

# DCF 视角看 AH 价差及投资机会

## ——港股专题系列研究（1）

策略深度

◆与全球指数相比，恒生指数的估值几乎一直稳定地位于底部。这并非是指指数独有的特性，港股市场的整体估值水平也同样低于美股和 A 股。整体的低估值也导致了 A+H 股的价格差异，AH 溢价指数反映出 A 股整体比 H 股长期高出 20% 左右的价格。为了探寻这些原因，我们从最基本的现金流折现估值定价模型出发，发现三个主要因素决定资本市场走势，分别是市场盈利、无风险利率、投资者风险偏好。

◆对于分子端的盈利来说，港股本地股中蓝筹板块的金融地产占比较高，因此整体成长潜力不及 A 股，拖累了估值水平。根据抛补利率平价理论，即期利率高的货币远期贬值压力较大。当中国与美国和欧洲的即期利差加大时，人民币远期的贬值压力增加。因为 A+H 股的经营收入大部分来自内地，未来盈利以人民币计价。在未来盈利（即分子端的 E）受到人民币贬值压力而下降时，由于港股中欧美外资占比较大，港股的估值较 A 股更容易受到压制。

◆分母端的无风险利率  $R_f$  的提高使得对应市场的证券估值下降，其边际变化对 AH 溢价的走势有着负面影响。对于分母端的风险溢价来说，一方面港股退市制度不完善、A 股与港股投资者的构成差异造成各自市场的流动性溢价不同。另一方面信息不对称和 A 股对涨跌幅的限制，使得 A 股和港股投资者各自风险偏好有所不同。最后国际环境的变化会影响港股的波动性，从而影响 AH 溢价边际变化。

◆对于单个证券来说，不同因素也会影响 AH 股的溢价差异、长期走势和短期波动。分红方面，由于港股和 A 股投资者对连续分红或从不分红的公司风险偏好差异较大，造成两者风险溢价有所不同，进而影响 AH 价差。分红政策的转变也会使得预期收益率的影响力发生变化，从而改变 AH 溢价的后续变化趋势。另外机构持股比例较高的 A 股的 AH 价差相对更低；市值越大的证券 AH 溢价率越低；Beta 值较高的证券 AH 溢价相对更高，同时如果 H 股被调入或调出相关港股指数，会对 AH 溢价走势形成短期冲击。因港股投资者更注重基本面，当周期类行业前景改善时，估值较低的 H 股提升空间更大，AH 溢价因而降低。

◆AH 溢价未来有望向均值回归；中美长期利差未来有望向下调整；中概股的回归将提升港股的交投活跃度；LIBOR 与 SHIBOR 之差维持低位；这些都更利好于 H 股。从具体的 AH 股选择来看，相关证券开始分红后，H 股有望持续跑赢 A 股；港股中基本面质地优秀的小市值股未来成长空间更高；在相关周期类行业景气度向好时，证券盈利能力提升，港股未来股价涨幅空间更高。

◆风险提示：中国和海外货币政策变化的风险；中美大博弈导致股市异常波动的风险；样本选择偏差。

### 分析师

秦波(执业证书编号：S0930514060003)

021-52523839

qinbo@ebsecn.com

李瑾(执业证书编号：S0930518100001)

010-56513142

lijin@ebsecn.com

黄亚钊(执业证书编号：S0930520080007)

021-5252 3815

huangyr@ebsecn.com

### 联系人

黄凯松

021-52523813

huangkaisong@ebsecn.com

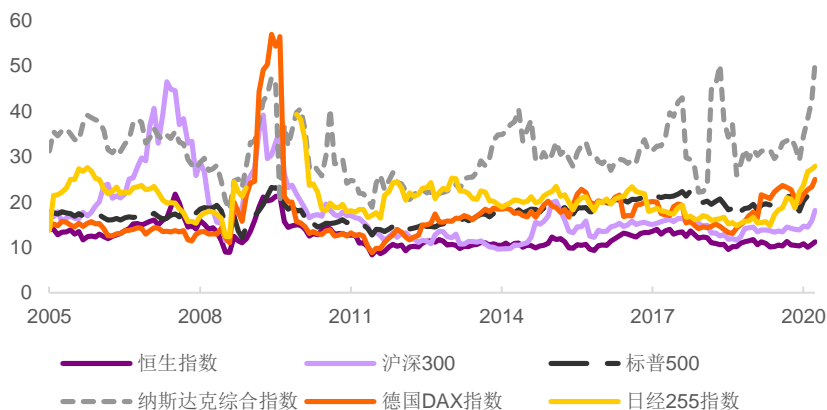
## 目 录

前言：	3
1、 从估值模型来看影响估值差异的因素	4
2、 分子端—港股和 A 股盈利的差异	5
2.1、 港股、A 股资产构成的不同	5
2.2、 利率平价理论下的货币贬值压力拖累盈利预期	6
3、 分母端—港股和 A 股折现率的研究	7
3.1、 中美无风险利率 $R_f$ 对 AH 溢价走势的影响	7
3.2、 影响 A 股和港股风险溢价( $E(R_i) - R_f$ )的研究	8
3.2.1、 不严格的退市制度增加港股的流动性溢价	8
3.2.2、 信息不对称导致港股和 A 股投资者的风险偏好不同	10
3.2.3、 国际环境变化影响港股风险溢价	12
4、 AH 同时上市个股股价差异的原因	12
4.1、 分红政策对分母端和分子端的影响	12
4.2、 机构持股比例影响分母端的风险偏好	14
4.3、 证券市值越大，风险溢价越低	15
4.4、 Beta 值对 AH 溢价的影响	16
4.4.1、 A 股 Beta 值对风险偏好的影响	16
4.4.2、 恒生国企指数调整对 AH 溢价具有短期冲击	16
4.5、 在 A 股双重上市后短时间 AH 溢价能够维持强势	17
4.6、 资源品价格与周期类资源行业 AH 溢价成反比关系	17
5、 对当前港股、A 股价差前景的判断	18
5.1、 平均 AH 溢价有望收敛，港股配置价值凸显	18
5.2、 AH 个股层面该如何选择	20
6、 风险提示	20

## 前言：

与全球指数相比，自 2005 年以来恒生指数的 PE 估值几乎是一直稳定地处于底部，反映出恒生指数长期存在着估值偏低的特点。

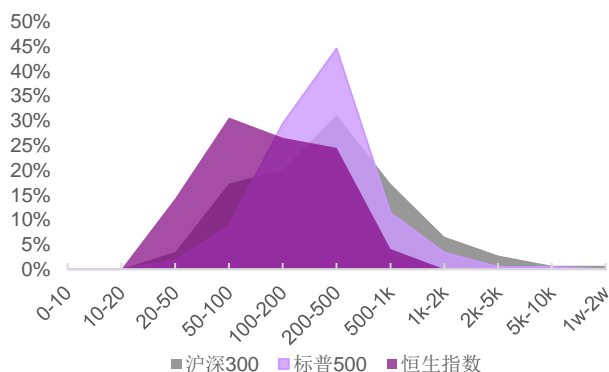
图 1：全球指数的市盈率



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，数据截至 2020 年 7 月

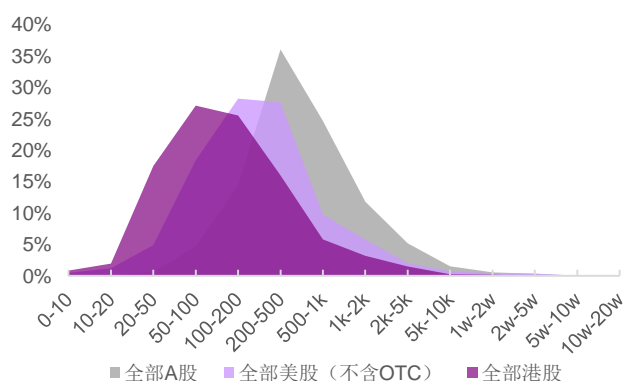
通过观察各个指数的估值分布，截至 2020 年 7 月 28 日，恒生指数的水平低于标普 500 和沪深 300。这并非是指数独有的特性，从图 3 也可以看出，港股的整体估值水平低于美股，同时美股的整体估值水平低于 A 股。略有差异的是，全部 A 股的估值水平略高于沪深 300 指数的估值，因此沪深 300 指数低估了 A 股市场整体估值水平。这可能是由于中国股市中小市值股的估值较高造成的。

