

金融工程 / 市场量化分析

2016年09月22日

林晓明 执业证书编号: S0570516010001

研究员 0755-82080134
linxiaoming@htsc.com

陈烨 010-56793927
联系人 chenye@htsc.com

相关研究

- 1 《市场的轮回》2016.02
- 2 《市场的频率》2016.05
- 3 《行业指数频谱分析及配置模型》2016.05
- 4 《华泰基本面选股之高股息率模型》2016.06
- 5 《复杂系统与金融经济周期》2016.08
- 6 《周期拐头向上，全球牛市进行中》2016.09

长短周期重合见底，港股具备安全边际

高股息率选股港股实证分析

恒生指数长短周期已见底，港股牛市可期

根据前期研究，全球主要金融市场存在 42 个月左右短周期和 104 个月左右长周期，最新数据表明，香港恒生指数的长短周期底部重合，且刚走完波谷，即将抬头向上，反转状态明显。未来长短周期都向上，牛市概率较高。

港股市场安全边际较高

参考美联储估值模型（Fed model），计算恒生指数的收益价格比（1/PE）和 10 年期政府债券收益率的差值，发现：1）当前港股市场该利差为 7.95%，股债收益利差较大；2）2002 年至今，市场已经形成新的利差中枢，水平在 9% 左右；3）对比近期主要金融市场该利差水平，A 股 3.77%，美国 3.29%，日本 4.99%，英国 1.05%，法国 4.23%，德国 4.29%，综合股市估值和利率水平，香港市场资产质量比较高，安全边际充分。

港股市场中高股息率公司市值更小

A 股市场中，大市值的公司股息率更高，但对于港股市场，这一结论并不成立：1）分别在 A 股和港股市场中选择股息率最高的 50 只股票，对比全市场的市值水平（以全市场股票市值中位数衡量）和高股息组合的市值水平（以组合中股票市值的中位数衡量），与 A 股相比，港股市场高股息率的公司市值水平明显偏低；2）分别在全部港股、市值前 90% 和前 75% 的港股中选择 50 只股息率最高的股票，组合净值分层明显，说明港股高股息组合中确实包含了部分小市值公司。

港股市场中高股息率公司估值更低

分别在港股和 A 股市场中选择股息率最高的 50 只股票，以 50 只股票市盈率（市收率）的中位数衡量高股息组合的市盈率（市收率）水平，对比市场指数和高股息组合的市盈率（市收率）水平。与 A 股市场相比，港股市场高股息率的公司估值水平明显更低于指数水平，尤其市收率水平。

高股息率选股的逻辑差异

研究发现：1）A 股市场中的高股息公司市值较大，估值偏高，高股息率更多来自于分子端的高派息，应该合理控制买入价格；2）港股市场中的高股息公司市值偏小，估值偏低，高股息率更多来自于分母端的低价格，应该适当控制下跌风险。

高股息组合在港股实证表现良好，超额收益显著，但存在下跌风险

2006 年 1 月到 2016 年 8 月，高股息组合总收益率 708%，年化收益率 21.83%，年化波动率 28.97%，夏普比率 0.754；同期恒生指数的年化收益率 3.63%，年化波动率 22.25%，夏普比率 0.163。高股息组合相对于恒生指数的年化超额收益率为 18.2%，在 2008 年和 2011 年市场下跌时，高股息组合的最大回撤大于恒生指数。

风险提示：报告根据历史数据进行规律总结，历史规律可能失效。

正文目录

周期模型判断港股牛市	4
Fed 估值模型发现港股安全边际	5
Fed 估值模型简介	5
Fed 估值模型理论依据	5
港股市场分析	5
高股息率选股港股分析	7
华泰高股息率选股模型	7
高股息率选股港股回测	8
组合收益	8
组合胜率	9
相对业绩	9
高股息率选股港股分析	10
市值因子分析	11
不同市值区间的高股息组合表现	12
市盈率因子分析	13
市收率因子分析	15
高股息率选股逻辑总结	17
全部港股股息率最高的 50 只股票（2016 年 8 月）	17
港股通中股息率最高的 50 只股票（2016 年 8 月）	18
报告结论	19

图表目录

图 1: 恒生指数同比序列周期.....	4
图 2: 恒生指数价格与对数同比.....	4
图 3: 恒生指数对数同比与两周期叠加曲线.....	4
图 4: 香港市场股债利差历史走势.....	6
图 5: 中国大陆市场股债利差历史走势.....	6
图 6: 美国市场股债利差历史走势.....	6
图 7: 日本市场股债利差历史走势.....	7
图 8: 英国市场股债利差历史走势.....	7
图 9: 德国市场股债利差历史走势.....	7
图 10: 法国市场股债利差历史走势.....	7
图 11: 高股息组合净值.....	8
图 12: 组合月度收益率及累计净值.....	9
图 13: 高股息组合相对恒生指数绩效.....	9
图 14: 港股市场策略净值对比.....	10
图 15: A 股市场策略净值对比.....	10
图 16: 港股全市场与高股息组合市值水平对比.....	11
图 17: A 股全市场与高股息组合市值水平对比.....	11
图 18: 港股全市场与高股息组合最小市值对比.....	12
图 19: A 股全市场与高股息组合最小市值对比.....	12
图 20: 港股市场不同市值区间高股息组合净值.....	12
图 21: A 股市场不同市值区间高股息组合净值.....	12
图 22: 港股市场指数与高股息组合市盈率对比.....	13
图 23: A 股市场指数与高股息组合市盈率对比.....	13
图 24: 港股市场指数与高股息组合市收率对比.....	15
图 25: A 股市场指数与高股息组合市收率对比.....	15
表格 1: 主要金融市场最新（8 月底）利差水平及历史平均水平.....	6
表格 2: 高股息组合绩效分析.....	8
表格 3: 港股市场策略绩效对比分析.....	10
表格 4: A 股市场策略绩效对比分析.....	10
表格 5: 港股高股息组合市盈率水平.....	14
表格 6: A 股高股息组合市盈率水平.....	14
表格 7: 港股高股息组合市收率水平.....	16
表格 8: A 股高股息组合市收率水平.....	16
表格 9: 当前股息率最高的 50 只港股.....	17
表格 10: 当前股息率最高的 50 只港股（港股通中）.....	18

