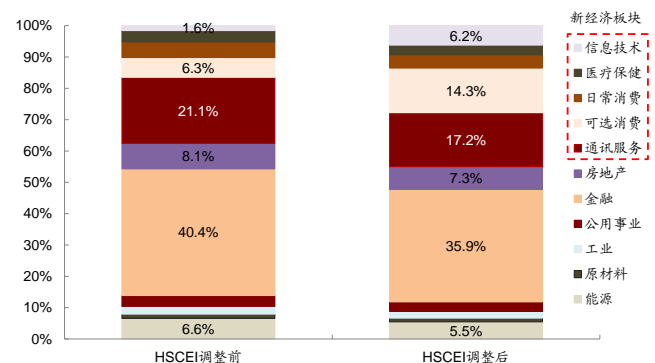
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 46: 恒生指数本次调整前后指数行业结构对比



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部 (数据截至 2020 年 9 月 7 日)

图表 47: 恒生国企指数本次调整前后指数行业结构对比



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部 (数据截至 2020 年 9 月 7 日)

恒生科技指数: 港股“新经济”的标杆

恒生科技指数的推出为香港市场提供了“新经济”投资风向标, 同时引导被动基金流入, 进一步强化和巩固香港市场作为全球金融中心和投资中国“桥头堡”的地位。7 月 27 日恒生指数公司发布恒生科技指数, 该指数编制范围为港股市场市值最大的前 30 家科技公司,



选股范围包括云端、数码、电子贸易、金融科技和网络等板块，同时将公司研发能力和收入增长纳入指数调整的考虑条件。恒生科技指数的推出使港股市场具有了科技板块的代表性标的，优质科技公司组成的指数吸引被动基金流入，形成“优质标的——资金流入”的正向循环。

恒生科技指数标的主要分布在信息技术和可选消费，两者占比总和超过 99%，多数标的质优且稀缺。从个股层面看，该指数科技行业“翘楚”标的荟萃，阿里巴巴、腾讯等公司均在名列，多数公司具有不可替代性和稀缺性，资本对于这些标的的追逐将成为未来港股市场的一股重要力量。

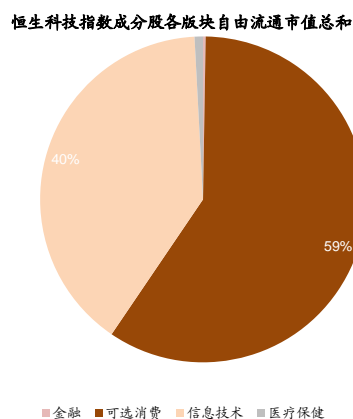
跟随指数的 ETF 将带来新的被动资金流入。我们根据 ETF 规模和其跟踪的指数市值规模测算了未来将会跟踪恒生科技指数 ETF 规模。类比恒生指数，其 ETF 总规模占恒生指数总市值比重为 0.89%，当前恒生科技指数市值总规模为 14.95 万亿港币，假设该比例相同，在忽略指数市值增长的前提下，我们预计 ETF 规模将达到 1300 亿港币左右。被动资金的流入将进一步增加港股市场流动性，为市场注入新的活力。

图表 48：恒生科技指数编制方法



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 49：可选消费和信息技术占据绝对份额



资料来源：Wind，中金公司研究部（数据截至2020年9月4日）



图表 50: 恒生科技指数成分股

	代码	公司名称	行业	权重 (%)	年初至今涨跌幅 (%)	港股市值 (百万美元)	三个月日均成交额 (百万美元)	盈利增速		市盈率(X)			市净率(X)			分红收益率(%)		
								2019A	2020E	2018A	2019A	2020E	2018A	2019A	2020E	2018A	2019A	2020E
1	0700.HK	腾讯控股	通信服务	8.00	42.2%	660,211	1,442.5	18.5%	31.5%	33.1	34.1	36.2	8.1	7.4	7.9	0.3	0.3	0.3
2	9988.HK	阿里巴巴-SW	可选消费	8.00	37.2%	793,716	845.9	37.1%	84.7%	NA	NA	34.9	NA	NA	5.9	NA	NA	0.0
3	3690.HK	美团点评-W	可选消费	8.00	157.7%	174,258	686.4	-101.9%	98.8%	NA	233.6	310.8	2.6	5.7	13.6	NA	NA	0.0
4	2382.HK	舜宇光学科技	信息技术	8.00	-12.9%	16,629	154.3	60.2%	9.1%	26.8	33.1	25.7	7.3	10.5	7.0	1.2	0.5	0.8
5	0981.HK	中芯国际	信息技术	8.00	106.0%	18,272	590.9	237.0%	64.6%	NA	NA	68.0	0.8	1.3	1.7	NA	NA	0.0
6	1810.HK	小米集团-W	信息技术	8.00	121.7%	54,313	488.4	-25.9%	18.0%	13.5	22.8	42.3	3.8	2.8	5.4	NA	NA	0.0
7	0241.HK	阿里健康	医疗保健	7.33	119.3%	34,258	113.1	-23.4%	-466.3%	NA	NA	851.1	11.9	32.5	38.1	NA	NA	0.0
8	9618.HK	京东集团-SW	可选消费	4.41	NA	111,715	185.7	-589.0%	24.2%	NA	NA	41.5	NA	NA	6.4	NA	NA	0.0
9	0268.HK	金蝶国际	信息技术	4.23	156.2%	8,925	60.9	-9.6%	-95.5%	46.1	60.5	808.8	3.7	3.9	8.8	0.2	0.1	0.0
10	2018.HK	瑞声科技	信息技术	4.02	-27.9%	7,641	104.1	-41.5%	-15.1%	12.8	33.0	26.6	2.6	3.8	2.4	4.6	2.1	1.2
11	1833.HK	平安好医生	医疗保健	3.65	103.0%	15,892	89.2	-19.5%	-17.0%	NA	NA	NA	2.5	5.6	11.3	NA	NA	0.0
12	0992.HK	联想集团	信息技术	3.41	-0.2%	8,092	30.9	-579.3%	-1.5%	NA	18.0	11.8	1.7	3.2	1.9	5.0	5.4	5.0
13	3888.HK	金山软件	信息技术	3.02	112.9%	7,581	74.3	-497.3%	-332.1%	34.2	NA	12.4	1.0	1.8	0.0	1.0	0.6	0.6
14	9999.HK	网易-S	通信服务	2.85	NA	68,386	131.4	230.4%	-21.1%	25.6	20.8	23.3	4.7	4.6	6.2	NA	NA	10.9
15	0522.HK	ASM PACIFIC	信息技术	2.65	-22.4%	4,424	23.2	-72.1%	69.0%	13.8	71.1	31.7	2.5	3.8	2.8	3.4	2.5	2.2
16	0285.HK	比亚迪电子	信息技术	2.25	160.3%	11,338	61.8	-27.0%	246.8%	8.9	18.9	13.8	1.2	1.8	3.6	2.8	1.5	0.8
17	0772.HK	阅文集团	通信服务	2.03	72.2%	7,333	50.5	20.4%	-114.5%	31.6	26.4	118.4	1.6	1.5	2.7	NA	NA	0.0
18	0763.HK	中兴通讯	信息技术	1.63	-10.5%	2,081	60.9	-183.7%	-14.6%	NA	17.5	17.2	2.4	3.1	2.1	NA	NA	1.6
19	6060.HK	众安在线	金融	1.57	87.4%	3,192	51.6	-74.0%	-184.0%	NA	NA	170.4	2.1	2.5	4.2	NA	NA	0.0
20	0780.HK	同程艺龙	可选消费	1.53	7.3%	4,188	11.9	29.8%	50.8%	33.3	37.9	27.5	2.0	2.0	2.0	NA	NA	0.0
21	2013.HK	微盟集团	信息技术	1.49	275.2%	3,701	112.5	-128.6%	-62.0%	NA	20.2	380.0	NA	3.4	14.0	NA	NA	NA
22	1347.HK	华虹半导体	信息技术	1.30	70.7%	5,055	73.6	-11.4%	-44.4%	10.8	18.1	46.7	1.1	1.3	2.0	2.1	1.7	0.5
23	1797.HK	新东方在线	可选消费	1.22	90.6%	4,299	30.3	-143.5%	1648.2%	NA	NA	NA	NA	3.1	18.1	NA	NA	0.0
24	2400.HK	心动公司	通信服务	0.63	142.9%	2,420	20.6	21.6%	44.2%	NA	15.5	30.5	NA	NA	5.5	NA	NA	0.4
25	1896.HK	猫眼娱乐	可选消费	0.62	8.8%	2,284	6.5	-438.1%	-151.3%	NA	30.5	NA	NA	1.7	1.9	NA	NA	0.0
26	6088.HK	FIT HON TENG	信息技术	0.60	22.9%	2,860	14.9	0.6%	-30.1%	12.4	9.4	16.3	1.5	1.1	1.2	1.6	2.7	1.8
27	0136.HK	恒腾网络	可选消费	0.54	125.2%	2,407	16.4	-17.9%	NA	154.0	88.8	NA	17.1	6.5	NA	NA	NA	NA
28	1478.HK	丘钛科技	可选消费	0.46	-21.9%	1,525	11.5	3666.7%	35.8%	300.6	24.2	13.3	2.1	4.7	2.8	2.1	1.4	1.5
29	0777.HK	网龙	通信服务	0.37	7.2%	1,429	7.6	48.0%	13.6%	10.3	10.7	10.2	1.1	1.6	1.4	1.7	1.6	2.4
30	2858.HK	易鑫集团	金融	0.18	15.0%	1,637	4.8	-118.6%	-2256.1%	NA	154.7	NA	0.6	0.6	0.7	NA	NA	0.0

资料来源: Bloomberg, 恒生指数公司, 中金公司研究部 (数据截至 2020 年 9 月 4 日)



变局二：资产配置拐点下，资金南下助力港股生态改变

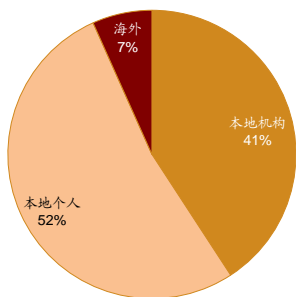
投资者结构：香港仍以机构与海外为主，但内地投资者占比不断提升

机构主导、外资占比高位仍旧是香港市场的特色

机构是香港市场最重要的投资主体之一，海外资金占据香港市场极大份额。香港市场以机构投资者主导，根据港交所《现货市场交易研究调查》显示，2018 年海内外机构交易额占据香港市场的 55%，个人交易额占比仅 16%。而 2018 年 A 股个人交易额占比高达 52%，散户成为市场主导。除了机构交易额占比高于 A 股，外资主导也是香港市场的一大特色，2011 年起香港外资占比已经超过本地投资占比，且差距逐年拉大，A 股市场外资占比同样在不断提升，但对比港股，其规模仍旧较低，仅占 7%。