图 2：恒生指数、标普 500 和沪深 300 的 PETTM 估值分布



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020/7/28

图 3：全部 A 股、美股和港股的 PETTM 估值分布

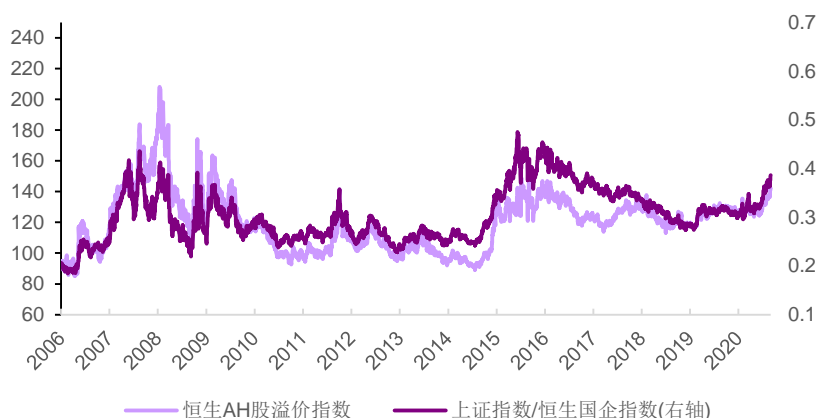


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020/7/28

港股的估值长期低于 A 股，也使得 AH 股之间的价差长期并未收敛到零，这也是以流通市值加权计算的 AH 溢价指数长期均衡值靠近 120 的原因，即 A 股相对于 H 股具有 20% 的长期溢价率。即使 2016 年沪港通开通后南下资金和北上资金不断涌入，A 股和 H 股的价差也依然存在。同时 AH 溢价趋势与上证综指/恒生国企指数相一致，这说明影响港股低估值的因素也影响了 A 股和港股的相对走势，从而影响到 AH 之间的价差。因此研究 AH 溢价

和港股低估值的原因也具有更为深远的意义，即可以辅助判断 A 股对港股市场的相对强弱，进而把握相应的投资机会。

图 4：AH 溢价指数与上证指数/恒生国企指数



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020/8/31

那么港股市场长期低估值的原因是什么？A 股和港股市场的相对强弱变化和 A+H 股的价差变动主要由哪些因素决定？对于单个 A+H 股来说，又会有哪些因素影响其 A-H 价差的长期走势或主导其短期变化？从中又蕴含着哪些投资机会？

## 1、从估值模型来看影响估值差异的因素

不管是对一个市场，还是对一个行业或者一个公司，投资者都可以有多种原因去解释为什么一个标的被低估。股价虽然围绕公司价值波动，但多数时候，股价反映了投资者在特定时间环境下，对一个公司价值的预期。估值的方法众多，但万变不离其宗，从最基本的现金流折现估值定价模型来看，三个因素决定资本市场走势：市场盈利、无风险利率、投资者风险偏好。<sup>1</sup>具体公式如下：

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+R)^t} = \sum_{t=1}^n \frac{E_0 * \text{分红率} * \prod_{i=0}^{t-1} (1+g_i)}{(1+R_f + (E(R_i) - R_f))^t}$$

其中：

D—企业分红，等于企业盈利 E 乘以当年分红率

g—企业盈利增长情况

E—企业盈利，对全市场估值时对应全市场盈利

R<sub>f</sub>—无风险利率

(E(R<sub>i</sub>) - R<sub>f</sub>)—风险溢价，是投资者要求的风险补偿，除了公司个体的差别外，这还与流动性风险、风险偏好等因素有关

对港股来讲，上述因素有其特有的特征。

<sup>1</sup>光大证券《全球股市概览及 DCF 视角下港股研究框架梳理》2018 年 11 月 10 日 秦波陈治中陈彦彤

**企业盈利（分子端的 E）：**香港市场资产 70% 是中国内地资产，因此全市场企业盈利趋势主要受中国经济运行状况影响；

**无风险利率（分母端的  $R_f$ ）：**香港是联系汇率制度，港元与美元挂钩，香港也是资本自由流动，因此香港利率变动整体跟随美联储货币政策变动，影响香港市场估值的无风险利率是美国的无风险利率；

**投资者风险偏好，或风险溢价( $E(R_i) - R_f$ )：**香港市场是机构投资者为主的市场，投资风格稳健成熟，风险意识较高，不同的风险意识会带来不同的风险溢价，进而带来市场或公司估值的不同。

从以上三个影响因素，我们展开对港股低估值原因以及 AH 溢价边际变化影响因素的研究。

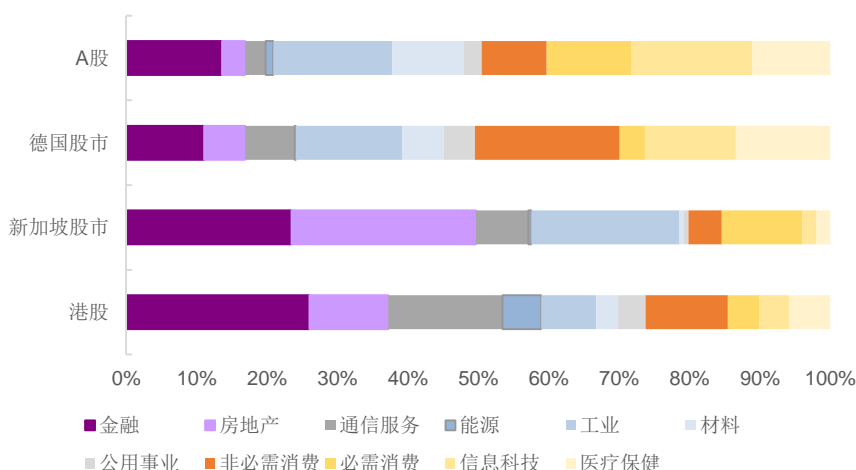
## 2、分子端—港股和 A 股盈利的差异

### 2.1、港股、A 股资产构成的不同

随着 20-59 岁新增劳动力（劳动要素增量）自 2017 年进入负增长，中国已步入十年新经济阶段。在劳动力日益稀缺、资本日益过剩的新格局下，继续大搞投资的经济合理性降低，旧格局下的固定资产投资周期律难以再现。这也就导致与投资相关的旧经济板块如能源、原材料、工业、公用事业和金融的未来发展空间有限，而**新经济板块如信息科技、医药、消费则代表了**中国未来十年新经济的发展方向，近几年也在 A 股的市值占比也逐渐提升。

**港股主要由中国内地资产构成，且近年来中资股权重越来越大。**截至 2020 年 8 月，中资股的净利润占全体港股的比重为 70% 左右，中资股市值占港股的比重为 56.8%。**尽管主要利润由中资股贡献，港股中本地资产仍然占有一定的比重。**由于香港作为国际金融中心，本地资产中传统的蓝筹股金融地产占比较高，新经济股占比较低。**港股资产结构整体受到本地股的拖累，新经济股占比较低。**这也从分子端直接决定了港股、A 股整体估值的不同。

图 5：不同股市的行业市值占比（按照 GICS 行业分类，单位：%）



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，截至 2020/7/28

从这个角度来说，目前港股市场盈利前景整体决定于“旧经济”的金融地产行业。这点与新加坡相一致。后者甚至更为严重。市场拥有更多新经济



行业（如信息科技和医疗生物的）的 PE 估值较高，这是因为**新经济行业的成长潜力更高，也就是分子端的盈利增长 g 更大，因此抬升了估值**。对应来说，拥有更多的金融地产股以及“旧经济”行业的市场估值水平较低。

## 2.2、利率平价理论下的货币贬值压力拖累盈利预期

根据抛补利率平价理论（Covered Interest Parity, CIP），即期利率高的货币远期贬值压力较大。因为即期汇率高的货币将吸引投资者在当前时点进行买入投资，在未来时点获利卖出。**因此高利率国货币的远期供给增多，倾向于在远期贬值。**

$$(1 + i_d) = \frac{F}{S}(1 + i_f)$$

其中 F 代表远期的汇率，S 代表近期的汇率， $i_d$  是中国的利率， $i_f$  是美国或欧洲的利率。当  $i_d$  大于  $i_f$  时， $F > S$ ，人民币远期倾向于贬值。

从这个理论上来说，当中国与美欧的即期利差加大时（这里以中国十年期国债收益率减去美国和欧洲十年期债券的收益率的平均值来衡量），人民币在远期的贬值压力增加。**因为估值的本质是未来的盈利预期，A 股和 H 股的经营收入大部分来自内地，未来盈利以人民币计价（H 股按照一定汇率转换为港币）。在其他情况不变的情况下，分子端的未来盈利受到人民币贬值压力而下降时，由于港股中欧美外资占比较大，港股的估值较 A 股更容易受到压制。**

不过利率抛补平价理论假设的前提是不存在资本流动障碍，而中国尚未实现资本项目下的人民币可兑换，跨境的资本流动会受到外汇管制。因此可以看出在 2017 年以前，中国与美国和欧洲长期利率平均值的利差与恒生 AH 溢价指数关联度较低。**不过 2017 年“债券通”开通以后，内地与中国香港的投资者可以进行跨境现货债券交易，使得跨境投资资金流动更加便利。在此之后，利率抛补平价理论对 AH 溢价指数的解释力度明显加强。**

