

港股简史与现状

--- 《金工磨刀石系列之三》



报告发布日期

2018年01月22日

证券分析师

朱剑涛

021-63325888*6077

zhujiatao@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860515060001

相关报告

研究结论

- 港股历史悠久。香港的股票交易早在 19 世纪 60 年代就已出现，随后大致经历了四个发展阶段：英资垄断的早期发展时代（1860~1969）、一城四所时代（1969~1986）、联交所统一时代（1986 年-2000 年）、港交所上市的国际化发展新阶段（2000 年至今）。
- 港股市值与 A 股持平，创业板规模较小。港股发行制度的典型特征为双重存档制，高度市场化是联交所证券发行审核的主要特点。港股退市标准模糊、程序冗杂。大量的“仙股”、“僵尸股”长期滞留在市场中，退市率极低。
- 港股不存在涨跌幅限制，每天都有股票涨跌幅超过 10%。超大幅涨跌基本均出现在一港元以下的小票中。卖空监管制度成熟、交易活跃，主板卖空成交额占市场总成交额的比例不断增加。
- 再融资极其便利。监管以事中监察和事后追责为主，基本不干预市场交易。
- 2016 年外地机构投资者交易金额占比最大。机构和个人呈现 70/30 分配格局。海外投资者占比超 50%且不断上升。外地投资者中呈现出英国、美国、中国内地三足鼎立的局面，内地占比加速提升。
- 港股融资融券市场较为成熟，可融券标的不断增加，主要集中于金融、工业、地产、非日常生活消费品等大蓝筹股票。
- 近 50 年港股市场共经历七轮牛熊市交替。整体熊短牛长。经济增长是港股牛市的主因，境内外金融危机是熊市主要导火索。熊市背后的深层次原因还是整个市场估值过高。明星行业和个股的共同特点是基本面利好，业绩提升。
- 港股股价和市值分布较为极端，呈现两极分化的格局，市值集中度高，仙股众多，仙股股价波动性大，易暴涨暴跌，流动性低。港股成交远不及 A 股活跃，僵尸股众多。港股估值提升，但仍整体偏低。金融地产板块估值最低，消费品板块估值最高。
- 市值效应主要存在于市值极小的股票中，剔除小票后的恒生综指中并不存在市值效应。仅 2006 年-2008 年 11 月出现大盘股行情，金融危机发生后 2008 年 11 月之后-2010 年出现小盘股行情，其余时间 IC 并不显著。动量效应普遍存在，6-12 个月形成期，1-6 个月持有期最明显。动量因子单调性较为明显，但 2008 年底到 2009 年初金融危机期间多空组合出现较大回撤。
- 港股与英美市场相关性较强，与中国内地市场的相关性在不断增强。港股和 A 股盈利趋势一致，中资股占据半壁江山。AH 股股价联动性较强，且相关性逐步上升。A 股溢价是常态。

风险提示

- 量化模型失效风险
- 市场极端环境的冲击

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目录

1	港股市场的发展历史	4
2	港股市场基本信息	5
2.1	股票数量及市场结构	5
2.2	基本制度	6
2.2.1	发行制度	6
2.2.2	退市制度	8
2.2.3	交易制度	8
2.2.4	再融资制度	11
2.2.5	监管制度	12
2.3	市场参与者的变更	12
2.3.1	投资者类别	13
2.3.2	投资者地域	14
2.3.3	海外资金来源	15
2.4	融资融券	16
2.4.1	融资融券交易流程	16
2.4.2	融资融券标的的证券相关规定	17
3	历史阶段性行情与重大事件时点分析	18
3.1	指数选取	18
3.2	历史阶段性行情分析	20
3.3	重大事件时点分析	27
3.3.1	金融危机	27
3.3.2	港股通开放	29
4	明星行业和个股	30
4.1	明星行业	30
4.2	明星个股	31
4.2.1	2017 年度明星个股	31
4.2.2	2015-2017 年度明星个股	32
4.2.3	2008-2017 年度明星个股	34
5	当前市场结构	35
5.1	市值分布	35
5.1.1	基本特征	35
5.1.2	仙股分析	36

5.2	成交量分布	37
5.3	估值分布	38
5.3.1	整体估值	38
5.3.2	行业估值	39
6	港股的市值效应和动量效应	41
6.1	市值效应	41
6.2	动量效应	43
7	港股和海外市场、国内市场的相关性	45
7.1	指数相关性	45
7.1.1	数据分析	46
7.1.2	原因分析	47
7.2	业绩相关性	47
7.2.1	数据分析	47
7.2.2	原因分析	47
8	AH 两地上市股票股价的联动性，溢价幅度	48
8.1	AH 股价联动性	48
8.2	AH 溢价幅度	49

1 港股市场的发展历史

纵观港股市场的发展，可以分成以下几个时期：（部分参考郑宏泰、黄绍伦《香港股史 1841-1997》）

一、英资垄断的早期发展时代（1860~1969）

香港的股票交易早在 19 世纪 60 年代就已出现。那时进行股票交易主要是通过面对面议价的形式，并没有一个固定集中的交易场所。**1891 年 2 月 3 日香港股票经纪协会的设立，标志着香港股票市场正式出现。**1914 年 2 月 21 日，香港股票经纪协会改名为香港证券交易所。1921 年香港第二家证券交易所香港证券经纪协会成立。1947 年 3 月 11 日，两家交易所合并，并改名为香港证券交易所有限公司，俗称“香港会”。

当时的香港证券交易所由英国人进行管理，所有股票均需要通过香港证券交易所进行交易。任何企业想要上市集资便需符合其所订立的严苛条件，也需要经历交易所的审批，因而上市公司以外资企业为主。根据香港会的交易记录，1968 年香港仅有 59 家上市公司，其中 37 家为英资，华资企业仅有 16 家，不足三成，余下数家由印裔或犹太人拥有。当年上市公司法定资本额仅为 26 亿港元，其中英资占比 72%，华资占比 15%。可以说**英资垄断了香港股市。**

二、一城四所时代（1969~1986）

到了 20 世纪 60 年代后期，香港经济快速发展，尤其是香港本地的工商业迅速腾飞，上市集资的需求越来越大，原有一家交易所已满足不了股票市场发展的需要。李福兆曾公开宣称：“香港上市公司数量一直都维持在 60 家左右，而企业的数量已经由 1947 年的 3000 家上升到 1969 年的 12300 家，进出口金额由 12.2 亿港元攀升至 84.3 亿港元。上市公司的数量明显不能反映香港整体经济力量的增长。”身为联合交易所前行政总裁的袁天凡曾这样描述：“1969 年末，香港经济较蓬勃，本地企业家都需要资金运用，当他们不能进入“香港会”时，便构思成立另一家新交易所，这便是远东交易所的由来。”（Stock Market Artifacts and Archives Collection Oral History, 1997）。**在经济发展的推动下，成立新交易所已是大势所趋。1969 年至 1972 年间，香港先后出现了远东交易所、金银证券交易所和九龙证券交易所，加上原来的香港证券交易所，一城四所的格局形成。**

四会模式对香港股市的发展起到了推动作用，股市规模不断扩大，交易也越来越活跃，根据“香港会”的记录，1973 年香港上市公司数量达到 210 家，比 1968 年增加 151 家。当中绝大部分属华资公司。1972 年香港证券市场成交额从 1969 年的 25.23 亿元大幅跃升至 106.10 亿元。然而，四会模式也暴露出了很多弊端：由于四个交易所是根据市场需求由民间的华资企业家组织发起的机构，缺乏统一的监管制度，政府对交易所的干预能力有限；四个交易所间报价不统一，交易秩序较为混乱；为了增加各自交易所的成交额，竞相争取公司股票上市，上市公司质量参差不齐，整个市场股票炒作投机之风盛行，最终酿成了 1974 年的股灾。

三、联交所统一时代（1986 年—2000 年）

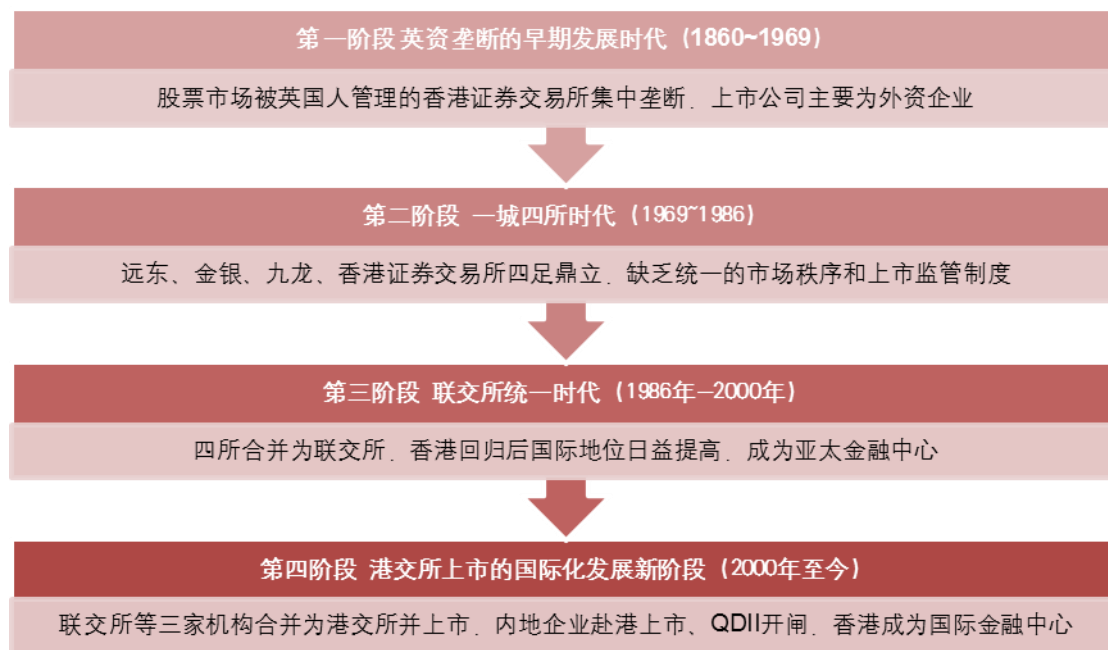
1986 年 4 月 2 日，香港四个交易所合并形成的香港联合交易所（THE STOCK EXCHANGE OF HONG KONG LIMITED，简称联交所，SEHK）正式对外营业。自此之后，**联交所成为香港唯一的证券交易所，香港股市由市场竞争走向垄断。**联交所采用电脑辅助交易系统进行证券买卖。1986 年 9 月 22 日，联交所成为了国际证券交易所联合会的正式成员。1997 年香港回归，内地强大的经济实力成为了香港的坚实后盾。同年亚洲金融危机发生后香港政府成功击退了国际金融炒家，使得投资者对香港的信心逐渐提升，**随着港股的国际地位的日益提高，以英美为主的国外资金纷纷涌入，香港成为了亚太地区最重要的金融中心之一。**

四、港交所上市的国际化发展新阶段（2000 年至今）

为提高香港的竞争力及迎接市场全球化所带来的挑战，2000 年 3 月 6 日，香港联交所、香港期货交易所、香港中央结算有限公司三家机构完成合并，由单一控股公司香港交易及结算有限公司（HongKong Exchanges and Clearing Ltd，简称香港交易所或港交

所, HKEX) 拥有, 香港特区政府 (财政司) 为港交所的单一最大股东。香港交易所于 2000 年 6 月 27 日在联交所上市, 成为世界首批上市的交易所集团之一。2001 年开始, 大批内地企业在香港上市, 中资股在港股中所占的比重越来越大, 内地经济增长也为香港股票市场提供了巨大的活力。2007 年 8 月中国国家外汇管理局公布了《开展境内个人直接投资境外证券市场试点方案》, 个人投资港股的开闸 (QDII) 使得内地资金不断进入香港市场。2014 年 11 月和 2016 年 12 月沪港通、深港通的推出, 更是为两地投资者搭建了互联互通桥梁。香港已从区域性金融中心转变为国际金融中心。

图 1: 港股市场历史梳理



数据来源:《香港股史 1841—1997》、东方证券研究所

2 港股市场基本信息

2.1 股票数量及市场结构

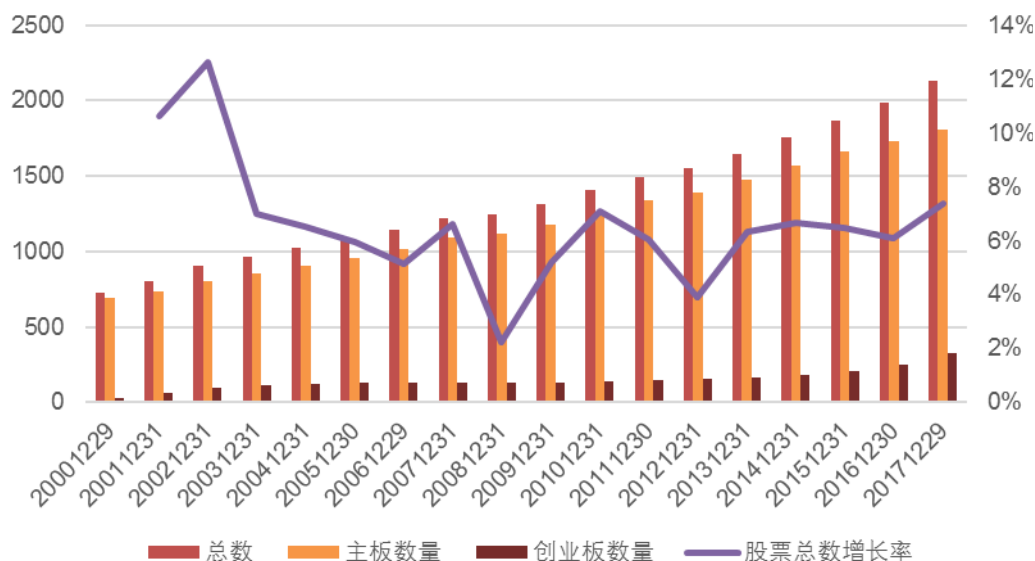
港股市场结构相对简单, 包括主板和创业板两个板块, 创业板成立于 1999 年 11 月 25 日。港股创业板上市标准和融资规则十分宽松: 没有任何盈利记录要求, 只需要经营两年(甚至可以申请下调标准至一年); 创业板上市时可以选择不开配。这使得港股创业板的上市公司质量极差, 市场规模发展缓慢。

从具体数据来看, 截止 2017 年 12 月 31 日, 港股上市公司共 2132 家, 总市值 66.1 万亿港币 (折合 54.8 万亿人民币)。其中主板 1806 家, 创业板 326 家。主板市场占据了 85% 的数量和 99% 的市值。对比而言, A 股上市公司共 3470 家, 总市值 61.5 万亿人民币。其中 A 股主板 1856 家公司, 中小板 904 家, 创业板 710 家, 三个市场的金额分别为 45.9 万亿、10.4 万亿和 7.1 万亿。主板市场占据了 79% 的数量和 91% 的市值。香港上市公司市值与内地市场基本持平, 香港的创业板规模较小。



从股票数量的走势来看，随着 1999 年底创业板的成立，2000-2002 年股票数量增长较快，2008 年股票数量增长速度急剧放缓，2013 年后股票总数保持每年 6% 左右的平稳较快增速，2017 年增速达到 7.41%。其中值得注意的是，创业板股票数量 2015 年以来大幅增加，2017 年创业板股票数量增速达到 29.88%，创业板股票数量占比不断提升。

图 2：2000—2017 港股市场股票总数、股票数量增长率、主板股票数量、创业板股票数量变动



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

2.2 基本制度

2.2.1 发行制度

香港发行制度的典型特征为以交易所为主的双重存档制。根据《证券及期货条例(2012)》及其配套规则的规定，所谓“双重存档制”，是指香港联交所和香港证监会两方面同时审查一家公司的上市申请材料。2003 年双方签订的《关于上市事项的谅解备忘录》对分工作出了明确安排：联交所起主导作用，证监会没有公司上市批准权，仅对公司的信息披露进行原则性的形式审核，拥有上市申请的最终否决权。然而，实务中证监会尚无否决联交所已批准上市申请的案例。

此外，对于香港的股票发行制度是属于核准制还是注册制，学术界一直存有争议。联交所总裁李小加认为“我们常听到的“核准制”注册制”这样的称呼其实不具备严格法律内涵或制度定义，它们更多地描述了实际操作中的理念区别。香港的股票发行是以市场行为为主导。”虽然香港的股票发行仍需由联交所和证监会进行共同审核，但联交所仅会进行有限的审核，监管主要集中在充分披露和事后监管上，一旦披露合格，拟发行公司完全可根据自己需要随时入市，融资规模、价格完全由市场决定。可以看出，高度市场化是联交所证券发行审核的主要特点：

对比内地市场，1990 年我国证券市场建立初期采用审核制，2000 年 3 月 16 日，中国证监会发布了《关于发布〈中国证监会股票发行核准程序〉通知》，标志着我国股票发行体制开始由审批制向核准制转变。2001 年 3 月 17 日，我国股票发行核准制正式启动。我国《证券法》第 11 条规定：“公开发行股票，必须依照公司法规定的条件，报经国务院证券监督管理机构核准。”

具体而言，内地与香港发行制度差异可总结为表 1：

表 1：内地与香港发行制度差异总结

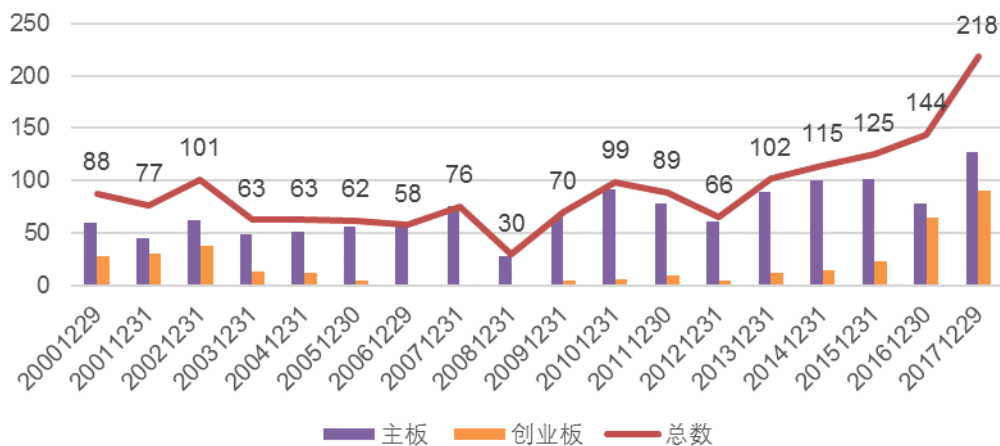
	内地	香港
发行审核制度	实质性审核	合规性审核
发行信息披露制度	国家法律、行政法规、部门规章以及资料规章的四层次的信息披露体系	《证券及期货条例》（香港证监会）、《上市规则》《公司条例》（香港联交所）
发行定价制度	询价制度	累计投标和公开认购的混合招标制度
核准权归属	集中于证监会	主要为联交所，证监会干预较少
核准的程序	经省级人民政府或国务院有关部门同意后才能申报	直接向联交所提出申请
发行的节奏	受管理层的控制	不受管理层的控制
审核的公开程度	发审委名单保密	上市委员会的名单公开并且组成比较合理

数据来源：《香港与内地股票市场发行制度的比较研究》（顾纪生、曹文斌）、东方证券研究所

总体而言，香港市场作为国际金融中心之一，市场规范、法规完备并与国际标准接轨，**股票发行制度体系完善，市场化程度较高。**

从上市股票总数的走势可以看出，自 2013 年开始每年新增上市的股票数量具有较大增加。2017 年新增股票 218 只，同比增加 51.39%，数量及增速均创下了 2000 年以来新高。具体拆分之后我们发现：自 2013 年开始主板市场每年 IPO 增幅并不大，主要是创业板市场 IPO 数量在大幅增加。