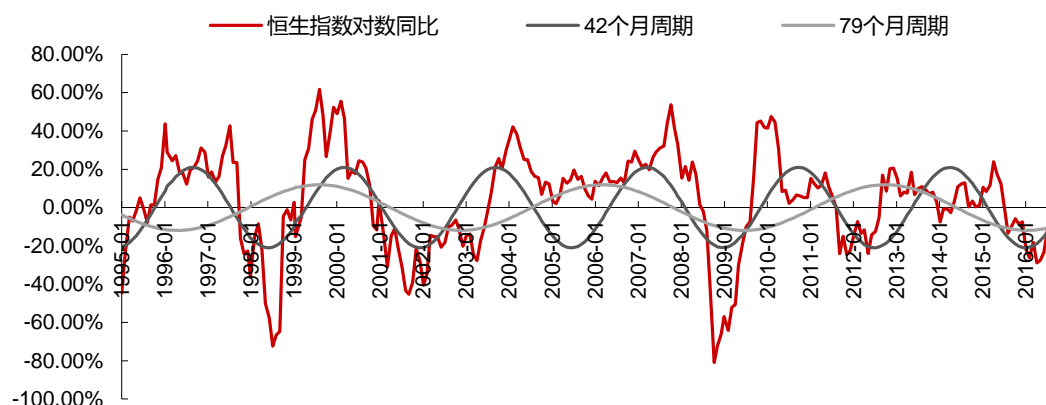
周期模型判断港股牛市

在前期的两篇报告《市场的轮回》（2016-02-21）和《市场的频率》（2016-05-03）中，我们发现全球主要股票市场存在同步的 42 个月和 104 个月周期，《复杂系统与经济周期》（2016-08-16）中进一步研究发现：全球各国很多宏观经济指标也存在着类似的周期，并且周期的存在是内生的、稳定的。

周期模型利用傅里叶变换观察数据的对数同比序列，选取能量最强的核心频谱预测同比序列的未来走势，以此来判断市场。周期模型成功判断了二月份为 A 股低点，利用八月底最新数据，周期模型判断港股未来有很长时间的牛市。

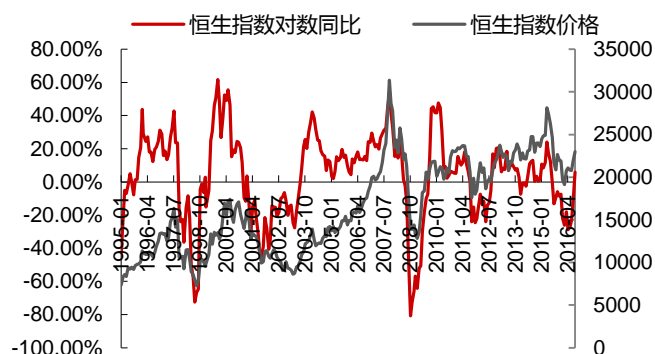
香港恒生指数长短周期都处于刚刚走完波谷，即将抬头向上的状态。历史上每次长短周期波谷重合都是熊市低点。港股从 2 月份低点以来已经上涨 27%，反转状态明显。未来长短周期都强力向上，港股为大牛市。

图1： 恒生指数同比序列周期



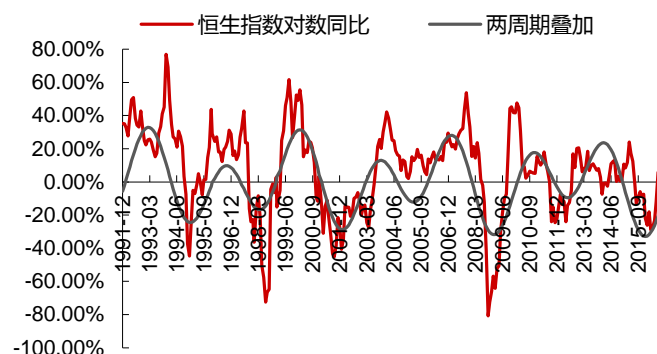
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图2： 恒生指数价格与对数同比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图3： 恒生指数对数同比与两周期叠加曲线



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

Fed 估值模型发现港股安全边际

Fed 估值模型简介

美联储估值模型（Fed model）是在投资领域广泛应用的一种资产估值模型，模型通过比较股票市场的“收益率”（E/P）和长期（例如 10 年期）国债收益率的关系，以此来判断股票市场的估值是否合理。Fed 估值模型认为，股票市场的“收益率”和长期国债收益率应该达到一个均衡状态，即：

$$\frac{E}{P} = \text{Yield on longterm government bonds}$$

Fed 估值模型理论依据

Fed 估值模型的理论依据可以总结为：

1. 资产竞争：投资人的资金是有限的，而对于投资人来说股票和债券是主要的竞争资产，当股票的收益率高于债券时，投资人将更偏爱于股票投资，随着资金从债市向股市不断转移，债券收益率将上升、股市收益率将下降，直至市场达到新的均衡；
2. 现值理论：股票的合理价格应该等于未来现金流的现值，而长期国债收益率代表的正是市场的无风险利率水平，当这一利率水平下降时，股价上升，股票市场“收益率”（E/P）下降。

港股市场分析

格雷厄姆曾经说过：“成功投资的秘密就是安全边际。”“在正常条件下，普通股的安全边际在于大大高于现行债券利率的期望获利能力。”如果投资者应该看重充分的安全边际，那么港股市场现在的安全边际有多大？

参考 Fed 估值模型，我们计算了恒生指数的收益价格比（即市盈率的倒数 1/PE）和 10 年期香港政府债券收益率的差值，时间区间选为 2002 年 7 月至 2016 年 8 月。结果显示，港股市场的安全边际比较高：

1. 从绝对数值看，当前港股市场利差为 7.95%，股票市场收益率明显大于市场无风险利率水平；
2. 从相对数值看，回顾 2002 年至今，香港市场从 2012 年开始形成了新的利差中枢，新的利差水平在 9% 左右，从历史数据的角度纵向比较，港股市场已经被低估，并为投资者提供了较大的安全边际。

图4： 香港市场股债利差历史走势



资料来源：Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

对比主要金融市场上该利差水平，从最新数据（8月底）横向比较，A股市场 3.77%，美国 3.29%，日本 4.99%，英国 1.05%，德国 4.29%，法国 4.23%，港股市场利差较大。综合看市场的估值和利率水平，当前全球主要金融市场中，香港的资产质量是比较高的，值得投资者关注。

表格1： 主要金融市场最新（8月底）利差水平及历史平均水平

	中国香港	中国大陆	美国	日本	英国	德国	法国
指数 PE	11.3	15.7	20.4	21.0	56.5	24.1	22.8
长期（10 年期）债券收益率	0.93%	2.74%	1.58%	-0.06%	0.73%	-0.16%	0.18%
最新利差	7.59%	3.77%	3.29%	4.99%	1.05%	4.29%	4.23%
历史平均利差	5.27%	1.90%	1.18%	2.92%	1.12%	2.35%	3.14%
今年最低点（2 月底附近）以来涨幅	27.00%	14.11%	16.90%	13.20%	24.52%	22.06%	16.56%