图 6：中美欧十年期利率差异及 AH 溢价指数

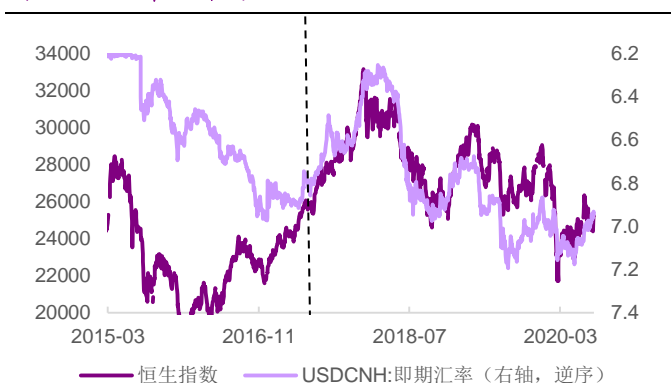


资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2020/8/11

直接从汇率的角度出发也可以得出类似的结论。在开通“债券通”后，恒生指数的走势基本与人民币汇率的走势一致，人民币贬值对港股有明显的压制作用。如果我们以一年期人民币远期/掉期报价来衡量人民币贬值压力，在“811 汇改”后，其与 AH 溢价呈现出一定的正相关关系。总体来说，当

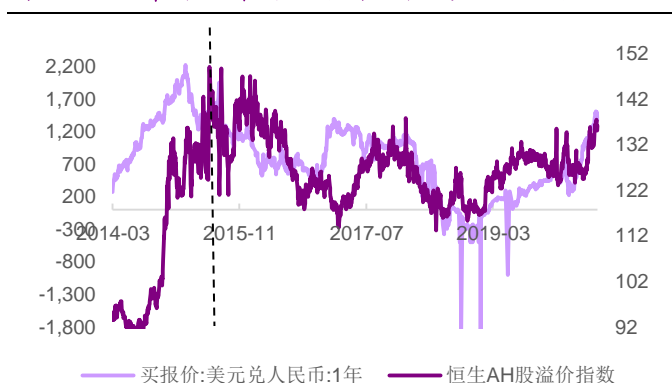
人民币贬值压力增加时，未来的盈利将会受到汇兑损失。而港股的外资占比较高，对汇率贬值较为敏感，因此H股的估值受到压制，AH溢价因此升高。

图7：人民币汇率与恒生指数



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2020/8/14

图8：人民币外汇掉期报价(BP)与AH溢价指数



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2020/8/14

### 3、分母端—港股和A股折现率的研究

#### 3.1、中美无风险利率 $R_f$ 对AH溢价走势的影响

A股的无风险利率由中国的货币政策决定。香港因实施联系汇率制度同时港股中欧美外资占比较大，无风险利率变动整体跟随美联储无风险利率变动。中国的1年期存贷款基准利率或7天逆回购招标利率在大部分时期高于美国的无风险利率水平。因此按照公式来说，港股的估值大部分时间应当高于A股。但实际却并非如此，这是因为折现率不仅由无风险利率决定，也由风险溢价的决定，此部分我们将在下文讨论。

虽然从时间截面来看，A股相对于港股更高的无风险利率并没有使得A股相对H股估值更低，但是**无风险利率的边际变化对AH溢价的走势仍有着负面影响**。实证研究发现，**人民币的短期利率对AH溢价有着负面作用，而美元的离岸短期利率对于AH溢价有着正面作用**。<sup>2</sup>这与上文公式相一致，无风险利率  $R_f$  边际提高使得对应的估值下降。

这可能是由于短期利率代表了各自市场的资金供求情况，如果人民币SHIBOR较高的话，说明内地资金较为紧缺，投资者将对A股要求更高的回报率，A股的估值受到压制，AH溢价随之下降。同样地，如果美元LIBOR较高的话，说明离岸美元供应较为紧缺，外国投资者对港股将要求更高的回报率，港股的估值受到压制，AH溢价随之上升。

<sup>2</sup> 《The A-H Premium and Implications for Global Investing in Chinese Stocks》Jennifer N.Carpenter Robert F.Whitelaw Dongchen Zou

图 9：无风险借贷利率（%）与 AH 溢价指数



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2020/8/4

### 3.2、影响 A 股和港股风险溢价( $E(R_i) - R_f$ )的研究

风险溢价是投资者要求的风险补偿，与流动性风险、风险偏好等因素有关。一方面由于港股退市制度不完善、A 股和港股投资者的构成差异造成各自市场的流动性溢价不同。另一方面市场参与者与投资标的之间的信息不对称以及 A 股对涨跌幅的限制，使得 A 股和港股投资者对于风险具有不同的反馈，A 股和港股的各自风险偏好也有所不同。最后由于港股具有离岸性的特点，国际环境的变化会影响港股的波动性，从而影响 AH 溢价的边际变化。

#### 3.2.1、不严格的退市制度增加港股的流动性溢价

一般来说，交易活跃的证券能够被市场给予较为准确的定价，而交易较为清淡的股票估值距离其基本面偏离程度较高，风险较大。此时投资者对该证券风险要求的补偿就会提高，也就是流动性溢价相应提高，即  $(E(R_i) - R_f)$  会提高从而拉低估值水平。如果以换手率来衡量流动性的话，以 A+H 股的中芯国际为例，2020 年 7 月 28 日，中芯国际在港股的 PETTM 为 91.5x，换手率为 2.26%。同日它在 A 股中的 PETTM 为 267.2x，是港股的近 3 倍，换手率为 7.79%，是港股换手率的 3.45 倍。可见换手率所代表的流动性在一定程度上确实影响了估值水平。

在大量关于港股低流动性的探讨中，频繁被提到的一个原因是市场参与者不同：A 股市场中散户比例较高，而港股则以机构投资者为主导。散户的投机需求较强，因此他们交易更为频繁使得 A 股市场的流动性更高。而机构投资者以长线投资为主，换手率没有散户高，因此港股估值较低。不过从下图可以看出，在同样以机构投资者为主导的美股市场中，其以总市值加权平均的换手率仍然长期高于港股。因此散户占比对流动性确实具有一定的解释力度，但仍不够全面。我们认为造成流动性溢价差异的另外一个重要原因就是港股退市制度的不完善。

根据纳斯达克交易所官网<sup>3</sup>，如果一个证券连续 30 个交易日买价 (bid price) 低于 1 美元，纳斯达克将通知该公司其进入一个 180 个日历日的合规

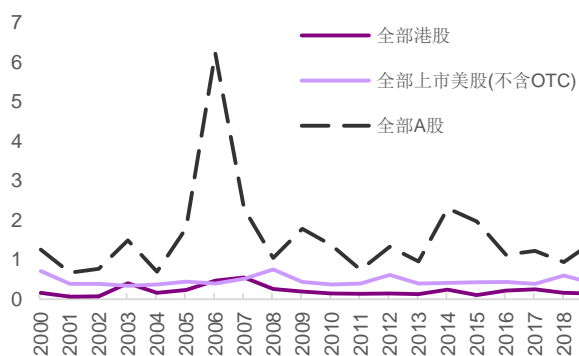
<sup>3</sup> Nasdaq Listing Center 《Reference Library- Advanced Search》



期限。如果公司在最后一个合规期限内无法满足最小买价要求，那么就会被要求退市。纽约交易所对于证券有类似的要求。

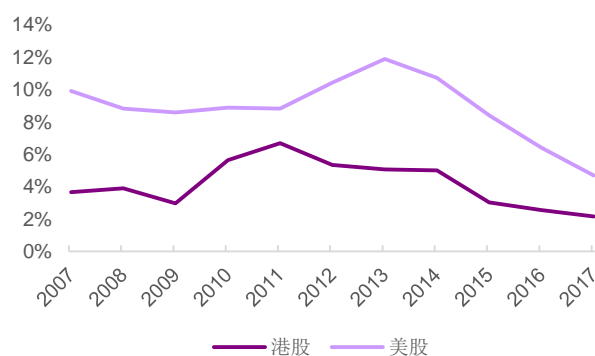
而在香港交易所<sup>4</sup>，在停牌原因中却并未包含对最低交易价格或成交量的限制，对证券的强制退市要求并不严格。这也就造成了与美股相比，港股每年摘牌的股票市值占上市股票总市值的比重较低。从侧面印证了港股退市制度相对来说并不严格，没有起到优胜劣汰的作用。

图 10：总市值加权平均的换手率（单位：%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：每年退市股市值占当年总市值的比重

