理性看待资金南下掘金港股

报告日期：2021-01-26

分析师：郑小霞
执业证书号：S0010520080007
电话：13391921291
邮箱：zhengxx@hazq.com
分析师：刘超
执业证书号：S0010520090001
电话：13269985073
邮箱：liuchao@hazq.com
联系人：方晨
执业证书号：S0010120040043
电话：18258275543
邮箱：fangchen@hazq.com

相关报告

1.《一致行为下的高涨与集中》2021-01-23
2.《2021 年 A 股增量资金测算》2021-01-13
3. 1 月月报《一山更有一山高》2021-01-03
4. 12 月月报《积极可为》2020-11-30
5. 2021 年年度投资策略《乘势待时》2020-11-04

主要观点：

● 南下资金自 2020 年 3 季度起就强势买入

2021 年开年以来，南下港股通日均成交净买入均超过 150 亿港币。对比恒指 2020 年日均成交额不足 1300 亿，1 月南下日度净流入最高超 200 亿，可以认为是推升恒指上涨的主要因素。但我们研究发现，**南下资金并不是最近才开始买入的，强势买入始于 2020 年 3 季度。**从流入资金量看，2020 年 3 季度超 1700 亿，较 2020 年 2 季度提高近 1000 亿；从指数看，2020 年 3 季度起，恒生港股通相对恒指已经跑出超额收益。

● 影响南下买入的因素依次是稀缺、业绩与估值

结论 1：科技是南下资金拥抱的核心资产，稀缺性重于估值优势。近 4 个月南下资金对科技行业的净买入额超 1600 亿港币；且港股通净买入也集中在腾讯、小米等核心标的。

结论 2：受益于业绩及低估值，电讯行业是 1 月资金净买入的重点。三大运营商中国移动、中国电信、中国联通是 1 月资金流入重点，合计净流入超 450 亿港币。

结论 3：南下资金净买入金融的时间点在 2020 年 10 月和 11 月，早于 2021 年 1 月的爆买。可以看出金融股并非 1 月南下资金的主要目标。

结论 4：净买入标的与涨跌幅分布不完全一致。表明南下资金虽然一定程度助推了港股的上行，但与港股市场其余资金观点并不一致，并不能产生决定性影响。

● 继续看好港股，重点关注稀缺性与业绩硬核

继续看好港股年内投资价值。一是核心资产有业绩支撑，科技板块的腾讯和小米 2020 年三季度业绩超市场预期。**二是估值横向具有相对优势，**无论是整体还是核心资产估值都有相对优势。**三是流动性相对充裕，**A 股流动性溢出效应有望进一步推动资金南下。

重点关注两类机会：一是标的具有稀缺性的板块，比如科技，这类标的估值并不是核心因素，更看重标的稀缺性。**二是估值相对优势的金融、电讯等，**也具有业绩支撑，包括电信运营商的业绩边际改善。

公募基金是南下主力，头部机构持仓集中在核心标的，抱团有望延续。

● 理性看待资金南下行为

尽管近期资金南下短期影响港股投资情绪，但考虑到港股相对 A 股的博弈更为充分，因此南下资金对港股的影响可能并不如预期中的大。港股个人投资者占比不断下降；同时多空博弈来看，港交所的对冲工具相较 A 股更丰富，博弈将更为充分。**此外，纵向比较，恒指估值当前处于相对较高分位水平。**

● 风险提示

港股通行业及个股基于十大活跃股进行统计，或有一定误差；反垄断及数据监管对龙头科技股的风险。

正文目录

1 南下资金自 2020 年 3 季度起就强势买入 4
2 影响南下买入的因素依次是稀缺、业绩与估值 6
2.1 科技股是南下拥抱的核心资产，稀缺性重于估值优势 6
2.2 受益于业绩和低估值，电讯是 1 月南下资金流入重点行业 7
2.3 净买入金融的时间点在 2020 年 10 月和 11 月 8
2.4 净买入标的与涨跌幅分布不完全一致 9
3 继续看好港股，重点关注稀缺性与业绩硬核 10
3.1 核心标的业绩有支撑 10
3.2 横向比较，估值处于相对低位，且流动性充裕 12
3.3 公募基金是南下主力，抱团有望延续 14
4 理性看待资金南下行为 16
4.1 港股博弈更为充分 16
4.2 纵向比较，恒指估值处于相对高分位水平 17
5 风险提示 18

图表目录

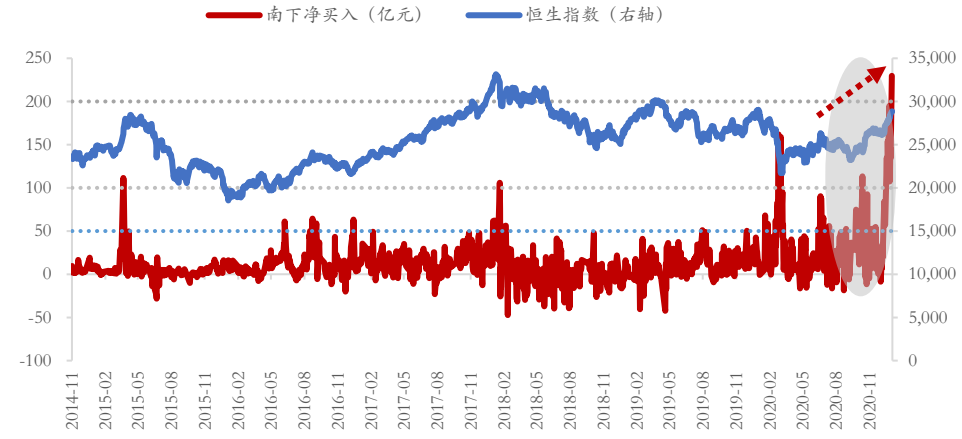
图表 1 2021 年 1 月以来，港股通成交净买入均超过 100 亿港币 4
图表 2 南下资金并不是最近才买入，2020 年三季度恒生港股通已经跑出超额收益 4
图表 3 1 月南下资金净买入占港股成交额中枢抬升 5
图表 4 2020 年至 2021 年 1 月，资讯科技业、电讯业、能源业是港股通南下净买入的核心行业（单位：亿港币） 7
图表 5 以 2020 年下半年为例，南下港股通净买入标的集中在腾讯、小米、美团等核心科技标的（单位：亿港币） 7
图表 6 2021 年 1 月南下资金净买入电讯行业（单位：亿港币） 8
图表 7 南下资金 10 月和 11 月集中净买入金融，12 月卖出（单位：亿港币） 8
图表 8 2020 年 1 月南下购入科技标的趋势进一步强化，但与涨跌幅分布并不一致 9
图表 9 腾讯控股 2020 年净利润同比加速走高 11
图表 10 小米集团-2020 年净利润同比转正 11
图表 11 中国移动 2020 年净利润改善 11
图表 12 中国联通业绩改善 11
图表 13 中国电信业绩改善 11
图表 14 香港交易所 2020 年净利润同比增速大幅提高 11
图表 15 估值是 2020 年三季度末港股上行的部分推动因素 12
图表 16 横向比较，港股估值相对全球其他市场处于低位 12
图表 17 科技核心标的腾讯的估值当前并不是历史低位 13
图表 18 小米估值来到上市以来最高 13
图表 19 港股电信行业估值持续走低，当前处于历史低位 13
图表 20 银行 AH 股溢价率从高位略有回落 13
图表 21 截止 1 月 25 日已发新基金近 3488 亿 13
图表 22 1 月新发基金中偏股混合型超 2200 亿 13
图表 23 公募基金是南下资金主力，2020 年三、四季度港股配置增多 14
图表 24 2020Q4，持有港股市值排名前列的公募基金（剔除 ETF）以头部为主 15
图表 25 港交所个人投资者占比不断下降 16
图表 26 2019 年港交所现货市场机构成交额占比超 50% 16
图表 27 A 股 VS 港股对冲工具对比 17
图表 28 A 股股指数期货中 IC 仍处于贴水状态，对冲始终面临成本 17
图表 29 恒指当前估值分位为 2002 年以来的 87% 18

