

# A股上H股下 AH溢价指数创收盘新高

在9月份A股涨幅较大的AH股中,溢价股是当之无愧的主力

证券时报记者 朱雪莲

9月以来,随着上证综指强势震荡,H股市场整体下跌,AH溢价指数承接8月企稳之势继续震荡走高,昨日收报97.05,创出自7月24日探低点后阶段收盘新高。

近期AH溢价指数近期的持续攀升,意味着A股较H股整体折价有所收窄。

8月29日收盘后,A股较H股折价的AH股有30只,海螺水泥、万科A均较其H股折价20%以上,鞍钢股份、华能国际、中国太保等19只股折价率在10%~20%之间。

截至昨天收盘,较H股出现折价的A股29只,虽然数目没有明显下降,不过折价幅度大为收窄——当前已没有较H股折价率超过20%的A股,折价率在10%至20%之间的A股也就13只,其中,万科、海螺水泥、鞍钢股份依然是折价幅度最大的前三,折价幅度分别为17.55%、16.62%、14.29%。工商银行成为折价率最大的金融股,工行A股较H股折价12.28%,中国人寿、中国太保的AH折价率也不超过11%。

与9月后AH折价收窄相对应的是,AH股的A股阶段表现强于其H股。据统计,不包括停牌的中国中冶、洛阳玻璃,除\*ST仪化、昆明机床、金风科技等12股以外,其余72只AH股的A股阶段涨幅都强于其H股。

这些A股表现更胜一筹的AH股与折溢价关系不大。A股较H股溢价率一直最高的浙江世宝9月来A股更为强势,月涨幅为27.32%,同期浙江世宝H股升16.6%,导致最新AH溢价率由8月底的197.66%进一步扩大至226.73%。较H股溢价125.98%的经纬纺机A股9月上涨25.25%,但其H股仅升5.33%。马钢股份、中海集运、兖州煤业、东方航空作为强周期、高溢价的AH股,A股9月以来涨幅都逾10%,但其H股表现较弱,同期都有不同程度的下跌。

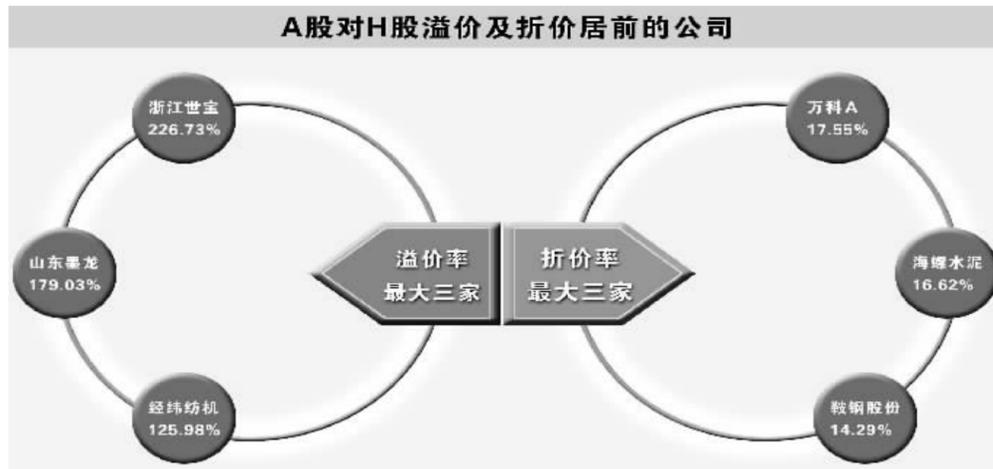
在9月份A股涨幅较大的AH股中,溢价股是当之无愧的主力。例如,因石油工程公司借壳,\*ST仪化复牌后H股涨幅高达114.12%。A股因交易规则限制已连续7个涨停板,不