资料来源：Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

图5： 中国大陆市场股债利差历史走势



资料来源：Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

图6： 美国市场股债利差历史走势



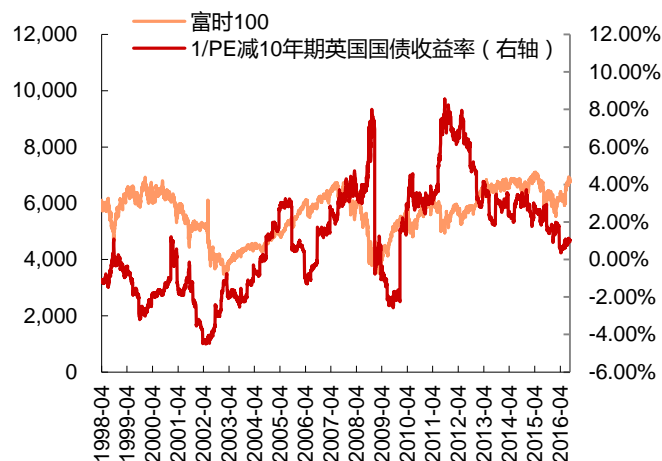
资料来源：Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

图7： 日本市场股债利差历史走势



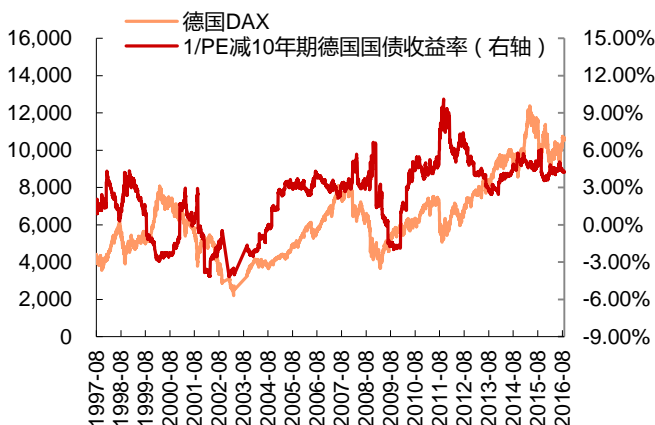
资料来源：Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

图8： 英国市场股债利差历史走势



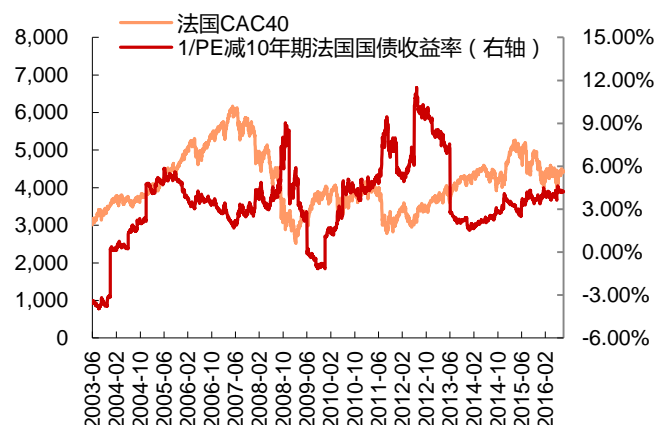
资料来源：Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

图9： 德国市场股债利差历史走势



资料来源：Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

图10： 法国市场股债利差历史走势



资料来源：Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

高股息率选股港股分析

华泰高股息率选股模型

根据前期的报告《华泰基本面选股之高股息率模型》（2016-06-26），在A股市场中，高股息率选股是有效的，华泰高股息率模型在A股市场实证表现优良，净值相对平稳，获得了显著的超额收益。模型具体量化标准如下：

1. 总市值在全市场从大到小前 80%；
2. 市盈率在全市场从小到大前 40%（剔除市盈率为负的股票）；
3. 市收率小于 2.5；
4. 满足前三条标准的股票按照股息率从大到小排序，选取股息率最高的前 50 只股票。

如前文所述，无论从港股市场的周期还是资产配置的角度，我们都看到了港股的投资价值，市场开启牛市的概率很大。那么本报告希望探讨的问题是：华泰高股息率选股策略在港股市

场的表现如何？通过高股息率选股在港股市场与 A 股市场存在哪些差异？

高股息率选股港股回测

为了探究高股息率选股在港股市场的逻辑，我们选择了全市场股息率最高的 50 只股票组成高股息组合，在港股市场中进行回测，回测数据为：

时间区间：2006 年 1 月到 2016 年 8 月；

选股范围：全部港股；

股票权重：等权重配置；

调仓频率：每月进行调仓；

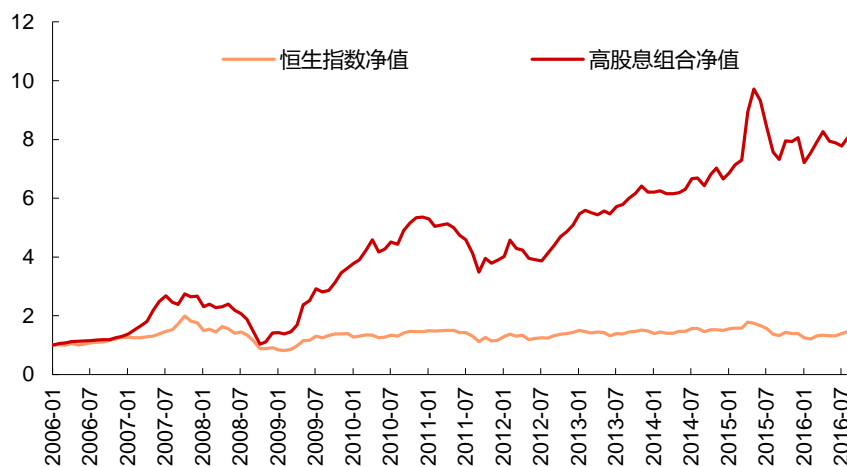
交易费用：不考虑交易费用；

对比基准：香港恒生指数。

组合收益

从高股息组合收益的角度看，2006 年 1 月到 2016 年 8 月，高股息组合总收益率为 708%，年化收益率为 21.83%；同期恒生指数的年化收益率为 3.63%，高股息组合相对于恒生指数的年化超额收益率为 18.2%。