1 南下资金自 2020 年 3 季度起就强势买入

开年以来南下资金引发关注，港股通合计净买入持续走高，2021 年 1 月 18 日至 20 日均超过 200 亿，为 2014 年 11 月以来最高的单日净流入。同期恒生指数 1 月以来涨幅超过 10%。从成交量来看，恒指 2020 年的日均成交额不足 1300 亿。因此，1 月份南下日度净流入最高超 200 亿，可以认为是短期恒指上涨的主要推动因素。

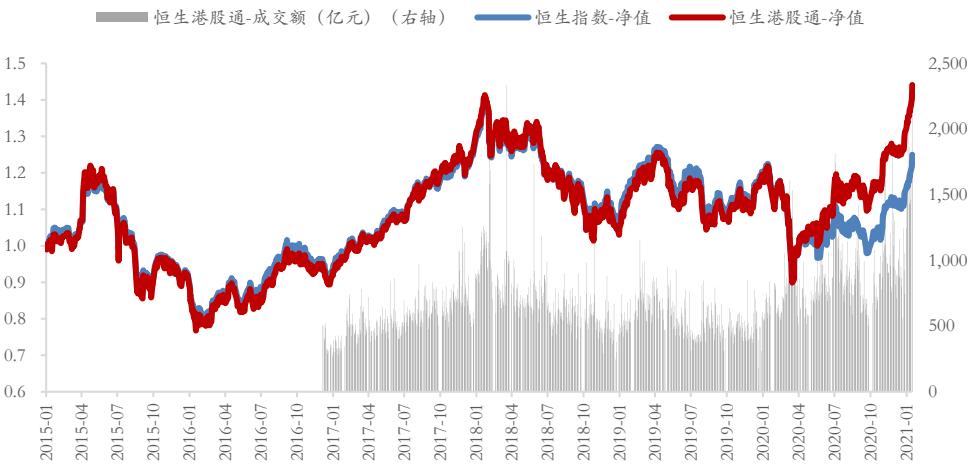
南下资金并不是最近才开始买入的，2020 年三季度恒生港股通相对恒指已经跑出超额收益。拉长时间维度来看，1 月南下资金的爆买并不是短期行为，自 2020 年三季度开始，南下资金已经开始逐步布局港股。一方面，南下资金单日净买入自 2020 年三季度开始中枢就有明显抬升，多次单日超过 50 亿及 100 亿，超过天数已经占到沪深港通开通以来的近一半。另一方面，恒生港股通指数的表现更为明显，自 2020 年三季度开始，相较恒指跑出了超额收益。

图表 1 2021 年 1 月以来，港股通成交净买入均超过 100 亿港币



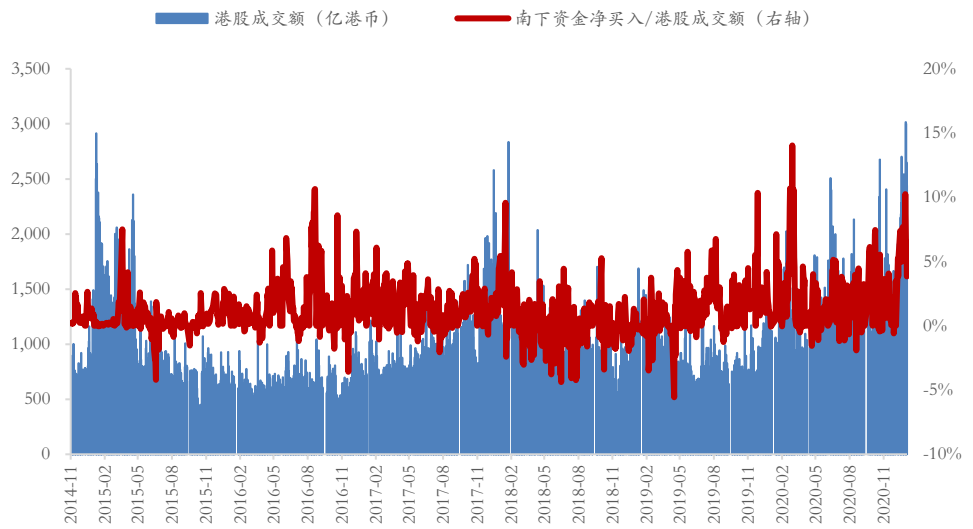
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 南下资金并不是最近才买入，2020 年三季度恒生港股通已经跑出超额收益



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 31 月南下资金净买入占港股成交额中枢抬升



资料来源：wind，华安证券研究所

2 影响南下买入的因素依次是稀缺、业绩与估值

如果以 A 股估值较高的逻辑出发，那么是否意味着估值是南下资金的重要考量因素？或者说南下资金是否重点买入低估值呢？为了回答这个问题，就需要看南下资金重点净流入的行业和个股是否符合这个逻辑。

从南下资金买入行为来看，时间维度，2020 年三季度开始已经净买入；资产方面，拥抱核心资产是南下资金的绝对趋势。具体来看可以有以下几个结论:

结论 1: 科技股是南下资金拥抱核心资产，稀缺性重于估值优势。

结论 2: 受益于业绩及低估值，电讯行业是 1 月南下资金流入的重点行业。

结论 3: 低估值的金融板块，南下资金净买入集中在去年 10 月和 11 月，早于 2021 年 1 月的爆买。

结论 4: 净买入标的与涨跌幅分布不完全一致。或表明南下资金的行为与香港市场其余资金的观点或并不完全一致

2.1 科技股是南下拥抱的核心资产，稀缺性重于估值优势

2020 年三季度末至 2021 年 1 月，科技是港股通南下净买入的核心行业。资讯科技业是港股通持续净买入的核心板块，并且这样的趋势在 2020 年四季度至今更为突出，近 4 个月的净买入额超过 1600 亿港币，排在了绝对的第一位。

南下港股通净买入集中在腾讯、小米、美团等核心标的。个股维度来看，港股通买入标的表现出三个特征: 一是同样呈现抱团特征，包括行业抱团科技，以及个股抱团腾讯、小米、美团等。二是净买入核心标的持续保持稳定，具有稀缺性的科技股一直处于净买入前列。三是购入核心标的趋势进一步强化。对比 2020 上半年和下半年，尽管可以看到净买入标的排名前 20 的个股有一定变化，但越来越有向头部集中的趋势。