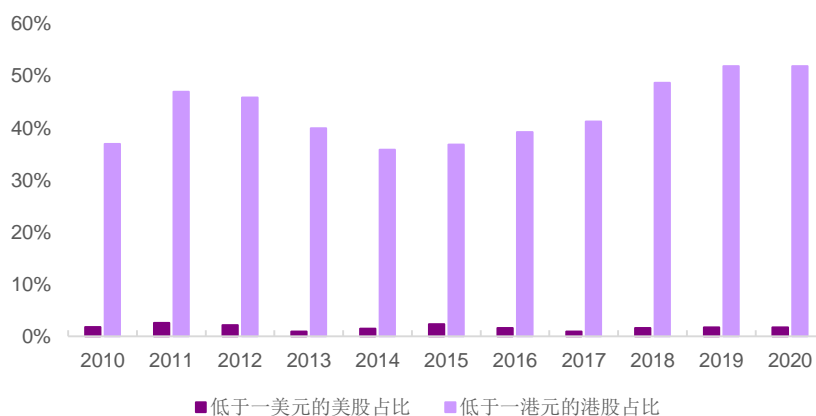


资料来源：Wind，光大证券研究所

这直接导致了港股中存在大量的“仙股”，即价格低于每股 1 港币。这些“仙股”鲜有人问津因而具有交易不活跃和流动性较低的特点。

而通过近十年的数据可以发现，港股市场上连续三十天收盘价低于一港币的所占全部港股的比例大大高于美股市场上连续三十天低于一美元的美股所占比例。不仅如此，近年来此类“仙股”数量有逐渐增长之势。截至 2020 年 8 月 12 日，港股中“仙股”占比达 52%，已占有半壁江山。大量“仙股”的存在直接及间接地拖累了整个市场的流动性。

图 12：收盘价在过去 30 天内曾低于一货币单位的证券个数占总证券的比重（不包含 OTC）



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，每年的数据以年末最后一天计算，2020 年的数据截至 2020/8/12

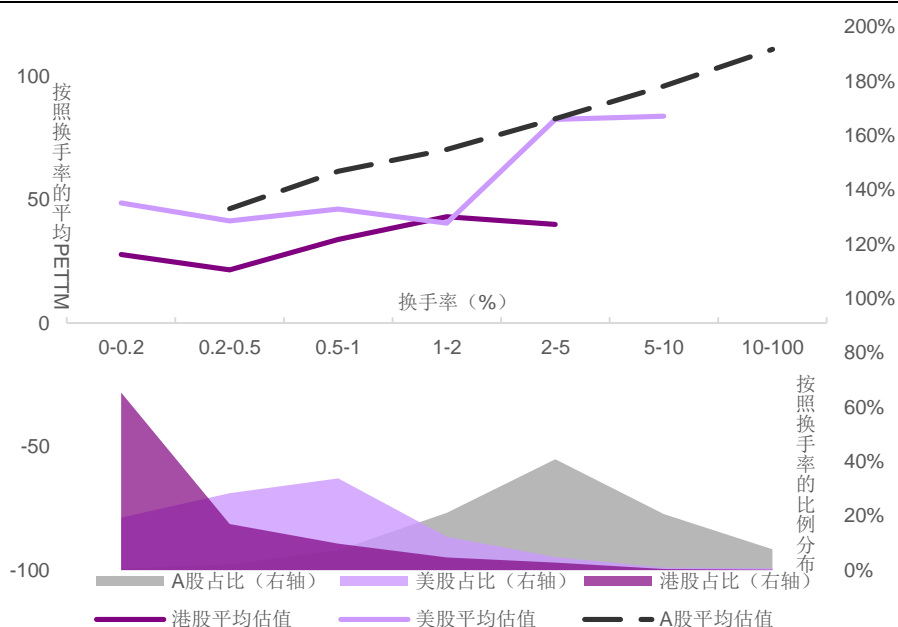
从图 13 可以看出，各个股市的 PE 估值水平随着换手率的提高而升高，即流动性越好的证券估值越高。这点在 A 股市场表现得尤为明显，流动性对

<sup>4</sup> <https://en-rules.hkex.com.hk/node/4209>

估值具有积极的作用。观察各个股市按照换手率的分布可以看出，由于大量“仙股”的存在，即港股市场上市场换手率在 0-0.2% 之间交易清淡的证券占比过高，一定程度上拉低了港股的平均估值水平。

即使在相同的换手率水平下，港股平均估值水平也是低于美股和 A 股的。这类“仙股”通过两个途径拖累了港股整体的流动性。一是“仙股”的僵而不退造成了投资于该部分证券的资金被占用，投资者无法回收现金。截至 2020 年 8 月 12 日，该部分仙股的整体流通市值虽然只占整个港股的流通市值的 2.15%，但金额高达 4876 亿港元。这部分资金无法被盘活，因而制约了港股市场整体的流动性；二是投资者在投资港股市场上的其他证券时，因“仙股”的存在使得其他证券的实际可替代选项减少，制约了该部分证券的换手率。因此交易寡淡的证券如果在一个市场上大量存在，会直接及间接拖累他证券的流动性水平，从而拖累其他证券的估值。

图 13：不同股市根据换手率分组计算的平均估值水平以及个数分布<sup>5</sup>

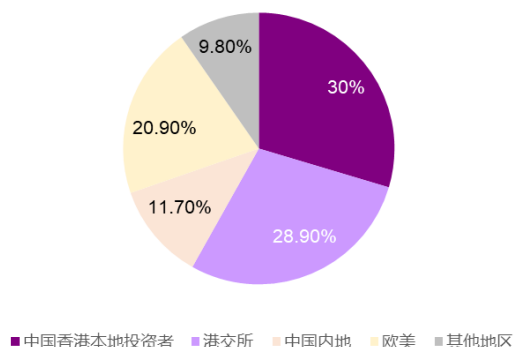


资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2020/7/28

### 3.2.2、信息不对称导致港股和 A 股投资者的风险偏好不同

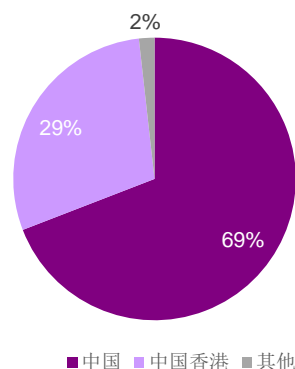
在港股市场上香港本地和欧美投资者超过半数，而在港股上市的多数企业的主营业务在中国境内开展。海外包括香港本地的投资者可能对这些中概股的实际经营状况、国内政策、市场环境及财务规则并不熟悉，同时语言差异加大了欧美投资者获得信息的难度和成本。信息不对称在一定程度上造成了香港市场上主要的投资者对中概股的估值歧视问题 (home bias)。这也就使得港股市场的投资者提高了对港股的收益率要求，压低了港股的估值。

<sup>5</sup> 换手率指标采用的是截止日期那个月的平均换手率，估值水平是以 2020 年 7 月 28 日当日的 PETTM 为代表。为了避免样本量过小带来的偏差，当股市中按照换手率计算的个数占总体个数比重低于 0.1% 时，不显示相应的平均估值水平。

图 14：2018 年港股市场投资者构成<sup>6</sup>

资料来源：Wind，光大证券研究所，数据节点为 2018 年

图 15：港股市场证券主要经营业务国家分布



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，数据节点为 2018 年

通过中概股从美股或港股退市后回 A 股上市的案例以及中概股在美国和中国香港二次上市的案例可以看出，在港股二次上市后的中概股估值与美股市场上的估值相似。但无论是退市后回归内地市场或是直接在内地二次上市，中概股的 PE 都大幅高于其在美股或港股的估值水平。这也说明了在美股和港股上由于外国投资者对中概股或 H 股存在着一定的信息不对称和语言壁垒使得港股的估值低于 A 股。同时由于港股做空机制比较完备，一旦某些机构发布做空报告，被攻击对象会在交易中突然遭遇集中的卖盘，导致股价大幅下挫。做空机构对公司基本面的严厉指控及随后而来的股价剧烈下滑，往往导致更多投资者们在短期内被卷入恐慌性卖出当中，进而形成恶性循环<sup>7</sup>。而 A 股的涨跌幅限制了股票价格的波动范围和短期套利行为，不利于市场价格的发现。在其他条件一致的情况下，H 股面临的做空风险造成的波动更大，而 A 股则更容易被高估。

表 1：中概股在海外、港股和 A 股的市盈率<sup>8</sup>

情形	港股或 A 股代码	A 股简称	A 股最新市盈率(X)	港股简称	港股最新或退市前市盈率(X)	美股简称	美股最新或退市前市盈率(X)	美股或港股退市日期
中概股退市后回 A 股上市	002027.SZ	分众传媒	48.43			分众传媒	15.32	2013/5/24
	002558.SZ	巨人网络	40.37			巨人网络	14.31	2014/7/21
	002624.SZ	完美世界	40.75			完美世界	12.76	2015/7/29
	601360.SH	三六零	22.18			奇虎 360	30.85	2016/7/18
	688396.SH	华润微	97.17	华润微电子	48			2011/11/2
中概股在美股和港股上市	9988.HK			阿里巴巴-SW	28.77	阿里巴巴	28.10	
	9999.HK			网易-S	18.01	网易	17.92	
	9618.HK			京东集团-SW	111.08	京东	108.12	
	0981.HK			中芯国际	55.50	中芯国际	50.57	
	0728.HK			中国电信	8.14	中国电信	8.19	

