

前言

“沪港通”作为中国资本市场持续改革的一部分、作为继 QFII（境外合格机构投资者）制度之后又一开放市场的里程碑式的举措，一经推出，举世瞩目。

为了帮助中国境内外投资者在内地和香港两个市场中把握与“沪港通”相关的机会，中金研究部策略组对此课题组组织了系统的研究，这一报告的集合是到目前为止有关这一课题研究成果的汇总。

系列报告第一篇，系统性地向内地投资者介绍港股；系列报告的第二篇，将 A/港股放在统一的框架下，比较两地市场的异同，以求帮助内地投资者了解港股，帮助海外投资者了解 A 股；系列报告的第三篇，我们以“百里挑一”标准，结合海外投资者目前在 A 股的持股特征、中金行业分析员对个股的覆盖、以及中金策略组对中国中长期趋势的判断和把握，挑选了 30 只看好的 A 股，供投资者参考，并给每只股票附上一页纸的基本信息和投资逻辑概览。

沪港通系列报告是我们持续研究中国改革带来的投资机会的系列成果中的一部分，我们还会在未来的研究中持续紧跟中国的改革和趋势，争取为投资者贡献更好的研究。让我们一起来关注“沪港通”、关注中国资本市场的改革、关注中国更广层面的改革带来的市场机遇！

目录

前言	i
第一章：你所要知道的港股市场	1
你所要知道的香港市场	4
香港股票市场概况	5
香港市场主要指数	8
香港与 A 股市场有何不同？	9
上市公司构成——香港市场中金融、能源和电信板块占比更高	9
投资者结构——海外和机构投资者占主导	9
市场流动性——受海外市场影响更大	10
市场特征——两地市场存在明显差异	11
市场和交易制度——香港市场更为成熟	15
市场工具——香港市场更为丰富	15
有望受益于“沪港通”的港股标的	18
第二章：中港两市，“同”与“不同”	21
一张图对比 A 股和港股	24
市场基本情况	25
上市股票：两地互补	27
总规模	27
市值结构	27
代表性指数介绍	27
行业分布及公司对比	27
其他市场工具介绍	37
投资者结构及行为	41
A 股散户主导，港股机构主导	41
投资者偏好及行为	42
流动性与估值	45
A 股整体成交额及换手率远高于港股	45
A 股流动性：受内地市场流动性环境影响更大	46
港股流动性环境：受海外资金流向影响更大	47
整体估值对比——两地估值差距在逐渐收窄	49
分行业对比：“老经济”板块均处于历史估值区间底部	49
分大小对比：A 股小盘股为何享有估值溢价？	51
A/H 两地上市公司折价溢价浅析	53
市场制度	55
市场基本制度	55
交易制度	58
中金策略产品介绍：一个团队，两地市场	59
第三章：中国好公司	60
“百里挑一”选 A 股	62
“沪港通”开通在即	62
从 QFII 的重仓股看海外投资者的偏好	62

中长期我们看好的趋势及中金覆盖 A 股精选	62
沪港通所覆盖的上海证券交易所股票筛选	63
平安银行	71
中国太保	72
万科 A	73
宝钢股份	74
国投电力	75
碧水源	76
科达洁能	77
中航电子	78
豪迈科技	79
机器人	80
宏发股份	81
新宙邦	82
奥瑞金	83
美盈森	84
上海家化	85
海澜之家	86
宇通客车	87
威孚高科	88
上汽集团	89
美的集团	90
格力电器	91
光明乳业	92
贵州茅台	93
天士力	94
恒瑞医药	95
云南白药	96
益佰制药	97
用友软件	98
东华软件	99
华策影视	100

第一章：你所要知道的港股市场

走“沪港通”赴港股“淘金”：行前须知

香港是全球主要的金融中心之一，上市公司总市值在主要交易所中排名第五。除了本地和外资公司外，中资股市值占比~44%，成交额占比更是高达~71%。此外，香港还是全球主要的股权融资市场（2013年97家IPO，排名第三），同时也是亚太地区中衍生品和ETF种类和交易活跃度较高的市场。

香港市场与 A 股六大不同

- ▶ **行业分布：**香港市场行业分布相对集中（**金融、能源和电信**三大行业占比较高），医药行业个股和权重偏少，但在互联网、博彩、部分消费电子领域的上市公司有较强特色。
- ▶ **投资者结构：**与 A 股相对封闭（按成交额占比来看，海外投资者不足 1%）和以散户（>80%）为主的现象不同，香港市场中**海外（46%）和机构投资者（61%）占据主导位置**。
- ▶ **资金及流动性：**相比 A 股，港股市场更多受到全球资金流向的影响，而这又与海外市场风险偏好、全球宏观货币政策环境等息息相关。
- ▶ **市场制度：**香港市场在新股发行、回购、退市制度等方面更为成熟；增发和配股等供给更加灵活；而交易制度上在交易时间、T+0 交易、涨跌停板、融资融券业务等方面与 A 股市场也有不同（图表 27）。
- ▶ **市场工具：**除股票外，香港的结构性和衍生品种类更加丰富，其交易手段和机制也相对更为成熟（图表 30）。
- ▶ **交易及估值特征：**与投资者机构和受海外波动性较大等因素的影响，港股波动性略高、换手率低、大部分小盘股相对大盘股存在估值折价。两地市场相关性在金融危机后明显升高。

有望受益于“沪港通”的港股标的

随着未来“沪港通”的正式实施，我们认为，以下三类公司将有望受益：

- ▶ **券商及交易所：**“沪港通”实施带来的潜在市场成交量、以及经纪业务的提升将明显利好港交所（00388.HK）与在两地均拥有牌照的中资券商股、以及香港部分中小券商。
- ▶ **内地市场相对稀缺、优质标的：**港股上市的**稀缺行业和个股标的**也有望受到内地投资者的追捧：**1）**在港股市场上市的优质、具有行业代表性的中资公司，如国内互联网及软件企业（腾讯、金山软件等）、新能源及光伏、国内部分消费行业领导品牌（如日常用品、部分运动装品牌等）、国内电信运营商等；**2）**A 股市场缺乏的香港本地和外资公司，如澳门博彩股、香港本土成长消费明星股（珠宝、餐饮连锁等）（图表 33）。
- ▶ **部分相对 A 股折价的 A/H 两地上市公司。**“沪港通”实施将使得 A/H 两地上市公司的折/溢价水平逐渐收敛，这可能利好港股市场目前相对于 A 股股价明显折让的公司（图表 31~32），但需要注意根据个股基本面判别在个股层面上中港两地哪边定价更合理。

图表

图表 1: 大陆和香港股市比较概览	3
图表 2: 作为国际金融中心, 香港的证券化率(本地上市公司市值总额占香港 GDP 的比重)很高	4
图表 3: 按上市公司市值总额计算, 香港是全球第五大的股票市场	4
图表 4: 中资股市值占香港市场主板总市值的~44%	4
图表 5: 中资股的交易额更是占到主板交易额的 71%	4
图表 6: 港交所的日均交易额规模在主要交易所中相对靠后, 远低于上海和深圳交易所	4
图表 7: ...其平均换手率也更是远远低于其他全球重要市场	4
图表 8: 能源、电信、医疗保健、工业和必需消费品板块的中资股的占比相对较高	5
图表 9: 香港是亚太区内最主要的 ETF 市场之一, 其日均交易额仅次于韩国和日本, 高于上海和深圳	5
图表 10: 港股主要指数特征一览	5
图表 11: 香港市场主要指数中, 金融、能源和电信三个板块的占比明显偏高; 而相反, 公用事业的医疗保健板块的权重则大幅小于 A 股	6
图表 12: 进一步从 MSCI 指数的整体净利润分行业贡献来看, 金融、能源和电信这三个板块贡献了指数整体盈利的 80% 以上	6
图表 13: 过去十年香港现货市场海外投资者的交易额占比持续攀升, 占据绝对的主导位置	7
图表 14: 海外投资者仍然主要来自美国和欧洲, 但中国内地投资者持续稳步增加, 目前占比已达到 11%	7
图表 15: 流入香港和中国股市的全球资金累计规模与 MSCI 中国指数的表现存在显著相关性 (~68%)	7
图表 16: 全球资金流动的周度变化情况也与 MSCI 中国指数每周的表现密切相关	7
图表 17: 全球风险上升时(表现为 VIX 指数大幅攀升), 资金通常流出香港股市, 从而进一步对市场造成压力	8
图表 18: 全球货币政策环境的变化(如 QE 和 LTRO), 通常会对流入香港和中国的资金流向直接的影响	8
图表 19: MSCI 中国指数 2002 以来累计收益大幅超出沪深 300 指数 186 个百分点	9
图表 20: 港股市场的波动性整体上高于 A 股市场, 尤其当全球市场剧烈波动时更是如此	9
图表 21: 全球金融危机后, 两地市场间的相关性出现明显的跳升, 并在过去几年间基本围绕~60%的水平附近上下波动	9
图表 22: 从市场流动性来看, A 股市场的交易更为活跃, 换手率明显高出港股市场, 这与 A 股市场中个人投资者成交占绝大多数(>80%)的特征有直接关系	9
图表 23: 从过去几年的历史平均水平来看, MSCI 中国指数的估值水平明显低于沪深 300 指数; 但最近几年间, 这一差距正逐渐收窄	9
图表 24: 当前 MSCI 中国指数 12 个月动态市盈率和历史市净率分别为 8.9 倍和 1.5 倍, 与沪深 300 指数 8.4 倍和 1.4 倍的估值水平基本相当	9
图表 25: 与 A 股市场对于小盘股的热情相反, 港股市场的小盘股(MSCI 中国小盘股)相对大盘股(MSCI 中国)往往存在一定的估值折价	10
图表 26: 相比两地上市的大盘股已经趋近于 0 的溢价水平, 市值相对较小公司的 A 股价格仍远远高于其 H 股	10
图表 27: A 股和香港股市主要制度比较	11
图表 28: 香港主板市场普通股的成交额占比达到 76.5%, 其次是衍生权证和牛熊证, 分别为 11.2% 和 7.9%	11
图表 29: 股票期权、H 股指数期货、恒生指数期货和 H 股指数期权合约交易量占衍生产品交易量前四位	11
图表 30: 香港交易所证券产品和衍生产品概览	12
图表 31: 深圳交易所上市, 但同时为恒生综合大型、中型股指数成分股的 A/H 两地上市公司	13
图表 32: 上海交易所上市的 A/H 两地上市公司	14
图表 33: 港股市场特有的稀缺标的的筛选(恒生综合大型、中型股指数成分股)	15
图表 34: 受益于未来市场成交量和经纪业务提升的标的筛选	15

你所要知道的香港市场

图表 1: 大陆和香港股市比较概览

类别	大陆市场	香港市场
股票类别	A股/B股	中资股（H股、红筹股、中资民营股）、香港本地股、海外股及其他
板块	主板/中小板/创业板	主板/创业板
行业分布	分布较为均衡，但在互联网、博彩、部分消费电子行业相对稀缺	相对集中，金融、能源和电信三大行业占比较高，医药行业个股偏少
上市股票数量	约2500只	约1681只
总市值（2013，十亿美元）	3949	3101
日均交易量（2013，十亿美元）	深圳16.3；上海15.7	5.4
主要指数	上证综指、深圳成指、沪深300、创业板指数、上证180、上证380	恒生指数、恒生国企指数、MSCI中国指数、恒生综指大盘指数、恒生综指中盘指数
投资者构成	散户、国内机构投资者、QFII，散户占主导	海外和机构投资者占主导
开放程度	相对封闭	自由、开放
资金与流动性	受国内政策影响大	受海外市场影响大
交易时间	上午九点半至十一点半，下午一点至三点	上午九点半至十二点，下午一点至四点
交易制度	T+1交易制度	T+0交易制度
新股发行	核准制	注册制
回购制度	A股市场上是“原则禁止、例外允许”	原则上允许公司回购股份
退市制度	A股市场强制退市制度采用量化标准，但生效的指标较少，自主退市制度存在缺失	全球主要证券市场中少有的采用非量化退市标准的市场
股市单日涨跌幅限制	涨跌幅限制（一般为10%；ST为5%）	没有涨跌幅限制
投资标的	股票、债券、基金、股指期货	股票、债券、基金、各种期货和期权、牛熊证、窝轮等
融资融券制度	尚未全面开展融资融券业务，可以融资融券的股票限制在上交所公布的名单内	融资融券是市场的自由行为
市场波动性	波动性相对低一点	港股市场的波动性整体上高于A股市场
指数累计收益	2002年初以来，累计收益低于港股	2002年初以来，MSCI中国相对沪深300指数的累计超额收益高达186个百分点
整体估值水平	沪深300指数12个月动态市盈率和历史市净率分别为8.4倍和1.4倍	MSCI中国指数12个月动态市盈率和历史市净率分别为8.9倍和1.5倍
小盘股与大盘股估值比较	A股市场小盘股（创业板）12个月动态P/E相对大盘股（沪深300）较大的估值溢价	MSCI中国小盘股对大盘股折价0.9倍

资料来源：彭博资讯、MSCI、香港交易所网站（http://www.hkex.com.hk/chi/index_c.htm）、上交所网站（<http://www.sse.com.cn/>）、中金公司研究部

香港股票市场概况

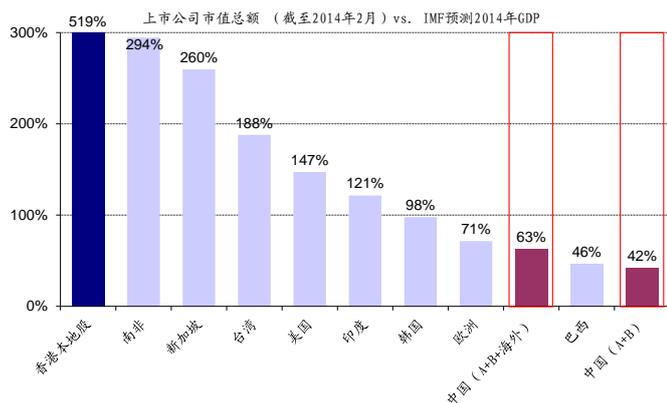
香港联交所（以下称“港交所”）是全球主要的金融中心之一。按本地上市公司（剔除香港上市中资股及外资股）市值总额占香港GDP比重（519%，图表2），以及全部上市公司总市值来计算，在主要交易所中均位于前列（图表3）。对比全球主要股票市场，香港市场具有以下几个特点：

- ▶ **中资股占半壁江山。**香港联交所主板现有上市公司1681家，其中**H股**（注册地为中国大陆，多为国企，同时A/H两地上市公司均为此类）公司187家，**红筹股**（注册地为中国大陆以外的地区，多为中央或地方政府直接或间接控制的企业）公司129家，**中资民营股**（注册地为中国大陆以外的地区，但主要在中国开展业务的民企）482家，而其余香港本地股及纯外资股为883家。

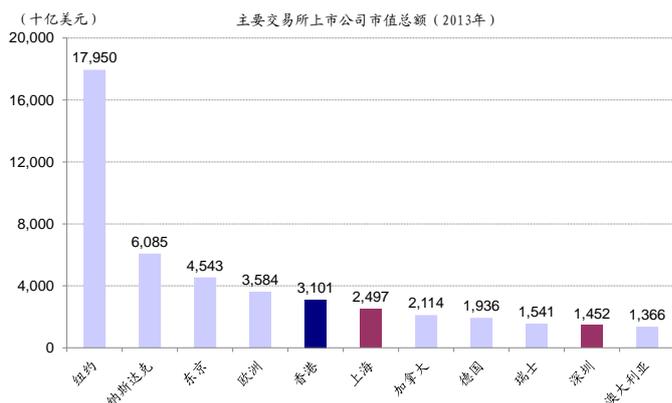
按市值占比来看，香港中资股（H股+红筹股+中资民营股）占到**主板市值总额的44%左右**（图表4）；而从交易额来看，中资股更是占到了**主板总交易额的71%**（图表5），可见其在港股市场的重要地位。分行业来看，**能源、电信、医疗保健、工业和必需消费品**的中资股的比例相对更高。

- ▶ **流动性有待改善。**无论是从日均交易额（图表 6）还是从平均换手率（图表 7）来看，港股在主要市场里的位置均比较靠后，反映出其整体交易活跃性不高。这种情况未来在“沪港通”正式实行以后或有望出现一定改善。
- ▶ **融资活动较多，是中资股最主要的海外融资市场。**2013 年共有 97 家公司在港交所 IPO 上市，在全球主要交易所中排名第三，仅次于纽交所和纳斯达克交易所。历史数据显示，中资股的融资规模往往占较大比重。
- ▶ **衍生品和 ETF 种类丰富且交易活跃。**港交所内交易的衍生品种类较为丰富，包括指数及个股的期货、期权、认股证（warrants，亦称“窝轮”）、牛熊证（callable bull/bear contracts，CBBC）等。同时，港交所也是亚太区内较为主要的 ETF 市场之一，其日均交易额仅次于亚太区的韩国和日本市场（图表 9）。

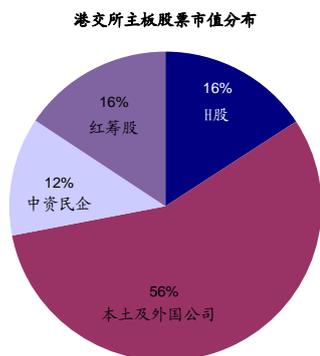
图表 2: 作为国际金融中心，香港的证券化率（本地上市公司市值总额占香港 GDP 的比重）很高



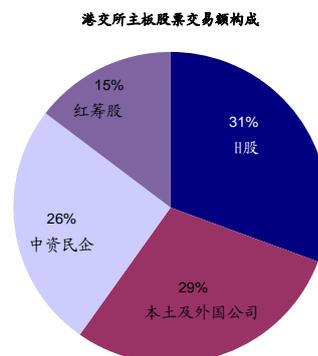
图表 3: 按上市公司市值总额计算，香港是全球第五大的股票市场



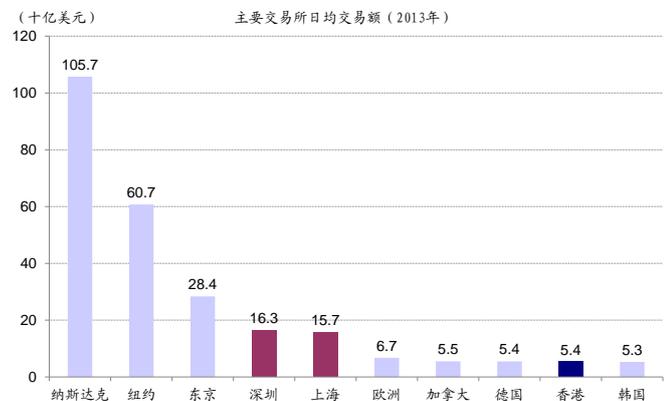
图表 4: 中资股市值占香港市场主板总市值的~44%



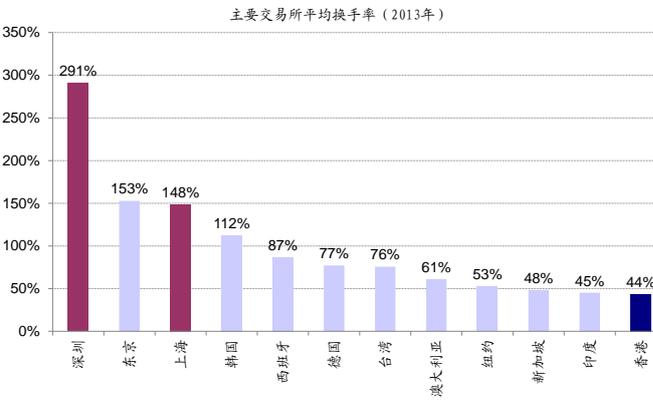
图表 5: 中资股的交易额更是占到主板交易额的 71%



图表 6: 港交所的日均交易额规模在主要交易所中相对靠后，远低于上海和深圳交易所

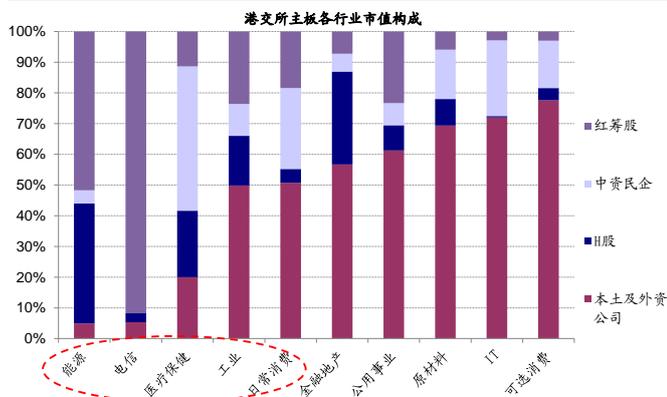


图表 7: ...其平均换手率也更是远远低于其他全球重要市场

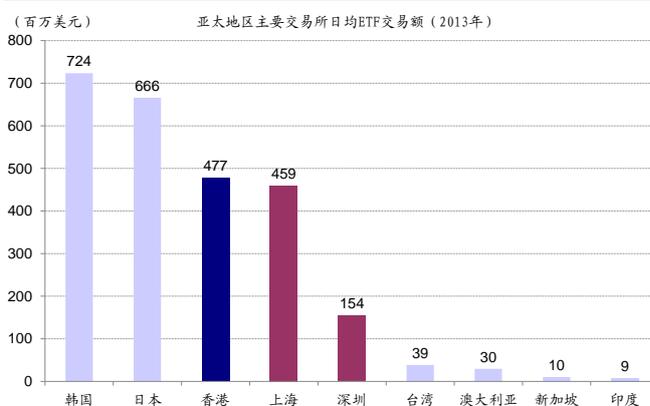


Source: IMF, 彭博资讯, WFE, 万得资讯, 中金公司研究部

图表 8: 能源、电信、医疗保健、工业和必需消费品板块的中资股的占比相对较高



图表 9: 香港是亚太区内最主要的 ETF 市场之一, 其日均交易额仅次于韩国和日本, 高于上海和深圳



Source: IMF, 彭博资讯, WFE, 万得资讯, 中金公司研究部

香港市场主要指数

目前港股市场上投资者主要关注的基准指数有: 恒生指数、恒生国企指数、MSCI 中国指数, 以及由于“沪港通”的公布而进入人们视线的恒生综指大盘和中盘指数。我们在图表 10 梳理了它们各自的主要特征, 以供投资者参考。

图表 10: 港股主要指数特征一览

	恒生指数	恒生国企指数	MSCI中国指数	恒生综指大盘指数	恒生综指中盘指数
彭博代码	HSI Index	HSCEI Index	MXCN Index	HSLI Index	HSMI Index
市值 (十亿美元)	961	308	732	970	155
交易额 (十亿美元)	3.3	1.7	3.7	3.9	1.4
12个月动态市盈率	10.2x	6.9x	8.7x	10.2x	10.4x
覆盖范围	全部港股	H股	B股、H股、P股、红筹股	全部港股	全部港股
成分股数量	50	40	140	78	163
中资股市值占比 (%)	51%	100%	100%	N/A	N/A
加权方法	H股部分流通市值, 权重上限15%	流通市值, 权重上限10%	国际可投资的自由流通市值	流通市值, 权重上限10%	
起始日期	7/31/1964	7/15/1993	12/1/1992	1/3/2000	
起始点位	100	2000	100	2000	

Source: MSCI, 彭博资讯, 万得资讯, 中金公司研究部

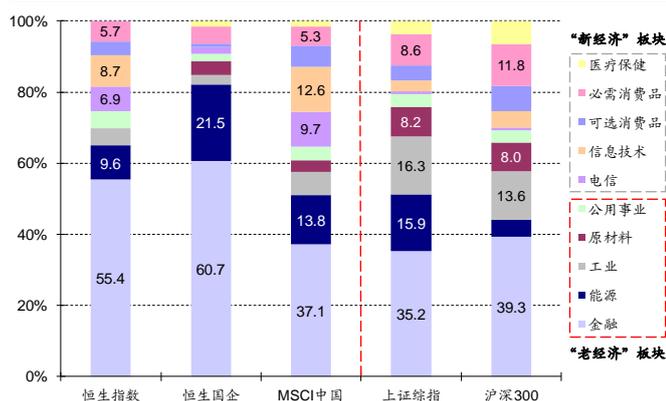
香港与 A 股市场有何不同？

虽然香港与 A 股市场地理位置毗邻，但是由于两地市场在上市公司的构成、投资者结构、以及对海外市场特别是国际资金流动的风险敞口等方面上的不同，使得港股与 A 股在市场和板块表现、估值水平、换手率、波动性、以及投资者对大小盘的偏好等方面都存在显著的差异。此外，香港市场在市场制度、交易工具和规则等方面也与内地市场存在诸多区别。具体来看，主要体现在以下几个方面：

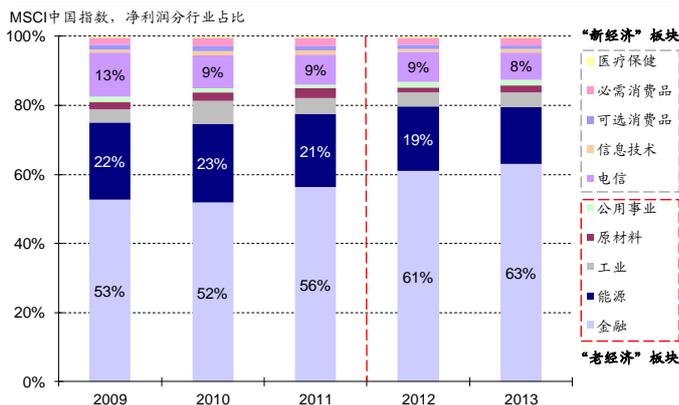
上市公司构成——香港市场中金融、能源和电信板块占比更高

我们选取香港和 A 股最具代表性的主要指数来对比两地市场在上市公司板块构成方面的差异。从行业分布来看，香港市场的主要指数（如恒生、恒生国企、及 MSCI 中国指数）中**金融、能源和电信**三个板块的占比，合计均在 60% 以上，明显高于 A 股指数中对应板块的权重；而相反，**公用事业、医疗保健、以及原材料**板块的占比却明显偏低，合计权重还不足 10%（图表 11）。进一步从 MSCI 指数的整体净利润分行业贡献来看，上述趋势更为显著，金融、能源和电信这三个板块过去几年均贡献了指数整体~80% 的盈利（图表 12）。

图表 11: 香港市场主要指数中，金融、能源和电信三个板块的占比明显偏高；而相反，公用事业的医疗保健板块的权重则大幅小于 A 股



图表 12: 进一步从 MSCI 指数的整体净利润分行业贡献来看，金融、能源和电信这三个板块贡献了指数整体盈利的 80% 以上



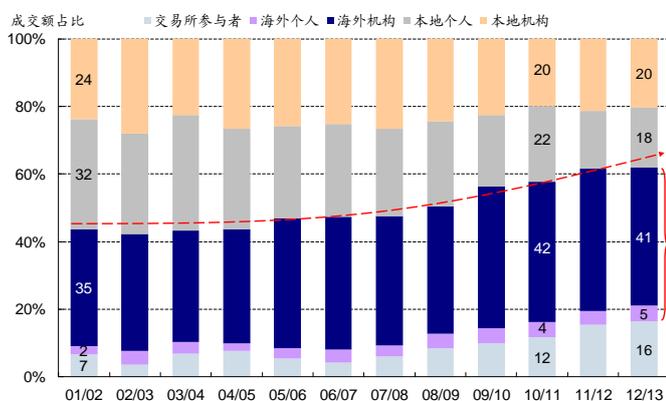
资料来源: Bloomberg, Wind, 中金公司研究部; 注: 数据截至 2014 年 4 月 11 日

投资者结构——海外和机构投资者占主导

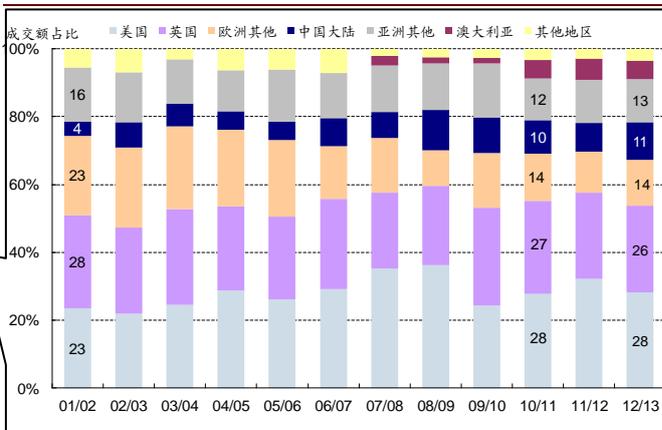
相比相对封闭（按成交额来看，海外投资者占比不足 1%）和以散户（>80%）为主的 A 股市场，**香港市场的投资者结构呈现出截然不同的景象，海外和机构投资者占据的主导位置**。根据港交所的年度“现货市场交易研究调查”显示，2009/2010 年度以来，海外投资者（包括散户与机构投资者）所占香港现货市场的交易比例已经超过了本地投资者（剔除交易所参与者自身的交易），并逐年攀升（图表 13）。

- ▶ **按投资者类别划分**，整体机构投资者成交占比高达 61%，远远高于个人投资者~23%的水平，这主要是由于海外机构投资者占比（41%）远远高于海外个人投资者（4%）；而相比之下，本地的机构与个人投资者比例基本持平（图表 14）。
- ▶ **从地域分布来看**，46% 的海外投资者中，美国和英国的投资者仍然是香港现货市场的主力（占比~54%）。不过值得注意的是，来自中国大陆的投资者比例过去几年持续上升，目前已经占到海外投资者整体成交额的 11%（图表 14）。

图表 13: 过去十年香港现货市场海外投资者的交易额占比持续攀升, 占据绝对的主导位置



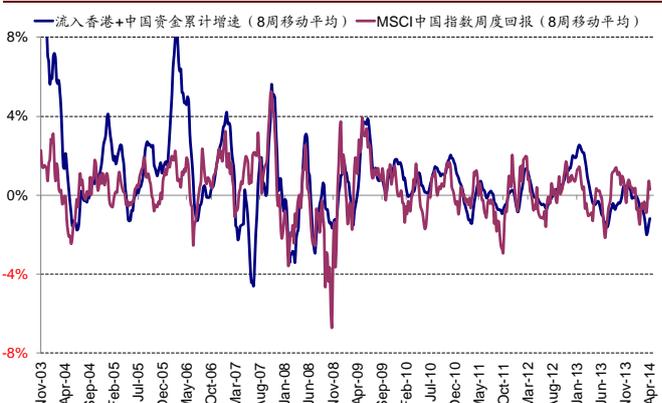
图表 14: 海外投资者仍然主要来自美国和欧洲, 但中国内地投资者持续稳步增加, 目前占比已达到 11%



图表 15: 流入香港和中国股市的全球资金累计规模与 MSCI 中国指数的表现存在显著相关性 (~68%)



图表 16: 全球资金流动的周度变化情况也与 MSCI 中国指数每周的表现密切相关



资料来源: 港交所、EPFR、彭博资讯、MSCI、中金公司研究部

注: 港交所年度“现货市场交易研究调查”的时间跨度为每年10月至第二年9月。

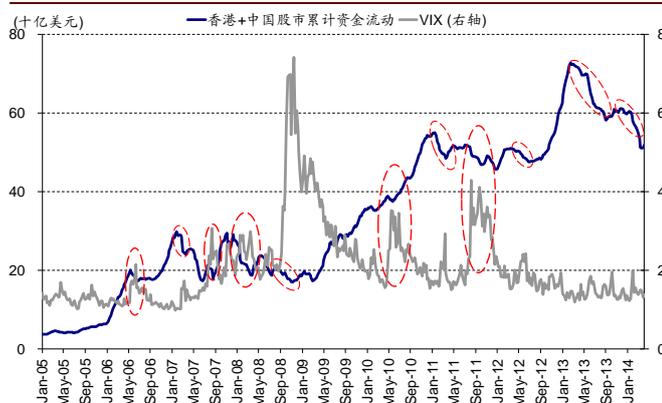
按照 EPFR 的统计口径, 本篇报告中提到的“香港股市资金流动”包括香港与中国两个市场的股票型基金的资金流动, 因为 EPFR 将在香港上市的 H 股与红筹股的资金流动划分为中国市场的一部分 (<http://epfr.com/countryflows.aspx>)。

市场流动性——受海外市场影响更大

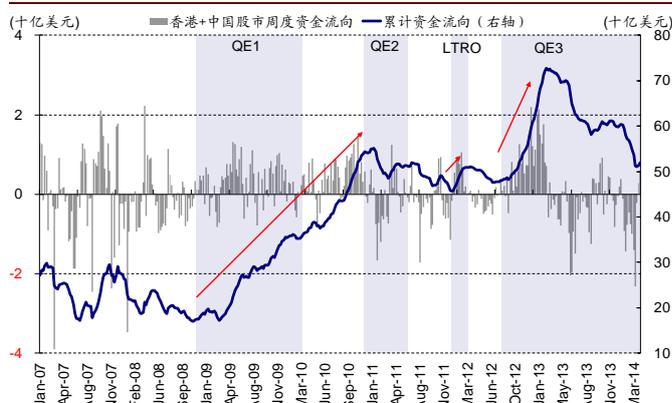
相比 A 股, 港股市场的表现更多受到全球资金流向的影响, 而这又与海外市场风险偏好, 以及全球宏观和货币政策环境息息相关, 究其原因主要是由于香港市场中海外投资者占主导位置的特性所决定 (具体分析请参见我们与 2012 年 12 月 27 日发表的专题报告《香港股市资金流动分析——海外因素影响更大》)。

- ▶ 首先, 为了考察资金流动对市场走势的影响, 我们将 EPFR 统计的流向香港和中国股市全球资金累计规模以及周度变化与 MSCI 中国指数的表现进行了对比分析。结果显示, 海外资金流动与指数表现高度相关, 2004 年以来的相关性高达 68% (图表 15), 而资金流动的周度变化也与 MSCI 中国指数的周度表现密切关系 (图表 16)。
- ▶ 其次, 进一步分析显示, 流向香港和中国股市的全球资金与海外市场风险偏好, 以及全球宏观和货币政策环境密切相关。一方面, 全球风险上升时 (以 VIX 指数来衡量), 投资者风险偏好降低往往会使得资金大规模撤离香港市场。在过去几年中, 每一次全球出现系统性风险上升时 (如金融危机、欧债危机、新兴市场波动等), 资金大规模流出的情形都会上演 (图表 17)。另一方面, 全球特别是发达市场的货币政策变化 (如 QE、LTRO) 往往也是驱动香港资金流向的主要动力 (图表 18)。

图表 17: 全球风险上升时 (表现为 VIX 指数大幅攀升), 资金通常流出香港股市, 从而进一步对市场造成压力



图表 18: 全球货币政策环境的变化 (如 QE 和 LTRO), 通常会对流入香港和中国的资金流向直接的影响



资料来源: 港交所、EPFR、彭博资讯、MSCI、中金公司研究部

注: 按照 EPFR 的统计口径, 本篇报告中提到的“香港股市资金流动”包括香港与中国两个市场的股票型基金的资金流动, 因为 EPFR 将在香港上市的 H 股与红筹股的资金流动划分为中国市场的一部分 (<http://epfr.com/countryflows.aspx>)。

市场特征——两地市场存在明显差异

考虑到上述提到的香港和 A 股市场在行业构成以及投资者结构上的差异, 两地的市场特征有明显不同。我们采用成分股均为中国公司的 MSCI 中国指数和沪深 300 指数为参照基准来进行对比。具体来看, 相比 A 股市场, 香港市场在指数累计收益、换手率、波动性、估值水平、相关性以及大小盘偏好等方面有以下明显特征:

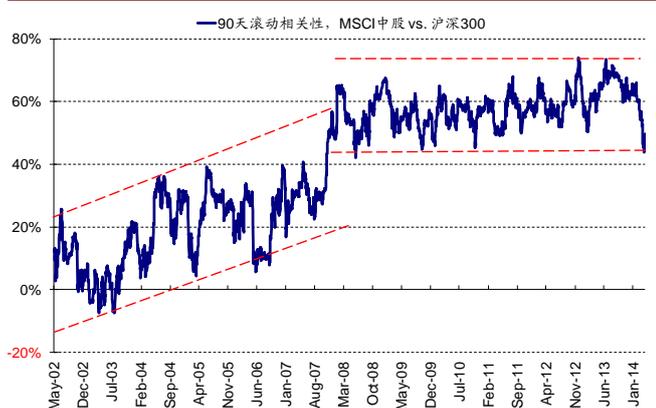
指数累计收益高。从 2002 年初以来, MSCI 中国指数累计收益大幅跑赢沪深 300 指数。截至目前, MSCI 中国相对沪深 300 指数的累计超额收益高达 186 个百分点 (图表 19)。

- ▶ **市场波动性更高。**MSCI 中国指数的波动性整体上高于沪深 300 指数, 特别是当全球市场剧烈波动时 (如 2008 年底全球金融危机、及 2011 年 8 月欧债危机爆发), MSCI 中国指数的波动率均大幅攀升, 这也表明**港股市场对于海外风险的敞口更为显著** (图表 20)。
- ▶ **市场换手率偏低。**从市场流动性来看, A 股市场的交易更为活跃, 换手率明显高出港股市场。2007 年以来的沪深 300 指数换手率的平均值高达 MSCI 中国指数的 1.5 倍 (图表 22), 而这与**A 股市场中个人投资者成交占绝大多数 (>80%) 的特征有直接关系**。
- ▶ **两地市场间相关性明显升高。**从两地市场之间的相关性来看, 我们注意到在 2008 年以前, MSCI 中国与沪深 300 指数 90 天动态的相关性仍处于相对较低的水平, 不过呈现出持续上升的趋势; 但是**在全球金融危机后, 两地市场间的相关性出现明显的跳升, 并在过去几年间基本围绕~60% 的水平附近上下波动。这一方面是由于国内公司赴港上市逐年增多, 另一方面也显示香港金融市场受国内政策和货币环境的影响也日益增加** (图表 21)。
- ▶ **整体估值水平低于 A 股, 但正逐渐收敛。**从过去几年的历史平均水平来看, MSCI 中国指数的估值水平明显低于沪深 300 指数。但是最近几年间, 由于市场持续表现低迷, **两地市场之间的估值差距正逐渐收窄**。当前 MSCI 中国指数 12 个月动态市盈率和历史市净率分别为 8.9 倍和 1.5 倍, 与沪深 300 指数 8.4 倍和 1.4 倍的估值水平基本相当 (图表 23~图表 24)。
- ▶ **小盘股相对大盘股存在估值折价。**与 A 股市场对于小盘股的热情相反, 港股市场的小盘股 (MSCI 中国小盘股) 相对大盘股 (MSCI 中国) 往往存在一定的估值折价。从历史平均水平来看, 其 **0.9 倍** 的折价水平远远低于 A 股市场小盘股 (创业板) 12 个月动态 P/E 相对大盘股 (沪深 300) 的 **2.8 倍** 估值溢价 (图表 25)。另一方面, 从 A/H 两地上市公司分市值的折溢价水平来看, 这一分化也非常明显。相比两地大盘股已经趋近于 0 的溢价水平, 小盘股中同一公司的 A 股价格仍远远高于其 H 股股价 (图表 26)。

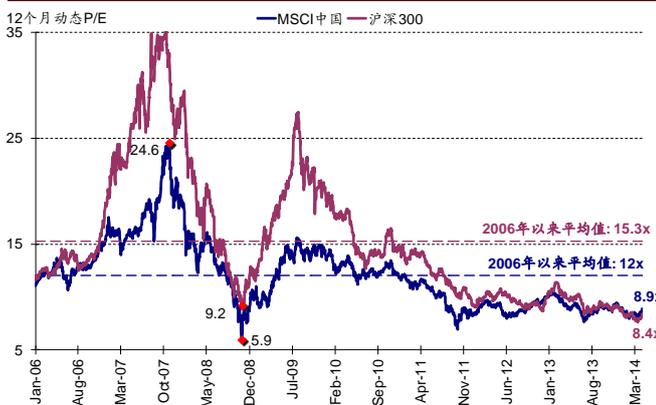
图表 19: MSCI 中国指数 2002 以来累计收益大幅超出沪深 300 指数 186 个百分点



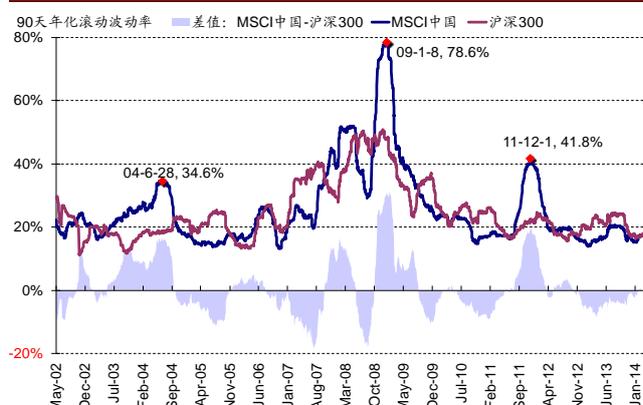
图表 21: 全球金融危机后, 两地市场间的相关性出现明显的跳升, 并在过去几年间基本围绕~60%的水平附近上下波动



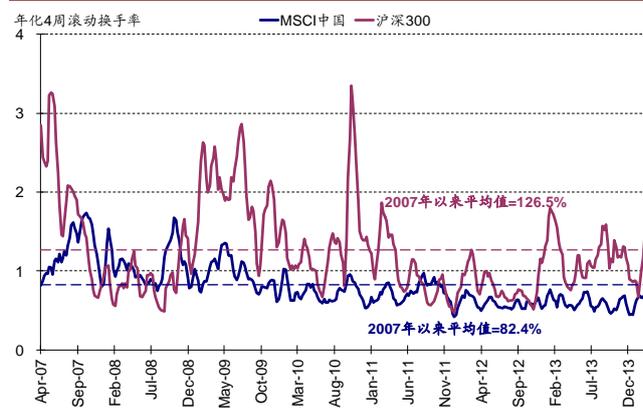
图表 23: 从过去几年的历史平均水平来看, MSCI 中国指数的估值水平明显低于沪深 300 指数; 但最近几年间, 这一差距正逐渐收窄



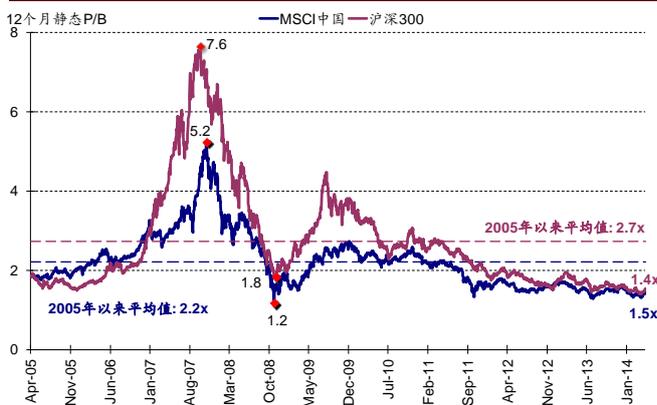
图表 20: 港股市场的波动性整体上高于 A 股市场, 尤其当全球市场剧烈波动时更是如此



图表 22: 从市场流动性来看, A 股市场的交易更为活跃, 换手率明显高出港股市场, 这与 A 股市场中个人投资者成交占绝大多数 (>80%) 的特征有直接关系

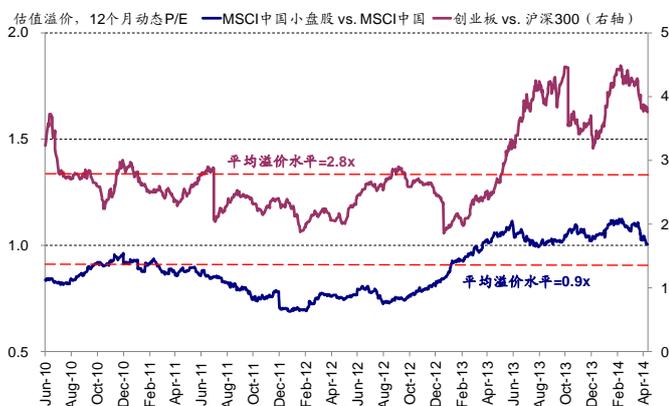


图表 24: 当前 MSCI 中国指数 12 个月动态市盈率和历史市净率分别为 8.9 倍和 1.5 倍, 与沪深 300 指数 8.4 倍和 1.4 倍的估值水平基本相当



资料来源: Bloomberg, Wind, 中金公司研究部
注: 数据截至 2014 年 4 月 11 日

图表 25: 与 A 股市场对于小盘股的热情相反, 港股市场的小盘股 (MSCI 中国小盘股) 相对大盘股 (MSCI 中国) 往往存在一定的估值折价



资料来源: Bloomberg, Wind, 中金公司研究部
注: 数据截至 2014 年 4 月 11 日

图表 26: 相比两地上市的大盘股已经趋近于 0 的溢价水平, 市值相对较小公司的 A 股价格仍远远高于其 H 股股价



市场和交易制度——香港市场更为成熟

在主要市场制度方面, 香港股市和 A 股也存在明显的差异。例如在**新股发行制度**上, 香港市场采用注册制, 而 A 股市场仍然是核准制; **回购制度**方面, 香港原则上允许公司回购股份, 而 A 股市场上是“原则禁止、例外允许”, 而这也是造成 A 股上市公司回购较少, 但在香港上市的中资股却频频回购的原因之一; 在**退市制度**上, 香港是全球主要证券市场中少有的采用非量化退市标准的市场, 而 A 股市场的强制退市制度采用量化标准, 但生效的指标较少, 自主退市制度仍存在缺失。在增发和配股、减持等股票供给方面的制度上, 香港市场也比 A 股市场更加灵活。

此外, 在二级市场**交易制度**上香港市场和 A 股也存在不少差别, 例如**交易时间**上香港市场要更长一些, 同时香港市场采用**T+0 交易制度**、没有**涨跌停板**的限制。**融资融券**制度在香港也更为成熟和灵活, 客户可以开立“孖展”账户进行融资, 也可以通过券商借入股票进行融券, 相比之下 A 股市场的各项制度建设仍有待进一步发展。具体有关两地市场制度方面的对比可以参见图表 27 中的总结。

市场工具——香港市场更为丰富

在香港联合交易所和香港期货交易所交易的产品主要可以分为**证券产品**和**衍生品**两大类。与国内最大的不同在于, **香港的结构性和衍生品较为丰富**, 交易产品包括“窝轮”、牛熊证和股票、货币及利率期货等。同时, 一些结构性产品和衍生品还可以加杠杆投资, 其交易的手段和机制也更为成熟。我们在图表 30 中香港市场的主要产品和工具进行了梳理。

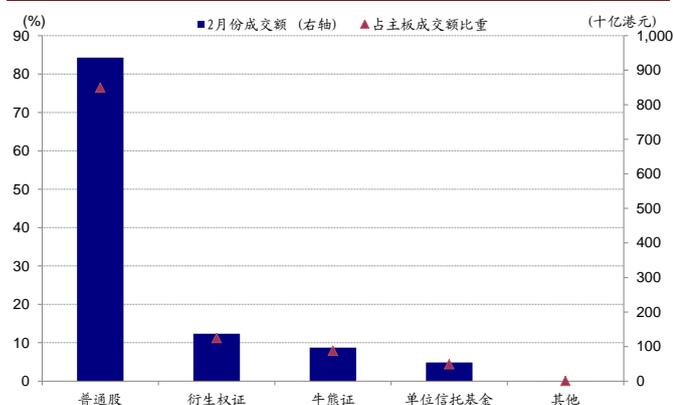
从证券产品的成交额看, 普通股票的成交额占比达到 76.5%, 其次是衍生权证和牛熊证, 分别为 11.2%和 7.9% (图表 28); 仅就衍生产品的成交量看, 规模最大的是股票期权, 接下来是 H 股指数期货、恒生指数期货和 H 股指数期权 (图表 29)。

图表 27: A 股和香港股市主要制度比较

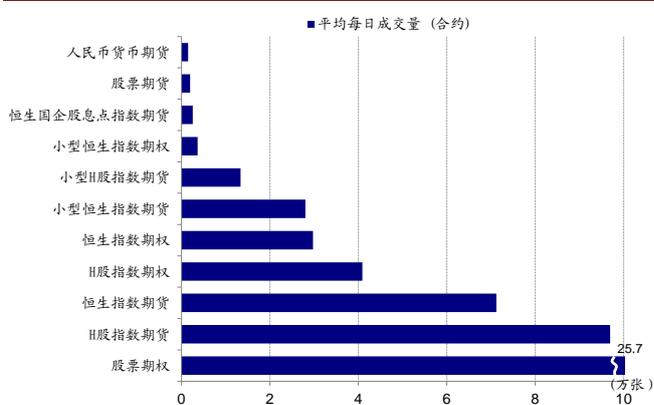
制度	A 股	港股
新股发行制度	A 股市场仍然是核准制	香港市场采用注册制。香港市场的证券发行注册环节联交所承担主导角色，实施双重存盘制度，审核兼顾效率和节奏，通常情况下 1-3 个月即可完成。定价配售环节充分发挥市场的价格发现功能，采用累计投标与固定价格相混合的机制，在定价之前，有一个预路演程序，目的是对投资者需求进行初步调查，再结合本身对发行人股票的估值，确定发行价格区间，为之后累计投标询价提供指导。香港市场更是采用多项措施提高散户中签率，降低股市资金波动和炒新行为。主板和创业板上市条件差异化，以使得处于不同发展阶段的公司都可以寻求上市
回购制度	A 股市场上是“原则禁止、例外允许”，总体上 A 股上市公司回购较少	香港原则上允许公司回购股份。香港上市公司的股份回购制度体系以《公司条例》为核心，主要受证券及期货事务监察委员会（证监会）的《公司购回本身股份守则》所监管，而执行上则受联交所主板及创业板《上市规则》监管。此外，在香港上市的中资股频频回购，例如在 2008 年 10 月，2011 年 9 月，以及 2013 年的 5 月，在香港市场下跌接近底部的时候中资股回购的次数和金额明显增多
退市制度	A 股市场强制退市制度采用量化标准，但生效的指标较少，自主退市制度存在缺失	香港是全球主要证券市场中少有的采用非量化退市标准的市场。香港联交所上市公司退市过程中发挥很大的决定性作用，能够有效治理财政出现严重问题，或者“长时间停牌”而不能复牌的公司。对自主退市并不禁止而是加以规范，防止其损害投资者的利益和破坏正常资本市场的程序。对退市程序有明确的指引，兼顾效率和节奏，注重公平性和灵活性
交易时间	工作日上午九点半至十一点半，下午一点至三点	工作日上午九点半至十二点，下午一点至四点
涨跌幅限制	A 股为 T+1 交易制度，且有涨跌幅限制（一般为 10%；ST 为 5%）	T+0 交易制度，没有涨跌幅限制
融资融券制度	尚未全面开展融资融券业务，可以融资融券的股票限制在上交所公布名单内	融资融券是市场的自由行为，投资者可以通过开立“孖展”账户进行融资，也可以通过从券商借入股票进行融券

资料来源：香港交易所网站 (http://www.hkex.com.hk/chi/index_c.htm)、上交所网站 (<http://www.sse.com.cn/>)、中金公司研究部

图表 28: 香港主板市场普通股的成交额占比达到 76.5%，其次是衍生权证和牛熊证，分别为 11.2% 和 7.9%



图表 29: 股票期权、H 股指期货、恒生指数期货和 H 股指期货期权合约交易量占衍生产品交易量前四位



Source: 香港交易所网站, 中金公司研究部 注: 图表 29 为港交所统计的 3 月份数据。

图表 30: 香港交易所证券产品和衍生产品概览

	产品类型	概述
证券产品	股票	可分为普通股及优先股, 大部份在交易所上市的股票为普通股
	预托证券	由存管人所发行, 代表着一间公司存放在存管人或其指定托管人之正股的证券
	合订证券	一般是指将发行人的不同证券在法律上捆绑在一起, 在不能单独转让或交易的基础上所作出的上市安排, 交易所只就合订证券提供单一报价
	债券	公司债券: 由私人公司或公共机构发行的债券
		可转换债券: 持有人有权在指定的转换期内或在指定的转换日, 按预先订立的条款换取或购买发债公司的股份
		外汇基金债券: 由金管局代表香港特区政府以外汇基金名义发行的港元定息债券
	单位信托/互惠基金	交易所买卖基金: 包括实物资产ETF和合成的ETF
房地产投资信托基金: 透过集中投资于可带来收入的房地产项目, 以争取为投资者提供定期收入。基金须把最少90%的除税后净收益, 以股息的形式定期派发给投资者		
结构性产品	衍生权证: 即“窝轮”, 一般分为认购权证及认沽权证。认购权证的持有人有权(但没有责任)在某段期间以预定价格向发行商购入特定数量的相关资产, 认沽权证则相反	
	牛熊证: 分为牛证和熊证, 由第三者发行, 能追踪相关资产的表现而不用支付购入实际资产的全数金额	
	股票挂钩票据: 分“看涨”、“看跌”和“勒束式”三种	
衍生产品	股市指数产品	包括恒生指数期货及期权、H股指数期货及期权、小型恒生指数期货及期权、小型H股指数期货、股息期货、恒指波幅指数期货、中华交易服务中国120指数期货、金砖市场期货
	股票产品	股票期货: 合约双方必须在一个指定的未来日期, 按既定价格(立约成价)买入或卖出相等于某一既定数量股票价值(合约乘数)的金融仓位
		股票期权: 在交易所买卖及由结算所结算的一种以个别股票为基础的金融合约, 合约主要易分为认购期权及认沽期权
	货币期货	主要是人民币货币期货, 它是根据人民币与其他货币之汇率而订立的期货合约。香港交易所的首只人民币货币期货合约以美元兑香港离岸人民币(CNH)汇率为基础。
	利率及定息产品	港元利率期货: 与香港银行同业拆息为挂勾的期货, 分一个月及三个月港元利率期货合约两种
三年期外汇基金债券期货: 以票息6%的三年期名义外汇基金债券作基准的期货		
黄金期货	黄金期货合约是一种容易接触到及具杠杆效应的投资工具, 为现有的期货投资者捕捉黄金市场的机遇	

 资料来源: 香港交易所网站 (http://www.hkex.com.hk/chi/index_c.htm)、中金公司研究部

有望受益于“沪港通”的港股标的

随着未来“沪港通”的正式实施，我们认为港股和 A 股两地市场将逐渐向更加融合一体化的方向发展，呈现出互融互通、互取所需的趋势。两地市场间在投资者结构、市场流动性、交易活跃度、行业和大小盘表现、估值水平等方面的差异也或将会逐渐收窄，我们认为，以下三类公司将有望从中收益。