自 2020 年至 2021 年 1 月的数据来看，科技股也始终处于净买入的前列，南下资金的行为并未有改变，因此标的稀缺性或是南下资金买入的核心动力。

需要注意的是，对港股通净买入行业和个股统计都是基于每日沪港通、深港通前十大活跃股进行。因此，在非十大活跃股未有被统计的情况下，净流入会有一定误差。

图表 4 2020 年至 2021 年 1 月，资讯科技业、电讯业、能源业是港股通南下净买入的核心行业（单位：亿港币）

时间	资讯科技业	电讯业	金融业	工业	能源业	原材料业	非必需性消费	必需性消费	医疗保健业	地产建筑业	综合企业	公用事业
2020-01	143.5	8.6	21.4	-0.1	-0.1	-1.0	-7.3	0	5.0	8.7	0	0
2020-02	165.8	3.4	299.9	-2.6	-2.2	3.6	-7.6	-4.0	-0.5	4.6	0	0
2020-03	217.6	-0.3	480.3	4.5	13.1	0.4	10.9	14.6	11.7	43.4	0	0
2020-04	6.4	2.6	66.2	-7.9	1.3	0.3	4.5	5.4	37.3	-16.5	1.6	4.4
2020-05	5.7	-22.2	35.2	-0.3	-2.3	-0.5	23.1	56.0	52.2	-12.2	1.1	0
2020-06	104.4	-3.2	31.4	6.0	0	1.1	23.5	8.9	22.2	-7.1	0	0
2020-07	241.0	0.0	84.1	18.4	5.1	1.0	63.9	3.6	38.3	3.0	0	3.6
2020-08	158.9	11.2	21.7	-4.7	-1.0	0.1	50.5	9.3	-16.3	1.4	0	-2.6
2020-09	83.0	-5.0	34.1	0.7	-1.9	2.6	10.5	16.5	22.4	2.8	1.6	0
2020-10	340.0	1.1	117.2	-15.5	-1.1	0.5	37.5	0.9	15.9	2.5	0	0
2020-11	309.1	26.7	119.3	20.0	4.8	-2.6	28.7	31.4	-12.1	1.4	0	0
2020-12	300.1	7.4	-46.7	12.7	36.9	-5.9	22.3	30.2	-7.6	10.1	0	0
2021-01	726.4	451.5	34.3	21.9	135.7	-17.1	-5.3	-1.0	3.2	0	0	0
2020Q4至2021/1	1675.6	486.7	224.2	39.2	176.3	-25.0	83.2	61.6	-0.6	14.1	0	0

资料来源：wind，华安证券研究所

注：南下港股通行业按照前十大活跃个股明显进行统计

图表 5 以 2020 年下半年为例，南下港股通净买入标的集中在腾讯、小米、美团等核心科技标的（单位：亿港币）

序号	2020/07		2020/08		2020/09		2020/10		2020/11		2020/12		2021/01	
1	腾讯控股	144.15	美团-W	107.62	腾讯控股	77.75	腾讯控股	196.51	腾讯控股	266.16	腾讯控股	189.13	腾讯控股	486.42
2	小米集团-W	83.10	腾讯控股	40.77	信达生物	25.13	美团-W	88.63	吉利汽车	48.93	小米集团-W	63.93	中国移动	392.42
3	美团-W	60.22	小米集团-W	34.75	中国平安	14.75	建设银行	39.10	美团-W	36.17	中国海洋石	37.86	中国海洋石	135.73
4	思摩尔国际	38.68	思摩尔国际	26.83	农夫山泉	9.62	小米集团-W	38.68	香港交易所	33.02	华润啤酒	21.83	中芯国际	114.34
5	建设银行	36.82	海尔电器(退	10.35	思摩尔国际	8.84	香港交易所	25.81	工商银行	28.04	美团-W	15.82	美团-W	72.73
6	香港交易所	24.93	中国联通	9.71	恒腾网络	6.48	吉利汽车	21.50	汇丰控股	27.15	中芯国际	15.29	香港交易所	49.18
7	威高股份	13.70	中国平安	9.47	汇丰控股	6.31	中芯国际	19.35	中国移动	26.68	华虹半导体	13.07	小米集团-W	47.30
8	石药集团	12.52	银河娱乐	8.07	中芯国际	5.03	工商银行	18.44	舜宇光学科	22.84	舜宇光学科	10.46	中国电信	33.24
9	安踏体育	12.51	金蝶国际	6.96	美团-W	5.01	中国平安	14.34	华润啤酒	22.17	思摩尔国际	8.63	思摩尔国际	30.82
10	舜宇光学科	10.51	威高股份	5.87	中国飞鹤	4.86	平安好医生	12.66	建设银行	22.16	碧桂园服务	8.44	中国联通	25.86
11	中国平安	7.90	海底捞	5.22	九毛九	4.45	中国人寿	10.51	小米集团-W	11.10	长城汽车	8.42	保利协鑫能	12.07
12	金山软件	7.20	中国人寿	4.58	天立教育	4.16	汇丰控股	7.68	农夫山泉	4.80	保利协鑫能	7.37	舜宇光学科	11.56
13	汇丰控股	7.12	石药集团	3.21	香港交易所	3.51	思摩尔国际	7.38	思摩尔国际	4.52	中国移动	7.35	微盟集团	7.30
14	平安好医生	7.01	中国飞鹤	3.19	比亚迪股份	3.23	信达生物	4.18	颐海国际	4.43	海尔智家	6.93	金蝶国际	3.55
15	中国建材	6.70	希望教育	3.04	吉利汽车	2.97	安踏体育	3.76	长城汽车	4.31	信达生物	5.80	药明生物	3.18
16	金蝶国际	6.70	比亚迪电子	2.81	建设银行	2.88	金蝶国际	3.65	安踏体育	4.18	中国飞鹤	4.76	安踏体育	2.24
17	华润啤酒	6.23	中粮家佳康	2.70	中国太保	2.48	中国太保	3.35	中国平安	3.64	微盟集团	4.36	金山软件	2.03
18	广汽集团	5.94	微盟集团	2.56	赣锋锂业	2.33	邮储银行	3.10	中国太保	3.01	京东健康	4.26	广汽集团	1.79
19	中金公司	5.19	工商银行	2.34	紫金矿业	2.09	农夫山泉	2.51	中国海洋石	2.85	汇丰控股	4.19	中国飞鹤	1.00
20	中石化冠德	5.13	香港交易所	2.22	华润置地	2.02	中国移动	2.34	中国人寿	2.85	龙湖集团	3.09	工商银行	0.99

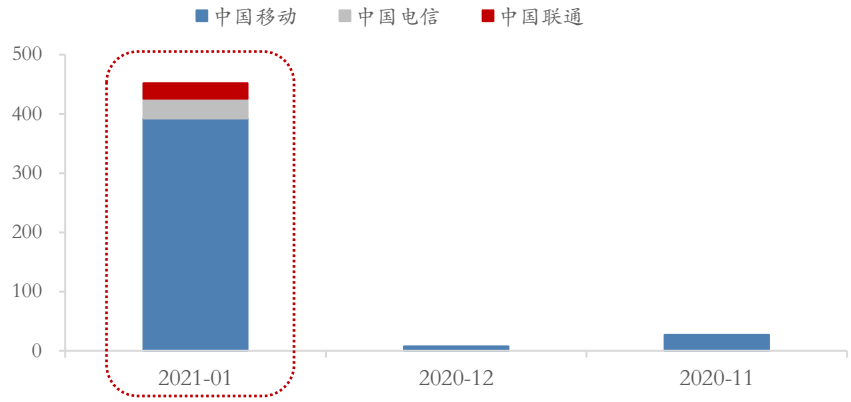
资料来源：wind，华安证券研究所

注：2021 年 1 月数据截止 2021 年 1 月 19 日

2.2 受益于业绩和低估值，电讯是 1 月南下资金流入重点行业

除科技股之外，中国移动、中国电信、中国联通也是 1 月资金重点流入行业，主要受益于业绩以及低估值。电讯行业的中国移动、中国电信和中国联通，同步受到南下资金的青睐，主要有业绩和估值修复两方面因素。以中国移动、中国电信和中国联通为例，2020 年收入有明显增长的同时，估值也处于较低水平。其中，2021 年 1 月三大运营商合计净流入超 450 亿港币，而在 2020 年的 12 月和 11 月，这个数字分别仅为 7.4 亿港币和 26.7 亿港币。

图表 6 2021 年 1 月南下资金净买入电讯行业（单位：亿港币）



资料来源：wind，华安证券研究所

注：2021 年 1 月数据不足 1 个月

2.3 净买入金融的时间点在 2020 年 10 月和 11 月

传统低估值的金融板块，南下资金买入时间点集中在 2020 年 10 月和 11 月。对于金融业的南下资金变化，可以看到在 2020 年 10 月和 11 月已经出现了大额净流入的情况，但是时间点实际上是早于 1 月的。因此，可以认为资金提前布局金融，但并不是此次南下资金的目标。