图11： 高股息组合净值



资料来源：Wind、华泰证券研究所

表格2： 高股息组合绩效分析

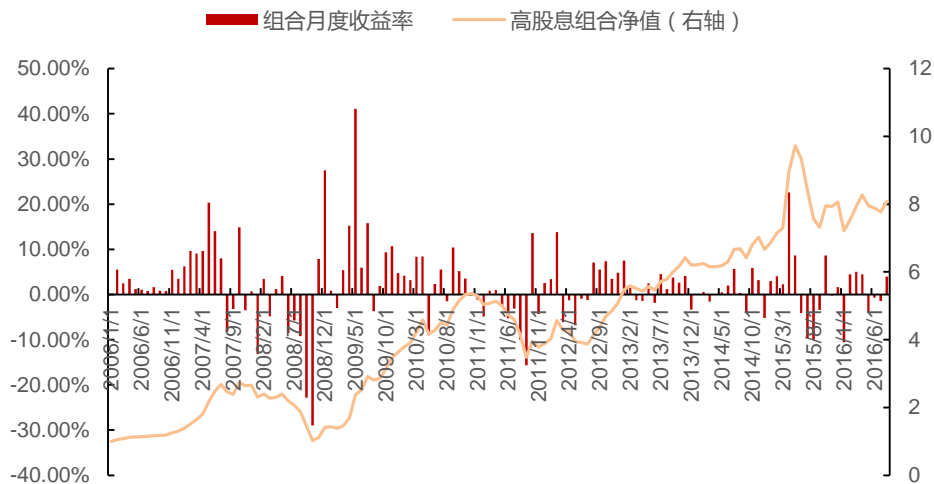
	年化收益率	年化波动率	夏普比率	08~09 年度 最大回撤率	11~12 年度 最大回撤率	15~16 年 最大回撤率
高股息组合	21.83%	28.97%	0.754	57.04%	34.18%	25.82%
恒生指数	3.63%	22.25%	0.163	50.26%	25.84%	32.07%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

组合胜率

统计高股息组合每个月的收益，127 个月中 84 个月盈利、43 个月亏损，胜率为 66.1%，组合的主要收益主要来自于：2006 年 1 月至 2007 年 7 月、2008 年 11 月至 2010 年 12 月和 2012 年 8 月至 2015 年 5 月。

图12： 组合月度收益率及累计净值

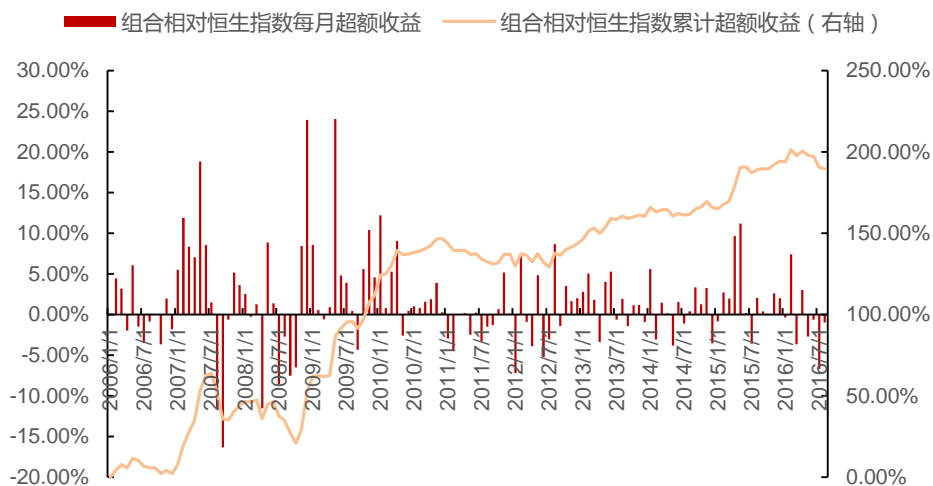


资料来源：Wind、华泰证券研究所

相对业绩

从组合相对业绩的角度看，以香港恒生指数为基准，高股息组合相对于恒生指数的平均胜率为 63.3%。

图13： 高股息组合相对恒生指数绩效



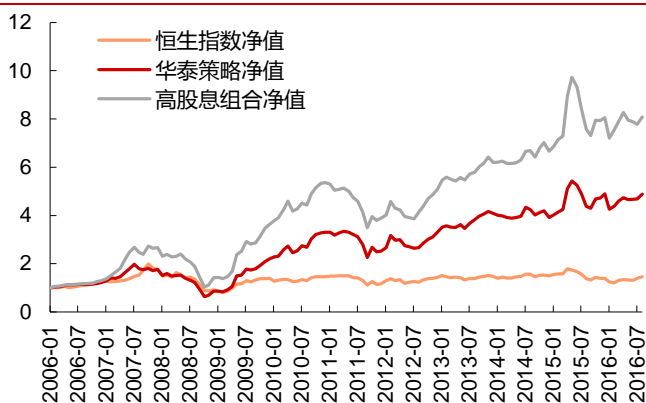
资料来源：Wind、华泰证券研究所

整体上来说，从 2006 年 1 月到 2016 年 8 月，高股息组合的业绩与港股的市场表现存在一定的相关性，在三段牛市中高股息组合的表现较好，但是在市场下跌时，高股息组合也产生了较大的回撤，表现不够稳定。

为了进一步比较，我们分别在港股市场和 A 股市场对比了华泰高股息率选股策略与高股息组合的表现，回测结果显示：

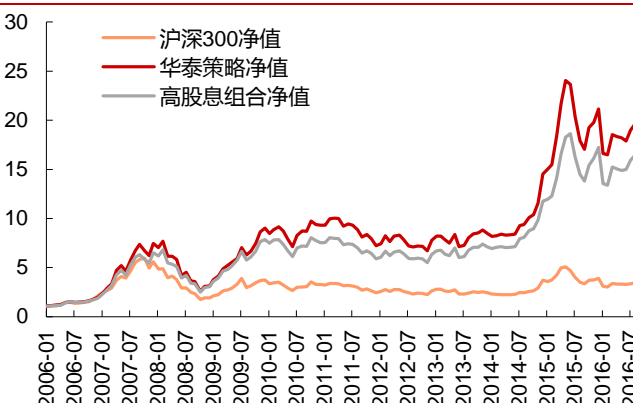
1. 在 A 股市场，华泰选股策略表现略好于高股息组合；
2. 在港股市场，从年化收益率和夏普比率的角度，华泰选股策略和高股息组合的表现优于恒生指数，从波动率和最大回撤的角度，通过高股息率在港股市场选股承担了一定的风险；
3. 在港股市场，华泰选股策略的表现不如高股息组合。

图14: 港股市场策略净值对比



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图15: A股市场策略净值对比



资料来源: Wind、华泰证券研究所

表格3: 港股市场策略绩效对比分析

	年化收益率	年化波动率	夏普比率	08~09 年度 最大回撤率	11~12 年度 最大回撤率	15~16 年 最大回撤率
华泰策略	16.17%	28.95%	0.558	59.66%	32.41%	21.56%
高股息组合	21.83%	28.97%	0.754	57.04%	34.18%	25.82%
恒生指数	3.63%	22.25%	0.163	50.26%	25.84%	32.07%