过目前仍较H股溢价近四成。中国中冶、山东墨龙作为溢价率较高的AH股,其A股阶段涨幅都在30%以上。而在涨幅10%的A股中,当前处于折

价状态的AH股仅有3只,分别是上海医药、华电国际、中国中铁。

综合来看,9月不少AH股中的A股溢价程度有所增加,由此带动AH溢

价指数持续回升。此前有消息称沪港通最快将于10月推出,如果H股在此期间不能迎头赶上,那么沪港通的实施,对于A股可能并不是好消息。



A股简称	A股收盘价(元)	A股9月以来涨幅(%)	H股收盘价(港元)	H股9月以来涨幅(%)	A股对H股溢价(%)	申万行业
*ST 仪化	4.12	48.20	3.79	114.12	37.10	化工
中国中冶	2.55	35.04	2.23	17.37	44.22	建筑装饰
山东墨龙	12.19	32.07	5.51	28.58	179.03	机械装备
浙江世宝	26.89	27.32	10.38	16.60	226.73	汽车
大连港	3.72	26.10	2.72	13.81	72.49	交通运输
经纬纺机	13.94	25.25	7.78	5.33	125.98	非银金融
中国交建	4.72	17.41	5.75	1.42	3.53	建筑装饰
郑煤机	6.86	17.26	5.54	9.23	56.17	机械装备
中国远洋	3.91	17.07	3.29	-1.50	49.89	交通运输
昆明机床	5.53	16.42	4.29	40.66	62.58	机械装备
上海医药	15.02	15.98	19.00	16.89	0.30	医药生物
南方航空	2.89	15.60	2.63	0.40	38.59	交通运输
马钢股份	1.99	15.03	1.72	-3.18	45.92	钢铁
中海集运	3.05	14.23	2.14	3.17	79.75	交通运输
上海电气	4.52	13.85	3.90	14.71	46.17	电气设备
兖州煤业	8.67	13.33	6.44	-1.83	69.80	采掘
重庆钢铁	3.01	12.31	1.87	8.09	103.01	钢铁
东方航空	2.93	12.26	2.54	-3.42	45.49	交通运输
四川成渝	3.24	12.11	2.94	13.51	38.99	交通运输
新华制药	7.27	11.85	4.99	14.39	83.75	医药生物
一拖股份	9.60	11.76	5.75	9.18	110.57	机械装备
华电国际	4.05	11.26	5.80	7.78	-11.93	公用事业
上海石化	3.91	11.08	2.68	3.47	84.01	化工
深高速	5.22	11.06	5.16	5.31	27.59	交通运输
中国中铁	3.11	10.68	4.22	5.24	-7.05	建筑装饰
北辰实业	2.94	10.53	2.20	0.47	68.55	房地产
中集集团	15.76	10.52	16.56	0.86	20.03	机械装备

朱雪莲/制表 官兵/制图

## 沪港通来了 外资也爱捡漏

海外机构数量庞大,风格各异,其中不乏激进投资者,注重挖掘大投行或买方未发现的机会,即通过对中小型高成长性公司的挖掘,获得超额收益。

证券时报记者 顾惠忠

上周,中金组织20多家上市公司在伦敦就沪港通面向海外机构投资者路演。据了解,海外机构对沪港通表达了极高的热情,有上百家海外机构参与路演,其中不乏尚未通过QFII(合格的境外机构投资者)等途径投资A股的大机构。

路演中,一些海外机构明确表示,将买入A股中的一些行业龙头,甚至将买到仓位的上限。参加海外路演的公司毕竟是少数,事件驱动投资者会关注沪港通开通后,外资将介入哪些上市公司。那么,如何去挖掘这些股票呢?我们不妨从外资的投资习惯或投资特点来做些分析。

### 外资看得更长远

海外机构一般是自上而下选股。就是先选行业,然后再选行业中被历史验证过的龙头公司。这些机构更注重上市公司历史业绩、有没有好的管理团队、公司治理结构。就是既注重管理团队等软性指标,也重视财务等硬性指标,如分红等长期投资回报率。在硬性指标上,更重视盈利质量,以及一家公司抵御经济周期或行业周期的能力。

海外机构非常注重财务指标的分析,注重现金流量表和资产负债表,往往通过模型来分析一家公司,甚至为了模型中的一个指标会讨论很久。这带来的影响是,决策周期往往很长。

从伦敦的路演反馈来看,海外机构在沪港通后进入A股,可能会首先关注医药、军工等未来数年高增长确定的行业。医药板块中的天士力、恒瑞医药、白云山这些被历史验证过的大型药企可能会成为他们的首选。

此外,一些海外机构也喜欢捡漏。海外机构数量庞大,风格各异,其中不乏激进投资者。这些激进的机构注重挖掘大投行或买方未发现的机会,就是对中小型高成长性公司的挖掘,以获得超额收益。以医药行业为例,一些中小市值的公司因为重磅药研发成功或进入销售阶段,从而业绩即将逆转。这类公司可能会进入海外激进机构的视野。