图表 51: A 股海外交易额占比较低

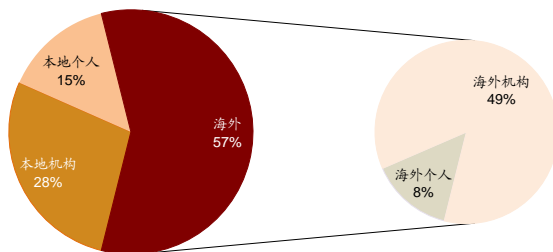
2018年A股市场投资者结构



资料来源：上市公司数据，上交所，基金业协会，保监会，社保基金理事会，证券业协会，人社部，中国人民银行，证监会，Wind，中金公司研究部

图表 52: 港股市场由机构主导，外资占比处于高位

2018年港股市场投资者结构



资料来源：香港联交所，中金公司研究部

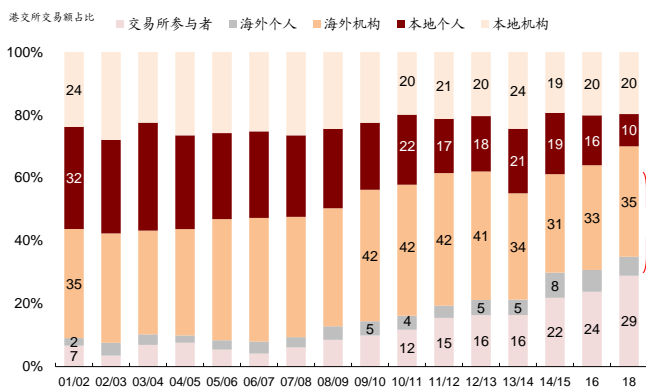
近年来中国交易额占比不断增多成为港股投资者结构新变化

香港市场海外交易额占比与本地交易额占比差距逐渐拉大，而海外交易额里的中国资金成为越来越重要的力量。根据各年度港交所《现货市场交易研究调查》数据，我们发现伴随着资本开放程度加深，越来越多的优质标的“落户”香港交易所，外资在香港市场已经占据主导地位，而外资中的中国资本流入成为香港市场流动性中不可或缺的重要力量。具体而言，

- ▶ **外资占比逐渐走高。**外资一直是香港市场的重要组成部分，而自 2011 年来外资占比首次与本地持平后，海外与本地交易额占比的差距逐渐拉大，香港市场的这一特征进一步体现了其投资者结构的多样性和丰富度。
- ▶ **中国资本规模逐渐彰显。**在逐渐走高的海外交易额占比中，中国力量逐渐彰显，2000 年起中国交易额占比逐渐提升，至 2018 年中国资金成交额占海外资本比重已经达到 28%，在香港市场有着举足轻重的作用。值得注意的是，随着 2014 年末港股通的开通，中国资金占比增幅加速，体现着南下资金对于港股市场的重要意义。

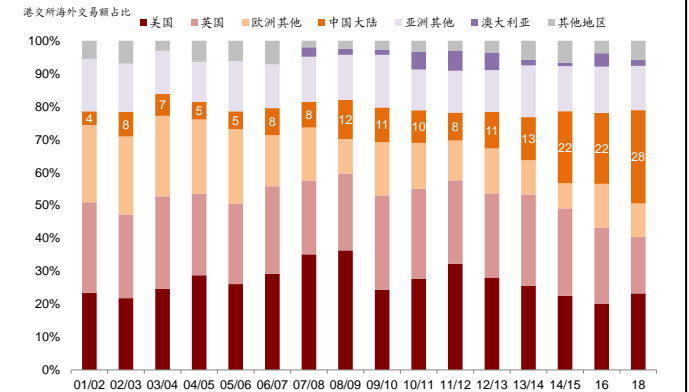


图表 53: 港股市场海外和本地交易额占比差距逐渐拉大



资料来源：香港联交所，中金公司研究部

图表 54: 海外交易额中国占比提升



资料来源：香港联交所，中金公司研究部

南下资金动向：占比和交易不断壮大；更多偏好新经济，对海外资金或有领先性

港股通开通以来，南下资金不断壮大，截至目前南下累计流入已经达到 1.3 万亿人民币。2014 年及 2016 年沪港通、深港通陆续开通，南下资金的净流入规模也逐年攀升，6 年内累计净买入攀升至 1.3 万亿人民币。2018 年出现小幅净卖出，但不改其持续增长的趋势。港交所制度改革后中概股回归的利好力量扭转南下资金流出势头，仅 2019 年南下资金净流入规模就高达 2164.4 亿人民币，而 2020 年年初至今更是历史新高，累计流入 3498.6 万亿人民币，已经超过 2017 年和 2019 年全年的规模。截止目前，沪港通南下累计流入规模已经达 1.3 万亿人民币，高于同期北向资金 1.1 万亿人民币的净流入规模。

南下资金已经成为港股市场不可忽视的重要力量。外资主导是港股市场一大特点，而外资中美国和中国的资金规模占据绝大部分，近年来南下资金的不断流入使得中国力量在港股市场日渐占据主导地位。

- ▶ 从成交额看，南下资金成交额现已占据香港市场的 18%。港股市场流动性较差是其一直以来存在的问题，而南下资金活跃了港股市场，为其注入了新的活力。南下资金成交额在港股市场的占比逐年抬升，2020 年至今总成交额占港股市场总量的 18%，而该数据 2016 年仅有 5.5%。
- ▶ 从持股市值看，南下资金持中资股市值占流通市值比已超过 10%。2020 年南下资金持股总市值占港股市场总市值达到 3.79%，而美国疫情爆发前曾一度高达 3.9%。同时，南下资金持中资股市值占其港股流通市值比例自 2019 年 5 月以来持续攀升，目前已达 10.1%，占港股总市值同样攀升至 6.0%。

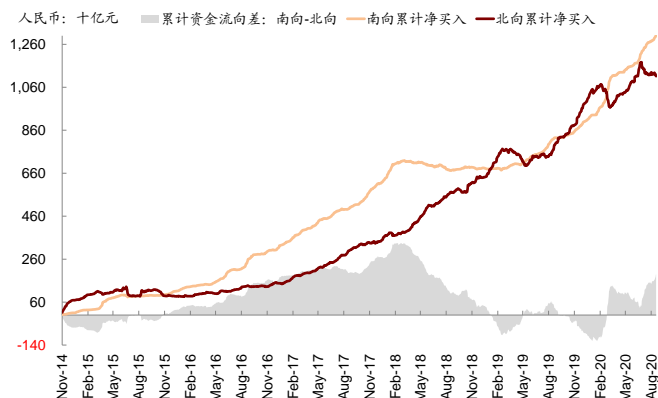
自港股通开通以来，南向资金在持股偏好、资金流向以及相对表现上有如下特点：

- ▶ 从资金流向来看，南下资金较海外资金有一定的领先性。2018 年起海外主动性基金流出港股市场（当前净流出约 3218 亿人民币），2019 年海外 ETF 流入规模也逐渐放缓，而相比之下，南下资金在 2019 年加速流入港股市场，仅 2019 年就高达 2164.4 万亿人民币。
- ▶ 相比海外资金，南下资金更偏好新经济。通过计算港股通标的的中近年来南向资金增持最多的个股前 20，我们发现南下资金在对老经济板块的增持上逐年减少，如金融板块的增持规模从 2018 年的 75.5% 降至 2020 年年初至今的 29.1%；相比之下，对新经济板块的增持却在逐年抬升，如信息技术和可选消费板块分别从 2018 年的 0.0% 和 3.5% 大幅抬升至 2020 年年初至今的 34.5% 和 17.7%。

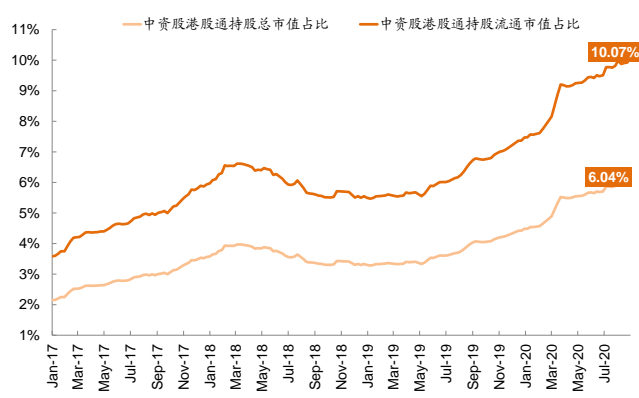


- **港股通南向资金持股前 100 支个股相对其余港股跑赢 177.3%。**我们选取了港股通标的的中南向资金持股占比前 100 支港股组合成等权重指数，同时将除南下持股前 100 支港股的全部港股组合成等权重指数，以 2015 年年末定基，我们发现 2015 年年末至今南下持股占比前 100 上涨 262.1%，除这前 100 支的其他港股仅上涨 84.8%。

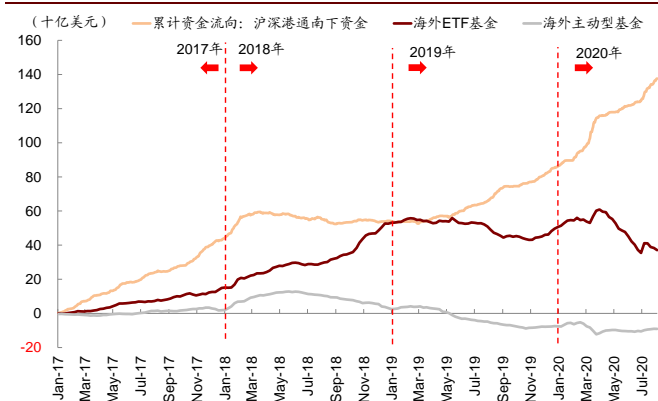
图表 55: 沪港通南下累计流入规模已经达 1.3 万人民币, 高于同期北向资金 1.1 万亿人民币



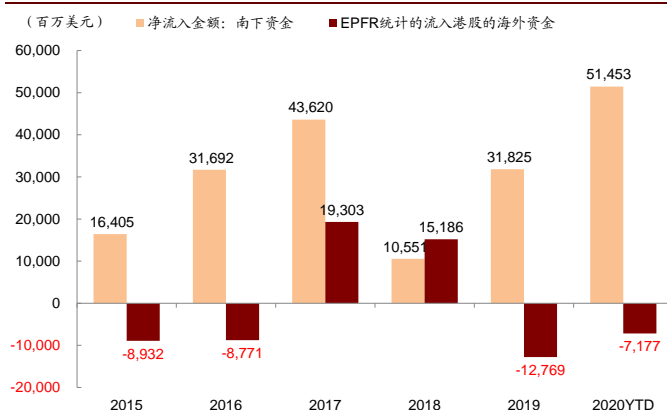
图表 56: 南下资金所持中资股市值占其港股市值比已达到 6%, 占其港股流通市值比达到 10% 左右



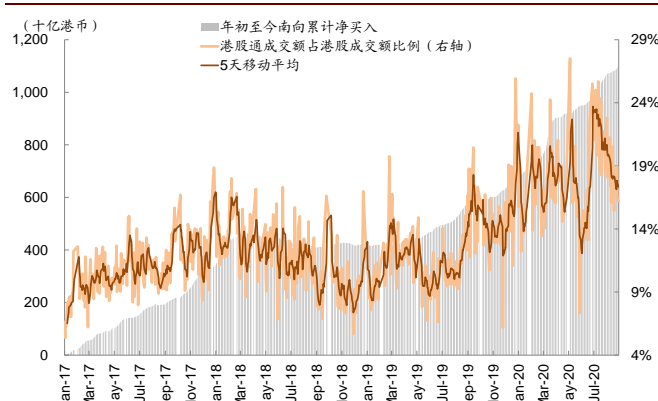
图表 57: 南下资金 2019 年以来持续流入...



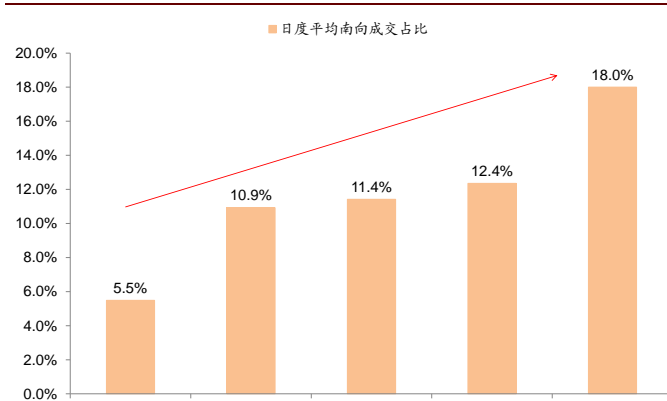
图表 58: ...年初至今南下资金流入规模创出新高



图表 59: 港股通成交额占港股成交额比例逐年提升...