值得注意的是，除了可能受益于市场成交量和经纪业务提升的标的，我们在本篇报告中对于个股标的的筛选仅限于目前宣布开放的“港股通”范围，即恒生综合大盘、中盘股指数的成份股，以及上海证券交易所上市的 A/H 两地上市公司。

- ▶ **受益于未来市场成交量和经纪业务提升的标的。**“沪港通”的实施带来的潜在香港市场成交量、以及经纪业务的提升也将明显利好港交所（00388.HK）与在两地均拥有牌照的中资券商股（图表 34）、香港部分中小券商；
- ▶ **港股市场特有的、内地市场相对稀缺标的。**港股上市的稀缺行业和个股标的也有望受到内地投资者的追捧：1）在港股市场上市的优质、具有行业代表性的中资公司，如国内互联网及软件企业（腾讯、金山软件等）、新能源及光伏、国内部分消费行业领导品牌（如日常用品、部分运动装品牌等）、国内电信运营商，等等；2）A 股市场缺乏的香港本地和外资公司，如澳门博彩股、香港本土成长消费明星股（珠宝、餐饮连锁等）（图表 33）；
- ▶ **相对于 A 股折价的 A/H 两地上市公司。**“沪港通”的实施有望使得 A/H 两地上市公司的折/溢价水平逐渐收敛，那么这或将有利于港股市场上目前相对于 A 股股价明显折让的公司。但个股选择需要注意根据个股基本面判别在个股层面上中港两地哪边定价更合理。具体见图表 31~32 中的梳理。

图表 31：深圳交易所上市，但同时为恒生综合大型、中型股指数成份股的 A/H 两地上市公司

A股代码	H股代码	中文名	英文名	GICS行业	A股股价 (RMB)	H股股价 (HKD)	(A-H)/H (%)	总市值 (US\$m)	A股		H股	
									P/E 14E	P/B 14E	P/E 14E	P/B 14E
002594 CH	1211 HK	比亚迪	Byd Co Ltd-H	可选消费品	49.75	51.10	22%	17,731	61.2	4.9	81.5	4.0
000157 CH	1157 HK	中联重科	Zoomlion Heavy-H	工业	5.03	5.85	7%	6,162	6.8	0.8	7.6	0.8
000039 CH	2039 HK	中集集团	China Intl Mar-H	工业	14.78	17.32	7%	6,127	17.0	1.7	16.1	1.7
000338 CH	2338 HK	潍柴动力	Weichai Power-H	工业	19.01	29.60	-20%	6,487	9.1	1.2	10.9	1.4

Source: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 32: 上海证券交易所上市的 A/H 两地上市公司

A股代码	H股代码	公司名称	英文名	GICS行业	A股股价 (RMB)	H股股价 (HKD)	(A-H)/H (%)	总市值 (US\$m)	A股		H股	
									P/E 14E	P/B 14E	P/E 14E	P/B 14E
600876 CH	1108 HK	洛阳玻璃	Luoyang Glass-H	工业	5.13	2.23	187%	277	N/A	N/A	N/A	N/A
600775 CH	553 HK	南京熊猫	Nanjing Panda-H	IT	9.38	4.60	155%	1,158	N/A	N/A	N/A	N/A
600806 CH	300 HK	昆明机床	Shenji Group-H	工业	4.51	2.40	135%	327	N/A	N/A	N/A	N/A
600860 CH	187 HK	ST北人	Jingcheng Mac	工业	5.30	2.85	132%	312	N/A	N/A	N/A	N/A
600874 CH	1065 HK	创业环保	Tianjin Cap-H	工业	8.11	4.55	123%	1,619	45.1	N/A	18.5	1.2
601005 CH	1053 HK	重庆钢铁	Chongqing Iron-H	原材料	2.35	1.32	122%	1,567	N/A	N/A	N/A	N/A
600871 CH	1033 HK	S仪化	Sinopec Yizhen-H	原材料	2.84	1.73	105%	2,252	N/A	N/A	N/A	N/A
600688 CH	338 HK	S上石化	Sinopec Shang-H	原材料	3.47	2.22	95%	5,087	23.4	2.0	13.1	1.1
603993 CH	3993 HK	洛阳钼业	Cmcc-H	原材料	5.66	3.63	95%	4,045	21.8	0.7	11.2	1.1
601038 CH	38 HK	一拖股份	First Tractor-H	工业	8.04	5.16	95%	1,036	29.8	1.5	10.8	0.8
601588 CH	588 HK	北辰实业	Beijing North-H	金融	2.75	2.03	69%	1,363	9.3	0.7	5.4	0.3
601717 CH	564 HK	郑煤机	Zhengzhou Coal-H	工业	5.84	4.55	60%	1,438	5.2	1.0	3.3	0.6
601880 CH	2880 HK	大连港	Dalian Port Pd-H	工业	2.47	1.97	57%	1,608	N/A	N/A	9.1	0.5
601727 CH	2727 HK	上海电气	Shanghai Elect-H	工业	3.94	3.15	56%	7,457	18.8	1.5	12.2	0.9
600685 CH	317 HK	广船国际	Guangzhou Ship-H	工业	17.14	13.74	56%	2,259	49.0	2.9	229.3	N/A
601991 CH	991 HK	大唐发电	Datang Intl Po-H	公用事业	3.76	3.22	46%	7,428	10.8	1.1	7.5	0.7
601899 CH	2899 HK	紫金矿业	Zijin Mining-H	原材料	2.29	1.98	44%	7,362	21.4	1.5	15.4	1.1
601866 CH	2866 HK	中海集运	China Shipping-H	工业	2.22	1.93	44%	3,769	158.6	1.0	N/A	0.7
601107 CH	107 HK	四川成渝	Sichuan Exp-H	工业	2.90	2.53	43%	1,302	7.6	N/A	5.8	0.5
601618 CH	1618 HK	中国中冶	Metallurgical-H	工业	1.74	1.55	40%	5,124	9.7	0.7	6.7	0.7
601600 CH	2600 HK	中国铝业	Aluminum Corp-H	原材料	3.42	3.15	36%	6,878	N/A	1.2	N/A	0.8
600332 CH	874 HK	广州药业	Baiyunshan Ph	医疗保健	25.84	24.80	30%	5,161	24.5	4.1	20.2	3.3
601998 CH	998 HK	中信银行	China Citic Bk-H	金融	5.09	4.92	29%	35,592	5.6	0.9	4.5	0.7
600188 CH	1171 HK	兖州煤业	Yanzhou Coal-H	能源	6.56	6.53	25%	4,776	14.8	0.7	13.9	0.6
600029 CH	1055 HK	南方航空	China Southern-H	工业	2.57	2.57	25%	3,832	13.0	0.7	9.7	0.5
600875 CH	1072 HK	东方电气	Dongfang Elect-H	工业	12.89	12.92	25%	4,020	10.7	1.3	9.7	1.0
600548 CH	548 HK	深高速	Shenzhen Expre-H	工业	3.73	3.75	24%	1,222	6.4	0.7	4.9	0.6
601919 CH	1919 HK	中国远洋	China Cosco Ho-H	工业	3.42	3.48	23%	5,363	N/A	1.4	N/A	1.1
601992 CH	2009 HK	金隅股份	Bbmg Corp-H	原材料	6.70	6.84	22%	4,932	7.6	1.0	6.7	0.8
600012 CH	995 HK	皖通高速	Anhui Express-H	工业	4.27	4.37	22%	1,079	N/A	N/A	6.8	0.8
600115 CH	670 HK	东方航空	China East Air-H	工业	2.52	2.62	20%	4,858	12.1	1.2	9.9	0.9
601898 CH	1898 HK	中煤能源	China Coal Ene-H	能源	4.32	4.53	19%	8,765	16.2	0.6	13.4	0.5
600362 CH	358 HK	江西铜业	Jiangxi Copper-H	原材料	12.86	13.88	16%	6,781	13.0	0.9	12.9	0.8
600808 CH	323 HK	马钢股份	Maanshan Iron-H	原材料	1.69	1.83	15%	2,033	28.6	0.5	32.6	0.5
600016 CH	1988 HK	民生银行	China Minsheng-H	金融	8.06	8.74	15%	35,828	4.7	1.0	4.4	0.9
601808 CH	2883 HK	中海油服	China Oilfield-H	能源	18.48	20.25	14%	13,539	11.2	1.9	10.4	1.7
600026 CH	1138 HK	中海发展	China Shipping-H	工业	4.26	4.75	12%	2,240	27.0	0.6	28.6	0.6
601238 CH	2238 HK	广汽集团	Guangzhou Auto-H	可选消费品	7.68	8.73	10%	7,713	11.3	1.3	10.6	1.2
601633 CH	2333 HK	长城汽车	Great Wall Mot-H	可选消费品	35.38	40.60	9%	16,856	9.8	2.9	9.9	2.8
601857 CH	857 HK	中国石油	Petrochina Co-H	能源	7.69	8.85	8%	224,580	9.9	1.2	9.8	1.0
601367 CH	2607 HK	上海医药	Shanghai Pharm-H	医疗保健	13.62	16.10	6%	5,808	14.6	1.3	13.5	1.2
601333 CH	525 HK	广深铁路	Guangshen Rail-H	工业	2.79	3.33	5%	3,154	12.3	0.7	12.4	0.7
600837 CH	6837 HK	海通证券	Haitong Securi-H	金融	10.11	12.08	4%	15,499	18.4	1.5	17.6	1.4
601818 CH	6818 HK	光大银行	Ceb Bank-H	金融	2.59	3.12	4%	19,366	3.9	0.7	3.7	0.7
600027 CH	1071 HK	华电国际	Huadian Power-H	公用事业	3.25	3.99	2%	3,845	7.0	1.0	6.5	0.9
600196 CH	2196 HK	复星医药	Fosun Pharma-H	医疗保健	20.26	25.90	-2%	7,572	19.8	2.7	22.7	2.8
601111 CH	753 HK	中国国航	Air China Ltd-H	工业	3.57	4.65	-4%	7,635	11.6	0.8	11.0	0.8
601328 CH	3328 HK	交通银行	Bank Of Commun-H	金融	3.89	5.08	-4%	47,524	4.1	0.6	4.7	0.6
601988 CH	3988 HK	中国银行	Bank Of China-H	金融	2.68	3.51	-5%	122,324	4.4	0.7	4.8	0.8
601939 CH	939 HK	建设银行	China Const Ba-H	金融	4.06	5.47	-7%	175,881	4.3	0.8	4.8	0.9
601288 CH	1288 HK	农业银行	Agricultural-H	金融	2.47	3.35	-8%	130,231	4.3	0.8	4.8	0.9
601766 CH	1766 HK	中国南车	Csr Corp Ltd-H	工业	4.70	6.38	-8%	10,580	12.3	1.6	13.3	1.7
600028 CH	386 HK	中国石化	China Petroleum-H	能源	5.32	7.23	-8%	101,984	7.6	1.0	9.0	1.1
601398 CH	1398 HK	工商银行	Ind & Comm Bk-H	金融	3.52	4.81	-9%	203,812	4.3	0.8	4.9	0.9
601800 CH	1800 HK	中国交建	China Com Cons-H	工业	3.96	5.42	-9%	10,585	4.7	0.6	5.0	0.7
600036 CH	3968 HK	招商银行	China Merch Bk-H	金融	10.39	14.24	-9%	42,943	4.3	0.8	5.0	0.9
600600 CH	168 HK	青岛啤酒	Tsingtao Brew-H	必需消费品	40.94	56.35	-9%	9,348	23.9	3.4	26.8	3.8
601390 CH	390 HK	中国中铁	China Rail Gr-H	工业	2.70	3.79	-11%	9,488	5.9	0.6	6.4	0.7
600377 CH	177 HK	宁沪高速	Jiangsu Expre-H	工业	6.35	9.02	-12%	5,323	11.4	1.6	12.8	1.8
600011 CH	902 HK	华能国际	Huaneng Power-H	公用事业	5.44	7.75	-12%	12,751	6.6	1.1	7.8	1.3
600030 CH	6030 HK	中信证券	Citic Securiti-H	金融	12.23	17.68	-14%	22,062	20.4	1.4	22.9	1.7
601628 CH	2628 HK	中国人寿	China Life Ins-H	金融	14.74	21.55	-15%	70,105	12.2	1.6	14.3	1.8
601186 CH	1186 HK	中国铁建	China Rail Cn-H	工业	4.78	7.04	-15%	9,783	5.4	0.7	6.1	0.8
601088 CH	1088 HK	中国神华	China Shenhua-H	能源	15.05	22.25	-16%	49,716	6.9	1.0	8.3	1.2
601601 CH	2601 HK	中国太保	China Pacific-H	金融	17.35	25.75	-16%	26,780	13.5	1.4	15.9	1.7
601318 CH	2318 HK	中国平安	Ping An Insura-H	金融	41.21	61.40	-16%	56,545	9.3	1.6	11.5	1.8
600585 CH	914 HK	海螺水泥	Anhui Conch-H	原材料	18.44	30.15	-24%	16,929	8.4	1.5	10.4	1.9

Source: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 33: 港股市场特有的稀缺标的筛选 (恒生综合大型、中型股指数成分股)

彭博代码	公司名	GICS行业	表现		市值和流动性		盈利和估值					中金研究	
			股价 - Apr 11, 2014	2014年初至今回报	市值 (USD mn)	交易额 (USD mn)	P/E 2014E	P/B 2014E	ROE 2014E	Dividend Yield 2014E	CAGR 13-15E	中金评级	距中金目标价涨跌幅
港股市场独特的中资股标的													
大众消费													
151 HK	Want Want China	必需消费品	12.42	10.9%	21,167	21.9	28.1	9.5	37%	2%	16%	ACCU.	2%
322 HK	Tingyi	必需消费品	22.45	0.2%	16,207	13.5	30.2	5.2	17%	2%	21%	BUY	16%
1044 HK	Hengan Intl	必需消费品	84.05	-8.2%	13,350	28.0	23.6	5.5	24%	2.6%	14%	REDUCE	-12%
2319 HK	China Mengniu Da	必需消费品	42.20	14.7%	10,654	40.1	30.6	3.4	13%	1%	29%	BUY	18%
1880 HK	Belle Internatio	可选消费品	8.36	-6.8%	9,095	28.8	12.0	2.0	17%	3.0%	7%	HOLD	14%
2313 HK	Shenzhou Intl Gp	可选消费品	25.70	-11.7%	4,638	5.7	13.7	2.5	19%	3%	14%	ACCU.	13%
6863 HK	Huishan Dairy	必需消费品	2.20	-21.4%	4,089	16.6	14.2	1.7	13%	0%	50%	N/A	N/A
2020 HK	Anta Sports Prod	可选消费品	12.64	31.7%	4,069	9.4	17.4	3.3	19%	4.0%	14%	HOLD	-2%
资产管理													
1359 HK	China Cinda As-H	金融	4.34	-10.3%	20,296	53.7	10.0	1.4	15%	2.4%	26%	BUY	52%
医疗保健													
460 HK	Sihuan Pharm	医疗保健	8.54	20.6%	5,708	29.2	22.1	4.0	19%	2%	28%	N/A	N/A
1177 HK	Sino Biopharm	医疗保健	6.62	7.6%	4,220	16.5	24.8	4.5	22%	2%	20%	N/A	N/A
IT龙头													
700 HK	Tencent Holdings	IT	525.00	6.1%	126,273	498.1	36.6	10.3	31%	0.3%	32%	BUY	38%
992 HK	Lenovo Group Ltd	IT	9.48	0.5%	12,725	85.0	15.1	3.5	25%	2.3%	22%	BUY	21%
3800 HK	Gcl-Poly Energy	IT	2.60	8.3%	5,194	44.3	21.1	2.2	9%	1%	N/A	N/A	N/A
3888 HK	Kingsoft Corp	IT	28.95	29.5%	4,418	61.2	32.4	6.3	21%	0.6%	30%	BUY	28%
电信服务													
941 HK	China Mobile	电信	74.60	-7.2%	194,511	176.0	10.9	1.4	14%	3.9%	-8%	HOLD	-13%
工业													
586 HK	China Conch Vent	工业	20.10	-5.4%	4,679	6.1	11.2	1.9	19%	2%	25%	N/A	N/A
能源和公用事业													
883 HK	Cnooc Ltd	能源	12.80	-11.2%	73,717	122.4	8.0	1.2	16%	4%	-3%	BUY	17%
2688 HK	Enn Energy Holdi	公用事业	58.30	1.7%	8,143	18.3	23.1	4.4	20%	1%	19%	BUY	8%
港股市场独特的香港本地和外资标的													
博彩公司													
1928 HK	Sands China Ltd	可选消费品	62.90	0.6%	65,429	116.4	21.0	9.7	47%	3.8%	29%	BUY	32%
27 HK	Galaxy Entertain	可选消费品	70.65	1.6%	38,625	138.7	22.5	7.0	34%	0.7%	29%	BUY	43%
1128 HK	Wynn Macau Ltd	可选消费品	34.15	-2.8%	22,851	33.6	20.8	14.7	80%	3.8%	11%	ACCU.	20%
2282 HK	Mgm China Holdin	可选消费品	29.95	-6.7%	14,680	21.6	17.8	13.7	83%	3.9%	17%	ACCU.	25%
200 HK	Melco Intl Devel	可选消费品	25.50	-10.5%	5,055	18.7	16.3	3.0	20%	1.4%	40%	N/A	N/A
大众消费													
1929 HK	Chow Tai Fook Je	可选消费品	11.46	-0.9%	14,782	10.0	15.3	2.8	20%	1.7%	28%	BUY	39%
669 HK	Techtronic Inds	可选消费品	23.25	5.7%	5,488	11.4	17.4	2.8	17%	1%	25%	N/A	N/A
511 HK	Tvb	可选消费品	46.80	-9.7%	2,644	2.7	11.8	2.4	20%	5.6%	3%	N/A	N/A
341 HK	Cafe De Coral	可选消费品	23.55	-5.8%	1,757	1.4	20.1	3.6	18%	4%	17%	N/A	N/A
116 HK	Chow Sang Sang	可选消费品	19.02	-13.9%	1,661	1.8	9.7	1.5	16%	3.8%	13%	ACCU.	30%
金融													
20 HK	Wheelock & Co	金融	32.90	-7.7%	8,623	4.1	7.8	0.4	5%	3%	20%	N/A	N/A

Source: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 34: 受益于未来市场成交量和经纪业务提升的标的筛选

彭博代码	公司名	GICS行业	表现		市值和流动性		盈利和估值					中金研究	
			股价 - Apr 11, 2014	2014年初至今回报	市值 (USD mn)	交易额 (USD mn)	P/E 2014E	P/B 2014E	ROE 2014E	Dividend Yield 2014E	CAGR 13-15E	中金评级	距中金目标价涨跌幅
受益于“沪港通”的交易所和券商													
6030 HK	Citic Securiti-H	金融	17.68	-16.4%	22,061	24.6	22.9	1.7	8%	1.8%	25%	BUY	23%
388 HK	Hkex	金融	146.00	12.9%	21,881	66.1	32.0	8.0	26%	2.8%	16%	BUY	12%
6837 HK	Haitong Securi-H	金融	12.08	-10.5%	15,498	20.9	17.6	1.4	8%	1.8%	22%	ACCU.	7%
6881 HK	Cgs-H	金融	5.37	-20.6%	5,221	11.3	13.0	1.2	9%	2.1%	15%	N/A	N/A
1788 HK	Guotai Junan	金融	4.66	18.3%	1,039	4.0	14.3	1.9	13%	3.0%	44%	N/A	N/A
227 HK	First Shanghai	金融	0.99	45.6%	179	0.8	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
111 HK	Cinda Internatio	金融	0.95	-12.8%	79	0.3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Source: 彭博资讯, 中金公司研究部

第二章：中港两市，“同”与“不同”

向内地投资者介绍港股，向海外投资者介绍 A 股

“沪港通”启航在即，大陆和香港两地市场将越来越一体化。我们曾在 4 月 14 日发布的《沪港通》策略系列（1）—你所要知道的港股市场》报告中对港股市场作了简要的介绍，这篇报告中我们系统性地对比中港两地市场，并力图将两地市场置于中国市场的统一框架之下，通过对比向内地投资者介绍港股，向海外投资者介绍 A 股。

A 股、港股两地行业分布和个股的互补性

我们在图表 16/17 中详细列示了 A 股和港股在各细分子行业的公司分布及市值相对大的龙头公司。

对比大陆市场和港股市场，A 股在原材料（尤其化工、建材等）、工业与资本品（特别是工业机械、国防与军工、电力设备等）、必需消费品（白酒、啤酒、农产品等）、医疗保健、电子元器件等领域公司选择比港股更加丰富。

而在港股市场，油气服务等行业、金融行业特色类公司（如资产管理）、地产特色类公司（如地产经营）、可选消费（如专卖店、鞋类、运动与休闲服装、电影与娱乐、博彩、餐饮等）、电信与科技（电信公司、互联网与软件）内有比 A 股市场中更强势的品牌或者更丰富的选择。

中港互投，几点注意事项

投资者结构：A 股散户投资者占主导（占据可交易市值及实际交易量的八成以上），港股以机构投资者为主（占成交额 60% 以上，远高于散户）。这一点不同，并结合其他方面的一些不同，导致了两地市场行为呈现显著的不同。

交易活跃度：由于散户交易频繁，导致 A 股交易活跃度远高于港股市场（以自由流通市值计，A 股 2013 年换手率 630% vs. 港股 88%），特别 A 股中小市值股票的交易活跃度远高于港股。

大小盘估值：与前两点相联系，A 股与港股另外一个重要的市场表现差异是，A 股“轻大盘、重小盘”，而港股呈现的特征是“轻小盘，重大盘”。其结果是：尽管两地估值差异在逐渐缩小，但 A 股很多大盘股相对港股有折价，而中小盘则依然呈现较为明显的估值溢价。

市场流动性：A 股市场流动性主要受国内宏观政策、国内投资者情绪影响，而香港市场受国际宏观和流动性环境影响较大。虽然近年来两地相关度在提高，但由于 A 股相对较封闭，两地流动性仍有显著差别。

市场工具：相比 A 股市场，香港市场衍生工具和结构性工具较 A 股更为丰富，包括融资融券工具、权证、股指期货等等。

市场制度：两地市场在市场基本制度（IPO、再融资、退市、回购等）以及交易制度（交易机制、交易费用）上都有差异，详见图表 88。值得一提的是，股票供应制度如增发与配股比 A 股更加灵活，再加上市场多空工具比 A 股更加丰富，市场定价纠错机制要比 A 股更加丰富。

我们将在后续的一系列报告中更加深入地比较中港两地投资的相同和不同，敬请关注。

图表

图表 1: 中资股在全球各主要市场的概况一览	20
图表 2: 在上海/深圳交易所上市的 A 股、B 股公司数量	21
图表 3: 香港本地及外资股、红筹股、H 股、中资民营股公司数量	21
图表 4: 按市值总额来看, 中国已经是世界第三大证券市场, 香港则是第五大证券市场	21
图表 5: 上交所及深交所 A 股/B 股市值变化	23
图表 6: 港股分类市值变化	23
图表 7: A 股、港股“老经济”行业占比较高	23
图表 8: A 股上游行业、消费品及医疗保健行业市值较高, 港股金融、公共事业、电信、信息科技市值较高	23
图表 9: A 股市场近年来老经济板块市值占比逐渐减小, 新经济占比提升	24
图表 10: 香港中资股也是如此, 除电信外其他各“新经济”行业市值占比均不断提高	24
图表 11: A 股非国企上市公司数目占比已经超过国企, 市值占比近年来持续提高	24
图表 12: 港股中资企业中非国企占比已接近 70%, 但市值占比仅 30% 左右	24
图表 13: A 股有较多的上游行业及医疗保健行业公司, 港股有较多的金融、公共事业、电信行业公司	24
图表 14: A 股、香港中资股、本地及外资股各行业股票数目及市值	25
图表 15: A 股、香港中资股、本地及外资股各行业股票数目及市值 (续)	26
图表 16: A 股、香港中资股、本地及外资股各行业代表性股票 (主要列示各行业市值最大的五只股票)	27
图表 17: A 股、香港中资股、本地及外资股各行业代表性股票 (续)	28
图表 18: 上海证券交易所市值最大的 100 家公司 (除去 A/H 两地上市公司)	29
图表 19: 深圳证券交易所市值最大的 100 家公司 (除去两地上市公司)	30
图表 20: 香港交易所市值最大的 100 家公司 (除去两地上市公司)	31
图表 21: 中港两地主要指数特征一览	32
图表 22: 港交所交易额中来自于衍生品的交易额占比远高于上交所和深交所	33
图表 23: 股票期权、H 股指数期货、恒生指数期货和 H 股指数期权合约占衍生产品交易量前四位 (3 月份数据)	33
图表 24: 香港市场证券产品和衍生产品概览及与 A 股对比	33
图表 25: A 股日均交易额超过 100 万元的 ETF (按主题分类)	34
图表 26: 港股主要上市 ETF	35
图表 27: A 股上市公司的股权结构	36
图表 28: 估算自由流通市值的持股结构 (1H13)	36
图表 29: A 股散户成交量占比超过 80%, 虽然近年来有所下降, 但仍占据主导地位	36
图表 30: 散户投资者中绝大多数所持有市值不超过 10 万元	36
图表 31: 过去十年香港现货市场海外投资者的交易额占比持续攀升, 占据绝对的主导位置	37
图表 32: 海外投资者仍然主要来自美国和欧洲, 但中国内地投资者持续稳步增加, 目前占比已达到 11%	37
图表 33: 2000 年以来 A 股价值、成长指数表现接近	38
图表 34: 而香港中资股“价值”大幅跑赢“成长”	38
图表 35: A 股小盘股相对表现明显好于港股	38
图表 36: 而 A 股高分红股票表现弱于港股 (07 年以来, 恒生高股息指数跑赢上证红利指数)	38
图表 37: A 股“新经济”板块交易额占比的增加明显快过其市值占比提高的速度	38
图表 38: 而香港中资股新经济板块交易额的变化基本与板块市值的变化同步	38
图表 39: A 股新经济指数从 2009 年起开始跑赢老经济指数	39
图表 40: 而香港中资股新经济指数从 11 年下半年才开始跑赢老经济指数	39
图表 41: A 股分板块日均交易额 (月度)	40
图表 42: 港股分板块日均交易额 (月度)	40
图表 43: A 股市场的交易更为活跃, 换手率明显高出港股市场	40
图表 44: A 股市场换手率在主要市场中亦处于最高水平 (2013, 以流通市值计)	40
图表 45: 市场结算资金余额与上证指数高度相关	41
图表 46: 海外资金流向与 A 股指数关联性逐渐提高	41
图表 47: 新增账户数是市场情绪的体现指标之一	41
图表 48: 账户活跃度与上证指数关联紧密	41
图表 49: 国际主要指数相关性矩阵 (过去五年)	42
图表 50: 流入香港和中国股市的全球资金累计规模与 MSCI 中国指数的相关性比沪深 300 指数更加显著	43
图表 51: 全球资金流动的周度变化情况也与指数每周的表现, MSCI 中国也比沪深 300 相关性更强	43
图表 52: 全球风险上升时 (表现为 VIX 指数大幅攀升), 资金通常流出香港股市, 从而进一步对市场造成压力	43

图表 53: 全球货币政策环境的变化 (如 QE 和 LTRO), 通常会对流入香港和中国的资金流向直接的影响	43
图表 54: 香港市场资金流动有较强的趋势性, 流入和流出的状态往往保持连续数周	43
图表 55: 美元兑港币汇率也是观测资金流入香港的一个重要指标	43
图表 56: 从过去几年的历史平均水平来看, MSCI 中国指数的估值水平明显低于沪深 300 指数; 但最近几年间, 这一差距正逐渐收窄	44
图表 57: 当前 MSCI 中国指数 12 个月动态市盈率和静态市净率分别为 8.9 倍和 1.5 倍, 与沪深 300 指数 8.4 倍和 1.4 倍的估值水平基本相当	44
图表 58: A 股、港股分行业动态市盈率对比	44
图表 59: A 股、港股分行业前向市净率对比	44
图表 60: 全部 A 股分行业动态市盈率情况: 老经济行业均处于估值区间底部	45
图表 61: ... 全部 A 股分行业前向市净率情况也是如此	45
图表 62: 全部港股分行业动态市盈率情况	45
图表 63: 全部港股分行业前向市净率情况	45
图表 64: MSCI China 分行业动态市盈率情况与 A 股类似	45
图表 65: MSCI China 分行业前向市净率情况	45
图表 66: A 股、港股新经济板块相对老经济板块市盈率溢价: A 股溢价提升先于港股	46
图表 67: A 股、港股新经济板块相对老经济板块市净率: A 股溢价提升同样先于港股	46
图表 68: 与 A 股市场对于小盘股的热情相反, 港股市场的小盘股 (MSCI 中国小盘股) 相对大盘股 (MSCI 中国) 往往存在一定的估值折价	47
图表 69: 相比两地上市的大盘股已经趋近于 0 的溢价水平, 市值相对较小公司的 A 股价格仍远远高于其 H 股	47
图表 70: 全部 A 股分行业大/小市值股票市盈率 (TTM) 对比	47
图表 71: 全部 A 股分行业大/小市值股票市净率 (最新) 对比	47
图表 72: 全部港股分行业大/小市值股票市净率 (最新) 对比	47
图表 73: 香港中资股分行业大/小市值股票市净率 (最新) 对比	47
图表 74: A 股相对 H 股溢价不断缩窄	48
图表 75: 恒生 AH 股溢价指数	48
图表 76: 分行业折价/溢价情况	48
图表 77: 换手率的提高与溢价收窄同步	48
图表 78: A/H 股溢价列表	49
图表 79: A 股融资总额	51
图表 80: 全部港股融资总额	51
图表 81: 上海和深圳交易所历年新上市公司数和退市公司数对比	51
图表 82: 香港联交所主板新上市和退市证券数	51
图表 83: 2000 年以来, A 股股市回购量远小于发行量	51
图表 84: 香港中资股频频回购, 尤其是在市场下跌接近底部的时候明显增多	52
图表 85: 从历史数据看, 香港中资股在市场估值较低的时候放量回购	52
图表 86: 1994 年以来, A 股累计融资超过累计分红, 随着上市公司对分红更为重视, 差距在近几年有所缩小	52
图表 87: 港股累计分红超过累计融资, 显示上市公司“回报”多于“索取”	52
图表 88: A 股和香港股市市场制度及交易制度比较	53

一张图对比 A 股和港股

六大方面	具体对比	A股	港股
市场基本情况	市场构成和结构	沪深两市共有A股上市公司2516家 上交所：950家，全属主板公司；深交所：1566家，其中主板452家，中小板719家，创业板379家	分为主板和创业板，目前共有股票1681只。主要分为四类：香港本土公司和外资公司、中资红筹股、中资H股、中资民营股。其中H股182只，红筹股182只，香港中资股473只，香港本地及外资股883只
	市场规模	按市值总额来看，中国大陆已经成长为世界第三大证券市场	香港是第五大证券市场
股票情况	行业结构	“老经济”行业占比较高，但近年来新经济市值占比逐渐扩张 中上游行业（包括能源、原材料等）市值占比高于港股	“老经济”行业占比较高，但近年来新经济市值占比逐渐扩张 金融、电信、信息科技行业占比高于A股
	国企/民企结构	以数量计非国企数量已经超过国企，二者市值也已相当接近	虽然国企/非国企上市公司数量之比已达到3:7，但是国企港股市值占中资股市值比例仍有70%左右
	股票	以公司数量计，A股占优的子行业包括金属、建筑建材、化工子行业、港口、公路运输、航空国防、电气设备、百货、家电、汽车及汽车产业链、农产品、啤酒、白酒、中药、制药及电子等。 A股在原材料（尤其化工、建材等）、工业与资本品（特别是工业机械、国防与军工、电力设备等）、必需消费品（白酒、啤酒、农产品等）、医疗保健、电子元器件等领域公司选择比港股更加丰富。	以公司数量计，港股占优的子行业包括部分金融子行业（包括保险、资本市场、资产管理及房地产等）、纸材料包装、燃气、电力生产商、专卖店、休闲设施、电影与娱乐、广告、赌场、烟草、电信、电脑存储与设备等 油气服务等行业、金融行业特色类公司（如资产管理）、地产特色类公司（如地产经营）、可选消费（如专卖店、鞋类、运动与休闲服装、电影与娱乐、博彩、餐饮等）、电信与科技（电信公司、互联网与软件）内有比A股市场中更强势的品牌或者更丰富的选择。
	代表性指数	交易所指数：上证综指、深证综指、上证180和上证380等 中证指数：沪深300，中证100，中证500等 B股指数：上证B指，深证B指 与海外指数关联性较弱	包含香港本地股、外资股、中资股：恒生指数，恒生综指大/中盘指数 只包含中资股：MSCI中国指数、恒生国企指数 与海外指数关联性较强
投资者结构	其他市场工具	上市证券主要为普通股及债券，主要衍生品包括沪深300股指期货以及5年期国债期货	其他交易工具较为丰富，包括优先股、预托证券、REITs、“窝轮”、牛熊证、丰富的股指期货、股票期货、股票期权、货币期货、利率及定息产品等
	投资者结构	自由流通市值中机构投资者持股比例仅为19%，而散户投资者持股比例高达81% 从成交量上看，散户交易额占比超过80%，且散户中绝大部分投资者所持有的股票市值不超过人民币十万元	按投资者类别划分，整体机构投资者成交占比高达61%，远远高于个人投资者~23%的水平
	投资者偏好：价值、成长分化	2001年以来，价值股、成长股表现接近	价值股大幅跑赢成长股
流动性	投资者偏好：大、小分化	过去十年，小盘股远远跑赢大盘股	过去十年，小盘股的相对表现远逊A股
	投资者偏好：对高分红股票的偏好不同	A股投资者对高分红公司的兴趣并不强，投资于高分红股票的策略在A股表现较差	投资于高分红股票的策略在港股表现好于A股
	成交额与换手率情况	成交额较高，换手率高于其他所有主要市场	成交额较低，换手率远低于A股
估值	大小盘流动性差异	大小盘差异不明显，小盘股流动性较好	大小盘差异明显，小盘股流动性较差
	流动性环境的影响因素	散户主导的市场，受内地流动性影响较大，主要观测指标：市场结算资金余额、新增账户数、账户活跃度 近年来与海外市场资金流动关联性提高	受海外资金流向影响更大，与海外市场风险偏好，以及全球宏观和货币政策环境密切相关，此外美元兑港币汇率也是观测资金流入香港的一个重要指标
	整体估值情况	历史估值高于港股，近年来差异逐渐缩窄；沪深300指数动态市盈率：8.4倍，历史市净率：1.4倍	历史估值低于A股，近年来差异逐渐缩窄；MSCI中国指数动态市盈率：8.9倍，历史市净率：1.5倍
市场基本制度	分行业估值情况	“老经济”板块处于历史估值区间底部，“新经济”板块的估值从08、09年左右就开始超过“老经济”板块	“老经济”板块处于历史估值区间底部，“新经济”估值溢价的提升是从10、11年左右开始出现
	大小盘估值溢价/折价	小盘存在估值溢价	大盘存在估值溢价
	两地上市股票折溢价	小盘存在估值溢价	大盘存在估值溢价
市场制度	新股发行	A股采用核准制，正在向注册制过渡。	香港市场采用注册制。
	再融资	再融资限制条件较多	比A股市场更加灵活，供给很灵活
	退市制度	A股市场强制退市制度采用量化标准，但生效的指标较少	香港采用非量化退市标准，香港联交所上市公司退市过程中发挥很大的决定性作用，退市制度较为有效
交易制度	回购	“原则禁止、例外允许”；总体上回购较少	“原则允许、例外禁止”；在香港上市的中资股频频回购
	分红制度	半强制分红：规定了差异化的现金分红政策并提出了量化的规定	无量化规定，但上市公司多主动选择分红以吸引投资者
	外资持股比例	对所有境外投资者及单个境外投资者持股比例均做出限制	无限制
交易制度	业绩披露	每季度公布定期报告；满足一定条件要求披露业绩预告；财务年度统一为1月1日-12月31日	法定信息披露为每年两次，季报属于自愿披露；业绩预告及业绩快报为自愿披露；无统一财务年度
	交易时间	工作日上午九点半至十一点半，下午一点至三点	工作日上午九点半至十二点，下午一点至四点
	交易机制及涨跌停限制	A股为T+1交易、T+1交收，且有涨跌幅限制（一般为10%；ST为5%）	T+0交易、T+2交收，没有涨跌幅限制
交易制度	股票面值	绝大多数均为人民币1元	无统一的规定。常见面值多为1仙(1分)、1角、1港元等，差异较大
	融资融券制度	尚未全面开展融资融券业务，可以融资融券的股票受限	融资融券是市场的自由行为，投资者可以通过开立“孖展”账户进行融资，也可以通过从券商借入股票进行融券
	买卖价差及报价单位	最小报价单位统一规定为0.01元	不统一买卖的价格
交易费用及税收	1) 佣金，0.03%到0.3%，最低收5元；2) 过户费每1000股收0.75元（沪市收，深市不收），其他杂费1-5元；3) 印花税0.1%；4) 不需缴纳资本利得税；5) 红利税差别征收	1) 佣金，最低标准是0.25%；2) 0.005%的联交所交易费用，0.005%的证监会监管费用，及0.002%的投资者赔偿资金费用；3) 印花税0.1%；4) 不需缴纳资本利得税；5) 不需缴纳红利税	

Source: 公开资料，中金公司研究部

市场基本情况

A 股股票市场泛指在上海证券交易所（下称“上交所”）和深圳证券交易所（下称“深交所”）交易的股票。目前沪深两市共有 A 股上市公司 2516 家，其中：

- ▶ **上交所**：950 家，全属主板公司；
- ▶ **深交所**：1566 家，其中主板 452 家，中小板 719 家，创业板 379 家；

此外，还有 **105 家 B 股公司**在上海或深圳交易所交易：其中上交所 53 家，深交所 52 家。B 股指人民币特种股票，是以人民币标明流通面值，以外币认购和交易的特种股股票。

港股股票市场指的是在香港交易所（下称“港交所”）主板和创业板内交易的股票，目前共有股票 1681 只，主要分为四类：

- ▶ **香港本土公司和外资公司**，比如长江实业（00001.HK）和汇丰银行（00005.HK）；
- ▶ **中资红筹股**，注册地为中国大陆以外的地区，多为中央或地方政府直接、间接控制的企业，比如招商局国际（00144.HK）；
- ▶ **中资 H 股**，注册地为中国大陆，多为国企，同时 A/H 两地上市公司均为此类，典型公司如中国石油（00857.HK）；
- ▶ **中资民营股**，亦称“P 股”，即注册地为中国大陆以外的地区，但主要在中国开展业务的民企，比如李宁（02331.HK）、安踏体育（02020.HK）等等。

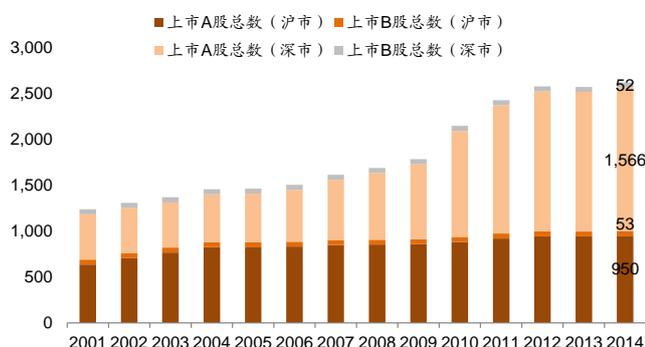
跨市场对比来看，中国已经成长为仅次于美国和日本的世界**第三大证券市场**，香港是第五大证券市场。

Figure 1: 中资股在全球各主要市场的概况一览

市场	中资股数量	市值总额	自由流通市值总额	百万美元			平均自由流通市值	平均自由流通市值	平均交易额	年化值	% of 2013 GDP	
				平均自由流通市值占比	3个月日均交易额	平均市值					换手率 (%)	市值
中国大陆	2,621	3,899,210	1,448,136	37.1%	36,014	1,539	572	14.2	622	41.9	15.5	
A股	2,516	3,872,122	1,425,527	36.8%	35,948	1,593	586	14.8	630	41.6	15.3	
上交所	950	2,433,964	801,158	32.9%	15,280	2,626	864	16.5	477	26.1	8.6	
深交所	1,566	1,438,159	624,369	43.4%	20,669	956	415	13.7	828	15.4	6.7	
B股	105	27,088	22,609	83.5%	65	266	222	0.6	72	0.3	0.2	
上交所	53	13,146	11,498	87.5%	28	253	221	0.5	62	0.1	0.1	
深交所	52	13,942	11,111	79.7%	37	279	222	0.7	83	0.1	0.1	
香港	1,681	3,701,809	1,957,079	52.9%	6,901	2,294	1,213	4.3	88	39.7	21.0	
H股	187	590,243	392,005	66.4%	2,129	3,208	2,130	11.6	136	6.3	4.2	
红筹股	129	582,107	200,709	34.5%	1,005	4,548	1,568	7.9	125	6.2	2.2	
P股	482	452,357	199,051	44.0%	1,721	1,001	440	3.8	216	4.9	2.1	
香港本地及外资股	883	2,077,101	1,165,314	42.9%	2,045	2,444	1,371	2.4	44	22.3	12.5	
美国	216	210,990	69,640	33.0%	4,033	1,039	343	19.9	1448	2.3	0.7	
中概股	200	201,080	64,449	32.1%	3,870	1,070	343	20.6	1501	2.2	0.7	
港股美国ADR	16	9,911	5,192	52.4%	163	661	346	10.8	784	0.1	0.1	
新加坡	134	60,405	31,523	52.2%	127	559	292	1.2	101	0.6	0.3	
伦敦	26	2,403	657	27.3%	2	114	31	0.1	67	0.0	0.0	
加拿大	44	1,700	1,111	65.4%	3	50	33	0.1	77	0.0	0.0	
德国	20	1,064	342	32.1%	1	67	21	0.1	65	0.0	0.0	
海外上市总计	1,226	1,891,360	889,847	47.0%	8,858	1,672	787	7.8	249	20.3	9.6	
中资股总计	3,847	5,790,570	2,337,982	40.4%	44,872	1,580	638	12.2	480	62.2	25.1	

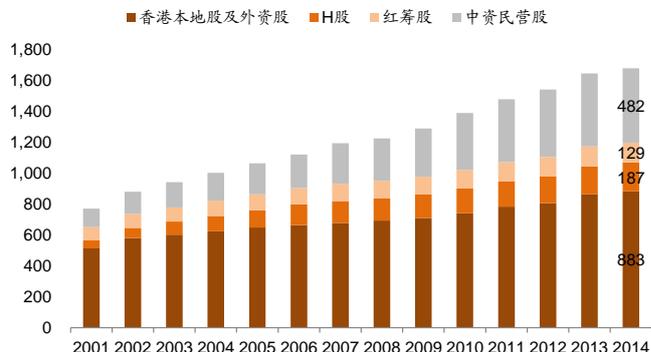
Source: Bloomberg, Wind, IMF, WFE, 交易所资料, 中金公司研究部 (注: 由于各数据来源统计口径不同, 本篇报告中不同图表中各个市场总市值、成交额等数据可能有微小差异; 本表中平均市值、自由流通市值及交易额的计算为总市值、自由流通市值、交易额分别除以活跃交易股票数; 本表中换手率为依据自由流通市值计算)

Figure 2: 在上海/深圳交易所上市的A股、B股公司数量



Source: Wind, 中金公司研究部

Figure 3: 香港本地股及外资股、红筹股、H股、中资民营股公司数量



Source: Wind, Bloomberg, 中金公司研究部

Figure 4: 按市值总额来看, 中国已经是世界第三大证券市场, 香港则是第五大证券市场

国家	市值总额 (十亿美元)	证券化率 (总市值/GDP)	市值总额 (2003年)	市值总额 CAGR	日均成交额 (十亿美元)	平均换手率
美国	24,035	143%	14,173	5.4%	166.5	175%
日本	4,543	93%	2,953	4.4%	28.4	153%
中国	3,949	43%	513	22.6%	32.1	193%
欧洲	3,584	N/A	2,076	5.6%	6.7	53%
香港	3,101	1133%	715	15.8%	5.4	44%
印度	2,252	120%	532	15.5%	2.3	25%
加拿大	2,114	116%	910	8.8%	5.5	66%
德国	1,936	53%	1,079	6.0%	5.4	77%
瑞士	1,541	237%	727	7.8%	2.7	48%
澳大利亚	1,366	91%	586	8.8%	4.1	61%
韩国	1,235	101%	298	15.3%	5.3	112%
西班牙	1,117	82%	726	4.4%	4.6	87%
台湾	823	168%	379	8.1%	2.6	76%
俄罗斯	771	36%	N/A	N/A	1.1	32%
新加坡	744	252%	149	17.5%	1.1	48%
墨西哥	526	42%	123	15.7%	0.7	32%
泰国	354	92%	119	11.5%	1.6	90%
印尼	347	40%	55	20.3%	0.6	27%
菲律宾	217	80%	23	25.1%	0.2	19%

Source: Bloomberg, IMF, WFE, 中金公司研究部, 数据截止于2013年 (注: 本表中换手率为依据流通市值计算)

上市股票：两地互补

总规模

截至13年底，沪深两市上市A股公司总市值23.8万亿人民币（约合3.9万亿美元），其中上海15.1万亿人民币（约合2.5万亿美元），深圳8.7万亿（约合1.4万亿美元）。在全部A股流通市值中，上交所流通市值占比超过70%，深交所占比40%左右。上交所大盘股较多，而深交所中小盘股票较多。相比之下，香港上市公司总市值24.6万亿港币（合3.2万亿美元），其中中资股市值13.3万亿港币（合1.7万亿美元），占比约54%。

市值结构

香港中资股与A股的市值结构呈现类似特征：即以行业市值占比计，固定资产投资相关的“老经济”行业（包括金融、能源、原材料、工业、公用事业）、国有企业占比较高，而消费相关的“新经济”行业、民营企业占比较低。

这与历史上中国优先国有企业上市、支持投资增长有关。两个市场对比来看，A股市场中上游行业（包括能源、原材料等）市值占比高于港股，而港股的金融、电信、信息技术行业占比高于A股，两地市场结构呈现互补格局。两个市场在近年均呈现“老经济”市值占比收缩、新经济市值占比扩张的趋势，侧面反映了中国经济结构的转型。

近年来中港两地民营企业上市步伐加快，以数量计非国企数量已经超过国企，二者市值也已相当接近。对比香港中资股来看，虽然国企/非国企上市数量之比已达到3:7，但是市值占比则相反，国企港股市值占比仍有70%左右。

代表性指数介绍

A股的主要指数有：上证综指、深证综指、沪深300，以及由于“沪港通”的公布而进入人们视线的上证180和上证380指数等等。

港股的主要指数有：包含香港本地股、外资股和中资股的恒生指数和恒生综指，以及被列入“沪港通”的恒生综指大盘、中盘指数。只覆盖中资股的主要指数则有恒生国企指数（亦称“H股指数”）和MSCI中国指数。

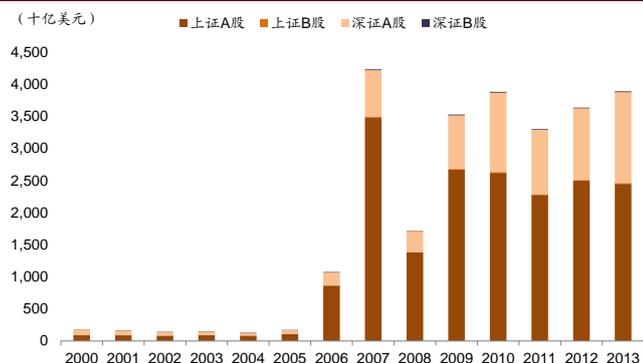
我们在下表梳理了它们各自的主要特征，以供投资者参考。港股指数与海外主要指数的相关性要强于内地指数，MSCI中国指数与内地主要指数之间相关性最强。

行业分布及公司对比

对比大陆市场和港股市场，A股在原材料（尤其化工、建材等）、工业与资本品（特别是工业机械、国防与军工、电力设备等）、必需消费品（白酒、啤酒、农产品等）、医疗保健、电子元器件等领域公司选择比港股更加丰富；

而在港股市场，油气服务等行业、金融行业特色类公司（如资产管理）、地产特色类公司（如地产经营）、可选消费（如专卖店、鞋类、运动与休闲服装、电影与娱乐、博彩、餐饮等）、电信与科技（电信公司、互联网与软件）内有比A股市场中更强势的品牌或者更丰富的选择。

Figure 5: 上交所及深交所 A 股/B 股市值变化



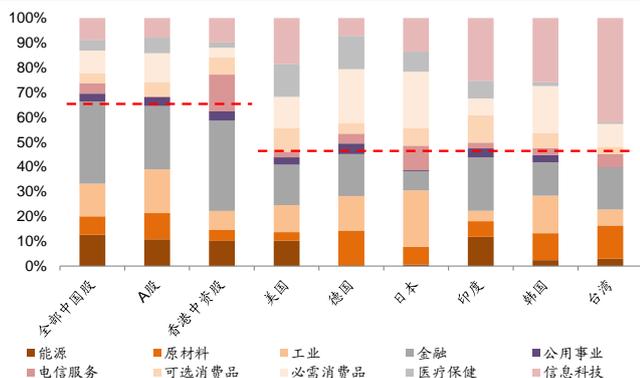
Source: Wind, 中金公司研究部

Figure 6: 港股分类市值变化



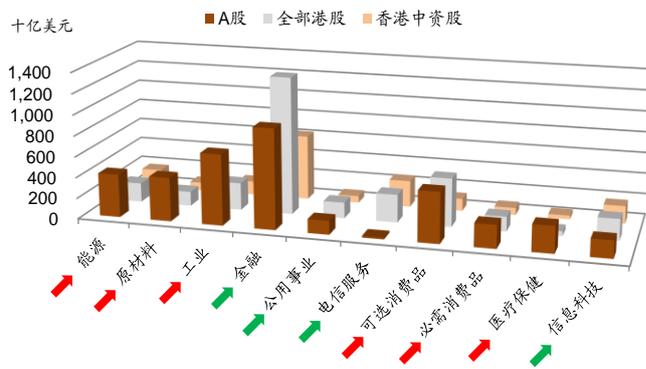
Source: Bloomberg, Wind, 中金公司研究部

Figure 7: A 股、港股“老经济”行业占比较高



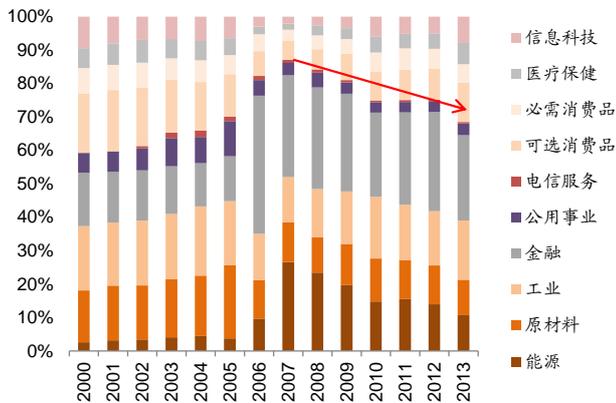
Source: Wind, Bloomberg, 中金公司研究部

Figure 8: A 股上游行业、消费品及医疗保健行业市值较高，港股金融、公共事业、电信、信息技术市值较高



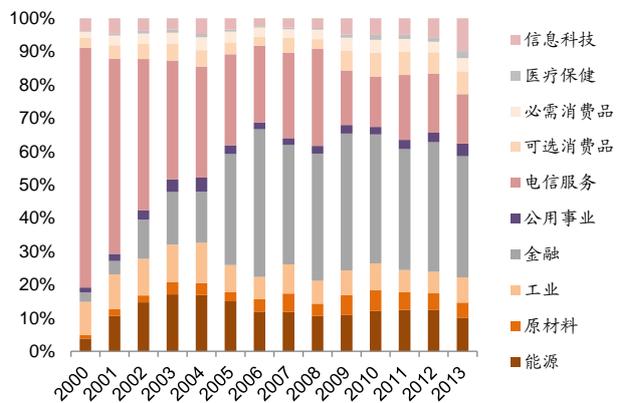
Source: Wind, Bloomberg, 中金公司研究部

Figure 9: A股市场近年来老经济板块市值占比逐渐减小, 新经济占比提升.....