此外,欧洲机构与美国机构在风格上还是有明显的区别,例如欧洲机构不太注重选时。

### 对冲基金注重事件驱动性机会

事件驱动策略(Event Driven Strategies)是海外对冲基金较为成熟的策略。它往往依赖于影响公司价值的短期具体事件,如公司并购、破产、重组和重大资本结构变动等等。事件驱动型基金在整个对冲基金行业管理资产规模的比重高达25%以上。该策略的收益与大盘的相关系数一般较低,往往可以取得独立于大盘的较好收益。

齐鲁证券金融工程研究小组去年底对股权增发、股权激励和限售股解禁三类事件驱动的分析结果表明:定向增发实施事件前后各100个交易日的超额收益分别为9.6%和3.4%。股权激励实施后两年的超额收益高达30.8%。这样的收益对对冲基金是有吸引力的。今年是A股并购大年,这自然也吸引了对冲基金的目光,但对对冲基金对A股的研究还不足,如果没有好的投资顾问或自身研究能力不够,在沪港通开通初期,对冲基金对事件驱动型投资会持谨慎态度。

# 沪港通来了 A股ETF吸引力不减

温天纳

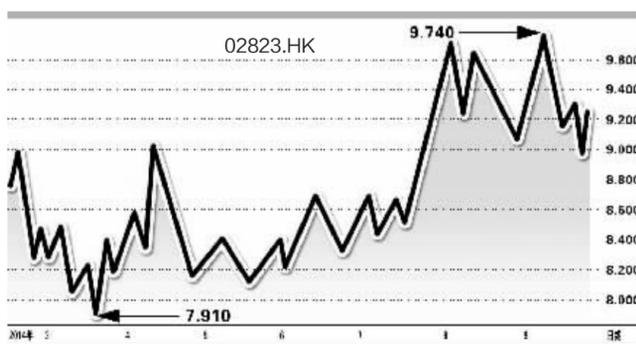
如无意外,沪港通在下月将出台,届时QFII(合格的境外机构投资者)、RQFII(人民币合格境外机构投资者)以及沪港通将会并肩而行,三管齐下全方位进攻A股。

不少朋友问笔者,沪港通当中的沪股通,看似弹性最大,最有潜力,表面上亦远较QFII及RQFII有优势,投资者会否弃QFII及RQFII而去?在长远的未来,笔者不排除内地所有A股将全面开放予国际投资者,而且额度也将全面开放。不过,目前沪港通限制多多,笔者认为,QFII与RQFII的历史任务尚未完成。一个重要证明是跟QFII有关联的A股ETF(交易所买卖基金)近来持续受到追捧,成为市场热点。

### 外资长线部署

ETF可在交易所直接买卖,主要追踪不同市场的权重指数。ETF分为实物ETF或合成ETF。实物A股ETF主要通过RQFII实度直接投资于A股市场,直接追踪相关指数的表现,当中并不牵涉衍生工具或交易对手的风险因素;而合成A股ETF,仅为金融衍生工具,不能直接投资于A股市场,需要通过交易对手进行交易,达致模仿相关指数的效果。

在过去几个月,不少热钱流入香港,当中明显有资金流进A股ETF板块,无可否认,这与沪港通有密切的关联。在9月初,恒生指数一度攀上25362.98点的高位,这是自2008年6月年以来的6年多新高。刺激港股的因素,并非骄人的经济数据,更非利率因



证券代码	证券简称	年涨幅(%)	年成交额(亿港元)
02823.HK	X安硕A50中国	-0.86	2,271.98
02822.HK	南方A50	4.49	1,622.08
03188.HK	华夏沪深三百	7.41	286.68
82822.HK	南方A50-R	5.74	61.39
02811.HK	海通沪深三百	14.19	28.65
83188.HK	华夏沪深三百-R	8.65	26.01
03049.HK	XDB沪深三百	1.72	25.29
02827.HK	X标智沪深300	1.39	22.05

钟恬/制表 官兵/制图

素。相反,9月份出台的内地经济数据远低于市场预期,而在美国联邦储备局议息会议后,提前加息的预期更不断升温,客观环境并不特别配合当时的升市,无可否认,市场上扬的主要驱动力就是沪港通。