图表 60: ...2020 年日度平均南向成交占比已达 18.0%

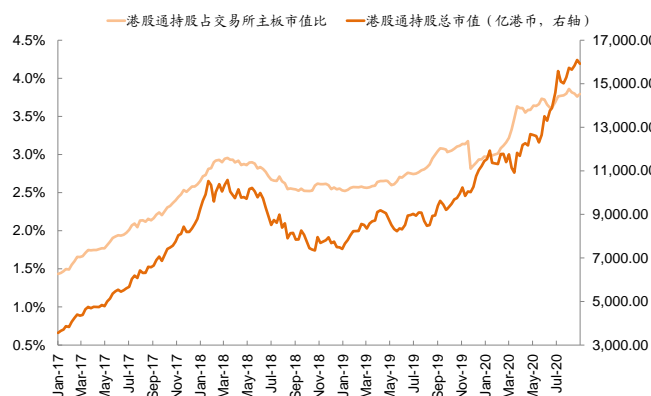


资料来源: Wind, EPFR, 中金公司研究部

资料来源: Wind, EPFR, 中金公司研究部

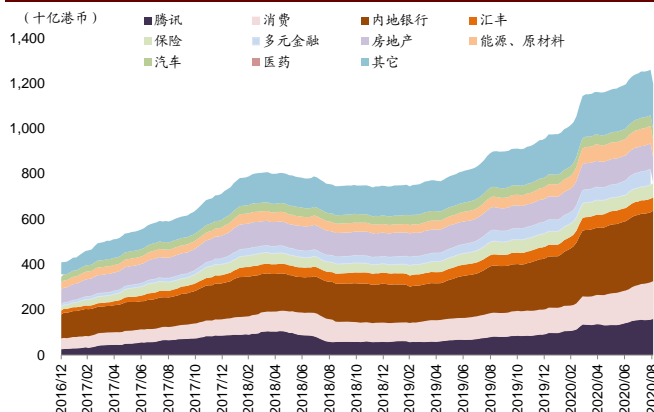


图表 61: 南下资金持股规模近年来持续攀升...



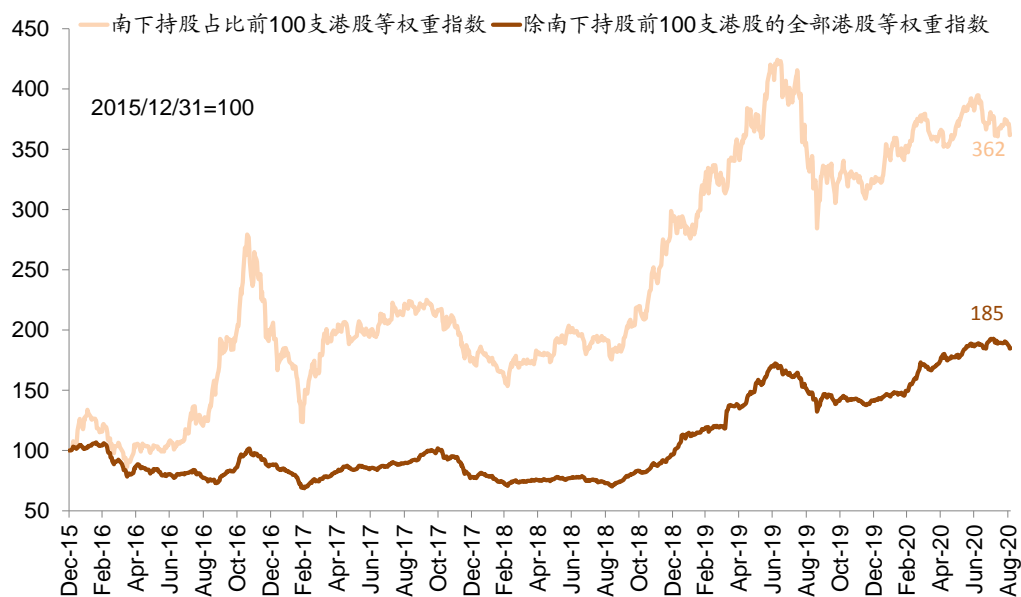
资料来源: Wind, EPFR, 中金公司研究部

图表 62: ...其中消费板块近年增持最为明显



资料来源: Wind, EPFR, 中金公司研究部

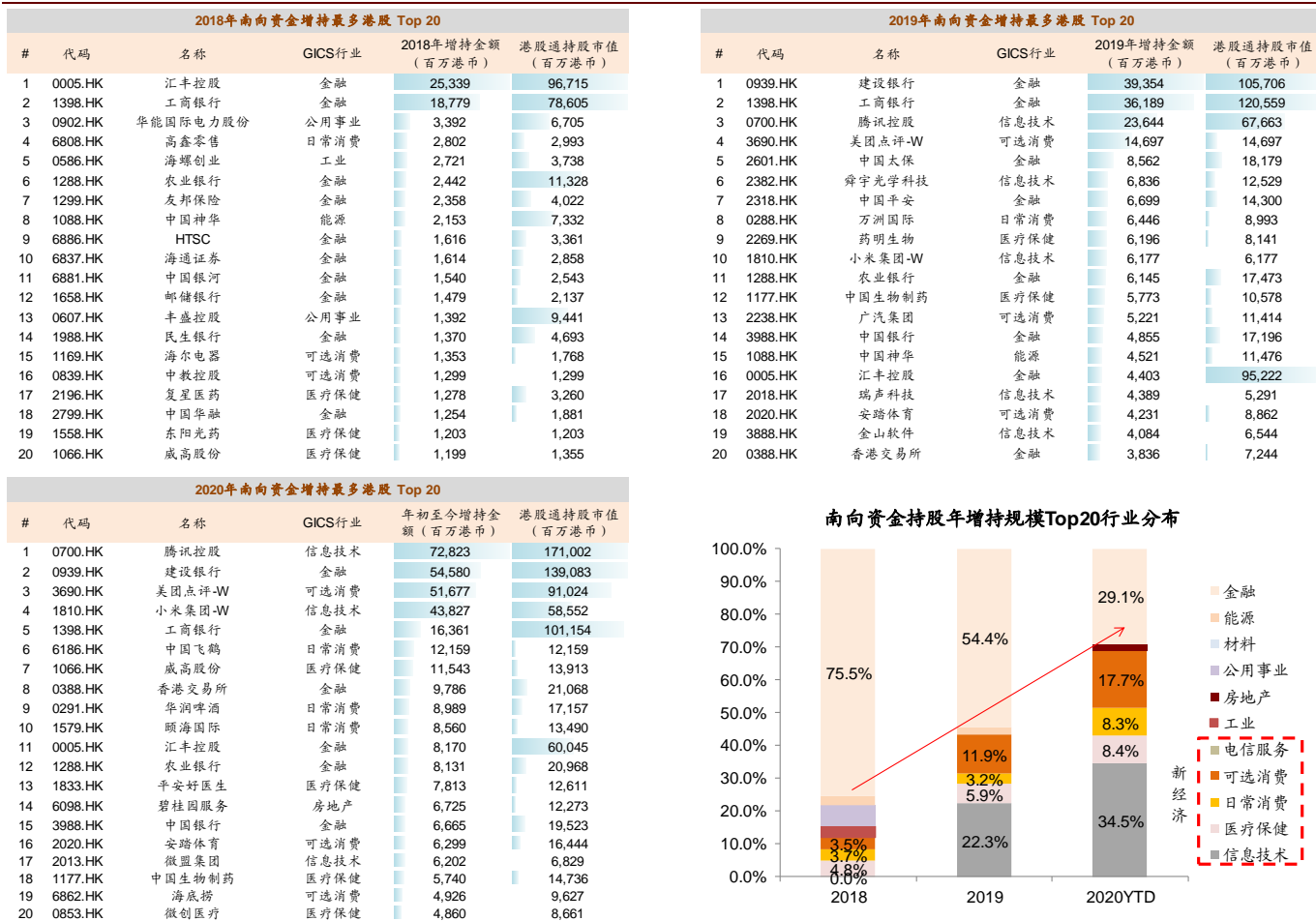
图表 63: 港股通南下资金持股占比前 100 支个股相对其余港股 2015 年年末至今跑赢 177.3%



资料来源: Wind, Factset, 中金公司研究部



图表 64: 南向资金增持个股行业偏好由老经济逐渐转为新经济板块



资料来源: Wind, 中金公司研究部 (数据截至 2020 年 9 月 4 日)



图表 65: 南向持股占比前 100 家公司 (基于彭博一致预期)