Source: Wind, 中金公司研究部

Figure 10: ...香港中资股也是如此, 除电信外其他各“新经济”行业市值占比均不断提高



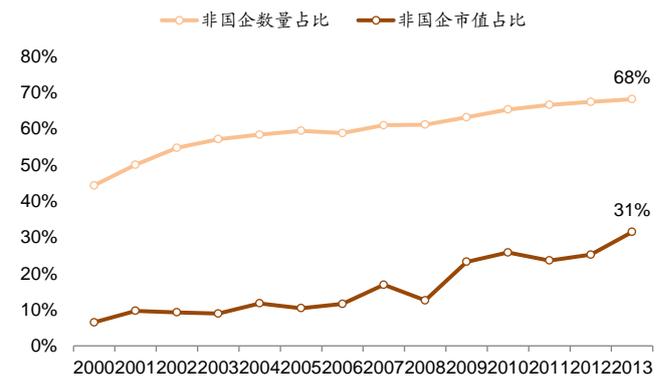
Source: Wind, 中金公司研究部

Figure 11: A股非国企上市公司数目占比已经超过国企, 市值占比近年来持续提高



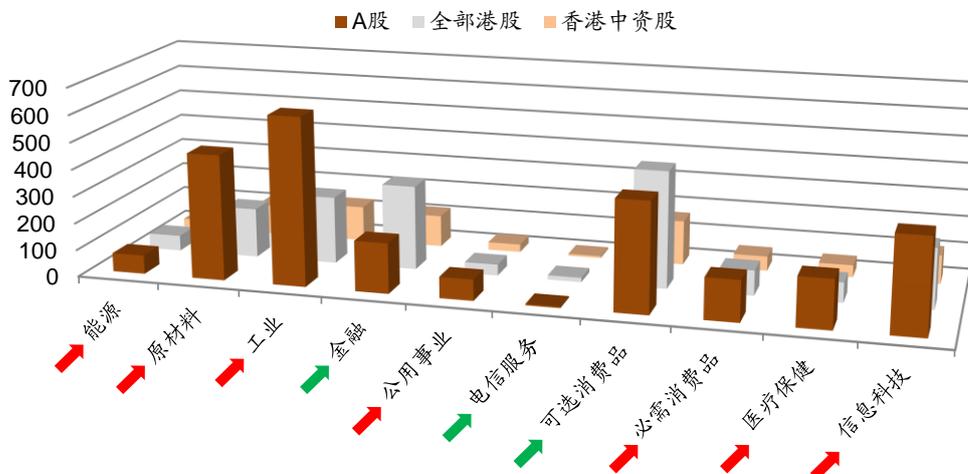
Source: Wind, 中金公司研究部

Figure 12: 港股中资企业中非国企占比已接近70%, 但市值占比仅30%左右



Source: Wind, Bloomberg, 中金公司研究部

Figure 13: A股有较多的上游行业及医疗保健行业公司, 港股有较多的金融、公共事业、电信行业公司



Source: Wind, 中金公司研究部

Figure 14: A股、香港中资股、本地及外资股各行业股票数目及市值

GICS行业	分大行业类别						A股		香港中资股		香港本地/外资股		
	A股		香港中资股		香港本地/外资股		公司数量	A股市值 (十亿美元)	公司数量	港股市值 (十亿美元)	公司数量	港股市值 (十亿美元)	
	数量	市值	数量	市值	数量	市值							
能源	综合性石油天然气企业						2	277	2	44	2	0	
	石油与天然气炼制与销售						7	5	2	3	2	1	
	石油与天然气勘探与生产	69	413.3	32	174.3	25	8.1	1	6	3	98	6	3
	石油与天然气储存与运输						2	2	6	2	2	2	
	石油天然气设备与服务						17	30	9	11	1	0	
	煤炭与消费用燃料						40	93	10	16	12	1	
金融	综合性银行						13	569	10	380	9	310	
	区域性银行						3	19	4	3	0	0	
	投资银行业与经纪业						19	107	7	9	31	9	
	多元化保险						2	47	2	39	0	0	
	人寿与健康保险						2	55	3	30	3	98	
	财产与意外伤害保险						0	0	2	10	0	0	
	保险经纪商						0	0	0	0	1	0	
	综合性资本市场						0	0	0	0	5	1	
	资产管理与托管银行						3	5	5	7	26	7	
	消费信贷	186	960.4	118	625.4	194	692.7	0	0	6	4	7	2
	特殊金融服务						0	0	1	0	4	20	
	其它综合性金融服务						0	0	1	3	6	2	
	互助储蓄银行与抵押贷款						0	0	0	0	2	0	
	房地产开发						134	145	57	123	28	27	
	房地产经营						7	6	4	2	28	26	
	房地产服务						1	1	1	0	2	0	
	多样化房地产						0	0	12	15	38	190	
多领域控股						2	7	3	1	4	0		
原材料	金属						80	92	0	0	0	0	
	铝						19	19	5	7	3	5	
	钢铁						41	55	19	13	5	1	
	金属与玻璃容器						8	6	4	1	3	0	
	黄金						9	19	5	3	2	2	
	贵金属与矿石						2	1	4	1	1	0	
	多种金属与采矿						0	0	20	14	15	38	
	建材						45	44	10	18	6	2	
	多元化工	464	419.4	111	77.4	72	59.3	3	1	2	1	0	0
	基础化工						110	73	12	5	7	2	
	精细化工						35	31	7	4	5	1	
	化纤						29	17	0	0	0	0	
	化肥与农用化工						44	37	7	3	1	0	
	林业产品						12	7	6	3	7	0	
	纸制品						23	13	4	5	2	4	
纸材料包装						3	3	6	1	14	2		
工业气体						1	1	0	0	1	2		
工业	建筑与工程						47	89	18	21	28	5	
	建筑产品						32	17	3	1	2	1	
	建筑、农业机械与重型卡车						50	80	11	10	2	0	
	铁路						4	21	1	1	1	22	
	机场服务						5	8	2	2	1	2	
	航空货运与物流						12	10	6	3	2	3	
	航空						4	15	3	6	1	8	
	海运						14	16	7	7	6	5	
	海港与服务						18	41	8	15	0	0	
	公路运输						12	7	0	0	4	1	
	公路与铁路						18	18	8	5	4	4	
	航空航天与国防	622	681.8	131	130.4	118	130.7	19	37	2	2	0	0
	工业机械						169	118	19	16	12	2	
	电气部件与设备						101	87	15	5	9	4	
	重型电气设备						25	29	8	4	0	0	
	办公服务与用品						2	1	1	0	1	0	
	商业印刷						7	7	1	0	6	0	
	人力资源与就业服务						0	0	0	0	1	0	
	贸易公司与经销商						27	23	7	2	20	2	
	环境与设施服务						18	21	4	7	4	1	
调查和咨询服务						4	3	1	0	1	0		
综合支持服务						0	0	1	0	5	0		
综合						34	36	5	23	8	69		
公用事业	电力						48	96	3	5	4	53	
	燃气						4	7	6	18	5	33	
	水务	78	132.4	29	64.9	12	86.2	14	24	7	13	1	0
	复合型公用事业						11	5	2	1	0	0	
	独立电力生产商与能源贸易商						1	0	11	28	2	0	

资料来源: Wind, Bloomberg, 中金公司研究部 (注: 红色箭头表示该行业 A 股公司数量明显多于港股, 绿色箭头表示港股公司数量明显多于 A 股)

Figure 15: A股、香港中资股、本地及外资股各行业股票数目及市值 (续)

GICS行业	分大行业类别						A股		香港中资股		香港本地/外资股	
	A股		香港中资股		香港本地/外资股		公司数量	A股市值 (十亿美元)	公司数量	港股市值 (十亿美元)	公司数量	港股市值 (十亿美元)
	数量	市值	数量	市值	数量	市值						
百货商店							46	29	6	6	7	7
综合货品商店							2	1	0	0	0	0
专卖店							3	2	1	1	12	24
经销商							15	14	3	2	14	12
售货目录零售							0	0	0	0	1	0
服装零售							0	0	2	1	15	8
服装、服饰与奢侈品							37	35	26	12	44	34
纺织品							40	19	17	10	5	4
鞋类							4	2	6	12	10	9
家用器具与特殊消费品							13	7	1	0	2	0
家用电器							26	54	10	11	6	6
家庭装饰品							4	4	4	1	9	2
家庭装饰零售							1	2	0	0	1	0
汽车制造							19	82	7	29	0	0
汽车销售							7	6	5	7	3	2
汽车零配件与设备							60	47	16	8	4	2
摩托车制造商							5	4	0	0	1	0
轮胎与橡胶		406	485.7	165	117.9	267	344.4	10	7	0	1	0
赌场与赌博							0	0	2	1	16	187
酒店、度假村与豪华游轮							29	26	7	2	27	24
餐馆							4	2	8	2	12	5
住宅建筑							3	4	0	0	0	0
休闲用品							15	13	5	1	15	3
休闲设施							1	2	2	0	1	0
电影与娱乐							7	15	7	1	15	2
广告							6	13	10	2	8	2
广播							0	0	1	2	1	3
出版							14	28	1	1	11	2
有线和卫星电视							8	21	1	0	1	0
特殊消费者服务							0	0	4	2	6	1
摄影用品							3	4	1	1	2	0
电脑与电子产品零售							4	10	3	3	4	0
消费电子产品							19	33	10	6	9	1
教育服务							1	1	1	0	1	0
农产品							30	31	7	5	3	5
软饮料							2	2	1	1	0	0
啤酒							8	12	2	6	1	0
包装食品与肉类							70	89	26	30	16	48
白酒与葡萄酒							22	68	4	1	1	0
烟草							0	0	0	0	1	0
大卖场与超市		152	224.2	54	68.9	39	71.6	11	12	4	15	1
药品零售							1	0	0	0	0	0
食品零售							0	0	2	8	4	1
食品分销商							1	3	0	0	4	0
居家用品							4	2	4	2	0	0
个人用品							3	5	6	16	6	3
中药							46	79	0	0	0	0
制药							73	94	25	22	9	2
医疗保健用品							3	1	3	3	2	0
医疗保健设备							12	17	4	1	2	2
医疗保健技术		181	256.8	45	35.7	29	9.5	0	0	0	1	0
生物科技							27	32	8	5	3	1
生命科学工具与服务							1	1	0	0	1	0
保健护理机构							2	4	0	0	1	1
保健护理服务							1	2	0	0	5	1
保健护理产品经销商							16	27	5	5	5	1
综合电信业务							1	11	3	43	7	12
无线电信服务		5	16.8	7	254.7	9	13.1	2	2	1	209	2
非传统电信运营商							2	4	3	3	0	0
通信设备							49	41	17	9	15	10
电脑硬件							10	13	5	13	1	0
电脑存储与外围设备							4	4	5	1	6	1
系统软件							0	0	1	0	4	0
应用软件							42	49	16	3	9	1
互联网软件与服务							15	26	9	120	10	2
家庭娱乐软件							1	4	5	5	2	1
半导体设备		353	356.4	106	169.7	117	33.7	5	4	2	1	4
半导体产品							37	30	7	3	12	2
电子元件							78	71	10	4	18	5
电子设备和仪器							57	67	11	5	3	0
电子制造服务							3	4	0	0	8	5
信息技术咨询与其他服务							41	33	12	3	12	1
数据处理与外包服务							5	3	0	0	2	0
技术产品经销商							6	6	7	2	12	2

Figure 16: A股、香港中资股、本地及外资股各行业代表性股票（主要列示各行业市值最大的五只股票）

GICS行业	A股 代表性公司	香港中资股 代表性公司	香港本地/外资股 代表性公司	
能源	综合性石油天然气企业 石油与天然气炼制与销售 石油与天然气勘探与生产 石油与天然气储存与运输 石油天然气设备与服务 煤炭与消费用燃料	中国石化股份 中石化冠德 海峡石油化工 中国海洋石油 昆仑能源 MI能源 新天绿色能源 中国油气控股 泰山石化 胜利管道 中民控股 中海油服务 海隆控股 安东油田服务 宏华集团 惠生工程 中国神华 中煤能源 兖州煤业股份 伊泰煤炭 力量能源	东方明珠石油 新时代能源 新海能源 瑞丰石化 联合能源集团 阳光油砂 长盛集团(控股) 中能控股 环能国际 光汇石油 汉思能源	
金融	综合性银行 区域性银行 投资银行业与经纪业 多元化保险 人寿与健康保险 财产与意外伤害保险 保险经纪商 综合性资本市场 资产管理与托管银行 消费信贷 特殊金融服务 其它综合性金融服务 互助储蓄银行与抵押信贷	工商银行 农业银行 中国银行 招商银行 兴业银行 北京银行 宁波银行 南京银行 中信证券 海通证券 广发证券 招商证券 华泰证券 中国平安 中国太保 中国人寿 中国财险 中国人民保险集团	TSC集团 坛金矿业 蒙古能源 格东俊安资源 亚洲煤业 神州资源 汇丰控股 渣打集团 恒生银行 东亚银行 永亨银行 高银金融 联合金融(香港) 金利丰金融 通国际 凯富能源 友邦保险 宏利金融-S 保诚 康宏理财 新鸿基公司 德祥企业 STYLAND HOLD 华富国际 高诚资本 国海集团 惠理集团 华大地产 中国金融国际 新工投资 联合集团 AEON CREDIT 中国信贷 中国支付通 金榜集团 香港交易及结算所 中国银保监会 首华财经网络和汇集团 大众金融控股 亚洲金融 力宝华润 中国御玛 中国富强金融 香港建筑贷款 香港信贷 信和置业 新世界中国 TST PROPERTIES 瑞安房地产 九龙建业 太古地产 睿祺兴业人和商业 朗廷-SS 和记港陆 富阳 长江实业 新鸿基地产 九龙仓集团 恒基地产 恒隆地产 瀚智集团 中国资本 嘉逸投资国际 SHANGHAI GROWTH	
原材料	包钢稀土 江西铜业 洛阳钼业 金钼股份 五矿稀土 中国铝业 东阳光铝 南山铝业 焦作万方 神火股份 宝钢股份 包钢股份 武钢股份 河北钢铁 鞍钢股份 奥瑞金 紫金矿业 珠海中富 山东药玻 通产丽星 紫金矿业 山东黄金 中金黄金 辰州矿业 金叶珠宝 贵重金属 贵研铂业	中国宏桥 中国忠旺 中国铝业 麦达斯控股-S 天元铝业 复星国际 兴达国际 鞍钢股份 天工国际 恒实矿业 中粮包装 中国铝罐 金宝宝控股 中国包装集团 紫金矿业 中国黄金集团 中国黄金国际 招金矿业 灵宝黄金 中国大有有色金属 中国白银集团 中国金石 中盛集团控股 江西铜业股份 首钢矿业 中铝矿业 中国金属再生资源 五矿资源 安徽海螺水泥股份 华润水泥控股 中国建材 台泥国际集团 山水水泥 阜丰集团 中国三江化工 中国联塑 旭光新材料 上海石油化工股份 仪征化纤股份 恩嘉集团 华宝国际 东岳集团 华熙生物科技 天德化工 中国香椿香料 中化化肥 中海石油化学 世纪阳光 中国进心化肥 玖龙集团 中国资源交通 中国森林 奇峰国际 中国三神 神州东盟资源 玖龙纸业 群星纸业 晨鸣纸业 百龄国际 优源控股 顺泰控股 阳光纸业 正业国际 合丰集团	RUSAL 兴发铝业 志道国际 新矿资源 高力集团 MAYER HOLDINGS 淡水河谷HDR 嘉利国际 弘海有限公司 华信地产财务 瑞金矿业 国际资源 大唐津金 GLENCORE-S MONGOL MINING 铁货利海资源 万国国际矿业 亚洲水泥(中国) 豫高矿业 昌兴国际 联合水泥 中国玻璃 赛得利控股 叶氏化工集团 理文化工 一化控股 百威国际 蓝鼎国际 延长石油国际 中国龙新能源 伟俊矿业集团 CNT GROUP 中国环境资源 大自然地板 中国兴业控股 绿森集团 中国新能源动力 永保林业 理文造纸 中国环保能源 纷美包装 澳科控股 新洲发展控股 昊天发展集团 鸿兴印刷集团 盛德气体	
工业	中国建筑 中国铁建 中国建筑 中国中铁 中国化学 风范股份 江河创建 中国玻纤 伟星新材 中材科技 中国重工 中国南车 三一重工 中联重科 潍柴动力 大秦铁路 广深铁路 铁龙物流 中通地铁 上海机场 白云机场 深圳机场 厦门空港 腾邦国际 外运发展 瑞茂通 裕亚通 象屿股份 欧浦钢网 中国国航 海南航空 东方航空 南方航空 中海集运 招商轮船 中海发展 *ST长油 中远航运 上海集团 宁波港 天津港 唐山港 盐田港 强生控股 大众交通 锦江投资 长江投资 中国中期 宁波高速 山东高速 赣粤高速 四川成渝 福建高速 中航电子 航空动力 中航飞机 中国卫星 哈飞股份 中集集团 上海机电 机器人 纽威股份 开山股份 国电南瑞 特变电工 汇川技术 正泰电器 许继电气 上海电气 东方电气 金风科技 华锐风电 龙净环保 齐心文具 广博股份 东风股份 劲嘉股份 鸿博股份 东港股份 界龙实业	中国建筑国际 中国交通建设 中石化炼化工程 中国中铁 中国铁建 远大中国 航标控股 沈阳玻璃股份 潍柴动力 中国南车 中国重汽 中联重科 中国熔盛重工 广深铁路股份 北京首都机场股份 美兰机场 深圳国际 中国外运 长安民生物流 粤运交通 国华 中国国航 中国东方航空股份 中国南方航空股份 中外运控股 中国远洋 海丰国际 中海发展股份 中海集运 招商局国际 中远太平洋 天津港发展 秦港股份 大连港 宁波高速 浙江沪杭甬 越秀交通基建 英达公路再生科技 深圳高速公路 中航科工 中国航空工业国际 海耀创业 海天国际 中集安瑞科 中集集团 嘉瑞国际 南车时代电气 博耳电力 威胜集团 江南集团 俊知集团 上海电气 中国高速传动 东方电气 金风科技 哈尔滨电气 精英国际 贵联控股 中信证券 宝武控股 中国上城 保兴资本 上海株华 中国光大国际 东江环保 运亚环保 中国地能 同方泰德 华联国际 北京控股 中信泰富 上海实业控股 天津发展 重庆机电 华能国际电力股份 大唐发电 华电国际电力股份 新奥能源 华润燃气 中油燃气 天伦燃气 天津燃气 滨海投资 粤海投资 北控水务集团 中润环保 中国水务 天津创业环保股份 开源控股 威华控股 华润电力 保利协鑫能源 龙源电力 中国电力 华能新能源	中国铁传传媒 瑞安建设 路易十三集团 新昌营运 润中国控股 凯升控股 环球能源资源 鹏程亚洲 UDL HOLDINGS 港铁公司 香港飞机工程 嘉里物流 瀚洋控股 国泰航空 东方海外国际 太平洋航运 金辉集团 荣丰联合控股 御玛物流集团 戴通 冠忠巴士集团 智奇公共交通 大同集团 合和公路基建 ROAD KING INFRA 布莱克矿业 必美宜 胜狮货柜 勤美达国际 龙记集团 震雄集团 德昌电机控股 真明丽 国瑞集团 联大工业 盛源控股 卓智控股 汇星印刷 勤达集团国际 EPRINT集团 中国威力印刷 施伯乐策略控股 超越集团 亚太资源 中钢资源 中港照相 VAN SHUNG CHONG 综合环保集团 亚洲能源物流 新华通讯 顺泰 环康集团 罗马集团 巨星国际控股 宝联控股 MEGAEXPO HLDG 电讯首科 仁智国际集团 和记黄埔 新创建集团 合和实业 信德集团 CHEVALIER INTL 中电控股 电能实业 长江基建集团 香港中华煤气 中国燃气 港华燃气 中裕燃气 标准资源控股 中国水业集团 海天水电 中国再生能源投资	
公用事业	电力 燃气 水务 复合公用事业 独立电力生产商与能源贸易商	长江电力 华能国际 国电电力 大唐发电 国投电力 深圳燃气 联华合纤 大众公用 金鸿能源 碧水源 重庆水务 兴蓉投资 首创股份 锦龙股份 富春环保 哈投股份 东方热电 中原环保 宁波热电 迪森股份	粤海投资 北控水务集团 中润环保 中国水务 天津创业环保股份 开源控股 威华控股 华润电力 保利协鑫能源 龙源电力 中国电力 华能新能源	中电控股 电能实业 长江基建集团 香港中华煤气 中国燃气 港华燃气 中裕燃气 标准资源控股 中国水业集团 海天水电 中国再生能源投资

资料来源: Wind, Bloomberg, 中金公司研究部 (根据主营业务及业务所在地对公司分类有一些修改)

Figure 17: A股、香港中资股、本地及外资股各行业代表性股票 (续)

GICS行业	A股 代表性公司	香港中资股 代表性公司	香港本地/外资股 代表性公司			
可选消费品	百货商店 综合货品商店 专卖店 经销商 售货目录零售 服装零售 服装、服饰与奢侈品 纺织品 鞋类 家用器具与特殊消费品 家用电器 家庭装饰品 家庭装饰零售 汽车制造 汽车零售 汽车零部件及设备 摩托车制造商 轮胎与橡胶 赌场与赌博 酒店、度假村与豪华游轮 餐馆 住宅建筑 休闲用品 休闲设施 电影与娱乐 广告 广播 出版 有线和卫星电视 特殊消费者服务 摄影用品 电脑与电子产品零售 消费电子产品 教育服务	天虹商场 重庆百货 王府井 大商股份 华联股份 通程控股 工大高新 老凤祥 明珠珠宝 辽宁成大 小商品城 物产中大 申达股份 浙江东方 海澜之家 森马服饰 雅戈尔 豫园商城 美邦服饰 中银绒业 百隆东方 江苏阳光 罗莱家纺 鲁泰A 奥康国际 兴业科技 星期六 泰亚股份 苏泊尔 德力股份 梅花伞 青岛金王 开能环保 格力电器 美的集团 阳光照明 老板电器 德豪润达 索菲亚 坚木业 美克股份 喜临门 东方集团 上汽集团 比亚迪 长城汽车 长安汽车 广汽集团 庞大集团 国机汽车 中华控股 北汽传媒 特力A 华联汽车 威孚高科 万向钱潮 福耀玻璃 均胜电子 隆鑫通用 力帆股份 中国嘉陵 钱江摩托 林海股份 中鼎股份 双钱股份 赛轮股份 玲珑轮胎A 风神股份 中国国旅 华侨城A 亨博控股 中青旅 锦江股份 湘鄂情 全聚德 德胜股份 西安饮食 上海建工 龙元建设 雅敦股份 奥飞动漫 互动娱乐 珠江钢琴 蒙发利 姚记扑克 宋城股份 华谊兄弟 光线传媒 华策影视 远东股份 华录百纳 蓝色光标 电广传媒 省广股份 粤传媒 思美传媒 中南传媒 华闻传媒 凤凰传媒 浙报传媒 中文传媒 百视通 吉视传媒 中信国安 歌华有线 湖北广电 欧菲光 凤凰光学 利达光电 苏宁云商 宏图高科 恒信移动 三联众社 海康威视 TCL集团 四川长虹 海信电器 兆驰股份 新南洋	金鹰商贸集团 国泰商业 世纪金花 步步高 茂业国际 亨得利 大昌行集团 新华文轩 中国联盛 长兴国际 安踏体育 波司登 特步国际 李宁 中国动向 中国国旅 百家实业 天虹纺织 中国节能 海康青 坪山茶业 百丽国际 千百度 富貴鸟 匹克体育 宝峰时尚 利时集团控股 海尔电器 威灵控股 富士照明 海信科龙 志高控股 中国创意家居 卡森国际 卡撒尼塔 名家国际 BRILLIANCE CHI 长城汽车 吉利汽车 比亚迪股份 广汽集团 中兴控股 宝信汽车 正通汽车 美东汽车 中国环投股份 信义玻璃 新展动力 超威动力 天能动力 华众控股 华彩控股 众彩股份 香港中旅 锦江酒店 珠海控股 投资文化地标 投资新岭城集团 味千(中国) 小南国 星美国际 中核工业二二三国际 东原地产 好孩子国际 谭木匠 美国家园 HERALD HOLD 建通集团 正道集团 海昌控股 文化中国传播 长和国际实业 AB电音 环球数码 创意 园艺 娱乐 智美集团 白鸟户外媒体 中视金桥 中国9号健康 中国联教教育 凤凰卫视 中国三三传媒 第一视频 福寿园 必理站 安贤园 中国 宏基资本 舜宇光学科技 国美电器 中彩通控股 汇银家电 信利国际 创维数码 招商局置地 TCL多媒体 裕兴科技 比化集团	利福国际 华地国际控股 新世界百货 中国 百盛集团 周大福 莎莎国际 六福集团 周生生 卓悦控股 利丰 陈唱国际 耀莱集团 SINCEREWATCH HK 英菱控股 中国七星控股 思捷环球 佐丹奴国际 英皇钟表珠宝 金利来集团 IT 普拉达 新秀丽 永泰地产 利邦时代集团控股 五大纺织 德永佳集团 冠华国际控股 长江制衣 锦兴国际控股 裕元集团 九兴控股 达芙妮国际 利信达集团 信星集团 和协海城金融集团 世界(集团) 创科实业 华讯 亚伦国际 利民实业 建福集团 敏华控股 顺成 普汇 中合国际 捷丰家居 皇朝家俬 国际家居零售 永达汽车 和谐汽车 G.A.控股 敏实集团 耐世特 新焦点 畅丰车桥 京西国际 越南制造加工出口 珠江轮胎 金沙中国有限公司 银河娱乐 永利澳门 澳博控股 美高梅中国 香格里拉(亚洲) 新濠国际发展 云顶香港 大酒店 海港企业 大家乐集团 翠华控股 福香控股 FUTURE BRIGHT FAIRWOOD HOLD		
	必需消费品	农产品 软饮料 啤酒 包装食品与肉类 白酒与葡萄酒 烟草 大卖场与超市 药品零售 食品零售 食品分销商 家居用品 个人用品 中药 制药 医疗保健用品 医疗保健设备 医疗保健技术 生物科技 生命科学工具与服务 保健护理机构 保健护理服务 保健护理产品经销商	海南橡胶 新希望 大北农 亚盛集团 *ST大荒 承德露露 深深A 青岛啤酒 燕京啤酒 珠江啤酒 重庆啤酒 西藏发展 双汇发展 伊利股份 海天味业 汤臣倍健 光明乳业 贵州茅台 五粮液 洋河股份 泸州老窖 山西汾酒 永辉超市 友达股份 步步高 中百集团 红旗连锁 第一医药 农产品 广州浪奇 中顺洁柔 两面针 南风化工 上海家化 瑞贝卡 索芙特 云南白药 天士力 康美药业 同仁堂 东阿阿胶 恒瑞医药 复星医药 海思科 科伦药业 信立泰 阳普医疗 蓝帆股份 康耐特 新华医疗 乐普医疗 和佳股份 三诺生物 九安医疗 上海莱士 智飞生物 华兰生物 长春高新 科华生物 泰格医药 爱尔眼科 通策医疗 迪安诊断 白云山 上海医药 九州通 华东医药 国药一致	中国粮油控股 原生态农业 超大现代 大成生化科技 亚洲农业 西藏5100 青岛啤酒股份 粤海置地 蒙牛乳业 合生元 辉山乳业 雅士利国际 神冠控股 王朝酒业 银基集团 金六福投资 通天酒业 物美商业 联华超市 高鑫零售 佳华百货控股 华润创业 北京京客隆 维达国际 光宇国际集团科技 飞毛腿 中国绿岛科技 恒安国际 全川国际 霸王集团 明辉国际 中生联合 四环医药 石药集团 康哲药业 神威药业 同仁堂国药 威高股份 瑞年国际 天大药业 光健科技 全卫医疗 铭源医疗 康佰控股 中国生物制药 中国生物医学 中广核矿业 联康生物科技集团 亿胜生物科技	现代牧业 卜蜂国际 从玉农业 香港生力啤 中国旺旺 康师傅控股 第一太平 统一企业 中国 VITASOY INTL 美捷汇控股 科地农业 光亚 利亚零售 卜峰莲花 克莉丝汀 PNG资源 亨泰 金源米业 香港食品投资 中国农产品交易 LOCCITANE 御药堂 自然美 中富资源	
		电信服务	综合电信业务 无线电信服务 非传统电信运营商 通信设备 电脑硬件 电脑存储与外围设备 系统软件 应用软件 互联网软件与服务 家庭娱乐软件 半导体设备 半导体产品 电子元件 电子设备和仪器 电子制造服务 信息技术咨询与其他服务 数据处理与外包服务 技术产品经销商	中国联通 拓维信息 北纬通信 鹏博士 二六三 中兴通讯 烽火通信 大唐电信 东方通信 大富科技 同方股份 广电运通 浪潮信息 长城信息 方正科技 长城开发 雷柏科技 新北洋 朗科科技 东华软件 广联达 用友软件 神州泰岳 东软集团 乐视网 人民网 海虹控股 网宿科技 东方财富 掌趣科技 七喜电子 晶盛机电 爱康科技 远方光电 天龙光电 中环股份 航天机电 海润光伏 有研新材 隆基股份 三安光电 立讯精密 华映科技 东旭光电 中科三环 京东方A 歌尔声学 大华股份 航天信息 大族激光 环旭电子 新亚制程 实益达 科大讯飞 易华录 神州信息 荣之联 捷成股份 立思辰 博彦科技 天玑科技 润和软件 荣科科技 爱德德 天音控股 华东电脑 大恒科技 力源信息	中国联通 中国电信 信21世纪 中国移动 ASIA SATELLITE 中信国际电讯 亚太卫星 中国通信服务 比亚迪电子 中兴通讯 TCL通讯 酷派集团 联想集团 长城科技股份 研祥智能 宝德科技集团 中科光电 冠捷科技 世达科技 映美控股 品创控股 明华科技 北大青鸟 环宇 慧恩网 中国安芯 金蝶国际 博雅互动 中国警天软件 腾訊控股 中国公共采购 太平洋网络 企展控股 神州数码 金山软件 网龙 云游控股 彩娱集团 信义光能 瑞风新能源 中芯国际 中国电子 上海复旦 阳光电源 创益太阳能 顺风光电 中聚电池 德普科技 通达集团 京雅集团 汉能太阳能 百富环球 航天控股 中国创新支付 首长科技 中国民航信息网络 高阳科技 中国软件国际 中国智能交通 北京发展(香港) 神州数码 北大资源 浪潮国际 长虹佳华 科浪国际	瑞丰国际 华地国际控股 新世界百货 中国 百盛集团 周大福 莎莎国际 六福集团 周生生 卓悦控股 利丰 陈唱国际 耀莱集团 SINCEREWATCH HK 英菱控股 中国七星控股 思捷环球 佐丹奴国际 英皇钟表珠宝 金利来集团 IT 普拉达 新秀丽 永泰地产 利邦时代集团控股 五大纺织 德永佳集团 冠华国际控股 长江制衣 锦兴国际控股 裕元集团 九兴控股 达芙妮国际 利信达集团 信星集团 和协海城金融集团 世界(集团) 创科实业 华讯 亚伦国际 利民实业 建福集团 敏华控股 顺成 普汇 中合国际 捷丰家居 皇朝家俬 国际家居零售 永达汽车 和谐汽车 G.A.控股 敏实集团 耐世特 新焦点 畅丰车桥 京西国际 越南制造加工出口 珠江轮胎 金沙中国有限公司 银河娱乐 永利澳门 澳博控股 美高梅中国 香格里拉(亚洲) 新濠国际发展 云顶香港 大酒店 海港企业 大家乐集团 翠华控股 福香控股 FUTURE BRIGHT FAIRWOOD HOLD 龙昌 彩星玩具 彩星集团 南华中国 MATRIX HOLDINGS 伯明翰环球 国际娱乐 橙天嘉禾 丰德丽控股 数字王国 比高集团 TOM集团 PICO FAR EAST 皓天财经集团 瑞讯通 先传媒 电视广播 世界华文媒体 华早报集团 壹传媒 东方报业集团 南华置地 I-CABLE COMM 港通控股 誉满国际控股 誉安集团 港深联合 马斯葛集团 精研国际 联梦活力世界 英发国际 自动系统 香港通讯国际控股 富士高实业 ALCO HOLDINGS STARLIGHT INTL 信佳国际 IDT INTL 香港教育国际 现代牧业 卜蜂国际 从玉农业 香港生力啤 中国旺旺 康师傅控股 第一太平 统一企业 中国 VITASOY INTL 美捷汇控股 科地农业 光亚 利亚零售 卜峰莲花 克莉丝汀 PNG资源 亨泰 金源米业 香港食品投资 中国农产品交易 LOCCITANE 御药堂 自然美 中富资源 中国中药 李氏大药厂 远大医药 白花油 泰龙国际 NEWTREE GROUP 惠科控股 微创医疗 普华和顺 智城控股 长江生命科技 汇彩控股 AMGEN-T 华夏医疗 凤凰医疗 中国先锋医药 康健国际 天洋国际控股 中国天然投资 中国仁济医疗 金天医药集团 新锐医药 香港生命科学 万嘉集团 天美(控股) 香港电讯-SS 电讯盈科 和记电讯 香港 香港电视 广泽地产 数码通 电讯 直通电讯 瑞声科技 VTECH HOLDINGS 新瑞科技 CHAMPION TECH 睿通集团 金那达宝嘉 先丰服务集团 翰能集团 集泰控股 龙杰智能卡 宏霸数码 中国信息科技 即时科研 云博产业 汇财软件 美国中国控股 华联无线通信 中国农业生态 新思网集团 环亚智富 华泰瑞银 环球实业科技 中国数码信息 IGG 时尚投资 ASM PACIFIC 峻凌国际 联合光伏 精电 卡姆丹克 太阳能 亿都 SOLOMON SYSTEM KINGBOARD 建滔积层板 CEC INTL 荣利实业 依利安达 金安通 新天地产集团 新威国际 富智康集团 巨腾国际 王氏国际 南海石油 中慧国际控股 亚博科技控股 伟俊集团控股 中讯软件 VISION VALUES 恒芯中国 贸易通 数码香港 宏通集团 伟仕控股 鼎亿集团投资 S.A.S. DRAGON SIS INTL

资料来源: Wind, Bloomberg, 中金公司研究部 (根据主营业务及业务所在地对公司分类有一些修改)

Figure 18: 上海证券交易所市值最大的 100 家公司 (除去 A/H 两地上市公司)

序号	证券代码	证券简称	总市值(十亿美元)	行业	序号	证券代码	证券简称	总市值(十亿美元)	行业
1	601166.SH	兴业银行	31.7	银行	51	600009.SH	上海机场	4.2	航空机场
2	600000.SH	浦发银行	30.0	银行	52	600893.SH	航空动力	4.1	机械
3	600519.SH	贵州茅台	29.7	食品饮料	53	600109.SH	国金证券	4.1	证券及其他
4	600104.SH	上汽集团	25.8	汽车及其零部件	54	601231.SH	环旭电子	4.0	电子
5	600018.SH	上港集团	16.7	港口航运	55	601098.SH	中南传媒	4.0	传媒互联网
6	601006.SH	大秦铁路	16.3	公路铁路物流	56	601877.SH	正泰电器	4.0	电气设备
7	600900.SH	长江电力	15.6	电力	57	601118.SH	海南橡胶	4.0	农林牧渔
8	601668.SH	中国建筑	14.5	建筑装饰	58	600369.SH	西南证券	4.0	证券及其他
9	601989.SH	中国重工	13.4	机械	59	600741.SH	华域汽车	3.9	汽车及其零部件
10	600887.SH	伊利股份	12.2	食品饮料	60	600674.SH	川投能源	3.9	电力
11	600015.SH	华夏银行	12.2	银行	61	600547.SH	山东黄金	3.8	有色金属
12	601169.SH	北京银行	10.8	银行	62	601377.SH	兴业证券	3.8	证券及其他
13	600050.SH	中国联通	10.7	通信	63	600315.SH	上海家化	3.8	基础化工
14	600019.SH	宝钢股份	10.5	钢铁	64	600489.SH	中金黄金	3.8	有色金属
15	600048.SH	保利地产	9.2	房地产	65	601009.SH	南京银行	3.7	银行
16	603288.SH	海天味业	8.4	食品饮料	66	600085.SH	同仁堂	3.7	医药生物
17	600999.SH	招商证券	7.9	证券及其他	67	601928.SH	凤凰传媒	3.6	传媒互联网
18	600111.SH	包钢稀土	7.6	有色金属	68	600998.SH	九州通	3.6	医药生物
19	600276.SH	恒瑞医药	7.4	医药生物	69	600597.SH	光明乳业	3.6	食品饮料
20	601688.SH	华泰证券	7.3	证券及其他	70	600827.SH	友谊股份	3.6	商贸零售
21	600031.SH	三一重工	6.9	机械	71	600221.SH	海南航空	3.5	航空机场
22	600383.SH	金地集团	6.8	房地产	72	600066.SH	宇通客车	3.5	汽车及其零部件
23	601225.SH	陕西煤业	6.6	煤炭	73	600005.SH	武钢股份	3.4	钢铁
24	600795.SH	国电电力	6.5	电力	74	600739.SH	辽宁成大	3.4	证券及其他
25	600256.SH	广汇能源	6.5	石油石化	75	603000.SH	人民网	3.3	传媒互联网
26	600398.SH	海澜之家	6.4	纺织服装	76	601933.SH	永辉超市	3.3	商贸零售
27	600535.SH	天士力	6.3	医药生物	77	600649.SH	城投控股	3.3	房地产
28	600637.SH	百视通	6.2	传媒互联网	78	600118.SH	中国卫星	3.2	机械
29	600372.SH	中航电子	6.1	机械	79	600642.SH	中能股份	3.2	电力
30	600703.SH	三安光电	6.1	电子	80	601958.SH	金钼股份	3.2	有色金属
31	601901.SH	方正证券	5.8	证券及其他	81	600804.SH	鹏博士	3.1	传媒互联网
32	600309.SH	万华化学	5.8	基础化工	82	600100.SH	同方股份	3.1	计算机
33	600518.SH	康美药业	5.7	医药生物	83	601179.SH	中国西电	3.1	电气设备
34	600406.SH	国电南瑞	5.6	电气设备	84	601929.SH	吉视传媒	3.0	传媒互联网
35	600832.SH	东方明珠	5.6	传媒互联网	85	600835.SH	上海机电	2.9	机械
36	600340.SH	华夏幸福	5.5	房地产	86	601699.SH	潞安环能	2.9	煤炭
37	600663.SH	陆家嘴	5.4	房地产	87	600068.SH	葛洲坝	2.9	建筑装饰
38	600583.SH	海油工程	5.4	石油石化	88	600271.SH	航天信息	2.8	计算机
39	601888.SH	中国国旅	5.3	餐饮旅游	89	600588.SH	用友软件	2.8	计算机
40	600886.SH	国投电力	5.1	电力	90	600170.SH	上海建工	2.7	建筑装饰
41	600010.SH	宝钢股份	5.0	钢铁	91	600549.SH	厦门钨业	2.7	有色金属
42	601018.SH	宁波港	4.9	港口航运	92	600566.SH	洪城股份	2.7	机械
43	601117.SH	中国化学	4.9	建筑装饰	93	600660.SH	福耀玻璃	2.7	汽车及其零部件
44	600089.SH	特变电工	4.7	电气设备	94	600873.SH	梅花生物	2.7	食品饮料
45	600705.SH	中航投资	4.7	证券及其他	95	600578.SH	京能电力	2.6	电力
46	601788.SH	光大证券	4.4	证券及其他	96	600718.SH	东软集团	2.5	计算机
47	600150.SH	中国船舶	4.3	机械	97	600500.SH	中化国际	2.5	基础化工
48	601669.SH	中国电建	4.3	建筑装饰	98	600177.SH	雅戈尔	2.5	纺织服装
49	601158.SH	重庆水务	4.2	环保及公用事业	99	600633.SH	浙报传媒	2.5	传媒互联网
50	600352.SH	浙江龙盛	4.2	基础化工	100	600038.SH	哈飞股份	2.5	机械

资料来源: Wind, 中金公司研究部

Figure 19: 深圳交易所市值最大的 100 家公司 (除去两地上市公司)

序号	证券代码	证券简称	总市值(十亿美元)	行业	序号	证券代码	证券简称	总市值(十亿美元)	行业
1	000001.SZ	平安银行	17.4	银行	51	002385.SZ	大北农	3.3	农林牧渔
2	000651.SZ	格力电器	14.6	家用电器	52	002230.SZ	科大讯飞	3.2	计算机
3	000002.SZ	万科A	14.3	房地产	53	002653.SZ	海思科	3.2	医药生物
4	000895.SZ	双汇发展	13.1	食品饮料	54	002563.SZ	森马服饰	3.2	纺织服装
5	000333.SZ	美的集团	13.0	家用电器	55	000963.SZ	华东医药	3.2	医药生物
6	000725.SZ	京东方A	12.8	电子	56	002603.SZ	以岭药业	3.1	医药生物
7	002415.SZ	海康威视	12.3	计算机	57	002450.SZ	康得新	3.1	基础化工
8	000858.SZ	五粮液	11.0	食品饮料	58	002292.SZ	奥飞动漫	3.1	传媒互联网
9	002304.SZ	洋河股份	10.0	食品饮料	59	002294.SZ	信立泰	3.1	医药生物
10	000776.SZ	广发证券	9.9	证券及其他	60	000728.SZ	国元证券	3.0	证券及其他
11	000538.SZ	云南白药	9.8	医药生物	61	000061.SZ	农产品	3.0	商贸零售
12	000625.SZ	长安汽车	8.9	汽车及其零部件	62	000413.SZ	东旭光电	3.0	电子
13	002024.SZ	苏宁云商	8.4	商贸零售	63	002038.SZ	双鹭药业	3.0	医药生物
14	002241.SZ	歌尔声学	7.3	电子	64	000826.SZ	桑德环境	3.0	环保及公用事业
15	002353.SZ	杰瑞股份	6.8	机械	65	000729.SZ	燕京啤酒	3.0	食品饮料
16	002252.SZ	上海莱士	5.9	医药生物	66	000831.SZ	五矿稀土	3.0	有色金属
17	000069.SZ	华侨城A	5.5	房地产	67	000503.SZ	海虹控股	3.0	传媒互联网
18	002236.SZ	大华股份	5.4	计算机	68	002422.SZ	科伦药业	2.9	医药生物
19	300070.SZ	碧水源	5.1	环保及公用事业	69	002410.SZ	广联达	2.9	计算机
20	000024.SZ	招商地产	4.9	房地产	70	000869.SZ	张裕A	2.9	食品饮料
21	300104.SZ	乐视网	4.8	传媒互联网	71	300003.SZ	乐普医疗	2.9	医药生物
22	300027.SZ	华谊兄弟	4.5	传媒互联网	72	300017.SZ	网宿科技	2.8	通信
23	002065.SZ	东华软件	4.3	计算机	73	002375.SZ	亚厦股份	2.8	建筑装饰
24	002142.SZ	宁波银行	4.3	银行	74	002570.SZ	贝因美	2.8	食品饮料
25	000581.SZ	威孚高科	4.1	汽车及其零部件	75	002310.SZ	东方园林	2.8	建筑装饰
26	300124.SZ	汇川技术	4.1	电气设备	76	002500.SZ	山西证券	2.8	证券及其他
27	000793.SZ	华闻传媒	4.0	传媒互联网	77	002129.SZ	中环股份	2.7	电子
28	000568.SZ	泸州老窖	4.0	食品饮料	78	000536.SZ	华映科技	2.7	电子
29	300058.SZ	蓝色光标	4.0	传媒互联网	79	000983.SZ	西山煤电	2.7	煤炭
30	000792.SZ	盐湖股份	3.8	基础化工	80	000800.SZ	一汽轿车	2.7	汽车及其零部件
31	000768.SZ	中航飞机	3.8	机械	81	002440.SZ	闰土股份	2.7	基础化工
32	000750.SZ	国海证券	3.7	证券及其他	82	000402.SZ	金融街	2.7	房地产
33	000423.SZ	东阿阿胶	3.7	医药生物	83	000028.SZ	国药一致	2.7	医药生物
34	000783.SZ	长江证券	3.7	证券及其他	84	000559.SZ	万向钱潮	2.6	汽车及其零部件
35	000046.SZ	泛海建设	3.7	房地产	85	002008.SZ	大族激光	2.6	电子
36	000550.SZ	江铃汽车	3.6	汽车及其零部件	86	002399.SZ	海普瑞	2.6	医药生物
37	002475.SZ	立讯精密	3.6	电子	87	000012.SZ	南玻A	2.5	建材
38	002081.SZ	金螳螂	3.6	建筑装饰	88	300133.SZ	华策影视	2.5	传媒互联网
39	300315.SZ	掌趣科技	3.5	传媒互联网	89	002007.SZ	华兰生物	2.5	医药生物
40	300122.SZ	智飞生物	3.5	医药生物	90	002437.SZ	誉衡药业	2.5	医药生物
41	300146.SZ	汤臣倍健	3.5	食品饮料	91	300026.SZ	红日药业	2.5	医药生物
42	000100.SZ	TCL集团	3.5	家用电器	92	300015.SZ	爱尔眼科	2.4	医药生物
43	000876.SZ	新希望	3.5	农林牧渔	93	000027.SZ	深圳能源	2.4	电力
44	002146.SZ	荣盛发展	3.4	房地产	94	300273.SZ	和佳股份	2.4	医药生物
45	000539.SZ	粤电力A	3.4	电力	95	002505.SZ	大康牧业	2.4	农林牧渔
46	000917.SZ	电广传媒	3.4	传媒互联网	96	002344.SZ	海宁皮城	2.4	商贸零售
47	300251.SZ	光线传媒	3.4	传媒互联网	97	300257.SZ	开山股份	2.4	机械
48	002456.SZ	欧菲光	3.3	电子	98	000415.SZ	渤海租赁	2.4	证券及其他
49	000709.SZ	河北钢铁	3.3	钢铁	99	300024.SZ	机器人	2.4	机械
50	000400.SZ	许继电气	3.3	电气设备	100	000598.SZ	兴蓉投资	2.4	环保及公用事业

资料来源: Wind, 中金公司研究部

Figure 20: 香港交易所市值最大的 100 家公司 (除去两地上市公司)

序号	证券代码	证券简称	总市值(十亿美元)	所属GICS行业	序号	证券代码	证券简称	总市值(十亿美元)	所属GICS行业
1	0005.HK	汇丰控股	191.8	金融	51	0017.HK	新世界发展	8.8	金融
2	0941.HK	中国移动	180.0	电信服务	52	0083.HK	信和置业	8.8	金融
3	0700.HK	腾讯控股	125.9	信息技术	53	0916.HK	龙源电力	8.7	公用事业
4	0883.HK	中国海洋石油	72.2	能源	54	0656.HK	复星国际	8.6	原材料
5	1928.HK	金沙中国有限公司	63.9	可选消费品	55	0384.HK	中国燃气	8.5	公用事业
6	1299.HK	友邦保险	58.8	金融	56	0020.HK	会德丰	8.5	金融
7	0013.HK	和记黄埔	58.5	工业	57	0144.HK	招商局国际	8.2	工业
8	2378.HK	保诚	57.8	金融	58	1114.HK	BRILLIANCE CHI	7.9	可选消费品
9	2888.HK	渣打集团	53.0	金融	59	2688.HK	新奥能源	7.7	公用事业
10	0001.HK	长江实业	40.4	金融	60	0293.HK	国泰航空	7.5	工业
11	0027.HK	银河娱乐	36.9	可选消费品	61	2007.HK	碧桂园	7.5	金融
12	0728.HK	中国电信	36.6	电信服务	62	0960.HK	龙湖地产	7.3	金融
13	0016.HK	新鸿基地产	33.9	金融	63	0010.HK	恒隆集团	7.2	金融
14	0762.HK	中国联通	31.4	电信服务	64	0917.HK	新世界中国	7.2	金融
15	0011.HK	恒生银行	30.6	金融	65	0813.HK	世茂房地产	7.2	金融
16	2388.HK	中银香港	30.4	金融	66	2018.HK	瑞声科技	7.1	信息技术
17	1128.HK	永利澳门	22.5	可选消费品	67	0486.HK	RUSAL	6.9	原材料
18	0066.HK	港铁公司	21.7	工业	68	0291.HK	华润创业	6.8	必需消费品
19	0003.HK	香港中华煤气	21.3	公用事业	69	3311.HK	中国建筑国际	6.8	工业
20	0004.HK	九龙仓集团	21.1	金融	70	1099.HK	国药控股	6.7	医疗保健
21	0388.HK	香港交易所	20.8	金融	71	6823.HK	香港电讯-SS	6.7	电信服务
22	0151.HK	中国旺旺	20.7	必需消费品	72	1193.HK	华润燃气	6.6	公用事业
23	6883.HK	新濠博亚娱乐	20.4	可选消费品	73	1169.HK	海尔电器	6.6	可选消费品
24	1913.HK	普拉达	20.4	可选消费品	74	0267.HK	中信泰富	6.5	工业
25	0688.HK	中国海外发展	20.2	金融	75	3333.HK	恒大地产	6.5	金融
26	0002.HK	中电控股	19.7	公用事业	76	0270.HK	粤海投资	6.4	公用事业
27	1359.HK	中国信达	19.4	金融	77	0659.HK	新创建集团	6.2	工业
28	0006.HK	电能实业	18.2	公用事业	78	2638.HK	港灯-SS	6.0	公用事业
29	2328.HK	中国财险	18.1	金融	79	0257.HK	中国光大国际	6.0	工业
30	1972.HK	太古地产	17.5	金融	80	0371.HK	北控水务集团	6.0	公用事业
31	1339.HK	中国人民保险集团	16.4	金融	81	0460.HK	四环医药	5.9	医疗保健
32	0880.HK	澳博控股	16.3	可选消费品	82	0669.HK	创科实业	5.7	可选消费品
33	1038.HK	长江基建集团	15.9	公用事业	83	0069.HK	香格里拉(亚洲)	5.2	可选消费品
34	0322.HK	康师傅控股	15.7	必需消费品	84	3323.HK	中国建材	5.2	原材料
35	0012.HK	恒基地产	15.7	金融	85	1680.HK	澳门励骏	5.2	可选消费品
36	2282.HK	美高梅中国	14.3	可选消费品	86	3800.HK	保利协鑫能源	5.1	公用事业
37	1929.HK	周大福	14.0	可选消费品	87	2313.HK	中洲国际	5.0	可选消费品
38	0101.HK	恒隆地产	13.3	金融	88	0200.HK	新濠国际发展	5.0	可选消费品
39	0135.HK	昆仑能源	13.1	能源	89	0551.HK	裕元集团	5.0	可选消费品
40	1044.HK	恒安国际	12.8	必需消费品	90	3698.HK	徽商银行	5.0	金融
41	0494.HK	利丰	12.7	可选消费品	91	0302.HK	永亨银行	5.0	金融
42	0836.HK	华润电力	12.3	公用事业	92	0127.HK	华人置业	4.9	金融
43	6808.HK	高鑫零售	12.0	必需消费品	93	1313.HK	华润水泥控股	4.9	原材料
44	1109.HK	华润置地	11.9	金融	94	2386.HK	中石化炼化工程	4.8	工业
45	0992.HK	联想集团	11.8	信息技术	95	0683.HK	嘉里建设	4.8	金融
46	0392.HK	北京控股	11.5	工业	96	1093.HK	石药集团	4.8	医疗保健
47	2319.HK	蒙牛乳业	10.4	必需消费品	97	0142.HK	第一太平	4.7	必需消费品
48	0019.HK	太古股份公司A	10.4	金融	98	0014.HK	希慎兴业	4.7	金融
49	0023.HK	东亚银行	9.4	金融	99	1066.HK	威高股份	4.6	医疗保健
50	1880.HK	百丽国际	9.1	可选消费品	100	6881.HK	中国银河	4.6	金融

资料来源: Wind, Bloomberg, 中金公司研究部

Figure 21: 中港两地主要指数特征一览

主要指数	彭博代码	市值 (十亿美元)	交易额 (十亿美元)	12个月 动态市盈率	12个月 静态市盈率	包含股票类型	成分股 数量	中资股市 值占比 (%)	加权方法	成分股 调整	起始日期	起始 点位	行业指数	前三大权重股		
交易所指数	上证综指	SHCOMP Index	2,458	15	7.4x	1.4x	上交所全部A股和B股	1001	100%	发行总股本	N/A	1990-12-19	100	GICS行业指数	中国石油-8% 工商银行-6% 农业银行-5%	
	深证综指	SZCOMP Index	615	19	26.0x	2.0x	深交所全部A股和B股	1617	100%	发行总股本	N/A	1991-4-4	100	GICS行业指数	平安银行-1% 格力电器-1% 双汇发展-1%	
	上证180	SSE180 Index	1,622	7	7.4x	1.4x	A股	180	100%	流通调整股本	每半年	2002-6-28	3,299	GICS行业指数	平安保险-5% 民生银行-5% 招商银行-5%	
	上证380	SH000009 Index	406	5	21.9x	1.7x	A股	380	100%	流通调整股本	每半年	2003-12-31	1,000	GICS行业指数	N/A	
大陆	中证指数	沪深300	SHSZ300 Index	801	10	8.2x	1.5x	A股	300	100%	流通调整股本	每半年	2004-12-31	1,000	GICS行业指数	平安保险-3.8% 民生银行-3.5% 招商银行-3.4%
		中证100	SHCSI100 Index	510	5	6.8x	1.3x	A股	100	100%	流通调整股本	每半年	2005-12-31	1,000	无	平安保险-6% 民生银行-6% 招商银行-5%
		中证500	SH000905 Index	308	7	17.2x	2.4x	A股	500	100%	流通调整股本	每半年	2004-12-31	1,000	无	万科B-14% 长安B-11% 江铃B-8%
B股指数	上证B指	SHBSHR Index	14	0	9.6x	1.3x	上交所全部B股	52	100%	发行总股本	N/A	1992-2-21	100	无	伊泰B-27% 陆家嘴B-6% 振华B-5%	
	深证B指	SZBSHR Index	16	0	7.6x	1.5x	深交所全部B股	53	100%	发行总股本	N/A	1992-2-28	100	无	万科B-14% 长安B-11% 江铃B-8%	
香港	包含香港本地股、外资股和中资股	恒生指数	HSI Index	947	3	10.1x	1.4x	香港本土股、外资股和中资股	50	51%	H股流通调整股本, 权重上限15%	每季度	1964-7-31	100	恒生行业指数	汇丰银行-15% 腾讯-8% 友邦保险-6.4%
		恒生综指大盘指数	HSLI Index	954	4	10.1x	1.4x	香港本土股、外资股和中资股	78	N/A	流通调整股本, 权重上限10%	每半年	2000-1-3	2,000	GICS行业指数	N/A
		恒生综指中盘指数	HSMI Index	153	1	10.2x	1.2x	香港本土股、外资股和中资股	163	N/A	流通调整股本, 权重上限10%	每半年	2000-1-3	2,000	GICS行业指数	N/A
	只覆盖中资股	MSCI中国指数	MXCN Index	732	4	8.6x	1.4x	B股、H股、P股、红筹股	140	100%	国际可投资的自由流通调整股本	每季度	1992-12-1	100	GICS行业指数	腾讯-11% 中移动-8% 建设银行-7%
恒生国企指数		HSCEI Index	302	2	6.7x	1.1x	H股	40	100%	流通调整股本, 权重上限10%	每季度	1993-7-15	2,000	无	中国银行-10% 工商银行-10% 建设银行-10%	

Source: Bloomberg, Wind, 上交所, 深交所, 恒生指数公司, 中证指数公司, MSCI, Fact Set, 中金公司研究部

其他市场工具介绍

大陆市场和香港市场可交易的市场工具对比参见图表 24。具体来说：

A 股衍生品仍然较少，发展潜力较大

目前在中金所上市实际交易的衍生品仅有沪深 300 股指期货以及 5 年期国债期货。

未来可能推出的产品包括其他权益类衍生品（上证 50 和中证 500 股指期货已推出全市场仿真交易）、利率衍生品（新的国债期货合约）、汇率衍生品（交叉汇率期货及人民币期货）以及个股期权（沪深 300 和上证 50 股指期权已推出了全市场仿真交易）。

此外，优先股已经即将开始试点，但试点范围受限（主要为上证 50 成分股及符合其他条件的部分蓝筹股）。

香港的结构性和衍生品较为丰富

香港市场的衍生品包括“窝轮”、牛熊证和股票、货币及利率期货等。同时，一些结构性产品和衍生产品还可以加杠杆投资，其交易的手段和机制也更为成熟。

从证券产品的成交额看，上交所及深交所主要来自于债券及股票；而香港市场普通股票的成交额占比达到 76.5%，衍生品成交额占比达 20%，远高于国内市场。仅就衍生产品的交易量看，规模最大的是股票期权，接下来是 H 股指期货、恒生指数期货和 H 股指期货期权。