<sup>6</sup> 香港交易所<sup>7</sup> 光大证券《“回家的冲动”——解析中概股回归的原因和影响》陈治中谢超李瑾 2019 年 7 月 12 日<sup>8</sup> 部分数据来源于光大证券《“回家的冲动——解析中概股回归的原因和影响”》2019 年 7 月 2 日陈治中谢超李瑾最新市盈率以 2020 年 6 月 15 日当日收盘价和计算的，

0941.HK			中国移动	9.33	中国移动	9.37
601857.SH	中国石油	41.01	中国石油股份	24.29	中石油	23.64
600028.SH	中国石化	21.06	中国石油化工股份	16.60	中石化	16.52
601628.SH	中国人寿	16.13	中国人寿	8.46	中国人寿	8.38
601600.SH	中国铝业	109.90	中国铝业	108.68	中国铝业	110.22

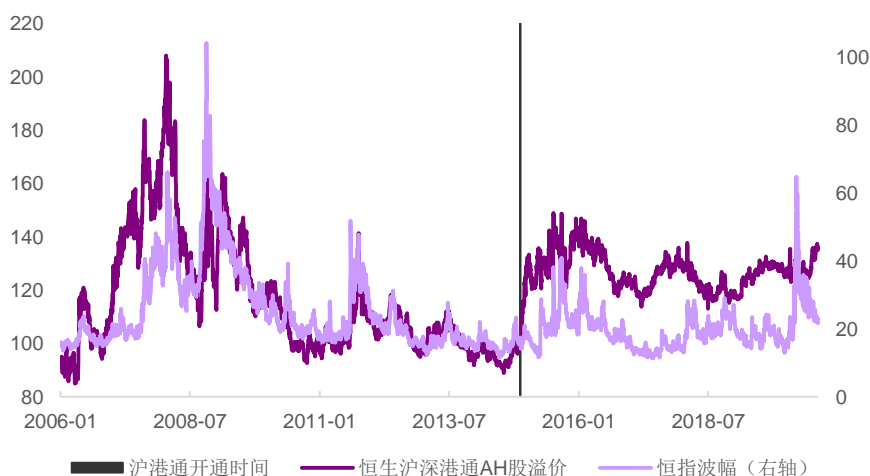
资料来源：Wind，OTCMKTS，数据截至 2020/6/15

### 3.2.3、国际环境变化影响港股风险溢价

在港股通开通之前，恒指波幅指数与 AH 溢价指数有着紧密的联系。这是因为当港股的波动率提升时，国际投资者要求的风险补偿提高，风险溢价和预期回报率相应提高，港股的估值下降，AH 溢价上升，因此两者呈现正相关关系。不过当 2014 年 11 月 14 日沪港通开通之后，内地与香港的互联互通不断加深，内地和港股的波动率可以互相传导，港股的波动率对 AH 溢价解释力度减轻，不过仍有一定的作用。

由于港股中外资占比较高，因此相较于 A 股更容易受到国际资本市场尤其是美股的影响。同时香港的经济结构以服务业为主导，2017 年转口货值占 GDP 的比例达到 144%，这也导致香港经济容易受到外部变动影响。因此恒生指数的隐含波动率即恒指波幅更容易受到外部国际环境的影响。如 08 年美国金融危机时，港股波动性更高，风险溢价随之上升，从而压制 H 股估值，A 股相对表现更好。

图 16：恒指波幅与 AH 溢价指数



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2020/8/16

## 4、AH 同时上市个股股价差异的原因

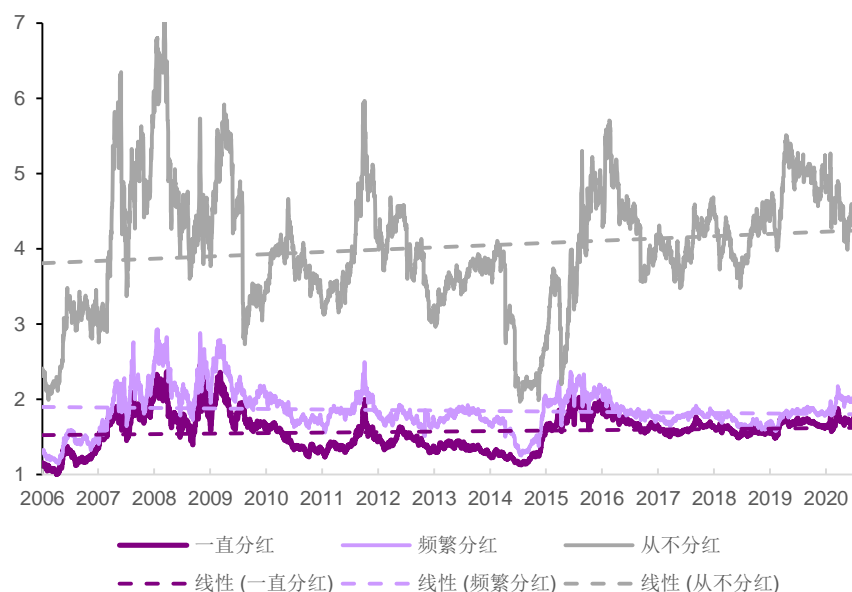
对于单个股票来说，同样可以从第一节的分母分子的影响因素对 AH 溢价进行拆解分析。

### 4.1、分红政策对分母端和分子端的影响

如果一家公司一直分红或频繁分红，说明其经营稳定，盈利能力有保证。较为确定的股利分红收入容易受到港股投资者的青睐，风险溢价相对更低，因此 AH 溢价相对较低。而如果一家证券长期不分红或者分红次数较少，说明其盈利能力不稳定。A 股市场以散户投资者为主导，风险偏好较高，因此给予 A 股的估值高于 H 股，AH 溢价处于高位。

由下图可以看出，如招商证券、海螺水泥这样一直分红或频繁分红的绩优股 AH 股价比值中枢在 1.5 到 2 之间，而从不分红的证券如洛阳玻璃、ST 京城等公司的估值中枢则远高于 2，靠近 4 左右，长期甚至还有逐渐升高的趋势。

图 17：分红政策不同证券的平均 AH 股价比值

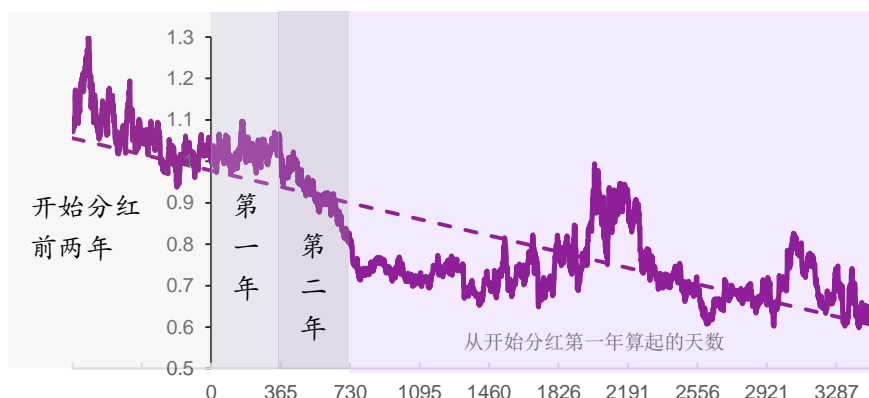


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020/8/19

同时，**分红政策的转变也会影响证券的 AH 溢价的原有趋势**。比亚迪的 AH 溢价很早已经低于 2，后续趋势却依然向下。这主要是受到分红政策转变的影响。开始分红后股票风格从成长切换为价值。从定价公式来看，在其他条件不变的情况下，**近端的股利超预期增加，分红率提高导致盈利增长率  $g$  有所降低，远端的股利相比预期减少，预期收益率对股价的总体影响也随之降低。而 AH 溢价形成的主要原因就是预期收益率的不同，因此 A 股和港股投资者对其定价差异趋于收敛**。从所有 AH 股中选取 2006 年之后（剔除 A 股或 H 股尚未上市的年份）由不分红转向分红的证券（连续分红或不分红连续满三年视为风格切换）进行分红政策转变的分析（详见附表 1）。从下图可以看出，在开始分红前两年，平均 AH 股价比值保持高位波动，在开始分红第一年 AH 溢价变化程度不大。但如果分红行为能持续到第二年，则 AH 溢价开始大幅向下，AH 股价比值快速收敛。并且如果在开始分红后每年保持分红，该趋势能够维持较长时间。