图 3：2000-2017 港股市场新上市公司总数、主板数量与创业板数量



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

2.2.2 退市制度

港股的退市机制由《主板上市规则》、《创业板上市规则》及相关指引组成，根据我国证监会官方网站上发布的《各国退市机制介绍》，香港的退市制度主要有以下两个特点：

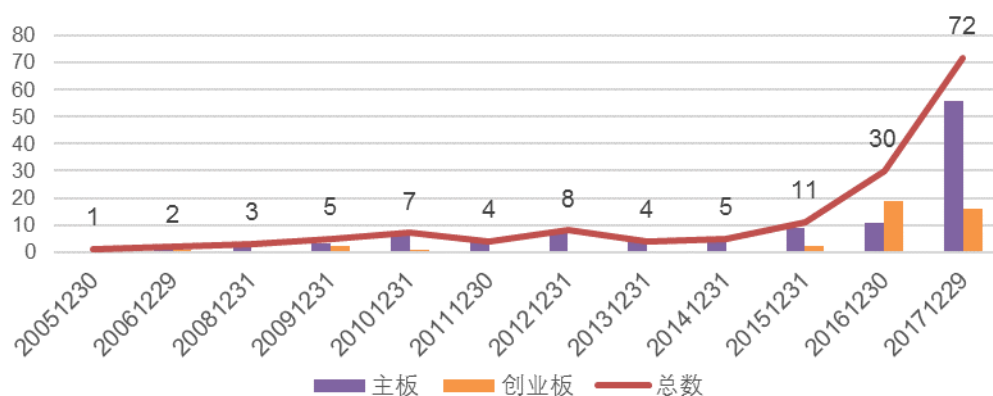
1. 港股退市标准模糊。当出现以下情况时，联交所可以将证券除牌：（1）发行人未能遵守交易所的上市规则。（2）交易所认为公众人士所持有的证券数量不足；（3）交易所认为发行人没有足够的业务运作或相当价值的资产，以保证其证券可继续上市；（4）交易所认为发行人或其业务不再适合上市。可以看出，港股的退市定义较为宽泛，无明确量化的退市标准。

2. 港股退市程序复杂。联交所的退市程序包括四个阶段：第一阶段：在停牌后的 6 个月内，公司须定期公告其当前状况；第二阶段：第一阶段结束后，如公司仍不符合上市标准，交易所向公司发出书面通知，要求其在 6 个月内，提供重整计划；第三阶段：第二阶段结束后，如公司仍不符合上市标准，交易所将向公司发出最后通牒，要求在一定期限内（一般是 6 个月），再次提交重整计划。第四阶段：第三阶段结束后，如公司没有提供重整计划，则交易所宣布公司退市。由此可见，从停牌到发出宣布退市需要至少经历 18 个月的时间。

可以看出，港交所没有规定明确量化的退市机制和摘牌标准，一切按照市场规律行事。这种退市制度导致的后果就是港股市场退市率极低。很多股票在基本面恶化后股价可以跌到 1 块钱以下，也几乎没有成交量，但仍不会退市，大量的“仙股”、“僵尸股”长期滞留在市场中。根据本报告第五部分的统计，截止 2017 年 12 月 31 日，港股中收盘价小于等于 1 港元的股票多达 953 只，占比为 44.9%。2017 年日均成交额在百万港元以下的股票多大 665 只，占比为 32%。

从退市股票数量的走势来看，2000 年-2016 年几乎没有退市的股票，退市率极低，从 2016 年开始退市股票数量有所增加，2017 年退市率达到 3.38%。

图 4：2000-2017 港股市场退市股票总数、主板数量与创业板数量



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

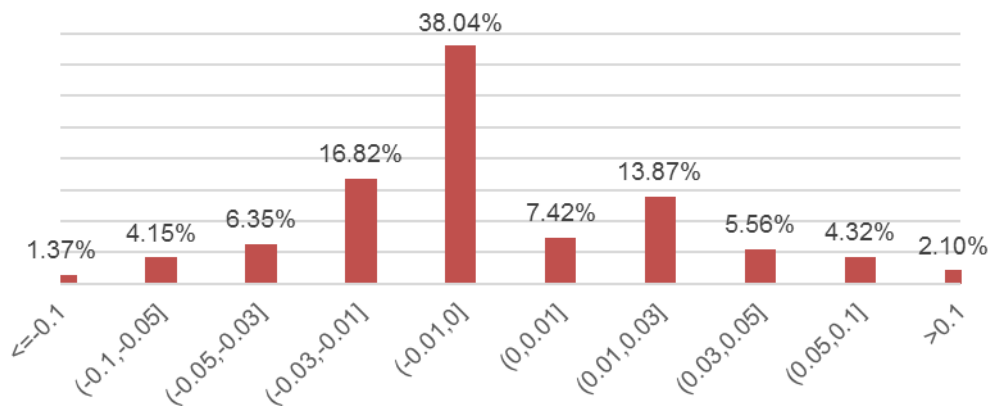
2.2.3 交易制度

（1）无涨跌停板，小票易出现大幅涨跌

A 股市场有涨跌停板制度，而香港市场不存在涨跌幅限制，而且可以 T+0 交易。

我们统计了从 2002.1.3-2017.12.31 年香港市场所有股票的日涨跌幅, 绘制了平均日涨跌幅的频率分布图。平均而言日跌幅在 1% 以下的股票数量最多。

图 5: 2002.1.3-2017.12.31 港股全市场平均日涨跌幅频率分布图



数据来源: Wind 资讯、东方证券研究所

此外我们着重考察了日涨跌幅分布的尾部极端值情况, 计算了日涨跌幅超过 10%、50% 和 100% 的频率。结果显示, **每日涨跌幅超过 10% 这个极端事件发生的频率平均为 2.10%**、超过 50% 的频率平均为 0.08%、超过 100% 的频率平均为 0.02%。**每日跌幅超过 10% 这个极端事件发生的频率平均为 1.37%**、跌幅超过 50% 的平均为 0.02%。**每天都有股票涨跌幅超过 10%**。单日最大涨幅平均达到了 76.71%, 最大跌幅平均达到了 36.61%, 这也就意味着港股市场中每天都会有极端暴涨暴跌产生。

进一步我们想知道是否超大幅的涨跌仅在小票中出现, 我们计算了每日涨跌幅超过 10%、50% 和 100% 的股票的**平均复权收盘价**, 可以看出**超大幅涨跌基本均出现在一港元以下的小票中**。尤其是**超过 50% 暴跌更是大概率会出现在小于 0.1 港元的仙股中**。

表 2：2002.1.3—2017.12.31 港股全市场日均超大涨跌幅频率统计

		概率	平均市值（亿港元）	平均复权收盘价（港元）
超大涨幅	>10%	2.10%	23.32	2.57
	>50%	0.08%	9.77	1.51
	>100%	0.02%	9.02	1.34
	单日最大涨幅	7800%	111	8.17
	平均单日最大涨幅	76.71%	11.68	1.96
超大跌幅	>10%	1.37%	19.98	1.98
	>50%	0.02%	8.53	0.79
	>100%	0	0	0
	单日最大跌幅	-100%	0.14	0.001
	平均单日最大跌幅	-36.6%	20.25	1.65

数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

(2) 卖空监管制度成熟、卖空交易活跃

香港市场中，卖空工具较为丰富。投资者除了可以选择融券卖空，还可以通过衍生金融产品（主要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、股票期货及期权、股票衍生权证、牛熊证、股票挂钩票据等）进行卖空交易。

1987 年香港股灾之后，监管部门以及市场参与者开始研究和反思缺乏卖空机制的弊端。《香港证券业检讨委员会报告书》中强调指出，香港股票市场缺乏卖空机制是导致当时市场效率不足的一个主要原因。于是 1994 年 1 月香港联交所推出了受监管的卖空试验计划，香港卖空机制正式建立。1998 年亚洲金融危机后香港全面加强了对卖空的监管，收紧有关卖空机制的相关规定：（1）禁止裸卖空：根据《证券及期货条例》第 170 节，裸卖空交易属于刑事犯罪。（2）恢复卖空提价规则：只能以不低于当时最佳卖盘价的价格进行卖空。卖空提价规则曾于 1996 年 3 月取消。（3）扩大淡仓申报范围：2008 年金融危机后，香港证监会又推出了卖空交易信息披露的新规定，在《证券及期货（淡仓申报）规则》中规定，对机构持有超过公司股本 0.02% 或 3000 万港币的卖空仓位要求申报并集中披露。总体来看，香港对于卖空交易的监管制度较为成熟严格。

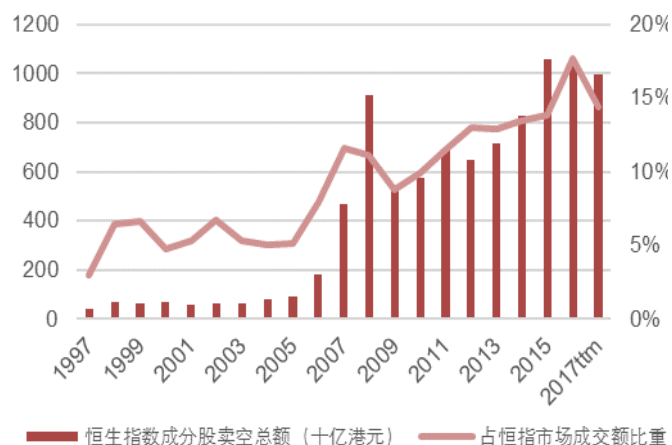
2000 年以来，港股主板卖空总额占市场总成交额的比例不断增加，2016 年港股主板卖空交易达到 1.9 万亿港币，占市场总成交额的比例已达到 11.8%。2017 年前三季度港股主板卖空交易已达 1.6 万亿港币，占市场总成交额的比例平均 10.5%。我们用 2016 第四季度与 2017 前三季度相加，可得 2017 年 ttm 的主板卖空总额将接近 2 万亿，从恒生指数成分股的卖空情况来看，卖空总额占其市场成交额的比重会更高，2016 年达到了 17.7%。由此可见，卖空交易已经成为了港股市场流动性的一个重要来源。

图 6：香港主板卖空交易总额及占比

图 7：恒生指数成分股卖空交易总额及占比



数据来源：香港证监会、香港交易所、东方证券研究所



数据来源：香港证监会、香港交易所、东方证券研究所

2.2.4 再融资制度

港股中再融资的主要方式是配股（相当于 A 股的定向增发）和供股（相当于 A 股的配股）。配股，是指发行人或中介机构向经挑选的人士，发售股票。供股，是指上市公司发行新股票让现有股东选择按持股比例认购，并获得相当供股权证。

港股与 A 股的再融资制度总结来看主要有以下两点差异：

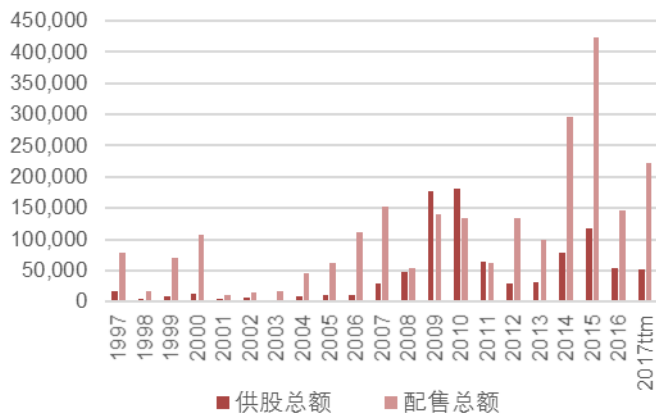
(1) 港股再融资无需监管部门审批，程序简便，速度快。由于上市公司章程一般授权董事会批股，只要大股东对董事会保持控制权，便可以随意增发股票。正是这种便利的融资制度，使得供股一直是港股市场上老千股的一个特征。

(2) 港股配售参与机构的股份没有禁售期，这导致了参与配售而来资金很多是套利资金，每次配售股价必然大跌。

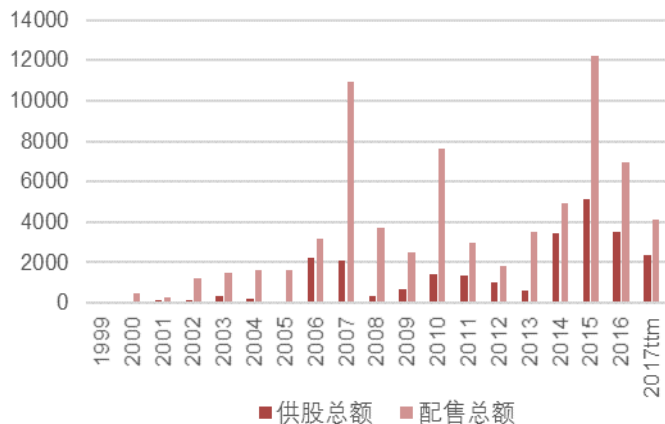
我们统计了 1997-2017 年港股主板和创业板市场的供股与配售总额。从变化趋势来看，近年来配售规模远大于供股，其中 2015 年配售金额更是创下历史新高，主板市场配售总额达到了 4241 亿，而当年主板 IPO 总额仅 2585 亿。

图 8：1997—2017 香港主板市场供股和配售总额（百万港元）

图 9：1997—2017 香港创业板市场供股和配售总额（百万港元）



数据来源: 香港证监会、香港交易所、东方证券研究所



数据来源: 香港证监会、香港交易所、东方证券研究所

2.2.5 监管制度

1973~1974 年股灾爆发前香港证券市场在大致是不受监管的。1974 年 2 月才颁布《1974 年证券条例》及《1974 年保障投资人士条例》。1989 年 5 月, 随着《证券及期货事务监察委员会条例》的出台, 香港证监会宣告成立, 本身是上市公司的香港联合交易所亦承担多项监管职能。香港《证券及期货条例》2004 年 3 月开始生效。**特区政府、证监会、交易所构成的“三层证券监管架构”**用了一百多年才成形。

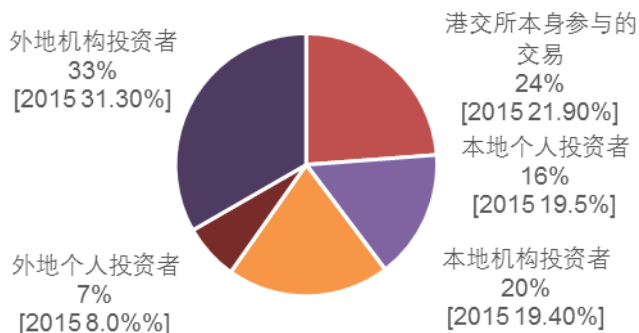
在监管内容方面, 香港证监会和香港交易所分别肩负不同的职责。作为上市公司的前线监管机构, **香港交易所根据《上市规则》监管上市公司和董事的合规情况**。香港证监会作为独立的法定机构, 根据《证券及期货条例》全面监管整个市场, **证监会的监管以事中监察和事后追责为主, 基本不会干预市场的交易活动**。

在监管理念方面, **港股市场奉行投资者要为自己的投资行为负责的监管理念**, 把更多的权力及责任放在股东及投资者手中。港交所总裁李小加曾说: “香港交易所尽量不干预上市公司股东的决策自由, 且无权监管投资者行为。”同时**监管理念以效率为中心**, “监管机构不能预先判定谁是“好人”谁是“坏人”, 不能为了防止“坏人”害股民便先把所有工具收起来, 令“好人”也不能使用工具, 令市场不能发挥效能。”

2.3 市场参与者的变更

从交易金额来看, **2016 年外地机构投资者依然是占比最大的部分, 占到 33%**。海外机构投资者和本地机构投资者占比较 2015 年均有所回升, **机构投资者合计占比 53.4%**。**其次是交易所参与者本身的交易所占的比重, 占比为 24%, 创历史新高**。根据香港交易所网站上公布的交易所参与者统计资料上的定义: 交易所参与者是指有权在或经交易所进行买卖及已根据《证券及期货条例》获发牌经营证券/期货/期权交易活动之公司。通俗来讲, 交易所参与者本身的交易, 是指在交易所席位的券商以其公司户口进行的自营交易, 主要用于对冲衍生产品。

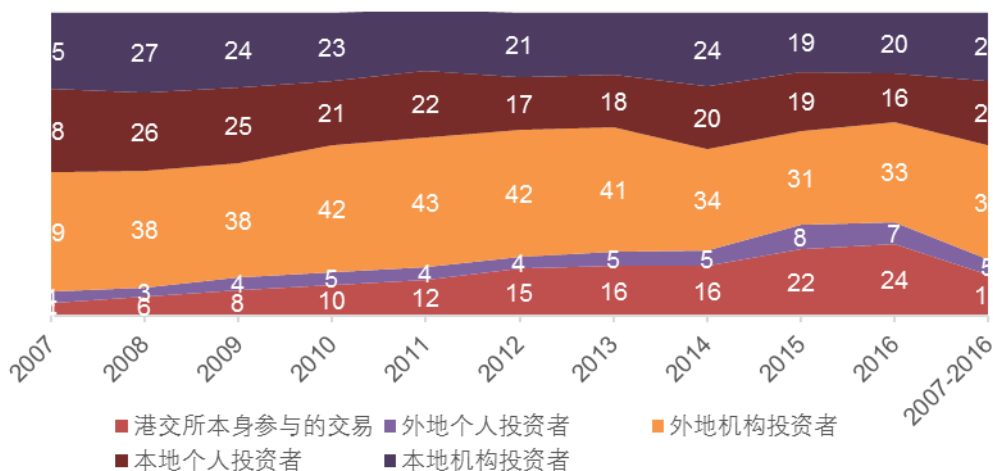
图 10: 2016 年港交所现货市场交易金额按投资者类别



数据来源：CASH MARKET TRANSACTION SURVEY 2016、东方证券研究所

从过去十年各类投资者占比变动情况来看，本地投资者不论个人还是机构占比均有明显萎缩，外地投资者整体变化不大，交易所参与者本身的交易占比明显提高。2006-2016 年累计统计机构投资者的成交金额占比约为 60%，个人投资者的成交金额占比约为 26%。从整体上看，机构投资者仍占大半的市场交易份额。

图 11：过去十年港交所现货市场交易金额按投资者类别分布 (%)