资料来源: Wind、华泰证券研究所

表格4: A股市场策略绩效对比分析

	年化收益率	年化波动率	夏普比率	07~08 年度最大回撤率	15~16 年最大回撤率
华泰策略	32.54%	36.95%	0.881	66.44%	31.43%
高股息组合	30.35%	34.28%	0.886	62.92%	28.17%
沪深 300	12.52%	33.87%	0.370	70.75%	40.56%

资料来源: Wind、华泰证券研究所

高股息率选股港股分析

根据华泰选股策略和高股息率选股策略在港股市场和 A 股市场的表现，可以看到，通过高股息率选股在港股市场和 A 股市场中的逻辑可能并不相同。本报告将重点分析华泰选股策略中因子的表现，即港股和 A 股市场中高股息率股票的市值水平和估值水平在存在哪些差异？在 A 股和港股市场怎样更好地应用股息率选股？

市值因子分析

奥轩尼斯选股规则中曾提到：高股息率选股对于大市值股票最为有效，却一点也不适用于小市值股票。他提醒投资者应将该指针用于规模大的，历史比较长的透明的公司，而对于一些小公司来说，高股息率往往是衰退的节奏。

我们前期的研究《华泰基本面选股之高股息率模型》（2016-06-26）证实，在 A 股市场中，大市值的公司股息率更高，但是对于港股市场，这一结论却并不成立。

我们分别选取了 A 股和港股中股息率最高的 50 只股票组成高股息组合，以全市场股票市值的中位数来粗略地估计全市场的市值水平，将高股息组合中股票市值的中位数与全市场的市值水平进行比较，综合对比高股息组合中股票市值的最小值与全市场的市值水平，时间区间选择为 2006 年 1 月至 2016 年 8 月。

结果显示：

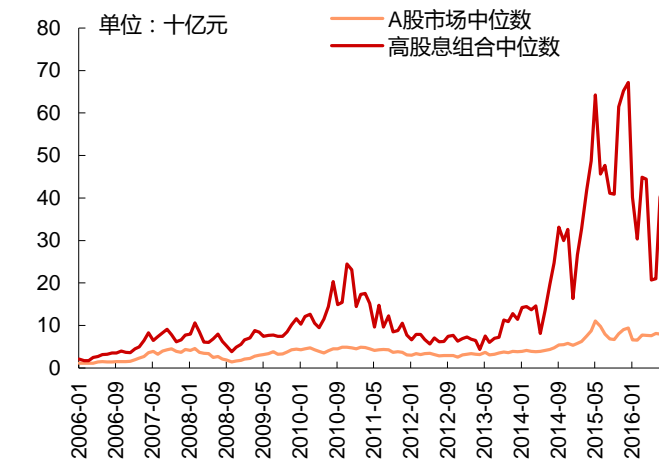
1. A 股市场中，高股息组合市值中位数明显高于全市场水平，即使高股息组合中市值的最小值也没有显著低于市场中位数。整体来说，通过高股息率在 A 股市场中选出的股票市值更大；
2. 港股市场中，2014 年之前高股息组合市值中位数低于全市场水平，2014 年以后略高于市场水平，而高股息组合中市值的最小值又明显低于全市场中位数。整体来说，通过高股息率在港股市场选出的股票市值偏小。

图 16： 港股全市场与高股息组合市值水平对比

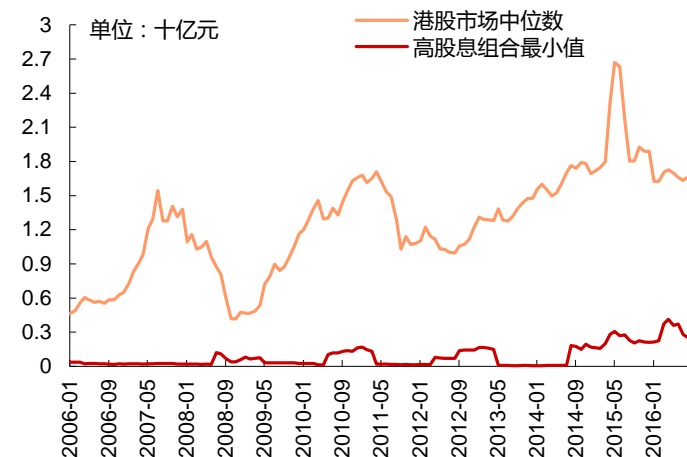


资料来源：Wind、华泰证券研究所

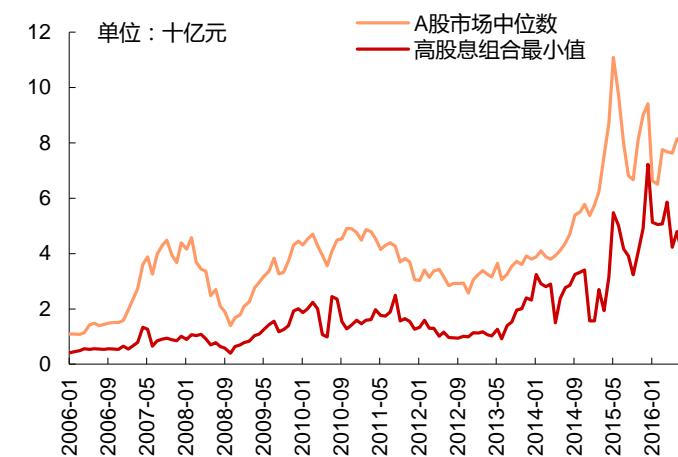
图 17： A 股全市场与高股息组合市值水平对比



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图18: 港股全市场与高股息组合最小市值对比

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图19: A股全市场与高股息组合最小市值对比

资料来源：Wind、华泰证券研究所

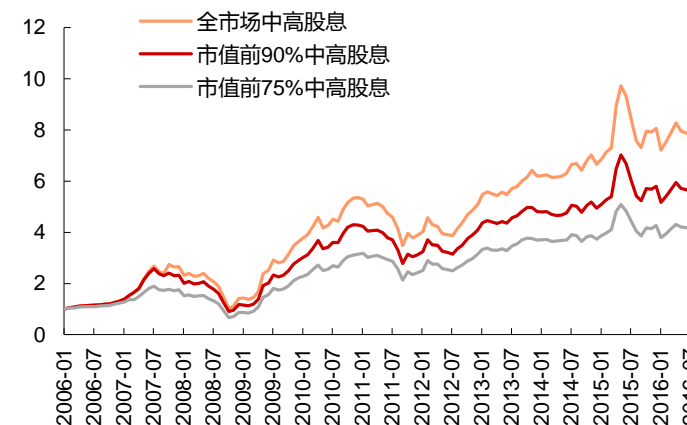
不同市值区间的高股息组合表现

为了进一步说明，在港股市场中高股息率确实选择了一部分小市值的成长型股票，我们分别在港股和A股市场的全部股票、市值前90%股票和市值前75%股票中选择50只股息率最高的股票构成了3个组合。