#	代码	公司名称	行业	南向持股占比 (%)	南向持股规模 (百万美元)	收盘价 (港元)	年初至今涨跌幅 (%)	港股市值 (百万美元)	三个月日均成交额 (百万美元)	盈利增速 2019A	2020E	市盈率(X) 2019A	2020E	市净率(X) 2019A	2020E	分红收益率(%) 2019A	2020E
1	1772.HK	赣锋锂业	材料	58.46	601	39.8	105.2%	1,028	19.0	-73.1%	80.0%	61.9	68.6	2.7	4.9	1.7	0.5
2	1071.HK	华电国际电力股份	公用事业	45.87	214	2.1	-28.7%	468	4.3	96.2%	3.7%	9.2	4.8	0.6	0.3	2.5	9.6
3	0902.HK	华能国际电力股份	公用事业	43.94	839	3.2	-20.1%	1,910	11.5	17.2%	293.4%	58.7	6.2	0.8	0.4	2.9	9.0
4	0861.HK	神州控股	信息技术	39.35	516	6.1	50.1%	1,312	6.6	101.8%	76.8%	22.1	18.2	0.8	1.0	0.8	1.9
5	1108.HK	洛阳玻璃股份	工业	38	32	2.6	-13.4%	85	1.2	245.2%	N/A	28.3	N/A	1.2	N/A	N/A	N/A
6	3958.HK	东方证券	金融	37.53	241	4.9	-0.8%	643	3.5	97.8%	22.2%	12.5	9.2	0.6	0.5	2.3	4.0
7	6049.HK	保利物业	房地产	36.9	482	66.1	41.3%	1,307	23.0	49.3%	46.0%	34.5	43.2	4.4	5.4	N/A	0.7
8	2238.HK	广汽集团	可选消费	35.92	954	6.6	-31.5%	2,655	32.7	-39.3%	0.2%	13.3	8.9	1.1	0.7	3.8	3.6
9	1330.HK	绿色动力环保	工业	35.55	72	3.9	17.6%	202	1.0	52.5%	17.5%	8.2	8.4	1.0	1.1	3.4	3.5
10	2196.HK	复星医药	医疗保健	35.49	773	30.6	30.2%	2,179	36.7	22.7%	1.6%	20.5	20.2	2.1	2.0	1.5	1.5
11	6865.HK	福莱特玻璃	信息技术	35.24	266	13.0	152.0%	754	12.2	76.1%	50.2%	12.4	19.8	2.0	3.4	1.6	0.8
12	0719.HK	山东新华制药股份	医疗保健	34.73	35	4.1	6.0%	102	0.7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	3.0	N/A
13	2333.HK	长城汽车	可选消费	34.33	1,234	9.0	56.1%	3,595	40.6	-13.6%	-4.9%	10.5	17.7	0.9	1.3	5.7	2.6
14	0895.HK	东江环保	工业	33.44	41	4.8	-17.0%	123	0.6	3.9%	3.3%	10.6	7.8	1.0	0.8	2.8	4.0
15	1336.HK	新华保险	金融	32.23	1,299	30.2	-9.9%	4,029	53.7	83.8%	-10.8%	6.4	6.3	1.1	0.9	2.6	4.6
16	0874.HK	白云山	医疗保健	31.55	178	19.9	-25.2%	565	5.6	-7.3%	-0.1%	12.1	8.6	1.6	1.1	1.8	3.0
17	1065.HK	天津创业环保股份	工业	31.45	37	2.7	-5.6%	119	0.5	1.2%	N/A	7.1	N/A	0.6	N/A	4.2	N/A
18	0588.HK	北京北辰实业股份	房地产	31.4	46	1.6	-36.5%	148	0.6	35.1%	N/A	4.3	N/A	0.4	N/A	5.4	N/A
19	0038.HK	第一拖拉机股份	工业	30.82	46	2.9	66.5%	148	3.1	-104.7%	N/A	25.2	N/A	0.4	N/A	N/A	N/A
20	1072.HK	东方电气	工业	29.61	60	4.6	-1.3%	204	1.1	13.2%	29.7%	10.2	8.6	0.4	0.4	2.7	5.5
21	1776.HK	广发证券	金融	29.55	624	9.6	1.3%	2,110	12.0	75.3%	8.1%	15.3	7.6	1.3	0.6	2.3	4.6
22	2727.HK	上海电气	工业	28.22	242	2.2	-12.5%	859	2.5	23.3%	-11.4%	9.2	8.8	0.5	0.4	2.7	2.5
23	1398.HK	工商银行	金融	27.68	13,205	4.3	-29.0%	47,706	132.1	4.9%	-7.3%	6.8	4.4	0.8	0.5	4.7	6.9
24	3888.HK	金山软件	信息技术	27.63	2,077	42.5	111.2%	7,519	75.1	-497.3%	-332.1%	N/A	12.1	1.8	0.0	0.6	0.6
25	3618.HK	重庆农村商业银行	金融	27.46	284	3.2	-19.8%	1,034	3.9	7.7%	-3.9%	3.7	3.4	0.5	0.3	5.9	7.2
26	1787.HK	山东黄金	材料	27.4	539	21.8	64.8%	1,968	36.5	26.0%	135.8%	77.7	25.7	4.4	3.1	0.4	1.0
27	1269.HK	普控集团	可选消费	27.24	22	0.1	-53.3%	82	1.4	57.8%	N/A	N/A	N/A	1.8	N/A	N/A	N/A
28	1288.HK	农业银行	金融	27.12	2,700	2.5	-26.8%	9,955	35.5	4.6%	-7.4%	5.2	3.9	0.6	0.4	5.7	7.8
29	1088.HK	中兴通讯	能源	26.9	1,576	13.4	-17.9%	5,858	40.6	-5.5%	-11.9%	6.9	6.2	0.8	0.6	6.1	8.5
30	0763.HK	中国神华	信息技术	26.9	548	20.9	-12.4%	2,037	62.0	-183.7%	-14.6%	17.5	16.7	3.1	2.1	N/A	1.6
31	2601.HK	中国太保	金融	26.29	1,996	21.2	-30.9%	7,591	54.6	54.0%	-6.6%	12.4	6.7	1.9	0.9	3.7	6.7
32	2899.HK	紫金矿业	材料	26.24	1,117	5.8	48.2%	4,256	39.8	4.6%	31.7%	19.3	23.3	1.9	2.4	2.9	2.2
33	6886.HK	HTSC	金融	25.99	769	13.3	-3.2%	2,959	18.2	78.9%	26.0%	19.6	8.8	1.5	0.8	2.5	3.7
34	6066.HK	中信建投证券	金融	25.48	458	11.0	64.3%	1,796	47.4	78.2%	28.9%	9.0	9.9	1.0	1.1	3.0	3.1
35	0107.HK	四川成渝高速公路	工业	25.32	52	1.8	-27.0%	206	0.3	27.8%	-88.8%	6.1	38.8	0.4	0.3	4.6	0.9
36	6837.HK	海通证券	金融	24.99	763	6.9	-24.6%	3,053	33.8	82.7%	7.7%	18.6	6.8	1.4	0.5	1.8	4.3
37	3323.HK	中国建筑	材料	24.94	1,387	11.1	28.0%	5,561	63.5	36.3%	2.8%	6.0	6.5	0.8	0.9	2.4	3.9
38	0525.HK	广深铁路股份	工业	24.87	68	1.5	-40.4%	275	1.7	-4.5%	-134.1%	20.3	54.4	0.5	0.3	2.7	1.3
39	1057.HK	浙江世宝	可选消费	24.45	6	0.9	-5.3%	25	0.4	-2527.9%	N/A	N/A	N/A	0.5	N/A	N/A	N/A
40	1558.HK	东阳光药	医疗保健	24.28	233	11.4	-48.7%	958	10.7	103.6%	-8.7%	9.3	5.0	4.0	1.4	4.0	5.7
41	0553.HK	南京熊猫电子股份	信息技术	24.08	33	4.4	-0.9%	137	0.5	-67.5%	N/A	68.8	N/A	1.0	N/A	2.0	N/A
42	1375.HK	中州证券	金融	23.77	56	1.5	-16.8%	236	1.9	-11.5%	N/A	82.2	N/A	0.7	N/A	1.2	N/A
43	0995.HK	安徽皖通高速公路	工业	23.23	56	3.8	-18.2%	240	0.3	-2.3%	-47.3%	6.3	9.6	0.6	0.5	6.2	3.5
44	6881.HK	中国银河	金融	22.95	486	4.5	-3.1%	2,119	22.5	81.1%	18.9%	7.9	6.2	0.6	0.5	2.2	4.9
45	0568.HK	山东墨龙	能源	22.73	5	0.7	-27.3%	24	0.1	-312.3%	N/A	N/A	N/A	0.4	N/A	N/A	N/A
46	1533.HK	庄园牧场	日常消费	22.57	6	5.9	0.2%	27	0.0	-19.2%	N/A	19.5	N/A	0.8	N/A	1.3	N/A
47	1873.HK	维亚生物	医疗保健	22.34	469	8.7	90.4%	2,101	28.9	193.6%	-69.9%	21.5	163.2	3.6	5.0	0.1	0.0
48	2013.HK	微盟集团	信息技术	21.9	786	12.3	264.0%	3,590	113.2	-128.6%	-61.0%	20.2	378.8	3.4	14.6	N/A	N/A
49	1816.HK	中广核电力	公用事业	21.76	511	1.6	-21.6%	2,348	4.6	8.8%	4.0%	9.3	7.3	1.0	0.8	4.0	5.6
50	0819.HK	天能动力	可选消费	20.98	429	14.1	137.4%	2,046	31.8	41.5%	15.5%	3.6	7.3	0.9	1.7	6.4	3.5
51	1812.HK	晨鸣纸业	材料	19.98	47	3.4	-5.5%	234	0.8	-34.0%	-16.3%	10.4	6.4	0.5	0.4	7.5	3.4
52	0694.HK	北京首都机场股份	工业	19.83	252	5.2	-30.6%	1,271	8.9	-15.8%	-124.8%	12.3	N/A	1.2	0.9	3.7	0.9
53	1999.HK	敏实控股	可选消费	19.41	1,036	10.9	96.0%	5,337	15.3	-11.2%	31.1%	12.9	22.8	2.8	5.5	2.3	2.1
54	2666.HK	环球医疗	医疗保健	19.22	225	5.3	-10.3%	1,171	1.9	17.5%	14.4%	5.7	4.2	0.8	0.7	4.6	7.0
55	1339.HK	中国人民保险集团	金融	19.12	534	2.5	-23.5%	2,792	19.3	66.6%	-9.2%	5.7	4.8	0.7	0.5	1.6	5.3
56	1053.HK	重庆钢铁股份	材料	18.11	10	0.8	-23.3%	55	0.2	-48.2%	N/A	9.2	N/A	0.4	N/A	N/A	N/A
57	0811.HK	新华文轩	可选消费	17.97	52	5.1	-13.8%	288	0.6	22.2%	N/A	5.7	N/A	0.7	N/A	5.8	N/A
58	1610.HK	中粮肉食	日常消费	17.74	327	3.7	65.6%	1,843	29.5	-350.7%	84.2%	4.9	4.0	1.3	1.4	N/A	3.9
59	1528.HK	红星美凯龙	房地产	17.64	81	4.8	-19.1%	460	0.9	0.1%	-25.1%	4.6	5.1	0.5	0.3	4.7	4.6
60	0564.HK	郑煤机	工业	17.43	40	7.3	78.4%	228	2.6	25.0%	42.9%	6.1	8.2	0.5	0.9	4.0	1.8
61	6169.HK	大连港	可选消费	17.42	535	7.1	35.3%	3,072	12.1	-8.6%	123.3%	26.3	23.2	3.5	4.6	2.5	2.5
62	2880.HK	宇华教育	工业	17.42	80	0.7	-28.9%	459	0.8	37.2%	N/A	14.5	N/A	0.6	N/A	2.2	N/A
63	6099.HK	招商证券	金融	17.41	280	9.8	3.4%	1,608	14.5	64.6%	1.3%	9.2	7.7	0.7	0.8	3.0	5.2
64	1359.HK	中国信达	金融	17.34	455	1.5	-15.3%	2,626	7.2	8.4%	-2.8%	5.2	4.0	0.4	0.3	6.1	7.3
65	1919.HK	中远海运	工业	17.34	227	3.9	24.4%	1,309	7.3	443.9%	-60.7%	25.7	18.7	1.0	1.2	N/A	0.0
66	1951.HK	锦欣生殖	医疗保健	17.24	564	10.4	0.2%	3,273	31.4	145.9%	14.4%	49.0	47.0	3.0	2.9	N/A	0.6
67	1171.HK	兖州煤业股份	能源	16.84	244	5.9	-15.7%	1,446	11.1	8.5%	-34.2%	3.3	3.8	0.6	0.4	8.8	9.1
68	1918.HK	融创中国	房地产	16.79	3,246	32.2	-30.9%	19,335	95.9	53.6%	14.4%	6.9	4.3	2.2	1.2	2.0	5.0
69	3908.HK	中金公司	金融	16.65	764	18.7	24.4%	4,588	41.6	21.4%	41.1%	13.6	12.3	1.2	1.3	1.2	1.8
70	0598.HK	中国外运	工业	16.57	85	1.9	-29.8%	515	4.3	3.7%	-30.7%	6.2	6.3	0.6	0.4	5.6	5.3
71	0998.HK	中信银行	金融	16.37	1,003	3.2	-31.7%	6,125	18.9	7.9%	-9.4%	4.4	3.2	0.5	0.3	5.6	7.9
72	6196.HK	郑州银行	金融	16.34	65	1.9	-27.8%	399	0.6	7.4%	N/A	5.4	N/A	0.5	N/A	6.0	N/A
73	0548.HK	深圳高速公路股份	工业	16.27	108	6.9	-38.4%	665	4.4	-27.3%	-44.6%	8.7	10.3	1.2	0.7	3.7	4.2
74	1302.HK	先健科技	医疗保健	16.17	194	2.2	44.3%	1,201	8.7	6.7%	43.2%	43.0	45.8	5.0	6.1	N/A	N/A
75	1066.HK	威高股份	医疗保健	16.06	1,747	18.6	99.6%	10,876	57.8	25.3%	15.4%	20.4	32.8	2.3	4.0	1.3	0.8
76	1458.HK	周黑鸭	日常消费	15.76	416	8.6	54.5%	2,641	12.6	-24.6%	-59.0%	27.6	86.8	2.8	4.1	2.9	0.5
77	2866.HK	中远海发	工业	15.76	60	0.8	-13.0%	379	1.1	25.9%	N/A	20.2	N/A	1.7	N/A	4.1	N/A
78	1618.HK	中国中冶	工业	15.71	80	1.4	-21.7%	507	2.4	3.6%	11.1%	5.8	3.5	0.5	0.2	4.5	6.5
79	0268.HK	金蝶国际															