此外，大陆及香港两地均有以中国股指为基准的 ETF，而香港作为国际金融中心，有更多以海外股指或是各国货币汇率为基准的 ETF 上市交易。两地市场主要 ETF 梳理见图表 25-26。

Figure 22: 港交所交易额中来自于衍生品的交易额占比远高于上交所和深交所

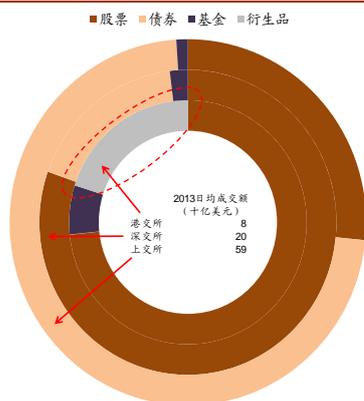
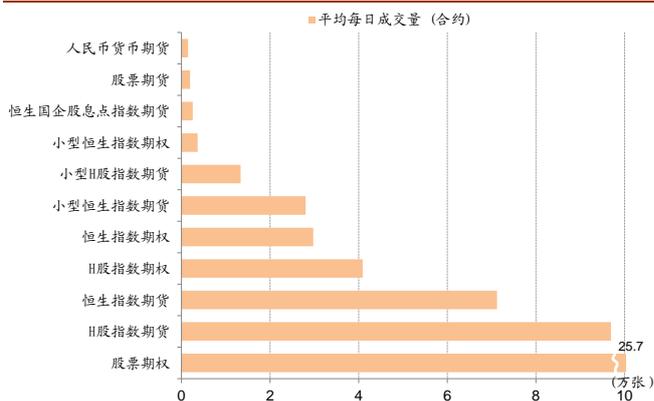


Figure 23: 股票期权、H 股指期货、恒生指数期货和 H 股指期货期权合约占衍生品交易量前四位 (3 月份数据)



Source: 香港交易所网站、中金公司研究部

Figure 24: 香港市场证券产品和衍生产品概览及与 A 股对比

产品类型	港股	A 股
股票	可分为普通股及优先股，大部份在交易所上市股票为普通股	目前仅有普通股，分为 A 股及 B 股
预托证券	由存管人所发行，代表着一间公司存放在存管人或其指定托管人之正股的证券	无
合订证券	一般是指将发行人的不同证券在法律上捆绑在一起，在不能单独转让或交易的基础上所作出的上市安排，交易所只就合订证券提供单一报价	无
债券	公司债券：由私人公司或公共机构发行的债券 可转换债券：持有人有权在指定的转换期内或在指定的转换日，按预先订立的条款换取或购买发债公司的股份 外汇基金债券：由金管局代表香港特区政府以外汇基金名义发行的港元定息债券	政府债券（国债、市政债）、公司债券（上市公司发行）、企业债券（非上市公司）、金融债券（金融机构）、可转换债券等
单位信托/互惠基金	交易所买卖基金：包括实物资产 ETF 和合成的 ETF 房地产投资信托基金：透过集中投资于可带来收入的房地产项目，以争取为投资者提供定期收入。基金须把最少 90% 的税后净收益，以股息的形式定期派发给投资者	ETF
结构性产品	衍生权证：即“窝轮”，一般分为认购权证及认沽权证。认购权证的持有人有权（但没有责任）在某段期间以预定价格向发行商购入特定数量的相关资产，认沽权证则相反 牛熊证：分为牛证和熊证，由第三者发行，能追踪相关资产的表现而不用支付购入实际资产的全数金额 股票挂钩票据：分“看涨”、“看跌”和“勒束式”三种	无
股市指数产品	包括恒生指数期货及期权、H 股指期货及期权、小型恒生指数期货及期权、小型 H 股指期货期权、股息期货、恒指波幅指数期货、中华交易服务中国 120 指数期货、金砖市场期货	沪深 300 股指期货
股票产品	股票期货：合约双方必须在一个指定的未来日期，按既定价格（立约成交价）买入或卖出相等于一既定数量股票价值（合约乘数）的金融仓位 股票期权：在交易所买卖及由结算所结算的一种以个别股票为基础的金融合约，合约主要分为认购期权及认沽期权	无
货币期货	主要是人民币货币期货，它是根据人民币与其他货币之汇率而订立的期货合约。香港交易所的首只人民币货币期货合约以美元兑香港离岸人民币（CNH）汇率为基础。	无
利率及定息产品	港元利率期货：与香港银行同业拆息为挂钩的期货，分一个月及三个月港元利率期货合约两种 三年期外汇基金债券期货：以票息 6% 的三年期名义外汇基金债券作基准的期货	无

资料来源：香港交易所网站 (http://www.hkex.com.hk/chi/index_c.htm)、中金公司研究部

Figure 25: A 股日均交易额超过 100 万元的 ETF (按主题分类)

代码	基金名称	基金规模 人民币百万元	日均成交额 (年初至今)	平均贴水率 (年初至今)	业绩比较基准
大盘					
510050.SH	华夏上证50ETF	21,208	640.2	-0.03%	上证50指数
510300.SH	华泰柏瑞沪深300ETF	14,385	619.3	-0.04%	沪深300指数
159919.SZ	嘉实沪深300ETF	27,990	129.3	-0.12%	沪深300指数
510180.SH	华安上证180ETF	12,435	121.8	-0.04%	上证180指数
510330.SH	华夏沪深300ETF	18,882	91.7	-0.05%	沪深300指数
510310.SH	易方达沪深300ETF	5,662	12.7	-0.09%	沪深300指数
159925.SZ	南方开元沪深300ETF	1,964	6.3	-0.27%	沪深300指数
510030.SH	华宝兴业上证180价值ETF	888	6.0	-0.07%	上证180价值指数
510290.SH	南方上证380ETF	159	3.0	-0.13%	上证380指数
510680.SH	万家上证380ETF	143	1.6	-0.37%	上证380指数
159927.SZ	鹏华沪深300ETF	163	1.0	-0.46%	沪深300指数
红利					
510880.SH	华泰柏瑞红利ETF	1,184	6.6	-0.1%	上证红利指数
159905.SZ	工银瑞信深证红利ETF	796	1.2	0.1%	深证红利价格指数
小盘					
159915.SZ	易方达创业板ETF	1,104	253.3	0.0%	创业板指数
159902.SZ	华夏中小板ETF	2,560	167.9	0.0%	中小企业板价格指数
510500.SH	南方中证500ETF	4,469	30.9	0.0%	中证500指数
510520.SH	诺安中证500ETF	883	23.3	-0.3%	中证500指数
510510.SH	广发中证500ETF	3,178	20.2	-0.1%	中证500指数
159935.SZ	景顺长城中证500ETF	508	13.3	-0.1%	中证500指数
510440.SH	大成中证500沪市ETF	61	1.3	-0.3%	中证500沪市指数
159907.SZ	广发中小板300ETF	541	1.3	-0.2%	中小板300价格指数
159922.SZ	嘉实中证500ETF	250	1.1	-0.4%	中证500指数
深圳					
159901.SZ	易方达深证100ETF	11,911	193.3	0.0%	深证100价格指数
159903.SZ	南方深成ETF	2,001	25.2	0.0%	深证成份指数
159932.SZ	大成中证500深市ETF	52	2.1	0.3%	中证500深市价格指数
159911.SZ	鹏华深证民营ETF	183	1.3	-0.1%	深证民营价格指数
金融					
510230.SH	国泰上证180金融ETF	1,065	28.4	0.0%	上证180金融股指数
510650.SH	华夏上证金融地产ETF	333	20.3	0.0%	上证金融地产行业指数
512110.SH	华安中证细分地产ETF	286	3.7	-0.2%	中证细分房地产产业主题指数收益率
159931.SZ	汇添富中证金融地产ETF	325	3.2	-0.3%	中证金融地产指数
159933.SZ	国投瑞银沪深300金融地产ETF	1,571	1.8	-0.5%	沪深300金融地产指数
医药					
510660.SH	华夏上证医药卫生ETF	556	26.4	0.0%	上证医药卫生行业指数
159929.SZ	汇添富中证医药卫生ETF	387	6.4	-0.2%	中证医药卫生指数
512120.SH	华安中证细分医药ETF	274	2.5	0.0%	中证细分医药产业主题指数收益率
512010.SH	易方达沪深300医药卫生ETF	270	1.7	-0.1%	沪深300医药卫生指数
消费					
510630.SH	华夏上证主要消费ETF	334	13.1	0.0%	上证主要消费行业指数
159928.SZ	汇添富中证主要消费ETF	208	1.9	-0.2%	中证主要消费指数
能源、原材料、大宗商品					
510610.SH	华夏上证能源ETF	144	6.9	-0.1%	上证能源行业指数
510170.SH	国联安上证商品ETF	348	4.7	0.1%	上证大宗商品股票指数
510620.SH	华夏上证原材料ETF	129	2.1	-0.1%	上证原材料行业指数
海外					
513500.SH	博时标普500ETF	645	8.5	-0.7%	标普500指数(以人民币计价)
513100.SH	国泰纳斯达克100ETF	60	2.3	0.1%	纳斯达克100指数(经汇率调整后)
其他股票型ETF					
510450.SH	上投摩根180高贝塔ETF	55	3.3	0.0%	上证180高贝塔指数收益率
510260.SH	诺安上证新兴产业ETF	882	2.7	-0.1%	上证新兴产业指数收益率
510160.SH	南方小康产业ETF	203	2.6	0.1%	中证南方小康产业指数
债券					
511010.SH	国泰上证5年期国债ETF(行情)	892	167.8	0.0%	上证5年期国债指数收益率
511210.SH	博时上证企债30ETF(行情)	1,700	7.4	0.0%	上证企债30指数收益率
159926.SZ	嘉实中证中期国债ETF(行情)	563	2.1	0.0%	中证金边中期国债指数
黄金					
518880.SH	华安黄金ETF(行情)	242	7.7	0.0%	国内黄金现货价格收益率
159934.SZ	易方达黄金ETF(行情)	147	2.8	0.0%	上海黄金交易所Au99.99现货实盘合约收盘价
518800.SH	国泰黄金ETF(行情)	40	2.4	0.0%	上海黄金交易所挂盘交易的Au99.99合约

资料来源: Wind、中金公司研究部

Figure 26: 港股主要上市ETF

证券代码	证券简称	基金规模 (百万元)	日均成交额 (百万元)	基准指数	证券代码	证券简称	基金规模 (百万元)	日均成交额 (百万元)	基准指数
大陆/香港主要股指					其他国家指数 (续)				
2823.HK	X安硕A50中国	56,645	1,152.43	富时中国A50指数	3009.HK	XDB新兴市场	9	0.12	MSCI总回报净值新兴市场指数
2822.HK	南方A50	22,924	574.05	富时中国A50指数	2835.HK	HORIZONS KS200	42	0.12	KOSPI 200指数
2800.HK	盈富基金	56,655	465.51	恒生指数	3029.HK	X易亚马来西亚	46	0.10	富时马来西亚交易所KLCI指数
2828.HK	恒生H股ETF	18,990	250.91	恒生中国企业指数	3048.HK	XDB巴西	6	0.09	MSCI总回报净值巴西指数
3188.HK	华夏沪深三百	6,869	155.25	沪深300指数	3091.HK	X易亚印度	127	0.07	标准普尔CNX Nifty指数
82822.HK	南方A50-R	22,924	20.08	富时中国A50指数	3089.HK	X易亚台湾	147	0.07	TAIEX
3049.HK	XDB沪深三百	277	17.15	沪深300指数	3090.HK	X易亚韩国	94	0.04	KOSPI 200指数
2827.HK	X标智沪深300	7,173	15.78	沪深300指数	3082.HK	XDB马来西亚	1	0.04	MSCI马来西亚总回报净值指数
83188.HK	华夏沪深三百-R	6,869	15.07	沪深300指数	3035.HK	XDB新兴亚洲	4	0.03	MSCI总回报净值新兴市场亚洲指数
2801.HK	安硕中国ETF	1,247	7.05	MSCI China	能源、原材料				
2833.HK	恒生指数ETF	37,740	6.60	恒生指数	3076.HK	HZ标普亚洲能源	14	0.74	标普泛亚区(日本及澳纽除外)大型股能源指数
83118.HK	嘉实明晟A股-R	1,442	3.35	MSCI中国A股指数	3078.HK	HZ标普亚洲原材	22	0.55	标普泛亚区(日本及澳纽除外)大型股原材料指数
83100.HK	易方达中一百-R	1,978	3.19	中证100指数	3062.HK	XDB沪深原材	2	0.16	沪深300原材料指数
2839.HK	标智港股内地地产	29	1.88	中证香港上市可交易内地地产指数	3038.HK	X安硕A股原材	51	0.10	沪深300原材料指数
2846.HK	X安硕沪深300	470	1.12	沪深300指数	3050.HK	X安硕A股能源	32	0.08	沪深300能源指数
3070.HK	平安香港高息股	248	0.55	中证香港红利指数	3017.HK	XDB沪深能源	2	0.08	沪深300能源指数
3055.HK	XDB中国	1	0.48	MSCI中国总回报净值指数	金融				
2838.HK	恒生富时中国25	166	0.37	富时中国25指数	2816.HK	XDB沪深地产	8	0.95	沪深300地产指数
3098.HK	平安R香港50	79	0.37	中证银联香港基本面50指数	3061.HK	XDB沪深银行	11	0.59	沪深300银行指数
2842.HK	招商中证海外内地	18	0.29	中证海外内地股指数	2844.HK	XDB沪深金融	9	0.56	沪深300金融指数
3000.HK	汇丰MSCI香港	21	0.29	MSCI香港指数	2829.HK	X安硕A股金融	147	0.18	
3046.HK	价值中国ETF	161	0.20	富时价值股份中国指数	3064.HK	HZ标普亚洲金融	19	0.12	标普泛亚区(日本及澳纽除外)大型股金融指数
3088.HK	汇丰MSCI金龙	23	0.14	MSCI金龙指数	2824.HK	力宝专选中港地产	84	0.03	中港地产指数
3072.HK	平安香港中股	67	0.12	中证香港中盘精选指数	工业、公用事业				
3033.HK	汇丰MSCI中国	28	0.09	MSCI中国指数	3075.HK	HZ标普亚洲工业	22	1.64	标普泛亚区(日本及澳纽除外)大型股工业指数
2818.HK	X平安CRA50	10	0.05	中证银联基本面50指数	3005.HK	XDB沪深工业	3	0.29	沪深300工业指数
其他国家指数					3006.HK	X安硕A股基建	49	0.10	沪深300基建指数
2836.HK	安硕印度ETF	1,598	3.29	标普BSE SENSEX	3052.HK	XDB沪深公用	1	0.05	沪深300公用事业指数
2848.HK	XDB韩国	277	1.34	MSCI总回报净值韩国指数	3063.HK	XDB沪深运输	1	0.01	沪深300运输指数
3036.HK	XDB台湾	199	1.14	MSCI总回报净值台湾指数	消费、医药、TMT				
3084.HK	价值日本ETF	1,625	0.54	富时价值日本指数	3057.HK	XDB沪深医药	13	0.45	沪深300医药卫生指数
3099.HK	XDB印度尼西亚	5	0.34	MSCI印度尼西亚总回报净值指数	3025.HK	XDB沪深可选	20	0.28	沪深300可选消费指数
3015.HK	XDBCNX印度	228	0.28	标普CNX NIFTY	2841.HK	X安硕主要消费	61	0.17	沪深300主要消费指数
3027.HK	XDB俄罗斯	5	0.27	MSCI俄罗斯权重上限指数	3056.HK	HZ标普国际消费	182	0.15	标普环球消费企业指数
2802.HK	安硕亚洲新兴	172	0.24	MSCI新兴亚洲指数	3054.HK	HZ标普亚洲消费	238	0.11	标普新兴亚洲消费指数
3060.HK	价值台湾ETF	375	0.22	富时价值台湾指数	3001.HK	X安硕可选消费	79	0.09	沪深300可选消费指数
3019.HK	XDB环球	14	0.21	MSCI总回报净值环球指数	3066.HK	HZ标普亚洲资讯	41	0.07	标普泛亚区(日本及澳纽除外)大型股资讯科技指数
3037.HK	X易亚菲律宾	21	0.21	PSEI指数	2817.HK	标智港股内地消费	13	0.04	内地消费指数
3045.HK	XDB印度	1	0.19	MSCI印度总回报净值指数	3071.HK	X大成中国消费	13	0.02	中证内地消费主题指数
3031.HK	X易亚印度尼西亚	19	0.18	印度尼西亚证券交易所LQ45指数	贵金属、债券、货币				
3043.HK	XDB太平洋	3	0.18	MSCI总回报净值太平洋(日本除外)指数	2821.HK	沛富基金	3,015	0.50	Markit iBoxx ABF Pan-Asia Index
3041.HK	价值韩国ETF	10,836	0.17	富时价值韩国指数	3073.HK	SPDR大中华	127	0.45	富时大中华港元指数
3092.HK	XDB泰国	2	0.14	MSCI泰国总回报净值指数	3081.HK	价值黄金	880	0.27	伦敦黄金定价
3069.HK	X易亚泰国	44	0.13	SET50指数	83168.HK	恒生人民币ETF	80	0.11	以美元计值的伦敦黄金定价
					3026.HK	XDB澳元现金	1	0.04	德意志银行澳洲隔夜货币市场总回报指数

资料来源: Wind、中金公司研究部

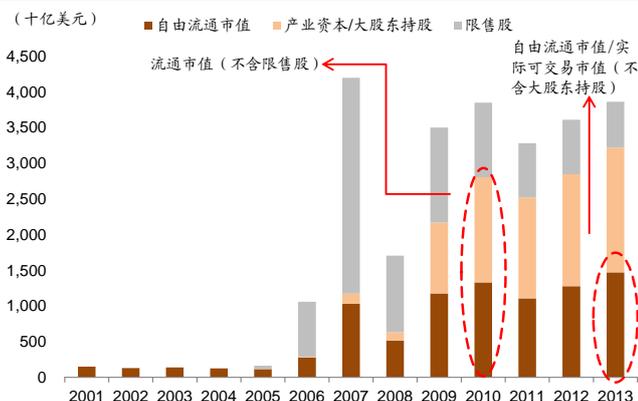
投资者结构及行为

A股散户主导，港股机构主导

A股——散户主导的市场：在自由流通市值中机构投资者持股比例仅为19%，而散户投资者持股比例高达81%；从成交量上看，散户交易额占比超过80%，且散户中绝大部分投资者（85%）所持有的股票市值不超过人民币十万元。值得注意的是，A股的股权结构中，流通市值等于总市值减去限售股市值，而要得出自由流通市值（实际可交易市值）还需再排除产业资本/一般法人/大股东持股。

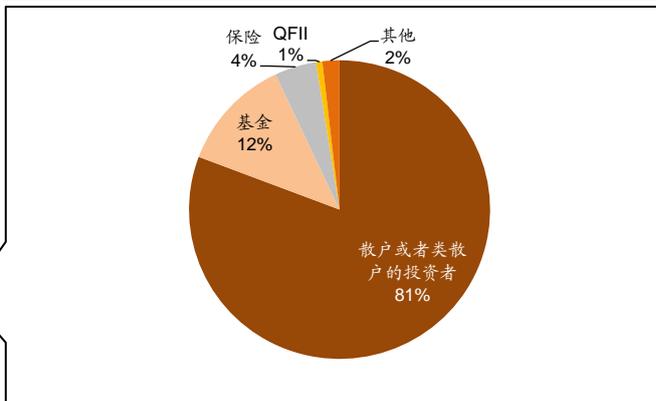
港股——海外和机构投资者占据主导地位：我们并没有不同类别的投资者持有市值的数据，但港股投资者结构与A股的不同从成交量上可见一般：按投资者类别划分，非个人投资者成交占比约77%，远高于个人投资者~23%的水平，这主要是由于海外机构投资者占比（41%）远远高于海外个人投资者（5%）；而相比之下，本地的机构与个人投资者比例基本持平。从地域分布来看，46%的海外投资者中，美国和英国的投资者仍然是香港现货市场的主力（占比~54%）。不过值得注意的是，来自中国大陆的投资者比例过去几年持续上升，目前已经占到海外投资者整体成交额的11%。

Figure 27: A股上市公司的股权结构



Source: Wind, 中金公司研究部

Figure 28: 估算自由流通市值的持股结构 (1H13)



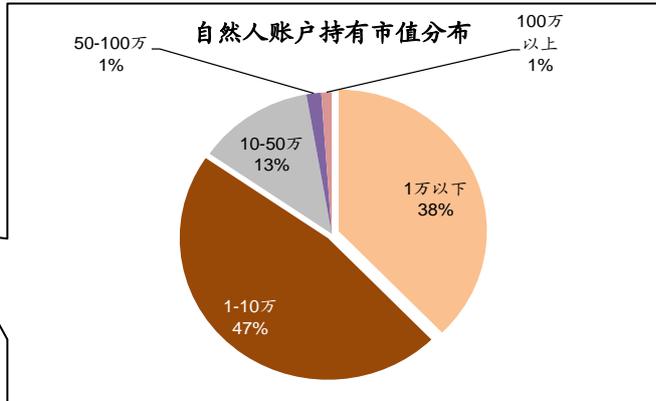
Source: Wind, 中金公司研究部

Figure 29: A股散户成交量占比超过80%，虽然近年来有所下降，但仍占据主导地位



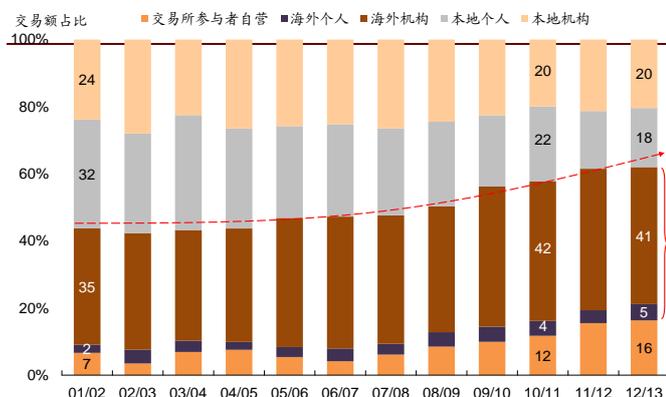
Source: Wind, 中金公司研究部

Figure 30: 散户投资者中绝大多数所持有市值不超过10万元



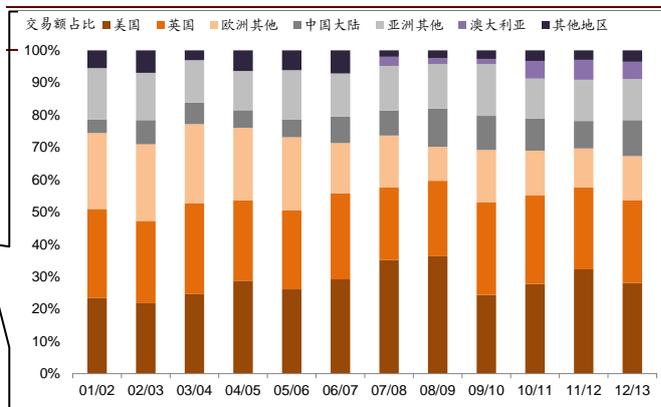
Source: Wind, 中金公司研究部

Figure 31: 过去十年香港现货市场海外投资者的交易额占比持续攀升，占据绝对的主导位置



Source: Bloomberg, 港交所, 中金公司研究部

Figure 32: 海外投资者仍然主要来自美国和欧洲，但中国内地投资者持续稳步增加，目前占比已达到 11%



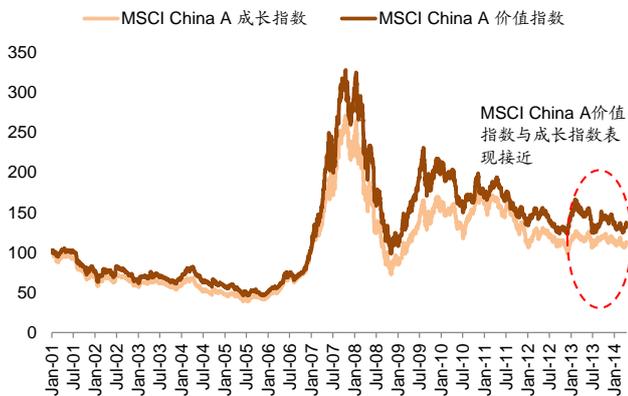
Source: Bloomberg, 港交所, 中金公司研究部

投资者偏好及行为

两地投资者结构的差别直接带来了不同的投资者偏好及行为。反映在市场上，两地市场呈现出以下特征：

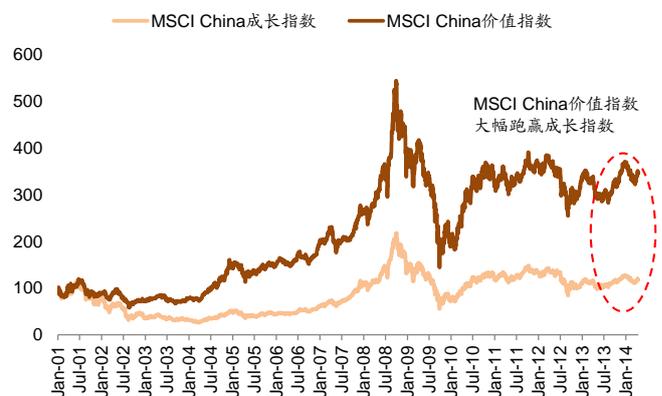
- ▶ **大、小分化：**A 股小盘股相对大盘股的表现明显强于港股，从估值上看，A 股市场给予小盘股的估值要远远高于香港市场（见下一章）。
- ▶ **成长、价值分化：**对比 MSCI China 指数（香港中资股为主，代表港股）以及 MSCI China A（代表 A 股）指数，一个明显的特点是价值股与成长股表现的分化：2001 年以来，在香港市场，价值股大幅跑赢成长股，而在 A 股市场二者表现相近。另外，对高分红股票的偏好两地市场也略有不同：投资于高分红股票的策略（在两地市场分别以上证红利指数和恒生高股息率指数为代表）在 A 股表现差于港股，显示 A 股投资者对高分红公司的兴趣并不强。
- ▶ **新、老分化：**A 股投资者对“新经济”板块的追逐比香港中资股市场更为热烈，具体表现在 A 股“新经济”板块交易额占比的增加明显快过其市值占比提高的速度。反观香港中资股中“新经济”板块交易额的变化基本与板块市值的变化同步。这可能是由于：1) 近年来 A 股雨后春笋般上市的“新经济”板块公司为资金提供了更多的投资标的；2) 机构投资者占主导的港股市场，资金在板块间的配置可能更加稳健。投资者对“新经济”股票不同的追捧热度也直接导致了两地市场“新”、“老”板块的走势差异：虽然“新经济”均跑赢“老经济”板块，但这一趋势在 A 股开始得要早于港股。

Figure 33: 2000 年以来 A 股价值、成长指数表现接近.....



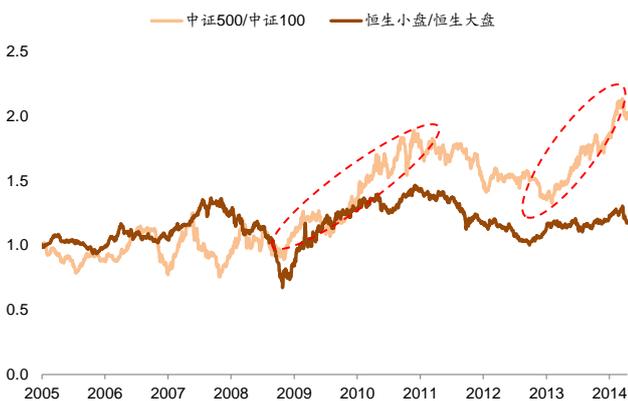
Source: Bloomberg, 中金公司研究部

Figure 34:而香港中资股“价值”大幅跑赢“成长”



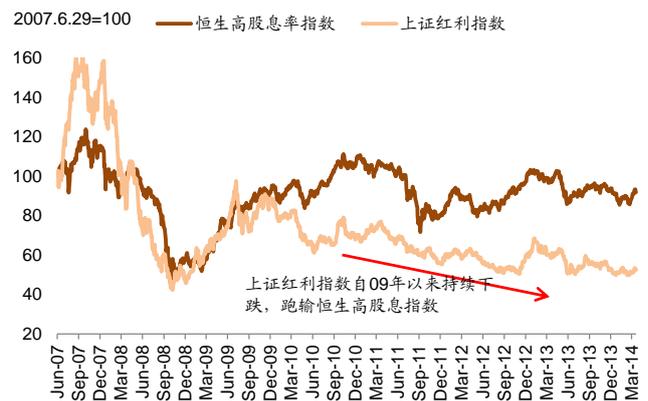
Source: Bloomberg, 中金公司研究部

Figure 35: A 股小盘股相对表现明显好于港股.....



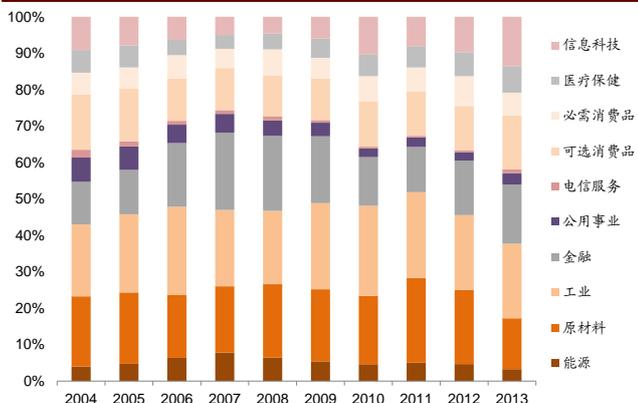
Source: Bloomberg, Wind, 中金公司研究部

Figure 36:而 A 股高分红股票表现弱于港股 (07 年以来, 恒生高股息指数跑赢上证红利指数)



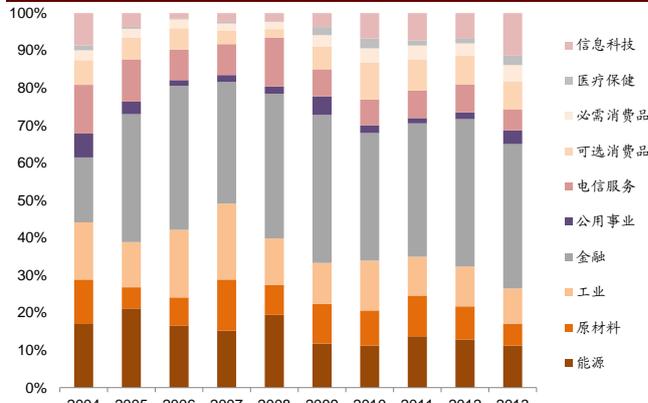
Source: Bloomberg, Wind, 中金公司研究部

Figure 37: A 股“新经济”板块交易额占比的增加明显快过其市值占比提高的速度.....



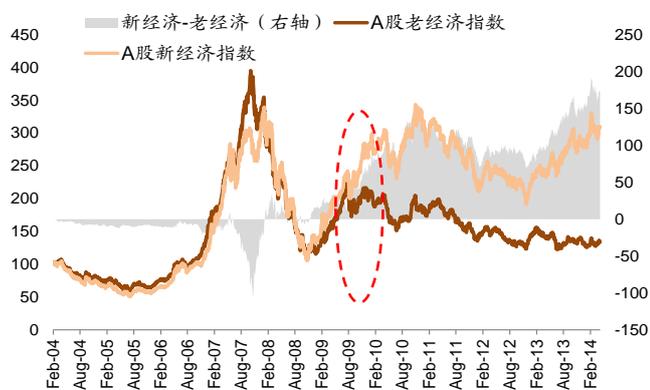
Source: Bloomberg, Wind, 中金公司研究部

Figure 38:而香港中资股新经济板块交易额的变化基本与板块市值的变化同步



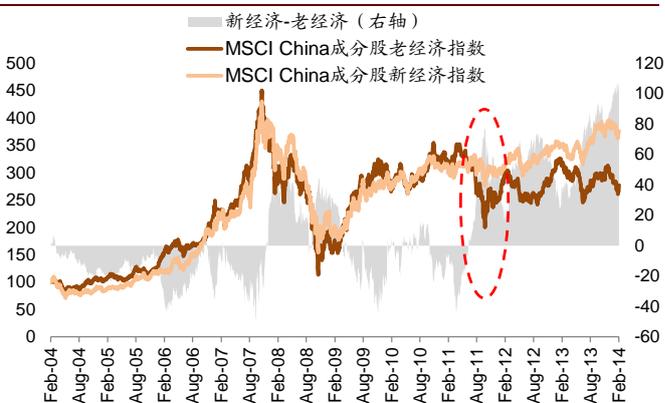
Source: Bloomberg, Wind, 中金公司研究部

Figure 39: A股新经济指数从2009年起开始跑赢老经济指数.....



Source: Wind, Fact Set, 中金公司研究部

Figure 40:而香港中资股新经济指数从11年下半年才开始跑赢老经济指数



Source: Wind, Fact Set, 中金公司研究部

流动性与估值

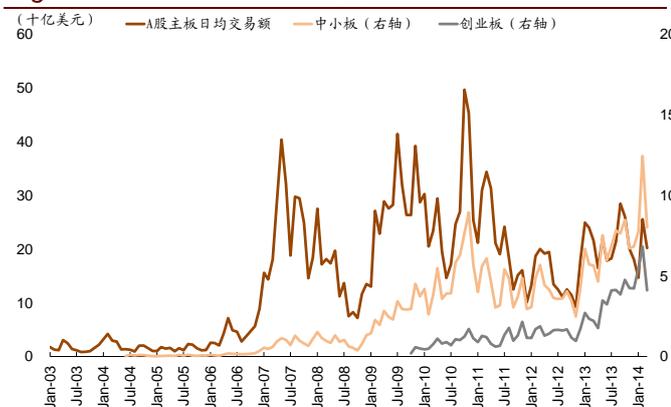
A股整体成交额及换手率远高于港股

A股交易额远高于港股：A股主板日均交易额可达200亿美元左右，创业板及中小板累计日均交易额也超过百亿美元。与之相比，香港主板日均交易额不足百亿美元，创业板交易额更是只有数亿美元左右。

换手率方面，由于A股投资者中散户居多，且持股市值普遍较小，投机氛围浓厚。这使得A股换手率不仅远远高于港股，亦高于全球其它主要市场。

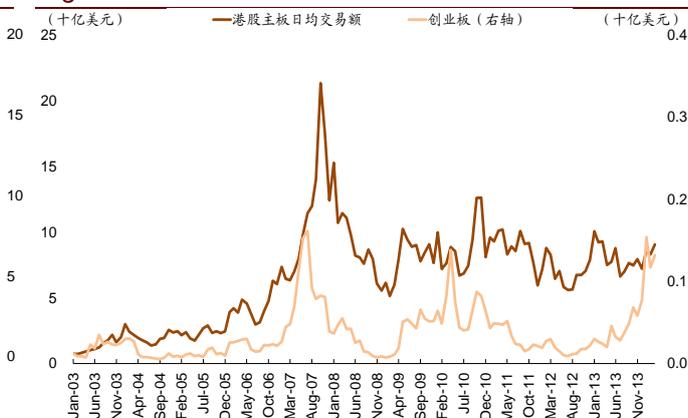
此外，港股小盘股流动性较差，常常出现一只股票长时间没有成交的情况。而A股小盘股流动性相对较好。

Figure 41: A股分板块日均交易额（月度）



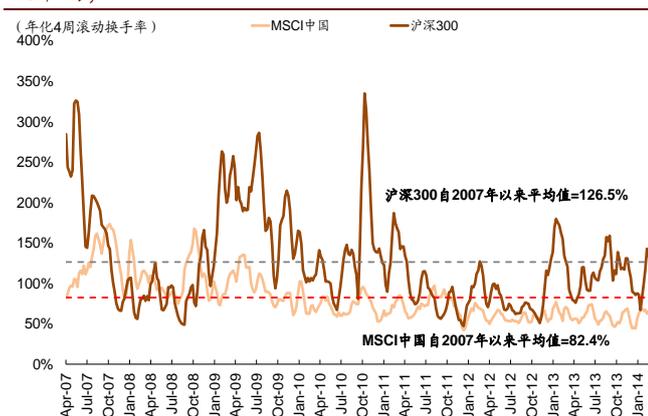
Source: Wind, 中金公司研究部

Figure 42: 港股分板块日均交易额（月度）



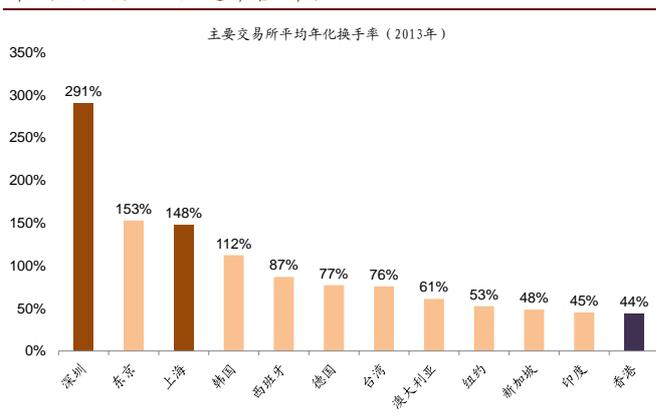
Source: Bloomberg, HKEx, 中金公司研究部

Figure 43: A股市场的交易更为活跃，换手率明显高出港股市场，



Source: Bloomberg, 中金公司研究部

Figure 44: A股市场换手率在主要市场中亦处于最高水平（2013，以流通市值计）

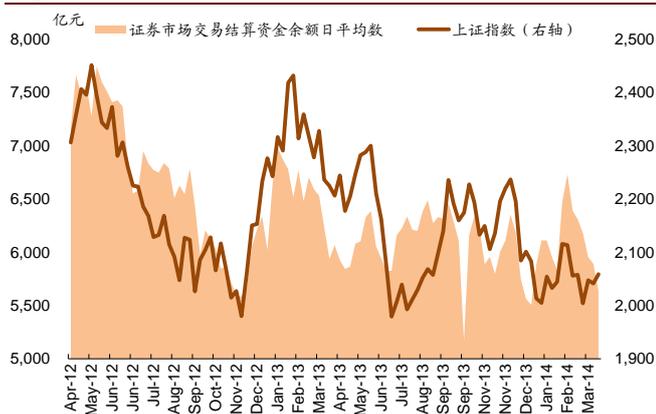


Source: Bloomberg, WFE, 中金公司研究部

A股流动性：受内地市场流动性环境影响更大

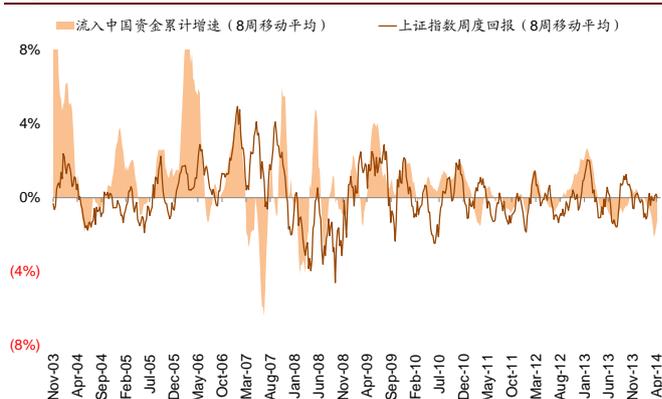
由于A股相对封闭以及散户为主导的特征，市场对内地的政策和流动性环境反应更敏感。结算资金余额水平（图表45）、股市账户数（图表47）、账户活跃度（图表48）等反映散户开户及交易意愿的指标与指数走势密切相关。近年来，随着A股对外开放程度的提升，海外资金流向与A股流动性的关系也越发紧密。此外，银行体系内的流动性情况对市场流动性影响较大。Shibor利率、国债收益率、回购利率和人民银行公开市场操作等等，都是判断流动性情况常用的指标。

Figure 45: 市场结算资金余额与上证指数高度相关



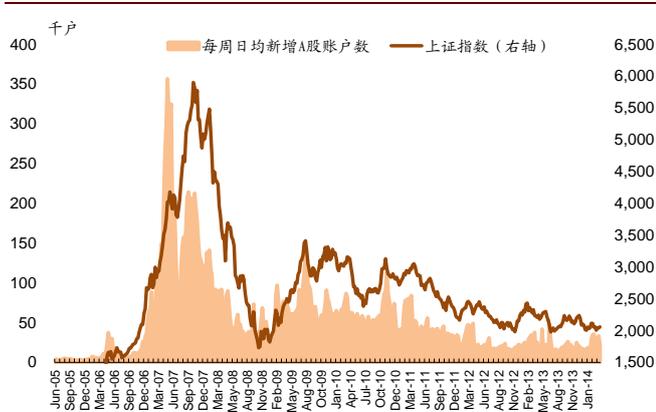
Source: Wind, 中金公司研究部

Figure 46: 海外资金流向与A股指数关联性逐渐提高



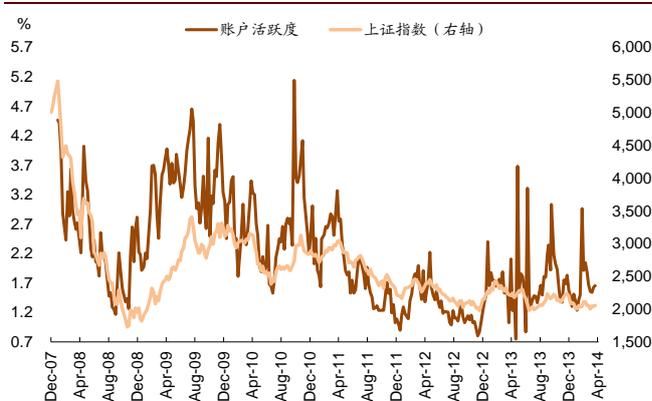
Source: Wind, EPFR, 中金公司研究部

Figure 47: 新增账户数是市场情绪的体现指标之一



Source: Wind, 中金公司研究部

Figure 48: 账户活跃度与上证指数关联紧密



Source: Wind, 中金公司研究部

港股流动性环境：受海外资金流向影响更大

相比 A 股，港股市场的表现更多受到全球资金流向的影响，而这又与海外市场风险偏好，以及全球宏观和货币政策环境息息相关，究其原因主要是由于香港市场中海外投资者占主导位置（更多具体分析请参见我们与 2012 年 12 月 27 日发表的专题报告《香港股市资金流动分析——海外因素影响更大》）。

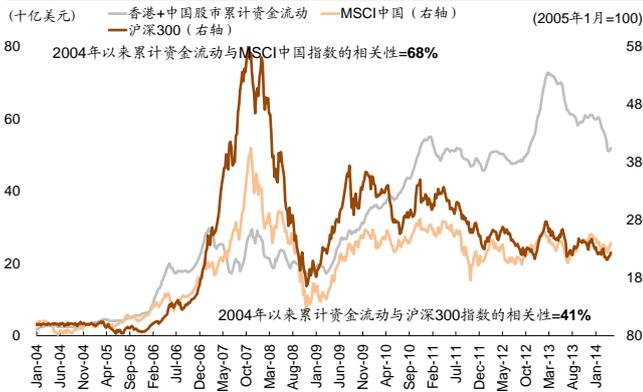
- ▶ 首先，为了考察资金流动对市场走势的影响，我们将 EPFR 统计的流向香港和中国股市全球资金累计规模以及周度变化与 MSCI 中国指数的表现进行了对比分析。结果显示，海外资金流动与指数表现高度相关，2004 年以来的相关性高达 68%，同时沪深 300 的相关性只有 41%，而资金流动的周度变化也与 MSCI 中国指数的周度表现密切关系，而且沪深 300 的表现与资金流动的变化也越来越同步。
- ▶ 其次，进一步分析显示，流向香港和中国股市的全球资金与海外市场风险偏好，以及全球宏观和货币政策环境密切相关。一方面，全球风险上升时（以 VIX 指数来衡量），投资者风险偏好降低往往会使得资金大规模撤离香港市场。在过去几年中，每一次全球出现系统性风险上升时（如金融危机、欧债危机、新兴市场波动等），资金大规模流出的情形都会上演。另一方面，全球特别是发达市场的货币政策变化（如 QE、LTRO）往往也是驱动香港资金流向的主要动力。
- ▶ 我们还发现，香港市场资金流动具有较为明显的趋势特征，也就是说全球资金通常会追逐资金流入，也往往会在资金外流的影响下蜂拥而出。通过统计 2001 年以来香港股市周度资金流动数据，我们发现当周与随后一周资金流动变化的自相关性达到~52%。同时，在~73%/~62%的时间里，未来一周与当周资金流入/流出的趋势保持不变，即便将时间拉长到四周后，这种趋势性依旧明显。
- ▶ 美元兑港币即期汇率是观察资金是观察香港资金动向一个快速而重要的指标，根据香港金管局（HKMA）的研究，当港币即期汇率单边剧烈变动时，可能反应了较大的资金流入/流出压力。由于股票是香港金融市场里市场规模最大且流动性最好的资产，买入/卖出股票是让资金进入/流出香港最便捷的渠道。故而我们看到在过去的数年间，港币对美元快速升值的时候往往有明显的资金流入，反之，港币快速贬值的时候通常也会伴随着资金的流出。

Figure 49: 国际主要指数相关性矩阵（过去五年）

	欧洲斯托克50	日经225	标普500	道琼斯	沪深300	上证综指	深证综指	MSCI中国	恒生国企	恒生指数
欧洲斯托克50	1	0.18	0.69	0.69	0.14	0.14	0.11	0.29	0.27	0.28
日经225		1	0.13	0.12	0.25	0.26	0.21	0.50	0.47	0.52
标普500			1	0.98	0.12	0.12	0.10	0.20	0.19	0.19
道琼斯				1	0.11	0.11	0.09	0.19	0.18	0.18
沪深300					1	0.99	0.90	0.55	0.53	0.49
上证综指						1	0.89	0.55	0.54	0.50
深证综指							1	0.45	0.44	0.41
MSCI中国								1	0.95	0.94
恒生国企									1	0.96
恒生指数										1

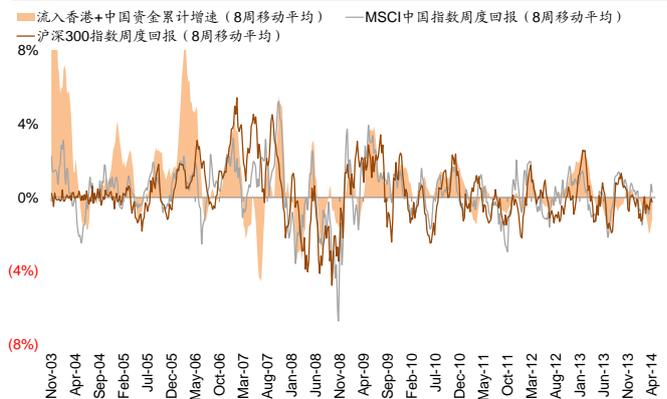
Source: Bloomberg, 中金公司研究部

Figure 50: 流入香港和中国股市的全球资金累计规模与 MSCI 中国指数的相关性比沪深 300 指数更加显著



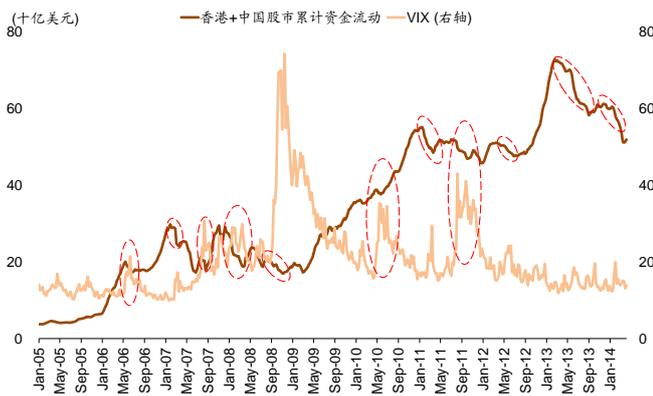
Source: Bloomberg, EPFR, MSCI, 中金公司研究部

Figure 51: 全球资金流动的周度变化情况也与指数每周的表现, MSCI 中国也比沪深 300 相关性更强



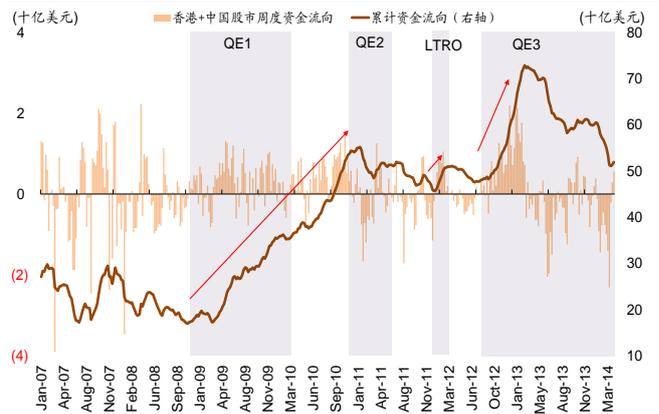
Source: Bloomberg, EPFR, Wind, 中金公司研究部

Figure 52: 全球风险上升时(表现为 VIX 指数大幅攀升), 资金通常流出香港股市, 从而进一步对市场造成压力



Source: Bloomberg, EPFR, MSCI, 中金公司研究部

Figure 53: 全球货币政策环境的变化(如 QE 和 LTRO), 通常会对流入香港和中国的资金流向直接的影响



Source: Bloomberg, EPFR, MSCI, 中金公司研究部

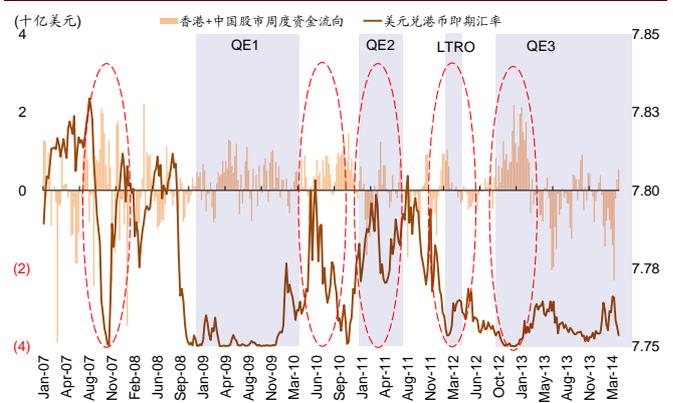
Figure 54: 香港市场资金流动有较强的趋势性, 流入和流出的状态往往保持连续数周

2001年至今香港市场周度资金流量

vs.	自相关性	频率				样本数
		流入后继 续流入	流出后继 为流入	流出后继 续流出	流入后继 为流出	
一周后	52.4%	73.1%	26.5%	62.4%	40.2%	692
两周后	38.5%	68.6%	30.8%	56.2%	46.6%	691
三周后	28.9%	69.1%	29.6%	56.7%	45.0%	690
四周后	22.5%	64.8%	34.2%	51.0%	51.8%	689
平均值	35.6%	68.9%	30.3%	56.6%	45.9%	

Source: Bloomberg, EPFR, MSCI, 中金公司研究部

Figure 55: 美元兑港币汇率也是观测资金流入香港的一个重要指标

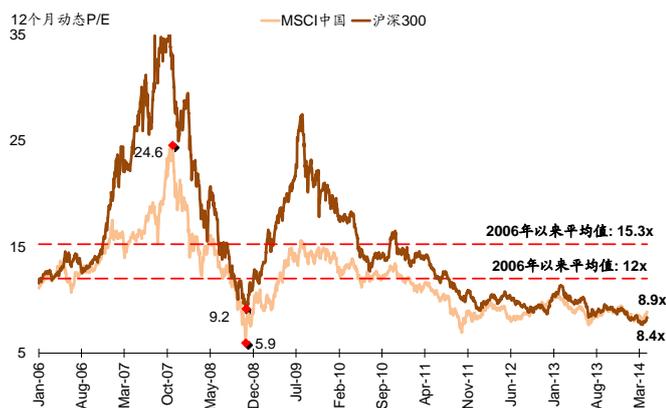


Source: Bloomberg, EPFR, MSCI, 中金公司研究部

整体估值对比——两地估值差距在逐渐收窄

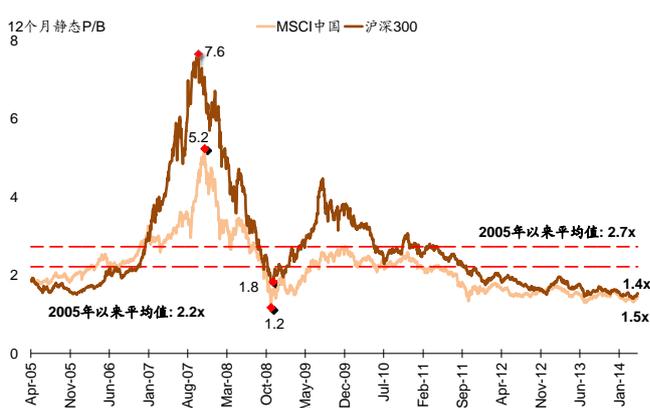
从过去几年的历史平均水平来看，MSCI 中国指数的估值水平明显低于沪深 300 指数。但是最近几年间，由于市场持续表现低迷，两地市场之间的估值差距正逐渐收窄。当前 MSCI 中国指数 12 个月动态市盈率和静态市净率分别为 8.9 倍和 1.5 倍，与沪深 300 指数 8.4 倍和 1.4 倍的估值水平基本相当。

Figure 56: 从过去几年的历史平均水平来看，MSCI 中国指数的估值水平明显低于沪深 300 指数；但最近几年间，这一差距正逐渐收窄



Source: Bloomberg, 中金公司研究部

Figure 57: 当前 MSCI 中国指数 12 个月动态市盈率和静态市净率分别为 8.9 倍和 1.5 倍，与沪深 300 指数 8.4 倍和 1.4 倍的估值水平基本相当

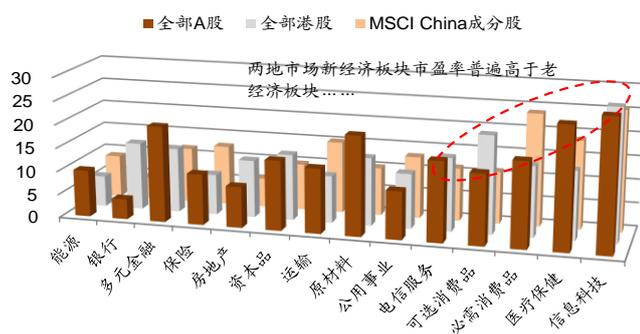


Source: Bloomberg, 中金公司研究部

分行业对比：“老经济”板块均处于历史估值区间底部

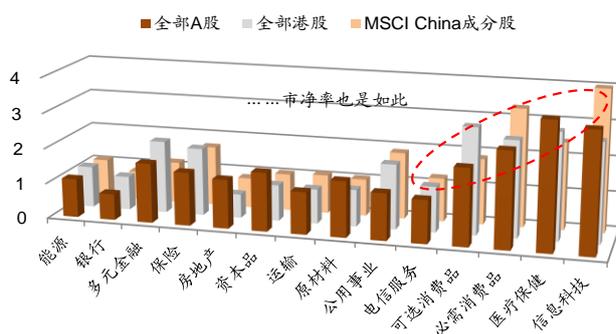
两地市场的相同之处在于：“新经济”板块估值均明显高于“老经济”板块。“老经济”板块估值（无论从 P/E 还是 P/B 来看）均处于历史区间底部，反映投资者较为悲观的预期。从板块上看，偏大盘的行业两地估值基本接近（如金融、能源），但偏小盘的行业在 A 股的估值水平普遍高于港股（如消费、医药等）。

Figure 58: A 股、港股分行业动态市盈率对比



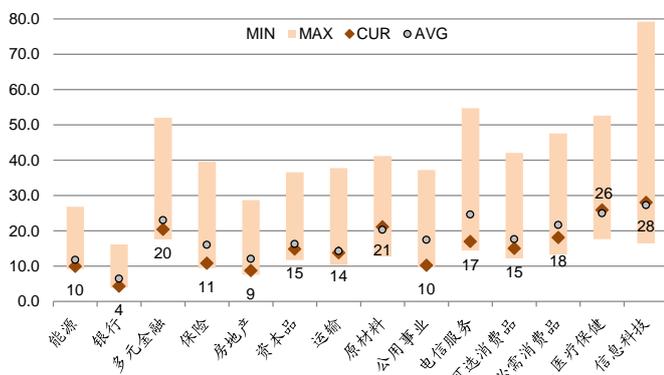
Source: 朝阳永续, FactSet, Bloomberg, 中金公司研究部

Figure 59: A 股、港股分行业前向市净率对比



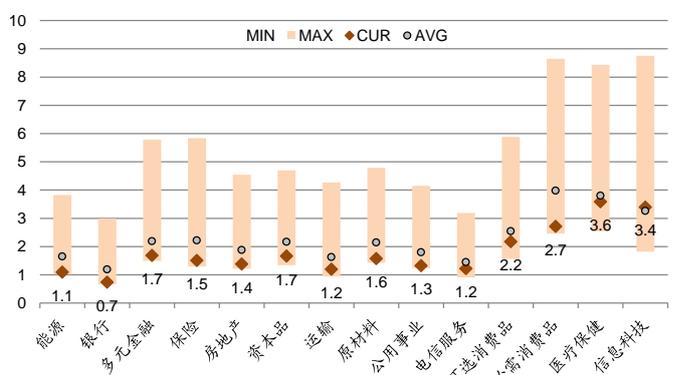
Source: 朝阳永续, FactSet, Bloomberg, 中金公司研究部

Figure 60: 全部A股分行业动态市盈率情况: 老经济行业均处于估值区间底部.....