12 月南下资金则集中净流出金融板块，2021 年 1 月的再度净流入并未流入银行，而是集中在香港交易所。10 月和 11 月南下资金的净流入金融板块的趋势并没有延续到 1 月，实际上 12 月份金融业已经净流出 46.7 亿。尽管 1 月份整体显示净流入，但需要注意的是，资金流入集中在香港交易所，银行、保险等标的仍然是净流出的态势。

图表 7 南下资金 10 月和 11 月集中净买入金融，12 月卖出（单位：亿港币）

	金融业(HS)	2020-10	2020-11	2020-12	2021-01
0388.HK	香港交易所	25.8	33.0	-9.0	49.2
2628.HK	中国人寿	10.5	2.9	0.0	-8.5
0939.HK	建设银行	39.1	22.2	-15.5	-3.3
1398.HK	工商银行	18.4	28.0	-2.4	1.0
2318.HK	中国平安	14.3	3.6	-8.3	-4.0
3988.HK	中国银行	0	0	-7.1	0
0966.HK	中国太平	-3.9	1.2	-6.9	0
0005.HK	汇丰控股	7.7	27.2	4.2	0
1336.HK	新华保险	0	0	-1.7	0
1658.HK	邮储银行	3.1	0	1.9	0
2601.HK	中国太保	3.3	3.0	-1.9	0
1339.HK	中国人民保险集团	0	-1.3	0	0
1776.HK	广发证券	0	0.4	0	0
1299.HK	友邦保险	0	-1.2	0	0
6837.HK	海通证券	0	0.5	0	0
3968.HK	招商银行	-1.5	0	0	0
3908.HK	中金公司	0.2	0	0	0

资料来源：wind，华安证券研究所

2.4 净买入标的与涨跌幅分布不完全一致

标的净买入与涨跌幅并不完全相关，或表明南下资金的行为与香港市场其余资金的观点或并不完全一致。截止 1 月 19 日，从 1 月港股通标的资金流向和涨幅来看，并不完全一致。其中，涨幅居前的中国中车反而是南下资金净流出标的，同样净流出的赣锋锂业、吉利汽车、比亚迪仍然是收涨。此外，涨幅居前的舜宇光学、微盟等标的净流入资金量远小于腾讯、中国移动等标的。

我们认为这一方面表明南下资金的行为与港股市场其余资金的观点并不一致，另一方面则显示，虽然南下资金是近期港股上涨的推动因素，但并不能产生决定性影响。

图表 8 2020 年 1 月南下购入科技标的趋势进一步强化，但与涨跌幅分布并不一致

序号	代码	港股简称	2021-01	涨幅
1	0700.HK	腾讯控股	486.4	16%
2	0941.HK	中国移动	392.4	13%
3	0883.HK	中国海洋石油	135.7	17%
4	0981.HK	中芯国际	114.3	34%
5	3690.HK	美团-W	72.7	16%
6	0388.HK	香港交易所	49.2	18%
7	1810.HK	小米集团-W	47.3	-5%
8	0728.HK	中国电信	33.2	12%
9	6969.HK	思摩尔国际	30.8	26%
10	0762.HK	中国联通	25.9	15%
11	3800.HK	保利协鑫能源	12.1	53%
12	2382.HK	舜宇光学科技	11.6	30%
13	2013.HK	微盟集团	7.3	59%
14	0268.HK	金蝶国际	3.6	-1%
15	2269.HK	药明生物	3.2	8%
16	2020.HK	安踏体育	2.2	17%
17	3888.HK	金山软件	2.0	19%
18	2238.HK	广汽集团	1.8	-5%
19	6186.HK	中国飞鹤	1.0	32%
20	1398.HK	工商银行	1.0	3%
21	1766.HK	中国中车	-1.7	46%
22	0291.HK	华润啤酒	-2.0	-1%
23	0939.HK	建设银行	-3.3	6%
24	2318.HK	中国平安	-4.0	7%
25	2628.HK	中国人寿	-8.5	5%
26	1211.HK	比亚迪股份	-12.9	15%
27	0175.HK	吉利汽车	-13.4	21%
28	1772.HK	赣锋锂业	-17.1	16%
29	2333.HK	长城汽车	-21.1	2%

资料来源：wind，华安证券研究所

3 继续看好港股，重点关注稀缺性与业绩硬核

未来继续看好南下资金拥抱港股核心资产。原因有三：一是核心资产具有业绩支撑；二是无论整体估值还是核心资产估值横向都有相对优势，三是流动性相对充裕，A 股流动性溢出效应有望进一步推动资金南下。

重点关注两大类机会：一是标的具有稀缺性的板块，比如科技；二是估值有相对优势的金融、电讯等行业。具体如下：

一是核心板块，以腾讯和小米为代表，估值并不是核心因素，更看重标的稀缺性。腾讯的估值当前并不是历史低位，小米则来到了上市以来估值最高位，PE 均在 50 倍附近；美团当前估值更是在 233 倍附近。此外，考虑到部分科技股在 A 股并无可投标的来看，估值或并不是资金南下买入的唯一考量，标的稀缺性或更为重要。

二是低估值板块，以金融和电讯为代表，同时具有业绩改善支撑。以看到 1 月份净流出排名前列的中国移动、中国电信为例，当前估值处于历史低位；同时有 AH 股的中国联通，当前 A 股相对于 H 股的溢价率已经来到了 200%以上，H 股估值具有明显的吸引力。同样的情况在银行板也有表现，2020 年三季度 A 股的银行相对于 H 股的溢价率达到 2015 年以来的高位，最高的中信银行溢价率接近 100%。但随着三季度末南下资金的流入，溢价率开始回落。

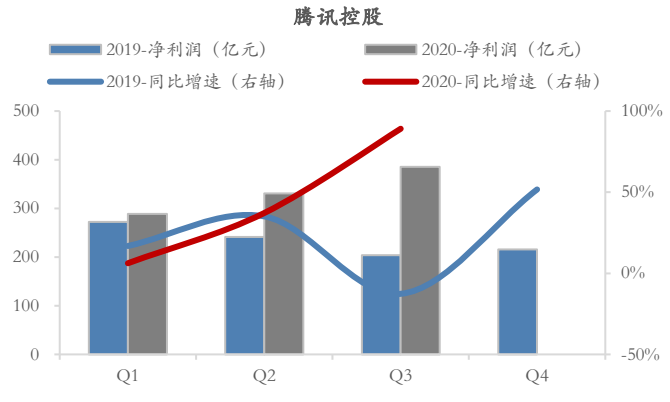
3.1 核心标的业绩有支撑

南下资金集中净流入有业绩支撑的科技板块核心标的，净利润同比增速加速回暖。以腾讯、小米为代表， 2020 年三季度业绩超市场预期。其中，腾讯受益于游戏端的带动，2020 年三季度的净利润同比增速达到 89%。小米净利润同比增速则在 2020 年二季度开始转正，随着智能手机三季度出货量在全球份额占比提升，以及 AIoT 业务的推动，净利润三季度创单季最高。

电信运营商业绩边际改善。除科技外，1 月南下资金净流入的主要标的还包括中国移动、中国电信、中国联通三大运营商。其中，中国移动 2020 年中报净利润同比增速-0.53%，较 2019 年显著提高；中国联通 2020 年二、三季度净利润同比增速分别为 37.5%和 10.5%，显著要高于 2019 年。