图表 66: 南向持股市值前 100 家公司 (基于彭博一致预期)

#	代码	公司名称	行业	南向持股占比 (%)	南向持股规模 (百万美元)	收盘价 (港元)	年初至今涨跌幅 (%)	港股市值 (百万美元)	三个月日均成交额 (百万美元)	2018A	2019A	2020E	市盈率(X)	市净率(X)	2019A	2020E	2019A	2020E	分红收益率(%)
1	0700.HK	腾讯控股	通信服务	3.3	21,135	518.0	37.9%	640,448	1,455.0	10.1%	18.5%	31.5%	34.1	35.4	7.4	7.7	0.3	0.3	
2	0939.HK	建设银行	金融	10.77	18,174	5.4	-19.2%	168,744	204.5	5.1%	4.7%	-7.5%	5.7	4.8	0.7	0.5	5.2	6.3	
3	1398.HK	工商银行	金融	27.68	13,205	4.3	-29.0%	47,705	131.9	4.1%	4.9%	-8.6%	6.8	4.7	0.8	0.5	4.7	6.5	
4	3690.HK	美团点评-W	可选消费	6.51	11,309	261.8	156.9%	173,721	699.2	510.5%	-101.9%	94.2%	233.6	284.0	5.7	12.8	N/A	0.0	
5	0005.HK	汇丰控股	金融	8.76	7,619	33.1	-45.6%	86,980	178.0	27.1%	-46.2%	-39.8%	26.2	19.2	1.0	0.5	6.6	2.0	
6	1810.HK	小米集团-W	信息技术	12.7	7,078	24.5	127.3%	55,736	545.3	-130.9%	-25.9%	18.1%	22.8	41.2	2.8	5.2	N/A	0.0	
7	1918.HK	融创中国	房地产	16.79	3,246	32.2	-30.9%	19,335	95.2	46.9%	53.6%	14.4%	6.9	4.3	2.2	1.2	2.0	5.1	
8	0981.HK	中芯国际	信息技术	13.04	2,291	23.7	98.1%	17,566	624.2	-59.2%	237.0%	65.1%	N/A	53.9	1.3	1.3	N/A	0.0	
9	1288.HK	农业银行	金融	27.12	2,700	2.5	-26.8%	9,955	35.3	5.1%	4.6%	-7.9%	5.2	4.1	0.6	0.4	5.7	7.4	
10	0388.HK	香港交易所	金融	4.29	2,671	380.6	50.4%	62,258	307.5	25.8%	0.8%	17.0%	33.8	42.5	7.2	9.9	2.7	2.1	
11	2269.HK	药明生物	医疗保健	7.69	2,536	188.2	90.8%	32,980	135.0	149.6%	60.8%	42.4%	107.6	147.9	8.9	13.1	N/A	0.0	
12	3988.HK	中国银行	金融	9.41	2,528	2.5	-25.2%	26,865	101.6	4.5%	4.1%	-9.8%	4.9	3.9	0.5	0.4	6.3	8.0	
13	0291.HK	华润啤酒	日常消费	10.36	2,170	50.1	16.1%	20,949	49.8	-16.9%	34.3%	104.0%	96.3	52.4	6.4	6.6	0.4	0.7	
14	3888.HK	金山软件	信息技术	27.63	2,077	42.5	111.2%	7,518	75.2	-87.8%	-497.3%	-332.1%	N/A	11.3	1.8	0.0	0.6	0.6	
15	2020.HK	安踏体育	可选消费	7.66	2,045	76.6	9.7%	26,699	78.6	32.9%	30.3%	-1.6%	31.4	34.0	8.4	7.6	0.8	1.0	
16	2601.HK	中国太保	金融	26.29	1,996	21.2	-30.9%	7,591	54.4	22.9%	54.0%	-6.6%	12.4	7.0	1.9	0.9	3.7	6.5	
17	1177.HK	中国生物制药	医疗保健	8.51	1,884	9.1	25.1%	22,134	100.5	316.7%	-70.1%	18.9%	45.2	43.1	3.9	4.1	0.7	0.6	
18	6186.HK	中国飞鹤	日常消费	9.23	1,753	16.5	80.1%	18,995	80.8	93.3%	75.5%	41.9%	17.0	23.1	5.6	7.6	N/A	1.5	
19	1066.HK	威高股份	医疗保健	16.06	1,747	18.6	99.6%	10,876	57.2	-14.8%	25.3%	15.4%	20.4	32.7	2.3	4.0	1.3	0.8	
20	1088.HK	中国神华	能源	26.9	1,576	13.4	-17.9%	5,858	40.5	-2.0%	-5.5%	-11.9%	6.9	6.4	0.8	0.6	6.1	8.3	
21	6098.HK	碧桂园服务	工业	8.17	1,574	54.1	106.1%	19,261	36.4	129.8%	81.0%	46.6%	37.4	49.5	11.8	16.2	0.4	0.6	
22	1579.HK	颐海国际	日常消费	9.7	1,555	118.7	159.7%	16,033	34.7	98.6%	38.8%	38.6%	55.1	98.4	16.4	28.4	0.4	0.3	
23	1833.HK	平安好医生	医疗保健	10.09	1,546	111.3	95.8%	15,327	88.7	-9.0%	-19.5%	-17.0%	N/A	N/A	5.6	11.1	N/A	0.0	
24	2382.HK	舜宇光学科技	信息技术	8.76	1,464	118.1	-12.5%	16,713	153.1	-14.2%	60.2%	9.1%	33.1	26.0	10.5	7.0	0.5	0.8	
25	0175.HK	吉利汽车	可选消费	7.02	1,452	16.3	7.2%	20,688	195.1	18.1%	-34.8%	-9.4%	15.1	18.4	2.4	2.2	2.3	1.4	
26	3323.HK	中国建材	材料	24.94	1,387	11.1	28.0%	5,561	63.1	59.4%	36.3%	2.8%	6.0	6.5	0.8	0.9	2.4	4.0	
27	0268.HK	金蝶国际	信息技术	15.7	1,356	19.3	148.0%	8,639	61.9	32.9%	-9.6%	-100.2%	60.5	1,048.4	3.9	8.2	0.1	0.0	
28	1336.HK	新华保险	金融	32.23	1,299	30.2	-9.9%	4,029	53.6	47.2%	83.8%	-10.8%	6.4	6.6	1.1	0.9	2.6	4.4	
29	2318.HK	中国平安	金融	1.66	1,284	80.5	-12.6%	77,353	347.9	20.6%	39.1%	-13.1%	9.8	10.0	2.2	1.7	2.2	3.0	
30	6862.HK	海底捞	可选消费	3.43	1,254	53.5	70.8%	36,550	39.4	60.2%	42.4%	-50.7%	63.6	198.2	14.0	19.7	0.2	0.2	
31	2333.HK	长城汽车	可选消费	34.33	1,234	9.0	56.1%	3,595	41.0	3.6%	-13.6%	-4.3%	10.5	17.7	0.9	1.4	5.7	2.6	
32	0968.HK	信义光能	信息技术	11.58	1,149	9.4	70.3%	9,925	30.8	-20.1%	29.7%	34.1%	18.3	23.4	3.2	4.5	1.8	2.0	
33	0288.HK	万洲国际	日常消费	9.11	1,147	6.6	-17.8%	12,588	37.9	-16.8%	55.4%	-8.0%	10.4	9.0	1.8	1.3	2.5	4.3	
34	2899.HK	紫金矿业	材料	26.24	1,117	5.8	48.2%	4,256	39.9	16.7%	4.6%	31.7%	19.3	22.4	1.9	2.3	2.9	2.3	
35	0853.HK	微创医疗	医疗保健	12.68	1,098	37.2	303.0%	8,662	80.1	27.0%	93.5%	-101.5%	40.6	2,070.9	3.7	12.2	0.3	0.1	
36	0656.HK	复星国际	工业	11.34	1,064	8.6	-24.7%	9,384	11.2	1.9%	10.4%	-27.9%	5.9	5.7	0.7	0.5	1.1	3.6	
37	0285.HK	比亚迪电子	信息技术	8.69	1,045	41.4	176.0%	12,021	67.2	-15.3%	-27.0%	258.6%	18.9	12.6	1.8	3.3	1.5	0.9	
38	1999.HK	敏华控股	可选消费	19.41	1,036	10.9	96.0%	5,337	15.2	-12.4%	-11.2%	31.1%	12.9	22.0	2.8	5.3	2.3	2.2	
39	1093.HK	石药集团	医疗保健	6.46	1,005	16.1	4.1%	15,565	89.6	28.3%	20.6%	21.2%	27.8	22.2	5.6	4.6	1.0	1.3	
40	0998.HK	中信银行	金融	16.37	1,003	3.2	-31.7%	6,125	18.8	4.6%	7.9%	-9.4%	4.4	3.2	0.5	0.3	5.6	7.8	
41	2238.HK	广汽集团	可选消费	35.92	954	6.6	-31.5%	2,655	32.3	-0.9%	-39.3%	0.2%	13.3	8.9	1.1	0.7	3.8	3.6	
42	0960.HK	龙湖集团	房地产	2.85	946	42.9	17.4%	33,179	24.0	28.9%	12.9%	4.3%	10.4	11.6	2.1	2.1	3.3	3.8	
43	3968.HK	招商银行	金融	3.94	869	37.3	-7.0%	22,064	86.3	14.8%	15.3%	-0.5%	10.4	9.1	1.6	1.3	2.7	3.6	
44	6969.HK	思摩尔国际	日常消费	3.46	859	33.0	N/A	24,821	156.6	288.4%	196.2%	38.7%	N/A	55.9	N/A	21.6	N/A	0.4	
45	2313.HK	中洲国际	可选消费	3.47	848	126.0	10.6%	24,438	52.0	20.7%	12.2%	3.3%	30.0	31.7	6.1	5.9	1.6	1.7	
46	0902.HK	华能国际电力股份	公用事业	43.94	839	3.2	-20.1%	1,910	11.4	-17.4%	17.2%	293.4%	58.7	6.1	0.8	0.4	2.9	8.9	
47	1299.HK	友邦保险	金融	0.66	803	78.0	-4.6%	121,706	252.5	-57.6%	156.0%	-21.9%	19.0	24.6	2.2	2.1	1.4	1.6	
48	2013.HK	微盟集团	信息技术	21.9	786	12.3	264.0%	3,590	112.7	-385.74.2%	-128.6%	-61.0%	20.2	362.9	3.4	14.0	N/A	N/A	
49	0966.HK	中国太平	金融	13.8	781	12.2	-36.9%	5,657	26.5	12.2%	30.9%	-20.8%	7.9	6.1	0.9	0.5	0.5	2.3	
50	2196.HK	复星医药	医疗保健	35.49	773	30.6	30.2%	2,179	36.3	-13.3%	22.7%	1.6%	20.5	20.5	2.1	2.1	1.5	1.5	
51	6886.HK	HTSC	金融	25.99	769	13.3	-3.2%	2,959	18.2	-45.7%	78.9%	26.0%	19.6	8.8	1.5	0.8	2.5	3.7	
52	3908.HK	中金公司	金融	16.65	764	18.7	24.4%	4,588	41.4	26.2%	21.4%	41.1%	13.6	12.3	1.2	1.2	1.2	1.8	
53	6837.HK	海通证券	金融	24.99	763	6.9	-24.6%	3,053	33.5	-39.5%	82.7%	7.7%	18.6	6.9	1.4	0.5	1.8	4.3	
54	0586.HK	海螺创业	工业	9	739	35.3	3.7%	8,208	20.2	74.8%	17.6%	9.6%	7.8	7.4	1.7	1.5	1.6	2.3	
55	2202.HK	万科企业	房地产	12.3	732	24.4	-26.8%	5,949	35.6	20.4%	15.1%	12.3%	8.6	5.7	1.8	1.1	3.6	5.5	
56	1211.HK	比亚迪股份	可选消费	7.55	730	82.0	110.9%	9,675	98.8	-31.6%	-41.9%	114.5%	69.5	57.4	1.8	3.4	0.6	0.2	
57	0168.HK	青岛啤酒股份	日常消费	12.94	710	64.9	24.0%	5,485	33.5	12.6%	30.2%	10.3%	37.2	36.3	3.6	3.7	1.0	1.1	
58	0941.HK	中国移动	通信服务	0.49	688	53.2	-18.9%	140,411	158.1	3.1%	-9.5%	1.1%	11.2	9.0	1.1	0.8	4.5	6.3	
59	2628.HK	中国人寿	金融	3.91	691	18.4	-15.0%	17,665	163.2	-64.7%	411.5%	-15.3%	9.4	9.6	1.4	1.1	0.8	3.8	
60	0241.HK	阿里健康	医疗保健	2	675	19.5	116.2%	33,771	113.8	-48.5%	-23.4%	-46.3%	N/A	909.6	32.5	39.2	N/A	0.0	
61	6030.HK	中信证券	金融	12.35	672	18.5	4.0%	5,438	83.4	-17.9%	30.2%	35.0%	25.0	11.9	1.9	1.1	2.2	3.8	
62	0817.HK	中国金茂	房地产	8.07	636	4.8	-20.9%	7,887	24.5	31.0%	23.8%	14.8%	9.8	6.9	1.6	1.1	3.6	5.6	
63	0386.HK	中国石油化工股份	能源	5.58	630	3.4	-26.9%	11,291	53.9	20.5%	-6.7%	-81.5%	8.8	39.1	0.7	0.5	9.1	5.1	
64	1776.HK	广发证券	金融	29.55	624	9.6	1.3%	2,110	12.0	-50.0%	75.3%	8.1%	15.3	7.8	1.3	0.7	2.3	4.4	
65	1988.HK	民生银行	金融	12.4	618	4.6	-21.2%	4,981	18.3	1.0%	6.9%	-4.7%	5.2	3.5	0.5	0.4	6.7	7.7	
66	1772.HK	赣锋锂业	材料	58.46	601	39.8	105.2%	1,028	18.7	-8.7%	-73.1%	80.0%	61.9	67.6	2.7	4.9	1.7	0.5	
67	1797.HK	新东方在线	可选消费	14.35	588	33.8	81.7%	4,099	30.2	-2.8%	-143.5%	1689.8%	N/A	N/A	3.1	17.4	N/A	0.0	
68	0772.HK	阅文集团	通信服务	8.16	582	54.5	67.5%	7,136	50.2	63.7%	20.4%	-114.5%	26.4	117.8	1.5	2.7	N/A	0.0	
69	0857.HK	中国石油股份	能源	8.25	577	2.6	-34.3%	6,996	38.9	130.7%	-13.1%	-135.3%	14.0	N/A	0.5	0.3	3.8	5.0	
70	1951.HK	锦欣生殖	医疗保健	17.24	564	10.4	0.2%	3,273	31.0	68.7%	145								