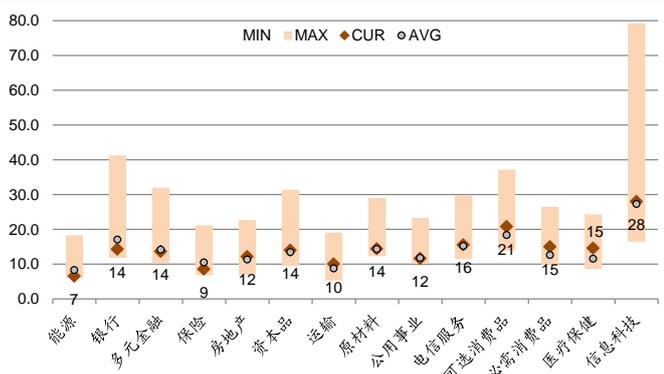
Source: 朝阳永续, 中金公司研究部 (注: 估值区间为2010年至今)

Figure 61: ...全部A股分行业前向市净率情况也是如此



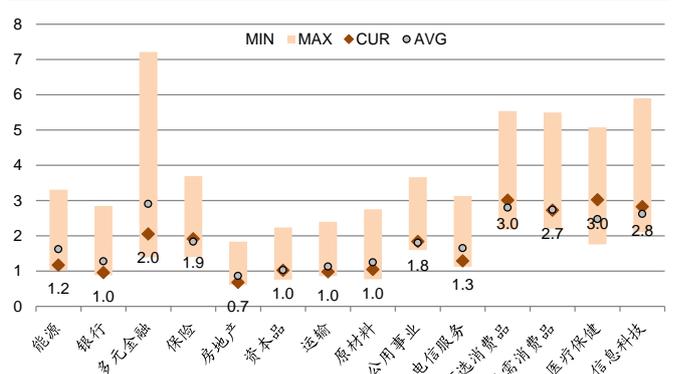
Source: 朝阳永续, 中金公司研究部 (注: 估值区间为2010年至今)

Figure 62: 全部港股分行业动态市盈率情况



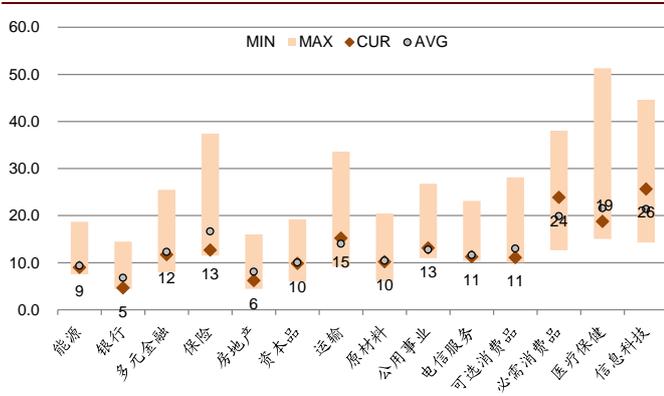
Source: FactSet, 中金公司研究部 (注: 估值区间为2010年至今)

Figure 63: 全部港股分行业前向市净率情况



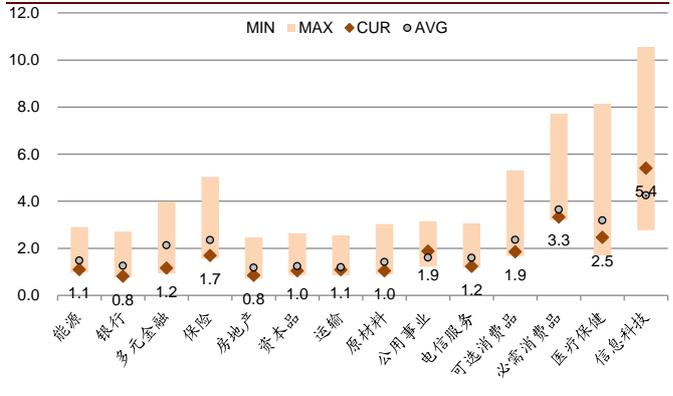
Source: FactSet, 中金公司研究部 (注: 估值区间为2010年至今)

Figure 64: MSCI China 分行业动态市盈率情况与A股类似



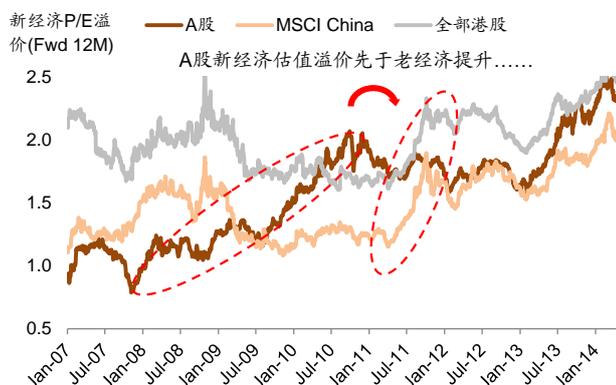
Source: Bloomberg, 中金公司研究部 (注: 估值区间为2010年至今)

Figure 65: MSCI China 分行业前向市净率情况



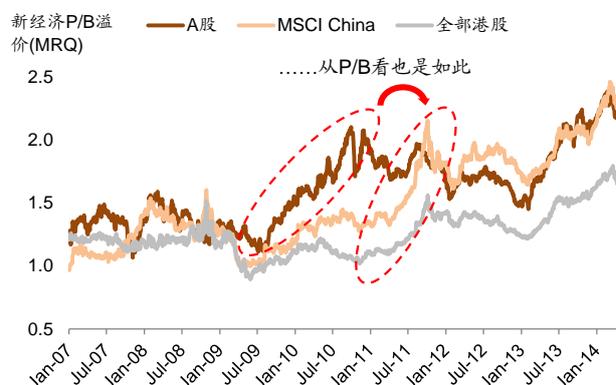
Source: Bloomberg, 中金公司研究部 (注: 估值区间为2010年至今)

Figure 66: A 股、港股新经济板块相对老经济板块市盈率溢价: A 股溢价提升先于港股



Source: FactSet, Bloomberg, 中金公司研究部

Figure 67: A 股、港股新经济板块相对老经济板块市净率: A 股溢价提升同样先于港股



Source: FactSet, Bloomberg, 中金公司研究部

分大小对比: A 股小盘股为何享有估值溢价?

A 股与港股在估值方面的一个显著差别是 A 股小盘股对大盘股存在估值溢价, 且在大多数行业都是如此; 而港股更多的情况是大盘股存在估值溢价。

从理论上探讨小股票与大股票估值, 假设其他条件相同, 小股票相对于大盘股票, 一方面, 预期成长速度更快, 预期成长空间更大, 可以享受估值溢价; 但另一方面, 中小盘交易流动性相对差一些, 投资者要进行投资潜在成本会更高, 要给予流动性的估值折价。最终中小盘对大盘股估值是折价还是溢价, 溢价是高还是低, 取决于这成长溢价与流动性折价这两者的平衡。

结合上述分析思路, 我们认为投资者结构的不同是带来 A 股小盘股估值溢价的重要原因: 如前所述, 主流机构投资者的规模占可活跃交易的流通市值的比例较小、散户交易量占 A 股交易量的大部分, 散户活跃地交易中小盘, 为机构投资者提供流动性; 这两方面的结合使得: 机构投资者可以比较少持有大盘股, 同时因为散户活跃交易中小盘, 他们可以相对容易地交易和持有中小市值的股票。这在一定程度上推升了中小盘的绝对估值, 也拉大了中小盘与大盘的估值差异 (参看 2013 年 8 月 20 日《为什么小盘股估值如此之高?》)。

而反观港股市场, 由于投资者中机构投资者为主, 小盘股流动性较差, 承担流动性折价; 此外, 小盘股机构研究覆盖较少, 港股又有诸多衍生品为希望“以小博大”的投资者提供工具。以上诸多原因使得港股大盘股一直相对小盘股具有估值溢价, 各行业龙头股相对于小盘股的估值始终稳定在较高水平 (由于港股市场小市值股票常常出现累计亏损导致无法计算 P/E, 我们在港股市场作估值比较时主要计算了分市值的 P/B 指标)。

Figure 68: 与A股市场对于小盘股的热情相反, 港股市场的小盘股 (MSCI 中国小盘股) 相对大盘股 (MSCI 中国) 往往存在一定的估值折价



资料来源: Bloomberg, Wind, 中金公司研究部
注: 数据截至2014年4月11日

Figure 69: 相比两地上市的大盘股已经趋近于0的溢价水平, 市值相对较小公司的A股价格仍远远高于其H股股价

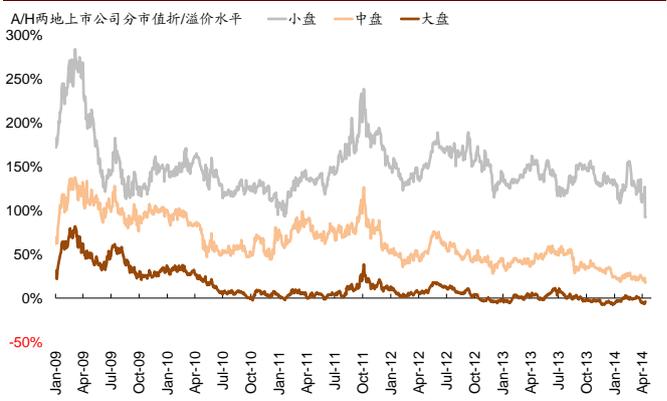
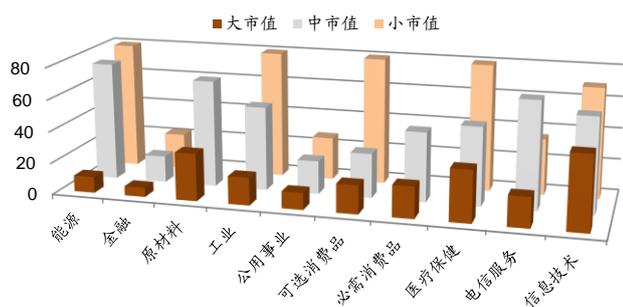
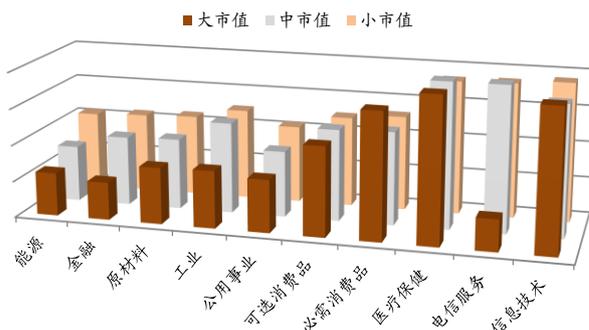


Figure 70: 全部A股分行业大/小市值股票市盈率(TTM)对比



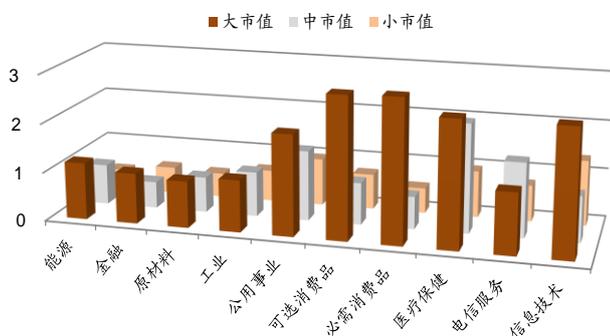
Source: Wind, 中金公司研究部 (注: 原材料及日常消费行业小市值股票累计盈利为负, 故未显示其市盈率)

Figure 71: 全部A股分行业大/小市值股票市净率(最新)对比



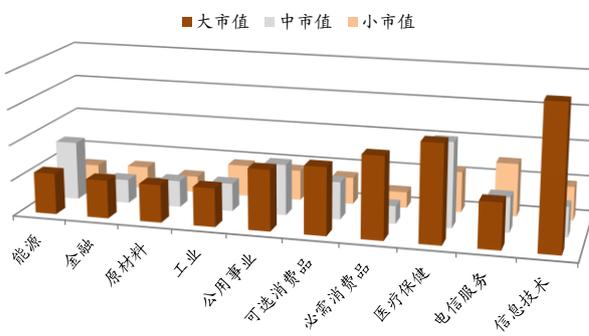
Source: Wind, 中金公司研究部

Figure 72: 全部港股分行业大/小市值股票市净率(最新)对比



Source: Wind, Bloomberg, FactSet, 中金公司研究部

Figure 73: 香港中资股分行业大/小市值股票市净率(最新)对比

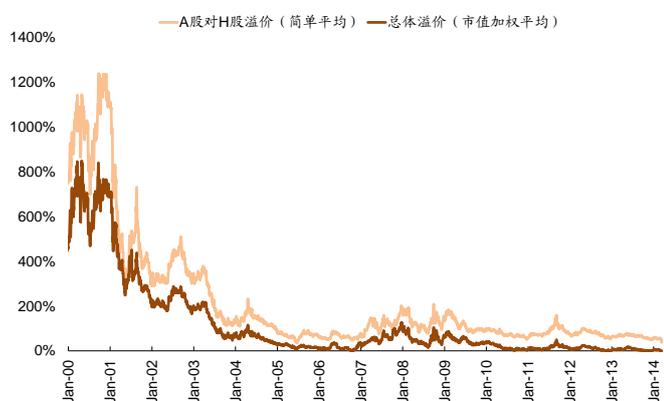


Source: Wind, Bloomberg, 中金公司研究部

A/H 两地上市公司折价溢价浅析

- ▶ **指标:** 最常用的观测 A/H 两地上市股票两个市场溢价/折价的指标是恒生指数公司于 2007 年推出的 AH 股溢价指数 (彭博代码: HSAHP), 该指数包含交易最活跃的 AH 两地上市股票 (目前有 54 只), 以流通市值加权平均来衡量 A 股对 H 股整体的溢价/折价。当指数高于 100 时, 表示 A 股相对 H 股溢价, 反之则为折价;
- ▶ **现状:** 当前市场上共有 AH 两地上市股票 84 只, 其中上交所有 68 只, 深交所有 16 只。在这 84 只股票里, 目前有 58 只股票其 A 股价格相对 H 股有溢价, 另外 26 只对 H 股有折价;
- ▶ **过去:** 从历史数据来看, A 股历史上大多数时间处于相对 H 股溢价状态 (市值加权平均), 但是溢价水平近年来不断缩小, 现在基本围绕 0 而上下波动;
- ▶ **将来:** 我们通过整理数据发现, 最近几年 AH 股整体溢价与股票的交易活跃度有较为明显的负相关关系, 换手率的下降和上升往往伴随着溢价的扩大和收窄。考虑到目前换手率较低的 H 股在“沪港通”正式施行后换手率有可能提高, 而两地投资者互相影响亦可能使得估值体系逐渐统一, AH 股价差可能进一步收窄。

Figure 74: A 股相对 H 股溢价不断缩窄



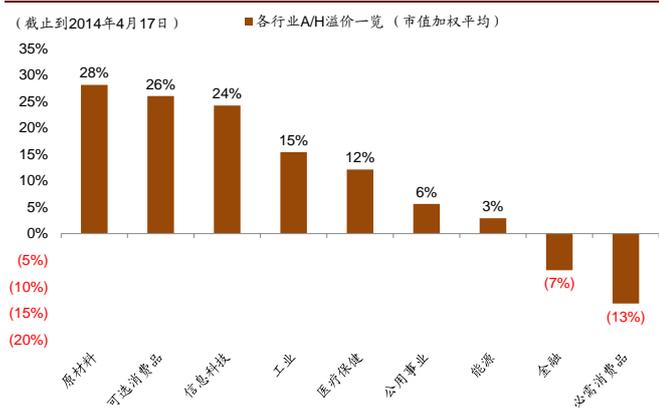
Source: Bloomberg, Datastream, 中金公司研究部

Figure 75: 恒生 AH 股溢价指数



Source: Wind, 中金公司研究部

Figure 76: 分行业折价/溢价情况



Source: Bloomberg, Datastream, 中金公司研究部

Figure 77: 换手率的提高与溢价收窄同步



Source: Bloomberg, 中金公司研究部

Figure 78: A/H 股溢价列表

A股代码	H股代码	A股名称	H股名称	GICS行业	A股价格 (RMB)	H股价格 (HKD)	(A-H)/H (%)	总市值(百万美元)	A股		H股	
									P/E 14E	P/B 14E	P/E 14E	P/B 14E
002703 CH	1057 HK	浙江世宝	Zhejiang Shiba-H	可选消费品	19.88	4.08	507%	636	N/A	N/A	N/A	N/A
002490 CH	568 HK	山东墨龙	Shandong Molon-H	能源	7.66	2.38	301%	732	N/A	N/A	N/A	N/A
600876 CH	1108 HK	洛阳玻璃	Luoyang Glass-H	工业	5.11	1.99	220%	264	N/A	N/A	N/A	N/A
000585 CH	42 HK	东北电气	Northeast Elec-H	工业	2.41	0.94	220%	266	N/A	N/A	N/A	N/A
600860 CH	187 HK	ST北人	Jingcheng Mac	工业	5.35	2.58	159%	318	N/A	N/A	N/A	N/A
600806 CH	300 HK	昆明机床	Shenji Group-H	工业	4.60	2.24	156%	327	N/A	N/A	N/A	N/A
600775 CH	553 HK	南京熊猫	Nanjing Panda-H	信息技术	9.38	4.60	154%	1,155	N/A	N/A	N/A	N/A
000756 CH	719 HK	新华制药	Shandong Xinhua-H	医疗保健	5.96	3.14	137%	342	N/A	N/A	N/A	N/A
600874 CH	1065 HK	创业环保	Tianjin Cap-H	工业	8.14	4.36	133%	1,544	43.0	N/A	N/A	1.2
601005 CH	1053 HK	重庆钢铁	Chongqing Iron-H	原材料	2.29	1.23	132%	1,498	N/A	N/A	N/A	N/A
600688 CH	338 HK	S上石化	Sinopec Shang-H	原材料	3.39	1.96	116%	4,691	21.8	1.9	13.0	1.0
601038 CH	38 HK	一拖股份	First Tractor-H	工业	8.42	4.96	112%	1,007	29.2	1.5	10.7	0.7
600871 CH	1033 HK	S仪化	Sinopec Yizhen-H	原材料	2.70	1.73	95%	2,135	N/A	N/A	N/A	N/A
603993 CH	3993 HK	洛阳钼业	Cmcc-H	原材料	5.60	3.61	93%	3,898	21.0	0.7	10.9	1.1
601588 CH	588 HK	北辰实业	Beijing North-H	金融	2.68	1.91	75%	1,297	8.9	0.6	5.0	0.3
000666 CH	350 HK	经纬纺机	Jingwei Textil-H	工业	9.54	7.00	70%	947	6.4	1.2	N/A	N/A
601717 CH	564 HK	郑煤机	Zhengzhou Coal-H	工业	5.69	4.25	67%	1,360	4.9	1.0	3.1	0.6
601880 CH	2880 HK	大连港	Dalian Port Pd-H	工业	2.49	1.86	67%	1,626	N/A	N/A	8.8	0.5
601727 CH	2727 HK	上海电气	Shanghai Elect-H	工业	3.84	3.02	59%	7,438	18.7	1.5	12.4	1.0
600685 CH	317 HK	广船国际	Guangzhou Ship-H	工业	17.14	13.74	56%	2,255	49.0	2.9	230.1	N/A
601107 CH	107 HK	四川成渝	Sichuan Exp-H	工业	2.87	2.31	55%	1,257	7.5	N/A	5.3	0.5
002672 CH	895 HK	东江环保	Dongjiang Envi-H	工业	34.64	28.30	53%	1,187	29.6	3.2	19.0	2.1
601899 CH	2899 HK	紫金矿业	Zijin Mining-H	原材料	2.26	1.89	49%	7,128	20.2	1.5	14.5	1.1
000488 CH	1812 HK	晨鸣纸业	Shandong Chen-H	原材料	4.47	3.76	48%	1,217	12.8	0.6	8.6	N/A
601866 CH	2866 HK	中海集运	China Shipping-H	工业	2.22	1.88	47%	3,629	90.0	1.0	N/A	0.7
601991 CH	991 HK	大唐发电	Datang Intl Po-H	公用事业	3.71	3.15	47%	7,258	10.5	1.0	7.2	0.7
601618 CH	1618 HK	中国中冶	Metallurgical-H	工业	1.71	1.50	42%	4,932	9.3	0.7	6.5	0.6
601600 CH	2600 HK	中国铝业	Aluminum Corp-H	原材料	3.33	2.97	40%	6,485	N/A	1.1	N/A	0.8
002202 CH	2208 HK	金风科技	Xinjiang Gold-H	工业	9.07	8.09	40%	3,569	24.5	1.6	24.4	1.3
600332 CH	874 HK	广州药业	Baiyunshan Ph	医疗保健	24.96	23.35	33%	4,958	25.1	4.0	19.9	3.1
600029 CH	1055 HK	南方航空	China Southern-H	工业	2.52	2.43	29%	3,627	12.5	0.7	9.5	0.5
600188 CH	1171 HK	兖州煤业	Yanzhou Coal-H	能源	6.40	6.22	28%	4,460	14.0	0.7	12.9	0.5
600548 CH	548 HK	深高速	Shenzhen Expre-H	工业	3.62	3.52	28%	1,160	6.2	0.7	5.1	0.6
600875 CH	1072 HK	东方电气	Dongfang Elect-H	工业	12.84	12.50	28%	3,928	10.4	1.3	10.0	1.1
601998 CH	998 HK	中信银行	China Citic Bk-H	金融	4.79	4.67	28%	33,871	5.4	0.9	4.2	0.7
002594 CH	1211 HK	比亚迪	Byd Co Ltd-H	可选消费品	48.66	47.55	28%	16,825	62.2	4.8	72.9	3.8
601919 CH	1919 HK	中国远洋	China Cosco Ho-H	工业	3.34	3.27	27%	4,998	N/A	1.3	N/A	1.1
600012 CH	995 HK	皖通高速	Anhui Express-H	工业	4.16	4.14	25%	1,027	N/A	N/A	6.5	0.7
601992 CH	2009 HK	金隅股份	Bbmg Corp-H	原材料	6.40	6.38	25%	4,616	7.0	0.9	6.2	0.8
600115 CH	670 HK	东方航空	China East Air-H	工业	2.50	2.50	25%	4,645	11.8	1.1	9.7	0.8
000513 CH	1513 HK	丽珠集团	Livzon Pharm-H	医疗保健	46.20	46.90	23%	2,045	21.6	3.5	19.3	2.9
601898 CH	1898 HK	中煤能源	China Coal Ene-H	能源	4.19	4.32	21%	8,353	15.5	0.6	12.9	0.5
601808 CH	2883 HK	中海油服	China Oilfield-H	能源	17.85	18.42	21%	12,622	10.5	1.8	9.7	1.6
600016 CH	1988 HK	民生银行	China Minsheng-H	金融	7.80	8.06	21%	34,103	4.5	1.0	4.1	0.8
000921 CH	921 HK	ST科龙	Hisense Kelon -H	可选消费品	9.57	10.06	19%	1,874	7.0	3.0	6.8	N/A
600362 CH	358 HK	江西铜业	Jiangxi Copper-H	原材料	12.81	13.56	18%	6,497	12.2	0.9	12.4	0.8
600026 CH	1138 HK	中海发展	China Shipping-H	工业	4.22	4.55	16%	2,132	25.9	0.6	29.1	0.5
601633 CH	2333 HK	长城汽车	Great Wall Mot-H	可选消费品	36.40	39.90	14%	15,288	8.9	2.6	8.9	2.5
600808 CH	323 HK	马钢股份	Maanshan Iron-H	原材料	1.64	1.81	13%	1,944	26.1	0.5	32.2	0.5
601238 CH	2238 HK	广汽集团	Guangzhou Auto-H	可选消费品	7.69	8.68	10%	7,333	10.9	1.3	10.1	1.2
601857 CH	857 HK	中国石油	Petrochina Co-H	能源	7.65	8.78	9%	220,918	9.8	1.1	9.7	1.0
600837 CH	6837 HK	海通证券	Haitong Securi-H	金融	9.89	11.36	9%	14,625	17.5	1.4	16.5	1.3
000157 CH	1157 HK	中联重科	Zoomlion Heavy-H	工业	4.93	5.76	7%	5,921	6.6	0.8	7.4	0.7
000039 CH	2039 HK	中集集团	China Intl Mar-H	工业	14.33	16.82	6%	5,802	15.8	1.6	15.6	1.6
601607 CH	2607 HK	上海医药	Shanghai Pharm-H	医疗保健	13.21	15.84	4%	5,644	14.1	1.2	13.5	1.2
000063 CH	763 HK	中兴通讯	Zte Corp-H	信息技术	13.48	16.18	4%	7,430	17.3	1.8	17.7	1.8
601818 CH	6818 HK	光大银行	Ceb Bank-H	金融	2.51	3.10	1%	18,432	3.7	0.6	3.5	0.7
601333 CH	525 HK	广深铁路	Guangshen Rail-H	工业	2.73	3.41	-0%	3,025	11.7	0.7	12.7	0.7
600027 CH	1071 HK	华电国际	Huadian Power-H	公用事业	3.21	4.08	-2%	3,711	6.6	0.9	6.5	0.9
601111 CH	753 HK	中国国航	Air China Ltd-H	工业	3.51	4.57	-4%	7,200	11.1	0.8	10.8	0.8
600196 CH	2196 HK	复星医药	Fosun Pharma-H	医疗保健	19.78	25.90	-5%	7,365	19.1	2.6	23.0	2.9
601328 CH	3328 HK	交通银行	Bank Of Commun-H	金融	3.78	5.00	-6%	45,929	4.1	0.6	4.5	0.6
601988 CH	3988 HK	中国银行	Bank Of China-H	金融	2.63	3.49	-6%	118,853	4.2	0.7	4.7	0.7
600028 CH	386 HK	中国石化	China Petroleu-H	能源	5.24	7.00	-7%	99,888	7.5	1.0	9.0	1.1
601766 CH	1766 HK	中国南车	Csr Corp Ltd-H	工业	4.52	6.12	-8%	9,659	11.2	1.5	12.6	1.6
601288 CH	1288 HK	农业银行	Agricultural-H	金融	2.44	3.33	-9%	127,284	4.3	0.8	4.7	0.9
601939 CH	939 HK	建设银行	China Const Ba-H	金融	3.99	5.45	-9%	173,527	4.2	0.8	4.7	0.9
601398 CH	1398 HK	工商银行	Ind & Comm Bk-H	金融	3.48	4.81	-10%	200,176	4.2	0.8	4.9	0.9
601800 CH	1800 HK	中国交建	China Com Cons-H	工业	3.85	5.34	-10%	10,097	4.5	0.6	4.8	0.6
600036 CH	3968 HK	招商银行	China Merch Bk-H	金融	10.09	14.02	-10%	41,069	4.1	0.8	4.9	0.9
600030 CH	6030 HK	中信证券	Citic Securiti-H	金融	11.77	16.72	-12%	20,458	19.0	1.3	21.3	1.5
601390 CH	390 HK	中国中铁	China Rail Gr-H	工业	2.60	3.73	-13%	8,896	5.5	0.6	6.2	0.7
600600 CH	168 HK	青岛啤酒	Tsingtao Brew-H	必需消费品	40.45	58.10	-13%	9,366	23.5	3.4	27.7	3.9
600011 CH	902 HK	华能国际	Huaneng Power-H	公用事业	5.32	7.90	-16%	12,365	6.4	1.1	7.9	1.3
601628 CH	2628 HK	中国人寿	China Life Ins-H	金融	14.17	21.15	-16%	66,778	11.5	1.6	14.0	1.8
600377 CH	177 HK	宁沪高速	Jiangsu Expres-H	工业	5.95	8.89	-17%	4,895	9.9	1.4	12.6	1.8
601318 CH	2318 HK	中国平安	Ping An Insura-H	金融	39.60	60.05	-18%	54,125	8.8	1.5	11.3	1.8
601186 CH	1186 HK	中国铁建	China Rail Cn-H	工业	4.58	7.01	-19%	9,031	4.9	0.6	6.0	0.7
601088 CH	1088 HK	中国神华	China Shenhua-H	能源	14.38	22.10	-19%	46,836	6.6	1.0	8.2	1.1
601601 CH	2601 HK	中国太保	China Pacific-H	金融	16.49	25.60	-20%	25,520	12.8	1.3	15.7	1.7
000898 CH	347 HK	鞍钢股份	Angang Steel-H	原材料	3.09	4.94	-22%	3,699	20.7	0.5	28.3	0.6
000338 CH	2338 HK	潍柴动力	Weichai Power-H	工业	17.81	28.50	-22%	6,013	8.3	1.1	10.6	1.4
600585 CH	914 HK	海螺水泥	Anhui Conch-H	原材料	17.54	30.85	-29%	15,820	7.7	1.3	10.4	1.9

Source: Bloomberg, 中金公司研究部

市场制度

市场基本制度

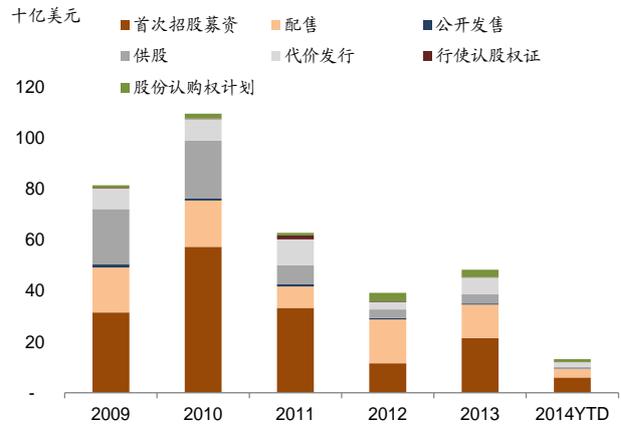
- ▶ **新股发行：**A股市场采用核准制；而香港市场采用注册制，限制较少，程序简单，周期较短；
- ▶ **再融资：**A股对再融资的限制条件较多，且要经过资质审核、过程审核、用途审核。香港市场比A股市场更加灵活，只需符合基本条件并取得市场接受即可，基本没有融资时间间隔和行政审批方面的限制；
- ▶ **退市：**A股市场的强制退市制度采用量化标准，但生效的指标较少，自主退市制度仍存在缺失，股权融资成本较低，“圈钱”行为缺乏制衡；香港采用非量化退市标准，香港联交所在上市公司退市过程中发挥很大的决定性作用，能够有效治理财政出现严重问题，或者“长时间停牌”而不能复牌的公司；
- ▶ **回购：**香港对公司回购股份的原则是“原则允许、例外禁止”，而A股市场上是“原则禁止、例外允许”，而这也是造成A股上市公司回购较少，但在香港上市的中资股却频频回购的原因之一；
- ▶ **分红：**A股市场投机气氛较重广被诟病，这除了与个人投资者占比较大有关之外，与历史上上市公司对分红并不重视也有关。近年来，监管当局在不断要求上市公司强化对投资者回馈，同时越来越多的公司意识到“只索取、不回报”不具备可持续性，并开始参与分红，A股公司的年度分红总额在2012年超过了融资总额。而在港股市场，虽然无硬性要求，但企业分红主动性更高，近20年来企业累计分红总额高于市场融资总额；
- ▶ **外资持股比例限制：**A股目前对外资还是有严格的限制，外国投资者主要通过QFII机制有限度地投资。而港股是完全开放的市场，只要是合法投资者及合法的资金，均可投资，没有持有比例、时间等等限制。随着“沪港通”制度的设立，A股对于外资持股比例等限制是否会作出更改，还需观察进一步的政策动向；
- ▶ **业绩披露：**A股上市公司每季度都要公布一次定期报告。香港的定期报告法定信息披露为每年两次，季报属于自愿披露，大部分公司不披露季度报告。A股还对上市公司发布业绩预告及业绩快报做出了相应规定，而港股则为自愿披露。此外，A股财务年度统一为1月1日-12月31日，而港股公司可选则其他时点作财务年度。
- ▶ 详细制度对比请参见图表88。

Figure 79: A股融资总额



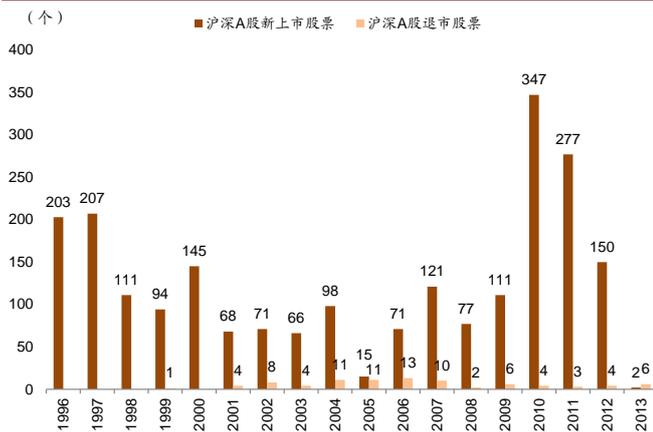
Source: Wind, 中金公司研究部

Figure 80: 全部港股融资总额



Source: Wind, 中金公司研究部

Figure 81: 上海和深圳交易所历年新上市公司数和退市公司数对比



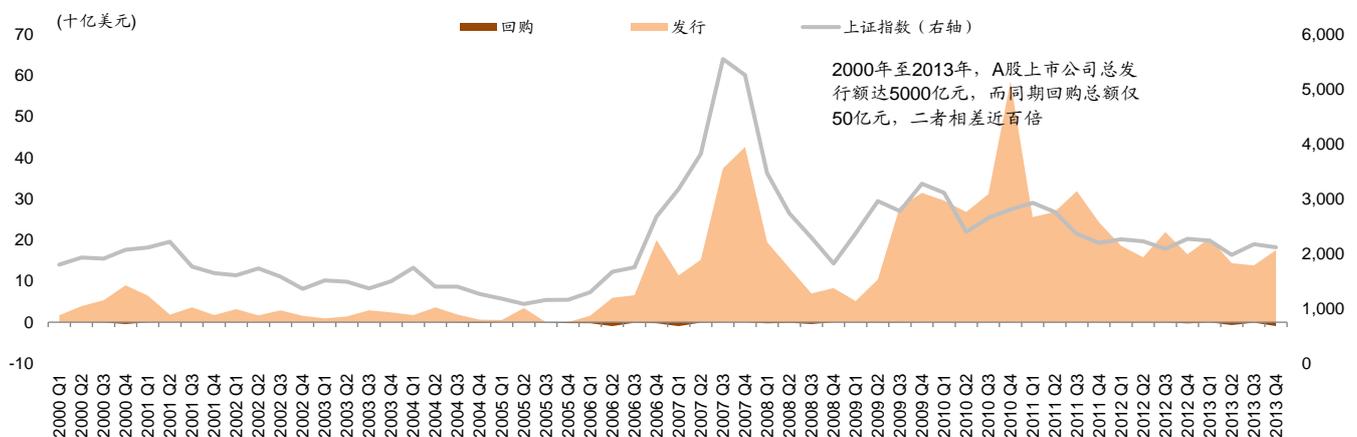
Source: Wind, 中金公司研究部

Figure 82: 香港联交所主板新上市和退市证券数



Source: 香港联交所, 中金公司研究部 * 不含创业板转主板

Figure 83: 2000年以来, A股股市回购量远小于发行量



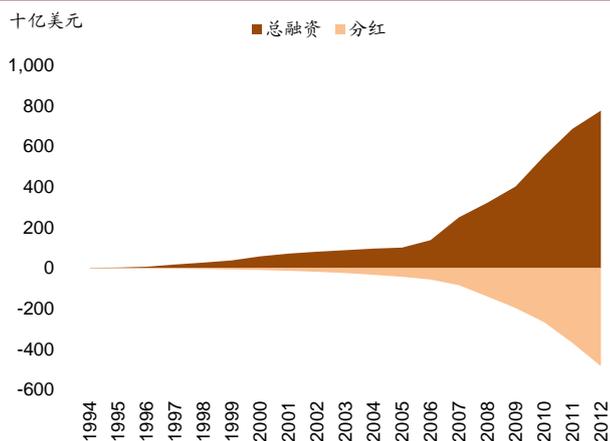
资料来源: Wind, 中金公司研究部

Figure 84: 香港中资股频频回购, 尤其是在市场下跌接近底部的时候明显增多



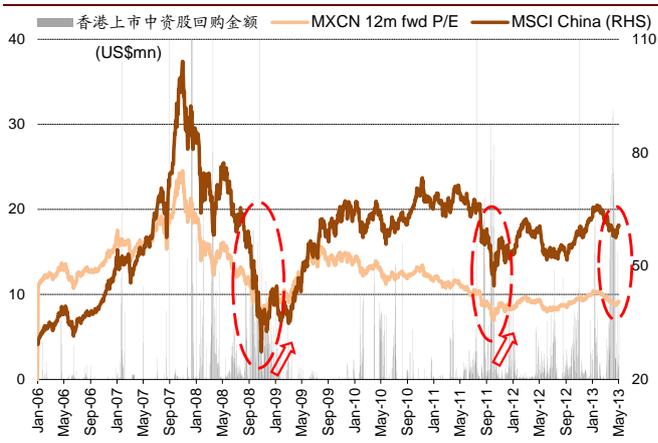
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

Figure 86: 1994 年以来, A 股累计融资超过累计分红, 随着上市公司对分红更为重视, 差距在近几年有所缩小



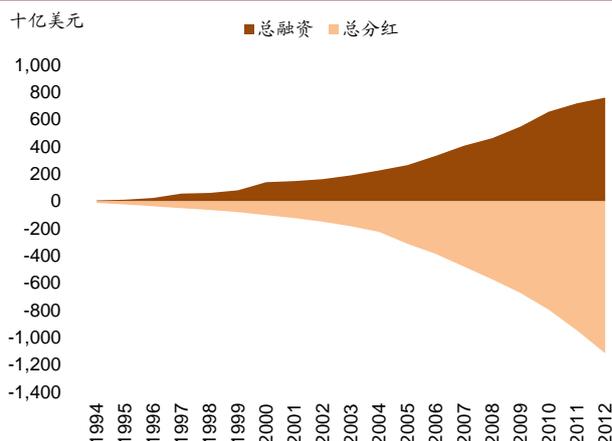
Source: Wind, 中金公司研究部

Figure 85: 从历史数据看, 香港中资股在市场估值较低的时候放量回购



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

Figure 87: 港股累计分红超过累计融资, 显示上市公司“回报”多于“索取”



Source: Wind, Bloomberg, 中金公司研究部

交易制度

二级市场交易制度上香港市场和 A 股存在不少差别，包括：

- ▶ **交易时间：**香港市场较 A 股市场更长一些。
- ▶ **交易及交收制度：**A 股市场采用 T+1 交易、T+1 交收（即当日买进的股票，要到下一个交易日才能卖出；买卖委托成交后，相应的资金与股票交割都是在下一个交易日完成），香港市场采用 T+0 交易、T+2 交收。在 T+2 以前，客户不能提取现金、实物股票及进行买入股份的转托管因此，在买入股票时，香港证券行往往要求投资者现金证券户口上要预留一定数量的资金。
- ▶ **涨跌停：**A 股有涨跌停板的限制，港股没有限制。
- ▶ **股票面值：**A 股绝大多数均为人民币 1 元（除紫金矿业、洛阳钼业等极个别公司外），港股则并无统一的规定。港股面值常见的多为 1 仙(1 分)、1 角、1 港元等，差异较大。
- ▶ **股票买卖价位方面：**与 A 股不同，港股并不统一买卖的价位，根据股价的高低，分为不同的价位差，从 1 仙到 50 仙不等。但近年为增强交投、提高成交的概率，已经逐步对中、高价股收窄买卖价差。
- ▶ **融资融券制度：**融资融券 2010 年登陆 A 股市场，但标的仍受限。而港股市场融资融券制度更为成熟和灵活，客户可以开立“孖展”账户进行融资，也可以通过券商借入股票进行融券。
- ▶ **交易费用及税收：**港股综合交易费用略高于 A 股。佣金、印花税率等参见图表 88。税收方面，A 股不需缴纳资本利得税，红利税差别征收：持股超 1 年的，税负为 5%；1 个月至 1 年的，税负 10%；不足 1 月的，税负 20%。港股无资本利得税及红利税。

Figure 88: A 股和香港股市市场制度及交易制度比较

制度	A股	港股	
市场基本制度	新股发行制度	A股采用核准制，正在向注册制过渡。特点为排队周期较长，进度难以控制，上市标准单一，盈利要求严格	香港市场采用注册制。香港市场的证券发行注册环节联交所承担主导角色，实施双重存盘制度，审核兼顾效率和节奏，通常情况下1-3个月即可完成。定价配售环节充分发挥市场的价格发现功能，采用累计投标与固定价格相混合的机制。主板和创业板上市条件差异化，使得处于不同发展阶段的公司都可以寻求上市
	再融资制度	限制条件较多，且要经过资质审核、过程审核、用途审核	比A股市场更加灵活，只需符合基本条件并取得市场接受即可
	退市制度	A股市场强制退市制度采用量化标准，但生效的指标较少，自主退市制度存在缺失	香港采用非量化退市标准，香港联交所上市公司退市过程中发挥很大的决定性作用，能够有效治理财政出现严重问题，或者“长时间停牌”而不能复牌的公司
	回购制度	A股市场上是“原则禁止、例外允许”，总体上A股上市公司回购较少	香港原则上允许公司回购股份。在香港上市的中资股频频回购，例如在2008年10月，2011年9月，以及2013年的5月，在香港市场下跌接近底部的时候中资股回购的次数和金额明显增多
	分红制度	最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的30%；针对不同行业特点、发展阶段、自身经营模式、盈利水平，并结合是否有重大资金支出安排等因素，规定了差异化的现金分红政策并提出了量化的规定	无量化规定，但上市公司多主动选择分红以吸引投资者
	外资持股比例	所有境外投资者对单个A股上市公司的持股比例总和不得超过30%，单个境外投资者持股不超过该上市公司股份总数的百分之十	无限制
交易制度	业绩披露	每季度公布定期报告；主板上市公司预计全年度、半年度、前三季度出现净利润为负值、净利润较上年同期相比上升或者下降50%以上、实现扭亏为盈时需要披露业绩预告。创业板均须在定期报告或临时报告中披露业绩预告；A股财务年度统一为1月1日-12月31日	香港的定期报告法定信息披露为每年两次，季报属于自愿披露；业绩预告及业绩快报为自愿披露；无统一财务年度，可选择其他时点作财务年度
	交易时间	工作日上午九点半至十一点半，下午一点至三点	工作日上午九点半至十二点，下午一点至四点
	交易机制及涨跌停限制	A股为T+1交易、T+1交收，且有涨跌幅限制（一般为10%；ST为5%）	T+0交易、T+2交收，没有涨跌幅限制
	股票面值	绝大多数均为人民币1元（除紫金矿业、洛阳钼业等极个别公司外）	无统一的规定。常见面值多为1仙(1分)、1角、1港元等，差异较大
	融资融券制度	尚未全面开展融资融券业务，可以融资融券的股票限制在上交所公布的名单内	融资融券是市场的自由行为，投资者可以通过开立“孖展”账户进行融资，也可以通过从券商借入股票进行融券
	买卖价差及报价单位	最小报价单位独立于价格水平，统一规定为0.01元	不统一买卖的价位，根据股价的高低，分为不同的价位差，从1仙到50仙不等
	交易费用及税收	1) 佣金，0.03%到0.3%，最低收5元；2) 过户费每1000股收0.75元（沪市收，深市不收），其他杂费1-5元；3) 印花税0.1%；4) 不需缴纳资本利得税；5) 红利税差别征收	1) 佣金，最低标准是0.25%；2) 0.005%的联交所交易费用，0.005%的证监会监管费用，及0.002%的投资者赔偿资金费用；3) 印花税0.1%；4) 不需缴纳资本利得税；5) 不需缴纳红利税

资料来源：香港交易所网站 (http://www.hkex.com.hk/chi/index_c.htm)、上交所网站 (<http://www.sse.com.cn/>)、中金公司研究部

中金策略产品介绍：一个团队，两地市场

时间频率	报告类别	主要内容	近期报告	
定期产品	周度	A股、H股周报	阐述对A股、H股市场的短期观点	2014.4.21: 《关注长端资金成本下降》(A股) 2014.4.14: 《Mutual access for mutual benefits》(H股)
		全球资金流向监测	追踪全球资金每周在不同资产类别、不同国家、不同行业的流向情况	2014.4.21: 《资金继续流入中国, 但幅度减小》
	月度	A股行业配置	依据中金行业配置框架(涵盖宏观、行业、盈利、估值、技术五方面的内容)提出未来3-6个月的行业超配、低配策略, 每月结合市场动态及行业分析员观点作更新	2014.3.31: 《行业比较与配置策略(4): “新”、“老”转换将继续》 2014.2.19: 《减仓证券, 加仓医药、汽车、旅游等消费》
		季度及年度策略展望	阐述对下一季度、年度的市场观点	2014.3.31: 《2014年2季度策略展望: 增长修复, 改革提速, 风格转换》(A股) 2014.3.31: 《2Q14 strategy-Time for old economy to outperform》(H股) 2013.11.11: 《年度策略展望: 2014, 我们转为乐观》(A股) 2013.11.11: 《A Year of Reform, Recovery & Re-rating》(H股)
	季度	A股、H股业绩预览与回顾	结合中金行业分析员自下而上的观点, 对A股、H股市场整体业绩情况进行预览或回顾	2014.4.22: 《FY13 earnings review: Stable growth underway》(H股) 2014.1.20: 《2013年度业绩预览: 整体业绩继续改善 关注小盘股业绩分化》(A股)
		A股公募基金季度回顾	对基金定期季度披露的分析来追踪A股市场最重要的机构投资者: 共同基金; 包括对公募基金的资产配置、资金流向、板块配置以及个股配置的研究	2014.4.24: 《基金1Q14季报回顾: 传统成长股已经具备吸引力》
主题研究		对市场关注度较高、可能在中长期对市场产生较大影响的主题的分析	2014.3.4: 《中国的“老经济”与“新经济”》 2014.4.21: 《策略主题研究: 中国公司开始强化现金分红》 2014.4.14: 《沪港通”策略系列(1)—你所要知道的港股市场》 2014.3.27: 《排雷行动”: 中国公司的债务偿付风险》 国企改革系列报告: 国企改革主题研究(1)、(2) 新股申购系列报告: 《新股申购策略》(1)—(5)	
策略简评		对市场短期关注焦点的分析点评	2014.4.10: 《评“沪港互通”: 开放资本市场坚实的一步, 利好中港两地市场》 2014.3.21: 《Preferred stock officially introduced, positive for large caps》 2014.3.10: 《买入暂被市场抛弃的中国“大消费”龙头》 2014.2.20: 《中石化吹响国企改革号角》 2013.11.18: 《策略评论三中全会《决定》: 中国从此将不同》	

第三章：中国好公司

为海外投资者精选 A 股

本篇报告是我们“沪港通”主题策略系列之三，旨在从 2500 多支 A 股中，结合中金行业分析员的覆盖以及对中国经济中长期的趋势的策略判断，并参照目前海外机构投资者在 A 股持有的股票的特征，以“百里挑一”的方式挑选 30 支我们在未来 6-12 个月内看好的 A 股。

海外机构投资者重仓 A 股的一般特征

从 2003 年至今每季度披露的 QFII 重仓持股来看，海外机构投资者在 A 股的个股选择一般具有如下特征中的一个或者几个：

- ▶ **市值：**出于流动性等因素的考虑，海外机构投资者往往会回避市值过小的股票；
- ▶ **估值：**海外机构投资者对于估值选择的标准往往更加严苛，60% 的 QFII 重仓股估值在 20 倍以下的市盈率；
- ▶ **行业：**估值偏低的金融和消费相关板块在市值和持股家数分布上占比较高；
- ▶ **股息收益率：**与国内的机构投资者相比，海外投资者对于估值较低、有较好股息收益率的股票也表现出兴趣，QFII 的重仓股中有不少这一类型的股票；
- ▶ **公司治理结构：**被海外投资者重仓的股票，一般来说具有相对较好的公司治理结构。

我们看好两大类 A 股

在中国经济结构转型的背景下，过去几年的中国市场呈现明显的“新”、“老”分化的特征，新经济板块持续跑赢老经济板块。而我们认为：

- ▶ 政策变化及持续的改革正在解锁部分被打压得很低的“老经济”相关个股的价值；
- ▶ 新经济板块是我们长期看好的方向，但部分板块和个股估值较高，必须结合估值和增长前景进行精选。

结合上述标准，参考上述海外机构投资者持股特点以及行业分析员自下而上的建议，并排除那些两地上市、市值较小或者估值超高的个股，我们从中金覆盖的股票中挑选了最看好的 30 支 A 股（图表 10），具体包括：平安银行、中国太保、万科 A、宝钢股份、国投电力、碧水源、科达洁能、中航电子、豪迈科技、机器人、宏发股份、新宙邦、上海家化、奥瑞金、美盈森、宇通客车、威孚高科、上汽集团、海澜之家、天士力、恒瑞医药、云南白药、益佰制药、光明乳业、贵州茅台、美的集团、格力电器、华策影视、用友软件、东华软件。我们为每一支股票准备了一页的基本信息和投资逻辑概括（参见第 13-42 页）。

“沪股通”目前只覆盖上海证券交易所的部分股票，因此我们也根据上述标准对“沪股通”所覆盖的股票进行了筛选，从中金覆盖的“沪股通”股票中挑选了相对看好的个股，其结果参见图表 13。

图表

图表 1: QFII 更为偏好低估值公司	58
图表 2: QFII 更为偏好大市值公司	59
图表 3: QFII 重仓持股行业分布情况 (按市值)	59
图表 4: QFII 重仓持股行业分布情况 (按家数)	60
图表 5: QFII 重仓行业占比(1Q14).....	60
图表 6: QFII 重仓行业变化(1Q14VS.4Q13)	60
图表 7: QFII 重仓行业变化(1Q14VS.自由流通市值)	61
图表 8: QFIIVS.公募基金重仓行业变化 (1Q14)	61
图表 9: 中国新老经济表现	62
图表 10: “百里挑一”: 从中金覆盖股票池中为海外投资者精选 30 只 A 股.....	62
图表 11: 沪港通标的 (筛选标准: 沪股通股票中非两地上市股票、市值大于 50 亿元且 2013 年 P/E 小于 50 倍) 63	
图表 12: 沪港通标的 (续)	64
图表 13: 中金覆盖的“沪股通”股票中相对看好的个股.....	65

“百里挑一”选 A 股

“沪港通”开通在即

沪港通的准备工作正在积极进行中。“沪港通”机制征求意见稿收集意见的期限已经于 5 月 16 日截止；证监会于近日发布《沪港股票市场交易互联互通机制试点若干规定》；沪市正为在几个月内开通“沪港通”做积极的准备。

在本期“沪港通”主题策略系列（3）中，结合我们对中国中长期趋势的判断，参照目前 QFII 重仓股的标准，为海外投资者精选中金公司覆盖的 30 只 A 股，这些股票分布在沪深两市。另外，我们还从“沪港通”所覆盖的在上海交易所上市的股票中按照类似的标准筛选了部分股票供投资者参考。