其中：市值按照行业中性排序，即在相同行业中选择市值前90%（前75%）的股票组成全市场市值前90%（前75%）的股票。

下图结果证实，高股息率在港股市场中选择了一部分小市值的股票：

1. A股市场，通过放宽对市值的要求，高股息组合的净值区分不大，说明高股息组合中市值位于后10%和后25%的股票较少；
2. 港股市场，通过放宽对市值的要求，高股息组合的净值出现了明显的分层，说明高股息组合中选择了部分市值位于后10%和后25%的股票。

图20: 港股市场不同市值区间高股息组合净值

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图21: A股市场不同市值区间高股息组合净值

资料来源：Wind、华泰证券研究所

市盈率因子分析

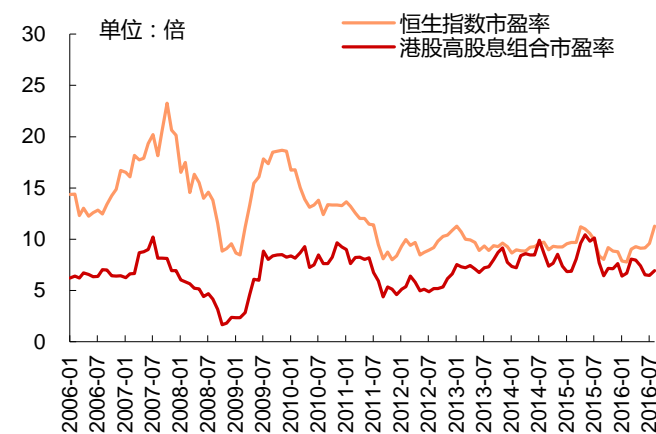
如果从某种程度上来说，高股息率代表了公司的财务状况良好，那么值得投资者思考的问题是：对于这类大概率上的好公司，需要支付的价格是否划算？在 A 股市场和港股市场上，高股息率的公司估值在全市场处于什么样的水平？

按照与上一章节相同的统计方法，我们分别选取 A 股和港股中高股息率最高的 50 只股票组成高股息组合，以高股息组合的市盈率中位数来衡量高股息组合整体的市盈率水平，比较高股息组合的市盈率水平与市场指数的市盈率水平，时间区间选择为 2006 年 1 月至 2016 年 8 月。

结果显示：

1. A 股市场中，2010 年之前高股息组合的市盈率水平低于市场水平，2010 至 2014 年间的多数月份，高股息组合的市盈率水平高于市场指数，组合市盈率水平最高达到指数市盈率的 1.64 倍；
2. 港股市场中，高股息组合的市盈率水平明显低于全市场市盈率水平，除了 2014 年 7 月和 2015 年 7 月，组合估值水平持平于市场指数，其他时间高股息组合的市盈率水平都较低。

图22： 港股市场指数与高股息组合市盈率对比



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图23： A 股市场指数与高股息组合市盈率对比



资料来源：Wind、华泰证券研究所

换一个统计标准来看，我们分别计算 A 股和港股中高股息组合的市盈率平均数。

为了避免高股息组合中市盈率的极大值和极小值造成统计结果的偏差，分别剔除高股息组合中市盈率最大的 5 个值（10 个值）和最小的 5 个值（10 个值），以剔除后的 40 个（30 个）市盈率的算术平均数来衡量高股息组合的市盈率，时间区间选择为 2006 年 1 月至 2016 年 8 月。

从表 5 和表 6 也可以看到，与 A 股相比，港股中高股息组合的市盈率水平明显要更低于市场的市盈率水平。

表格5： 港股高股息组合市盈率水平

	恒生指数 PE	高股息组合 PE 中位数	高股息组合 PE 均值 (40)	高股息组合 PE 均值 (30)
2006 年 1 月	14.36	6.23	6.74	6.52
2007 年 1 月	16.53	6.24	7.03	6.90
2008 年 1 月	16.51	6.04	6.66	6.34
2009 年 1 月	8.67	2.34	2.66	2.58
2010 年 1 月	16.73	8.36	7.78	8.49
2011 年 1 月	13.66	9.00	10.23	9.79
2012 年 1 月	9.34	5.13	5.71	5.26
2013 年 1 月	11.29	7.52	8.18	7.80
2014 年 1 月	8.65	7.35	9.04	8.30
2015 年 1 月	9.56	6.83	8.36	7.36
2016 年 1 月	7.89	6.42	6.77	6.46
2016 年 2 月	7.78	6.70	7.90	7.27
2016 年 3 月	9.04	8.05	8.17	8.01
2016 年 4 月	9.27	7.95	6.59	7.33
2016 年 5 月	9.12	7.42	6.91	7.47
2016 年 6 月	9.15	6.52	7.46	6.67
2016 年 7 月	9.60	6.45	7.72	6.90
2016 年 8 月	11.27	6.95	7.20	7.09

资料来源：Wind、华泰证券研究所

表格6： A 股高股息组合市盈率水平

	上证综指 PE	高股息组合 PE 中位数	高股息组合 PE 均值 (40)	高股息组合 PE 均值 (30)
2006 年 1 月	19.51	13.30	13.64	13.35
2007 年 1 月	41.50	21.84	23.34	22.04
2008 年 1 月	39.02	30.53	33.54	32.46
2009 年 1 月	15.18	10.06	11.06	10.50
2010 年 1 月	27.33	24.51	28.53	26.42
2011 年 1 月	16.61	16.43	16.67	16.36
2012 年 1 月	11.50	13.13	15.05	14.50
2013 年 1 月	12.38	16.76	16.08	15.95
2014 年 1 月	9.30	8.74	9.02	8.76
2015 年 1 月	13.99	13.55	14.45	14.29
2016 年 1 月	12.88	11.52	13.09	12.37
2016 年 2 月	12.73	12.06	13.63	12.97
2016 年 3 月	14.21	13.57	15.61	14.44
2016 年 4 月	14.30	13.08	14.92	13.94
2016 年 5 月	14.28	13.69	14.68	13.39
2016 年 6 月	14.36	12.61	12.90	12.46
2016 年 7 月	14.78	11.77	12.44	12.13
2016 年 8 月	15.74	11.94	12.50	12.21