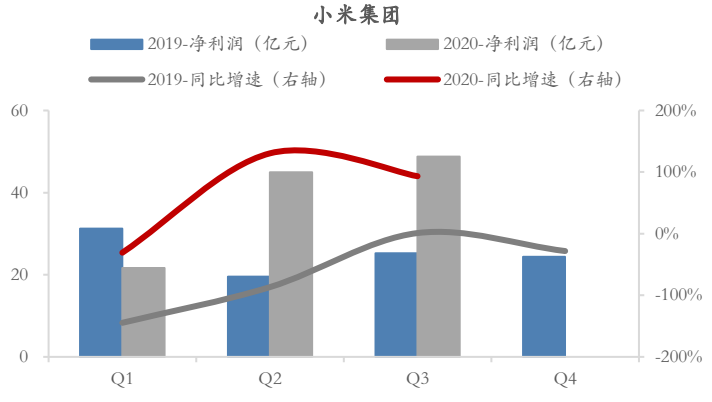
香港交易所受益于成交额，业绩大幅提升。香港交易所是金融板块为数不多南下净流入的标的，主要受益于成交额和沪港通成交额抬升带来的交易费用提升，以及未来中概股回归预期提振。其中，2020 年三季度，香港交易所的净利润同比增速达到 51.7%。

图表 9 腾讯控股 2020 年净利润同比加速走高



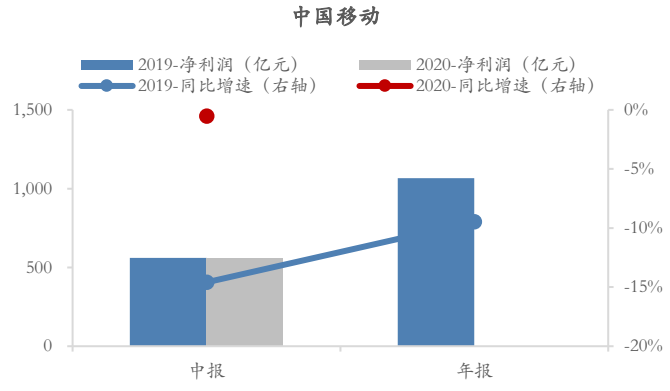
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 小米集团-2020 年净利润同比转正



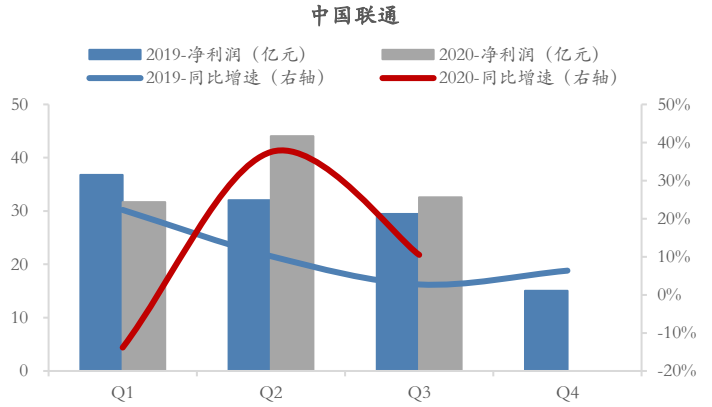
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11 中国移动 2020 年净利润改善



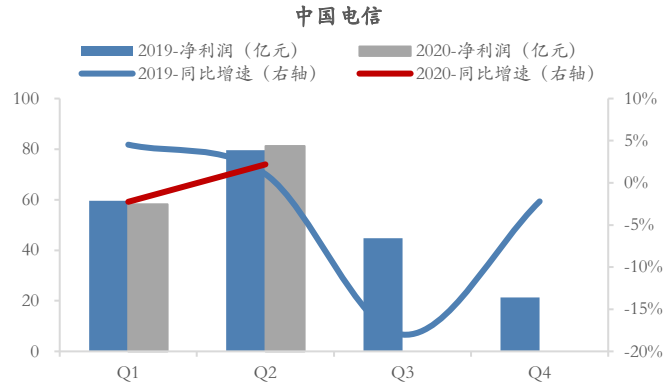
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 12 中国联通业绩改善



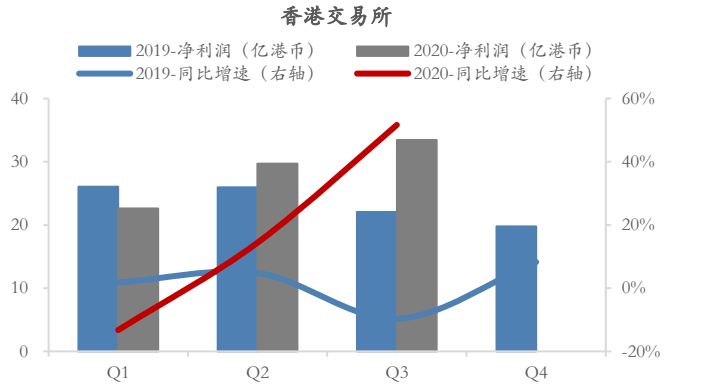
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13 中国电信业绩改善



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 14 香港交易所 2020 年净利润同比增速大幅提高



资料来源：wind，华安证券研究所

3.2 横向比较，估值处于相对低位，且流动性充裕

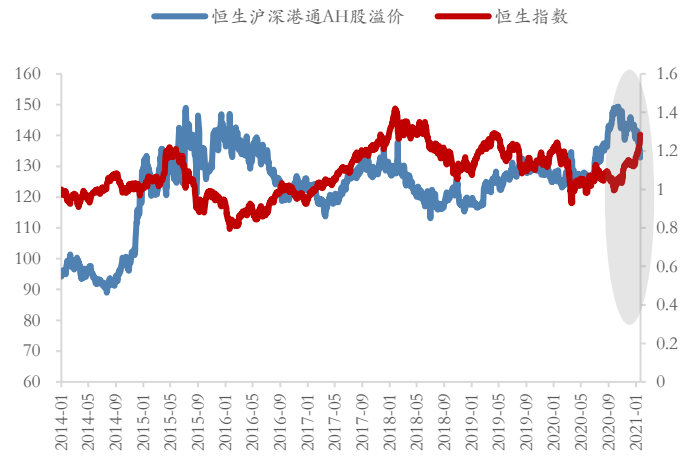
全市场来看，低估值是 2020 年三季度末推动港股上行的部分因素，AH 股溢价从 2020 年三季度末的高位回落。我们以恒生沪深港通 AH 股溢价指数作为指标，指数自 2020 年开始持续上行至 2020 年三季度末 150 的高位，表明 A 股相对于 H 股的溢价达到了历史高位，之后开始回落。从时间点看，一方面，溢价从高位开始回落与南下资金买入的时间点吻合，即三季度末港股通已经开始买入；另一方面，恒指也在同一时间点开始上行。表明估值是推动这轮港股上行，南下资金买入的因素之一。

全球来看，港股的绝对估值相对于全球其他市场处于低位。横向比较来看，当前恒指的绝对估值不到 20，无论是和 A 股还是美股相比，都处于低估的状态。

分行业来看，无论是已经处于估值高位的港股科技股，还是估值较低的金融、电信，相对 A 股都具有比较优势。从科技股来看，尽管当前腾讯、小米分别来到了估值高位，PE 均在 50 倍附近；但对比 A 股核心科技指数科技 50 当前 70 倍的 PE，仍具有比较优势。对于本身低估值的金融和电信行业，港股的估值较 A 股具有明显折价。其中，以银行来看，AH 溢价率在 2020 年三季度末达到 2015 年以来的高位。