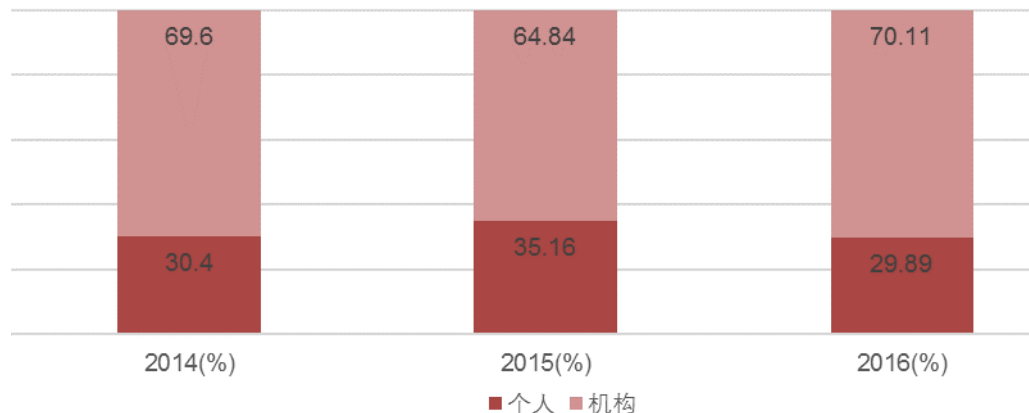


数据来源：CASH MARKET TRANSACTION SURVEY 2016、东方证券研究所

2.3.1 投资者类别

香港股市的机构投资者与个人投资者交易金额占比分配为 7:3，并且机构投资者的占比在上升，个人投资者占比在减少。

图 12：港交所现货市场投资者交易金额一个人与机构投资者占比

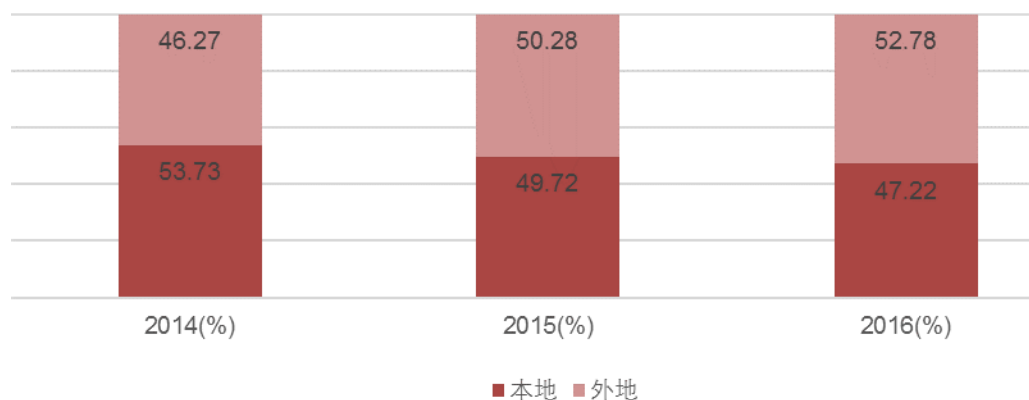


数据来源：CASH MARKET TRANSACTION SURVEY 2016、东方证券研究所

2.3.2 投资者地域

香港股市的本地投资者与外地投资者交易金额占比分配大致为五五开，但是2014-2016年海外投资者占比在不断上升，本地投资者占比逐年减少。

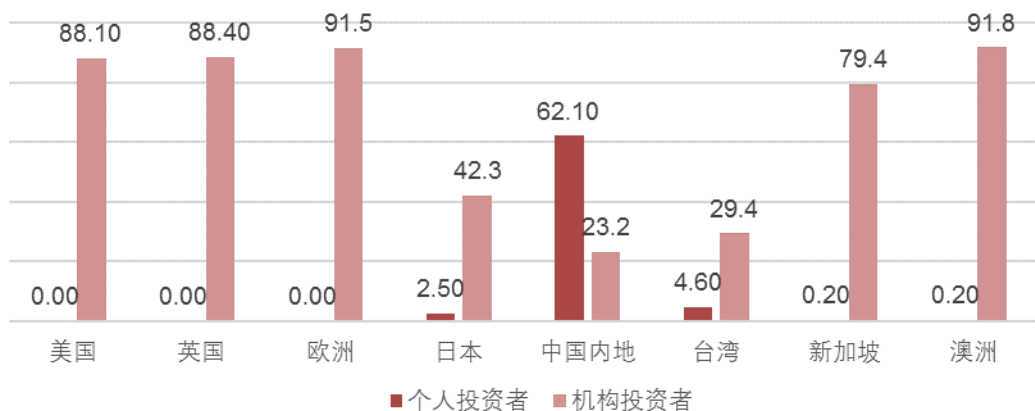
图 13：港交所现货市场投资者交易金额—本地与外地投资者占比



数据来源：CASH MARKET TRANSACTION SURVEY 2016、东方证券研究所

在海外投资者中，机构投资者占主导地位，并且比例在上升，2016年达到82.76%，而海外个人投资者占比在下降，2016年仅为17.24%。值得注意的是，来自英国、美国、新加坡的港股市场投资者均以机构交易者为主，以上三地机构投资者交易的最低比重分别为88.4%、88.1%和79.4%。然而，中国市场投资者以个人投资者为主，内地机构投资者交易最低比重仅为23.2%，个人投资者交易最低比重达到62.1%。（根据港交所发布的报告上面的解释，最低比重相加不等于100%的原因是有部分交易分类不确定，可能来自于个人，也可能来自于机构）

图 14：2016 年各海外投资者中个人与机构投资者最低比重(%)

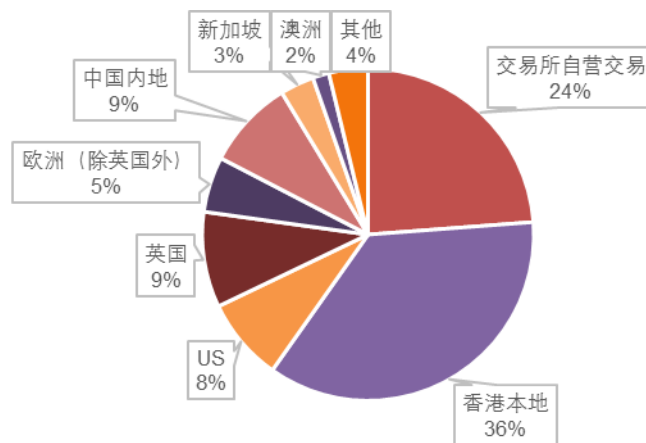


数据来源：CASH MARKET TRANSACTION SURVEY 2016、东方证券研究所

2.3.3 海外资金来源

从 2016 年整体交易资金来源来看，香港本地（36%）、英国（9%）、中国内地（9%）和美国（8%）是港股市场最大的交易资金来源地。外地投资者中呈现出英国、美国、中国内地三足鼎立的局面。中国内地投资者已经超越美国，成为港股市场第二大外地投资者群体，仅次于英国。亚太地区中，除中国内地外，新加坡是港股最大的交易资金来源地。

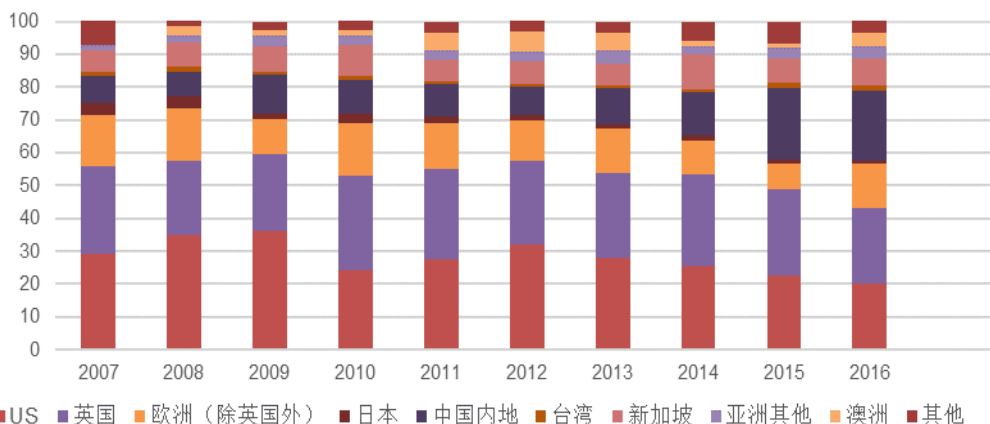
图 15：2016 年香港现货市场交易金额按国别分布



数据来源：CASH MARKET TRANSACTION SURVEY 2016、东方证券研究所

从近些年海外投资者来源地分布来看，在过去 10 年中，美国和英国投资者合计占比始终高于 40%。这表明港股市场的主要海外投资始终还是来自于欧美。但是应该注意的是中国内地投资中的占比正在加速增长，从 2007 年的 8.2% 大幅提升到 2016 年的 21.6%。尤其 2014 年沪港通开启后，中国内地投资占比更是有明显的提高。

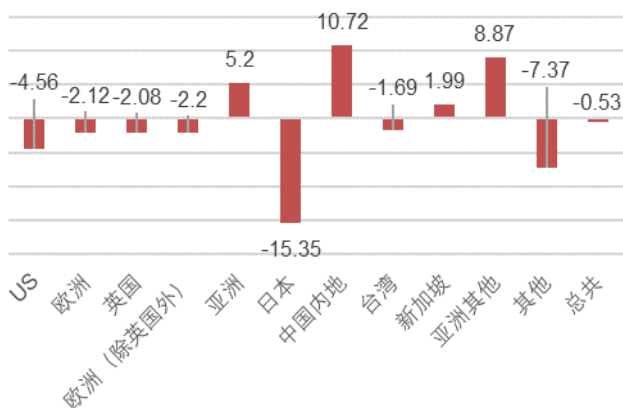
图 16：过去十年海外资金来源分布



数据来源：CASH MARKET TRANSACTION SURVEY 2016、东方证券研究所

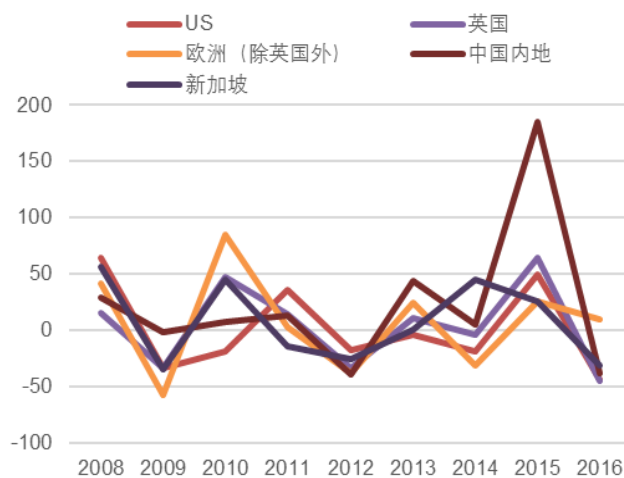
从复合增速来看，来源于内地的成交量增速最大，2007-2016 年这九年间复合增速达到 10.72%，而同期多数地区复合增速为负值，来自香港以外地区总成交金额年增长率仅为-0.53%。从年成交量增速情况来看，来自中国内地的成交金额在 2015 年飙升，年增长率达到 185%。如果不包括 2015 年的数据，中国内地市场 2007-2016CAGR 仅为 -1.63%，但相比其他地区复合增速仍然较高。

图 17：来自香港以外地区 2007-2016 年成交量复合年均增长率 (CAGR)



数据来源：CASH MARKET TRANSACTION SURVEY 2016、东方证券研究所

图 18：香港以外地区年成交量增速



数据来源：CASH MARKET TRANSACTION SURVEY 2016、东方证券研究所

2.4 融资融券

港股融资融券市场相对成熟，制度也较为完善。其中融资业务又被称为“孖展”业务或保证金融资业务，融券业务又被称为卖空业务。

2.4.1 融资融券交易流程

香港的融资沿袭了欧美的市场化模式，投资者需在选定的证券经纪公司开设保证金融资账户，并在账户中存入一定的保证金以作为向证券经纪公司融入资金的担保物，再向证券经纪公司提出融资申请。具有保证金融资资格的持牌或注册公司受投资者的委托，可利用自有资金或向银行抵押贷款的方式向客户提供资金融通。

香港的融券是卖空制度中的一个环节，融券采取分散授信模式，由各证券金融机构通过借贷、互换等方式完成，并不安排专门机构对融券规模进行控制，融券交易首先需要向证券公司或是股票经纪人借入股票，在市场上卖出，然后在约定的时间内从市场上买回股票还给证券公司或是经纪人。在融券交易中，通常还会涉及第三方，因为证券公司或是经纪人如果自己手中并没有股票，就需要向其它证券公司或是基金公司等借入股票，并转借给客户。总体来说，融券利率由券商决定，根据证券出借难易程度的不同，热门做空标的的借券成本会更高。

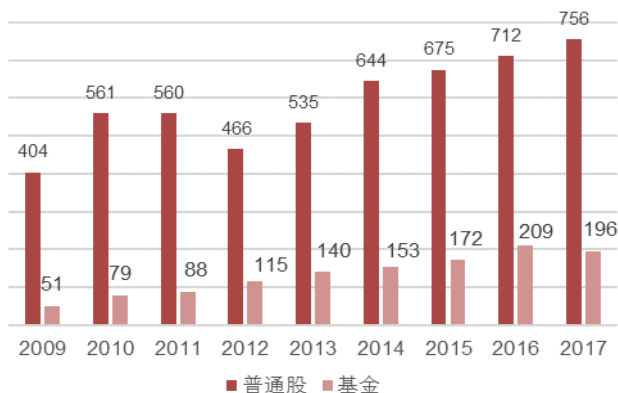
2.4.2 融资融券标的证券相关规定

融资标的证券选择：香港地区对融资交易的标的证券并没有明确的规定，由各证券公司自行管理。证券公司主要根据标的股票的市值、成交活跃度、换手率、波动率、基本面情况、成份股等来确定是否能够融资买入，以及融资保证金比例。

融券标的证券选择：对于融券卖空标的证券香港则有严格的范围，香港《卖空规则》第 2 条规定：只能卖空香港联交所规定的指定证券。联交所根据股票流动性、换手率等标准来选取股票与 ETF，每季度对标的进行调整并进行公开发布。2016 年 7 月可卖空证券要求收紧后，目前主要要求为需要满足过去 12 个月换手率不低于 60%，或者在香港上市不超过 60 个交易日，但公众持股市值在上市第二日开始的 20 个连续交易日不少于 200 亿港元、在该时间段总成交量不低于 5 亿港元。各家证券公司可在名单范围内，自主确定标的范围。

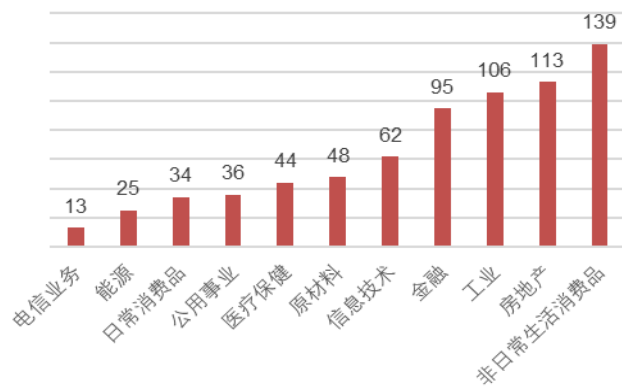
从每年底可卖空的证券数量来看，从 2013 年开始，每年的可卖出证券数量不断增加。截止 2017 年 12 月 31 日的最新名单共包含股票 756 只，基金 196 只。从可卖空股票的行业分布来看，主要集中于金融、工业、地产、非日常生活消费品等大蓝筹股票。

图 19：2009-2017 香港可卖空的证券数量



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

图 20：截止 2017 年 12 月 29 日香港可卖空股票的行业分布



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

我们统计了香港全市场所有股票 2017 年的总卖空成交金额，并选取了卖空股票数量占成交额比例最高的二十只股票，卖空占比最高达到了 39% 以上。

表 3：2017 年卖空比例最高的 20 大股票

股票名称	卖空成交额 (亿元)	总成交额 (亿元)	卖空占比	2017 年涨跌幅

昆仑能源	111.18	284.80	0.39	41.90
海螺水泥	273.58	781.93	0.35	78.11
中国平安	1957.87	5,931.55	0.33	114.12
美高梅中国	94.27	302.29	0.31	49.58
长城汽车	429.16	1,387.48	0.31	29.87
工商银行	1175.43	3,895.74	0.30	42.50
中国银行	937.98	3,111.02	0.30	17.45
华润置地	204.47	700.54	0.29	36.06
中国旺旺	60.43	209.71	0.29	35.83
农业银行	343.93	1,197.59	0.29	20.81
数码通电讯	9.85	34.83	0.28	-3.98
中国光大国际	67.19	242.29	0.28	30.16
招商银行	366.60	1,331.32	0.28	77.39
中国联通	324.48	1,203.15	0.27	16.94
比亚迪股份	274.02	1,016.25	0.27	67.44
恒安国际	146.69	548.17	0.27	58.25
港铁公司	106.99	401.63	0.27	30.07
阿里健康	36.18	136.09	0.27	1.28
新奥能源	95.10	357.81	0.27	78.38
青岛啤酒股份	36.23	137.06	0.26	39.17

数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

3 历史阶段性行情与重大事件时点分析

3.1 指数选取

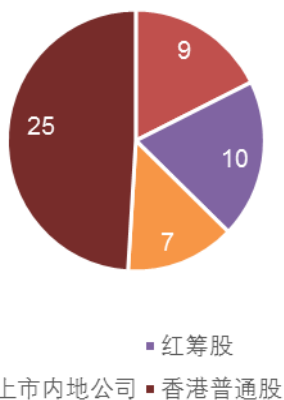
恒生指数是香港最早的股票市场指数之一。自 1969 年 11 月 24 日推出以来，一直获广泛引用，成为反映香港股票市场表现的重要指标。

恒生指数的选股范畴包含在香港交易所主板作第一上市的股票和房地产基金，并不包含第二上市的证券、外国公司、优先股、债务证券、互惠基金及其他衍生产品。按照恒生指数有限公司上发布的挑选准则，要符合候选资格，选股范畴内的证券必须满足以下三个条件：（1）必须在选股范畴中位列总市值首百分之九十之列（市值乃指过去 12 个月的平均市值）；（2）必须在选股范畴中位列成交额首百分之九十之列（成交额乃指将过去 24 个月的成交总额分为八个季度各自作出评估）；（3）必须在联交所上市满 24 个月或符合有关上市少于 24 个月的大型证券获纳入恒生指数之指引。截止 2017 年 12 月 31 日的最新数据，恒生指数成分股包含 51 只股票。

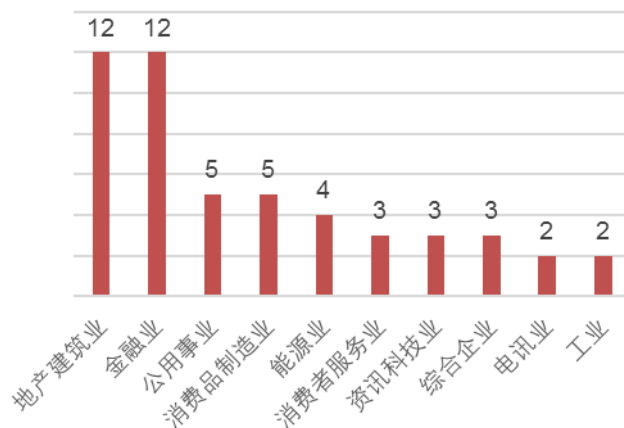
从恒生指数的股份类别比重来看，香港普通股和中资股各占一半，可见中资股在港股中的地位可见一斑。从行业比重来看，地产金融这两个香港传统优势行业各占 25%。

图 21：2017, 12, 31 恒生指数股份类别比重

图 22：2017, 12, 31 恒生指数行业分布



数据来源：恒生指数有限公司、东方证券研究所



数据来源：恒生指数有限公司、东方证券研究所

此外我们选取了恒生指数成分股中按 2017 年 12 月 31 日最新的权重排序的前十大权重股，并统计了市值、利润、ROE、PE 估值等基本数据。市值和 PE 我们统计的是 2017 年 12 月 31 日的数据，由于港股主板市场并不要求公布季报，所以利润和 ROE 我们统计的均是 2017 年中报的 TTM 数据。前十大权重股的权重之和占到了 60%。

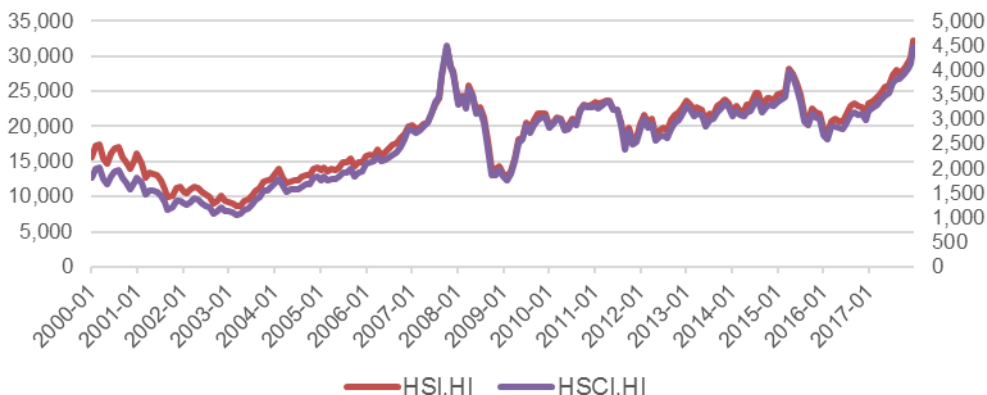
表 4：恒生指数前十大权重股市值、利润、ROE、PE 数据

股票简称	恒指权重 (%)	恒生综指权重 (%)	市值(亿港元)	利润(亿港元)	ROE	PE
汇丰控股	10.29	9.91	16246.01	430.95	1.03	37.70
腾讯控股	9.59	9.54	38565.90	720.78	25.10	53.51
友邦保险	8.51	4.89	8047.68	391.50	13.11	20.56
建设银行	8.24	4.73	18000.79	2798.76	14.45	6.43
中国移动	5.15	2.96	16226.82	1277.12	10.88	12.71
工商银行	4.91	2.82	22417.95	3283.72	13.70	6.83
中国平安	4.48	2.58	14870.98	849.80	15.28	17.50
中国银行	3.23	1.85	11304.49	1983.77	11.61	5.70
香港交易所	2.99	1.72	2973.06	67.67	18.01	43.93
长和	2.80	1.61	3784.38	340.06	8.36	11.13