资产配置拐点：港股将成为大陆居民资产配置的重要类别

居民资产配置拐点已经到来：经济发展水平提高、无风险利率下行和资本市场改革开放不断进行

对比其他发达国家经验和我国自身资本市场发展历程可以看出，中国正在迎来居民配置权益资产的拐点：经济发展水平的提高提升居民风险承担能力；无风险利率下行降低存款和债券的吸引力，资金将转入权益资产；中国资本市场改革深化，产品种类不断丰富，进一步降低居民投资风险资产的门槛。上述三点具体阐述如下：

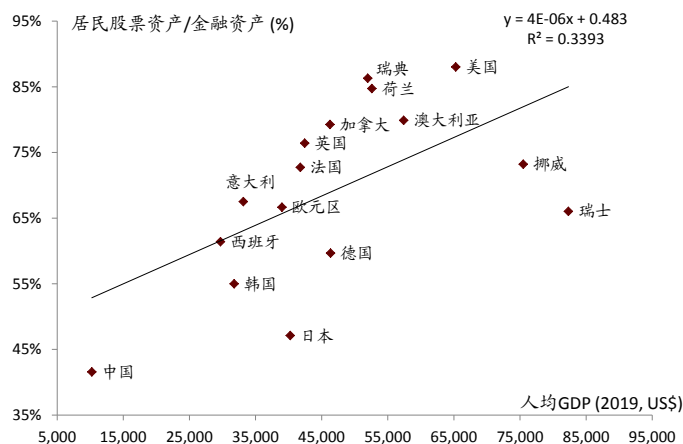
- ▶ 随着我国经济发展水平不断提高，居民资产将更多配置于风险资产：横向比较发达国家情况，人均 GDP 较高的国家其居民配置不动产的比例往往较低，但配置风险资产的比例往往较高。随着我国经济发展水平不断提高，居民风险承担能力将不断增强，会有更多资金配置于风险资产。
- ▶ 无风险利率下行会促进居民在金融资产配置上承担更多的风险：低利率意味着居民把钱存入银行或者购买债券获取票息的回报非常低，为了寻找收益，居民只能提升具有较高预期回报的资产的配置比例，而在风险定价原理下，这也意味着承担了更多的风险，风险偏好被动提升。因此，随着我国无风险利率的不断下行，将有更多资本主动转移到权益资产。
- ▶ 资本市场发展初具规模，改革开放在继续加速，有利于居民配置风险资产。资本市场发展已经初步规模，多层次资本市场改革与开放继续推进，金融资产产品种类日渐丰富，优质标的数量不断增加，居民进行金融资产配置的条件已经基本具备。

海外资产配置有望受到更多青睐

制度开放和理念转变：居民“本土偏好”情况缓解，境外资产投资持续增加。过去我国居民在资产配置上有较为明显的“本土偏好”特征。近年来，随着中国居民财富的累积，工作、生活和投资范围的扩大，以及政策支持对外开放的力度也在加大，中国居民的视野也逐步扩展到海外。

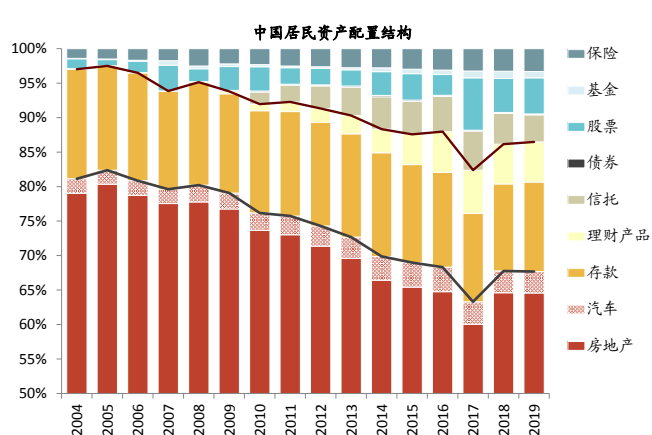
渠道通畅和产品丰富：内地投资港股市场渠道逐步打通，港股通产品不断丰富。沪港通进一步打通中国居民配置香港市场的渠道，包含香港市场新发基金的数量和份额总量显著上升。除机构投资者参与香港市场投资外，居民逐渐通过投资基金的方式投资于香港市场，逐渐成为香港市场的另一股力量。

图表 67：人均 GDP 和股票资产占比



资料来源：Haver Analytics, Wind, 《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，中金公司研究部

图表 68：人均 GDP 与股票资产占比正相关



资料来源：Haver Analytics, Wind, 《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，中金公司研究部



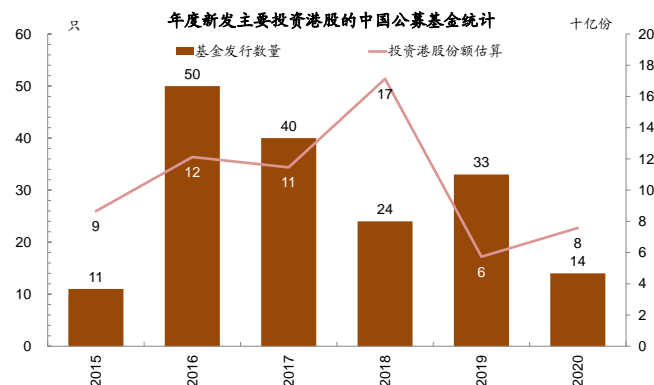
港股也将受益于大陆居民资产配置拐点，成为大陆居民资产配置的重要类别

基金是居民参与海外资产投资的重要途径。随着港股市场新经济公司吸引力不断壮大，我们预计，未来会有更多的新发港股主题基金，同时那些能够投资港股的普通股权或混合基金未来也可能有更大的港股资产配置比重。

为测算各类基金中港股投资所占比例，我们参考 2017 年证监会对基金命名新规要求做以下假设：新规前发行基金占比设置为 50%（证监会要求 0~95%），新规后发行基金占比设置为 80%（证监会要求不低于 80%）。根据上述假设，我们将当前市场中参与或未来将可能参与港股投资的中国公募基金分为两类：港股主题基金和其他具有港股投资者资格的基金。其中前者包括 QDII 投资范围为香港市场的基金和港股通基金等名称包含“港股”类字样的基金，后者包括具有港股投资资格但非主要投资香港市场的权益类或混合类基金，下文将分别简称“港股主题基金”和“可投资港股基金”。

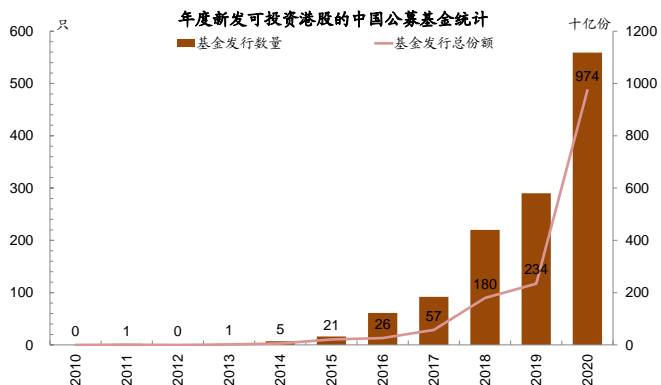
- ▶ **港股主题基金：QDII 和港股通基金占整体权益、混合及 QDII 公募的 2.68%。**截至 2020 年 8 月，共发行 176 只港股主题公募基金，现存基金总规模达到 1.4 万亿人民币，2020 年新发行港股主题基金 14 只，估计投资于港股规模达到 69.3 亿元人民币。从新发基金数量看，严格的港股主题基金命名新规对基金发行造成一定影响，但总体仍有上升趋势。截止目前，包括 QDII 和沪港通渠道可以投资港股的基金总资产规模 1310 亿元人民币。占到全部权益、混合及 QDII 类公募基金的 2.68%，我们认为，未来仍有很大的提升空间。
- ▶ **可投资港股基金：发行规模持续增长，或将带来更大增量空间。**如果考虑到名称上虽然没有港股、但投资范围中可以配置港股的资金，那未来的投资规模将会更大。2020 年新发规模就达到了 0.97 万亿份，发行数量达到 559 只。这部分基金虽不是港股主题基金，但有投资港股资格，部分基金已有港股持仓（但比例要求不超过 50%）。我们认为，随着港股优质标的吸引力逐渐增加，预计未来配置港股的意愿将会进一步增强。