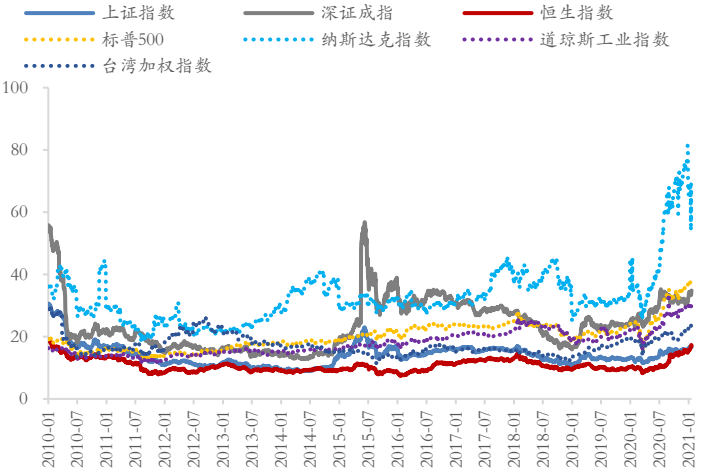
流动性支撑下，A 股流动性溢出效应有望进一步推动资金南下。从流动性维度来看，在 12 月底的中央经济工作会议定调政策“不急转弯”的基调下，货币政策退出步伐显著放缓，宏观流动性相对充裕。股市流动性角度，1 月爆款新基金频发，按照认购起始日期计算，截止 1 月 25 日已发新基金近 3488 亿，其中股票加混合型超 3300 亿，居民配置或正在加速转向股票市场。A 股流动性溢出效应下推动资金继续南下寻找优质标的。

图表 15 估值是 2020 年三季度末港股上行的部分推动因素



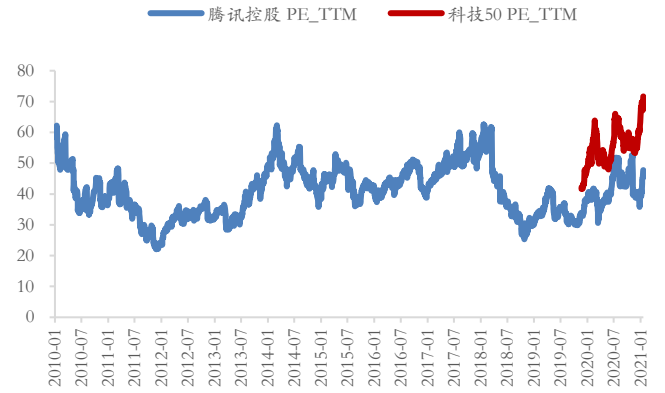
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 16 横向比较，港股估值相对全球其他市场处于低位



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 17 科技核心标的腾讯的估值当前并不是历史低位



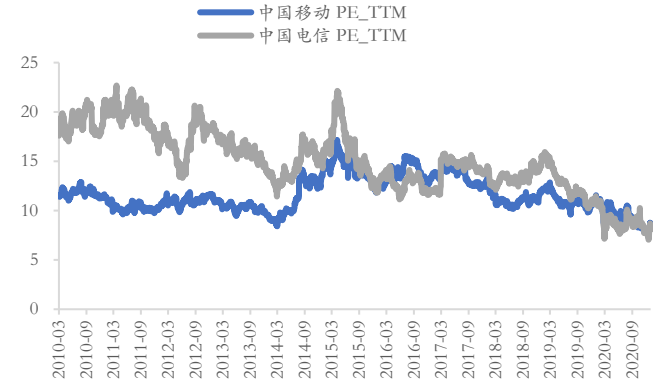
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 18 小米估值来到上市以来最高



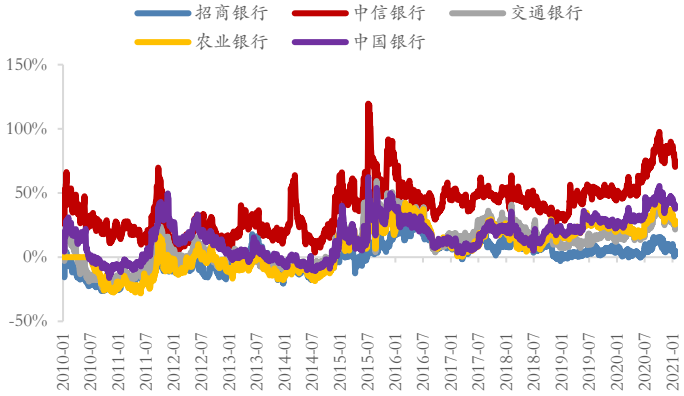
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 19 港股电信行业估值持续走低，当前处于历史低位