数据来源：恒生指数有限公司、东方证券研究所

恒生指数以 1964 年 7 月 1 日为基准点，当日的指数为 100 点，1969 年 11 月 24 日公开推出时为 158 点。另外一个常用的恒生综合指数设立时间较短，于 2001 年才设立，涵盖在香港联合交易所主板上市证券总市值最高的 95%，目前包含 493 只股票通过对比我们发现前十位成分股与恒生指数完全一致，并且恒生综指中这十大权重股的权重之和也占到了 42%。从 2000 年后的指数走势来看，两个指数走势之分接近。

图 23：2000 年—2017 年恒生指数与恒生综指走势对比



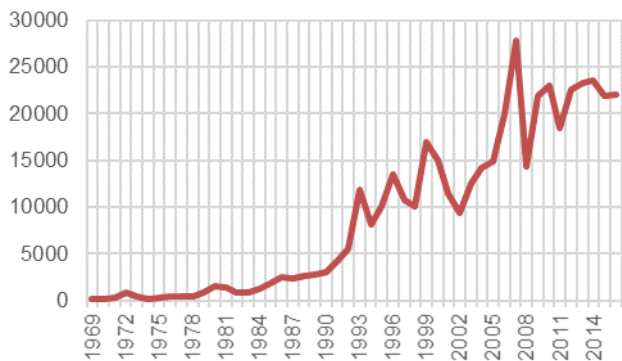
数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

因而综合考虑之后，为了全面反映港股市场的历史行情，我们在这部分选择对恒生指数的走势进行分析。

3.2 历史阶段性行情分析

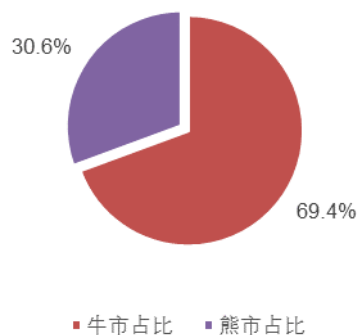
从近 50 年恒指走势来看，港股市场共经历七轮牛熊市交替。现在正处于第八轮牛市期间。从牛熊市时间长度对比来看，港股市场“熊短牛长”，处于长期慢牛，给予长期投资者较大的回报。从 1969 年以来，按恒指年涨幅区分，牛市占比 69.4%，熊市占比 30.6%。

图 24：1970-2017 恒生指数



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

图 25：1969-2017 港股牛熊市分布



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

下面我们将港股七轮牛熊进行详细梳理，部分参考《港股 50 年走势回顾》、《香港股史 1841-1997》：

图 26：港股历史阶段性行情梳理

		指数波动区间	涨跌幅	时间区间	时长	重大事件
第一轮	牛	158点-1774点	1023%	1969.11-1973.3	3.5年	中外国际关系改善、越战停火、港府宣布兴建地铁，汇丰银行宣布高配送
	熊	1774点-150点	-92%	1973.3-1974.12	1.5年	合和实业假股票、银行加息、中东石油危机
第二轮	牛	150点-1810点	1107%	1975.1-1981.7	6年	经济复苏、地价楼价不断攀升、大型股权收购战不断爆发
	熊	1810点-676点	-63%	1981.7-1982.12	1.5年	加息资金外流、中英香港谈判前途未卜
第三轮	牛	676点-3949点	484%	1983.1-1987.10	4年	中英联合声明签订
	熊	3949点-1894点	-52%	1987.10-1987.12	2个月	黑色星期一”世界股灾
第四轮	牛	1894点-12201点	565%	1988.1-1994.1	6年	美国降息经济恢复、内地陆改革开放深入进行
	熊	12201点-6967点	-45%	1994.1-1995.1	1年	墨西哥金融危机
第五轮	牛	6967点-16673点	144%	1995.1-1997.8	2年	经济增长、香港回归
	熊	16673点-6660点	-60%	1997.8-1998.8	1年	亚洲金融危机
第六轮	牛	6660点-18301点	181%	1998.8-2000.3	1年7个月	经济企稳复苏、美国网络科技股大牛市
	熊	18301点-8331点	55%	2000.3-2003.4	3年	互联网泡沫破灭、经济下滑、9·11恐怖事件
第七轮	牛	8331点-31958点	383%	2003.4-2007.10	4.5年	全球经济复苏、工商银行“世纪招股”
	熊	31958点-19111点	-40%	2007.10-2016.2	9.5年	次债危机、经济增长乏力、A股股灾
第八轮	牛	19111点-30911点	62%	2016.2-至今	>2年	港股通、经济企稳

数据来源：《港股 50 年走势回顾》、东方证券研究所

第一轮：1969 年至 1974 年

恒生指数推出之后，香港股市迎来第一个大牛市。1972 年，中美关系改善、中日邦交正常化和中英关系改善推动香港股市步入牛市阶段。1973 年，越南战争停火，港府宣布兴建地铁，汇丰银行宣布高配送，股市进一步狂热，恒生指数 1969 年底公开推出时仅为 158 点，到 1973 年 3 月 9 日已经飙升至 1774.96 点，三年涨幅 10 倍。股价暴涨激起了人们的投机心理，投资者纷纷入市炒作，股市泡沫急速膨胀。

1973 年 3 月 12 日，合和实业有限公司发行假股票的事件爆出，股市交易秩序大乱，引发了股市抛售潮。再加上香港政府宣布计划向投资者征收证券交易所得税，汇丰银行宣布提高融资利率等负面影响，恒生指数从高点急速下跌，至 1973 年底，恒生指数跌至 433.68 点。1974 年，受中东石油危机影响，美国、联邦德国和日本等国家经济进入严重衰退之中。香港实际 GDP 也大幅大跌，由 1973 年的 28.3% 下降到 14.3%，恒生指数 1974 年 12 月 10 日跌至 150.11 的历史最低点。第一轮熊市本质上来讲还是因为股市的过度炒作，导致暴涨后的股票价位已经远远脱离了上市公司基本面的情况，一旦出现利空消息泡沫就会破灭。

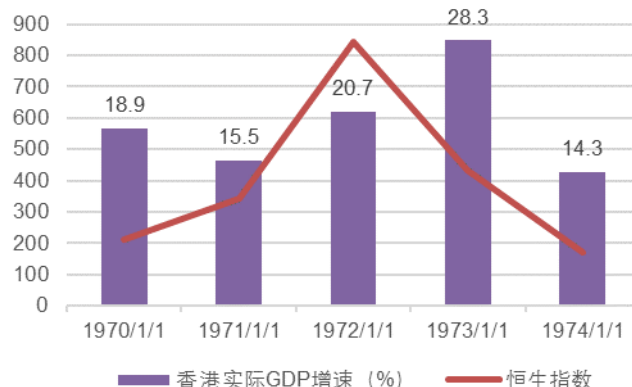
第二轮：1975 年至 1982 年

进入 1975 年，世界经济逐步复苏，香港经济也日渐繁荣，1979 年香港实际 GDP 增速达到 31.4%。由于对香港前景的看好，1980 年开始地价楼价不断攀升，引发众多财团争夺持有土地的上市公司，趁股灾后股价低沉之时，股市收购战不断爆发。其中最大型的包括李嘉诚收购和记黄埔、船王包玉刚收购九龙仓、及置地收购电话公司和香港电灯，股市又陷入了一段狂热。经过 6 年的积累后，恒生指数在 1981 年 7 月 17 日达到 1810.20 点，达到新的历史最高点，期间涨幅 11 倍。

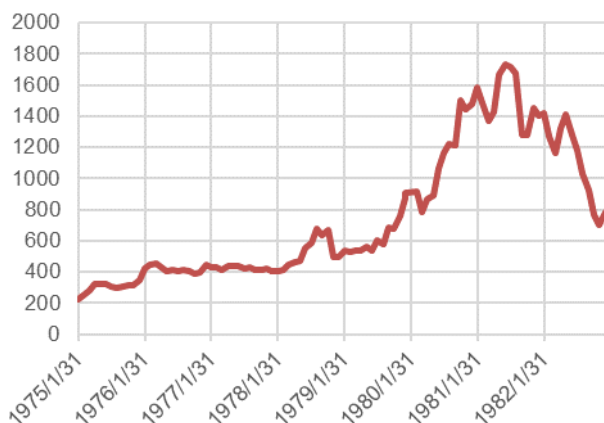
1981 年 7 月 17 日香港银行公会宣布提高银行存款利率来挽救疲弱的港元。从而引发大量资金流向海外。于是 7 月 20 日香港股市开盘后，恒生指数应声下跌，此后股市持续低迷。1982 年股市围绕着围绕中英谈判和香港前途问题不断波动。与此同时，香港实际 GDP 增速也由 1981 年的 20.9% 下跌至 1982 年的 12.9%。1982 年 12 月 2 日恒生指数跌到本轮下跌行情的最低点 676.30 点。

图 27：第一轮牛熊恒生指数

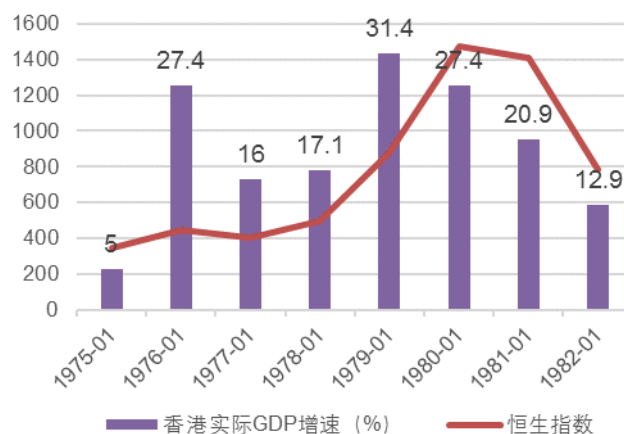

数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

图 28：：第一轮牛熊恒生指数与香港实际 GDP 增速走势对比


数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

图 29：第二轮牛熊恒生指数


数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

图 30：第二轮牛熊恒生指数与香港实际 GDP 增速走势对比


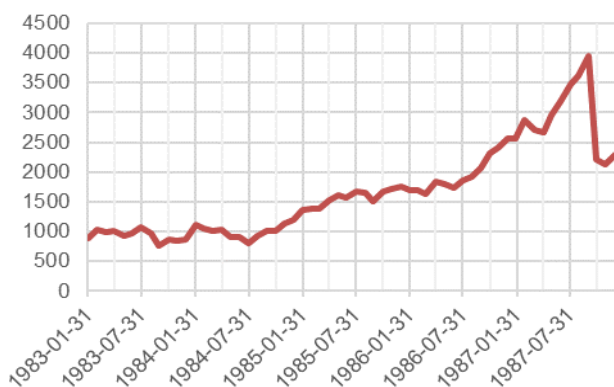
数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

第三轮: 1983 年至 1987 年

1983 年上半年，香港股市逐渐稳定在 800 点至 1000 点之间。1984 年 9 月，中英两国政府代表终于草签香港前途问题的联合声明，香港股市应声大涨，并由此开始了新一轮长达 4 年的牛市。1987 年 10 月 1 日，恒生指数收于历史最高点 3949.7 点。这也是本轮牛市的峰值。1987 年香港实际 GDP 增速也回升至 23.2%。

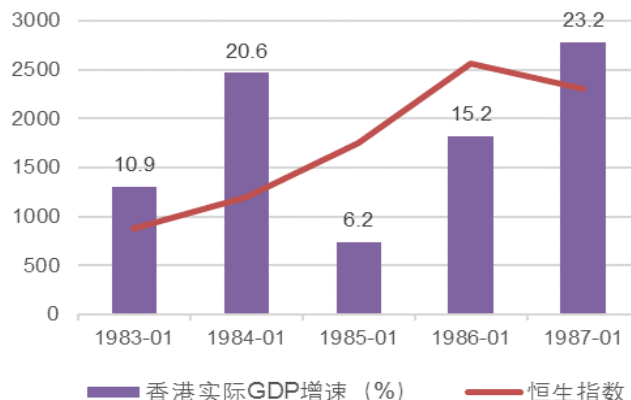
1987 年 10 月 19 日世界性股灾爆发。当天恒生指数日跌幅高达 11.12%。次日港交所决定该周停市 4 天。1987 年 10 月 26 日，星期一，港交所再次恢复交易，当天恒生指数再跌 33.33%。随后港股持续走低。1987 年 12 月 7 日，恒生指数以 1894.9 点收盘，达到了本轮熊市的最低点。至此，与 1987 年 10 月创下的历史最高点 3949.7 点相比，两个月累计下跌 52%。这一轮行情属于典型的“慢牛快熊”。

图 31：第三轮牛熊恒生指数



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

图 32：第三轮牛熊恒生指数与香港实际 GDP 增速走势对比



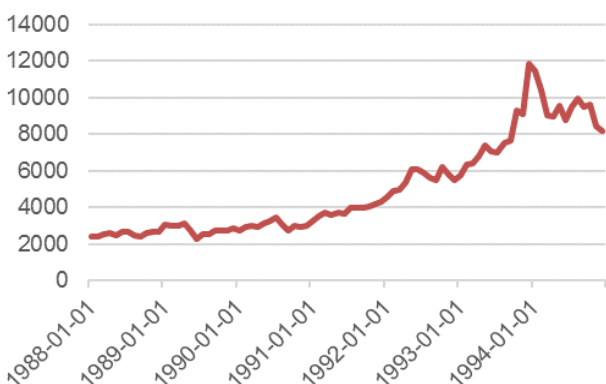
数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

第四轮：1988 年至 1994 年

从 1988 到 1990 年，港股市场仍未从股灾的影响中恢复过来，两年累计涨幅不足 20%，香港实际 GDP 增速也在不断下滑，从 1988 年的 18.1% 下滑到 1990 年 11.7%。从 1991 年 7 月开始，随着美联储大幅降息和美国经济企稳恢复，香港经济也开始回暖，1991 年香港实际 GDP 增速回调至 15.4%。1992 年邓小平南巡讲话，号召加快改革和发展，随着改革开放逐步深入，中国内地经济加速，大量国企开始也在香港上市，恒生指数不断上涨进入了新一轮的牛市。这轮牛市是港股史上首次受益于内地资金的牛市。至 1993 年 12 月恒生指数首次站上万点大关，达到 10228.1 点，两年时间上涨 150%。1994 年 1 月 4 日，恒生指数创下历史最高纪录 12599.2 点。

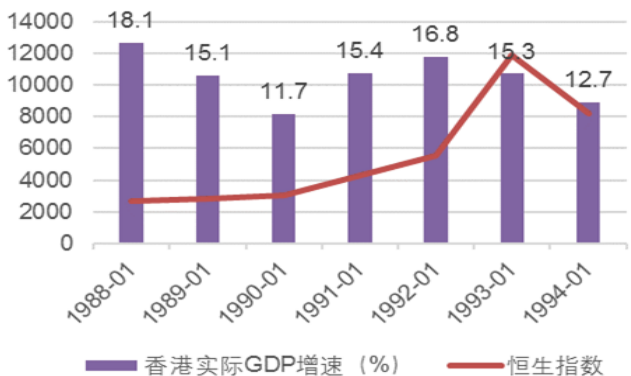
从 1994 年开始，美联储不断加息，使得新兴国家的短期资本大量流入美国。由于墨西哥自身政治经济问题已经很严重，大量资本撤离无疑雪上加霜，1994 年 9 月至 10 月墨西哥股市不断下跌。1994 年 12 月 19 日墨西哥政府突然对外宣布本国货币比索贬值 15%，墨西哥金融危机爆发。恒指受其影响自 1994 年 2 月一年下跌 40%。1995 年 1 月 23 日，恒生指数最低达到了 6890.1 点，达到本轮熊市的最低点。1994 年香港实际 GDP 增速再次下降到 12.7%。

图 33：第四轮牛熊恒生指数



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

图 34：第四轮牛熊恒生指数与香港实际 GDP 增速走势对比



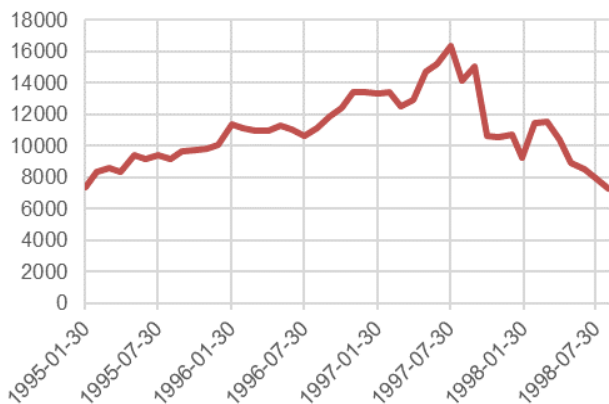
数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

第五轮: 1995 年至 1998 年

随着 1995 年互联网浪潮的到来, 美国经济进入低通胀高增长的黄金时期。这一时期亚洲经济增速达到了 8%, 香港经济也在加速增长, **GDP 增速从 95 年的 6.6% 提高到 97 年的 11.2%**。1997 年 7 月 1 日香港回归, 港股应声大涨, 恒生指数在不足一个月内 11 次创造新高, 最终于 1997 年 8 月 7 日达到这段牛市的最高点 16820.3 点。1995-1997 年两年多的时间恒生指数累计上涨 144%。

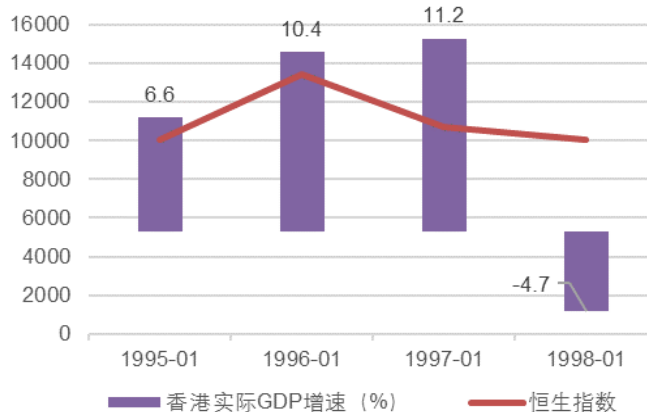
香港回归的第二天 1997 年 7 月 2 日, 亚洲金融风暴席卷泰国, 泰铢贬值, 随之引发东南亚金融危机。在这场区域性的严重股灾中港股损失惨重。**1998 年香港实际 GDP 首次出现负增长, 增速为-4.7%**。恒指到 1998 年 8 月 13 日, 恒生指数跌至 6544.79 点, 抵达本轮熊市的最低点。1997 年 7 月到 1998 年 8 月这一年跌幅达 60%。

图 35: 第五轮牛熊恒生指数



数据来源: Wind 资讯、东方证券研究所

图 36: 第五轮牛熊恒生指数与香港实际 GDP 增速走势对比



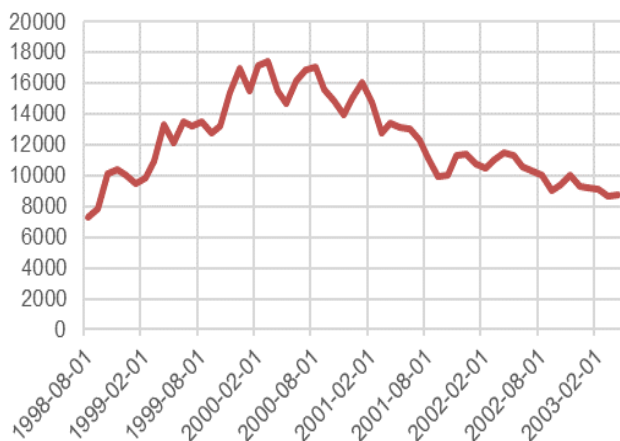
数据来源: Wind 资讯、东方证券研究所

第六轮: 1999 年至 2003 年

1999 年, 香港股市进入了恢复期, GDP 有所好转, 楼市稳定, 出口和消费回升, 创业板正式成立。2000 年香港实际 GDP 增长由负转正, 达到 4%。全球 GDP 也由 99 年的 3% 提升至 3.5%, 带动香港了出口和消费。在香港自身和全球经济都在加速增长的大背景下, 受益于美国网络科技股的大牛市, 香港股市也是一片繁荣。2000 年 3 月 28 日, 恒生指数创下历史最高纪录 18397.57 点。