图表 69：各年度新发港股通基金统计



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 70：各年度新发具有港股投资资格基金统计



资料来源：Wind，中金公司研究部



图表 71: 2020 年中国新发港股主题公募基金

基金代码	基金名称	发行时间	发行份额 (十亿)	基金当前规模 (十亿元)	港股投资规模估计 (十亿元, 基金规模*80%)
513090.OF	易方达中证香港证券投资主题ETF	2020-02-24	1.02	0.37	0.29
007110.OF	国投瑞银港股通价值发现	2020-02-25	1.97	1.78	1.43
009017.OF	银华港股通精选	2020-03-26	0.01	0.03	0.03
008407.OF	恒生前海恒生沪深港通细分行业龙头A	2020-04-20	0.37	0.37	0.29
008408.OF	恒生前海恒生沪深港通细分行业龙头C	2020-04-20	0.05	0.05	0.04
008519.OF	中金中证沪港深消费50A	2020-04-27	0.40	0.40	0.32
008520.OF	中金中证沪港深消费50C	2020-04-27	0.08	0.08	0.06
513990.OF	招商上证港股通ETF	2020-04-28	0.23	0.23	0.19
009007.OF	兴全沪港深两年持有	2020-05-07	2.87	2.87	2.30
008861.OF	西部利得港股通新机遇A	2020-06-01	0.23	0.23	0.19
009846.OF	国富港股通远见价值	2020-08-06	1.22	1.22	0.98
009733.OF	创金合信港股通大消费精选A	2020-08-21	0.01	0.01	0.00
009734.OF	创金合信港股通大消费精选C	2020-08-21	0.01	0.01	0.00
010010.OF	国投瑞银港股通6个月定开	2020-08-24	1.01	1.01	0.81
合计			9.47	8.66	6.93

资料来源: Wind, Factset, 中金公司研究部

规模测算：未来 3-5 年平均每年流入港股的大陆资金可能达到 2000~4000 亿港元

从整体南下资金的口径，我们根据港交所交易结构和中美海外资产投资对比两种方式测算未来几年南下资金流入规模，平均每年能够给香港市场带来 2000~4000 亿港元的增量。

- **从海外组合资产配置占 GDP 比例与人均 GDP 的关系来看：**根据世界银行统计的数据，2019 年中国海外投资资产规模达 2.1 万亿美元，占 GDP 的比例约 14.6%，其中权益类资产规模占比达 85%。美国海外资产占 GDP 比重 1996 年就已经达到了 20%，2019 年更是高达 41%。我们假设未来 4 年（到 2023 年）中国海外投资资产规模占 GDP 比重提升至 15%左右，假设权益类资产规模占比海外资产不变，而权益资产中有 30%流入香港市场，则到 2023 年中国流入香港的投资总规模将达到 10000~14000 亿港元，约合每年 2500~4000 亿港元。
- **从内地投资者占港股市值/成交量的比例来看：**根据前文我们对香港市场投资者结构的分析，2018 年海外投资者成交额占比达 41%，其中中国投资者成交额占比 28.32%，美国占比 23.23%，中国和美国占香港市场成交额比重分别为 11.7%和 9.6%。我们根据港股通和 QDII 等数据测算了当前中国所持市值占港股市场总市值的比重，并假设当前投资者结构较 2018 年持平，则预计中国投资者在港股市场换手率达到 300%左右。我们假设美国投资者在港股市场换手率在美国当地纽交所换手率相同，为 191%，并且假设该数值保持稳定，则可反推当前美国投资者所持市值占港股市场 5%。结合上文所述，中国投资者占比持续提升且增速显著，我们认为，假设到 2023 年中国投资者持股市值提升到 6%左右，同时考虑成交额占比的进一步提升，则将带来 9000~11000 亿港元左右的增量，平均每年 2300~3000 亿港元左右。



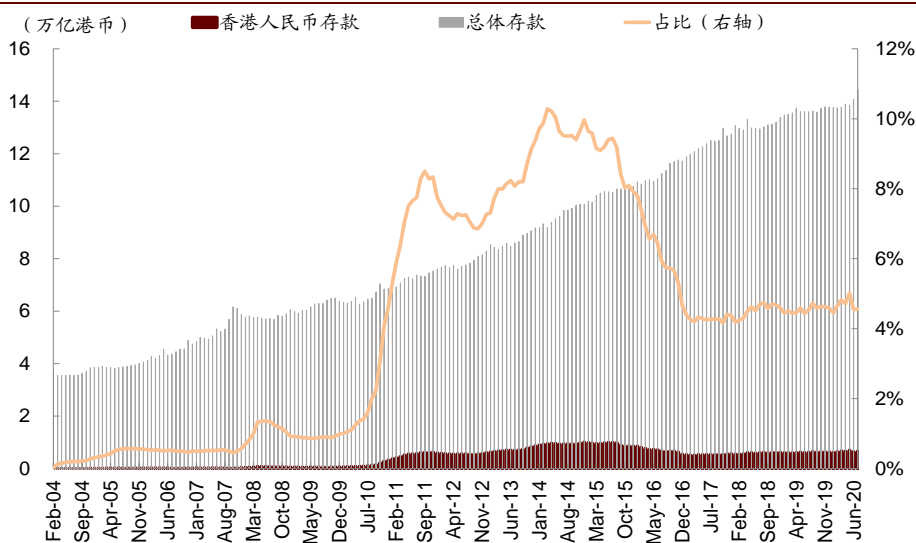
四大趋势：“双循环”格局下的香港市场，关注四大趋势

港股市场正在经历“大变局”以及中国提出“双循环”格局之下，香港作为中国的国际金融中心之一，地位可能会更加突出。我们认为，以下几大趋势值得关注：

趋势一：香港逐步成全球离岸人民币资产理财中心

中概股回归和更多优质中国公司赴港上市将加强其作为离岸中国资产和人民币理财中心地位。目前，香港人民币存款余额为 6583 亿人民币，占总体存款的 4.6%，这一水平较 2014 年 10% 的高点依然低很多。

图 72：香港人民币存款余额为 6583 亿人民币，占总体存款的 4.6%



资料来源：Wind, HKEX, 中金公司研究部

趋势二：香港成为中国新经济公司国际融资及投资的桥头堡。

在外部环境和港股市场自身上市条件和头部公司带头和示范效应下，我们预计未来有更多公司特别是新经济公司赴港上市。实际上，香港市场过去多年一直是全球排名靠前的 IPO 融资市场。2018 年修改上市规则后，新经济公司上市逐年增多，已经占到整体融资规模的 79%。

此外，港交所总裁李小加近期在 2020 年生物科技峰会上表示，在未来 5 年至 10 年，香港可能成为全球最大的生物科技公司集资中心，目前香港已成为亚洲最大、全球第二大生物科技集资中心¹。2018 年修改上市规则后，截止目前已有 18 家未有收入的生物科技公司上市，集资达 446 亿港元，占总募资额约 7.3%²。但是，相比纳斯达克，目前港交所每年的生物科技融资仍有差距，仅相当于其 1/3 左右；市值占比上，生物科技板块在香港市场上占比 6.25%，而纳斯达克市场生物科技公司占比 9.72%，因此从融资规模和市值占比上都有较大提升空间。

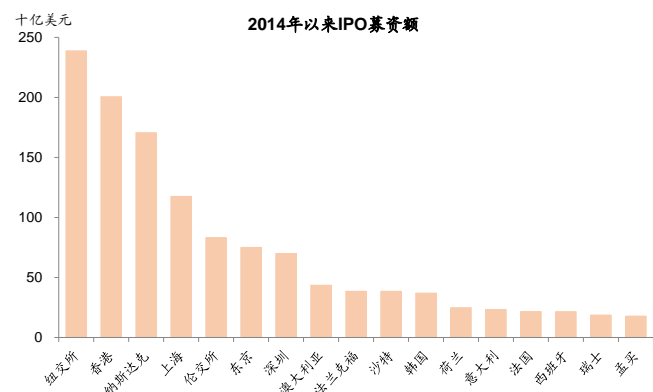
随着近两年新经济公司上市不断增多，如果以市值占比计算，目前“新经济”行业（可选与必需消费、科技、医疗保健、通讯服务等）在香港市场的占比 54.0%，而在 2008 年之前占比还不到 30%，金融周期等老经济板块占比则高达 71.8%。相比之下，美国市场中新经济公司占比高达 72.0%，纳斯达克中更是高达 91.4%。

¹ <http://hm.people.com.cn/n1/2020/0902/c42272-31846102.html>

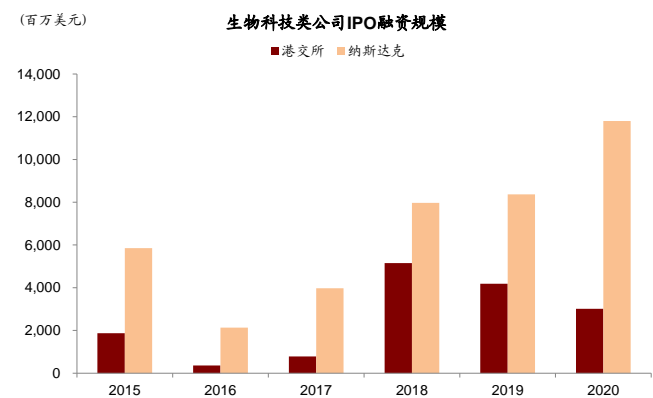
² https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Getting-Started/Biotech-Newsletter/HKEX_Biotech_Newsletter_Issue_3_cn.pdf



图表 73: 香港市场过去多年一直是全球排名靠前的 IPO 融资市场



图表 75: 相比纳斯达克, 目前港交所每年的生物科技融资仍有差距, 仅相当于其 1/3 左右

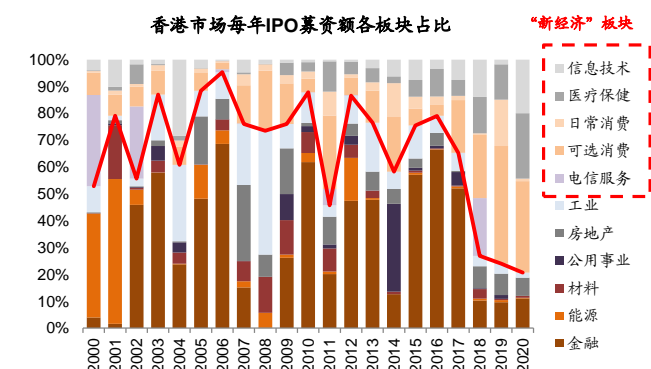


图表 77: 2018 年修改上市规则后, 已有 18 间未有收入的生物科技公司上市

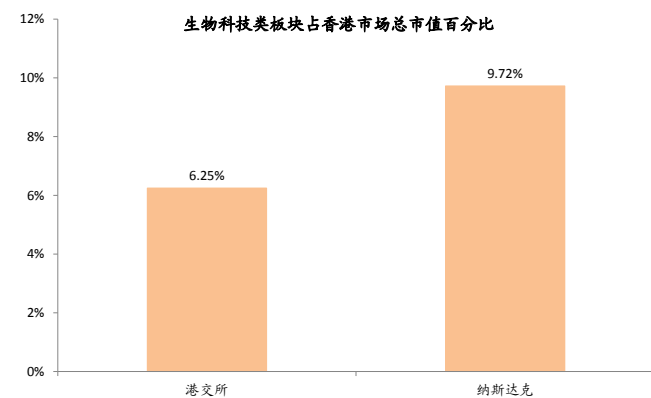
代码	公司	上市日期	融资规模 (十亿)	上市至今年化涨跌幅	流通市值 (十亿)
1672.HK	歌礼制药-B	2018/8/1	3.1	-54.5	3.0
6160.HK	百济神州	2018/8/8	7.1	14.2	166.9
2552.HK	华领医药-B	2018/9/14	0.9	-15.3	6.3
1801.HK	信达生物	2018/1/31	3.8	104.7	72.5
1877.HK	君实生物	2018/12/24	3.5	71.6	8.8
2616.HK	基石药业-B	2019/2/26	2.6	-17.3	9.5
6185.HK	康希诺生物-B	2019/3/28	1.4	317.6	22.5
2181.HK	迈博药业-B	2019/5/31	1.2	-16.7	4.9
2696.HK	复宏汉霖-B	2019/9/25	3.4	6.2	8.6
6855.HK	亚盛医药-B	2019/10/28	0.5	-6.3	7.2
1875.HK	东曜药业-B	2019/11/8	0.6	-35.0	2.6
3681.HK	中国抗体-B	2019/11/12	1.4	-61.5	3.5
2500.HK	启明医疗-B	2019/12/10	3.0	199.2	13.4
9966.HK	康宁杰瑞制药-B	2019/12/12	2.1	78.2	14.5
9969.HK	诺诚健华-B	2020/3/23	2.6	93.7	15.6
9926.HK	康方生物-B	2020/4/24	3.0	312.3	21.4
9996.HK	泽嘉医疗-B	2020/5/15	2.3	445.1	16.6
9939.HK	开拓药业-B	2020/5/22	1.9	-73.6	5.0