资料来源：wind，华安证券研究所

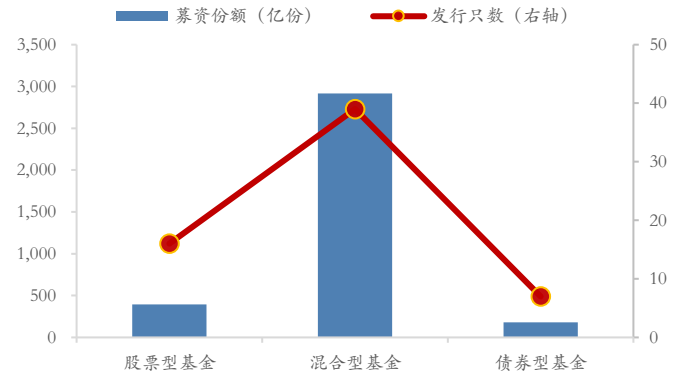
图表 20 银行 AH 股溢价率从高位略有回落



资料来源：wind，华安证券研究所

注：AH 股溢价率=A 股价格/H 股汇率后价格-1

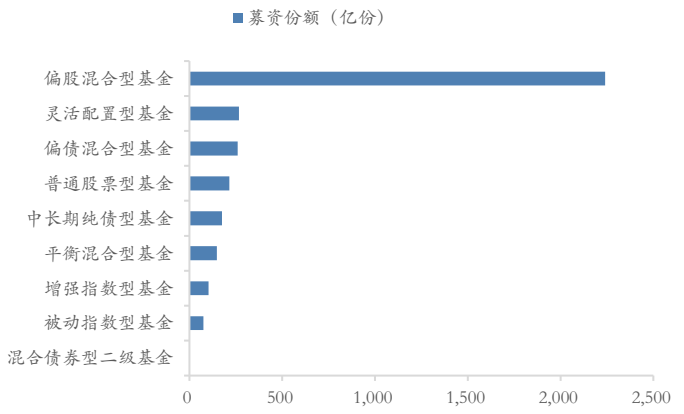
图表 21 截止 1 月 25 日已发新基金近 3488 亿



资料来源：wind，华安证券研究所

注：按照认购起始日期计算，截止 1 月 25 日

图表 22 1 月新发基金中偏股混合型超 2200 亿



资料来源：wind，华安证券研究所

注：按照认购起始日期计算，截止 1 月 25 日

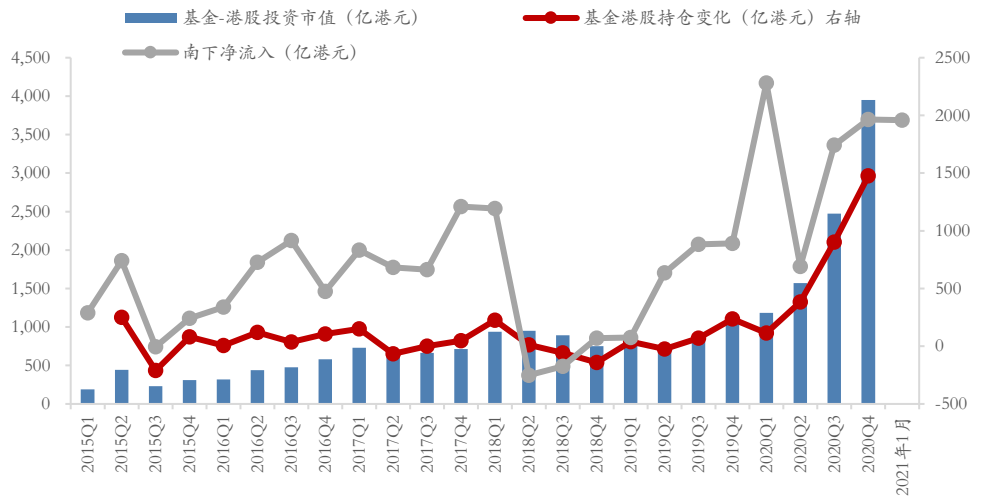
3.3 公募基金是南下主力，抱团有望延续

公募基金是南下主力。一方面，公募基金持仓港股市值自沪港通开通初期以来不断走高，尤其是在 2020 年 3 季度来到历史高位，超过 2400 亿港元，显示出基金南下配置港股的热情。另一方面，对比南下资金在 2020 年三季度已经开始呈现走高态势来看，与基金持仓趋势高度一致，可以推断机构是南下的主力。因此，机构港股持仓或更具有指导意义。

头部公募持有港股市值排名靠前，前十大与净买入标的高度一致，抱团延续。在剔除 ETF 后，可以看到截止 2020 年三季度，持仓排名前列的产品集中在易方达、汇添富、南方等头部机构。头部机构的前十大持仓中，港股标的与净买入排名前列高度一致。鉴于头部机构的抱团特征，以及南下港股持仓的高度集中，未来南下资金预计仍将紧抱核心标的。

新成立基金成为南下主力。根据 2020 年四季度持仓数据，持有港股市值排名前列的公募产品，多数成立于 2020 年二、三季度，这表明新成立基金是南下的主力。这或有以下两方面因素，一是老产品投资范围并不一定都包含港股的投资范围或包含有限；二是 2020 年新发基金多数将港股纳入投资范围，且随着新产品募集金额不断走高，带来对应港股配置的走高。同时也与三季度南下资金开始买入港股是契合的，印证了南下并不是短期行为。

图表 23 公募基金是南下资金主力，2020 年三、四季度港股配置增多



资料来源：wind，华安证券研究所

注：基金持仓数据仅截止至 2020 年四季度。

图表 24 2020Q4，持有港股市值排名前列的公募基金（剔除 ETF）以头部为主

序号		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	港股通最高占比	成立日期
1	易方达蓝筹精选	贵州茅台	美团-W	洋河股份	腾讯控股	五粮液	香港交易所	泸州老窖	海康威视	爱尔眼科	颐海国际	50%	2018-09-05
2	鹏华匠心精选A	美团-W	腾讯控股	贵州茅台	中国平安	小米集团-W	五粮液	山西汾酒	万华化学	药明生物	古井贡酒	50%	2020-07-10
3	兴全合宜A	腾讯控股	中国平安	三一重工	海尔智家	万华化学	比亚迪股份	芒果超媒	双汇发展	隆基股份	美的集团	50%	2018-01-23
4	汇添富中盘价值精选A	山西汾酒	泸州老窖	伊利股份	腾讯控股	贵州茅台	美团-W	药明康德	顺丰控股	宁波银行	安踏体育	50%	2020-07-08
5	易方达均衡成长	腾讯控股	中国中免	香港交易所	五粮液	美团-W	金蝶国际	药明康德	航天发展	招商银行	三一重工	50%	2020-05-22
6	广发沪港深新起点A	腾讯控股	思摩尔国际	美团-W	申洲国际	友邦保险	小米集团-W	紫金矿业	舜宇光学科技	赣锋锂业	保利物业	95%	2016-11-02
7	易方达优质企业三年持有	贵州茅台	洋河股份	香港交易所	泸州老窖	五粮液	美团-W	腾讯控股	海康威视	锦欣生殖	青岛啤酒股份	50%	2020-06-17
8	睿远均衡价值三年A	华润啤酒	小米集团-W	万华化学	东方雨虹	万科A	威高股份	三诺生物	瀚蓝环境	生物股份	中远海控	50%	2020-02-21
9	广发港股通成长精选A	腾讯控股	小米集团-W	建设银行	申洲国际	友邦保险	美团-W	贵州茅台	农夫山泉	中国平安	舜宇光学科技	80%	2020-09-10
10	易方达研究精选	隆基股份	泸州老窖	五粮液	美团-W	腾讯控股	贵州茅台	华润啤酒	安踏体育	美的集团	青岛啤酒股份	50%	2020-02-21
11	东方红睿泽三年定开	百润股份	伊利股份	海康威视	分众传媒	吉利汽车	万科A	敏华控股	宁德时代	思摩尔国际	腾讯控股	50%	2018-01-31
12	易方达消费精选	贵州茅台	五粮液	美的集团	美团-W	腾讯控股	申洲国际	古井贡酒	山西汾酒	顺鑫农业	青岛啤酒股份	50%	2020-04-13
13	南方成长先锋A	宁德时代	腾讯控股	比亚迪电子	迈瑞医疗	三一重工	美团-W	隆基股份	立讯精密	美的集团	中兴通讯	50%	2020-06-12
14	华安聚优精选	美的集团	招商银行	分众传媒	腾讯控股	中国中免	海康威视	宁波银行	平安银行	中国平安	欧派家居	50%	2020-07-16
15	中欧互联网先锋A	腾讯控股	中国平安	长城汽车	海康威视	舜宇光学科技	美的集团	美团-W	福耀玻璃	深信服	吉利汽车	50%	2020-10-12
16	汇添富价值创造	贵州茅台	腾讯控股	美团-W	中国中免	五粮液	碧桂园服务	良信股份	山西汾酒	敏华控股	李宁	50%	2018-01-19
17	睿远成长价值A	东方雨虹	隆基股份	国瓷材料	先导智能	五粮液	福耀玻璃	立讯精密	三诺生物	新宙邦	贵州茅台	50%	2019-03-26
18	富国沪港深行业精选A	腾讯控股	中国平安	美团-W	香港交易所	小米集团-W	药明生物	招商银行	安踏体育	蒙牛乳业	药明康德	80%	2017-12-11
19	景顺长城绩优成长	中国中免	贵州茅台	颐海国际	美团-W	五粮液	腾讯控股	信义光能	迈瑞医疗	泸州老窖	药明生物	50%	2019-07-02
20	景顺长城集英成长两年	五粮液	颐海国际	中国中免	泸州老窖	贵州茅台	美团-W	药明生物	信义光能	腾讯控股	恒瑞医药	50%	2019-04-16

资料来源：wind，华安证券研究所

注：标蓝的为港股，港股通最高占比指投资范围内，港股通标的的最高投资比例不超过股票或非现金资产的比例。

4 理性看待资金南下行为

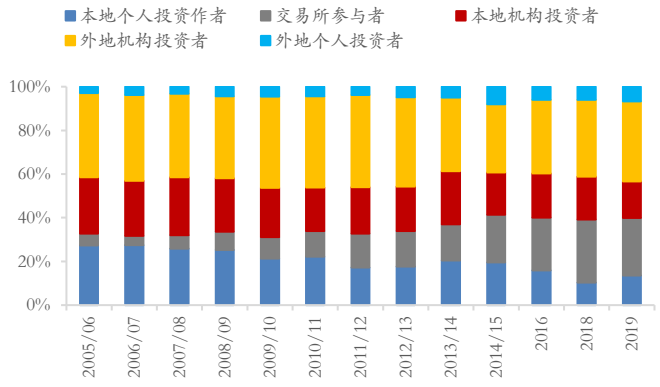
4.1 港股博弈更为充分

市场层面来看，尽管近期南下资金的大幅流入短期内影响了港股的投资情绪，但是中长期来看，港股相对 A 股的博弈更为充分，南下资金对港股的影响可能并不如预期中的大。因此，更需要理性看待资金南下的行为。港股的博弈主要体现在两个层面：一是市场投资者结构；二是市场的多空博弈。