图 18：由不分红到开始分红的 AH 股价比值的平均表现



资料来源：Wind，光大证券研究所，

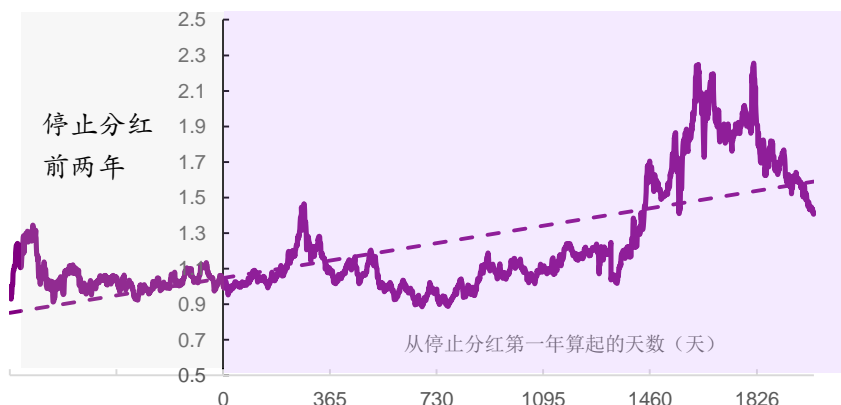
备注：数据为日频。

1) 时间区间选取是由不分红到开始分红的前两年到开始分红的之后的表现。数据选取到第九年。横坐标轴为开始分红第一年算起的天数，如南方航空从 2011 年开始分红，则时间区间去的是 2009/1/1-2020 年的数据。2011/1/1 对应横坐标数据为 0 即开始分红第一年的第一天。

2) 将每个证券在开始分红第一年第一天的 AH 溢价率标准化成 1，然后取平均值，若证券在三年后的时间段没有数据，则不会被计算到平均值内。

同样得，如果证券由一直分红转换为停止分红，其未来不确定性加大，**A 股投资者和港股投资者对其的定价分歧就越大，因此 AH 溢价就高**。从所有 AH 股中选取 2006 年之后由分红转向不分红的证券，进行分红政策转变的分析（详见附表 1）。从下图可以看出，在停止分红后，平均 AH 股价比值有逐渐向上的趋势。

图 19：由分红到停止分红的 AH 股价比值的平均表现



资料来源：Wind，光大证券研究所，

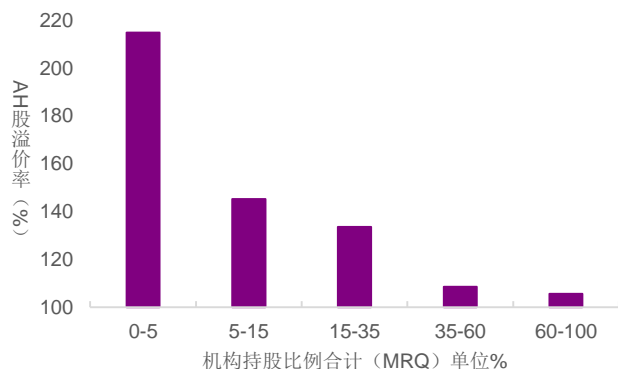
备注：规则如上图

## 4.2、机构持股比例影响分母端的风险偏好

相对于个人投资者来说，机构投资者知识储备更为丰富，对 A 股的估值定价更为理性，因此 A 股和 H 股的价差相对更小。由下图可以发现，**机构持股比例较高的 A 股的 AH 价差相对更低**，这个现象在机构持股比例低于 35% 时最为明显。当机构持股比例高于 35% 以后，机构持股比例增加对 AH 溢价的减少影响不大。

同时个人投资者交易热情较高，交易更为频繁。而机构投资者的投资周期相对较长，投资风格较为稳健，因此该部分 A 股的换手率较低，相对较低的换手率使得流动性溢价较高，一定程度上限制了 A 股估值上涨空间，AH 价差相对更低。

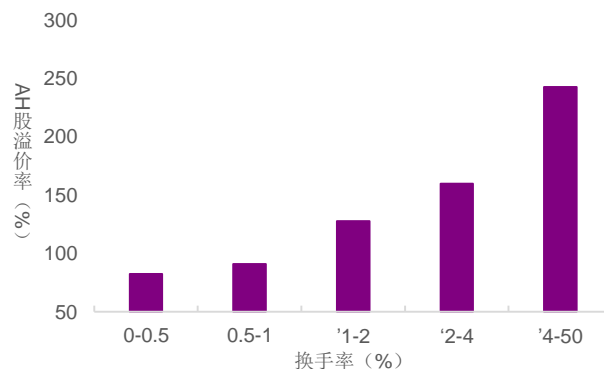
图 20：机构持股比例与平均 AH 股溢价率



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020/8/19

备注：AH 溢价率选取的是机构持股比例特定区间的平均溢价率

图 21：换手率与平均 AH 股溢价率



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020/8/19

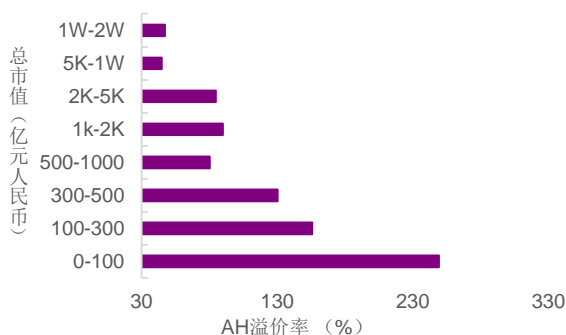
备注：AH 溢价率选取的是换手率特定区间的平均溢价率

#### 4.3、证券市值越大，风险溢价越低

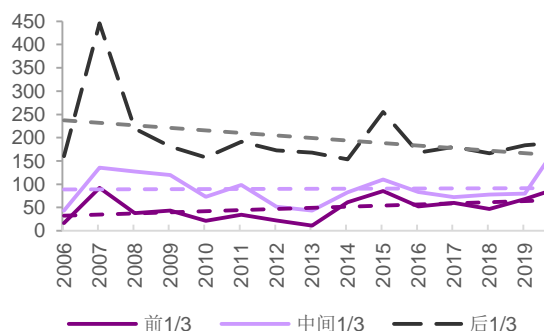
由下图可以发现，当 A 股的总市值越小时，AH 股的溢价率越高。这是因为大市值的证券往往知名度和关注度更高，市场上跟踪和覆盖的分析师更多，因此更少地受到港股投资者信息不对称的影响，其估值往往能得到更为正确的定价。而小市值股除了信息不对称造成 AH 溢价高企外，其在港股的交易量较低，较高的流动性溢价进一步压低了港股估值。

如果按照市值来区分 AH 溢价水平，将公司按照市值排名分为市值排名前 1/3（大市值公司）、中间 1/3（中市值公司）、后 1/3（小市值公司）。从下图可以看出，虽然小市值公司的溢价水平长期高于大市值公司，在历史时间序列中，两者均有向中心收敛的趋势。对于小市值股来说，长期会缓慢地向溢价水平 100% 左右靠近，而并非维持同一水平不变。对应的平均溢价比值为 2，这也与前文 2.1 所言的证券平均值的历史中枢在 2 倍左右相一致。

图 22：市值与 AH 股溢价率



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020/8/19

图 23：按照市值区分的 AH 溢价率 (%)<sup>9</sup>

资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020/8/19

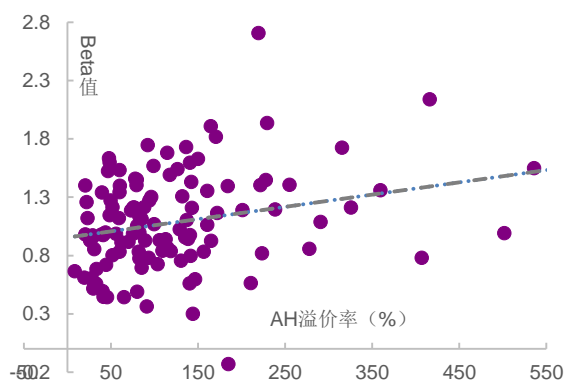
<sup>9</sup> 数据为年频，时间节点选取每年的 8 月 20 日。市值按照每年 8 月 20 日当日有市值数据的公司，分别计算市值较大的前 1/3（大市值）、中间 1/3 市值（中市值）和最后市值 1/3（小市值）港股公司的平均 AH 溢价率

## 4.4、Beta 值对 AH 溢价的影响

### 4.4.1、A 股 Beta 值对风险偏好的影响

从图 4 可以看出，上证指数/恒生中国企业指数与 AH 溢价指数的走势基本一致。这说明 A 股和港股大盘的走势与 AH 股溢价息息相关。经检验，A 股中与上证指数 Beta 值更高的证券更能随着 A 股上涨而上升，AH 溢价率更高。这是因为 Beta 值较高的证券，受到股市波动影响较大，因港股投资者风险偏好较低，对该类证券的估值较低。而 A 股投资者对这类 beta 值较高的证券的风险偏好更高，因此 AH 溢价更高。