从 QFII 的重仓股看海外投资者的偏好

A 股 QFII 重仓股的一般特征

通过汇总 QFII 投资者自 2003 年以来的重仓股，我们观察到海外投资者的重仓股往往有如下几个特征中的一个或者几个：

- ▶ **市值：**与 A 股的大部分散户投资者偏好中小盘股票相对，海外投资者相对更偏好市值达到一定规模的个股（图 2）。QFII 重仓个股市值在 50 亿以上的个股占比约 70%（全市场市值超过 50 亿的公司占比只有 40%）；
- ▶ **估值：**海外机构投资者对于估值选择的标准往往更加严苛。60% 的 QFII 重仓股估值在 20 倍以下的市盈率，而全市场只有约 40% 的个股市盈率估值低于 20 倍；
- ▶ **行业：**在图 3 和图 4 中列示了 QFII 重仓股的市值和家数的行业分布情况。总体上估值偏低的金融和消费相关板块在市值和持股家数分布上占比较高；
- ▶ **股息收益率：**与国内的机构投资者相比，海外投资者对于估值较低、有较好股息收益率的股票也表现出兴趣，QFII 的重仓股中有不少这一类型的股票；
- ▶ **公司治理：**海外投资者往往对公司治理结构也有相应的要求。被海外投资者看中的股票，一般来说具有相对可靠的公司治理结构。

截止一季度 QFII 持股变动方向

根据截止一季度末的 QFII 重仓股披露的情况，QFII 重仓持股相比去年四季度有如下趋势：

- ▶ 相对低估值的板块持股及消费持股市值占比较多：银行 QFII 重仓股市值的一半左右，家电、汽车、食品饮料以及医药占另外的约 30%，其他板块占比约 10%；
- ▶ 从持仓变化趋势来看，一季度 QFII 减少了银行、家电、汽车的持仓，而增加了食品饮料、建材、医药等板块。

中长期我们看好的趋势及中金覆盖 A 股精选

我们曾经在《中国消费升级图谱》（2010 年 4 月 23 日）、《劳动力成本上升推升产业结构升级：机械化、自动化、智能化》（2010 年 5 月 27 日）、《中国的老经济与新经济》（2014 年 3 月 4 日）等主题策略报告中系统地阐述过我们看好的中长期趋势。

中国过去几年试图调整经济结构。在中国从以投资为导向的增长模式转向以消费为导向的增长模式过程中，市场上呈现了明显的新（与消费相关）、老（与投资相关）分化（图 9），参见上述《中国的老经济与新经济》报告。

在上述新、老经济的框架之下，我们的股票选择遵循下述两点原则：

- ▶ 持续的改革和政策变化正在解锁部分被打压得很低的老经济相关个股的价值；
- ▶ 新经济板块是我们长期看好的方向，但结合估值和增长前景，我们做了一些取舍和精选。

我们精选的股票参考了上述我们观察到的 QFII 类投资者选股偏好，同时也结合了我们上述的原则。关于这些股票的概览，请参看图表 10。在第 14 至 43 页，我们对这些股票中的每一只，均有一页纸的介绍和投资逻辑概览，供投资者参考。

沪港通所覆盖的上海证券交易所股票筛选

“沪股通”覆盖三类股票：

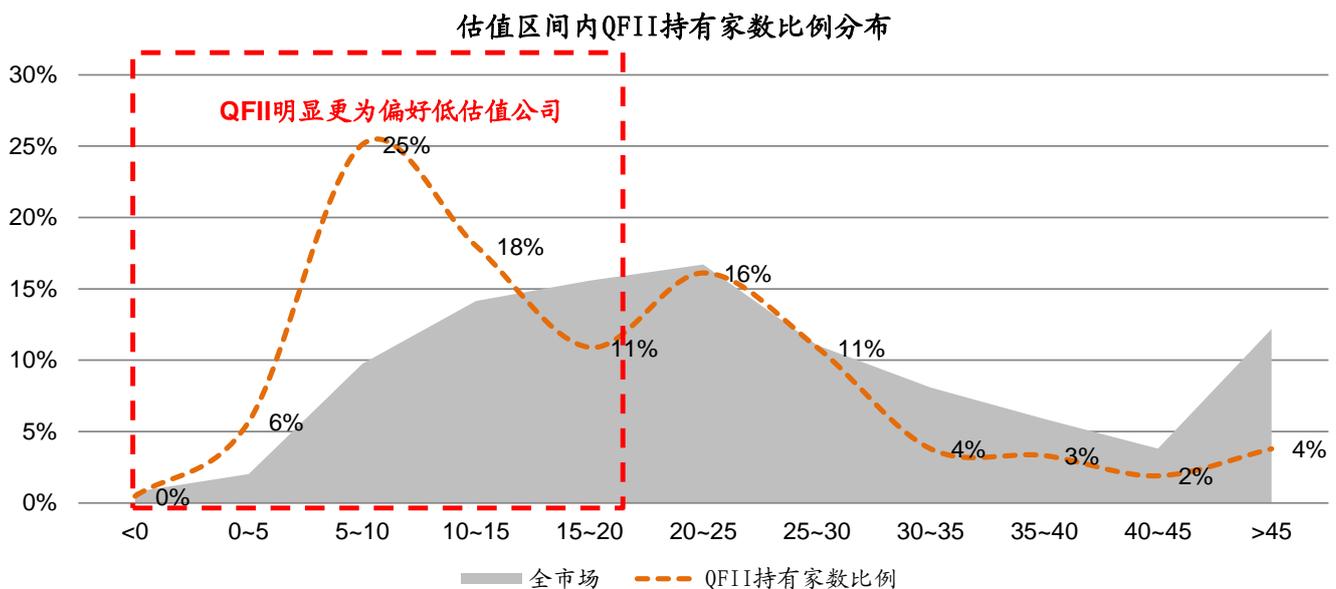
- ▶ 上证 180 指数成份股；
- ▶ 上证 380 指数成份股；
- ▶ A/H 两地上市在上海上市的 A 股。

上述三类股票按照目前指数成分，一共是 569 支。我们根据下述标准对这些股票进行了筛选：

- ▶ **去掉 A/H 两地上市**的股票（我们假设投资者不会通过沪港通来购买他们在 H 股市场也能买到的标的，除非价格差异巨大）；
- ▶ **去掉市值较小的股票**，在筛选中我们去掉了市值低于 50 亿的股票（考虑到海外投资者一般对流动性有一定的要求，市值太小的个股可能难以满足流动性的要求）；
- ▶ **去掉估值较高的股票**：从 QFII 持仓来看，海外投资者一般回避了超高估值的股票。在筛选中，我们去掉了 2014 年市盈率高于 50 倍的个股。

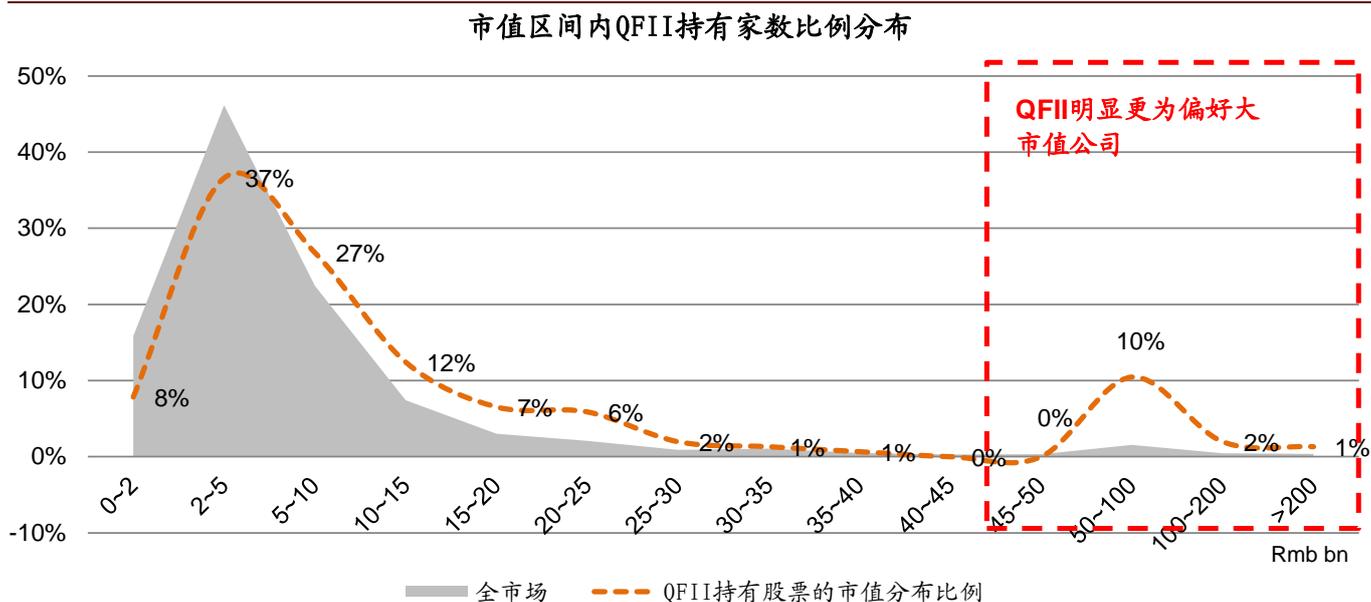
在上述筛选之后，共剩下 279 只股票。在这些股票中，有 163 支被中金行业分析师覆盖，我们挑选了中金分析师覆盖且有正面评级的个股，放在图表 13 中。

Figure 89: QFII 更为偏好低估值公司



Source: Wind, 中金公司研究部

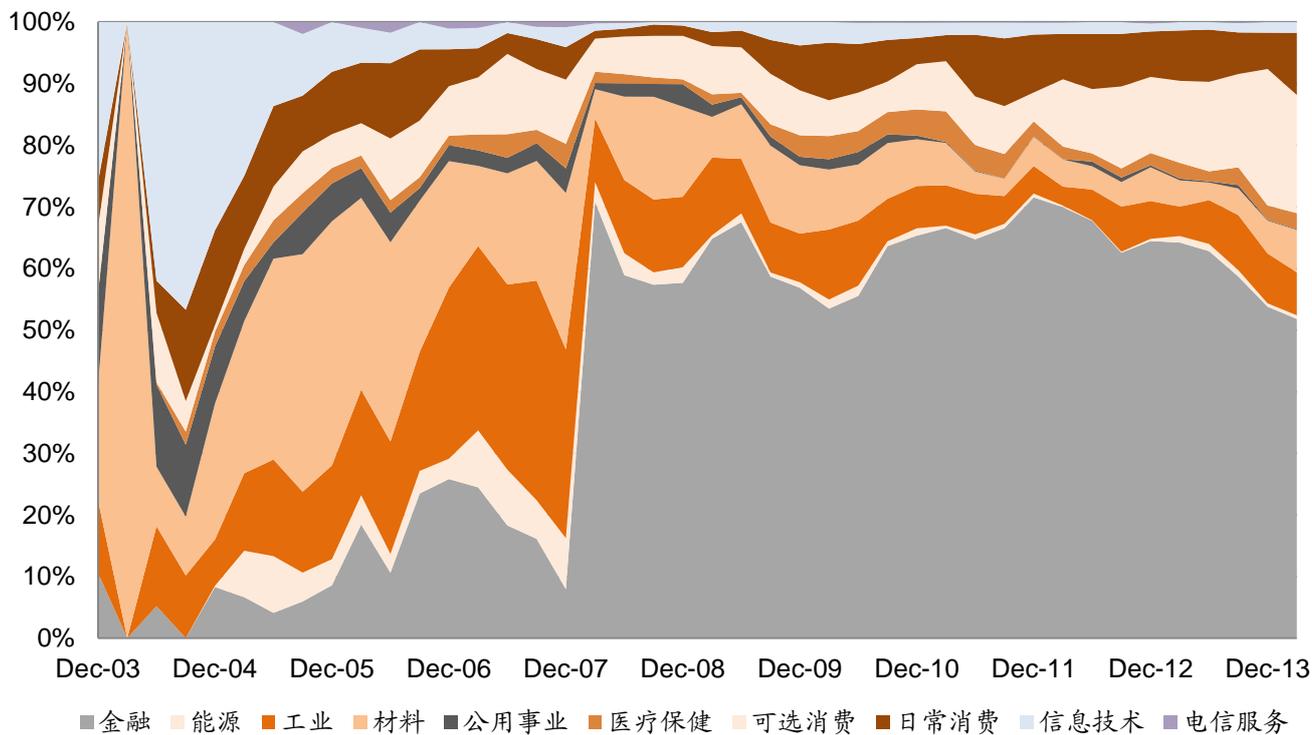
Figure 90: QFII 更为偏好大市值公司



Source: Wind, 中金公司研究部

Figure 91: QFII 重仓持股行业分布情况 (按市值)

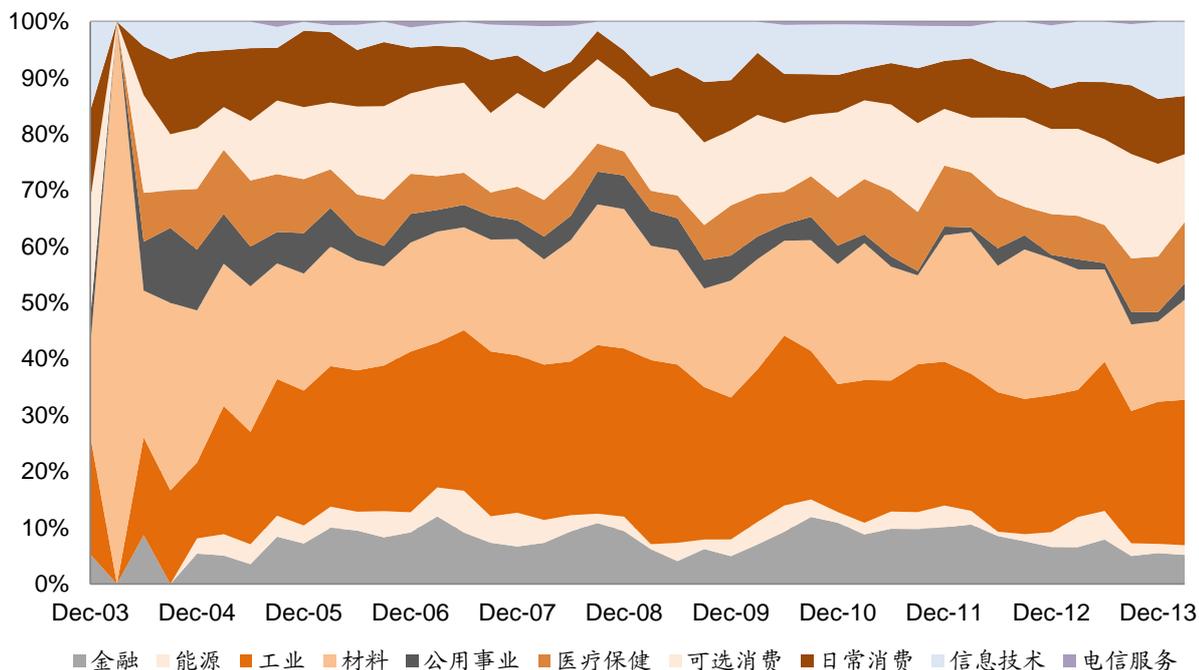
QFII重仓持股行业分布 (按市值)



Source: Wind, 中金公司研究部

Figure 92: QFII 重仓持股行业分布情况 (按家数)

QFII重仓行业持股个数分布



Source: Wind, 中金公司研究部

Figure 93: QFII 重仓行业占比(1Q14)

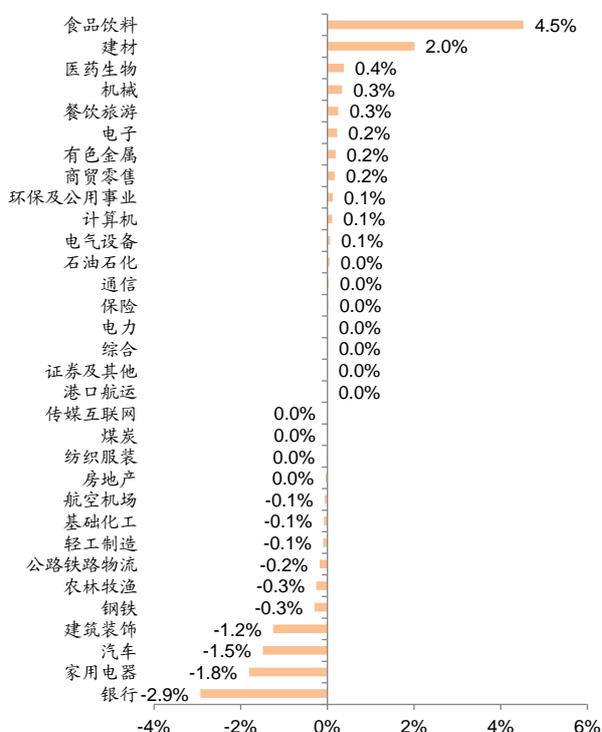
QFII 重仓持股情况 (1Q14)



Source: CEIC, 中金公司研究部

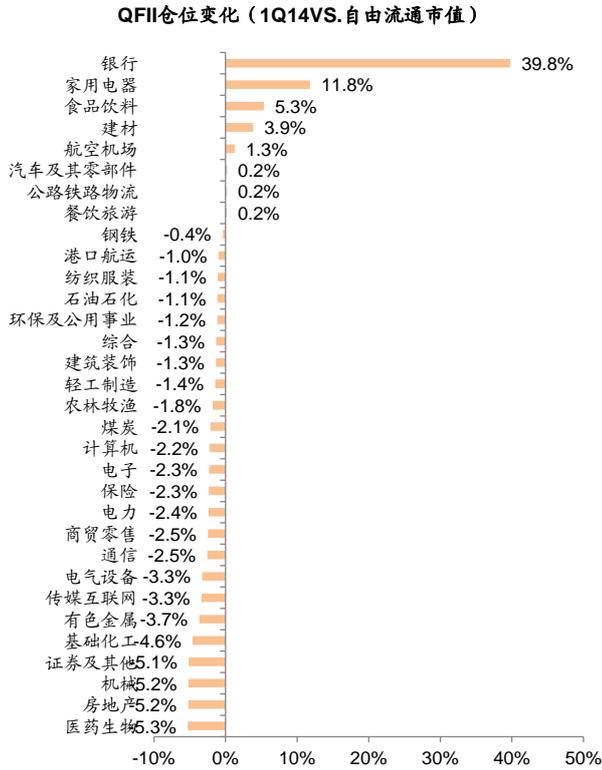
Figure 94: QFII 重仓行业变化(1Q14VS.4Q13)

QFII仓位变化 (1Q14VS.4Q13)



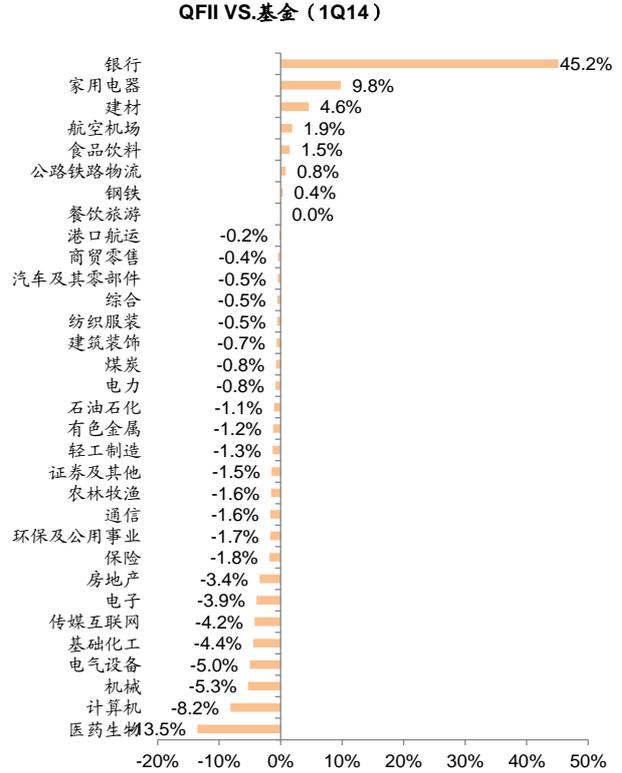
Source: CEIC, 中金公司研究部

Figure 95: QFII 重仓行业变化(1Q14VS.自由流通市值)



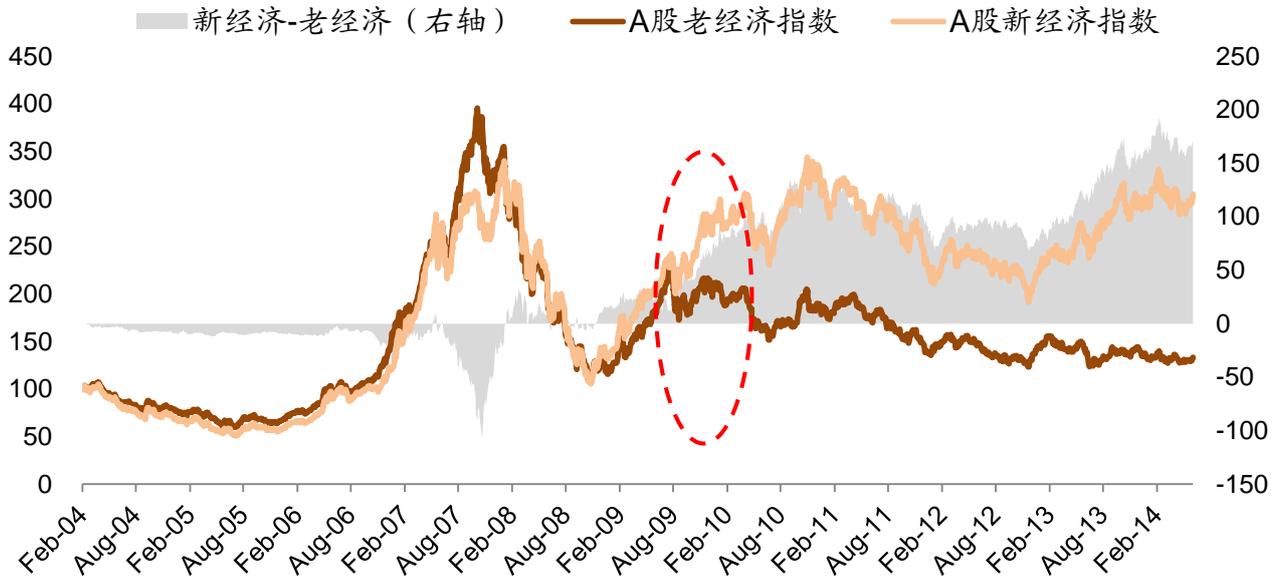
Source: CEIC, 中金公司研究部

Figure 96: QFII VS.公募基金重仓行业变化 (1Q14)



Source: CEIC, 中金公司研究部

Figure 97: 中国新老经济表现



Source: Wind, 中金公司研究部

Figure 98: “百里挑一”: 从中金覆盖股票池中为海外投资者精选 30 只 A 股

#	股票代码	公司名称	行业	上市地点	评级	股价			总市值 Rmb mn	市盈率(x)		市净率(x)		分红收益率(x)	
						2014-6-9	1W	YTD		2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
1	000001.SZ	平安银行	银行	深圳	推荐	11.48	-0.3	-6.3	109,298	5.7	4.8	0.8	0.7	3%	3%
2	601601.SH	中国太保	保险	上海	推荐	17.05	1.8	-8.0	154,507	13.3	12.3	1.4	1.3	2%	3%
3	000002.SZ	万科A	房地产	深圳	推荐	8.30	-1.2	9.0	91,424	5.1	4.4	1.0	0.9	6%	7%
4	600019.SH	宝钢股份	钢铁	上海	推荐	3.93	-	-3.9	64,734	8.9	7.8	0.6	0.5	6%	6%
5	600886.SH	国投电力	电力	上海	推荐	5.07	-1.0	29.0	34,405	7.8	6.9	1.6	1.3	1%	1%
6	300070.SZ	碧水源	环保及公用事业	深圳	推荐	31.91	-1.6	-22.2	28,446	24.0	18.0	4.5	3.6	0%	0%
7	600499.SH	科达洁能	环保及公用事业	上海	推荐	17.89	4.1	-10.2	12,473	18.3	12.9	3.5	2.8	1%	1%
8	600372.SH	中航电子	机械	上海	推荐	19.66	0.5	-17.6	34,585	42.7	33.3	6.2	5.4	0%	1%
9	002595.SZ	豪迈科技	机械	深圳	推荐	45.90	-3.5	17.7	9,180	20.9	16.8	3.6	3.0	1%	1%
10	300024.SZ	机器人	机械	深圳	推荐	53.30	5.1	9.4	15,865	40.6	31.0	7.8	6.3	0%	0%
11	600885.SH	宏发股份	电气设备	上海	推荐	20.78	1.9	12.0	11,054	25.2	19.7	4.2	3.5	n.a.	n.a.
12	300037.SZ	新宙邦	基础化工	深圳	推荐	26.96	-1.4	44.7	4,616	30.3	25.4	3.4	3.1	1%	1%
13	002701.SZ	奥瑞金	轻工制造	深圳	推荐	21.60	0.5	15.3	13,248	8.2	6.4	1.7	1.5	5%	7%
14	002303.SZ	美盈森	轻工制造	深圳	推荐	21.46	4.6	21.3	7,674	27.7	19.2	3.4	2.9	0%	1%
15	600315.SH	上海家化	家庭及个人用品	上海	推荐	31.12	-4.0	-25.2	20,926	20.1	16.0	5.2	4.3	2%	3%
16	600398.SH	海澜之家	纺织服装	上海	推荐	9.26	4.8	33.8	41,603	20.4	16.6	5.5	4.1	n.a.	n.a.
17	600066.SH	宇通客车	汽车及其零部件	上海	推荐	14.99	-3.7	-11.7	19,093	7.5	6.3	1.8	1.5	5%	6%
18	000581.SZ	威孚高科	汽车及其零部件	深圳	推荐	25.36	-1.2	-17.7	25,872	17.3	13.6	2.4	2.1	1%	2%
19	600104.SH	上汽集团	汽车及其零部件	上海	推荐	14.85	2.3	5.0	163,730	6.1	5.5	1.0	0.9	5%	5%
20	000333.SZ	美的集团	家用电器	深圳	推荐	16.90	-1.2	-11.8	71,247	5.8	4.8	1.4	1.2	6%	7%
21	000651.SZ	格力电器	家用电器	深圳	推荐	29.12	-1.4	-6.3	87,589	6.4	5.4	2.0	1.6	6%	7%
22	600597.SH	光明乳业	食品饮料	上海	推荐	16.13	-3.9	-26.5	19,751	32.2	22.8	4.3	3.8	1%	1%
23	600519.SH	贵州茅台	食品饮料	上海	推荐	153.23	0.3	19.4	159,080	10.1	9.4	3.0	2.4	3%	3%
24	600535.SH	天士力	医药生物	上海	推荐	37.49	-	-12.6	38,721	26.8	20.8	7.3	5.4	n.a.	n.a.
25	600276.SH	恒瑞医药	医药生物	上海	推荐	33.51	1.8	-2.7	50,139	31.4	26.1	5.8	4.8	n.a.	n.a.
26	000538.SZ	云南白药	医药生物	深圳	推荐	53.70	-5.3	-20.6	55,923	14.3	11.4	3.2	2.5	n.a.	n.a.
27	600594.SH	益佰制药	医药生物	上海	推荐	40.01	1.3	22.7	15,844	28.7	22.1	6.2	5.0	0%	1%
28	600588.SH	用友软件	信息服务	上海	推荐	14.19	-6.9	25.0	16,537	19.9	15.5	3.8	3.3	3%	3%
29	002065.SZ	东华软件	信息服务	深圳	推荐	19.20	-5.2	14.2	28,226	13.0	9.5	3.1	2.4	2%	2%
30	300133.SZ	华策影视	传媒互联网	深圳	推荐	28.64	-2.7	-10.2	18,526	28.2	21.7	5.0	4.1	0%	0%

Source: Wind, 中金公司研究部

Figure 99: 沪港通标的 (筛选标准: 沪股通股票中非两地上市股票, 市值大于50亿元且2013年P/E小于50倍)

代码	公司名称	行业	总市值 百万元	自由流通市值 百万元	P/E			P/B			盈利增速			代码	公司名称	行业	总市值 百万元	自由流通市值 百万元	P/E			P/B			盈利增速		
					2014E (x)	2013A	2014E	2015E	2014E (x)	2013A	2014E	2015E	2014E (x)						2013A	2014E	2015E						
601166.SH	兴业银行	金融	195,667	103,095	4.1	0.8	19%	17%	16%	600549.SH	厦门钨业	材料	17,172	7,573	34.3	3.9	-13%	12%	21%								
600104.SH	上汽集团	可选消费	174,204	39,495	6.3	1.1	20%	11%	13%	600633.SH	浙报传媒	可选消费	17,135	7,135	27.9	4.1	86%	49%	21%								
600519.SH	贵州茅台	日常消费	160,316	56,257	10.0	2.8	14%	6%	11%	600835.SH	上海机电	工业	16,712	5,266	12.4	2.4	34%	43%	23%								
601006.SH	大秦铁路	工业	104,068	39,863	7.0	1.2	10%	16%	8%	600660.SH	福耀玻璃	可选消费	16,705	11,029	7.6	1.8	26%	14%	10%								
600018.SH	上港集团	工业	103,991	10,609	16.6	1.9	6%	19%	6%	600170.SH	上海建工	可选消费	16,568	5,840	9.5	1.1	1%	8%	9%								
600900.SH	长江电力	公用事业	103,290	27,194	10.0	1.2	-12%	14%	3%	600718.SH	东软集团	信息技术	16,388	10,105	36.5	2.8	-10%	9%	13%								
601989.SH	中国重工	工业	80,819	24,530	21.0	1.4	-18%	31%	22%	600153.SH	建发股份	工业	15,480	8,245	4.8	0.8	25%	21%	23%								
600015.SH	华夏银行	金融	74,532	30,928	4.2	0.7	21%	15%	15%	600578.SH	京能电力	公用事业	15,468	4,301	6.6	1.0	36%	7%	12%								
601169.SH	北京银行	金融	71,281	40,889	4.8	0.8	15%	14%	15%	600594.SH	益佰制药	医疗保健	15,396	10,552	27.3	4.4	29%	31%	28%								
600050.SH	中国联通	电信服务	67,829	25,033	13.7	0.9	45%	43%	33%	600873.SH	梅花生物	日常消费	15,261	6,412	28.5	1.8	-34%	32%	60%								
600019.SH	宝钢股份	材料	65,228	13,238	9.8	0.6	-44%	14%	12%	600079.SH	人福医药	医疗保健	15,134	11,736	28.8	3.1	3%	26%	26%								
600999.SH	招商证券	金融	59,940	22,642	22.8	1.4	35%	16%	17%	600177.SH	雅戈尔	可选消费	14,762	9,718	7.3	1.0	-15%	48%	13%								
600048.SH	保利地产	金融	54,927	29,183	4.1	0.8	27%	25%	22%	600839.SH	四川长虹	可选消费	14,541	11,024	22.7	1.0	58%	25%	24%								
600276.SH	恒瑞医药	医疗保健	49,406	22,751	33.5	6.3	15%	19%	22%	600863.SH	内蒙华电	公用事业	14,481	6,300	9.1	1.2	6%	16%	6%								
600111.SH	包钢稀土	材料	46,503	23,836	40.2	5.2	4%	-27%	21%	601555.SH	东兴证券	金融	14,440	5,488	29.3	1.8	36%	31%	26%								
601688.SH	华泰证券	金融	44,016	20,300	17.3	1.1	37%	15%	24%	600350.SH	山东高速	工业	14,337	1,882	5.4	0.7	18%	15%	8%								
601225.SH	陕西煤业	能源	41,300	1,966	18.2	1.1	-46%	-35%	21%	601216.SH	内蒙君正	材料	14,323	3,831	25.0	2.2	21%	12%	32%								
600031.SH	三一重工	工业	39,377	14,952	11.5	1.5	-49%	18%	14%	600312.SH	平高电气	工业	14,298	7,730	18.8	2.3	194%	90%	42%								
600535.SH	天士力	医疗保健	38,721	20,419	27.0	7.6	43%	30%	27%	600497.SH	驰宏锌锗	材料	14,291	7,182	37.3	1.9	69%	-36%	-7%								
600383.SH	金地集团	金融	37,784	21,208	8.9	1.1	-3%	17%	24%	603699.SH	纽威股份	工业	14,168	1,558	26.1	7.9	62%	15%	20%								
600795.SH	国电电力	公用事业	37,734	15,941	5.7	0.9	24%	7%	10%	601515.SH	东风股份	工业	14,134	1,721	16.5	4.4	18%	22%	22%								
600703.SH	三安光电	信息技术	37,731	16,385	25.9	3.2	28%	41%	33%	600166.SH	福田汽车	可选消费	14,105	7,627	12.7	0.9	-44%	46%	39%								
600256.SH	广汇能源	能源	37,177	20,662	16.8	3.3	-22%	195%	60%	600820.SH	福道股份	工业	14,035	5,771	9.0	1.0	12%	21%	19%								
600886.SH	国投电力	公用事业	35,694	17,398	7.7	1.6	214%	40%	17%	600373.SH	中文传媒	可选消费	13,958	5,064	17.0	2.1	26%	29%	10%								
600340.SH	华夏幸福	金融	35,678	11,103	9.5	3.4	52%	39%	38%	600415.SH	小商品城	可选消费	13,826	6,078	31.2	1.5	0%	-38%	12%								
600309.SH	万华化学	材料	34,576	17,117	10.0	2.8	23%	20%	31%	601139.SH	深圳燃气	公用事业	13,764	1,905	17.7	2.4	34%	10%	23%								
601901.SH	方正证券	金融	34,343	19,674	31.1	2.3	97%	12%	31%	600348.SH	阳泉煤业	能源	13,757	5,731	27.2	1.1	-59%	-46%	14%								
600518.SH	康美药业	医疗保健	33,442	21,128	14.0	2.3	30%	27%	25%	600008.SH	首创股份	公用事业	13,750	5,567	21.3	2.1	3%	7%	19%								
600406.SH	国电南瑞	工业	32,839	18,715	16.1	4.1	52%	27%	27%	600880.SH	博瑞传播	可选消费	13,710	8,222	28.1	3.5	18%	44%	19%								
600583.SH	海油工程	能源	32,364	12,425	9.8	1.6	224%	21%	16%	600098.SH	广州发展	公用事业	13,574	3,529	9.7	0.9	18%	35%	11%								
601888.SH	中国国旅	可选消费	31,318	7,763	20.1	2.9	29%	20%	20%	600500.SH	中国国际	材料	13,540	3,472	14.2	1.2	4%	56%	14%								
600663.SH	陆家嘴	金融	30,481	4,595	20.5	2.4	39%	6%	10%	600418.SH	江淮汽车	可选消费	13,106	8,462	10.3	1.6	85%	39%	30%								
601018.SH	宁波港	工业	29,824	7,319	9.7	0.9	6%	8%	9%	600060.SH	海信电器	可选消费	12,980	7,020	7.6	1.1	-1%	8%	9%								
600705.SH	中航投资	金融	29,787	11,884	16.3	2.6	17%	119%	28%	600717.SH	天津港	工业	12,946	5,591	11.0	0.9	6%	9%	4%								
601231.SH	环旭电子	信息技术	29,067	3,068	34.5	6.3	-13%	51%	51%	600499.SH	科达洁能	工业	12,941	9,284	22.5	3.7	35%	56%	38%								
600089.SH	特变电工	工业	27,270	22,476	14.4	1.4	35%	45%	32%	600307.SH	酒钢宏兴	材料	12,777	5,788	n.a.	0.8	-583%	91%	177%								
601117.SH	中国化学	工业	27,132	9,033	7.2	1.1	9%	13%	15%	601168.SH	西部矿业	材料	12,654	9,084	21.2	1.1	723%	70%	40%								
601669.SH	中国建筑	工业	26,784	8,088	5.2	0.7	11%	13%	16%	600770.SH	综艺股份	工业	12,649	6,995	46.7	4.8	-2187%	140%	72%								
601098.SH	中南传媒	可选消费	25,826	9,119	18.6	2.4	18%	26%	19%	600612.SH	老凤祥	可选消费	12,623	2,339	13.8	3.0	46%	3%	22%								
600741.SH	华城汽车	可选消费	25,445	10,153	5.8	1.1	12%	27%	11%	600252.SH	中恒集团	医疗保健	12,610	9,770	13.6	2.7	9%	25%	26%								
600009.SH	上海机场	工业	25,340	11,845	11.9	1.3	18%	13%	15%	600436.SH	片仔癀	医疗保健	12,303	5,115	24.3	4.2	23%	18%	22%								
600369.SH	西南证券	金融	24,726	6,573	29.5	1.6	84%	33%	33%	600267.SH	海正药业	医疗保健	12,302	6,282	34.2	2.4	0%	19%	29%								
600674.SH	川投能源	公用事业	24,558	8,723	9.8	1.9	233%	85%	25%	600787.SH	中储股份	工业	12,284	5,979	24.3	2.1	-16%	60%	9%								
601158.SH	重庆水务	公用事业	24,192	2,772	11.5	1.6	-1%	12%	10%	600517.SH	置信电气	工业	12,030	6,023	25.5	4.7	86%	66%	47%								
601009.SH	南京银行	金融	23,841	15,104	4.6	0.8	12%	17%	14%	601801.SH	皖新传媒	可选消费	11,866	2,067	17.4	2.2	21%	13%	13%								
600352.SH	浙江龙盛	材料	23,392	16,911	7.0	1.9	62%	147%	24%	600037.SH	歌华有线	可选消费	11,823	6,428	24.3	1.9	27%	29%	25%								
600998.SH	九州通	医疗保健	22,583	4,360	40.1	2.9	16%	19%	21%	600498.SH	烽火通信	信息技术	11,627	5,778	20.2	1.8	4%	8%	18%								
600315.SH	上海家化	日常消费	22,581	16,144	22.9	5.3	29%	23%	24%	600809.SH	山西汾酒	日常消费	11,602	3,405	14.2	2.6	-28%	-15%	11%								
601928.SH	凤凰传媒	可选消费	22,573	4,515	18.1	2.1	1%	32%	11%	600143.SH	金发科技	材料	11,597	7,105	12.4	1.4	-3%	24%	24%								
600085.SH	同仁堂	医疗保健	22,447	10,132	28.5	3.9	15%	20%	20%	600845.SH	宝信软件	信息技术	11,572	1,185	30.9	4.4	11%	30%	24%								
600547.SH	山东黄金	材料	22,228	10,808	27.4	2.4	-48%	-28%	-14%	600395.SH	盘江股份	能源	11,470	3,410	26.3	1.5	-68%	-9%	21%								
601377.SH	兴业证券	金融	21,814	15,018	30.0	1.6	41%	8%	18%	600879.SH	航天电子	工业	11,373	8,389	37.0	2.2	12%	34%	23%								
601877.SH	正泰电器	工业	21,395	6,237	11.7	3.0	22%	18%	17%	600058.SH	五矿发展	工业	11,309	4,234	44.7	1.3	174%	-9%	20%								
601933.SH	永辉超市	日常消费	20,666	11,553	22.2	3.0	44%	29%	25%	600270.SH	外运发展	工业	11,291	4,126	15.2	1.8	20%	9%	13%								
600005.SH	武钢股份	材料	20,591	6,728	31.0	0.6	103%	53%	35%	600572.SH	康恩贝	医疗保健	11,270	5,514	25.5	4.2	41%	9%	22%								
600221.SH	海南航空	工业	20,344	10,694	10.1	0.7	9%	-4%	7%	600329.SH	中新药业	医疗保健	11,082	3,115	26.4	4.0	-20%	20%	26%								
600804.SH	鹏博士	电信服务	20,183	15,668	31.6	4.1	95%	58%	38%	600108.SH	亚盛集团	日常消费	11,058	8,312	24.0	2.1	-16%	20%	21%								
600739.SH	辽宁成大	可选消费	20,170	17,659	15.4	1.6	22%	54%	24%	600261.SH	阳光照明	可选消费	11,004	5,735	28.0	3.9	10%	70%	29%								
600642.SH	申能股份	工业	19,710	9,653	7.7	0.8	57%	4%	8%	600582.SH	天地科技	工业	10,974	4,181	11.6	1.6	-25%	11%	17%								
600649.SH	城投控股	工业	19,538	8,672	12.5	1.3	3%	14%	19%	600056.SH	中国医药	医疗保健	10,895	3,841	33.2	4.5	39%	35%	17%								
600066.SH	宇通客车	可选消费	19,500	12,592																							

Figure 100: 沪港通标的 (续)

代码	公司名称	行业	总市值 百万元	自由流通市值 百万元	P/E		P/B		盈利增速			代码	公司名称	行业	总市值 百万元	自由流通市值 百万元	P/E		P/B		盈利增速		
					2014E (x)	2013A	2014E	2015E	2014E (x)	2013A	2014E						2015E	2014E (x)	2013A	2014E	2015E		
600611.SH	大众交通	工业	9,977	4,526	24.3	1.7	5%	0%	0%	0%	0%	600881.SH	亚泰集团	材料	7,086	5,983	9.8	0.8	-45%	231%	26%		
600062.SH	华润双鹤	医疗保健	9,953	5,064	13.4	1.7	42%	-15%	15%	603766.SH	隆鑫通用	可选消费	7,056	2,757	11.2	1.7	20%	14%	16%				
600525.SH	长园集团	工业	9,922	8,806	22.8	3.6	42%	54%	34%	600983.SH	合肥三洋	可选消费	6,974	2,575	17.0	3.5	19%	34%	34%				
600292.SH	中电远达	工业	9,889	3,358	28.9	3.3	24%	77%	23%	600323.SH	瀚蓝环境	公用事业	6,939	4,195	26.7	3.2	23%	40%	31%				
600967.SH	北方创业	工业	9,882	7,548	25.6	3.7	52%	41%	27%	600563.SH	法拉电子	信息技术	6,903	3,478	20.7	3.6	18%	16%	18%				
600639.SH	浦东金桥	金融	9,836	2,644	20.2	2.0	28%	15%	20%	601777.SH	力帆股份	可选消费	6,891	1,572	12.7	1.1	32%	27%	39%				
600376.SH	首开股份	金融	9,820	3,975	5.3	0.6	-20%	44%	28%	600528.SH	中铁二局	工业	6,844	3,327	9.0	1.1	-27%	80%	0%				
600007.SH	中国国贸	金融	9,791	1,895	22.7	1.9	-15%	33%	13%	600426.SH	华鲁恒升	材料	6,837	4,623	9.9	1.1	8%	41%	17%				
600219.SH	南山铝业	材料	9,768	5,499	11.5	0.5	9%	7%	22%	600284.SH	浦东建设	工业	6,806	5,096	14.6	1.3	37%	-6%	22%				
601369.SH	陕鼓动力	工业	9,685	3,146	13.9	1.4	-11%	-24%	8%	600816.SH	安信信托	金融	6,762	4,529	31.0	8.7	160%	21%	15%				
601666.SH	平煤股份	能源	9,681	4,248	25.0	0.8	-41%	-42%	25%	600704.SH	物产中大	可选消费	6,664	4,397	13.2	1.6	18%	16%	21%				
600754.SH	锦江股份	可选消费	9,628	2,294	24.8	2.3	2%	14%	26%	600375.SH	华菱星马	工业	6,663	1,527	20.9	1.5	48%	29%	13%				
601000.SH	唐山港	工业	9,563	3,200	10.5	1.4	37%	7%	21%	600755.SH	厦门国贸	工业	6,628	4,621	7.2	1.0	144%	-3%	13%				
600161.SH	天坛生物	医疗保健	9,510	3,940	24.5	4.2	22%	5%	11%	601101.SH	英华能源	能源	6,624	2,497	28.0	0.9	-42%	-55%	21%				
601718.SH	际华集团	可选消费	9,488	3,131	9.5	0.8	13%	6%	11%	600240.SH	华发股份	金融	6,580	3,775	8.2	1.5	95%	58%	49%				
600021.SH	上海电力	公用事业	9,479	2,871	7.8	1.1	34%	3%	9%	600884.SH	杉杉股份	可选消费	6,496	4,384	28.9	1.9	16%	22%	31%				
600160.SH	巨化股份	材料	9,344	3,980	42.1	1.2	-58%	-13%	21%	600125.SH	铁龙物流	工业	6,488	4,541	15.1	1.4	-9%	2%	14%				
600522.SH	中天科技	信息技术	9,264	6,986	14.4	1.6	25%	25%	23%	600269.SH	赣粤高速	工业	6,469	3,086	5.2	0.5	-44%	89%	5%				
600575.SH	芜湖港	工业	9,181	2,943	30.3	1.9	-31%	18%	39%	600176.SH	中国玻纤	工业	6,431	2,070	16.9	1.6	16%	21%	28%				
601311.SH	骆驼股份	工业	9,149	3,982	13.5	2.2	9%	29%	28%	600067.SH	冠城大通	工业	6,393	4,060	6.0	1.1	54%	-17%	12%				
600094.SH	大名城	金融	9,145	1,206	16.8	2.9	35%	113%	54%	601700.SH	风范股份	工业	6,392	2,577	31.2	2.2	43%	-5%	23%				
600201.SH	金宇集团	医疗保健	9,096	7,866	29.7	5.6	92%	17%	32%	601566.SH	九牧王	可选消费	6,340	1,608	13.6	1.3	-20%	-13%	8%				
600139.SH	西部资源	材料	9,081	4,843	94.1	5.2	-130%	234%	93%	600236.SH	桂冠电力	公用事业	6,340	1,916	12.6	1.7	-21%	123%	18%				
600675.SH	中华企业	金融	8,837	6,749	18.9	1.4	-29%	15%	26%	600761.SH	安徽合力	工业	6,322	3,922	10.1	1.6	44%	25%	11%				
600811.SH	东方集团	可选消费	8,784	6,326	7.0	0.9	9%	20%	0%	600059.SH	古越龙山	日常消费	6,298	2,940	38.5	2.4	-25%	14%	17%				
600157.SH	永泰能源	能源	8,696	5,141	23.0	0.9	-52%	-20%	10%	600850.SH	华东电脑	信息技术	6,293	1,853	24.8	4.2	25%	6%	0%				
600123.SH	兰花科创	能源	8,694	4,772	18.2	0.9	-46%	-53%	61%	600626.SH	中远股份	可选消费	6,200	4,274	28.2	2.7	17%	16%	22%				
600259.SH	广厦有色	材料	8,659	4,044	745.1	18.6	-230%	115%	202%	600073.SH	上海梅林	日常消费	6,187	3,522	29.1	2.8	11%	36%	31%				
600872.SH	中炬高新	工业	8,651	7,724	29.6	3.6	69%	37%	32%	600389.SH	江山股份	材料	6,162	2,728	14.6	3.8	809%	39%	30%				
600551.SH	时代出版	可选消费	8,483	3,002	22.0	2.3	11%	11%	19%	600033.SH	福建高速	工业	6,147	2,833	9.2	0.8	32%	23%	13%				
600216.SH	浙江医药	医疗保健	8,481	5,234	8.3	1.2	-47%	126%	21%	600596.SH	新安股份	材料	6,106	4,753	9.9	1.3	232%	42%	9%				
601608.SH	中信重工	工业	8,467	2,248	13.4	1.0	-43%	26%	55%	601636.SH	旗滨集团	材料	6,010	1,282	12.6	1.4	96%	24%	19%				
600409.SH	三友化工	材料	8,382	4,041	13.7	1.3	292%	38%	33%	600724.SH	宁波富达	金融	5,925	1,364	6.8	1.3	17%	115%	29%				
600335.SH	国机汽车	可选消费	8,378	2,404	9.7	1.9	23%	27%	20%	601126.SH	四方股份	工业	5,871	1,862	13.3	1.6	26%	19%	24%				
600729.SH	重庆百货	可选消费	8,232	2,882	9.4	1.6	12%	12%	13%	601100.SH	恒立油缸	工业	5,859	1,465	27.9	1.6	-20%	-5%	18%				
600869.SH	远东电缆	工业	8,158	1,500	19.1	2.4	313%	41%	36%	600487.SH	亨通光电	信息技术	5,813	2,437	13.6	1.3	-16%	33%	18%				
600096.SH	云天化	材料	8,129	3,232	n.a.	1.1	212%	-214%	107%	600545.SH	新疆城建	工业	5,778	4,144	26.7	2.6	14%	22%	14%				
600521.SH	华海药业	医疗保健	8,128	4,144	20.5	2.4	5%	10%	25%	600122.SH	宏图高科	可选消费	5,754	4,331	18.7	0.9	18%	11%	14%				
600694.SH	大商股份	可选消费	8,095	6,287	6.1	1.2	21%	13%	14%	600508.SH	上海能源	能源	5,695	2,140	n.a.	0.7	-83%	-101%	6397%				
600380.SH	健康元	医疗保健	8,054	2,860	21.7	1.9	61%	37%	0%	600458.SH	时代新材	材料	5,675	3,374	34.8	1.8	-23%	34%	30%				
600039.SH	四川路桥	工业	8,032	1,869	11.8	1.1	-24%	32%	80%	600658.SH	电子城	金融	5,673	1,415	9.7	1.7	17%	18%	19%				
600004.SH	白云机场	工业	8,016	3,049	7.9	0.9	19%	13%	10%	603001.SH	奥康国际	可选消费	5,646	1,366	20.1	1.4	-47%	3%	13%				
600481.SH	双良节能	材料	7,996	3,239	12.4	2.7	141%	24%	26%	600195.SH	中牧股份	医疗保健	5,626	2,121	20.0	2.0	1%	20%	29%				
600635.SH	大众公用	公用事业	7,978	5,733	13.1	1.8	-17%	121%	0%	600251.SH	冠农股份	日常消费	5,605	3,121	30.4	3.6	19%	-38%	26%				
600183.SH	生益科技	信息技术	7,969	4,726	16.0	1.7	73%	-11%	12%	600054.SH	黄山旅游	可选消费	5,581	1,393	25.1	2.5	-40%	55%	41%				
600438.SH	通威股份	日常消费	7,844	3,226	19.0	2.9	219%	35%	25%	600495.SH	晋西车轴	工业	5,533	2,471	30.3	1.8	-6%	60%	14%				
600017.SH	日照港	工业	7,843	3,706	9.4	0.8	2%	5%	9%	600997.SH	开滦股份	能源	5,445	2,356	36.2	0.8	-48%	-41%	-6%				
600580.SH	卧龙电气	工业	7,840	3,501	16.9	2.0	210%	27%	24%	600482.SH	风机股份	可选消费	5,415	3,006	31.4	2.6	50%	48%	30%				
600422.SH	昆明制药	医疗保健	7,774	5,603	25.0	3.8	27%	34%	31%	600971.SH	恒源煤电	能源	5,400	2,162	30.8	0.8	-58%	-43%	29%				
600805.SH	悦达投资	工业	7,743	5,840	5.4	1.2	16%	12%	21%	600120.SH	浙江东方	可选消费	5,388	2,955	7.2	1.1	52%	24%	26%				
600132.SH	重庆啤酒	日常消费	7,729	3,092	45.6	4.7	0%	6%	12%	600993.SH	马应龙	医疗保健	5,355	3,150	25.4	3.3	7%	13%	15%				
600638.SH	新黄浦	金融	7,710	4,269	20.5	2.1	10%	65%	0%	600168.SH	武汉控股	公用事业	5,343	1,433	26.9	1.3	430%	-27%	0%				
601965.SH	中国汽研	可选消费	7,683	2,302	16.3	2.1	42%	11%	26%	600743.SH	华远地产	金融	5,308	1,412	6.0	1.3	21%	36%	36%				
600859.SH	王府井	可选消费	7,645	3,629	10.3	1.1	3%	7%	13%	601058.SH	赛轮股份	可选消费	5,305	2,327	14.2	1.4	53%	52%	35%				
600295.SH	鄂尔多斯	工业	7,616	1,417	10.7	1.1	18%	-3%	-1%	603366.SH	日出东方	可选消费	5,292	1,871	15.6	1.4	-28%	10%	14%				
600748.SH	上实发展	金融	7,584	2,429	15.9	1.4	-32%	8%	23%	600064.SH	南京高科	金融	5,250	3,431	10.5	1.0	12%	16%	23%				
600266.SH	北京城建	金融	7,576	3,678	4.5	0.7	17%	32%	22%	600280.SH	中央商场	可选消费	5,225	1,515	7.3	2.6	883%	26%	31%				
600662.SH	强生控股	工业	7,542	3,931	47.7	2.5	-7%	-6%	-3%	600790.SH	轻纺城	可选消费	5,195	3,071	12.9	1.4	74%	10%	8%				
600546.SH	山煤国际	能源	7,494	3,190	33.9	0.9	-68%	-10%	27%	600650.SH	锦江投资	工业	5,174	1,619	25.4	2.3	27%	-14%	12%				
601222.SH	林洋电子	工业	7,455	2,514	16.0	2.4	23%	26%	27%	600676.SH	交运股份	可选消费	5,148	2,153	16.9	1.5	9%	1%	0%				
600978.SH	宜华木业	可选消费	7,355	5,601	13.5	1.1	36%	33%	27%	600780.SH	通宝能源	公用事业	5,136	1,996	9.3	2.6	3%	281%	17%				
600567.SH	山鹰纸业	材料	7,346	2,861	28.4	1.2	843%	24%	0%	600824.SH	益民集团	可选消费	5,121	3,122	26.9	2.7	10%	12%	15%				
601886.SH	江河创建	工业	7,340	2,316	12.5	1.4	-39%	102%	28%	600325.SH	华发股份	金融	5,107	3,837	8.5	0.7	-1%	11%	14%				
600366.SH	宁波韵升	材料	7,254	4,790	19.5	2.2	-22%	5%	28%	601010.SH	文峰股份	可选消费	5,093	1,185	12.1	1.2	-8%	9%	9%				
600509.SH	天富热电	公用事业	7,246	4,228	16.3	1.5	6%	65%	30%	600486.SH	扬农化工	材料	5,080	2,946	11.8	1.9	95%	14%	18%				

Source: Wind, 朝阳永续, 中金公司研究部 (注: 估值、盈利增速数据等基于一致预期; 数据截至6月16日)