市场投资者结构中，港交所机构的成交占比超过 50%，个人投资者占比不断下降，同时做市商交易占比提升。根据港交所的报告，2005 年到 2019 年，市场成交金额中，个人投资者的占比从 30%下降到 20%附近，尤其是本地个人投资者从 27%快速下降到 13.6%。另一方面，机构投资者的比重尽管也有所下降，但外地投资者的占比始终保持稳定，表明来自国际投资者的多样化带来的博弈更为充分。除此以外，可以看到交易所参与的占比在提升明显，从 2005 年的 5.41%提升到 2019 年的 26.3%，可以看到港股市场也显示出集中特性，更多的小市值股票参与的投资者较少。

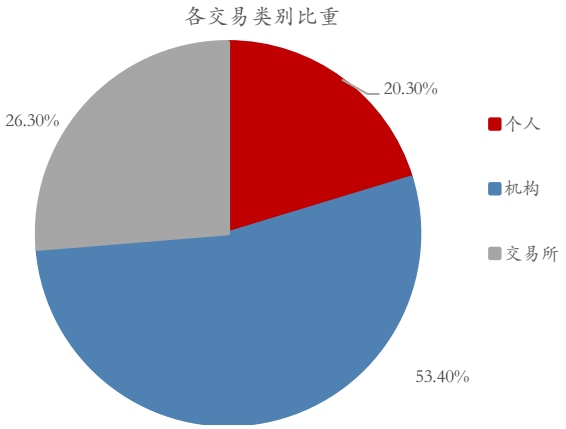
从市场多空博弈来看，在机制上港交所的对冲工具相对 A 股更多。尽管当前 A 股也有对冲工具，但整体仍以指数为主，包括三个指数期货、1 个指数期权、3 个 ETF 期权都是相对大盘而言，即使中证 500 股指期货也更多是中盘股的对冲工具，同时缺乏场内的个股衍生品。相对而言，港股市场除了有指数型的期货和期权工具外，针对活跃的个股还有对应的场内个股期货和期权，包括腾讯、美团都有对应的对冲产品。从这个角度来看，港交所的多空博弈相对更为充分。从市场成本角度来看，中金所的三个指数品种由于日内成交费率仍然高于日间费率，在缺乏多头的情况下，贴水带来的对冲成本依然存在，也是参与者需要考虑的重要因素。

图表 25 港交所个人投资者占比不断下降



资料来源：港交所，华安证券研究所

图表 26 2019 年港交所现货市场机构成交额占比超 50%



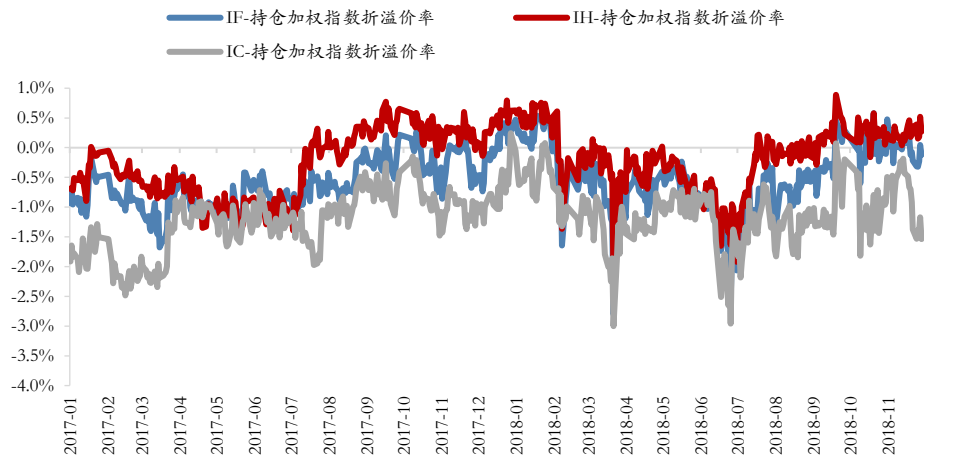
资料来源：港交所，华安证券研究所

图表 27 A 股 VS 港股对冲工具对比

	指数类期货	个股类期货	指数类期权	个股类期权
A 股市场衍生品	沪深 300 股指期货 上证 50 股指期货 中证 500 股指期货	无	沪深 300 股指期权	仅 3 个 ETF 期权 上证 50ETF 期权 沪深 300ETF 期权（标的华泰柏瑞沪深 300ETF） 300ETF 期权（标的嘉实沪深 300ETF）
港交所衍生品	恒生指数期货 恒生中国企业指数期货 恒生科技指数期货 行业指数期货 （内油、内银、内房）	78 个 （包括腾讯控股、美团、舜宇光学、中国移动等都有对应个股期货）	恒生指数期权 恒生中国企业指数期权 恒生科技指数期权 等	106 个 （包括腾讯控股、美团等有对应个股期权）

资料来源：华安证券研究所整理

图表 28 A 股股指数期货中 IC 仍处于贴水状态，对冲始终面临成本

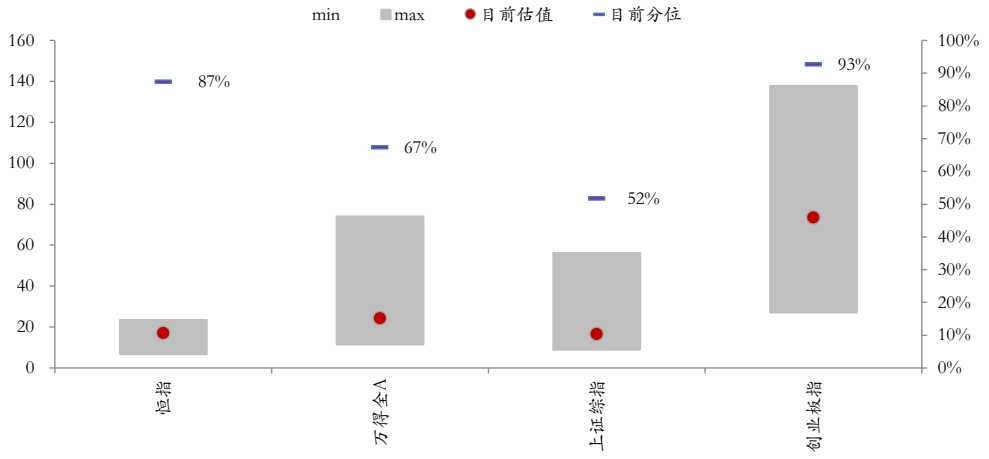


资料来源：wind，华安证券研究所

4.2 纵向比较，恒指估值处于相对高分位水平

恒指的估值具有横向相对优势，但纵向看并没有处于绝对的低估状态。尽管横向对比，恒指的绝对估值水平相对全球市场具有优势，尤其在某些核心标的上 H 股估值低于 A 股。但是，恒指本身来看，估值分位数已经从 2020 年初的 35%快速上升到 2021 年 1 月 87%的水平；且估值分位已经高于上证，仅低于创业板指的估值分位。

图表 29 恒指当前估值分位为 2002 年以来的 87%



资料来源：wind，华安证券研究所

5 风险提示

- 港股通净买入的行业和个股统计基于每日沪港通、深港通前十大活跃股进行统计。在非十大活跃股未有被统计的情况下，净流入会有一定误差。
- 港股通反垄断及数据监管对科技股的风险。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

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；

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。市场基准指数为沪深 300 指数。