图 24：Beta 值和 AH 溢价率 (%) <sup>10</sup>



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020/8/19

保险类公司资产端投资于资本市场，券商的经纪业务、自营业务、投行业务均与股市景气度关联较高，因此非银金融总体的 beta 值较高。这也是为何券商股如国联证券、中信建投、中原证券、申万宏源以及保险股中国人保和中国人寿的 AH 溢价率高企的原因。

### 4.4.2、恒生国企指数调整对 AH 溢价具有短期冲击

根据 CAPM (capital asset pricing model) 定价公式，证券的预期回报率  $E(R_i)$  可以进一步拆解为：

$$E(R_i) = R_f + \beta(R_m - R_f) + \alpha_i$$

其中： $E(R_i)$  是证券  $i$  的预期回报率， $R_f$  是无风险利率， $E(R_i) - R_f$  是预期市场回报率与无风险回报率之差，即是提到的市场风险溢价，

$\beta$  是证券所在市场的系统性风险， $\alpha_i$  是证券  $i$  的自有风险。

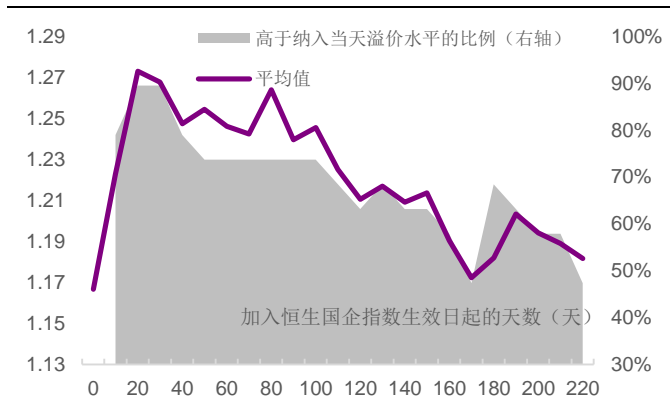
在其他条件不变的情况下，风险溢价随着 beta 变化而变化，因此 AH 溢价的整体趋势受到 A 股和港股大盘指数的影响。

从这个角度来看，如果相关证券被纳入港股的相关指数如恒生中国企业指数，那么它与港股大盘指数的关系就更加紧密，其 beta 自然而然会提升， $E(R_{IH})$  随之上升。港股投资者要求的预期投资回报率提高，H 股的估值自然下降，因此 AH 溢价上升。从下图可以看出在相关指数被纳入恒生国企指数后，AH 溢价在生效日后的 20 天内会快速上升，随后缓慢下降并恢复至原来

<sup>10</sup> 数据为年频，时间节点选取每年的 8 月 20 日。市值按照每年 8 月 20 日当日有市值数据的公司，分别计算市值较大的前 1/3（大市值）、中间 1/3 市值（中市值）和最后市值 1/3（小市值）港股公司的平均 AH 溢价率

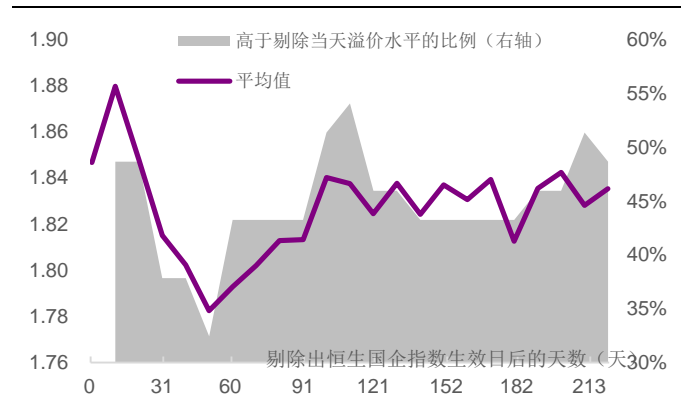
水平,说明纳入指数对其具有一定的短期冲击。如果被剔除出恒生国企指数,短时间内 AH 溢价会下降,随后缓慢恢复至之前的水平。

图 25: 纳入恒生国企指数的证券在生效日后的平均 AH 股价比值表现



资料来源: 恒生指数公司<sup>11</sup>, Wind, 光大证券研究所  
备注: 数据区间为 2008/9/8-2020/8/19, 样本量为 25

图 26: 剔除出恒生国企指数的证券在生效日后的平均 AH 股价比值表现



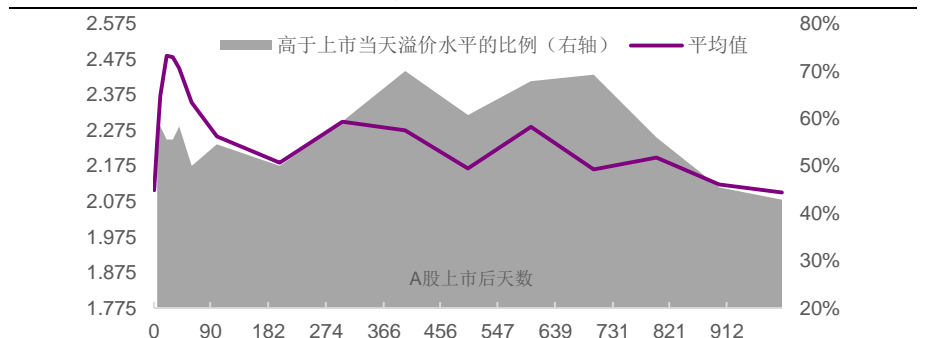
资料来源: 恒生指数公司, Wind, 光大证券研究所  
备注: 数据区间为 2008/9/8-2020/8/19, 样本量为 39

在检验 A 股时,发现纳入上证综指与 AH 溢价之间的关系不明显,此处不做赘述。

#### 4.5、在 A 股双重上市后短时间 AH 溢价能够维持强势

如果相关证券已在港股上市,后回到 A 股上市。由于 A 股投资者对新股投资热情较高以及“抽血效应”(原有的内地投资者有动力将港股持仓转换为 A 股持仓)等原因,使得证券在 A 股 IPO 后 AH 溢价维持强势。超过一个月后会在长时间内缓慢下降,但在这段时间中多数 AH 股的溢价仍高于 AH 股在 A 股上市之初的水平。这也是近期国联证券、中芯国际-U、复旦张江、新天绿能等证券 AH 溢价维持高位的原因。对于已经在 A 股上市再到港股双重上市的证券来说,港股 IPO 对于 AH 溢价的效果不明显,此处不做分析。

图 27: AH 股价比值与 A 股上市天数



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据为月频, 截至 2020/8/18  
备注: 频率后期为 100 天, 初始样本量为 36 个。最后一天减少至 21 个

#### 4.6、资源品价格与周期类资源行业 AH 溢价成反比关系

由下图可以看出,在 2008 年后的全球油价上涨时期,能源业的 AH 溢价下降。在全球油价暴跌时,能源业的 AH 溢价上涨。同样地,在金属价格

<sup>11</sup> 恒生指数公司 恒生国企指数成分股变动  
<https://www.hsi.com.hk/chi/indexes/all-indexes/hscei>

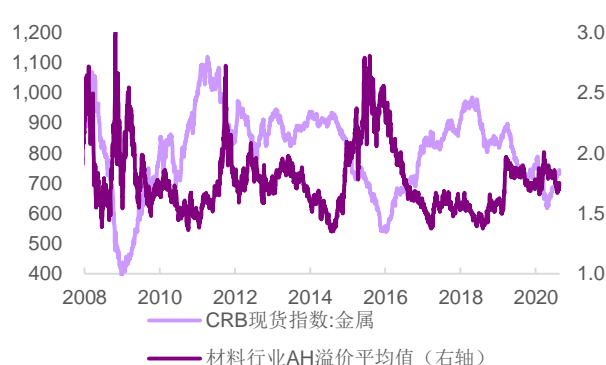
特别是钢铁或铝的价格上升时，相关行业景气度提升，AH 价差下降。在金属价格下降时，AH 价差上升。这是因为港股投资者多为机构投资者，比较注重证券的盈利能力。当资源品价格下降时，对应行业盈利前景不佳，港股股价向下调整得更充分；而 A 股因为散户较多，在周期类行业低迷时容易高估股价，估值调整不及港股彻底，因此 AH 溢价相对上行。当资源品价格上升时，即周期类行业前景改善时，因 H 股本身起点基数较低使得其估值提升空间更大，AH 溢价因此降低。

图 28：能源行业 AH 股价比值与油价



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020/8/19

图 29：材料行业 AH 股价比值与金属价格



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020/8/19

## 5、对当前港股、A 股价差前景的判断

### 5.1、平均 AH 溢价有望收敛，港股配置价值凸显

#### 1、AH 溢价的均值回归性。

实证显示 AH 溢价长期具有稳定的均衡值，在该值上下波动并具有均值回归的特性。<sup>12</sup>截至 2020 年 9 月 8 日，AH 溢价指数为 142.9，处于阶段性高位，未来有望向中值回归。相比较而言，港股具备较高的配置性价比。