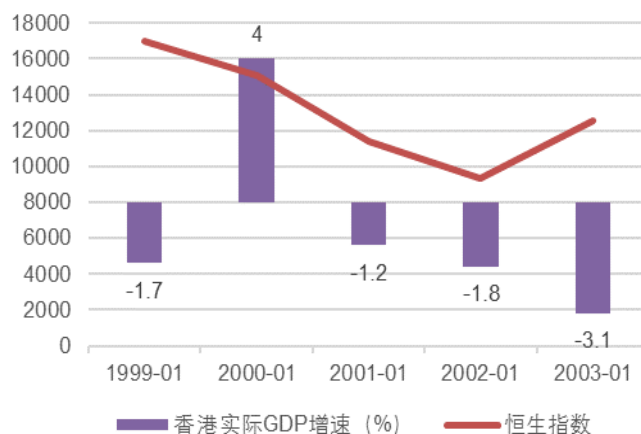
2000 年互联网泡沫破灭, 经济的下滑和美股的腰斩, 使得香港实际 GDP 增速从 2000 年从 4% 大幅下滑到 2003 年的 -3.1%。港股在 2000 年一年内腰斩, 并且持续 2 年没有明显起色。再加上 2001 年美国“9·11”事件爆发, 恒生指数在 2001 年 9 月 21 日最低跌到 8894.36 点。在随后的一年半中, 恒生指数一直在 8400 点-12000 点之间振荡徘徊。2003 年初非典暴发, 对香港股市又是一次沉重打击。2003 年 4 月 25 日, 恒生指数下跌至本轮熊市的最低点 8331.87 点。

图 37：第六轮牛熊恒生指数



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

图 38：第六轮牛熊恒生指数与香港实际 GDP 增速走势对比



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

第七轮: 2004 年至 2016 年

从 2003 年 5 月开始，中央推出一系列政策帮助香港经济复苏，随着越来越多的内地企业在香港市场上市，中国经济增长开始成为决定港股走势的核心要素。2003 年 6 月 29 日，《内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排》（CEPA）正式签署，并于 2004 年 1 月 1 日实施。2006 年，继中国银行、建设银行、交通银行在香港上市后，10 月 27 日，全球最大金额的上市筹资，被称为“世纪招股”的工商银行上市开始了，191 亿美元（999 亿港元）的筹资额令香港成为全球筹资额最大的证券市场。工商银行的上市招股，吸引了众多国际投资者的目光，2006 年，由于世界各路资金对香港的看好，港股市值首次突破 13 万亿港元，名列全球第七，香港一跃成为仅次于伦敦和纽约的第三大国际金融中心。

从这阶段的宏观经济情况来看，2003 年美国进入了超低利率时期，住房市场持续繁荣，拉动美国经济加速增长。标普指数从 2003 年下半年至 2007 年金融危机之间的 4 年时间涨幅 96%。同时自 2003 年开始中国内地以及香港自身的经济均保持持续高增长，2004-2007 中国和香港 GDP 年均增速分别超过 11%、7%。2007 年 10 月 30 日，恒生指数最高升至 31958.41 点，创下历史最高纪录。达到本轮牛市顶点。然而美国次级贷款的迅速发展使得金融机构杠杆快速提升，为金融危机埋下了隐患。

2008 年指数大跌：次贷危机从 2008 年初开始显现，逐步演变为全球性的金融危机。香港实际 GDP 增速从 2007 年 9.8% 下滑到 2009 年的 -2.8%。恒生指数也从 31958 点一路下滑到 12812 点。

2009-2011 年 5 月指数上涨回调：中国出台四万亿刺激政策后，中国和香港 GDP 在 2010 年大幅反弹，实际 GDP 增速达到 10.6% 和 7.1%。恒生指数也从 12812 点上涨到 23684 点，接近翻倍。

2011 年 5 月-2015 年 5 月指数小幅波动，基本不变：从 2011 年开始中国经济增速持续下滑，香港经济也迅速回落，实际 GDP 增速从 2011 年的 8.9% 下滑到 2014 年 5.7%。虽然美联储在随后出台的货币宽松政策给港股带来了几轮阶段性的上涨，但受到中国经济放缓、全球经济增长乏力以及欧债危机的影响，5 年涨幅为零。

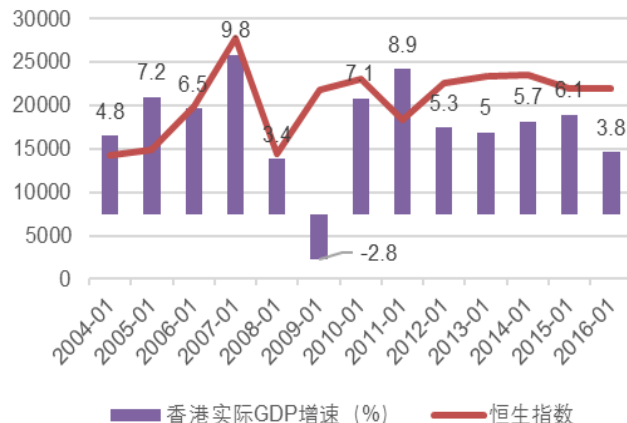
2015年5月-2016年底指数下跌：随着A股股灾爆发，恐慌情绪弥漫，港股受到波及，再加上香港经济并未出现起色，2015年底实际GDP增速仅为6.1%，恒生指数也从2015年5月1日的28133点下跌至2016年底的22000点，跌幅达到11%。

图 39：第七轮牛熊恒生指数



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

图 40：第七轮牛熊恒生指数与香港实际 GDP 增速走势对比

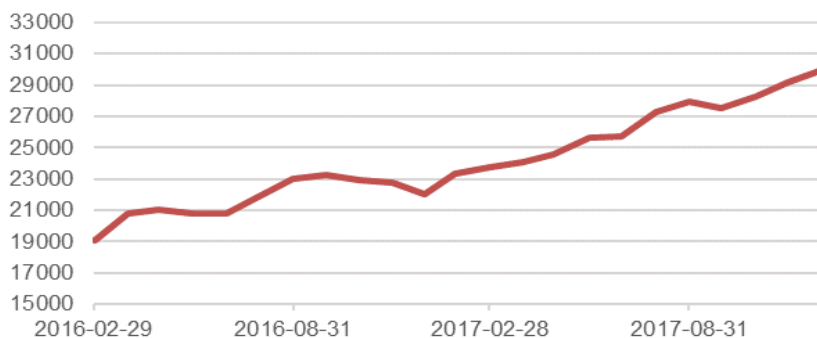


数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

第八轮：2016 年至今

A 股股灾后港股逐步恢复，2016 年底深港通开通，南下资金日益增加。2017 年中国房地产行业景气度大幅回升，带动港股地产、汽车等周期行业加速上涨。3 月开始上游原材料价格开始上涨，经济复苏的预期越来越强。同时美国经济稳步复苏态势向好，加息节奏稳健。2016 年 2 月至今恒指涨幅达 62%，现创 08 年以来新高。

图 41：第八轮牛市恒生指数走势



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

恒生指数近 50 年的历史走势显示，香港股市的 7 次牛熊交替主要取决于香港经济基本面的情况。但是需要注意的是，香港股市国际化程度很高，因而易受国际金融市场风吹草动的影响，对海外市场的经济波动高度敏感，总体来看，经济增长是港股牛市的主因，国内外金融危机是熊市主要导火索，熊市背后的深层次原因还是整个市场估值过高。

3.3 重大事件时点分析

3.3.1 金融危机

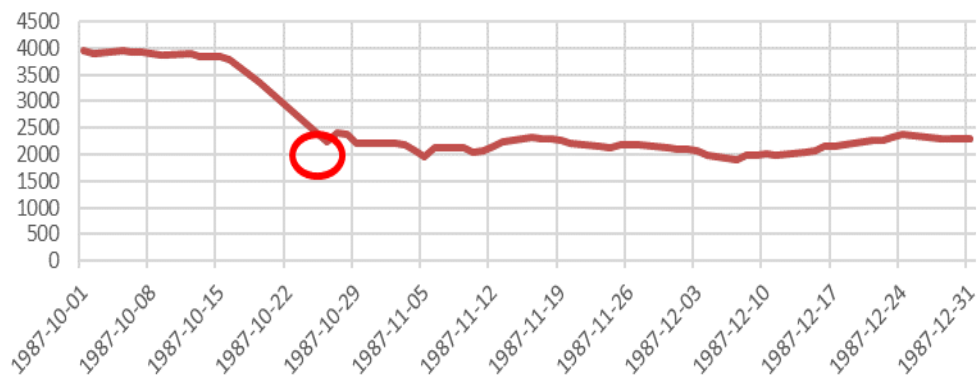
(1) 1987 年全球股灾

1987 年香港股灾是 1987 年 10 月期间，香港股市因华尔街引发的全球股灾而大幅下跌的事件。

1987 年 10 月 16 日，道琼斯指数突然大幅下跌，一天跌幅达到 22.6%。亚洲股市在随后的星期一(10 月 19 日)出现恐慌性抛售，香港恒生指数在当日下跌超过 400 点。10 月 20 日早晨香港联合交易所董事局宣布停市 4 天(10 月 20-23 日)。24 日银行公会宣布减息，希望能够使投资者恢复信心。10 月 26 日开市，即出现了猛烈抛盘，当天恒生指数大跌 1120.70 点，以 2395 点收市，跌幅达 33%。27 日财政司宣布由外汇基金拨款 10 亿港元，连同中国银行、汇丰银行、渣打银行再贷款 10 亿港元共 20 亿港元备用贷款，并发动香港大财团联手救市，才勉强保证市场生存。1987 年 12 月 7 日，恒生指数以 1894.9 点收盘，探底本轮熊市的最低点。至此，与 1987 年 10 月创下的历史最高点 3949.7 点相比，两个月累计下跌 52%。

经历 87 年股灾后，当时的港英政府委任金融专家戴维森开始全面探讨香港证券业未来发展蓝图，戴维森在报告书指出，香港需要建立强势的证监会，令证券业以三层监管架构运作，以加强市场监管。

图 42：1987 年金融危机前后恒生指数走势



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

(2) 1997 年亚洲金融危机

第一阶段：1997 年 7 月 2 日，泰国宣布放弃固定汇率制，实行浮动汇率制，引发了一场遍及东南亚的金融风暴。恒指在 1997 年 7 月到 1998 年 8 月这一年中跌幅达 60%。10 月下旬，国际炒家移师国际金融中心香港，矛头直指香港联系汇率制。10 月 23 日，香港恒生指数大跌 1211.47 点；28 日，下跌 1621.80 点，跌破 9000 点大关。面对国际金融炒家的猛烈进攻，香港特区政府重申不会改变现行汇率制度，恒生指数上扬，再上万点大关。接着，11 月中旬，东亚的韩国也爆发金融风暴，韩元危机也冲击了在韩国大量投资的日本金融业。1997 年下半年日本的一系列银行和证券公司相继破产。于是，东南亚金融风暴演变为亚洲金融危机。

第二阶段：1998年初，印尼金融危机爆发，受其影响，东南亚汇市随之崩塌。随着日元的大幅贬值，国际金融形势更加不明朗，亚洲金融危机继续深化。香港恒生指数在1998年1月12日再次跌破9000点，跌至8121点的历史低位。

第三阶段：1998年8月初，乘美国股市动荡、日元汇率持续下跌之际，国际炒家对香港发动新一轮进攻。1998年8月13日，恒生指数最低下探6544.79点，当天收于6660.42点，抵达本轮熊市的最低点。但在香港当局和中国政府的共同抗击下，香港联系汇率制度得到保持。恒指在1997年7月到1998年8月这一年中跌幅达60%。

图 43：1997 年亚洲金融危机前后恒生指数



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

(3) 2008 年金融危机

2008年1月，美国次贷风暴的影响开始浮现，恒生指数于1月16日下跌1386点。虽然美国总统乔治·布什其后宣布救市大计，但市场对此信心不大，令全球股市继续大跌。2008年9至10月间，因美国第四大投资银行雷曼兄弟宣布破产，同时美国国际集团亦濒临破产边缘而引发的金融震荡，继而引发的全球股灾。恒生指数由19300点，跌到16300点。到了10月，投资者忧虑全球经济会因金融海啸而步入衰退，市场再次出现恐慌性抛售。恒指再受下跌，月底时更一度跌至10000点边缘。2008年10月27日报出最低位10,676.29点，为04年5月以来的新低。从07年的历史高位比较，恒指一年内已回落超过两万点，跌幅超过65%。

图 44：2008 年金融危机前后恒生指数



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

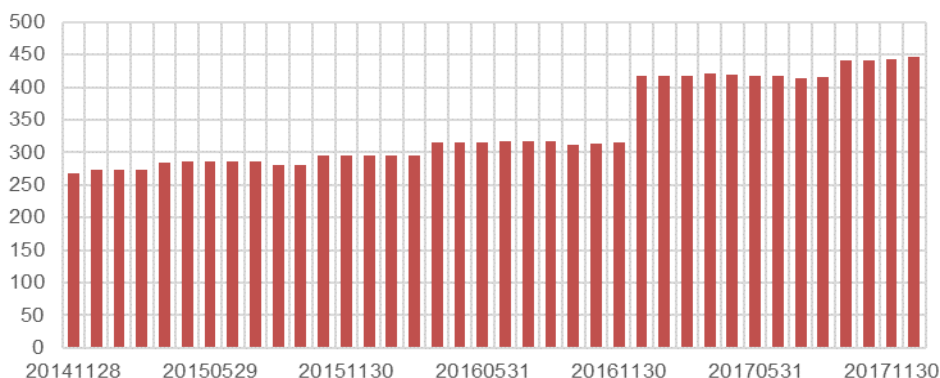
3.3.2 港股通开放

(1) 基本信息

内地与香港之间的股票市场交易互联互通机制包括沪股通、沪港通下的港股通、深股通、深港通下的港股通四个部分：陆股通(深股通与沪股通合称，投资者委托香港经纪商，买卖上海和深圳证券交易所上市的股票)、港股通（沪港通下的港股通、深港通下的港股通合称，投资者委托内地证券公司，买卖香港联合交易所上市的股票）

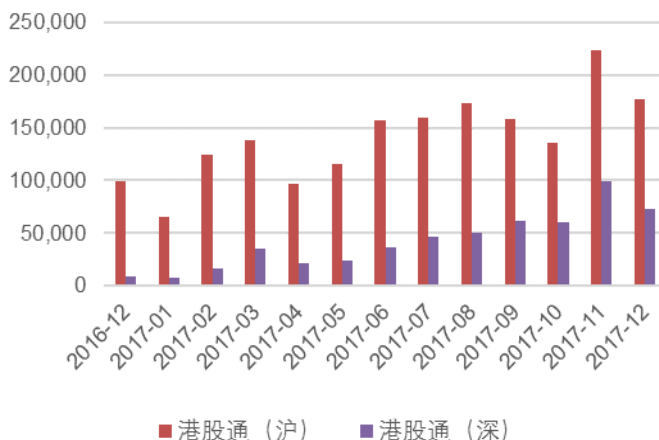
沪港通下的股票交易始于 2014 年 11 月 17 日，深港通的股票交易始于 2016 年 12 月 5 日。深港通的标的范围有所扩大，包含了部分恒生综合小型股指数的成分股。自从港股通开放以来，港股通标的数量随着时间逐步增长。截止 2017 年 12 月 31 日，港股通的标的数目为 446 只。全部陆股通 1480 只，其中沪股通 576 只，深股通 904 只，根据 2017 年每月的港股通和陆股通成交金额，可以看出互联互通市场规模不断扩大，2017 年全年港股通成交金额为 226 万亿港元，全年陆股通成交金额为 183 万亿人民币。

图 45：港股通标的数量变化趋势



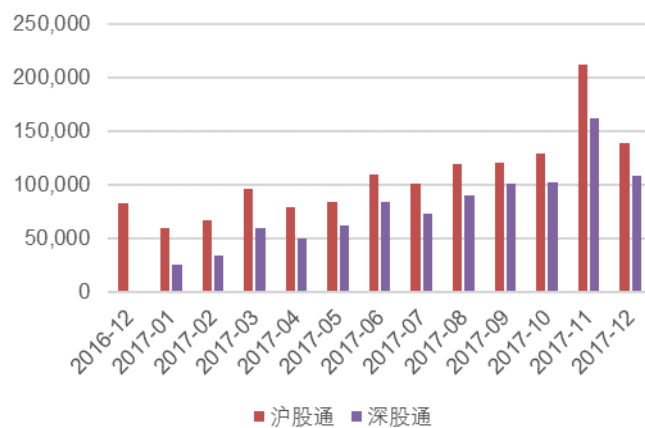
数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

图 46：港股通每月买入及卖出成交金额（亿港元）



数据来源：香港交易所、东方证券研究所

图 47：陆股通每月买入及卖出成交金额（亿元）



数据来源：香港交易所、东方证券研究所

(2) 对港股的影响

沪港通在正式开通前，市场概念已经炒了半年多，基本已经充分消化了其利好影响，甚至有些透支。因而 2014 年底沪港通开通时，恒生指数并未应声大涨，并且北向资金的流量十分强劲，但南下资金相对温和。而 2015 年清明节期间深港通开通的传闻刺激港股大涨，恒生指数 4 天上涨超过 10%。与沪港通不同的是，深交所中小盘的成长股比重相对高，且互联网、文化传媒、医药卫生等符合中国经济转型升级方向的战略性新兴产业上市公司更为集中，相较于上证主要集中于银行、保险等大型国企，深港通的开通将使得海外投资者有机会直接参与中国最有活力的一批民营企业龙头，因而更能吸引海外资金进行投资。然而，随着接下来 A 股股灾爆发，恐慌情绪弥漫，港股受到波及，恒生指数也从 2015 年 5 月 1 日的 28133 点下跌至 2016 年底的 22000 点，跌幅达到 11%。

A 股股灾后 2016 年港股逐步恢复，伴随着 2016 年底深港通的正式开通，南下资金日益增加。2017 年中国内地房地产行业景气度大幅回升，带动港股地产、汽车等周期行业加速上涨。3 月开始上游原材料价格开始上涨，经济复苏的预期越来越强。2016 年 3 月至今恒指涨幅达 62%。

图 48：港股通开放前后恒生指数变动



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

4 明星行业和个股

4.1 明星行业

我们对比了最近一年、最近三年和最近十年港股各行业股票的涨跌幅。从涨幅情况来看，过去三年均是原材料和房地产行业领涨，二者 2017 年涨幅均超过 50%。其次是金融、日常消费品和非日常消费品，三者 2017 涨幅均超过 30%。

从过去十年的情况来看，非日常消费品、公用事业涨幅居前，涨幅超过 50%。非日常消费品板块中尤以二级板块汽车行业最为突出，10 年涨幅 462%。房地产、日常消费品、医疗保健、信息技术板块也有不错的表现。其中日常消费品行业的二级板块中家庭与个人用品上涨 188%、耐用消费品与服装 104%。

表 5：最近一年、最近三年和最近十年港股各行业涨跌幅（GICS 一级分类，总市值加权平均）

板块名称	2017 涨幅(%)	2015-2017 涨幅(%)	2008-2017 涨幅(%)
房地产	55.94	39.55	43.81
原材料	50.62	40.00	-24.35
非日常生活消费品	32.92	19.69	66.25
金融	32.15	20.40	21.56
日常消费品	30.01	17.78	43.70
信息技术	27.47	5.63	37.32
医疗保健	19.43	-20.03	45.49
公用事业	17.74	0.74	58.49
工业	16.28	10.81	-9.22
能源	11.69	-13.29	-32.48
电信业务	5.54	-1.10	-15.32
全部港股	28.16	4,433.67	6.40