资料来源：Wind、华泰证券研究所

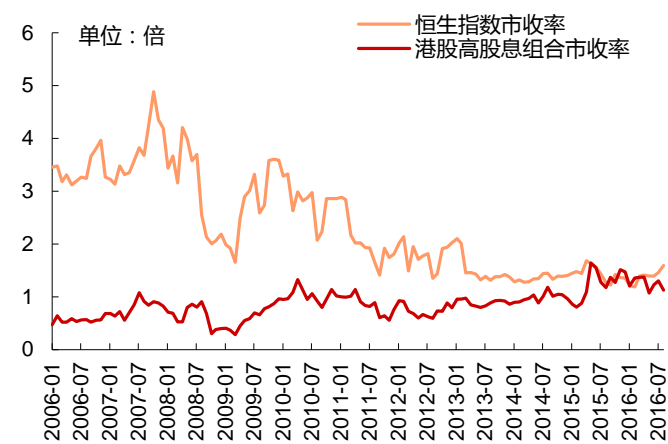
市收率因子分析

与前文中方法一致，我们分别选取 A 股和港股中股息率最高的 50 只股票组成高股息组合，以高股息组合的市收率中位数来衡量高股息组合整体的市收率水平，比较高股息组合的市收率水平与市场指数的市收率水平，时间区间同样选择为 2006 年 1 月至 2016 年 8 月。

结果显示：

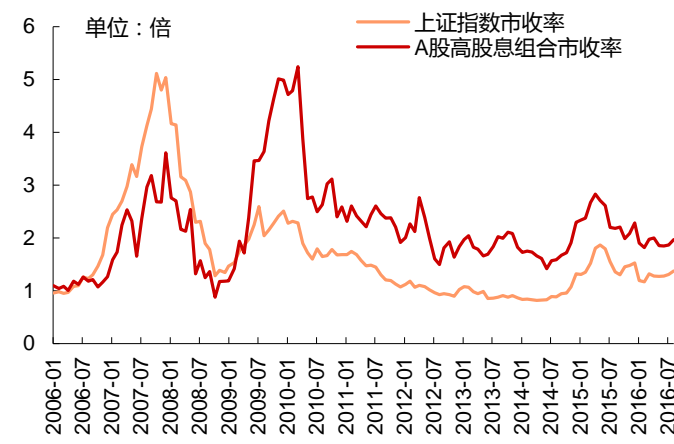
1. A 股市场中，2009 年之前高股息组合的市收率水平低于市场指数的市收率水平，2009 年以后，高股息组合的市收率水平便高于全市场水平，最高达到指数市盈率的 2.5 倍；
2. 港股市场中，2015 年之后高股息组合的市收率水平与市场指数比较接近，其他时间高股息组合的市收率水平都比较低。

图24: 港股市场指数与高股息组合市收率对比



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图25: A股市场指数与高股息组合市收率对比



资料来源: Wind、华泰证券研究所

按照同样的方法，我们分别计算 A 股和港股中高股息组合的市收率平均数。

为了避免高股息组合中市收率的极大值和极小值造成统计结果的偏差，分别剔除高股息组合中市收率最大的 5 个值（10 个值）和最小的 5 个值（10 个值），以剔除后的 40 个（30 个）市收率的算术平均数来衡量高股息组合的市收率，时间区间选择为 2006 年 1 月至 2016 年 8 月。

从表 7 和表 8 可以看到，港股中高股息组合的市收率水平低于市场，而 A 股中高股息组合明显偏高。

表格7： 港股高股息组合市收率水平

	恒生指数 PS	高股息组合 PS 中位数	高股息组合 PS 均值 (40)	高股息组合 PS 均值 (30)
2006 年 1 月	3.45	0.47	0.79	0.63
2007 年 1 月	3.23	0.68	1.03	0.83
2008 年 1 月	3.44	0.71	0.85	0.71
2009 年 1 月	1.98	0.40	0.49	0.42
2010 年 1 月	3.28	0.95	1.51	1.18
2011 年 1 月	2.88	1.00	1.19	1.01
2012 年 1 月	2.02	0.93	1.26	0.95
2013 年 1 月	2.10	0.96	1.10	0.94
2014 年 1 月	1.28	0.90	1.31	1.06
2015 年 1 月	1.45	0.86	2.46	1.04
2016 年 1 月	1.21	1.20	1.35	1.22
2016 年 2 月	1.19	1.35	1.73	1.46
2016 年 3 月	1.39	1.37	2.02	1.56
2016 年 4 月	1.41	1.38	2.24	1.70
2016 年 5 月	1.39	1.07	1.49	1.29
2016 年 6 月	1.39	1.23	2.03	1.55
2016 年 7 月	1.46	1.30	2.19	1.67
2016 年 8 月	1.59	1.13	1.89	1.41

资料来源：Wind、华泰证券研究所

表格8： A 股高股息组合市收率水平

	上证综指 PS	高股息组合 PS 中位数	高股息组合 PS 均值 (40)	高股息组合 PS 均值 (30)
2006 年 1 月	0.96	1.10	1.13	1.07
2007 年 1 月	2.45	1.59	1.95	1.64
2008 年 1 月	4.16	2.76	3.42	3.11
2009 年 1 月	1.47	1.19	1.44	1.29
2010 年 1 月	2.28	4.71	4.78	4.55
2011 年 1 月	1.69	2.32	2.97	2.71
2012 年 1 月	1.12	2.01	2.31	2.15
2013 年 1 月	1.08	1.97	2.09	2.01
2014 年 1 月	0.83	1.73	1.80	1.73
2015 年 1 月	1.31	2.34	2.17	2.18
2016 年 1 月	1.19	1.90	2.19	2.02
2016 年 2 月	1.17	1.82	2.10	1.94
2016 年 3 月	1.32	1.97	2.45	2.29
2016 年 4 月	1.28	2.00	2.31	2.21
2016 年 5 月	1.27	1.85	1.97	1.85
2016 年 6 月	1.28	1.85	2.13	1.93
2016 年 7 月	1.31	1.87	2.15	1.96
2016 年 8 月	1.38	1.97	2.06	1.92