资料来源: HKEX, Wind, FactSet, 中金公司研究部 (数据截至 2020 年 9 月 4 日)

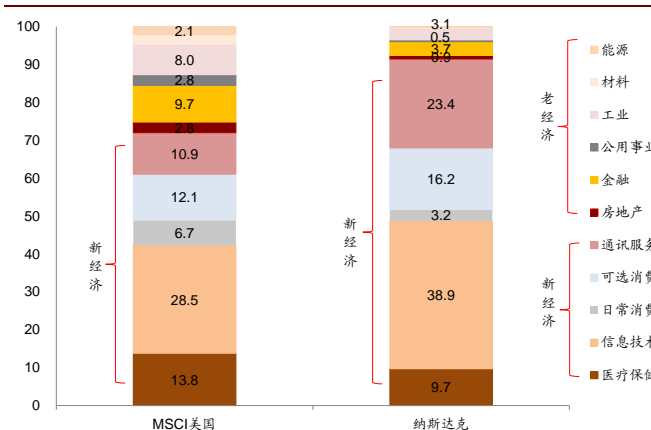
图表 74: 2018 年修改上市规则后, 新经济公司上市逐年增多, 2020 年以来, 已占到整体融资规模的 79%



图表 76: 生物科技板块在香港市场上占比 6.25%, 纳斯达克市场占比 9.72%, 因此也有较大提升空间



图表 78: 相比之下, MSCI 美国中新经济公司占比高达 72.0%, 纳斯达克中更是高达 91.4%



资料来源: Bloomberg, FactSet, 中金公司研究部 (数据截至 2020 年 9 月 4 日)



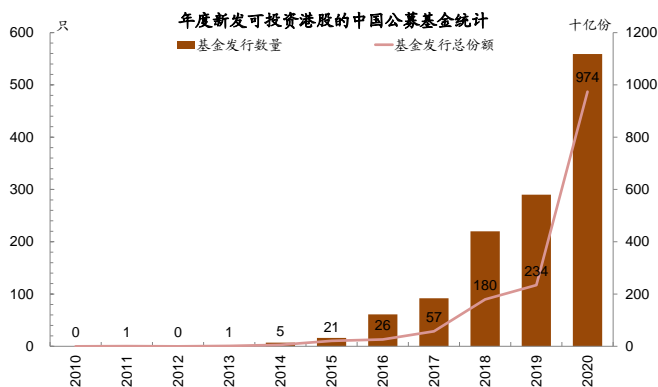
趋势三: 港股也将受益于大陆居民资产配置拐点, 成为大陆居民资产配置的重要类别。

从现存规模来看, 我国公募基金当前持股比例仅 4%, 未来仍有提升空间。截至二季度中报, 国内权益、混合及 QDII 公募基金所持有的港股资产占比仅为 4%。而截止目前, 据我们估算(方法见上文), 国内权益、混合及 QDII 基金所持港股资产规模总资产规模 1310 亿元人民币。从持股市值看, 当前 QDII 和港股通持股市值总量占比香港市场比重达到 3.85%, 我们认为, 未来大陆资金持有港股资产比例将继续大幅提升

从新发增量来看, 我国近年发行可投资港股基金增速显著。今年以来, 截止 8 月底, 国内新发行可投资港股的公募基金已经达 559 只新基金, 合计募资规模超过 9700 亿人民币, 这其中直接涉及港股的基金有 14 只, 规模达到 80 亿人民币; 而如果考虑到名称上虽然没有港股, 但投资范围中可以配置港股的资金那规模更大。我们认为未来仍有很大的提升空间。

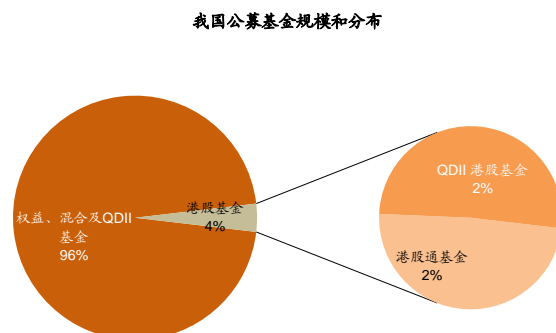
除此之外, 一些 ETF 产品和投资于新经济的主题型基金也可能不断增多。例如近期恒生指数公司推出的涵盖 30 只新经济龙头公司个股的恒生科技指数, 相比传统宽基市场指数更加偏向于新经济, 在表现上也明显跑赢, 因此我们认为, 其有望吸引更多投资者和资金的关注。

图表 79: 各年度新发具有港股投资资格基金统计



资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 80: 港股基金规模 vs. 整体公募基金规模



资料来源: Wind, 中金公司研究部 (数据截至 2020 年 9 月 4 日)

趋势四: 重申未来 3-5 年平均每年流入港股大陆资金可能达到 2000~4000 亿港元的判断

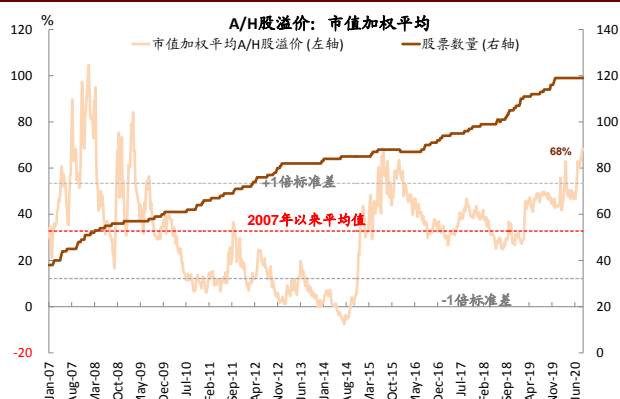
目前国内直接投资港股基金的规模仅近占全部股票和混合型基金规模的 2.68%, 而南下资金持股占港股市值比例仍不到 4%。我们认为, 相关交易所、资产管理人及龙头券商将从港股的大变化中受益。

在此背景下, 除少数“核心”公司外, 随着南下资金增多和投资者结构趋同, 我们认为, 机构热衷持股的龙头公司估值差异有望逐步缩小。

长期以来, 港股市场与 A 股市场存在着较大的价差, 2014 年沪港通开通之后, 不仅没有有效收敛, 反而在近期达到~68%的金融危机以来历史高位。究其原因, 主要可以归结为几方面: 一是投资者结构即资金来源的不同。不同投资者对于同一家公司同一个事件表达完全不同的看法; 二是缺乏有效的套利机制。由于两地股份无法直接可兑换, 因此无法通过套利手段抹平价差; 三是市场制度差异。交易机制(如卖空)和融资机制(比如较为宽松的再融资门槛)也会导致一定程度上的价格差异。不过, 随着南下资金的不断壮大, 我们认为这一情形有望逐渐缓解, 特别是在一些大盘股上, 当然是一个长期过程。



图表 81: AH 溢价当前处于历史高位



资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 82: 大盘股的溢价程度明显低于小盘股



资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 83: 港股模拟组合 (基于 Wind 一致预期)

代码	公司名称	行业	年初至今表现 (%)	2020E净利润一致预期近1个月调整 (%)	总市值 (十亿美元)	3个月日均成交额 (百万美元)	P/E 2020E	P/B 2020E	分红收益率 TTM (%)	ROE 2020E (%)	EPS增速 2020E (%)
2333.HK	长城汽车	可选消费	73.5	-1.7	11.2	40.6	17.6	1.3	2.9	7.7	-2.9
2382.HK	舜宇光学科技	信息技术	(13.9)	-3.7	16.3	154.3	25.1	7.0	0.7	27.9	11.2
1810.HK	小米集团-W	信息技术	124.0	7.3	75.2	539.5	44.3	5.8	-	13.1	15.6
2020.HK	安踏体育	可选消费	8.6	-2.5	26.3	79.4	33.5	7.1	0.8	21.3	0.5
6886.HK	HTSC	金融	(3.5)	16.8	15.2	18.2	8.9	0.8	2.5	8.9	28.9
2628.HK	中国人寿	金融	(12.1)	1.9	66.7	164.3	9.3	1.0	4.4	11.3	-15.3
3690.HK	美团点评-W	可选消费	143.6	83.2	188.3	691.2	765.8	13.1	-	1.7	-24.9
0700.HK	腾讯控股	信息技术	36.4	4.0	631.8	1,461.8	36.7	7.7	0.2	20.9	26.3
0881.HK	中升控股	可选消费	48.9	1.6	13.8	23.7	18.7	3.7	1.0	19.8	12.0
0168.HK	青岛啤酒股份	日常消费	22.6	7.3	11.2	33.8	38.2	3.7	0.9	9.7	7.9
0425.HK	敏实集团	可选消费	7.7	-7.7	4.3	17.5	20.7	1.9	2.3	9.2	-16.7
1398.HK	工商银行	金融	(25.5)	-4.5	194.1	132.1	4.3	0.5	6.8	11.3	-1.6
1797.HK	新东方在线	可选消费	80.9	82.1	4.1	30.5	(38.9)	22.3	-	(57.4)	3.4
0914.HK	海螺水泥	材料	5.1	1.4	39.3	52.4	8.1	1.7	3.8	20.5	-1.5
1177.HK	中国生物制药	医疗保健	22.7	-1.8	21.6	101.3	45.8	4.2	0.3	9.1	19.4

资料来源: Wind, 中金公司研究部 (数据截至 2020 年 9 月 4 日)

图表 84: 受益于港股市场变化的金融领域龙头股 (基于 Wind 一致预期)

代码	公司名称	行业	年初至今表现 (%)	2020E净利润一致预期近1个月调整 (%)	总市值 (十亿美元)	3个月日均成交额 (百万美元)	P/E 2020E	P/B 2020E	分红收益率 TTM (%)	ROE 2020E (%)	EPS增速 2020E (%)
0388.HK	香港交易所	金融	49.4	2.1	60.5	309.3	43.9	9.8	1.8	22.3	13.9
0806.HK	惠理集团	金融	(21.0)	0.0	0.8	3.5	10.8	1.4	6.2	13.1	18.4
6886.HK	华泰证券	金融	(3.5)	16.8	15.2	18.2	8.9	0.8	2.5	8.9	28.9
6030.HK	中信证券	金融	3.5	5.8	29.6	84.3	12.7	1.1	2.8	8.9	30.8

资料来源: Wind, 中金公司研究部 (数据截至 2020 年 9 月 4 日)



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策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，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。



特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624



中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