Figure 101: 中金覆盖的“沪股通”股票中相对看好的个股

代码	公司名称	行业	总市值	自由流通市值		P/E			P/B			盈利增速				
				百万元	2014E (x)	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E		
600104.SH	上汽集团	可选消费	174,204	39,495	6.3	1.1	20%	9%	10%							
600519.SH	贵州茅台	日常消费	160,316	56,257	9.8	2.9	14%	7%	12%							
601006.SH	大秦铁路	工业	104,068	39,863	6.2	1.0	10%	29%	6%							
600018.SH	上港集团	工业	103,991	10,609	16.5	2.0	6%	19%	6%							
600900.SH	长江电力	公用事业	103,290	27,194	10.5	1.2	-12%	8%	6%							
601989.SH	中国重工	工业	80,819	24,530	20.6	1.5	-18%	31%	26%							
600015.SH	华夏银行	金融	74,532	30,928	4.3	0.7	21%	12%	10%							
601169.SH	北京银行	金融	71,281	40,889	4.9	0.6	15%	9%	10%							
600050.SH	中国联通	电信服务	67,829	25,033	13.9	0.9	45%	316%	50%							
600019.SH	宝钢股份	材料	65,228	13,238	9.0	0.6	-44%	25%	14%							
600999.SH	招商证券	金融	59,940	22,642	20.9	1.5	35%	28%	15%							
600048.SH	保利地产	金融	54,927	29,183	2.8	0.6	27%	23%	14%							
600276.SH	恒瑞医药	医疗保健	49,406	22,751	31.2	5.8	15%	17%	20%							
600398.SH	凯诺科技	可选消费	42,142	4,653	20.5	5.5	36%	1337%	23%							
600031.SH	三一重工	工业	39,377	14,952	11.3	1.4	-49%	20%	12%							
600535.SH	天士力	医疗保健	38,721	20,419	26.8	7.3	43%	31%	29%							
600795.SH	国电电力	公用事业	37,734	15,941	5.4	0.9	24%	10%	10%							
600372.SH	中航电子	工业	36,538	8,262	44.5	6.5	34%	29%	28%							
600886.SH	国投电力	公用事业	35,694	17,398	8.1	1.6	214%	33%	14%							
600637.SH	百视通	可选消费	35,673	18,450	37.5	7.8	31%	40%	35%							
600309.SH	万华化学	材料	34,576	17,117	10.7	3.1	23%	17%	18%							
600406.SH	国电南瑞	工业	32,839	18,715	16.4	4.3	52%	24%	24%							
600583.SH	海油工程	能源	32,364	12,425	9.0	1.6	224%	29%	20%							
601888.SH	中国国旅	可选消费	31,318	7,763	20.5	2.8	29%	16%	28%							
600089.SH	特变电工	工业	27,702	22,476	15.1	1.4	35%	40%	34%							
600150.SH	中国船舶	工业	27,700	11,187	237.2	1.6	47%	193%	350%							
601117.SH	中国化学	工业	27,132	9,033	7.0	1.1	9%	15%	8%							
600893.SH	航空动力	工业	26,008	12,077	64.6	5.3	13%	19%	20%							
601098.SH	中南传媒	可选消费	25,826	9,119	18.6	2.5	18%	22%	17%							
600741.SH	华域汽车	可选消费	25,445	10,153	5.5	1.2	12%	33%	18%							
600009.SH	上海机场	工业	25,340	11,845	11.8	1.4	18%	13%	14%							
600674.SH	川投能源	公用事业	24,558	8,723	10.4	2.0	233%	73%	21%							
601158.SH	重庆水务	公用事业	24,192	2,772	11.9	1.8	-1%	7%	2%							
600019.SH	南京银行	金融	23,841	15,104	4.5	0.8	12%	16%	11%							
600352.SH	浙江龙盛	材料	23,392	16,911	7.4	1.8	62%	127%	20%							
600315.SH	上海家化	日常消费	22,581	16,144	21.7	5.6	29%	30%	26%							
601928.SH	凤凰传媒	可选消费	22,573	4,515	18.5	2.3	1%	30%	15%							
600085.SH	同仁堂	医疗保健	22,447	10,132	29.5	4.1	15%	16%	21%							
600118.SH	中国卫星	工业	20,966	10,123	56.1	4.8	13%	20%	24%							
601933.SH	日辉超市	日常消费	20,666	11,553	23.6	3.2	44%	21%	23%							
600005.SH	武钢股份	材料	20,591	6,728	23.0	0.6	1003%	108%	34%							
600597.SH	光明乳业	日常消费	20,363	9,205	33.2	4.4	30%	51%	41%							
600642.SH	中能股份	工业	19,710	9,653	7.7	0.9	57%	4%	8%							
600066.SH	宇通客车	可选消费	19,500	12,592	7.6	1.9	18%	41%	19%							
600827.SH	友誼股份	日常消费	18,844	7,598	15.7	1.4	-11%	17%	12%							
600588.SH	用友软件	信息技术	17,178	7,268	25.5	4.9	44%	26%	29%							
600549.SH	厦门钨业	材料	17,172	7,573	56.7	2.7	-13%	-34%	-5%							
600660.SH	福耀玻璃	可选消费	16,705	11,029	8.6	2.1	26%	-1%	n.a.							
600718.SH	东软集团	信息技术	16,388	10,105	24.5	2.5	-10%	62%	n.a.							
600153.SH	建发股份	工业	15,480	8,245	4.8	1.0	25%	20%	23%							
600578.SH	京能电力	公用事业	15,468	4,301	6.6	1.0	36%	7%	12%							
600594.SH	益佰制药	医疗保健	15,396	10,552	28.6	6.2	29%	28%	30%							
600038.SH	哈飞股份	工业	15,309	3,590	46.6	4.8	114%	-25%	28%							
600873.SH	梅花集团	日常消费	15,261	6,412	26.1	1.8	-34%	41%	59%							
600079.SH	人福医药	医疗保健	15,134	11,736	28.8	3.7	3%	18%	n.a.							
600177.SH	雅戈尔	可选消费	14,762	9,718	5.6	1.0	-15%	93%	18%							
600587.SH	新华医疗	医疗保健	14,709	9,131	44.5	5.5	42%	46%	44%							
600863.SH	内蒙华电	公用事业	14,481	6,300	10.3	1.3	6%	1%	3%							
600312.SH	平高电气	工业	14,298	7,730	19.5	3.7	194%	84%	36%							
601515.SH	东风股份	工业	14,134	1,721	15.6	4.9	18%	24%	22%							
600166.SH	福田汽车	可选消费	14,105	7,627	12.3	0.9	-44%	51%	n.a.							
600373.SH	中文传媒	可选消费	13,958	5,064	22.4	2.2	26%	-2%	n.a.							
600008.SH	首创股份	公用事业	13,750	5,567	21.1	2.1	3%	8%	18%							
600880.SH	博瑞传播	可选消费	13,710	8,222	18.4	2.2	18%	35%	20%							
600098.SH	广州发展	公用事业	13,574	3,529	9.8	0.9	18%	35%	11%							
600418.SH	江淮汽车	可选消费	13,106	8,462	8.9	1.7	85%	61%	n.a.							
600060.SH	海信电器	可选消费	12,980	7,020	7.8	1.2	-1%	5%	10%							
600499.SH	科达机电	工业	12,941	9,284	18.9	3.6	35%	82%	42%							
600612.SH	老凤祥	可选消费	12,623	2,339	13.8	3.3	46%	3%	23%							
600436.SH	片仔癀	医疗保健	12,303	5,115	22.9	4.1	23%	23%	25%							
600267.SH	海正药业	医疗保健	12,302	6,282	36.9	2.4	0%	12%	16%							
600517.SH	置信电气	工业	12,030	6,023	29.4	4.9	86%	41%	27%							
600037.SH	歌华有线	可选消费	11,823	6,428	26.2	1.9	27%	20%	17%							
600809.SH	山西汾酒	日常消费	11,602	3,405	11.2	2.6	-28%	10%	1%							
600270.SH	外运发展	工业	11,291	4,126	14.4	1.8	20%	14%	15%							
600582.SH	天地科技	工业	10,974	4,181	n.a.	n.a.	-25%	-100%	n.a.							
600801.SH	华新水泥	材料	10,878	5,160	6.9	1.1	112%	31%	5%							
600511.SH	国药股份	医疗保健	10,596	5,933	20.7	4.0	23%	22%	22%							
600138.SH	中青旅	可选消费	10,433	7,198	32.2	2.4	9%	1%	26%							
600292.SH	中电远达	工业	9,889	3,358	24.8	3.1	24%	90%	11%							
600639.SH	浦东金桥	金融	9,836	2,644	20.2	2.0	28%	15%	17%							
600376.SH	首开股份	金融	9,820	3,975	5.3	0.6	-20%	46%	12%							
600007.SH	中国国贸	金融	9,791	1,895	20.6	1.8	-15%	47%	8%							
601369.SH	陕鼓动力	工业	9,685	3,146	12.4	1.5	-11%	-16%	5%							
601000.SH	唐山港	工业	9,563	3,200	9.2	1.0	37%	17%	17%							
600522.SH	中天科技	信息技术	9,264	6,986	13.9	1.5	25%	26%	19%							
600729.SH	重庆百货	可选消费	8,232	2,882	9.1	1.6	12%	15%	18%							
600096.SH	云天化	材料	8,129	3,232	n.a.	1.2	212%	-214%	107%							
600521.SH	海华药业	医疗保健	8,128	4,144	22.2	2.5	5%	2%	30%							
600694.SH	大商股份	可选消费	8,095	6,287	6.0	1.3	21%	13%	14%							
600183.SH	生益科技	信息技术	7,969	4,726	15.4	1.8	73%	-11%	12%							
600438.SH	通威股份	日常消费	7,844	3,226	20.5	3.3	219%	25%	28%							
600859.SH	王府井	可选消费	7,645	3,629	10.0	1.1	3%	10%	14%							
600266.SH	北京城建	金融	7,576	3,678	5.1	0.8	17%	15%	13%							
600425.SH	青松建化	材料	7,501	2,922	41.1	1.4	-25%	113%	n.a.							
600983.SH	合肥三洋	可选消费	6,974	2,575	13.8	2.9	19%	40%	45%							
600426.SH	华鲁恒升	材料	6,837	4,623	10.9	1.0	8%	26%	14%							
600884.SH	杉杉股份	可选消费	6,496	3,484	31.0	1.8	16%	14%	9%							
601255.SH	铁龙物流	工业	6,488	4,541	16.0	1.4	-9%	-4%	10%							
600176.SH	中国玻纤	工业	6,431	2,070	17.8	1.6	16%	12%	15%							
600067.SH	冠城大通	工业	6,393	4,060	6.4	1.1	54%	-23%	10%							
600761.SH	安徽合力	工业	6,322	3,922	10.8	1.6	44%	15%	10%							

平安银行

四大利器助力弯道超车

推荐理由

投资建议

投资平安银行有 3 点理由：

- 1) **小微、事业部、综合金融改革已步入收获期。**过去两年平安银行布局小微(新一贷、贷贷平安等)、事业部制改革,改善对公业务;借助集团优势布局综合金融,改善对私业务,已步入收获期。
- 2) **线上供应链金融有望成为事业部、小微企业、综合金融后平安银行实现弯道超车的又一利器。**线下供应链金融业务一直是平安银行的传统优势,目前正加速向线上迁徙,建设公司网络金融“橙 e 网”平台。一季度供应链金融综合服务平台新增日均存款 585 亿,占新增日均公司存款的 144%。
- 3) **业绩增长同业领先。**平安银行今年一季度净利润增速显著超预期,达 40.8%,拨备前利润增速达 52.3%,均为上市银行中最高。展望未来,我们认为 2014 年全年业绩增长有望达到 25%,为上市银行中最快。

股价可能的促发因素

- 1) 中报业绩超市场预期。
- 2) 资产质量出现拐点。

估值预测与建议

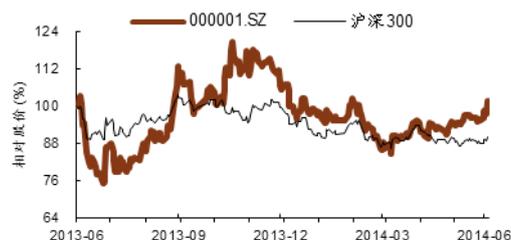
维持 2014-2015 年 EPS 预期为 2.00 元和 2.41 元。同比增长分别为 25%和 20%。对应 P/E 分别为 5.1 和 4.2 倍,对应 P/B 分别为 0.7 和 0.6 倍。

风险

经济增长低于预期,信用风险爆发。

维持推荐

股票代码	000001.SZ
最新收盘价	人民币 10.12
目标价	人民币 14.50
52 周最高价/最低价	人民币 12.08-7.48
总市值(亿)	人民币 1,156
30 日均成交额(百万)	人民币 440.16
发行股数(百万)	11,425
其中:自由流通股(%)	47
30 日均成交量(百万股)	39.39
主营行业	银行



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	39,749	52,189	65,914	79,603
增速	34.1%	31.3%	26.3%	20.8%
净利润	13,511	15,231	19,035	22,908
增速	30.0%	12.7%	25.0%	20.3%
每股净利润	1.42	1.60	2.00	2.41
每股净资产	8.91	11.77	13.53	15.64
每股股利	0.15	0.16	0.30	0.36
每股拨备前利润	4.04	2.82	3.55	4.29
市盈率	7.1	6.3	5.1	4.2
市净率	1.1	0.9	0.7	0.6
股价/每股拨备前利润	2.51	3.59	2.85	2.36
股息收益率	1.4%	1.6%	3.0%	3.6%
平均净资产收益率	16.9%	15.5%	15.8%	16.5%
平均总资产收益率	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%

资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

黄洁

分析员
anson.huang@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080512080004

毛军华

分析员
junhua.mao@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080511020001

中国太保

核心渠道增长强劲

推荐理由

投资建议

投资中国太保有两点理由：

- 1) 在代理人渠道新单保费增速的驱动下，新业务价值增速好于预期。在产品升级换代和强劲资本的支持下，我们预期中国太保的代理人渠道新单保费将持续快速增长，并保持较为稳定的利润率水平。我们预期中国太保 2014 年代理人渠道新单保费增速约为 18%，带动新业务价值增长 15%，比我们之前的预期高出 6 个百分点，也高于市场预期的高个位数水平的增速；
- 2) 2013 年投资收益改善，并且偿付能力充足率处于监管水平之上。得益于减值损失降低，2013 年太保投资收益率同比上升 1.7 个百分点至 5.0%，截止 2013 年底，集团、寿险和财险的偿付能力分别为 283%，191%和 162%，均满足监管要求水平。

股价可能的促发因素

- 1) 半年报业绩好于预期。
- 2) 沪港通。

估值预测与建议

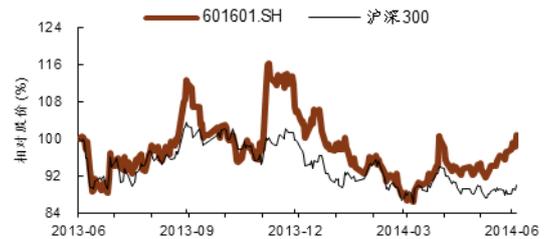
中国太保 A/H 目前交易在 1.0/1.2 倍的 2014 年 P/EV 和 0.9/1.0 倍的 2015 年 P/EV。

风险

股价出现异常波动及行业政策出现重大变化。

维持推荐

股票代码	601601.SH	02601.HK
最新收盘价	人民币 17.56	港币 27.50
目标价	人民币 26.86	港币 33.99
52 周最高价/最低价	人民币 20.46~14.94	港币 33.50~22.45
总市值(亿)	人民币 1,715	港币 2,142
30 日日均成交额(百万)	人民币 201.59	港币 267.32
发行股数(百万)	6,287	2,775
其中：自由流通股(%)	36	73
30 日日均成交量(百万股)	12.00	10.37
主营行业		保险



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	167,038	191,816	210,166	238,166
增速	7.7%	14.8%	9.6%	13.3%
净利润	5,077	9,261	11,644	12,556
增速	-38.9%	82.4%	25.7%	7.8%
每股净利润	0.56	1.02	1.28	1.39
每股净资产	10.61	10.92	12.02	13.21
每股股利	0.34	0.36	0.41	0.46
每股内含价值	14.93	15.93	17.94	19.84
市盈率	31.3	17.2	13.7	12.7
市净率	1.7	1.6	1.5	1.3
内含价值倍数	1.18	1.10	0.98	0.89
股息收益率	1.9%	2.0%	2.3%	2.6%
平均总资产收益率	0.8%	1.3%	1.5%	1.5%
平均净资产收益率	5.9%	9.5%	11.2%	11.0%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

唐圣波

分析员
shengbo.tang@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080512020001

万科 A

基本面优异，估值优势明显

推荐理由

投资建议

- 资金实力突出的行业龙头**；我们认为，全国行业成交量将在近两年见顶，因此，更为看好资金实力突出、快周转、集中布局前 20 大一二线城市的公司。而万科目前净负债率仅 41%，B 转 H 上市也将构建海外融资平台，行业龙头地位有望巩固。
- 预期 2014 年销售金额持续稳定增长**；我们估计，公司今年的推货量将在 3000 万平方米以上（其中约 700 万平方米来自于存货），以 60% 左右去化率测算，公司 2014 年销售额有望同比增长 17%~20% 至 2000~2050 亿元之间。
- 结算毛利率有望恢复**：公司 2014 年 1 季度已售未结资源对应的均价为 11,433 元/平米，较 2013 年末及 2012 年末分别上升 1.2% 及 7.8%。我们判断，已售未结均价恢复将推动 2014 年结算毛利率同比上升 1.6 个百分点至 24.5%。
- 估值十分便宜**：公司目前股价对应的 2014、2015 年 PE 分别为 5.1 倍和 4.5 倍，较 NAV 折让 39%，2014 年预计股息率为 6%。

股价可能的促发因素

- B 转 H 上市打通海外融资渠道。**
- 货币政策出现放松。**

估值预测与建议

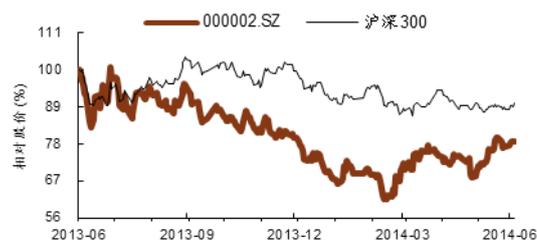
维持 2014-2015 年 EPS 预期为 1.64 元和 1.88 元，同比增长分别 19.6% 和 14.5%。

风险

宏观经济下行风险。

维持推荐

股票代码	000002.SZ	200002.SZ
最新收盘价	人民币 8.43	港币 12.41
目标价	人民币 11.25	港币 15.59
52 周最高价/最低价	人民币 11.01~6.52	港币 16.05~10.53
总市值(亿)	人民币 949	港币 1,184
30 日日均成交额(百万)	人民币 704.51	港币 61.46
发行股数(百万)	9,700	1,315
其中：自由流通股(%)	78	100
30 日日均成交量(百万股)	85.51	5.03
主营行业		房地产



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	103,116	135,419	162,140	182,225
增速	43.7%	31.3%	19.7%	12.4%
净利润	12,551	15,119	18,084	20,702
增速	30.4%	20.5%	19.6%	14.5%
每股净利润	1.14	1.37	1.64	1.88
每股净资产	5.79	6.98	8.13	9.45
每股股利	0.18	0.41	0.49	0.56
每股经营现金流	0.34	0.17	0.92	1.03
市盈率	7.4	6.1	5.1	4.5
市净率	1.5	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.9	6.0	4.7	4.2
股息收益率	2.1%	4.9%	5.8%	6.7%
平均总资产收益率	3.7%	3.5%	3.6%	3.8%
平均净资产收益率	21.5%	21.5%	21.7%	21.4%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

宁静鞭

分析员
jingbian.ning@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080511010003

宝钢股份

国企改革先锋，成长与价值并举

推荐理由

投资建议

投资宝钢股份的主要理由:

- 汽车板市场的领导者，领先的盈利和健康的财务状况：**宝钢汽车板技术国际领先，是全球唯一拥有 1-3 代汽车板技术的供应商，国内市场份额超过 50%，已成为众多外资汽车品牌的全 球供应商，产品价格水平远超国内竞争者。凭借汽车板市场的优势，宝钢盈利远超行业（2013 年扣除宝钢后的重点大中型钢企整体净亏损，吨钢营业利润全球位列前三），净负债率低于 40%，财务健康且具备在行业低谷扩张的能力。
- 未来成长仍有空间：**湛江钢铁（900 万吨）于 2016 年投产后将提升产能幅度 40%，以冷热板覆盖华南和东南亚市场，将成为最高效的生产基地；宝信软件和上海钢铁交易中心（钢铁电商）是发展的两翼，未来将贡献 20% 的利润；在政府鼓励产能过剩行业并购重组背景下具有较强的收购能力。
- 低估值、高股息：**当前估值不到 0.6x P/B，与鞍钢-H 接近但质地远远领先；股息收益率超过 5%，现金流有保障。
- 国企改革的先锋：**管理层限制性股票激励（6 年计划授予 10%，第一期 0.29%，以回购二级市场股票授予 136 位中高层管理 层，业绩条件反映了管理层对持续保持领先优势和增长的信心）；潜在亏损资产的剥离与落后产能关停（南通宝钢 100 万吨）、未来计划谋求 H 股上市。

股价可能的促发因素

- 沪港通正式开闸后，海外投资者的布局。
- 国内政策放松力度进一步超预期。

估值预测与建议

维持 2014-2015 年 EPS 预期为 0.44 元和 0.50 元。同比增长分别为 24.9% 和 13.5%。对应 P/E 分别为 9.0x 和 7.9x。

风险

政策放松不达预期，宏观经济大幅下滑。

柴伟

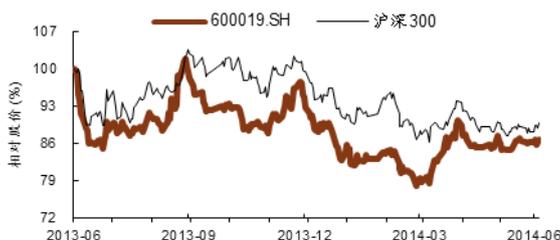
分析师
wei.chai@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080513110003

丁玥

分析师
yue.ding@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080511080001

维持推荐

股票代码	600019.SH
最新收盘价	人民币 3.95
目标价	人民币 5.20
52 周最高价/最低价	人民币 4.81~3.54
总市值(亿)	人民币 651
30 日日均成交额(百万)	人民币 47.75
发行股数(百万)	16,472
其中：自由流通股(%)	20
30 日日均成交量(百万股)	12.16
主营行业	钢铁



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	191,135	189,688	195,492	199,492
增速	-14.1%	-0.8%	3.1%	2.0%
净利润	10,090	5,818	7,269	8,251
增速	37.1%	-42.3%	24.9%	13.5%
每股净利润	0.61	0.35	0.44	0.50
每股净资产	6.72	6.71	7.05	7.33
每股股利	0.14	0.10	0.22	0.25
每股经营现金流	1.35	0.73	1.21	1.27
市盈率	6.4	11.2	9.0	7.9
市净率	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	2.5	2.9	2.1	2.0
股息收益率	3.5%	2.5%	5.6%	6.3%
平均总资产收益率	4.7%	2.8%	3.3%	3.6%
平均净资产收益率	9.3%	5.3%	6.4%	7.0%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

国投电力

业绩确定性增加，持续增长值得期待

推荐理由

投资建议

业绩确定性增加，无虑电价调整风险。

- 1) **水电**：2014-15 年分别投产 360 万和 60 万 KW，推动公司时间加权装机增长 55%和 22%；推动水电业务收入占比首次超过 50%。获益于此，公司将同时迎来电量、利润率双提升。而水电电价较低，公司无需担忧电价调整风险对业绩的不确定性影响。
- 2) **火电**：利润率稳定，历史拖累有望减少。预计 2014/15 年煤价下降 4%/1%，毛利率稳定。公司挂牌转让国投曲靖发电有限公司 55.4%股权，截止至公告日，云南东源煤业集团有限公司已经表明收购意向，双方正在落实转让条件。

股价可能的促发因素

- 1) 下半年来说情况好于预期，新增机组业绩超预期；
- 2) 政府将 2013-15 增值税超过 8%部分退税，预计将分别增厚国投电力 2014-2015 年业绩 20%和 13%；
- 3) 国投曲靖发电有限公司的准让可以完成。

估值预测与建议

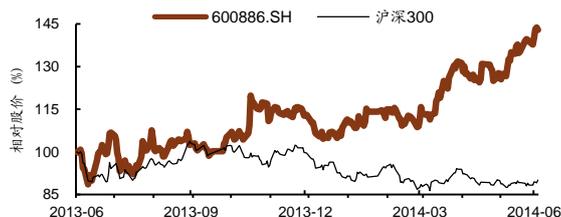
维持“推荐”评级。看好公司持续的业绩成长能力。预计公司 2014-15 年净利润分别为 44 亿和 50 亿元，对应 EPS0.65 元和 0.74 元，对应 P/E 为 8x 和 7x。

风险

新机组投产慢于预期。

维持推荐

股票代码	600886.SH
最新收盘价	人民币 5.26
目标价	人民币 6.00
52 周最高价/最低价	人民币 5.34-3.07
总市值(亿)	人民币 357
30 日均成交额(百万)	人民币 134.48
发行股数(百万)	6.786
其中：自由流通股(%)	45
30 日均成交量(百万股)	26.77
主营行业	电力



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	23,867	28,339	35,126	39,257
增速	1.3%	18.7%	24.0%	11.8%
净利润	1,054	3,305	4,383	5,013
增速	217.2%	213.6%	32.6%	14.4%
每股净利润	0.16	0.49	0.65	0.74
每股净资产	1.91	2.72	3.22	3.90
每股股利	0.05	0.15	0.06	0.07
每股经营现金流	1.27	2.43	3.18	3.51
市盈率	33.9	10.8	8.1	7.1
市净率	2.8	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA	17.2	10.9	8.8	7.9
股息收益率	0.9%	2.8%	1.2%	1.3%
平均总资产收益率	0.8%	2.2%	2.6%	2.7%
平均净资产收益率	8.5%	21.0%	21.7%	20.8%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

陈俊华

分析员
junhua.chen@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080511030014

碧水源

细分行业龙头，高速增长仍将持续

推荐理由

投资建议

行业空间持续加大，公司的市场占有率具备提升潜能。

- 1) **市政污水市场仍在高速增长。**新环境保护法、“两高”司法解释等，都增加了污染治理不作为的违约成本。各级地方政府对于环保投入动机增加。后续还将出台《水污染防治行动计划》，进一步推动环保投入加大。从企业、政府角度，更加关注治理效果，拥有工程经验的龙头将更具优势。
- 2) **公司业务拓展动力仍强劲。**公司在2月初已中标2个项目（密云和门头沟），异地市场方面，公司在13年末进入青岛、武汉、上海市场，业务开拓将陆续展开。
- 3) **模式创新：**年初公司与上海云峰的合作开启参与城市水厂搬迁改造、水环境综合治理等业务。预计合资公司有望在下半年成立，并明确项目投向。关注“环保+地产”模式下的项目落实进度。

股价可能的促发因素

- 1) 《水污染防治行动计划》的正式出台。
- 2) 与云峰合作的项目明确。

估值预测与建议

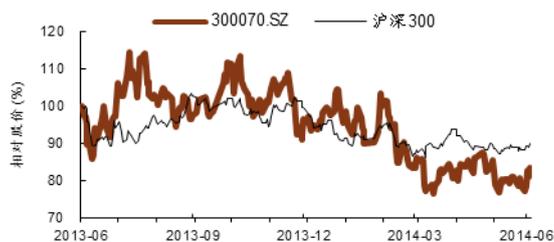
维持“推荐”评级。公司增长稳健，前期受系统性风险影响股价下跌幅度较大。当前估值折价明显，安全边际突出，建议积极参与。目前股价已低于公司股权激励行权价（40.15元）27%，对应公司2014-15年P/E仅为26x/19x。

风险

模式创新的拓展进程低于预期。

维持推荐

股票代码	300070.SZ
最新收盘价	人民币 34.42
目标价	人民币 45.00
52周最高价/最低价	人民币 49.08~30.01
总市值(亿)	人民币 307
30日日均成交额(百万)	人民币 157.91
发行股数(百万)	891
其中：自由流通股(%)	43
30日日均成交量(百万股)	4.77
主营行业	节能环保



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	1,772	3,133	4,715	6,440
增速	72.7%	76.9%	50.5%	36.6%
净利润	562	840	1,183	1,579
增速	63.3%	49.3%	40.9%	33.5%
每股净利润	1.02	0.94	1.33	1.77
每股净资产	7.02	5.43	7.09	8.78
每股股利	0.06	0.04	0.07	0.08
每股经营现金流	0.63	0.76	1.28	1.67
市盈率	33.8	36.5	25.9	19.4
市净率	4.9	6.3	4.9	3.9
EV/EBITDA	29.9	35.0	22.7	15.8
股息收益率	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%
平均总资产收益率	11.6%	12.5%	12.9%	13.8%
平均净资产收益率	15.7%	19.3%	21.2%	22.3%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

陈俊华

分析师

junhua.chen@cicc.com.cn

SAC 执业证书编号

S0080511030014

科达洁能

国内清洁煤产业开拓者

推荐理由

投资建议

- 1) 公司是中国清洁煤技术在工业燃料领域的开拓者。中国很多行业利用煤炭简单气化得到的水煤气作为工业燃料,成本低廉但环境污染严重;在可替代气源上,天然气清洁但价格昂贵同时产量有限。公司自主研发的清洁煤气炉,相较于传统水煤气炉热效率更高、清洁环保、适合劣质煤,相对天然气经济性明显。目前已在氧化铝、陶瓷等行业取得突破,未来在玻璃、冶金、化工等领域的进一步拓展值得期待。公司目前正在与多个设备、园区的潜在客户进行洽谈,重申 14 年该业务收入成倍增长(7-8 亿),订单翻番的预测。
- 2) 清洁煤气炉市场空间广阔,政策形势向好。1) 合理估计中国市场清洁煤气炉容量在 1 万台左右,对应约 2000 亿元产值。2) 工信部近期发布《建筑卫生陶瓷行业准入标准》,明确要求新建和改扩建项目必须使用清洁能源或煤气净化技术,严禁使用简易煤气发生炉。
- 3) 陶机主业形势良好,长期可平稳增长。陶机业务 1 季度业绩喜人,同时订单饱满,可有效打消市场对传统主业的疑虑。此外,公司与意大利萨米克在全球形成双寡头格局,国内更是处于垄断地位,行业地位突出。未来在新农村与海外两大市场的保驾护航下,长期有望保持平稳增长。

股价可能的促发因素

- 1) 更多清洁煤政策发布。
- 2) 订单持续落地。

估值预测与建议

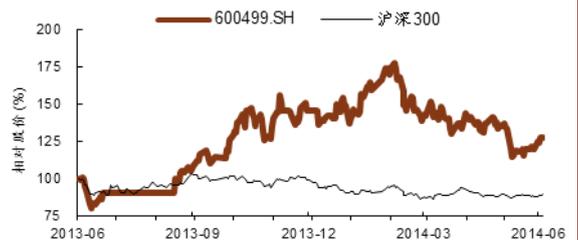
维持 2014-2015 年 EPS 预期为 0.97 元和 1.37 元,对应 P/E 分别为 19x 和 13x。清洁煤产业正处于爆发拐点,公司作为行业引领者,是我们工业环保首选标的,重申“推荐”,建议投资者积极介入。

风险

订单落实大幅低于预期; 主业大幅衰退。

维持推荐

股票代码	600499.SH
最新收盘价	人民币 18.24
目标价	人民币 30.00
52 周最高价/最低价	人民币 25.75~10.75
总市值(亿)	人民币 127
30 日日均成交额(百万)	人民币 117.93
发行股数(百万)	697
其中: 自由流通股(%)	73
30 日日均成交量(百万股)	6.82
主营行业	节能环保



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	2,661	3,812	5,487	7,985
增速	6.7%	43.3%	43.9%	45.5%
净利润	273	370	674	955
增速	-23.3%	35.5%	81.9%	41.8%
每股净利润	0.39	0.53	0.97	1.37
每股净资产	3.48	4.13	5.08	6.28
每股股利	0.13	0.17	0.17	0.17
每股经营现金流	0.25	0.00	0.20	1.16
市盈率	46.5	34.4	18.9	13.3
市净率	5.2	4.4	3.6	2.9
EV/EBITDA	35.9	26.6	15.5	10.4
股息收益率	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%
平均总资产收益率	5.5%	6.4%	9.9%	12.0%
平均净资产收益率	12.4%	14.0%	21.0%	24.1%

资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

肖征

分析员
zheng.xiao@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080514010001

陈俊华

分析员
junhua.chen@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080511030014

中航电子

航电龙头，潜在资产注入值得期待

推荐理由

投资建议

投资中航电子有 3 点理由：

- 1) 航空电子系统是飞机的 4 大组成系统之一，目前一般占到一架飞机总价值的 20%-30%。这一比例未来有望不断上升，这意味着，长期看，国内航电产品需求增速有望高于中国航空工业整体发展速度。此外，航电板块也是中航工业集团旗下盈利能力最强的资产。
- 2) 中航电子是中航工业集团旗下所有上市公司中，潜在资产注入空间最大的。潜在注入资产的净利润合计，可能是目前上市公司净利润的 3-4 倍。此外，未来注入完成之后，我们认为中航电子仍然有望保持估值水平。
- 3) 电子产品具有较高的通用性，这意味着中航电子有较高可能性将其核心技术延伸到其他市场。在中航电子的 3-4-3 长期战略规划中，未来航电产品占公司收入将下降到 30%（目前 70%-80%），非航空防务产品、民品将分别占到公司收入的 40% 和 30%。

股价可能的促发因素

- 1) 事件性催化剂带来 A 股军工板块整体上涨。
- 2) 潜在资产注入预期的兑现。

估值预测与建议

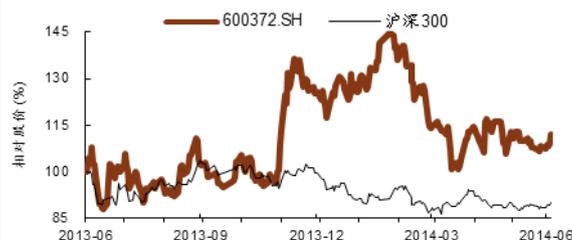
维持 2014-2015 年 EPS 预期为 0.46 元和 0.59 元。同比增长分别为 29.0% 和 28.2%。对应 2014-15P/E 分别为 44.5x 和 34.7x。

风险

资产注入具体进度不确定性，公司短期业绩的不确定性。

维持推荐

股票代码	600372.SH
最新收盘价	人民币 20.48
目标价	人民币 27.61
52 周最高价/最低价	人民币 27.11~15.22
总市值(亿)	人民币 360
30 日日均成交额(百万)	人民币 162.42
发行股数(百万)	1,759
其中：自由流通股(%)	22
30 日日均成交量(百万股)	8.07
主营行业	航空航天军工



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	4,300	5,999	7,222	8,857
增速	17.4%	39.5%	20.4%	22.6%
净利润	470	627	810	1,038
增速	14.4%	33.5%	29.0%	28.2%
每股净利润	0.27	0.36	0.46	0.59
每股净资产	2.65	2.76	3.17	3.66
每股股利	0.04	0.05	0.09	0.12
每股经营现金流	-0.06	0.17	0.84	0.53
市盈率	76.7	57.4	44.5	34.7
市净率	7.7	7.4	6.5	5.6
EV/EBITDA	44.0	35.0	28.7	23.8
股息收益率	0.2%	0.2%	0.4%	0.6%
平均总资产收益率	6.0%	5.7%	5.9%	6.8%
平均净资产收益率	11.5%	13.2%	15.5%	17.3%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

张锦

分析师

jin.zhang@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080512040001

杜文卓

联系人

wenzhuo.du@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080113100001

豪迈科技

轮胎模具行业隐形冠军，进入全球替代阶段

推荐理由

投资建议

投资豪迈科技有三点理由：

- 1) 公司是轮胎模具行业隐形冠军，国内市占率约 30%，全球市占率约 11%，未来全球市占率有望提升至 20-30%。
- 2) 中短期增长主要源于公司的模具产能释放匹配国内外的市场需求。需求方面：国内轮胎模具市场需求有望实现稳健增长。根据天胶价格周期和轮胎行业盈利周期，我们判断 2013-15 年是轮胎模具行业的高景气周期，由轮胎行业产能扩张产生的匹配需求和海内外市场增长带动的刚性需求驱动。当轮胎行业进入量升价跌的微利时代后，模具行业仍有望平稳增长，因为模具具有消耗品属性、更新换代频率加快、且与轮胎产量相关。出口大幅增长，有望成为我国机械行业全球替代的典范。公司无论在钢质模具还是铝质模具上的质量和品质已经达到世界先进水平，并凭借较高性价比和可靠交货周期赢得了普利司通、米其林、固特异、大陆等轮胎巨头的信赖。产能方面：公司模具产能从 2010 年 4,000 套扩张到 2014 年约 12,000 套，且产品的技术、工艺、价格、客户评价都很好。
- 3) 中长期有大股东旗下换热器、油气设备等优质资产的注入预期。

股价可能的促发因素

- 1) 业绩超预期。
- 2) 大股东旗下资产注入或收购其他制造业资产。

估值预测与建议

维持 2014-2015 年 EPS 预期为 2.20、2.74 元。同比增长分别为 39.2%、24.3%。对应 P/E 分别为 21.0x、16.9x。

风险

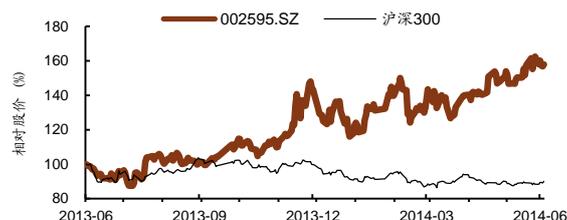
- 1、轮胎行业需求急剧下降，产能过剩，库存大幅上升，将步入去库存周期；
- 2、海外轮胎企业降低采购公司产品比例。

史成波

分析员
chengbo.shi@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080513080001

维持推荐

股票代码	002595.SZ
最新收盘价	人民币 46.22
目标价	人民币 57.30
52 周最高价/最低价	人民币 48.37-25.08
总市值(亿)	人民币 92
30 日日均成交额(百万)	人民币 46.02
发行股数(百万)	200
其中：自由流通股(%)	31
30 日日均成交量(百万股)	1.01
主营行业	机械



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	711	1,135	1,529	1,886
增速	3.6%	59.6%	34.7%	23.3%
净利润	198	316	440	547
增速	-7.1%	59.9%	39.2%	24.3%
每股净利润	0.99	1.58	2.20	2.74
每股净资产	10.25	11.25	12.84	15.13
每股股利	0.60	0.60	0.44	0.55
每股经营现金流	0.66	1.14	1.73	2.55
市盈率	46.7	29.2	21.0	16.9
市净率	4.5	4.1	3.6	3.1
EV/EBITDA	33.6	20.8	14.6	11.4
股息收益率	1.3%	1.3%	1.0%	1.2%
平均总资产收益率	9.3%	13.7%	16.6%	17.8%
平均净资产收益率	9.8%	14.7%	18.3%	19.6%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

机器人

中国机器人产业最优质标的

推荐理由

投资建议

投资机器人有四点理由:

- 1) 公司是国内机器人产业链最完整, 拥有核心零部件、机器人本体制造、系统集成等业务;
- 2) 目前公司在军工领域机器人业务发展较快, 产品种类从重载 AGV 发展到了机器人集成系统, 客户范围也有拓展;
- 3) 公司已在服务机器人领域有布局, 已经研发成功展示服务机器人、骨科牵引机械手等服务机器人产品;
- 4) 确定性成长。截止 1Q14, 公司已签未交付的合同金额我们预计约 25 亿元, 预计 2014 新签合同超过 35 亿元。

股价可能的促发因素

- 1) 新签订单超预期。
- 2) 收购国内外机器人产业链相关公司。

估值预测与建议

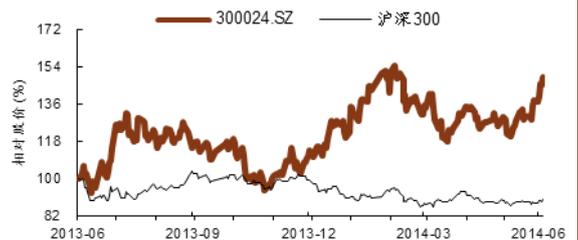
维持 2014-2015 年 EPS 预期为 1.31、1.72 元。同比增长分别为 56.5%、30.9%。对应 P/E 分别为 20.0x 和 15.3x。

风险

公司规模扩张较快, 出现管理风险; 行业新进入者增加, 竞争加剧。

维持推荐

股票代码	300024.SZ
最新收盘价	人民币 26.25
目标价	人民币 68.80
52 周最高价/最低价	人民币 27.40~15.18
总市值(亿)	人民币 172
30 日日均成交额(百万)	人民币 295.42
发行股数(百万)	655
其中: 自由流通股(%)	51
30 日日均成交量(百万股)	7.13
主营行业	机械



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	1,044	1,319	1,926	2,605
增速	33.3%	26.3%	46.0%	35.2%
净利润	208	250	391	512
增速	30.3%	20.1%	56.5%	30.9%
每股净利润	0.70	0.84	1.31	1.72
每股净资产	4.83	5.58	6.79	8.50
每股股利	0.01	0.12	0.02	0.03
每股经营现金流	0.41	-0.09	-0.19	-0.17
市盈率	37.6	31.3	20.0	15.3
市净率	5.4	4.7	3.9	3.1
EV/EBITDA	28.7	23.9	15.3	11.8
股息收益率	0.0%	0.5%	0.1%	0.1%
平均总资产收益率	11.7%	11.5%	14.3%	14.8%
平均净资产收益率	15.6%	16.1%	21.2%	22.5%

资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

史成波

分析师
chengbo.shi@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080513080001

宏发股份

继电器龙头，优质长线标的

推荐理由

投资建议

宏发股份是本土制造、全球市场的专业继电器厂商，团队/机制/竞争力突出，有传统应用领域扩大渗透和新兴应用领域确立新格局的两大中长期成长主线，是难得的长线投资标的。

- 近 10 年历史足以证明团队突出。** 1) 公司专注于继电器制造，过去 9 年销售收入/净利润增长至 9 倍，成为全球第四大设备设计制造/模具开发/精密元件制造全部自给、生产仅需采购大宗原料的平台型企业；2) 管理层以增资方式历时 11 年、通过 9 次股权变动坚定的实现了多赢式的 MBO，更多骨干基于不同类型考核/奖励机制实现有效激励。
- 行业需求向好，同时格局清晰。** 2012 年全球继电器约 60 亿美元容量，受益于自动/智能化、电力应用覆盖面扩大趋势，常态年增速 5~8%。继电器制造依赖专有设备+工艺，综合门槛高，仅全球前四家企业为高度垂直一体化的平台企业，市场合计占比达 60%。
- 增长持续性突出。** 公司 03~07 年持续渗透成为全球家电继电器第一。目前，汽车/通讯/工控等更多主流领域正从第二梯队向第一梯队跃升，份额持续扩张。公司 07~11 年从战略跟随智能电表继电器研发培育到实现产业领导，彰显了更具含金量的综合竞争力。目前，公司更多战略新品，如高压直流产品，在研发和客户开拓上全球同步，正积极投入等待需求放量 and 格局确立。

股价可能的促发因素

- 欧美电动汽车产业加速发展带动高压直流产品销售。
- 在汽车/通讯/工控领域持续切入全球主流客户供应商体系。

估值预测与建议

维持 2014-2015 年 EPS 预期为 0.83 元和 1.06 元。同比增长分别为 34%和 28%。对应 P/E 分别为 25X 和 20X。

张晓莹

分析师

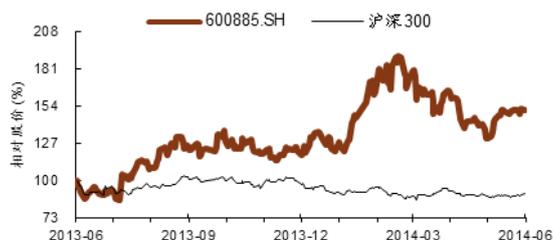
xiaoying.zhang@cicc.com.cn

SAC 执业证书编号

S0080513080005

维持推荐

股票代码	600885.SH
最新收盘价	人民币 20.80
目标价	人民币 25.00
52 周最高价/最低价	人民币 26.35-11.20
总市值(亿)	人民币 111
30 日日均成交额(百万)	人民币 22.63
发行股数(百万)	532
其中：自由流通股(%)	38
30 日日均成交量(百万股)	1.12
主营行业	电气设备



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	3,008	3,425	4,208	5,208
增速	-0.4%	13.9%	22.9%	23.8%
净利润	279	328	439	562
增速	22.7%	17.6%	33.8%	27.9%
每股净利润	0.52	0.62	0.83	1.06
每股净资产	2.10	4.08	4.91	5.96
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.60	0.87	0.90	1.10
市盈率	39.6	33.7	25.2	19.7
市净率	9.9	5.1	4.2	3.5
EV/EBITDA	19.8	16.3	13.4	10.6
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	9.5%	8.9%	9.0%	9.4%
平均净资产收益率	28.2%	20.0%	18.4%	19.4%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

新宙邦

高速成长的锂电材料龙头

推荐理由

投资建议

- 1) 从横向来看,全球经济弱复苏大背景下全球锂离子电池市场成绩靓丽整体需求达到 51.5mn kWh YoY+34.9%, 3-year CAGR 超过 40%, 锂电池行业正迎来黄金发展期。整体竞争格局以中日韩为核心, 三国贡献全球供给 95%以上。中国锂电产业的崛起势必带动本土材料企业市场份额强劲增长, 2013 年已达到全球的 25.1%, 强势赶超日韩, 我们看好中国的本土企业受益于行业快速成长的机会, 后续国际厂商在中国配套(特斯拉和宝马)以及本土汽车厂商强力推进电动车生产销售, 将带来锂电池第二波脉冲式的高速成长;
- 2) 从纵向来看, 新宙邦是锂电电解液材料龙头, 得益于强大的技术开拓能力和客户服务能力, 进入国际锂电池生产商供应链, 其中包括三星(宝马电动车电池供应商)等顶尖日韩厂商, 同期产品毛利率明显高于竞争对手, 新宙邦自 2008 年成为三星合格供应商后, 毛利率由 25%迅速提升到 30%到 35%区间。今年南通 5000 吨项目逐步投产, 贡献利润将凸显公司的行业地位和盈利能力。

下游应用目前以高容量的消费电子锂电池为主占比 62.8%, 未来拉动锂电池高速成长的则是交通工具的动力电池, 2013 年占比 22%, CAGR 为 58%。电化学材料行业进步围绕容量、循环寿命和成本这三大因素, 未来竞争格局将呈现化工材料生产商和下游电池生产商战略联盟, 目前进入顶尖厂商供应链企业成长速度将领先竞争对手。

股价可能的促发因素

- 1) Tesla、BMW 以及 BYD 等本土新能源汽车持续热卖, Gigafactory 等外部刺激。
- 2) 南通 5000 吨电解液项目完工, 新能源汽车及配套设施政策扶持力度超预期。

估值预测与建议

维持 2014-2015 年 EPS 预期为 0.89 元和 1.06 元。同比增长分别为 21.4%和 19.1%。对应 P/E 分别为 34.1X 和 28.7X。

风险

电解液行业产能投放过剩, 材料价格持续加速下降。

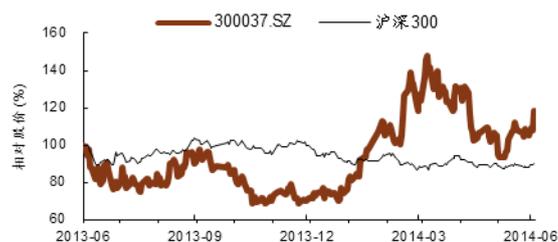
高兵

分析师

bing.gao@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080511070003

维持推荐

股票代码	300037.SZ
最新收盘价	人民币 30.36
目标价	人民币 42.00
52 周最高价/最低价	人民币 38.58-16.88
总市值(亿)	人民币 52
30 日日均成交额(百万)	人民币 90.63
发行股数(百万)	171
其中: 自由流通股(%)	40
30 日日均成交量(百万股)	3.32
主营行业	化工



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	661	684	864	1,112
增速	1.1%	3.5%	26.2%	28.7%
净利润	130	125	152	181
增速	4.9%	-3.3%	21.4%	19.1%
每股净利润	0.76	0.73	0.89	1.06
每股净资产	6.83	7.31	7.95	8.76
每股股利	0.25	0.25	0.25	0.25
每股经营现金流	0.81	0.69	0.76	0.47
市盈率	40.0	41.4	34.1	28.7
市净率	4.4	4.2	3.8	3.5
EV/EBITDA	22.3	30.6	26.7	22.3
股息收益率	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
平均总资产收益率	10.1%	9.0%	10.0%	10.6%
平均净资产收益率	11.5%	10.4%	11.7%	12.7%

资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

奥瑞金

携手优质客户共筑业绩高成长，有风驶尽帆！

推荐理由

投资建议

投资奥瑞金有 3 点理由：

- 1) **千亿市场空间，行业集中度提升趋势孕育龙头公司整合良机。** 金属包装因有良好的阻隔性等特点，被广泛应用于饮料食品领域，2013 年行业产值 1280 亿元（CAGR 21%），企业 1700 多家，Top 5 市场份额不到 20%。包装行业集中度提升趋势明显，龙头企业有资金、平台优势，有望受益这一趋势。
- 2) **携手优质客户，业绩有望持续确定性高成长（预计半年报业绩同比增 40%左右）。** ①核心客户红牛增长强劲，其品牌、渠道优势明显，奠定业绩增长基石（预计其 2014 年营收增 25%）；②加大与加多宝合作，产能释放，市场份额提升（从 8% - 9% 至 15% - 20%）；③积极开拓啤酒等新客户，布局二片罐产能（啤酒罐化率提升带来百亿市场空间），新利润成长极。
- 3) **战略转型，以及覆膜铁新技术突破，助力公司估值提升。** 公司已从传统的金属包装制造商向包装整体解决方案提供商转型，未来有望在包装产业链中不断横向并购和纵向延伸，在新客户、新产品、新商业模式等领域不断突破，成长空间、可持续性与客户粘性进一步增强；覆膜铁的工业化应用亦为公司带来成长新机遇。

股价可能的促发因素

- 1) **核心客户销售持续快速增长，尤其是红牛、加多宝；**
- 2) **公司开始在行业内进行并购整合，构建大包装平台；**
- 3) **新客户取得突破，覆膜铁等新技术投向市场。**

估值预测与建议

维持盈利预测。 除权后预计公司 2014-2015 年 EPS 为 1.31 元和 1.68 元。同比增长分别为 31.1% 和 28.1%，对应 P/E 16.4 和 12.8 倍。

持续推荐。 考虑公司业绩高成长的确定性，以及可能的新客户开拓、并购整合有望带来发展新契机，目前 PE16.4 倍，价值低估（相对未来 2 年业绩 CAGR 29.6% 有提升空间），目标价 33 元（对应 14 年 25 倍 PE），有风驶尽帆，重申“推荐”。

樊俊豪

分析师

junhao.fan@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080513080004

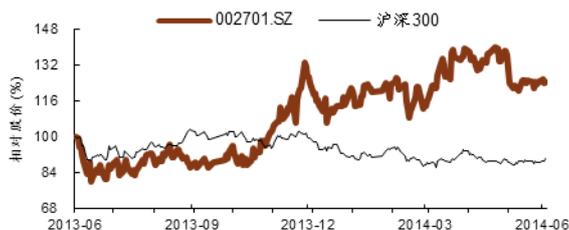
郭海燕

分析师

haiyan.guo@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080511080006

维持推荐

股票代码	002701.SZ
最新收盘价	人民币 21.50
目标价	人民币 33.00
52 周最高价/最低价	人民币 24.41~13.20
总市值(亿)	人民币 132
30 日日均成交额(百万)	人民币 99.22
发行股数(百万)	613
其中：自由流通股(%)	32
30 日日均成交量(百万股)	4.66
主营行业	轻工制造行业



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	3,506	4,567	5,985	7,708
增速	23.4%	30.2%	31.0%	28.8%
净利润	405	614	804	1,030
增速	27.7%	51.5%	31.1%	28.1%
每股净利润	0.66	1.00	1.31	1.68
每股净资产	4.84	5.42	6.22	7.40
每股股利	0.49	0.50	0.50	0.77
每股经营现金流	0.68	1.09	1.36	1.33
市盈率	32.6	21.5	16.4	12.8
市净率	4.4	4.0	3.5	2.9
EV/EBITDA	18.0	13.3	10.5	8.3
股息收益率	2.3%	2.3%	2.3%	3.6%
平均总资产收益率	10.7%	12.1%	13.4%	14.1%
平均净资产收益率	20.4%	19.5%	22.5%	24.7%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

美盈森

纸包装领域隐形冠军，受益消费电子大发展

推荐理由

投资建议

投资美盈森有 4 点理由：

- 1) **纸包装行业空间大、竞争格局分散。**纸包装作为使用范围最广泛的包装形式，在我国正处于长景气周期的快速增长阶段（CAGR19%），行业空间大（近 5000 亿）、竞争格局分散（Top10 市占率不到 10%），为优秀包装企业通过内增外购打造中国包装巨头孕育了历史机遇；
- 2) **公司成长驱动力强，纸包装巨头冉冉升起。**①受益于电子消费需求快速增长带来的老客户订单放量（公司客户约 65% 集中在消费电子领域），毛利率稳步提升，业绩弹性显现；②包装一体化领先同行带来新客户不断突破（消费电子、军工、化妆品、奢侈品），今年来公司已先后获得 ZARA、Harman、中兴通讯等 7 家企业的包装供应商资质；③行业内不断寻找优质标的进行并购整合，增厚上市公司业绩；
- 3) **新基地产能利用率提升驱动公司业绩持续高成长，预计半年报业绩增长 50% 左右。**重庆、苏州、东莞 3 个新基地的产能利用率不断提升，驱动业绩高弹性，满产后收入相对 2013 年预计有 1.2 倍成长空间。2014-2015 年业绩 CAGR 52%，目前股价对应 2014 年 28.7 倍 PE，仍有提升空间；
- 4) **盈利能力领先行业，财务报表很漂亮。**公司 ROE 呈底部向上趋势，且经营性现金流大于净利润，无银行借款，毛利率、净利率随着新基地产能利用率的提升亦稳步增长。

股价可能的促发因素

- 1) **东莞、重庆、苏州 3 个新基地产能利用率持续提升，**利润弹性显现；
- 2) **优质新客户不断突破，**为公司未来业绩高增长打下坚实基础；
- 3) **寻找行业内优质标的进行并购整合，**增厚上市公司业绩。