资料来源：Wind、华泰证券研究所

高股息率选股逻辑总结

股息率=股息/价格，分子端的高派息和分母端的低价格都会使得股息率变高。

综合以上分析，我们可以看到在港股市场和 A 股市场中应用高股息率选择股票的逻辑并不相同，具体可以总结如下：

1. A 股市场中，高股息率的公司市值较大，但是这些蓝筹股的估值可能会偏高，特别是高股息组合的市收率水平。较高股息率更多来自于分子端的高派息，所以 A 股中高股息率的公司一般财务状况较好，而合理地控制股票估值是必要的；
2. 港股市场中，高股息率的公司市值偏小，这些公司的估值水平相对偏低。虽然这些成长股的派息不一定少，财务状况不一定差，但较高的股息率更多来自于分母端的低价格，所以合理地控制风险是有必要的；
3. A 股市场中，华泰选股策略的收益好于高股息组合，因为通过控制估值策略选择了价格较低的股票；
4. 港股市场中，华泰选股策略的收益差于高股息组合，因为华泰选股策略选择了总市值在全市场从大到小前 80% 的股票，错过了高股息组合中的成长股。相比于恒生指数，高股息组合也伴随着更大的波动和回撤。

值得注意的是，2015 年以来，港股市场整体估值水平比较低，高的股息率从分母端低价格的影响向分子端的高派息转移，可以看到高股息组合在 2015 年市场下跌时的最大回撤率是小于恒生指数的。

所以整体来说，高股息率在港股市场仍然是一个较好的选股因子。尤其在港股市场呈现牛市行情的情况下，高股息率股票值得关注，提示警惕高股息小市值公司可能带来的下跌风险。

全部港股股息率最高的 50 只股票（2016 年 8 月）

表格9：当前股息率最高的 50 只港股

代码	股票名称	是否为沪港通买入标的	代码	股票名称	是否为沪港通买入标的
0075.HK	渝太地产	否	1199.HK	中远海运港口	是
0291.HK	华润啤酒	是	1375.HK	中州证券	否
0710.HK	精电	否	6822.HK	科劲国际	否
0758.HK	JUNEFIELD GROUP	否	6866.HK	佐力小贷	否
0127.HK	华人置业	否	3882.HK	天彩控股	否
0861.HK	神州控股	是	0255.HK	龙记集团	否
1241.HK	双桦控股	否	8145.HK	电讯首科	否
1008.HK	贵联控股	否	1447.HK	新福港	否
0328.HK	ALCO HOLDINGS	否	0251.HK	爪哇控股	否
2286.HK	辰兴发展	否	0902.HK	华能国际电力股份	是
0539.HK	冠华国际控股	否	1456.HK	国联证券	否
0082.HK	第一视频	否	3822.HK	三和建筑集团	否
0237.HK	安全货仓	否	0319.HK	勤美达国际	否
3628.HK	仁恒实业控股	否	2010.HK	瑞年国际	否
2788.HK	精熙国际	否	0321.HK	德永佳集团	否
0684.HK	亚伦国际	否	1819.HK	富贵鸟	否
0676.HK	创信国际	否	2083.HK	大自然家居	否
0410.HK	SOHO 中国	是	2777.HK	富力地产	是

代码	股票名称	是否为沪港通买入标的	代码	股票名称	是否为沪港通买入标的
1685.HK	博耳电力	否	1050.HK	嘉利国际	否
0926.HK	碧生源	否	1700.HK	华地国际控股	否
1830.HK	必瘦站	否	3818.HK	中国动向	否
0531.HK	顺诚	否	0306.HK	冠忠巴士集团	否
1929.HK	周大福	是	1300.HK	俊知集团	否
8159.HK	辉煌科技	否	0133.HK	招商局中国基金	否
0639.HK	首钢资源	否	0199.HK	德祥地产	否

资料来源: Wind、华泰证券研究所

港股通中股息率最高的 50 只股票 (2016 年 8 月)

表格10: 当前股息率最高的 50 只港股 (港股通中)

代码	股票名称	8 月 31 日股息率 TTM	代码	股票名称	8 月 31 日股息率 TTM
0291.HK	华润啤酒	51.5363	0836.HK	华润电力	6.3416
0861.HK	神州控股	42.7403	0590.HK	六福集团	6.2253
0410.HK	SOHO 中国	18.1127	1288.HK	农业银行	6.1140
1929.HK	周大福	14.7601	6818.HK	中国光大银行	6.0740
1199.HK	中远海运港口	14.2774	2880.HK	大连港	5.9684
0902.HK	华能国际电力股份	11.7437	1308.HK	海丰国际	5.9328
2777.HK	富力地产	10.8832	3988.HK	中国银行	5.9299
1071.HK	华电国际电力股份	10.2248	0066.HK	港铁公司	5.7582
0991.HK	大唐发电	9.9509	0884.HK	旭辉控股集团	5.7247
2380.HK	中国电力	9.4539	1398.HK	工商银行	5.5811
0511.HK	电视广播	9.3863	0939.HK	建设银行	5.5710
0737.HK	合和公路基建	9.2756	1128.HK	永利澳门	5.5556
3383.HK	雅居乐集团	8.9569	2386.HK	中石化炼化工程	5.5551
3333.HK	中国恒大	8.3670	0086.HK	新鸿基公司	5.4819
2038.HK	富智康集团	8.2712	6881.HK	中国银河	5.3310
1382.HK	互太纺织	7.8431	3328.HK	交通银行	5.2706
0041.HK	鹰君	7.7145	0883.HK	中国海洋石油	5.2466
2333.HK	长城汽车	7.0390	3618.HK	重庆农村商业银行	5.2402
0494.HK	利丰	7.0175	1880.HK	百丽国际	5.1726
0005.HK	汇丰控股	6.8162	1359.HK	中国信达	5.1692
0813.HK	世茂房地产	6.5570	1999.HK	敏华控股	5.1371
3800.HK	保利协鑫能源	6.5303	3698.HK	徽商银行	5.1232
1928.HK	金沙中国有限公司	6.5241	0868.HK	信义玻璃	5.0814
1813.HK	合景泰富	6.4499	0008.HK	电讯盈科	5.0841
0011.HK	恒生银行	6.3924	0460.HK	四环医药	5.0673

资料来源: Wind、华泰证券研究所

报告结论

当前恒生指数长短周期都刚走完波谷，未来长短周期都强力向上，历史上每次长短周期波谷重合都是熊市低点，港股反转状态明显。

通过比较香港恒生指数市盈率的倒数和 10 年期香港政府债券收益率，得益于港股市场的低估值和较低的市场利率水平，当前香港市场股债收益利差为 7.95%，安全边际较高，具有较大投资价值。

在港股市场应用高股息率选股的逻辑与 A 股市场不同，A 股市场的高股息公司市值偏大、估值可能偏高，高股息率更多来自于分子端的高派息；港股市场的高股息公司市值偏小、估值偏低，高股息率更多来自于分母端的低价格。

整体来说，高股息率在港股仍然是一个较好的选股因子，尤其在港股市场呈现牛市行情的情下，提示警惕高股息小市值公司带来的风险。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本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或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2016 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999 /传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码: 518048

电话: 86 755 82493932 /传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166 /传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098 /传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com