数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

4.2 明星个股

4.2.1 2017 年度明星个股

我们列出了恒生综指中 2017 年涨幅前十名的股票当前的最新市值以及 2016-2017 年的 ROE 和净利润同比增速。

通过对基本面数据的分析我们可以看出，2017 年涨幅居前的股票 2017 中报 TTM 的 ROE 和净利润增速相比 2016 年报基本均有所提升，此外从当前市值情况来看，基本均在 100 亿以上，其中有四家都是市值超过千亿的大公司。总体来看，港股投资者对基本面利好、业绩确定的公司比较青睐，从而使得港股市场比较能够反映公司基本面的改善。

表 6：2017 年度恒生综指明星个股

股票名称	2017 涨幅(%)	当前市值(亿港元)	ROE(%)		净利润同比增长(%)	
			2016 年报(TTM)	2017 中报(TTM)	2016 年报	2017 中报
中国恒大	457.97	3687.11	11.51	21.68	-51.33	833.76
中国东方集团	449.74	237.16	7.80	18.25	194.21	254.37

金斯瑞生物 科技	441.90	415.46	14.73	14.17	49.51	13.56
融创中国	414.48	1539.58	10.65	15.85	-24.85	1682.51
吉利汽车	268.89	2242.86	20.92	26.94	126.16	127.74
正通汽车	257.45	181.47	5.57	8.21	-20.25	103.57
碧桂园	252.62	3626.09	16.42	17.38	24.15	39.18
蓝鼎国际	230.18	537.99	-13.42	-3.83	-8.05	109.23
雅居乐集团	228.60	552.30	6.47	9.94	64.25	207.92
新城发展控 股	216.50	398.32	14.99	13.43	34.25	-27.13

数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

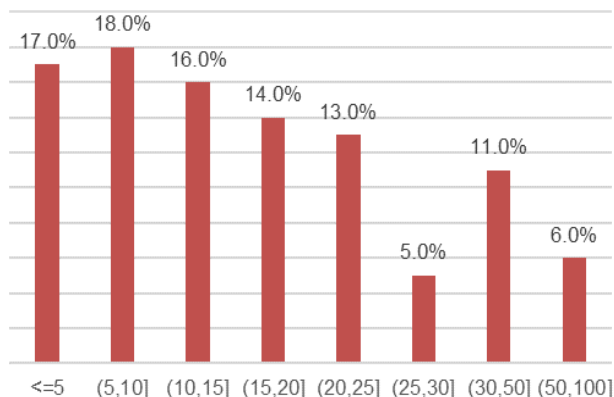
4.2.2 2015-2017 年度明星个股

港股市场中除了每年涌现的明星个股外，还存在着连续多年大幅上涨的牛股。我们统计了从 2015 年 1 月 1 日-2017 年 12 月 31 日三年时间恒生综指成分股涨幅排名前 100 位的公司，并尝试做了分析。从涨幅榜来看：涨幅最高的金斯瑞生物科技翻了 14 倍，涨幅最低的中国燃气三年涨了 85%。

通过对这些大牛股基本面数据的分析，我们发现这些公司存在以下几点共性：

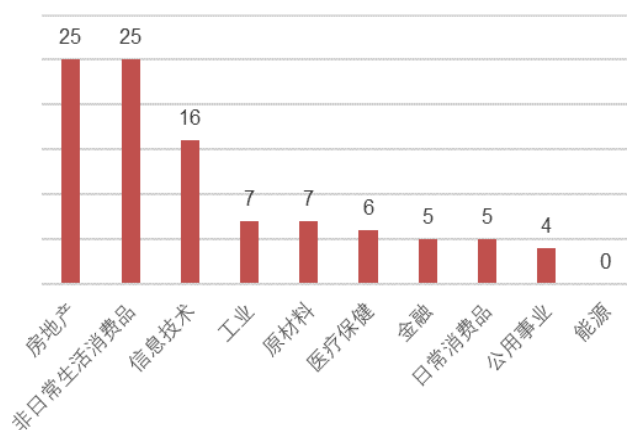
- 1) 有业绩：**2016 年净利润为负亏损的公司只有 5 家，占比 5%；
- 2) 估值不高：**2017 年底 PE-TTM 超过 30 倍的只有 17 家，占比 17%；37%集中在 5-15 倍区域；这 100 家公司的 PE-TTM 分布如下表：
- 3) 从行业分布来看：传统行业占比最大：**房地产和非日常生活消费品（汽车 8 只、纺织服装 7 只）占到了 50%。新兴产业里的信息技术（软件与服务 7 只、技术硬件与设备 8 只）也占到了 16%。具体如下：
- 4) 成长性好：**有 42 家从 2014 年开始连续三年净利润同比增速大于 0；
- 5) 盈利能力强：**有 46 家公司的 ROE 连续三年超过 10%，其中 17 家的 ROE 在这四年间逐年上升。下面我们详细列出了这 17 家公司的基本面数据，可以看出这几个公司均是主业单一且简单、财务稳健。

图 49：2015–2017 恒生综指涨幅百强榜：PE (TTM) 分布



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

图 50：2015–2017 恒生综指涨幅百强榜：行业分布



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

表 7：2015–2017 恒生综指涨幅百强榜：ROE 连续三年超过 10% 且连续三年增长

	过去三年涨幅 (%)	2014ROE	2015ROE	2016ROE	行业分类
敏华控股	161.24	24.30	29.14	35.94	非日常生活消费品
佳源国际控股	181.40	11.45	19.04	35.52	房地产
瑞声科技	254.74	27.24	30.39	31.58	信息技术
耐世特	193.08	25.80	27.19	31.25	非日常生活消费品
舜宇光学科技	666.76	18.57	21.52	29.12	信息技术
VITASOY INT'L	89.44	20.28	25.77	26.48	日常消费品
安踏体育	187.76	22.75	24.92	26.32	非日常生活消费品
信义玻璃	210.25	11.11	16.87	24.81	非日常生活消费品
通达集团	133.76	16.91	18.66	23.01	信息技术
石药集团	139.87	16.33	19.80	22.30	医疗保健
申洲国际	217.80	18.69	18.94	20.93	非日常生活消费品
万科企业	104.84	19.08	19.24	19.68	房地产
中国民航信息网络	190.56	17.04	17.27	18.89	信息技术
创科实业	112.59	16.20	17.19	17.96	非日常生活消费品

					费品
中国平安	116.53	16.63	17.38	17.39	金融
敏实集团	215.02	14.20	14.55	17.37	非日常生活消费品
理文造纸	136.74	11.26	13.43	16.81	原材料

数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

4.2.3 2008-2017 年度明星个股

我们也统计了从 2008 年 1 月 1 日-2017 年 12 月 31 日十年时间恒生综指成分股的涨幅及基本面情况。在这里我们只列出涨幅排名前 20 的股票，由于总体结论与前文所述基本一致，考虑到篇幅原因这里就不展开论述了。

表 8：2008-2017 年度涨幅排名前 20 的恒生综指成分股

股票名称	2008-2017 涨幅(%)	当前市值 (亿港元)
舜宇光学科技	3,853.03	1,226.45
腾讯控股	3,438.86	42,973.73
吉利汽车	3,313.11	2,242.86
中国生物制药	3,302.60	1,101.45
申洲国际	3,047.93	1,208.59
伟禄集团	2,596.10	62.83
丰盛控股	2,572.59	834.54
中国天然气	1,679.66	96.04
李氏大药厂	1,636.24	54.07
瑞声科技	1,507.14	1,660.70
金斯瑞生物科技	1,418.95	415.46
海尔电器	1,338.50	742.62
天虹纺织	1,195.97	100.65
BRILLIANCE CHI	1,155.42	978.78
融创中国	1,101.12	1,539.58
中国中药	1,034.47	213.16
金利丰金融	987.86	1,214.41
阜丰集团	973.46	131.67
北控水务集团	927.68	529.39
互太纺织	876.46	121.35

数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

5 当前市场结构

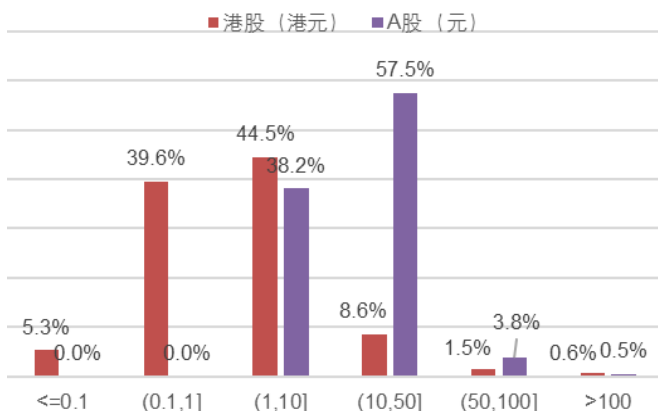
5.1 市值分布

从 A 股和港股全市场的各股价组内股票数量的分布情况来看，**港股股价和市值分布较为极端，呈现两极分化的格局，市值集中度高，仙股众多。**

5.1.1 基本特征

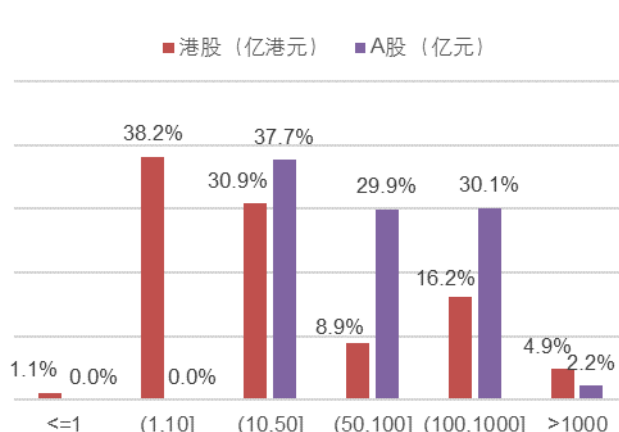
港股中仙股众多：截止 2017 年 12 月 31 日，不包括当日停牌的股票以及存托凭证（这里需要特别注意，类似微软-T、星巴克-T 等虽然有港股代码，但是几乎没有成交量，并不能算作港股的上市公司，所以需要剔除），**全市场港股中收盘价最小的仅为 0.01 港元，有 112 只股票收盘价小于等于 0.1 港元，占比 5.3%，收盘价小于等于 1 港元的股票多达 953 只，占比为 44.9%。**这类价格极低的股票通常被称作仙股（价格低于什么水平才称为仙股，未有统一认识。但较多人认为交易价格低于 1 元的股票被称为仙股）。而**A 股中股价最小的股票也大于 1 元。**从 A 股和港股的各市值组内股票数量的分布情况也可以看到，**港股总市值小于 10 亿港币的公司数量约占 40%，而 A 股最小市值也有 9.58 亿人民币。**

图 51：2017 年 12 月 31 日港股和 A 股股价分布



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

图 52：2017 年 12 月 31 日港股和 A 股市值分布



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

市值集中度高：从市值分布情况来看，港股中超千亿市值的公司占 4.9%，而 A 股仅为 2.2%。港股中超万亿市值的公司有 9 家，腾讯控股一家公司就占到了 6.33% 而 A 股仅 6 家。港股前五大公司的市值集中度就达到了 20% 以上，前十大达到了 33%。

表 9：港股和 A 股市场市值集中度对比

股票简称	市值(万亿港元)	市值占比	市值集中度	股票简称	市值(万亿)	市值占比	市值集中度
腾讯控股	3.86	6.93%		工商银行	2.13	3.82%	
工商银行	2.55	4.57%		建设银行	1.52	2.73%	
建设银行	1.82	3.27%	14.76%	中国石油	1.41	2.53%	9.08%

中国石油股份	1.68	3.02%		中国平安	1.26	2.27%	
汇丰控股	1.62	2.92%	20.70%	农业银行	1.22	2.19%	13.54%
中国移动	1.62	2.91%		中国银行	1.11	1.98%	
中国平安	1.51	2.72%		贵州茅台	0.88	1.57%	
农业银行	1.46	2.62%		中国人寿	0.79	1.41%	
中国银行	1.32	2.37%		招商银行	0.72	1.29%	
中国人寿	0.94	1.69%	33.02%	中国石化	0.71	1.27%	21.07%

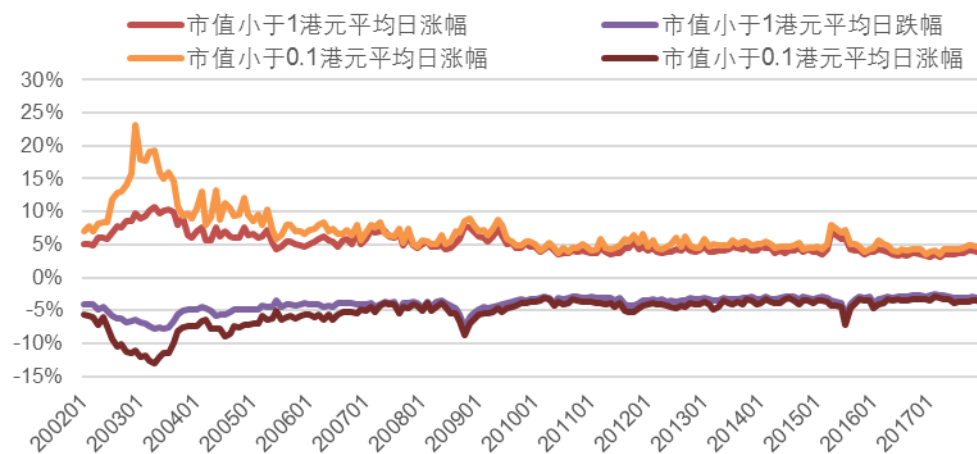
数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

5.1.2 仙股分析

由于港股中仙股数量众多，因而我们对仙股的涨跌幅和流动性也进行了深入分析。

仙股股价波动性大，易暴涨暴跌：我们统计了从 2002.1.2-2017.12.31 年香港市场所有股票的日涨跌幅。从图中可以看到，2002-2003 年港股市场仙股暴涨暴跌幅度较大，2002 年底收盘价小于 0.1 港元的股票的平均日涨幅达到 23%，平均日跌幅达到 12%。随后 2008 年和 2015 年也各出现过一次仙股暴涨暴跌行情。其余时间仙股的涨跌幅也都在 5% 以上。

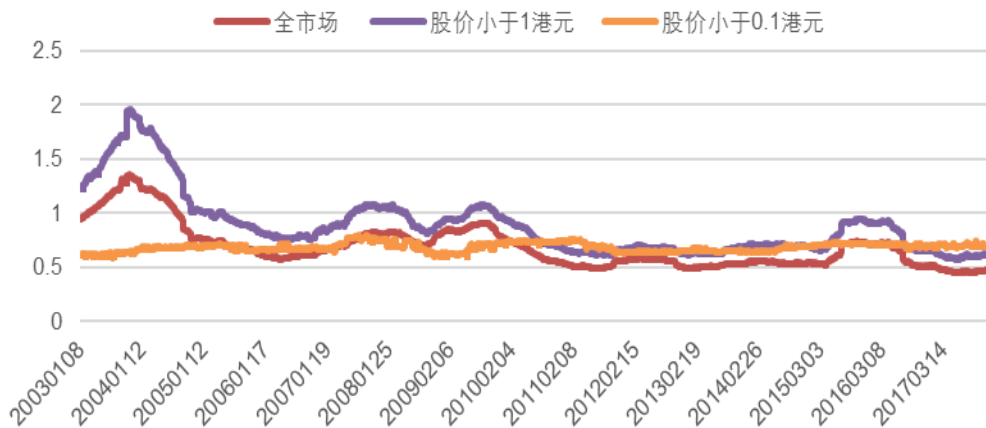
图 53：仙股平均日涨幅与平均日跌幅



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

由于仙股的涨跌幅与市场本身的涨跌有很大关系说明，因而单纯看涨跌幅情况，不够全面，我们将仙股和全市场股票过去 250 个交易日的滚动波动率进行了对比，结果显示小于 1 港元的仙股波动率始终高于全市场，并且 2002-2003 年市场对股价小于 1 港元的仙股的炒作明显，近些年明显收敛。而对于股价小于 0.1 港元的股票波动率变动不大。

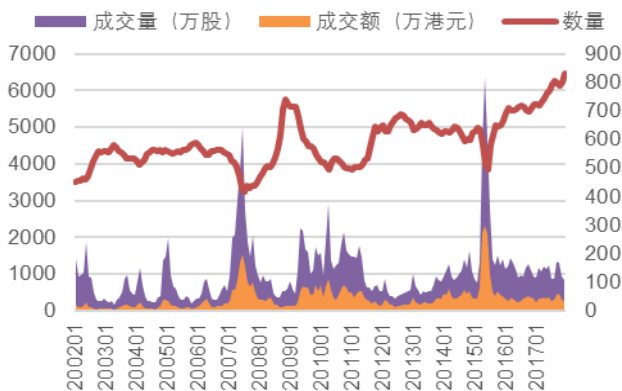
图 54：仙股和全市场股票过去 250 个交易日的滚动波动率对比



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

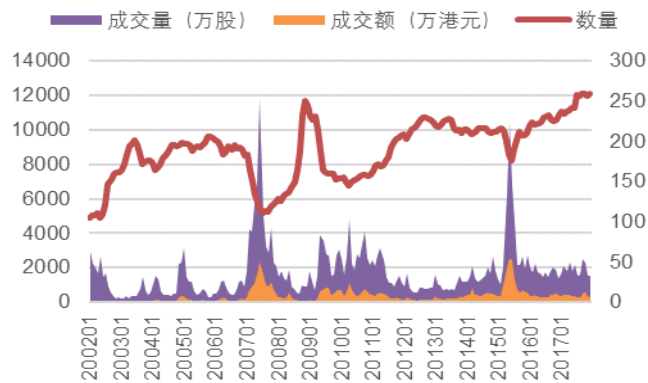
仙股流动性极低：虽然存在暴跌以及暴涨的可能性，但仙股的流动性更是我们需要关注的问题。我们分别统计了从 2002.1.2-2017.12.31 每日收盘价小于 1 港元以及小于 0.1 港元的股票占比，以及这部分当天的成交量与成交金额。总的来看，**香港市场中仙股的数量不断上升。**价格小于 1 港元的仙股的日均成交量为 1041 万股，日均成交金额仅为 334 万港元。价格小于 0.1 港元的仙股的日均成交量为 1737 万股，日均成交金额仅为 371 万港元。**整体看，仙股流动性都很差。**

图 55：仙股（价格小于 1 港元）数量、成交量、成交额



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

图 56：仙股（价格小于 0.1 港元）数量、成交量、成交额



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

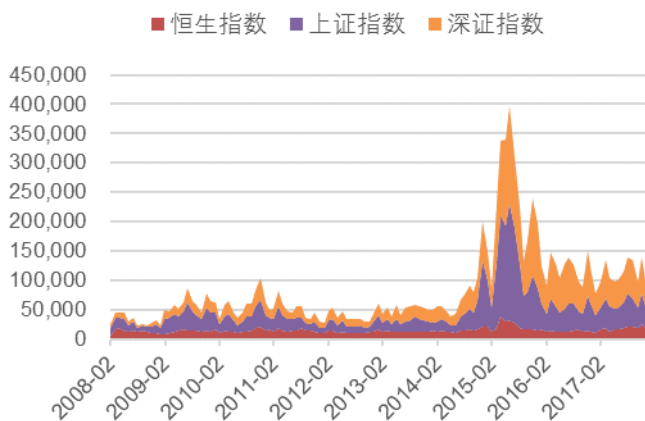
5.2 成交量分布

港股成交远不及 A 股活跃：对比 A 股和港股的成交额我们可以看出，2008 年以来，上证综指的平均月成交额为 3.44 万亿人民币，深成指平均月成交额为 3.37 万亿人民币，而恒生综指平均月成交额约为 1.4 万亿港元。

港股中僵尸股众多：对于港股个股的成交额情况，从 2017 年港股和 A 股的日均成交额分布情况可以看出，除了已长期停牌或新上市的股票外，**港股市场中日均成交额最小的 (SHANGHIA GROWTH) 不到 1 万港元，**小于 10 万港元的有 58 只，百万港