估值预测与建议

维持盈利预测，除权后预计 2014-2015 年 EPS 分别为 0.39 元、0.56 元，同比增长 59.3%、44.5%。

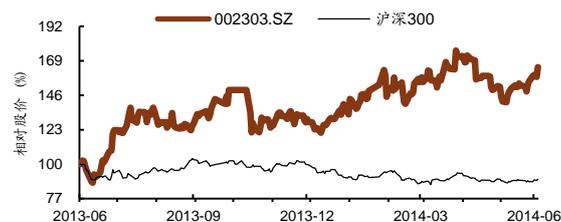
重申“推荐”。我们看好纸包装行业广阔的市场空间，以及公司突出竞争优势与客户结构有望成为行业整合者，公司成长逻辑清晰，新客户不断开拓有望带来股价上涨契机。目标价 15.5 元。

风险

客户订单落实情况不及预期；原材料价格大幅波动。

维持推荐

股票代码	002303.SZ
最新收盘价	人民币 11.13
目标价	人民币 15.50
52 周最高价/最低价	人民币 11.95-5.53
总市值(亿)	人民币 80
30 日日均成交额(百万)	人民币 26.95
发行股数(百万)	715
其中：自由流通股(%)	29
30 日日均成交量(百万股)	1.54
主营行业	轻工制造行业



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	1,034	1,306	1,741	2,290
增速	23.0%	26.3%	33.3%	31.5%
净利润	107	174	277	401
增速	1.2%	62.4%	59.3%	44.5%
每股净利润	0.15	0.24	0.39	0.56
每股净资产	2.53	2.82	3.16	3.69
每股股利	0.03	0.04	0.03	0.07
每股经营现金流	0.23	0.38	0.54	0.27
市盈率	74.3	45.7	28.7	19.9
市净率	4.4	4.0	3.5	3.0
EV/EBITDA	42.9	27.2	17.6	12.9
股息收益率	0.2%	0.4%	0.3%	0.6%
平均总资产收益率	5.2%	7.2%	9.7%	12.4%
平均净资产收益率	6.1%	9.1%	13.0%	16.3%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

樊俊豪

分析师
junhao.fan@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080513080004

郭海燕

分析师
haiyan.guo@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080511080006

上海家化

新战略带领公司重回增长快车道

推荐理由

投资建议

投资上海家化有 3 点理由:

- 1) **中国个人护理用品行业增长空间巨大，公司作为行业龙头实力突出。**2013 年中国个人护理用品市场规模约为 3000 亿元，预计到 2018 年将达到 5000 亿元，复合增长率达 12%。公司作为本土第一的日化公司，在行业内有着多年的积淀。产品上品牌金字塔成熟，对于中国消费者有着深厚的了解；渠道上优势明显，在广度和深度上都优于同行。我们认为作为国内日化行业的龙头，家化将充分享受行业的高增长，并凭借其自身在品牌和渠道上的优势实现高于行业的增长。
- 2) **公司公布新战略，定位国际一流的日化企业，18 年实现营业收入 120 亿人民币，市场份额上升四个名次达到第五位。**其中自有品牌达到约 100 亿元，复合增速为 17.3%。其中佰草集事业部 2018 年目标实现 45 亿销售，复合增速在 20% 以上；大众消费品事业部（六神、美加净、高夫、家安、启初）2018 年目标销售 50 亿元，复合增长率 13%。另外并购带来收入 20 亿元。
- 3) **核心发展五大品牌，规模增长步步为营。**公司将集中资源打造两个超级品牌“佰草集”“六神”，两个重要品牌“高夫”“美加净”，以及一个新品牌“启初”。我们认为核心发展五大品牌将提高公司的营销效率，提升公司的品牌竞争力。

股价可能的促发因素

公司新战略提升市场信心。

估值预测与建议

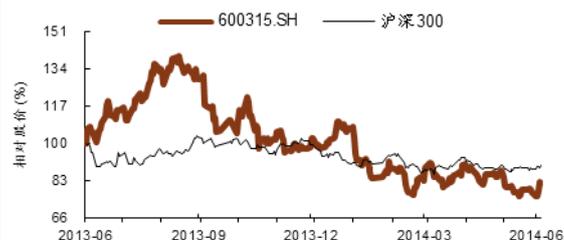
维持 2014-2015 年 EPS 预期为 1.55 元和 1.95 元。同比增长分别为 30.2% 和 25.8%。对应 P/E 分别为 21.7X 和 17.2X。

风险

增速低于预期，消费者购物渠道发生变化，估值中枢下移。

维持推荐

股票代码	600315.SH
最新收盘价	人民币 33.58
目标价	人民币 49.00
52 周最高价/最低价	人民币 57.76-29.99
总市值(亿)	人民币 226
30 日日均成交额(百万)	人民币 210.06
发行股数(百万)	672
其中：自由流通股(%)	66
30 日日均成交量(百万股)	6.54
主营行业	家庭及个人护理用品



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	3,999	4,469	5,456	6,576
增速	11.8%	11.7%	22.1%	20.5%
净利润	621	800	1,042	1,310
增速	72.0%	28.8%	30.2%	25.8%
每股净利润	0.92	1.19	1.55	1.95
每股净资产	3.95	4.95	5.99	7.27
每股股利	0.47	0.51	0.66	0.84
每股经营现金流	1.25	1.41	0.96	1.70
市盈率	36.3	28.2	21.7	17.2
市净率	8.5	6.8	5.6	4.6
EV/EBITDA	32.9	26.0	19.6	15.0
股息收益率	1.4%	1.5%	2.0%	2.5%
平均总资产收益率	20.4%	19.9%	21.7%	22.9%
平均净资产收益率	28.2%	26.8%	28.3%	29.4%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

高峰

分析员

zheng.gao@cicc.com.cn

SAC 执业证书编号

S0080511010038

海澜之家

低价男装，直营管理，畅享蓝海

推荐理由

投资建议

投资海澜之家有 4 点理由：

- 1) **扎根千亿市场，行业集中度提升利好龙头企业。** 据测算，大众商务休闲男装消费群体约 1.1 亿人，按照人均每年 1000 元的消费金额测算，市场规模达到 1100 亿元。目前国内海澜之家、雅戈尔等 TOP7 品牌市场份额占有率为 47%，随着消费者品牌意识的逐步增强，行业集中度将更为明显；
- 2) **市场份额位居第一，仍具备扩张空间。** 2013 年海澜之家终端含税零售额超过 120 亿元，规模优势明显。据测算如要完成国内网点覆盖，合理门店数量约为 5000 家，相比目前 2900 家的门店规模仍具备 70% 的扩张空间；公司未来也将逐步提升门店面积，目前单店平均面积尚不到 200 平米；
- 3) **低价定位，价跌量增。** 公司产品加价率只有 2.5 倍，显著低于同业 4-5 倍的水平，形成错位竞争，在相对激烈的男装市场中独享蓝海。2013 年公司下调终端售价约 15%，拉动销量大幅增长 80% 以上，表明产品属性和定位极为贴近消费者；未来产品仍有降价空间；
- 4) **模式创新，直营管理。** 相比传统的线下渠道，海澜之家采取的模式具备明显优势，并且由于产品定位不同，网购冲击相对有限。加盟商承担门店扩张及日常经营费用，享受 35% 的收入分成，门店形象设计和管理交由公司统一进行。门店所有权和经营权相分离，使得在低成本快速扩张的同时还能保证渠道的高效、扁平化且无应收款(除个别商场店)。对于上游，公司与供应商联合开发产品，采取销售后付款、滞销货品退货及二次采购相结合的模式，将供应商和公司的利益紧密捆绑在一起。

股价可能的促发因素

- 1) 维持高速外延扩张。

估值预测与建议

维持 2014-2015 年 EPS 预期为 0.45 元和 0.56 元。同比增长分别为 36.8% 和 23.2%。对应 P/E 分别为 20.7X 和 16.8X。

风险

存货周转天数慢于同业，终端销售疲软，外延扩张低于预期。

郭睿

分析员

rui.guo@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080513070002

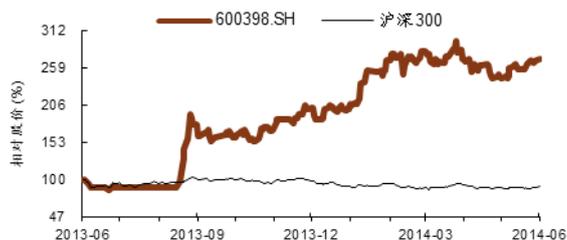
郭海燕

分析员

haiyan.guo@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080511080006

维持推荐

股票代码	600398.SH
最新收盘价	人民币 9.38
目标价	人民币 12.69
52 周最高价/最低价	人民币 10.85~2.90
总市值(亿)	人民币 421
30 日日均成交额(百万)	人民币 33.84
发行股数(百万)	4,493
其中：自由流通股(%)	96
30 日日均成交量(百万股)	3.74
主营行业	服装



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	5,895	8,514	11,219	13,539
增速	64.0%	44.4%	31.8%	20.7%
净利润	953	1,489	2,037	2,510
增速	36.0%	56.2%	36.8%	23.2%
每股净利润	0.21	0.33	0.45	0.56
每股净资产	0.93	1.25	1.70	2.26
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.45	0.54	0.51	0.62
市盈率	44.2	28.3	20.7	16.8
市净率	10.1	7.5	5.5	4.2
EV/EBITDA	31.6	19.8	13.7	10.5
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	10.0%	11.1%	12.3%	12.2%
平均净资产收益率	35.6%	30.5%	30.8%	28.2%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

宇通客车

新能源客车龙头，下半年强势增长

推荐理由

投资建议

- 1) **新能源客车的绝对龙头**：宇通目前在插电混动大巴市场的占比高达50%以上。电动大巴E7将在7月上市，下半年电动大巴产品将陆续推出。
- 2) **2014年全行业新能源客车销量将达到20,000台，下半年加速**。由于上半年各地方的推广政策还未出台，影响了新能源客车的采购，我们预计下半年将提速。预计宇通下半年新能源客车销量将达到8,000辆（上半年2,300辆）。由于去年低基数的原因，**3Q将是宇通销量增速最高的季度，同比增速有望达到90%**。
- 3) **收购精益达有利于优化公司治理。**

股价可能的促发因素

- 1) 三季度销量增速同比的爆发性增长。
- 2) 在精益达注入的问题上，大股东和小股东的意见达成一致。

估值预测与建议

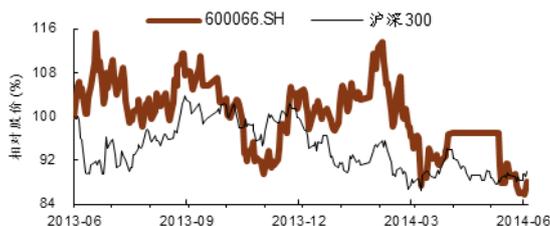
维持2014-2015年EPS预期为1.71元和2.03元。同比增长分别为**40.5%**和**18.5%**。对应P/E分别为**9.0x**和**7.6x**。

风险

新能源客车推广低于预期。

维持推荐

股票代码	600066.SH
最新收盘价	人民币 15.32
目标价	人民币 21.00
52周最高价/最低价	人民币 20.20-14.84
总市值(亿)	人民币 195
30日均成交额(百万)	人民币 194.16
发行股数(百万)	1,274
其中：自由流通股(%)	61
30日均成交量(百万股)	12.61
主营行业	汽车及零部件



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	19,763	22,094	24,064	27,302
增速	16.7%	11.8%	8.9%	13.5%
净利润	1,550	1,823	2,562	3,036
增速	31.2%	17.6%	40.5%	18.5%
每股净利润	2.20	1.43	1.71	2.03
每股净资产	10.37	6.87	7.03	8.35
每股股利	0.70	0.50	0.60	0.71
每股经营现金流	1.95	1.52	2.44	2.39
市盈率	7.0	10.7	9.0	7.6
市净率	1.5	2.2	2.2	1.8
EV/EBITDA	3.9	6.4	5.1	3.9
股息收益率	4.6%	3.3%	3.9%	4.6%
平均总资产收益率	14.0%	12.0%	15.0%	15.6%
平均净资产收益率	29.1%	22.7%	26.6%	26.3%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

奉玮

分析员
wei.feng@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080513110002

刘册

分析员
ce.liu@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080513090002

威孚高科

国 IV 业绩兑现可期，排放升级永恒标的

推荐理由

投资建议

投资威孚高科有 5 点理由：

- 1) 威孚高科是投资中国汽车尾气排放标准升级的最佳标的，直接受益于大气污染治理；在汽车行业未来的环保、节能和智能化的大趋势中，威孚高科旗下公司都将获益；
- 2) 威孚高科具备强大的盈利能力和产品研发能力，我们预计公司 2015 年的净利润具有较 2013 年翻一倍的潜力，未来公司还将长期受益于中国汽车尾气排放标准的升级；
- 3) 威孚高科的增长更多为技术驱动而非资本驱动，技术驱动带来的科技壁垒使得威孚高科可以避免陷入产能过剩的局面；
- 4) 威孚高科具备强大的产业链整合能力，特有的产业链布局使得威孚高科在供油系统和后处理系统两个细分市场具有 50% 以上市场份额；
- 5) 威孚高科与博世的深度合作，为威孚高科提供了一条与国内企业不同且难以复制的成长路径。

股价可能的促发因素

- 1) 2015 年年初正式推行国 IV 排放法规标准。
- 2) 汽车检测加严带动公司 SCR 销量。

估值预测与建议

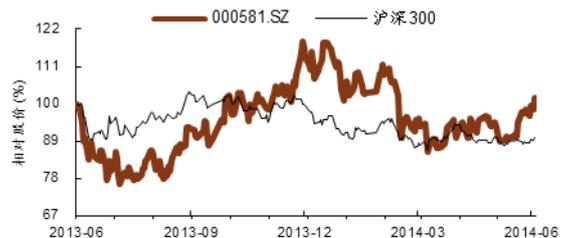
维持 2014-2015 年 EPS 预期为 1.47 元和 1.86 元。同比增长分别为 35.2% 和 26.6%。对应 P/E 分别为 17X 和 13X。受益于国 IV 排放法规的升级，公司近两年的业绩增长有望保持在 30% 左右，维持公司“推荐”评级和 35 元目标价，对应 2014 年 23 倍 P/E。

风险

重卡国 IV 排放标准再次推迟；重卡复苏低于预期。

维持推荐

股票代码	000581.SZ	200581.SZ
最新收盘价	人民币 26.69	港币 24.21
目标价	人民币 35.00	港币 35.00
52 周最高价/最低价	人民币 31.46~19.72	港币 28.27~16.34
总市值(亿)	人民币 260	港币 324
30 日日均成交额(百万)	人民币 179.61	港币 7.38
发行股数(百万)	848	172
其中：自由流通股(%)	75	17
30 日日均成交量(百万股)	7.15	0.31
主营业务		汽车及零部件



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	5,015	5,589	6,122	7,014
增速	-15.0%	11.4%	9.5%	14.6%
净利润	889	1,108	1,499	1,897
增速	-26.2%	24.6%	35.2%	26.6%
每股净利润	1.31	1.09	1.47	1.86
每股净资产	12.73	9.41	10.58	12.12
每股股利	0.30	0.30	0.32	0.43
每股经营现金流	1.71	0.79	0.52	0.97
市盈率	20.4	24.6	18.2	14.4
市净率	2.1	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	14.2	18.5	14.1	11.1
股息收益率	1.1%	1.1%	1.2%	1.6%
平均总资产收益率	9.4%	9.2%	11.1%	12.8%
平均净资产收益率	13.0%	12.1%	14.7%	16.4%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

奉玮

分析员

wei.feng@cicc.com.cn

SAC 执业证书编号

S0080513110002

上汽集团

低估值的国企龙头，新经济的改革先锋

推荐理由

投资建议

- 1) **现金充沛，大比例分红引领蓝筹股价值投资回归：**公司近期推出的股息率 9.4% 的分红方案点亮了价值投资的希望。公司账上现金和未分配利润均超过 600 亿元，ROE 在 17% 以上。我们预计未来上汽集团还将维持高分红比例，将引领蓝筹股价值投资回归。
- 2) **多种估值指标表明公司处在明显的股价买点区域：**纵览国际汽车企业，上汽估值明显低估。从 P/E 估值看，公司当前股价对应 6 倍静态 P/E，构成估值底部区域；从 P/B 估值看，1 倍静态 P/B 构成估值底部，在年报大比例分红前股价对应 1.0 倍静态 P/B。
- 3) **公司积极转型新经济，技术和销售网络全面革新：**上汽目前已有 59 款新能源汽车进入推广目录；3.28 推出中国汽车市场首个 O2O 电商平台——车享平台。公司积极转型，拥抱新经济，进军新能源和电商平台上将为公司未来业绩增长布下战略基础。
- 4) **受益国企改革，经营机制完善后打开长期增长空间：**公司的国企改革方案近期已经上报；预计将从上市公司和下属企业的公司治理、员工激励和所有制方面进行全面改革，公司将受益此次国企改革，为公司未来成长为全球车企巨头打下经营机制基础。

股价可能的促发因素

- 1) 公司公布新一轮国企改革方案。
- 2) 自主品牌销量取得突破。

估值预测与建议

维持 2014-2015 年 EPS 预期为 2.45 元和 2.69 元。同比增长分别为 9.0% 和 9.6%。对应 P/E 分别为 6.3X 和 5.7X。公司质地优良，财务稳健，分红丰厚，维持推荐评级，目标价 20 元，相当于 8 x 2014e P/E。

风险

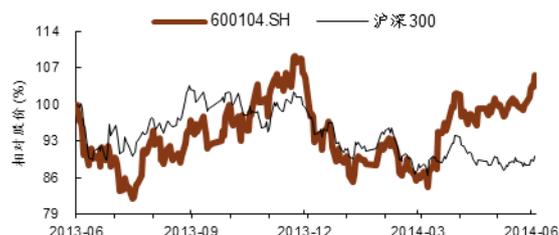
各地大规模限购；宏观经济下滑导致乘用车销量下降。

奉玮

分析员
wei.feng@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080513110002

维持推荐

股票代码	600104.SH
最新收盘价	人民币 15.44
目标价	人民币 20.00
52 周最高价/最低价	人民币 16.16-11.83
总市值(亿)	人民币 1,702
30 日日均成交额(百万)	人民币 225.18
发行股数(百万)	11,026
其中：自由流通股(%)	17
30 日日均成交量(百万股)	15.22
主营业务	汽车及零部件



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	480,980	565,807	612,978	675,864
增速	10.6%	17.6%	8.3%	10.3%
净利润	20,752	24,804	27,037	29,631
增速	2.6%	19.5%	9.0%	9.6%
每股净利润	1.88	2.25	2.45	2.69
每股净资产	11.10	12.49	14.21	16.09
每股股利	0.60	1.20	0.74	0.81
每股经营现金流	1.78	1.87	1.19	1.74
市盈率	8.2	6.9	6.3	5.7
市净率	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	3.5	2.8	3.2	3.3
股息收益率	3.9%	7.8%	4.8%	5.2%
平均总资产收益率	6.5%	7.2%	7.1%	7.4%
平均净资产收益率	18.5%	19.1%	18.4%	17.7%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

美的集团

家电巨头步入战略转型收获期

推荐理由

投资建议

投资美的集团有以下理由:

- 1) 公司从“规模导向”向“利润导向”转型效果已经体现。公司努力提升产品竞争力,从监测的各类家电零售数据看,公司各类产品市场份额处于上升通道。
- 2) 公司是一家治理结构清晰,拥有职业经理人文化,激励到位的现代企业,集团整体上市后管理层利益同资本市场一致。公司反应速度快、执行能力强的特点不断的被历史所验证。
- 3) 公司各类家电业务以行业盈利能力最高的龙头为标杆,净利润率有明显提升空间。公司一季度利润率大幅提升,这一趋势将在 2014 年延续,带动净利润快速增长。
- 4) 目前家电行业竞争格局好,家电龙头拥有定价权,并受益消费升级和原材料成本下降,有利于利润增长。

股价可能的促发因素

- 1) 公司业绩超预期。
- 2) 市场需求超预期。

估值预测与建议

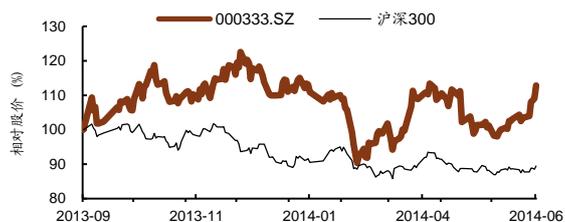
维持 2014-2015 年 EPS 预期为 2.32 元和 2.80 元。同比增长分别为 34%和 21%。对应 P/E 分别为 8.2x 和 6.8x。

风险

市场需求波动。

维持推荐

股票代码	000333.SZ
最新收盘价	人民币 19.07
目标价	人民币 24.80
52 周最高价/最低价	人民币 20.80~15.10
总市值(亿)	人民币 804
30 日日均成交额(百万)	人民币 245.24
发行股数(百万)	4,216
其中:自由流通股(%)	42
30 日日均成交量(百万股)	13.89
主营行业	家电及相关



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	102,598	120,975	143,332	167,081
增速	-23.5%	17.9%	18.5%	16.6%
净利润	5,305	7,300	9,782	11,809
增速	-5.7%	37.6%	34.0%	20.7%
每股净利润	1.26	1.73	2.32	2.80
每股净资产	6.47	7.79	9.39	11.41
每股股利	0.00	0.80	0.78	0.94
每股经营现金流	1.92	2.38	3.32	3.04
市盈率	15.2	11.0	8.2	6.8
市净率	2.9	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	9.3	7.7	5.3	3.9
股息收益率	0.0%	4.2%	4.1%	4.9%
平均总资产收益率	6.0%	7.9%	9.6%	10.2%
平均净资产收益率	20.6%	24.3%	27.0%	26.9%

资料来源:彭博资讯,公司信息,中金公司研究部

何伟

分析员
wei3.he@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080512010001

郭海燕

分析员
haiyan.guo@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080511080006

格力电器

拥有核心技术竞争力的低估值企业

推荐理由

投资建议

投资格力电器有以下理由:

- 1) 公司估值低, 增长快, 分红率高, 过去 7 年业绩连续超预期。
- 2) 公司在家用空调领域拥有核心技术竞争力、拥有行业定价权。
- 3) 公司中央空调技术进步快, 竞争力提升明显。公司连续在冷水机组领域发布光伏中央空调和磁悬浮中央空调这样节能有竞争力的产品。中央空调业务连续多年保持快速增长, 2014 年将从 2013 年的 110 亿增长到 150 亿。
- 4) 受益市场消费升级、原材料成本下降、内部销售结构改善 (如中央空调、变频空调收入占比提升), 公司利润率持续提升;
- 5) 公司母公司珠海格力集团将进行国企改革, 出让 49% 股份, 引入战略投资者。

股价可能的促发因素

- 1) 公司业绩超预期。
- 2) 母公司国企改革超预期。

估值预测与建议

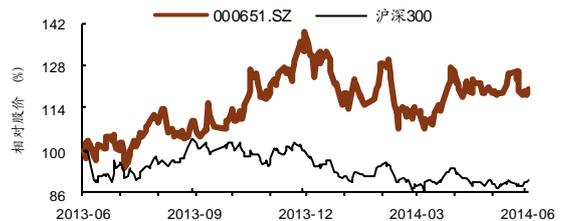
维持 2014-2015 年 EPS 预期为 4.52 元和 5.41 元。同比增长分别为 25% 和 20%。对应 P/E 分别为 6.6x 和 5.5x。

风险

市场需求波动。

维持推荐

股票代码	000651.SZ
最新收盘价	人民币 29.63
目标价	人民币 42.50
52 周最高价/最低价	人民币 34.34-22.90
总市值(亿)	人民币 891
30 日均成交额(百万)	人民币 360.70
发行股数(百万)	3,008
其中: 自由流通股(%)	73
30 日均成交量(百万股)	12.04
主营行业	家电及相关



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	99,316	118,628	138,154	158,638
增速	19.4%	19.4%	16.5%	14.8%
净利润	7,380	10,871	13,585	16,258
增速	40.9%	47.3%	25.0%	19.7%
每股净利润	2.45	3.61	4.52	5.41
每股净资产	8.89	11.50	14.50	18.08
每股股利	1.00	1.50	1.82	2.18
每股经营现金流	6.12	4.31	8.63	6.44
市盈率	12.1	8.2	6.6	5.5
市净率	3.3	2.6	2.0	1.6
EV/EBITDA	9.0	5.6	2.4	1.1
股息收益率	3.4%	5.1%	6.2%	7.4%
平均总资产收益率	7.7%	9.0%	10.0%	10.9%
平均净资产收益率	33.3%	35.5%	34.7%	33.2%

资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

何伟

分析员
wei3.he@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080512010001

郭海燕

分析员
haiyan.guo@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080511080006

光明乳业

刚过基本面拐点、步入快速增长通道

推荐理由

投资建议

投资光明乳业有如下理由:

- 1) 产品结构提升、超级明星产品的诞生,使得公司基本面出现拐点,增速居于乳业上市公司前列;
- 2) 当前净利率 2.5%, 利润率仍有明显提升空间;
- 3) 公司所在的主力市场华东地区消费能力强,是公司持续提升产品结构和推送新品的温床;
- 4) 国内外的奶源基地布局,合理对冲奶源质量和原奶涨价风险。

股价可能的促发因素

- 1) 超级单品或新品表现持续超预期;
- 2) 原奶价格持续下跌;
- 3) 集团公司主导的兼并重组。

估值预测与建议

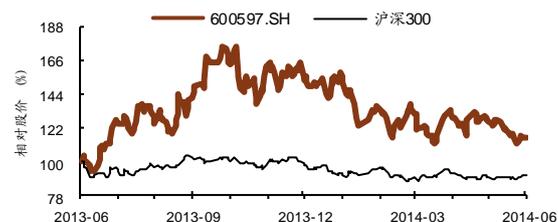
我们预计 2014/2015 年公司收入 210.5 亿元/248.8 亿元,同比增长 29%/18%; 盈利 6.13 亿元/8.66 亿元,同比增长 51%/41%。当前股价 16.62 元对应的 2014 年市盈率和市销率分别为 33.2 倍/0.97 倍。DCF 模型所得公司目标价为 22.95 元,其对应的 2014 年市盈率和市销率分别为 44.3 倍/1.29 倍。

风险

原奶价格大幅反弹,超级单品销售低于预期。

维持推荐

股票代码	600597.SH
最新收盘价	人民币 16.63
目标价	人民币 22.95
52 周最高价/最低价	人民币 26.10-12.92
总市值(亿)	人民币 204
30 日日均成交额(百万)	人民币 120.00
发行股数(百万)	1,224
其中: 自由流通股(%)	43
30 日日均成交量(百万股)	7.07
主营行业	食品饮料



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	13,775	16,291	21,057	24,886
增速	16.8%	18.3%	29.3%	18.2%
净利润	321	406	613	866
增速	37.0%	26.5%	50.9%	41.2%
每股净利润	0.31	0.33	0.50	0.71
每股净资产	3.83	3.49	3.79	4.30
每股股利	0.21	0.20	0.20	0.20
每股经营现金流	1.18	1.07	1.09	1.35
市盈率	54.4	50.2	33.2	23.5
市净率	4.3	4.8	4.4	3.9
EV/EBITDA	20.4	19.5	14.1	10.6
股息收益率	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
平均总资产收益率	3.9%	4.0%	5.1%	6.4%
平均净资产收益率	9.9%	9.8%	13.7%	17.5%

资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

金志耀

分析员
zhiyao.jin@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080511010037

袁霏阳

分析员
feiyang.yuan@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080511030012

贵州茅台

品牌造就实力、或将是最新企稳的白酒龙头

推荐理由

投资建议

投资贵州茅台有如下理由:

- 1) 品牌力最强的白酒企业, 业绩或将最新企稳。1Q2014 白酒上市企业中, 茅台收入的企稳迹象是最为显著的;
- 2) 以后的投资更是对白酒品牌、白酒品质、公司经营理念的一种选择, 茅台均占据优势;
- 3) 当前 10 倍左右市盈率, 对应良好的现金流, 股价基本坐实底部。

股价可能的促发因素

- 1) 业绩企稳带来的估值反弹;
- 2) 民间高端消费的承载力超预期。

估值预测与建议

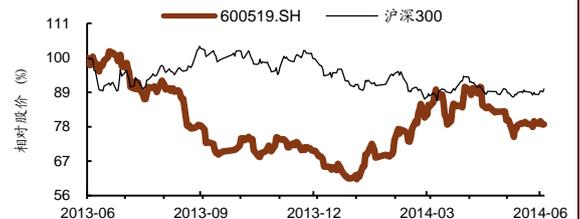
我们预计 2014/2015 年公司收入 324.5 亿元/360.0 亿元, 同比增长 4.5%/10.9%; 盈利 161.8 亿元/181 亿元, 同比增长 6.9%/11.9%。当前股价 152.81 元对应的 2014 年市盈率为 9.8 倍。目标价为 210 元, 其对应的 2014 年市盈率为 13.9 倍。

风险

政策持续加压力度超预期, 逐渐改变白酒消费习惯。

维持推荐

股票代码	600519.SH
最新收盘价	人民币 152.81
目标价	人民币 210.00
52 周最高价/最低价	人民币
总市值(亿)	人民币 1,586
30 日日均成交额(百万)	人民币 278.55
发行股数(百万)	1,038
其中: 自由流通股(%)	33
30 日日均成交量(百万股)	1.85
主营行业	食品饮料



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	26,455	31,071	32,454	35,994
增速	43.8%	17.4%	4.5%	10.9%
净利润	13,308	15,137	16,179	18,102
增速	51.9%	13.7%	6.9%	11.9%
每股净利润	12.82	14.58	15.58	17.44
每股净资产	32.89	41.05	52.27	63.70
每股股利	6.42	4.37	6.00	6.00
每股经营现金流	11.48	12.19	15.84	18.58
市盈率	11.9	10.5	9.8	8.8
市净率	4.6	3.7	2.9	2.4
EV/EBITDA	7.5	6.3	5.8	4.9
股息收益率	4.2%	2.9%	3.9%	3.9%
平均总资产收益率	33.3%	30.1%	26.1%	24.1%
平均净资产收益率	45.0%	39.4%	33.4%	30.1%

资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

金志耀

分析员
zhiyao.jin@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080511010037

袁霏阳

分析员
feiyang.yuan@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080511030012

天士力

中国创新，反哺全球

推荐理由

投资建议

投资天士力有 2 点理由：

- 1) **未来仍将不断突破资本市场预设的“天花板”。**天士力搭建起了行业内最稳固的金字塔型产品线，复方丹参滴丸的工业收入占比由 2001 年的 85% 降至 2013 年的 46%；未来将围绕丹滴、养血清脑、水林佳、蒂清 4 个产品打造第一品牌；二线品种中，益气复脉、丹参多酚酸、尿激酶原都是具备单品 20 亿元潜力的大品种，益气复脉、丹参多酚酸很有希望进入新版医保，将迎来销售井喷，尿激酶原是十一五期间获批的唯一一个治疗用生物制品一类新药，有望受益于溶栓治疗在心梗急救中的扩大使用；10 个过亿品种都在为公司成长增添动力。公司既有一流研发能力，又对并购高度开放，未来将以产融结合实现内生性增长与外延式并购双线发展。
- 2) **中药国际化遥遥领先。**积极推进中医药产品国际临床研究和注册，复方丹参滴丸 FDA III 期临床试验项目稳步进行，目前在美国、加拿大、白俄罗斯、乌克兰、台湾等 9 个国家和地区上百家临床中心开展临床工作。我们预计未来通过 FDA 审批的概率极高，意义非凡，标志着正规医疗系统正式接纳中药的安全性和有效性。水林佳和穿心莲内酯滴丸已完成 FDA-IND 的递交工作，发挥了国际化制高点的辐射作用。

股价可能的促发因素

- 1) **并购。**
- 2) **FDA III 期临床试验完成。**

估值预测与建议

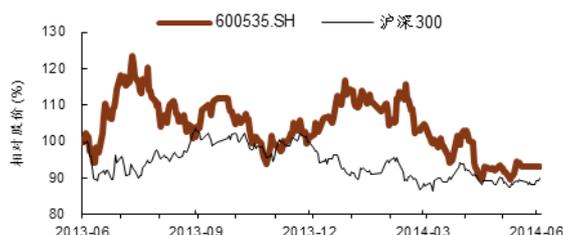
维持 2014-2015 年 EPS 预期为 1.40 元和 1.80 元。同比增长分别为 31% 和 29%。对应 P/E 分别为 27 倍和 21 倍。

风险

销售低于预期；药品降价；中药注射剂不良反应；中药材价格大幅上涨；新药审批不确定。

维持推荐

股票代码	600535.SH
最新收盘价	人民币 37.49
目标价	人民币 80.00
52 周最高价/最低价	人民币 50.05-35.35
总市值(亿)	人民币 387
30 日日均成交额(百万)	人民币 125.17
发行股数(百万)	1,033
其中：自由流通股(%)	51
30 日日均成交量(百万股)	3.35
主营行业	医疗保健



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	9,301	11,108	13,620	16,779
增速	41.6%	19.4%	22.6%	23.2%
净利润	769	1,100	1,444	1,864
增速	25.9%	43.0%	31.2%	29.1%
每股净利润	0.74	1.07	1.40	1.80
每股净资产	3.88	3.71	5.11	6.91
每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.40	0.34	1.08	1.88
市盈率	50.3	35.2	26.8	20.8
市净率	9.7	10.1	7.3	5.4
EV/EBITDA	30.6	22.7	17.1	13.1
股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	10.9%	12.4%	12.9%	13.5%
平均净资产收益率	20.2%	28.1%	31.7%	30.0%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

强静, CFA

分析员
jing.qiang@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080512070005

陈海刚

分析员
haigang.chen@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080513100001

邹朋

分析员
peng.zou@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080513090001

恒瑞医药

研发遥遥领先，海外业务发力

推荐理由

投资建议

恒瑞医药推荐逻辑:

- 1) **产品梯队丰富，研发遥遥领先。**公司目前拥有抗肿瘤，麻醉，造影及大输液 4 大产品线。去年底新获批的卡倍他滨属于重磅抗肿瘤首仿药，目前原研厂商罗氏在国内的销售规模约 20 亿元。创新药阿帕替尼已完成生产检查，三季度有望获批，潜在市场规模超过 10 亿元。公司在研发上代表了国内药企的最高水平，预计未来每年将申报 40 个左右仿制药，数个创新药，确保每年有 1-2 个创新产品上市。
- 2) **海外业务有望超预期。**目前公司有 5 个左右仿制药 ANDA 批文。重磅品种环磷酰胺、七氟烷去年完成 GMP 现场检查，今年有望获批。公司预计今年海外销售有望爆发，实现销售收入 ~3 亿元，2015 年有望达到 10 亿元。
- 3) **底部翻转趋势确定。**上一轮的产品降价和过去两年的产品断档，给公司经营带来一定压力。目前降价压力已基本消化，创新药和仿制药获批未来将提速，海外业务开展顺利，公司未来三年的增长有望逐步提速。

股价可能的促发因素

- 1) 阿帕替尼销售收入高于预期；19-K 获批早于预期。
- 2) 环磷酰胺及七氟烷 FDA 获批早于预期。

估值预测与建议

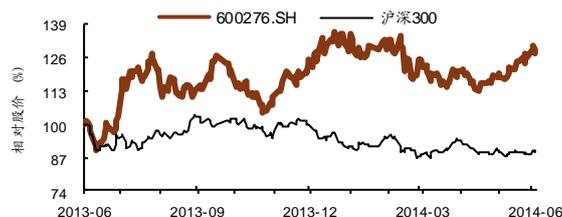
维持 2014/15 年预测 EPS 至 1.07 元/1.28 元，同比增长分别为 17.3%和 20.0%。对应 P/E 分别为 31 倍和 26 倍。

风险

招标降价幅度高于预期，新产品获批进度低于预期。

维持推荐

股票代码	600276.SH
最新收盘价	人民币 33.36
目标价	人民币 42.00
52 周最高价/最低价	人民币 36.09-22.45
总市值(亿)	人民币 499
30 日均成交额(百万)	人民币 98.29
发行股数(百万)	1,496
其中: 自由流通股(%)	82
30 日均成交量(百万股)	3.03
主营行业	医疗保健



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	5,435	6,203	7,327	8,932
增速	19.4%	14.1%	18.1%	21.9%
净利润	1,077	1,238	1,453	1,744
增速	22.9%	14.9%	17.3%	20.0%
每股净利润	0.79	0.91	1.07	1.28
每股净资产	3.83	4.67	5.74	7.02
每股股利	0.07	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.70	1.00	0.87	0.95
市盈率	42.1	36.7	31.2	26.0
市净率	8.7	7.1	5.8	4.7
EV/EBITDA	32.3	27.2	23.1	19.1
股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	20.1%	18.9%	18.1%	17.8%
平均净资产收益率	22.8%	21.4%	20.5%	20.1%

资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

强静, CFA

分析员
jing.qiang@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080512070005

邹朋

分析员
peng.zou@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080513090001

陈海刚

分析员
haigang.chen@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080513100001

云南白药

稳健增长的白马

推荐理由

投资建议

投资云南白药有 3 点理由:

- 1) **药品事业部及健康事业部稳健增长。**药品事业部 2013 年收入增长 15.6%，利润增幅超过收入增幅，白药膏增速良好。健康事业部 2013 年收入增长 17.9%，益生菌牙膏市场反应良好、收入过亿，金口健快速增长，郎健增速稳健。14 年将推出抗敏感系列，继续挖掘牙膏细分市场潜力。“养元青”销售过亿。“日子”卫生巾在云南省占率排名前三，定位抑菌功能，未来有望借助品牌拓展省外市场，成长空间可观。
- 2) **中药资源事业部成为新增长点。**中药资源事业部 2013 年收入增速较快 (43.1%)，公司具有植物资源、品牌、技术等多项优势，未来将着力培育中药资源事业部成为新利润增长点，向中药饮片、保健品等产业链上下游拓展。
- 3) **估值具有安全边际。**公司在药品和日化两个领域都取得了前所未有的成功，既有不可逾越的药品壁垒，又有比肩顶尖日化企业的一流渠道，白药品牌具有难以估量的大健康延展能力，是一个杂糅了药品和日化的特殊综合体，目前股价具备较高安全边际。

股价可能的促发因素

- 1) 国企改革及管理层激励有明确进展。
- 2) 并购有所突破。

估值预测与建议

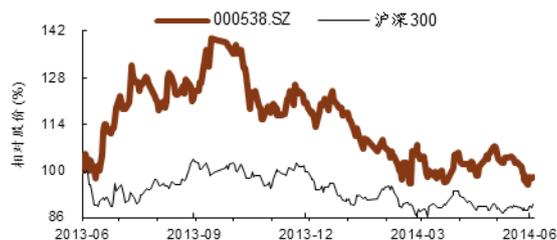
维持 2014-2015 年 EPS 预期为 3.75 元和 4.69 元。同比增长分别为 12% 和 25%。对应 P/E 分别为 14.6 和 11.7 倍。

风险

消费品竞争加剧。

维持推荐

股票代码	000538.SZ
最新收盘价	人民币 54.84
目标价	人民币 112.00
52 周最高价/最低价	人民币 79.53-52.19
总市值(亿)	人民币 571
30 日日均成交额(百万)	人民币 156.53
发行股数(百万)	1,041
其中: 自由流通股(%)	46
30 日日均成交量(百万股)	2.55
主营行业	医疗保健



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	13,687	15,815	19,129	23,211
增速	21.0%	15.5%	21.0%	21.3%
净利润	1,583	2,321	2,605	3,258
增速	30.7%	46.7%	12.2%	25.1%
每股净利润	2.28	3.34	3.75	4.69
每股净资产	10.12	13.00	16.26	20.39
每股股利	0.45	0.50	0.56	0.70
每股经营现金流	1.15	0.49	2.17	2.91
市盈率	24.1	16.4	14.6	11.7
市净率	5.4	4.2	3.4	2.7
EV/EBITDA	19.3	16.1	11.9	8.9
股息收益率	0.8%	0.9%	1.0%	1.3%
平均总资产收益率	16.0%	19.7%	18.1%	18.3%
平均净资产收益率	25.2%	28.9%	25.6%	25.6%

资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

强静, CFA

分析员
jing.qiang@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080512070005

邹朋

分析员
peng.zou@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080513090001

陈海刚

分析员
haigang.chen@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080513100001

益佰制药

前方是一条陡峭的成长曲线

推荐理由

投资建议

投益佰制药有 3 点理由:

- 1) **并购将成常态。**公司结合医药制造业的产业整合机会，紧密围绕主业发展战略，加力产品并购。大量规模更大、资金丰沛的公司并购无果的同时，偏安贵州一隅的益佰已连续完成 5 单并购，品种识别十分精准。募集资金到位同时，预先投入募投项目的自筹资金 1 亿元得到置换，盘活自有资金，未来公司将通过并购进一步丰富现有产品线，外延增长值得期待。
- 2) **为洛铂插上翅膀。**公司参股 27.15% 的海南长安国际拥有最先进的铂类抗肿瘤药——洛铂，洛铂是国内已上市的 5 个铂类抗肿瘤药中唯一的独家品种，具备最强的定价能力和营销基础，是每个医药企业都梦寐以求的品种，益佰产品线以抗肿瘤药为核心，覆盖全国 1100 余家主要的三级医院，2000 多家二级医院，600 多家一级医院和 5000 多家其他医院，强大的肿瘤药销售能力将为洛铂插上翅膀。
- 3) **融资助力发展提速。**公司产品涵盖抗肿瘤类、心血管类和镇咳类中国死亡率最高的三大领域，拥有 184 个品种的生产批文，28 个进入国家医保目录(甲类 6 个，乙类 22 个)、16 个原研、7 个列入《国家基本药物目录》，2 个国家中药保护品种。2014 年 1 月完成上市以来的第一次再融资，募集净额 10.7 亿元，未来产能和营销将大幅升级，产品线的巨大潜力将尽情释放。

股价可能的促发因素

- 1) 增持海南长安国际的股权。
- 2) 其他收购。

估值预测与建议

维持 2014-2015 年 EPS 预期为 1.39 元和 1.81 元。同比增长分别为 28.4% 和 29.8%。对应 P/E 分别为 29 倍和 22 倍。

风险

产品销售可能低于预期；药品降价；中药注射剂不良反应事件；中药材及辅料价格大幅上涨；新药审批存在不确定性。

强静, CFA

分析员
jing.qiang@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080512070005

邹朋

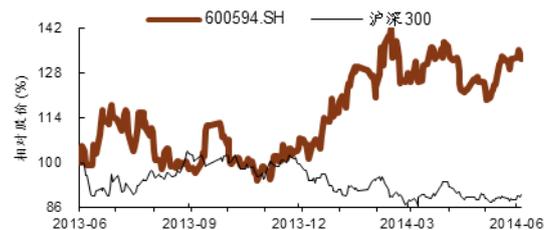
分析员
peng.zou@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080513090001

陈海刚

分析员
haigang.chen@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080513100001

维持推荐

股票代码	600594.SH
最新收盘价	人民币 39.82
目标价	人民币 70.00
52 周最高价/最低价	人民币 44.40-27.41
总市值(亿)	人民币 158
30 日日均成交额(百万)	人民币 45.44
发行股数(百万)	396
其中: 自由流通股(%)	71
30 日日均成交量(百万股)	1.16
主营行业	医疗保健



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	2,253	2,785	3,466	4,361
增速	18.3%	23.6%	24.5%	25.8%
净利润	333	429	551	716
增速	25.5%	28.8%	28.4%	29.8%
每股净利润	0.84	1.08	1.39	1.81
每股净资产	3.89	4.86	6.42	8.07
每股股利	0.14	0.12	0.15	0.20
每股经营现金流	0.73	1.46	1.70	0.97
市盈率	47.3	36.7	28.6	22.0
市净率	10.2	8.2	6.2	4.9
EV/EBITDA	35.4	27.1	20.4	15.9
股息收益率	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%
平均总资产收益率	16.3%	15.7%	15.7%	16.1%
平均净资产收益率	25.0%	24.8%	24.7%	24.9%

资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

用友软件

构建完整生态圈，引领国内企业级软件云转型

推荐理由

投资建议

用友将引领传统软件企业的云转型。在新的战略中，用友将从应用软件供应商变革为平台运营提供商。2014 年用友着力推行的两个平台（UAP 和 CSP）将成为商业模式转型的基础，通过提炼更加准确的云转型模型（PaaS+SaaS），用友有望构建完整的云计算生态圈。

商业模式的转型增加了传统客户的变现渠道，用友的价值将得以重估。借助云模式用友可以将线下的优质客户资源导入到线上，客户的 ARPU 值将显著提升，用友的价值将得到重估。

UAP: 打造基于私有云的云计算生态圈。UAP 强化了第三方在平台上开发、运行、发布和服务的功能。大量合作伙伴的加入帮助 UAP 提供更为全面优质的服务，也打开了更大的市场和利润空间。

CSP: 提供多样化应用及数据服务，有望获得更多长尾客户。CSP 为用户提供云服务，同时允许第三方开发者提供企业云应用。丰富的垂直应用有望为公司吸引到大量长尾客户。

非云业务方面，一方面公司将加大 License 分销力度，传统软件利润率将得到提升。加大分签、分销力度可以精简实施服务相关人员，提升利润率。另一方面，公司进军移动转售、互联网金融领域，提供电信金融增值服务。公司对企业级客户的需求有着较为深刻的理解，新业务与传统产品的结合将进一步挖掘客户的价值，同时为客户提供更为优质的服务

股价可能的促发因素

云计算在国内的落地速度加快。

估值预测与建议

维持 2014-2015 年 EPS 预期为 0.59 元和 0.76 元。同比增长分别为 26% 和 29%。对应 P/E 分别为 25.5x 和 20x。

风险

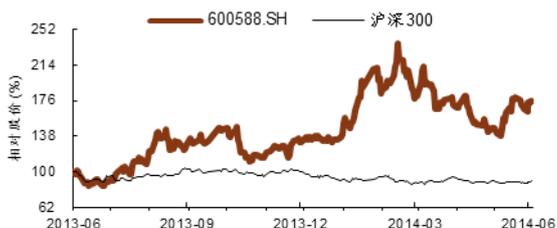
(1) 云计算在国内的推广速度弱于预期；(2) 软件行业系统性回调风险。

卢婷

分析员
ting.lu@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080513090003

维持推荐

股票代码	600588.SH
最新收盘价	人民币 15.10
目标价	人民币 28.80
52 周最高价/最低价	人民币 20.58-6.84
总市值(亿)	人民币 176
30 日日均成交额(百万)	人民币 254.05
发行股数(百万)	1,165
其中: 自由流通股(%)	47
30 日日均成交量(百万股)	17.54
主营行业	软件及服务



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	4,235	4,363	4,858	5,522
增速	2.7%	3.0%	11.4%	13.7%
净利润	380	548	691	891
增速	-29.2%	44.3%	26.2%	28.9%
每股净利润	0.33	0.47	0.59	0.76
每股净资产	2.57	2.77	3.11	3.58
每股股利	0.17	0.25	0.30	0.38
每股经营现金流	0.43	0.64	0.84	1.01
市盈率	46.4	32.1	25.5	19.7
市净率	5.9	5.5	4.9	4.2
EV/EBITDA	30.4	22.8	17.9	14.0
股息收益率	1.1%	1.7%	2.0%	2.5%
平均总资产收益率	6.5%	8.2%	9.1%	10.4%
平均净资产收益率	12.8%	17.6%	20.2%	22.9%

资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

东华软件

立足行业解决方案，全面布局智慧城市

推荐理由

投资建议

公司定位：企业/行业解决方案公司，布局智慧城市。东华软件是从事应用软件开发、计算机信息系统集成及信息技术服务的公司。公司5年收入复合增速34.33%，净利润复合增速43.13%。公司是软件板块成功实现跨行业、跨地域发展的行业龙头。

商业模式：对标IBM立足企业级市场，提供行业解决方案。从IBM的经验来看，对于企业级市场来说，硬件+软件+服务的商业模式并没有过时。在中国信息化率不断提升的背景下，东华正在展现其作为一个行业整合者和行业解决方案提供商所需特质。一旦东华形成基于客户需求的整体方案交付能力，就有可能转型成为类似于IBM一样的综合服务厂商，成为行业的集大成者。

内生+外延共同成长，打开软件板块市值空间。公司目前市值已经突破200亿，预计未来公司还将不断进行并购，进一步打开公司市值空间。

全面布局智慧城市。(1)公司致力于为医疗信息化提供全面的解决方案，预期将成为医疗信息化的重要受益者；(2)公司是国内为数不多的大型商业银行IT服务商之一，并通过云模式向村镇银行提供全套IT云系统服务，形成了稳定的增长路径；(3)公司在应急指挥、平安城市、智能交通等诸多领域具备完整的解决方案，在智慧城市领域具备一体化平台建设优势。

大量优质客户资源和强大的客户粘性是公司最大的竞争优势。通过多年积淀公司在医疗、金融、电信、政府、交通、烟草、科教、国防和制造业等多个领域积累了广泛的客户资源，凭借深度参与优质客户的IT建设，形成了较强的客户粘性。

股价可能的促发因素

- 1) 签订大额新订单。
- 2) 行业并购提升竞争力。

估值预测与建议

维持2014-2015年EPS预期为0.74元和1.01元。同比增长分别为41%和36%。对应P/E分别为28x和21x。

风险

- 1) 经济下行导致行业需求下滑及回款慢；
- 2) 并购不及预期。

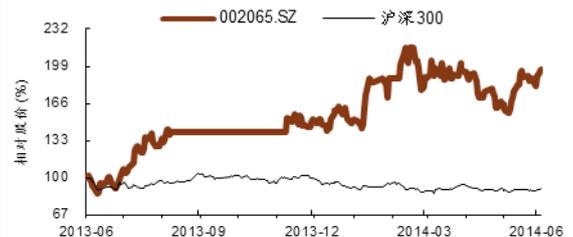
卢婷

分析师

ting.lu@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080513090003

维持推荐

股票代码	002065.SZ
最新收盘价	人民币 20.80
目标价	人民币 55.00
52周最高价/最低价	人民币 24.10-8.41
总市值(亿)	人民币 306
30日日均成交额(百万)	人民币 146.82
发行股数(百万)	1,470
其中：自由流通股(%)	44
30日日均成交量(百万股)	5.41
主营业务	软件及服务



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	3,491	4,423	5,492	7,169
增速	35.0%	26.7%	24.2%	30.5%
净利润	570	794	1,122	1,526
增速	36.3%	39.3%	41.3%	36.1%
每股净利润	0.38	0.52	0.74	1.01
每股净资产	1.82	2.45	3.14	4.00
每股股利	0.09	0.09	0.15	0.20
每股经营现金流	0.11	0.21	0.43	0.48
市盈率	55.4	39.8	28.1	20.7
市净率	11.4	8.5	6.6	5.2
EV/EBITDA	47.0	32.6	23.7	17.4
股息收益率	0.4%	0.4%	0.7%	1.0%
平均总资产收益率	15.5%	15.8%	16.8%	18.6%
平均净资产收益率	22.7%	24.5%	26.5%	28.2%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

华策影视

电视剧行业龙头，迈向综合性传媒集团

推荐理由

投资建议

投资华策有以下几点理由：

- 1) **平台型制作+大数据支持，精品剧量产构建稳健业绩护城河。**独播趋势下，高性价比的精品剧市场有望实现“量价齐升”。华策严控“剧本及发行”两端的生产品模式，对本土大众口味及政策导向的深刻理解，加上克顿大数据的全流程支持，保障精品剧量产，目前华策和克顿年产剧目约千集。未来几年，受权益剧集数目&单价提升带动，华策内生有望在未来几年内保持 20%-30%的复合增长，电视剧业务将形成公司稳固的业绩护城河。
- 2) **占领视频内容制高点，加快集聚业内顶级资源。**华策并购克顿后，将占据电视剧黄金档 15%的市场份额，成为精品剧市场绝对龙头，从而打开了吸引一流资源的平台。成功参股 90 后教父级人物郭敬明最世文化、国内最大的影视植入广告公司合润传媒、网络第一神剧《爱情公寓》团队，吸引江苏台台长、杭州台台长、原酷 6 CEO 等资深媒体人加入，华策正在电影、广告、渠道、新媒体等领域步步为营地发展，突破电视剧想象空间。
- 3) **利用资本红利，打造国际化综合性传媒集团。**华策作为第一家率先上市的民营电视剧公司，核心管理团队实现绝对控股，保障决策的效率及灵活性。近期创业板再融资放开，推出小额快速融资方式，华策有望借助资本力量，快速推进产业链布局，推动公司业务从单一走向多元，从区域走向全球。

股价可能的促发因素

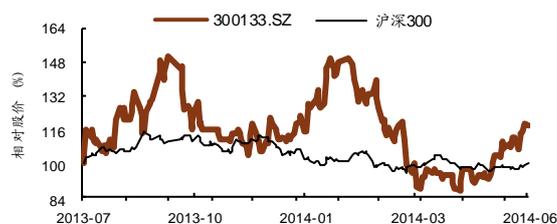
- 1) 公司 14 年电视剧业务业绩稳健，电影业务及全产业链优势将增加盈利弹性，业绩存在超预期可能。
- 2) 公司整合的进程才刚刚开始，有望带动估值中枢提升。

估值预测与建议

维持原有盈利预测，预计公司 14-15 年 EPS 为 0.92 元和 1.19 元，分别同比增长 128%和 30%，当前股价对应 14-15 年 P/E 分别为 31X 和 24X，处于估值安全边际。建议把握回调后的介入良机，重申强烈推荐。

维持推荐

股票代码	300133.SZ
最新收盘价	人民币 31.57
目标价	人民币 53.00
52 周最高价/最低价	人民币 41.85-22.91
总市值(亿)	人民币 204
30 日均成交额(百万)	人民币 203.14
发行股数(百万)	647
其中：自由流通股(%)	65
30 日均成交量(百万股)	7.07
主营行业	传媒



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	721	920	2,151	2,775
增速	78.9%	27.7%	133.7%	29.0%
净利润	215	258	589	765
增速	39.7%	20.1%	128.1%	29.9%
每股净利润	0.33	0.45	0.92	1.19
每股净资产	2.30	3.04	5.15	6.24
每股股利	0.05	0.04	0.09	0.12
每股经营现金流	-0.05	-0.10	-0.28	0.32
市盈率	94.4	70.8	34.5	26.5
市净率	13.7	10.4	6.1	5.1
EV/EBITDA	74.7	58.5	28.6	22.2
股息收益率	0.2%	0.1%	0.3%	0.4%
平均总资产收益率	13.3%	13.3%	18.5%	15.8%
平均净资产收益率	15.6%	15.9%	23.2%	20.9%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

王禹媚

分析师

yumei.wang@cicc.com.cn

SAC 执业证书编号

S0080512020003

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（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，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。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法律责任。

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。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。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。

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或建议不一致的投资决策。

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国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。

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》及《财务顾问法》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向中金新加坡提出。

本报告由受金融市场行为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本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

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。