图 30：恒生 AH 股溢价指数具有均值回归的特点



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2020/9/8

#### 2、中概股回归带来的港股资产结构改善。

2018 年香港交易所进行了多项政策改革：包括允许同股不同权架构上市；放宽海外红筹企业二次上市条件；降低生物科技公司上市标准。恰逢今

<sup>12</sup> 《Price convergence between dual-listed A and H shares》China Economic Issues Wensheng Peng, Hui Miao and Nathan Chow 2007 July



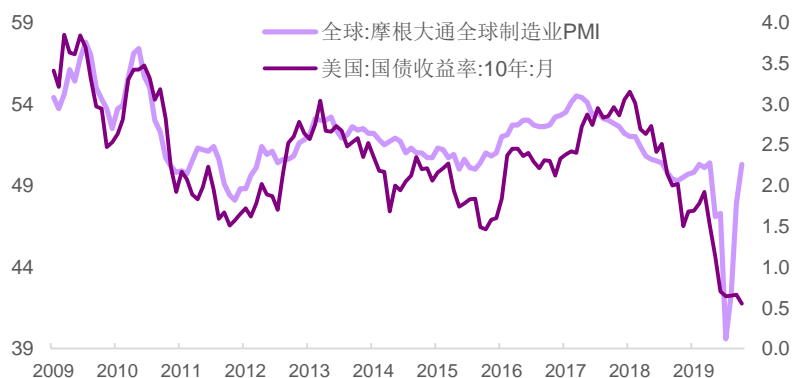
年美国对中概股监管政策收紧，港交所截至目前已连续吸引了如阿里巴巴、网易、京东等科技类中概股回归以及大量的生物科技公司上市。这将改善港股以“旧经济”为主的盈利结构。受益于分子端g的提升，未来港股的估值中枢有望上升。同时也将吸引南下资金和外资流入，有效提升港股的交投活跃度从和整体换手率，从而减少流动性溢价及提升港股的估值水平。

### 3、中美利差或有所减小

2017年以后，AH溢价指数主要受到中美欧国债利差的影响。从稍长的时间维度来看，中美欧利差主要由中国与美国的十年期国债利率之差决定。

美联储主席鲍威尔多次讲话表示不会考虑负利率工具，美国十年期国债收益率的下限已被确定。美国十年期国债自疫情以来持续在低位，与呈现V字型的风险资产价格和经济预期数据相背离。8月19日美联储公布了7月底的会议纪要，多数观点认为在当前环境下采取收益率曲线控制工具（Yield Curve Control）的好处有限，必要性不高。这意味着该工具边际转向的可能性增加。同时美联储在8月27日表示将采用平均通胀目标制（Average Inflation Targeting），即允许通胀率在未来超过2%。因此随着通货膨胀预期的上升，如果实施YCC工具的预期降低，美国长期国债收益率向上的动力增加。未来美国十年期国债收益率易上难下，中美利差或将有所收窄。

图 31：全球制造业 PMI 与美国十年期国债收益率（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据为月频，截至 2020/8/19

### 4、美元充裕的流动性将压低使得美中无风险利率之差维持低位

在最新的 FOMC 会议上，美联储表示将把美元流动性互换协议额度与外国及国际货币当局的临时回购协议安排延长至 2021 年 3 月 31 日，离岸美元的流动性将维持充裕。同时中国货币政策边际收紧，在此情况下美元 LIBOR 与 SHIBOR 之差将维持低位，为 AH 溢价带来下行压力。

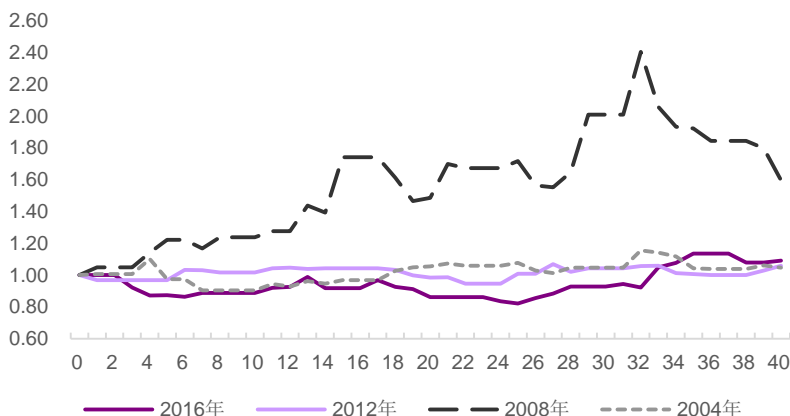
### 5、风险溢价对 AH 溢价的影响

①从流动性风险来说，未来随着中国资本市场持续鼓励中长期资金如保险、社保、信托等机构入市，并深化互联互通机制，鼓励外资流入，A 股有望更加“机构化”。若相关政策能够继续推出，A 股的机构投资者占比有望得到提升，整体换手率或将有所降低，A 股估值也有下降空间，同时 AH 溢价有望得到一定程度的收敛。

②如果以美股市值/M2 来衡量美股估值，截至 8 月 28 日该比值已上升到 2.77，位于 2000 年以来的 68%分位，估值水平较高。随着美国大选越来越近，在此期间风险资产或因大选结果的不确定性而波动幅度加大。不过回顾港股在近几次大选期间的波动表现来看，除了 2008 年经济危机之外，近

几次均保持平稳。美国大选若不伴随其他风险事件，对港股影响也或有限。

图 32：美国大选对恒指波幅的影响



资料来源：Wind，光大证券研究所，备注：横坐标为临近大选前 40 天开始的天数，40 代表大选当日。将开始日期的恒指波幅指数标准化为 1。

通过以上几个方面的分析，AH 溢价有望向均值回归；中美利差未来有望向下调整；中概股的回归将提升港股的交投活跃度；LIBOR 与 SHIBOR 之差将维持低位都更利好于 H 股。

## 5.2、AH 个股层面该如何选择

- 1、从机构持股角度，如果 A+H 股对应 A 股的机构资金净流入持续增加，说明未来机构持股将会增多，AH 溢价将会减少，此时更适合投资于 H 股。如果证券的机构持股资金呈现净流出状态，说明未来机构持股比例将会降低，对 AH 股投资都应更谨慎。
- 2、从分红角度，如果该证券分红政策由之前的不分红转向持续分红或盈利更为稳定，那么未来很长一段时间内 H 股有望持续跑赢 A 股。反之，如果证券突然停止分红或分红前景变差，那么 H 股的负面反应会更强烈，AH 溢价中枢将有所抬升。
- 3、从市值角度，小市值股由于信息不对称和流动性溢价的原因，在 A 股往往被高估或者在港股被低估，对应的 AH 溢价较高。因此基本面质地优秀的港股小市值股，有望在行情启动时获得更高的收益。
- 4、从行业前景角度，由于港股是多空平衡的市场，投资者以机构为主，对基本面的变化反应更充分。在行业较差时，港股股价调整更充分，PB 估值往往更低。在行业景气度向好时，港股由于起点基数较低，股价涨幅可能更高。举例来看，在油价持续下降时期，三大石油公司（中石化、中海油和中石油）的 H 股下跌幅度高于 A 股；如果后续油价企稳回升，那么 H 股则有望跑赢 A 股。对于原材料行业来说，如果相关金属价格或原材料价格景气度上行，那么 H 股有望跑赢 A 股。

## 6、风险提示

- 1、中国和海外货币政策变化的风险。若后续美联储同意实施负利率或欧洲进一步加深负利率程度，则会使得其相应的长期国债利率发生较大幅度的变

化。同样地，如果中国的货币政策发生较大程度的改变也会影响中国的长期国债收益率，从而影响人民币贬值预期和 AH 溢价变化。

**2、中美大博弈导致股市异常波动的风险。**在美国大选临近之际，美国大概率将继续对中国施加压力，其中包括对中国的银行采取极端金融制裁的可能性，届时可能导致外资恐慌性撤离港股及 A 股，引起 A 股或港股的异常大幅波动。

**3、样本选择偏差。**时点选择和样本选择可能导致数据样本存在偏差。

附表 1：分红政策转变的 AH 股一览

A 股简称	海信家电	比亚迪	南方航空	东方航空	南京熊猫	马钢股份	石化油服
由不分红转向分红的年份	2015	2016	2011	2016	2011	2017-2020	2010
港股代码	0921.HK	1211.HK	1055.HK	0670.HK	0553.HK	0323.HK	1033.HK
A 股代码	000921.SZ	002594.SZ	600029.SH	600115.SH	600775.SH	600808.SH	600871.SH
A 股简称	山东墨龙	中船防务	马钢股份	一拖股份	中远海控		
由分红转向停止分红的年份	2013	2017	2011-2016	2017	2011		
港股代码	0568.HK	0317.HK	0323.HK	0038.HK	1919.HK		
A 股代码	002490.SZ	600685.SH	600808.SH	601038.SH	601919.SH		

资料来源：Wind，数据截至 2020/8/19

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