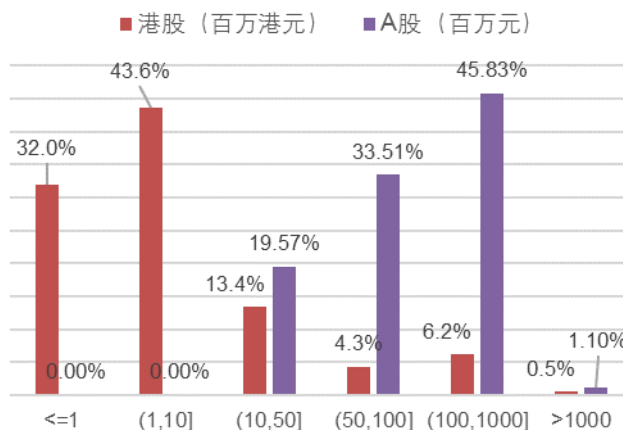
元以下的多达 665 只，约占全市场的 32%，日成交额在千万港元及以下的股票数量占比约为 77.6%，而日成交额在一亿港元以上的股票数量占比仅为 6.7%。而 A 股市场中并没有出现成交额在千万以下的股票，最小的也有 1495 万元（康达尔），日成交额在一亿元以上的股票数量占比为 46.9%。

图 57：2008—2017 恒生、上证、深证指数月成交额对比（亿）



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

图 58：2017 年港股和 A 股日均成交额分布



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

5.3 估值分布

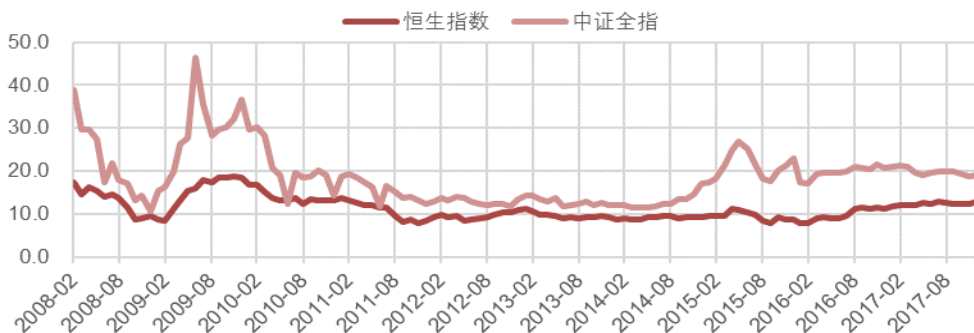
5.3.1 整体估值

以市盈率为例，从 2008 年以来恒生指数和中证全指的市盈率 TTM 变化曲线可以看到，**历年来 A 股的市盈率均高于港股**。恒指 PE 在 2008-2017 年初一直徘徊在 9-11 倍之间。A 股市场虽然在 2011-2014 年间 pe 降低，均值仅比恒生指数高出不到 20%，但从 2015 年开始，A 股 pe 又有所提升。截止 2017 年底，恒生指数 PE 为 12.81 倍，而中证全指 PE 约为 20 倍。

对比全球其他重要指数在 2017 年的 PE 变动幅度，可以看出港股市场的估值扩张幅度在全球主要股指中也处于较高水平。恒指 PE 2017 年内最高达到 14.22 倍，超出 2011 年以来平均水平（11.15 倍）2.23 个标准差，2017 年年末达到 12.81 倍，较 2017 年初水平（11.13 倍）也上升了 15%。其估值涨幅主要来源于腾讯控股和金融板块。

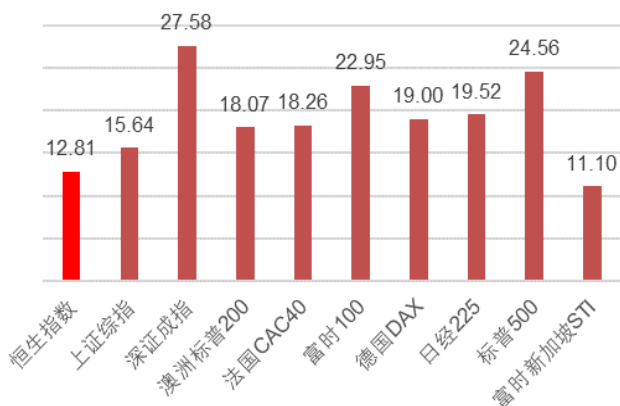
但从国际比较来看，香港市场仍具有最低估值水平，可谓最便宜资产。其中标普 500 指数 2017 年底的 PE 为 24.56 倍；亚太地区另一金融中心日本的日经 225 指数 PE 达到了 19.52 倍。

图 59：2008—2017A 股和港股 PE(TTM)走势对比



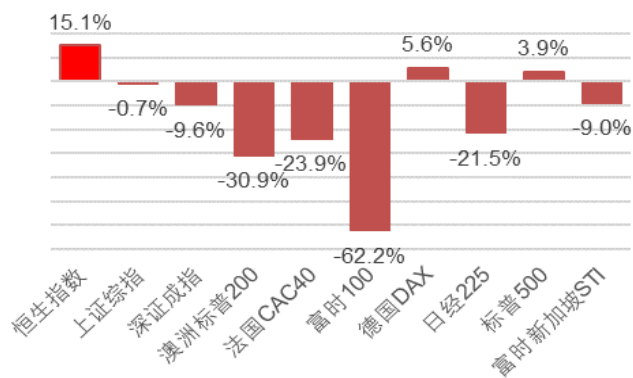
数据来源: Wind 资讯、东方证券研究所

图 60: 2017 年底全球各大指数 PE (TTM)



数据来源: Wind 资讯、东方证券研究所

图 61: 2017 年全球各大指数 PE 变动幅度

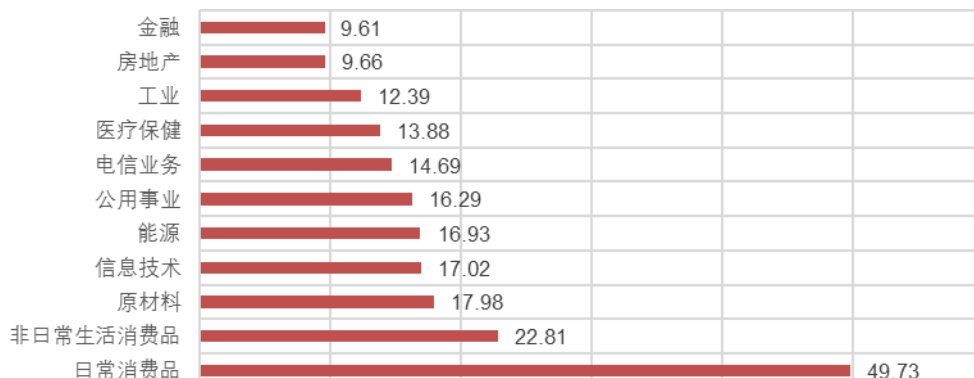


数据来源: Wind 资讯、东方证券研究所

5.3.2 行业估值

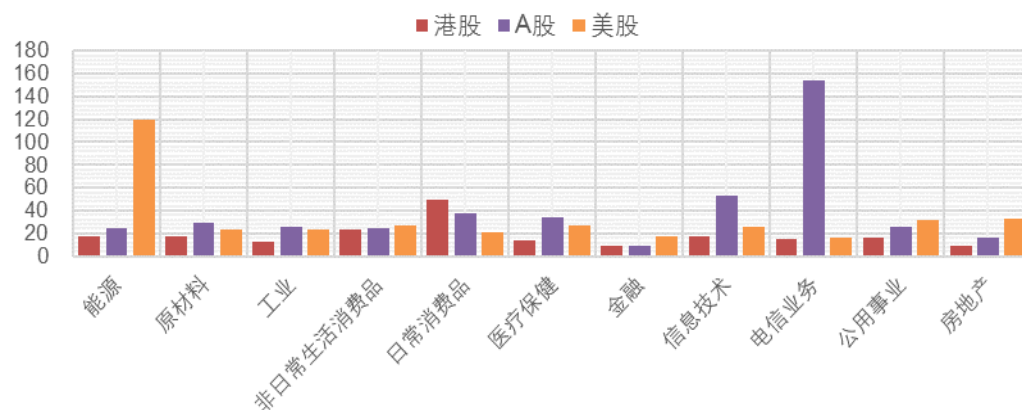
下图展示了依据 GICS 全球行业分类得到的 11 个行业, 在香港市场、A 股市场、S&P500 市场中的 2017 年底的 PE (TTM, 整体法) 数据。

图 62: 2017 年底港股 GICS 各行业 PE(TTM, 整体法)



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

图 63：2017 年底港股、A 股、美股 GICS 各行业 PE(TTM，整体法)



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

从行业层面，与 A 股美股市场比较，港股行业估值呈现以下特点：

1. 三个市场中港股中估值最低的版块有 9 个：能源、原材料、工业、非日常生活消费品、医疗保健、信息技术、电信服务、公用事业、房地产。金融板块在三个市场中估值均较低。**金融和地产板块是港股市场中估值最低的板块。**

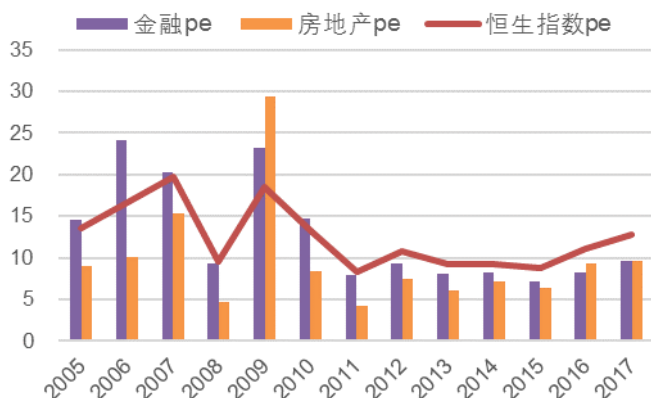
从 2010 年往后包括银行、保险在内的港股金融板块的估值一直保持在低位，2013 年时金融板块的估值水平仅为市场平均 PE 的 52.3%。目前这一板块的估值水平为市场平均水平的 70%，是市场上估值最低的一个板块。由于金融板块权重较为集中，市值排名靠前的子行业对整个板块的估值水平影响较大。银行板块为港股中市值占比最大的子行业，约占总市值的 40%。银行板块的较低估值拖累了整个金融板块的估值水平。银行板块低估值的核心逻辑是 ROE 的不确定性。盈利空间不确定，利率市场化降低了 ROA，资本要求趋严限制了银行的杠杆水平，三者共同驱使银行板块长期保持较低估值。但应注意到今年以来，银行资产改善逐渐得到机构投资者的认可。随着越来越多的资金偏向于购买业绩稳定、分红高的大蓝筹，金融板块有强烈的估值回归需求。

2. 三个市场中港股中估值最高的版块有 1 个：日常消费类。日常消费类板块历年来在港股市场上的估值水平平均高于市场平均值。



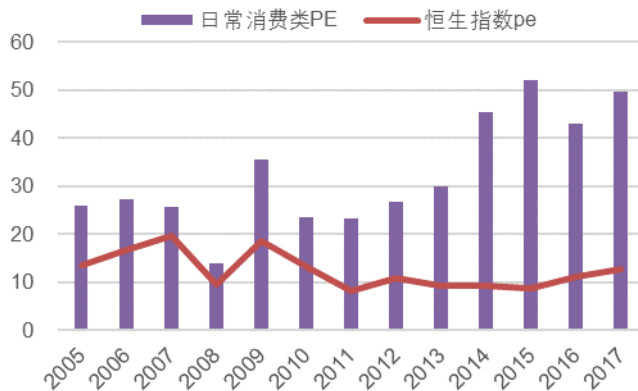
港股消费板块具有高估值的原因有以下几点：1.消费类面临的经济周期波动及政策变动等系统性风险较小。2.港股的市场参与者中以海外机构投资者为主。由于社会文化方面的差异的，他们更倾向于配置容易理解、并且能够较好规避中国政策风险的消费板块。3.中国内地拥有广阔的消费市场，并且以消费作为拉动经济增长三驾马车之一，鼓励消费，从而使得消费行业的公司具有较强的内生性增长动力。内地城市化进程带来的内生性增长也是消费板块的增长驱动力。

图 64：2005-2017 年港股金融地产板块估值走势



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

图 65：2005-2017 年港股日常消费类估值走势



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

6 港股的市值效应和动量效应

6.1 市值效应

股票池我们选取为恒生综合指数成分股。样本区间选取为 2002.1.31-2017.12.31，每月调仓，共 192 期。每月底的市值我们根据不复权收盘价和当前最新公告的已发行股本进行计算。月度收益率根据每日复权收盘价进行计算。有文献实证发现，市值效应主要存在于市值极小的股票里面，为了更清楚的对比，在每月调仓时，我们将收盘价小于 1 港元的股票予以剔除。并将剔除后的因子结果与原始因子进行对比。

在绩效检验前我们对原始因子按顺序进行如下处理：1. Boxplot 方法去极值；2. 对市值进行对数正态转换；3. 均值方差标准化。最后得到标准化的 zscore。市值因子和后面提到的动量因子这里不做中性化处理，和学术研究方法保证一致，方便结果的可比性。

从全部恒生综指内市值因子的绩效表现来看，IC 为 4.72%，IR 为 1.04，且 t 检验显著。但从分组超额收益来看，市值因子的单调性并不好，市值最小组的表现非常差，而市值最大组的表现其实也并不好，市值中等偏大的组表现最好。这也证明了我们一开始的猜想，在港股市场中，市值效应在极小票中表现非常突出。

从剔除小票后恒生综指内市值因子的绩效表现来看，IC 下降为 2.96%，IR 仅为 0.67。由此可见市值效应主要存在于市值极小的股票中，在剔除极小票后，市值效应并不十分明显。

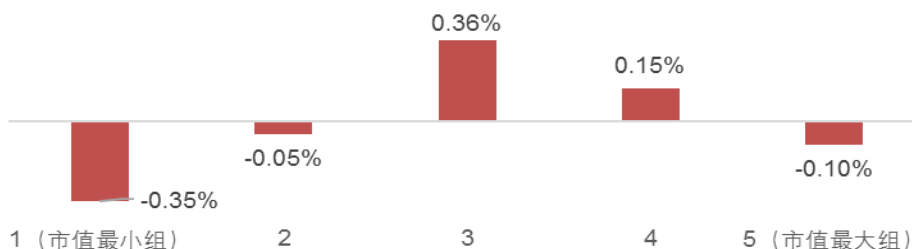
表 10：市值因子绩效评价

IC 及 T 值	IC_IR	多空组合月收益	月胜率	夏普值	最大回撤	年化收益
----------	-------	---------	-----	-----	------	------

全部恒生综指	4.72% (4.15)	1.04	0.25%	58.12%	0.15	71.64%	0.82%
剔除小票后恒生综指	2.74% (2.49)	0.62	0.06%	51.83%	0.04	67.39%	-0.62%

数据来源：东方证券研究所

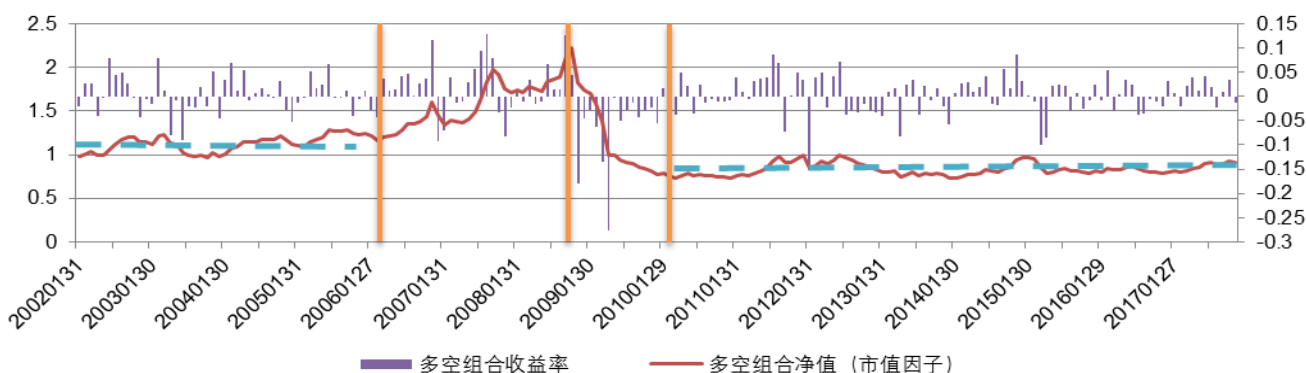
图 66：全部恒生综指内市值因子分组超额收益



数据来源：东方证券研究所

从做多大量做空小票的多空组合净值曲线来看，2006 年之前和 2010 年之后多空组合净值基本是围绕某个值上下波动，只有 2006 年-2008 年 11 月之间多空组合净值明显上升，大市值股票相比小市值股票有明显的超额收益，金融危机发生后 2008 年 11 月之后-2010 年之间多空组合净值出现大幅回撤，市值因子出现反转，小市值股票相比大市值股票有明显的超额收益。

图 67：剔除小票后恒生综指内市值因子多空组合表现（做多大量，做空小市值）



数据来源：东方证券研究所

下面我们分四个阶段分别在剔除小票后的恒生综指内考察市值因子的选股绩效。从结果可以看到，只有 2006 年初-2009 年底市值因子的 IC 显著，其余时间段并不显著。因而，综合评判来说，在剔除小票的恒生综指中并不存在市值效应。

表 11：金融危机前后市值因子绩效评价

时间区间	IC 及 T 值	IC_IR	多空组合月收益	月胜率	夏普值	最大回撤	年化收益
------	----------	-------	---------	-----	-----	------	------

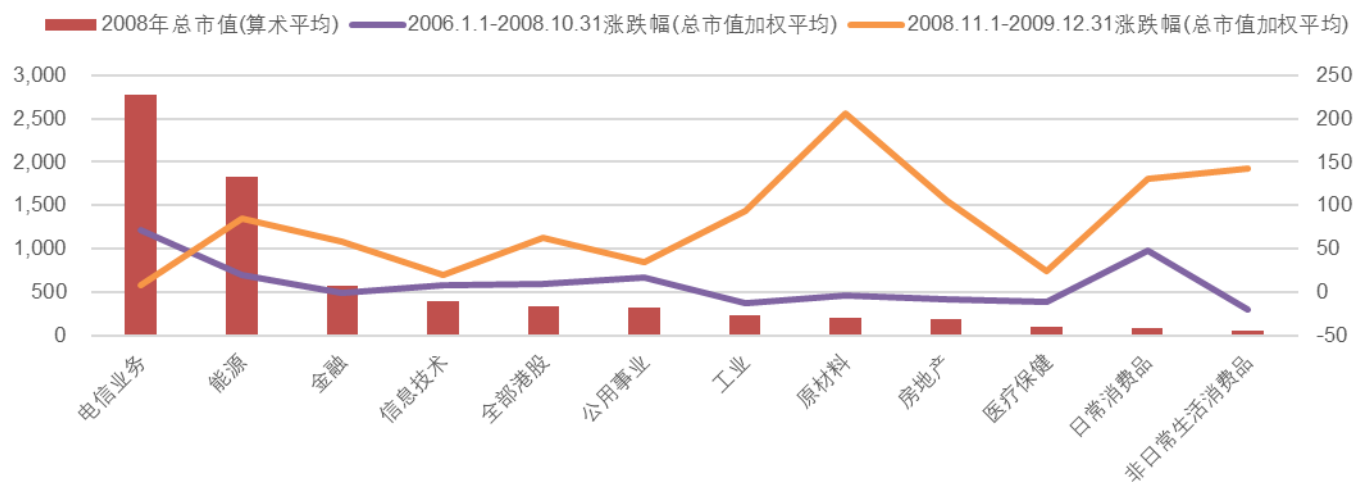
(大市值-小市值)							
2002.1.31-2005.12.31	3.30% (1.48)	0.74	0.52%	50.00%	0.48	20.68%	5.99%
2006.1.31-2008.10.31	7.07% (2.43)	1.44	1.86%	64.71%	1.20	15.78%	21.66%
2008.11.31-2009.12.31	-13.07% (-4.14)	-3.83	-6.94%	0%	-3.14	27.74%	-65.47%
2010.1.31-2017.12.31	3.69% (2.63)	0.94	0.25%	55.79%	0.22	27.49%	1.88%

数据来源：东方证券研究所

关于金融危机前夕 2006 年-2008 年 11 月的这波大市值行情和危机爆发后 2008 年 11 月之后-2010 年这段时间的小市值行情，我们对这背后的原因尝试进行了探讨：