海外资金的主要标的是在香港上市的A股ETF,似乎在持续为沪港通的投资进行部署。不少新推出的A股

ETF产品获得净申购,数目可观,资金净流入的趋势数月也没有改变过。有趣的是,在沪港通宣布之前,不少金融机构手握RQFII额度,却苦于市场无需求,产品难以销售,发行商独坐愁城。

现在不仅A股实物ETF受到追捧,连合成ETF也吸引了不少资金的流入。笔者认为,A股ETF吸引资金净申购,市价更较单位资产净值出现溢价,反映

出不少国际投资者看好A股市场的未来走势。纵使短期波动难免,但是不改国际投资者的长线部署。

### ETF产品仍具吸引力

笔者从与内地及国际投资机构的沟通及讨论中了解到,目前海外投资者对A股市场的兴趣远远大于内地投资者对港股的兴趣。若然,A股交易在香港“热”起来,慢慢将成为香港主流的投资产品,吸引更多资金的投入。

不过,笔者认为,沪港通开通后,A股ETF仍有存在的价值。目前沪股通只是包含了上证180、上证380以及A+H股,而且还有整体额度限制以及每天额度限制,制约的确不少,由于目前仍在探索阶段,未来在交易系统上的挑战仍有待量化及面对。在沪港通正式启动前,实际资金流向难以确定,不少同业意见存在分歧,估计不少外资将继续运用A股ETF提前部署。沪港通并不包括深圳上市股份,有过于集中在上海A股的风险,而不少A股ETF涵盖了沪、深权重指数,能对冲过于集中的风险。此外,更有一些宏观中国概念的ETF也包括了在境外上市的中国龙头企业,对分散风险,更具作用。因此在沪港通开通后,一系列的ETF产品依然具备吸引力。

投资者在投资A股ETF时,必须留意追踪标的以及组成结构,更重要的是需要审视相关ETF发行商的经验及能力,甚至是相关产品在市场的流动性是否足够,若仅是个别A股ETF产品受欢迎,而多数受到冷落的话,也会导致整体板块成交稀少,届时买卖差价将会扩宽,对投资者的买卖产生不利的影响。

## 沪港通来了 银行股期待活水注入

平安证券

随着沪港通全网测试的启动,沪港通准备已经进入冲刺阶段。那么,沪港通对银行股投资带来了什么?

目前,市场对沪港通最直观的利好解读和标的筛选的标准基于两个方面:在两地市场的稀缺性以及AH的估值差修复。银行股A股对H股存在约7%的折价,但并不是折价水平最大的行业。沪港通的推出,或许可以在一定程度上使得AH股折溢价收窄,但是并不会使得折溢价完全消失。银行作为整体行业并不缺乏稀缺性及流动性,但其中优质稳健、估值相对较低的纯A股份制银行以及城商行,仍有向H股平均估值靠近的可能性。

我们认为,沪港通的推出对已有的QFII(合格的境外机构投资者)、QDII(合格境内机构投资者)造成一定程度分流,但基于投资标的、投资自主性、交易模式的差别,对两地的投资者来说,沪港通对QFII/QDII更是一个补充。就银行股配置的仓位排序来看,是这样的模式:QFII>RQFII(人民币合格境外投资者)>A股公募基金;即使扣

除QFII战略投资资金,我们预计外资主动性资金投资A股银行比例仍高于公募基金。从整体新增资金规模来看,沪港通3000亿元规模大约占到目前A股市场主动性公募资金规模的45%。按照5%~10%配置到银行股,大约会增加银行股配置资金150亿元~300亿元。相比目前RQFII约180亿元以及主动性A股公募120亿元~150亿元左右的银行配置资金而言,增量仍相当可观。

我们认为,新增资金会影响到大盘蓝筹的价值重估,将从三个方面的因素进行价值回归:一是分派率,H股上市银行估值与股息分配率呈明显正相关,沪港通带来的增量资金会对A股高股息收益率的银行品种有所偏好,高分红率的标的估值可能会有重估;二是无风险收益率,由于H股资金的海外融资成本明显较国内资金成本要低,因此引入海外自由资金,对降低银行等大盘蓝筹的无风险利率有明显的促进作用;三是Beta值,我们估算银行A股的Beta水平大约为0.96,而港股大约为0.90,预计伴随其投资周期的拉长,配置比例的一定提升,可能会影响银行A股的Beta值趋于相对稳定。