2006.1.31-2008.10.31 间，依托内地经济高度增长的大环境，在香港上市的国企也实现业绩的高速增长。香港本地的大盘蓝筹股也纷纷受惠于内地经济和香港经济的发展。2008 年金融危机期间，大盘股也更抗跌。从这段时间各行业的涨幅情况来看，市值较小的非日常生活消费品、工业、医疗保健等板块均呈现较大跌幅，而市值较大的电信、能源涨幅居前。金融危机爆发后的 2008 年底到 2009 年底这段时间，全球市场正开始复苏，由于小盘股 beta 较大，危机时期大跌，因而在危机过后补涨，使得这段时间出现了非常明显的小盘股行情。从这段时间各行业的涨幅情况来看，电信、信息技术、金融、能源等大票的表现相对低迷，而消费类和原材料等小票迅速反弹。

图 68：2006 年-2008 年 11 月，2008 年 11 月之后-2010 年各行业涨跌幅对比



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

6.2 动量效应

下面我们检测港股市场中是否存在动量效应。检测方法为：剔除了最近一个月的收益，用前面 M 个月的股票收益率作为因子值，观察 N 个月持有期的股票收益率，M 和

N 分别取 1、3、6、9、12 个月进行交叉验证。样本区间选取为 2003.3.31-2016.12.31，每月调仓。

在绩效检验前我们对原始因子按顺序进行如下处理：1. Boxplot 方法去极值；2. 均值方差标准化；最后得到 zscore。我们将不同持有期的动量组合 IC 除以 \sqrt{n} 进行统一。

表 12：动量因子绩效评价

m	n	IC	IC_IR	T 值	多空组合月收益	月胜率	夏普值	最大回撤	年化收益
1	1	0.44%	0.10	0.36	0.22%	60.84%	0.15	52.39%	0.98%
	3	0.59%	0.25	0.92	0.63%	56.63%	0.25	78.95%	2.48%
	6	0.93%	0.58	2.17	1.61%	60.24%	0.37	63.58%	6.61%
	9	0.78%	0.58	2.16	0.99%	57.23%	0.15	73.55%	2.64%
	12	0.69%	0.61	2.26	1.24%	56.02%	0.17	70.62%	1.61%
3	1	1.72%	0.35	1.29	0.39%	56.63%	0.24	44.97%	2.83%
	3	1.51%	0.58	2.17	1.76%	66.27%	0.73	65.40%	6.21%
	6	1.70%	0.89	3.31	2.77%	67.47%	0.55	78.11%	1.17%
	9	1.74%	1.05	3.92	3.56%	73.49%	0.47	69.96%	2.32%
6	12	1.22%	0.87	3.25	2.59%	65.66%	0.32	72.81%	1.15%
	1	3.23%	0.60	2.24	0.55%	65.66%	0.32	59.46%	4.10%
	3	2.40%	0.76	2.83	1.96%	66.87%	0.53	58.27%	8.51%
	6	2.30%	0.96	3.57	3.12%	69.28%	0.45	63.26%	10.63%
9	9	1.89%	0.99	3.68	3.40%	72.29%	0.39	69.42%	5.36%
	12	1.15%	0.74	2.76	3.21%	67.47%	0.35	62.96%	-2.18%
	1	3.40%	0.56	2.09	0.65%	62.05%	0.33	73.60%	4.74%
	3	2.82%	0.80	2.98	2.04%	62.05%	0.46	57.73%	8.01%
12	6	2.04%	0.80	2.98	2.63%	67.47%	0.38	61.28%	10.22%
	9	1.51%	0.74	2.75	2.64%	68.07%	0.30	83.42%	4.74%
	12	0.94%	0.57	2.12	3.69%	65.06%	0.39	81.72%	-2.74%
12	1	3.34%	0.57	2.11	0.55%	62.05%	0.28	78.18%	3.69%
	3	2.05%	0.58	2.16	1.17%	60.84%	0.27	70.68%	5.13%
	6	1.31%	0.50	1.87	1.25%	64.46%	0.17	70.46%	6.17%
	9	1.12%	0.55	2.06	1.15%	63.25%	0.12	74.55%	-1.23%
12	0.76%	0.47	1.77	1.22%	63.86%	0.12	72.11%	5.14%	

数据来源：东方证券研究所

可以看到动量组合 IC 值均为正，且大多数都 T 检验显著。说明港股的动量效应在各个周期都十分显著。比较来看，当形成期为 6-12 个月，持有期为 1-6 个月的时候港股的动量效应最明显。下面我们给出形成期 9 个月，持有期 1 个月的动量因子的多空组合净值曲线与月收益率。

从分组超额收益来看，过去一段时间动量因子单调性较为明显，平均而言，做多动量最大组，做空动量最小组可以获得较大的超额收益率。但从多空净值曲线来看，2008

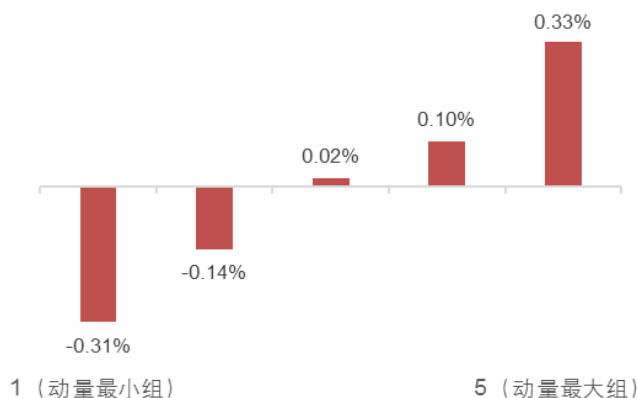
年底到 2009 年初金融危机期间动量组合出现了较大回撤，其余时段表现较为稳健。可见动量崩塌效应在港股市场也有一定程度的体现。但是应该注意到的是，尽管出现了大幅回撤，但多空组合的胜率仍然很高，基本都在 60% 以上，这说明大幅回撤仅仅是小概率事件，并不能否认动量因子的有效性。如何应对动量组合的小概率事件也将是接下来需要研究的问题。

图 69：恒生综指内（9，1）动量因子多空组合表现



数据来源：东方证券研究所

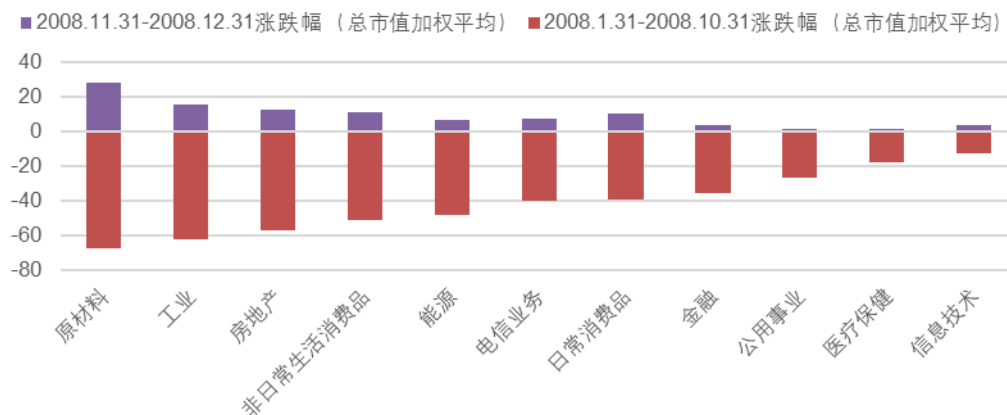
图 70：恒生综指内（9，1）动量因子分组超额收益



数据来源：东方证券研究所

我们发现（9，1）动量组合的多空组合收益率最低点出现在 2008 年 11 月底。因而我们统计 2008 年 2 月初-2008 年 10 月底港股各行业的平均涨跌幅，和 2008 年 12 月的平均涨跌幅。通过对比可以明显看出，在动量形成期阶段收益率较高（跌幅较小）的行业例如医疗保健、公用事业等在持有期收益率反而很低，而在动量形成期阶段收益率较低（跌幅较大）的行业例如原材料、工业、地产等在持有期收益率反而很高。这就导致了做多形成期跌幅较小的股票，做空形成期跌幅较大的股票将获得极低的收益率。

图 71：2008 年 2 月初-2008 年 10 月底，和 2008 年 12 月的港股各行业的平均涨跌幅



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

7 港股和海外市场、国内市场的相关性

7.1 指数相关性

由于指数为非平稳序列，因而通常做法是进行一阶差分，考察指数收益率间的相关关系。

7.1.1 数据分析

首先以 2007 年至今的周度数据为样本，计算恒生指数、富时 100 指数、标普 500 指数、日经 225 指数、上证综指收益率之间的相关关系。此处暂不使用日频数据，避免出现时差问题。可以发现：香港市场与英美日海外市场联系较为紧密相关度达到 60% 以上，与中国大陆市场的相关度较低，仅为 40%。因此，影响香港市场最重要的是英国市场和美国市场。

表 13：港股和海外市场相关性

	香港	英国	美国	日本	中国内地
香港	1.00	0.66	0.62	0.66	0.40
英国	0.66	1.00	0.86	0.65	0.16
美国	0.62	0.86	1.00	0.65	0.15
日本	0.66	0.65	0.65	1.00	0.23
中国内地	0.40	0.16	0.15	0.23	1.00

数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

进而我们计算滚动相关系数，由该时点前 1 年的周度收益率数据计算得出每个时点上上证综指和标普 500 指数与恒生指数的相关性系数曲线。考察相关程度的变化趋势，从图中可以看出香港市场与美国市场的相关性呈现减弱的趋势，而与中国内地市场的相关性不断增强。除了 2008 年金融危机期间，恒生指数与标普 500 指数的相关性达到了 0.8 以上。

图 72：恒生指数与上证综指、标普 500 收益率的相关系数变动趋势



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

为了考察沪港通与深港通开通对港股和 A 股市场相关性的影响，我们分别计算了三个阶段的恒生指数与上证指数的相关系数。可以看出，2014 年 11 月沪港通开通使得香港与中国内地市场联动性更为紧密。但 2016 年 12 月深港通开通后对两地相关性的提高不明显。

表 14：恒生与上证分时段相关系数统计

沪港通开通前 (2009.1.1 -2014 .11 .17)	0.39
沪港通开通后到深港开通前 (2014 年 11 月 17 日-2016 年 12 月 5 日)	0.48
深港开通后 (2016 年 12 月 5 日后)	0.49

数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

7.1.2 原因分析

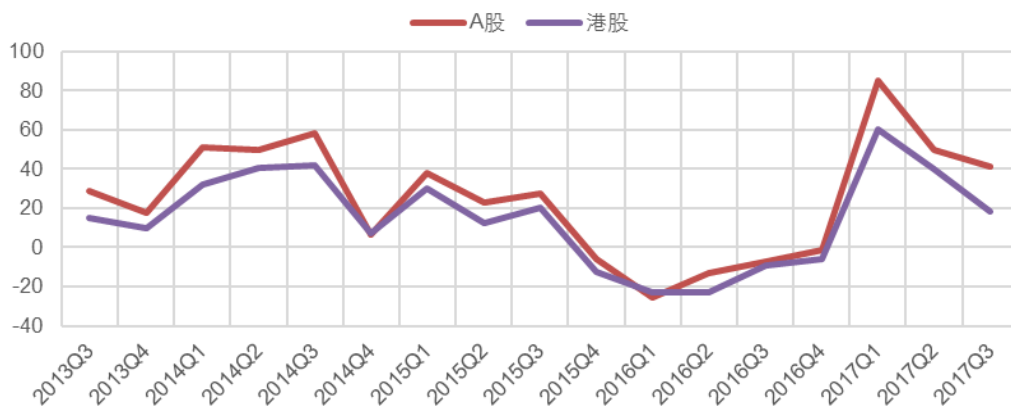
究其原因，港股受海外市场波动影响更大。这是由于香港资本流动环境开放，港股与国际金融市场联动性更强，当国际爆发对金融市场有严重影响事件时，链式反应会使得港股市场亦出现较大幅度的波动，如 911 事件、美朝局势紧张等。此外，联系汇率制度使得香港货币当局只能被动跟随美国货币政策进行操作。

联动原因具体而言可能会有以下几点：（1）盈利能力的联动。从宏观的角度来看，全球和地区区域景气程度提升，全球市场之间通过贸易、金融等方式，实现盈利的同步变化，在金融市场就会驱动价格的联动；（2）全球流动性的联动。对于香港这种开放经济体来说，全球流动性都能够得到反映；（3）投资者活动的联动。这种联动主要体现在投资者全球配置资产，空间套利活动会使得联动关系提高。特别值得关注的是借助存托凭证、跨市场指数期货等衍生金融工具，将全球市场联动的更加紧密。

7.2 业绩相关性

7.2.1 数据分析

从整个港股和 A 股的净利润增速走势来看，港股和 A 股盈利趋势一致。

图 73：最近四年港股与 A 股净利润增速走势对比


数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

7.2.2 原因分析

港股盈利和大陆相关性强，主要原因在于港股市场中内地公司占比高，中资股在港股中的作用不容忽视。

图 74：港股分类



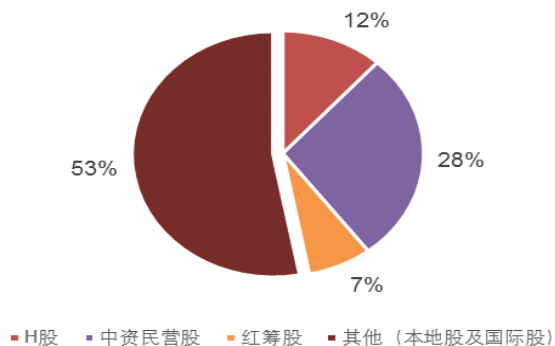
数据来源：东方证券研究所

中资股包括三个部分：

1.H 股——是指注册在内地、赴香港上市的公司，比较典型的就是银行股和保险股，如四大行，中国平安、中国财险、中国太保等保险股。2.红筹股——是指注册在境外、香港上市，且国有机构持有不低于 30% 股权以及 50% 营业收入来自内地的公司，如中国移动、联想集团，这一概念诞生于上世纪 90 年代初，红色用以表明股票的境内背景。3.中资民营股——指注册在境外，香港上市，且 50% 营业收入来自内地的民营企业，如腾讯、瑞声科技、碧桂园等。

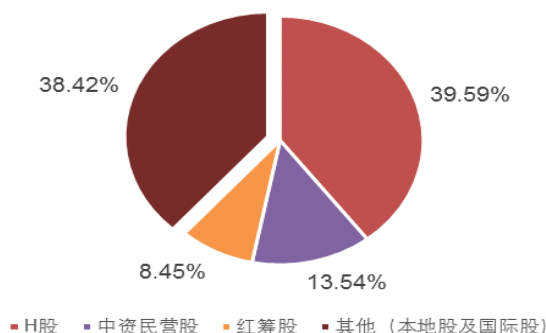
从数量占比上看，截至 12 月 31 日，香港市场共有上市公司 2150 家，合计总市值 67.7 万亿港币。中资股合计数量占比 46.97%。从市值占比上看，中资股合计市值占比 47%。需要注意的是，实际上这还是仅以港交所官方数据为口径，并不包括其它业内机构算入的中资民营股（即注册地在香港，多数业务开展在内地的中小型民营企业），如果将其也计入统计，更加广泛意义上的中资股市值占港股比例已经超过 60%。可见中资股已经成为港股的中流砥柱。对比 1997 年的港股市场，中资股数量在港股的占比仅为 6%，市值占比仅为 16.29%。如果将 1997 年中资股市值与 2017 年对比，在不考虑汇率因素的情况下，后者为前者的将近 22 倍。可见 2000 年之前香港经济是港股的主要驱动因素，2000 年起由于大量中国公司在香港上市，中国经济增长已经成为决定港股走势的核心要素。

图 75：港股股票构成（数量占比）



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

图 76：港股股票构成（市值占比）



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

8 AH 两地上市股票股价的联动性，溢价幅度

8.1 AH 股价联动性

恒生 AH 股 A 指数与恒生 AH 股 H 指数衍生于 A+H 指数，可以用来分别度量 A+H 成分股在 A 股市场和 H 股市场的表现。指数定期与每季调整比重。当前两指数成分股数量均为 71。通过对比这两个指数的走势，可以初步分析 AH 股股价的联动性。从下图可以看出 AH 股股价联动性较强。

进一步以 2006 年至今的周度数据为样本，考察两指数收益率间的相关关系。总体来看 AH 股相关性逐步上升。这与中资股在港股中占比上升有很大关系。

图 77：2006—2017 恒生 AH 股 A 与恒生 AH 股 H 指数走势



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

图 78：2006—2017 恒生 AH 股 A 与恒生 AH 股 H 指数收益率相关性



数据来源：东方证券研究所

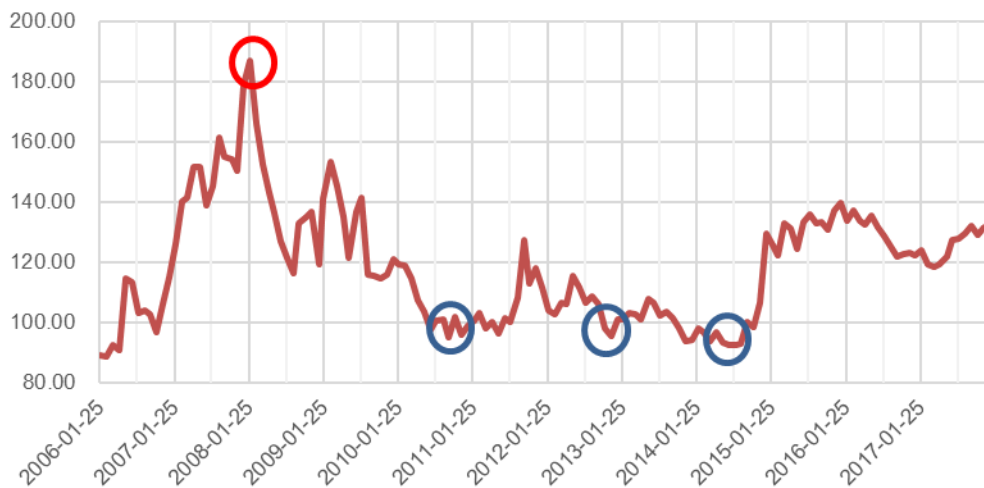
8.2 AH 溢价幅度

2007 年 7 月 9 日，恒生指数公司推出恒生沪深港通 AH 股溢价指数（HSAHP），用于衡量 A+H 上市公司的溢价水平。指数可追溯到 2006 年 1 月 3 日。AH 股溢价指数根据纳入指数计算的成份股的 A 股及 H 股的流通市值，计算出 A 股相对 H 股的加权平均溢价(或折让)。指数越高，代表 A 股相对 H 股越贵(溢价越高)，反之，指数越低，代表 A 股相对 H 股越便宜。根据 2017 年 12 月 31 日的最新名单，AH 成分股数量达到各 71 只，AH 股溢价指数成分股共 142 只，为历史之最。

从 AH 股溢价指数来看，指数经常保持在 100 点以上，即 A 股经常处于溢价状态，仅有 2010 年和 2014 年的部分时间低于 100 点。

2007 年，AH 溢价指数持续走高，港股相对 A 股由折价逐渐变为溢价。2008 年 1 月 31 日，恒生溢价指数达到 187 点。次贷危机期间，A 股估值回落幅度高于港股，表现出 AH 溢价指数的回调。从 2010-2015 年，AH 溢价指数徘徊在 100-120 点，长期低于历史均值水平，期间 2010、2012、2014 年溢价指数均跌破 100 点。2014 年中触及历史最低位 88.7。2015 年 A 股开启的一波牛市拉升了 AH 溢价指数。2017 年年末恒生溢价开盘达到 130 点。

图 79：2007—2017 恒生 AH 股溢价指数



数据来源：Wind 资讯、东方证券研究所

9 风险提示

1. 量化模型基于历史数据分析得到，未来存在失效的风险，建议投资者紧密跟踪模型表现。
2. 极端市场环境可能对模型效果造成剧烈冲击，导致收益亏损。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

