

再论 AH 溢价

- AH 溢价是结果不是原因

2010 年 7 月 29 日星期四

东海证券研究所海外市场研究小组

海外市场分析师：徐缨

执业证书编号：S0630210040003

电话：008621-50586660*8640

Email: xuying@longone.com.cn



市场重回下降通道

A-H 溢价的概述及分析

不论在内地A股或是香港股市的投资者大都比较关心A-H溢价，因为市面上有一种观点是把A-H溢价的变动作为股市价值衡量的一个标准。溢价很高时往往认为内地A股的估值可能已经偏高或港股的估值可能相对偏低；溢价很低，甚至某些A-H股出现折价时，又认为A股可能估值偏低了或者港股的估值偏高了。我们不这样认为，我们认为A-H溢价是由两地股市规则的差异，投资者群体的不同，同一家公司在两地分别上市的股票不能相互流通，资金在两地间不能无障碍流动，资金本身的流动性不一样，受政策的影响不一致，受外围市场影响的程度不一致等等因素形成的。A-H溢价是上述因素对两地市场的影响不同而造成的结果，用此结果来作为估值的一种衡量标准，多少有些偏颇。

先对A-H溢价指数和A-H股作一个大致的概述如下：

(1)A-H溢价指数：该指数今年以来一直处于下降的通道中。2009年12月31日，A-H溢价指数收在120.93；2010年7月22日，A-H溢价指数收在99.55，下跌了接近18%。内地A股的跌幅如果超过港股的跌幅，A-H溢价指数下跌；反之则上扬。所以有必要考查一下同期内地A股和港股的表现。内地A股，以沪深300指数为基准的话，下跌超过22%；港股，以恒生综指为基准的话，仅下跌了5%左右。A-H溢价指数下行可以理解。事实上，经过我们的实证分析，A-H溢价指数变化中的近80%（剩余的20%则由其它各种“噪音”所导致）是由内地A股指数的变化和港股指数的变化导致的。恒生综指每上升1%，在沪深300指数无变化的情况下，A-H溢价指数下降1.1%左右；反过来，沪深300指数每上升1%而恒生综指无变化的情况下，A-H溢价指数上扬0.77%。

A-H溢价指数在历史上曾经达到过的最低点（仅考虑收盘价）是在2006年4月13日，为85.01；曾经达到过的最高点（仅考虑收盘价）是在2008年1月16日，为208.06。7月22日的收盘价是99.55。如果计算99.55在整个历史数据范围内的百分位可以发现，99.55仅比历史数据中的11%的数据高（简单来说，如果历史数据有100个，百分位等于11%说明，只有11个数据小于被考查数据），目前的A-H溢价处于历史低位不可否认。

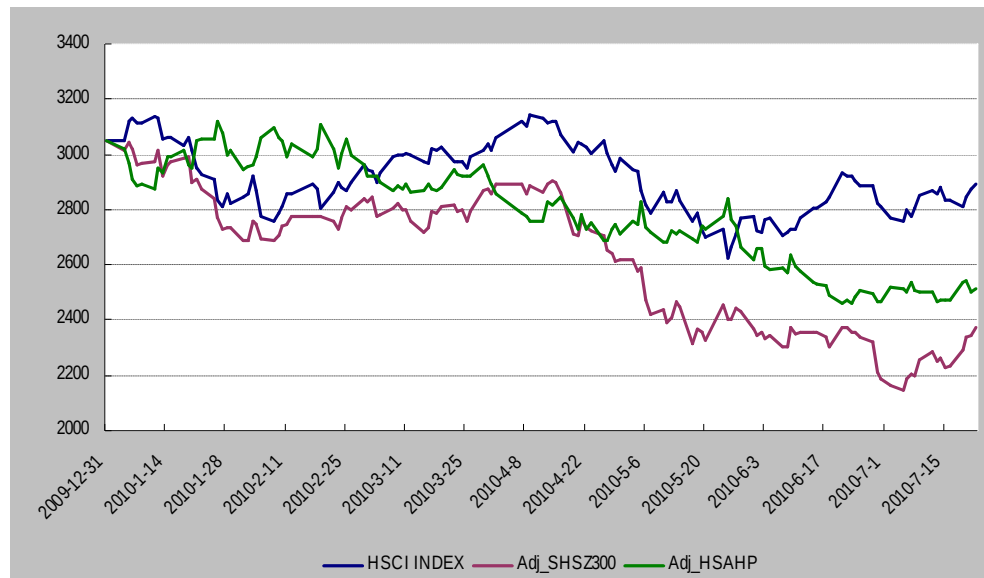
A-H溢价指数处于历史低位，那么相对的A股估值是否处于历史低位呢？那么港股估值呢？

沪深300指数7月22日收在2781点，相应的静态PE等于18.48，相应的动态PE等于15.73。同样，分别计算一下它们的百分位。静态的18.48和动态15.73的百分位都是30%左右（比历史数据中的30%的数据要高）。如果用PE作为估值的衡量标准，可以这么说，现在A股的估值可以认为在低位但决不像A-H溢价所表现出的那么低。

恒生综指7月22日收在2891点，对应的静态PE等于15.59，动态PE等于13.84。分别计算它们的百分位。前者的百分位是60%，后者的百分位是35%。显然，如果以PE作为估值的衡量标准的话，港股目前的估值处在中等至稍偏低的范围内。这不是A-H溢价所能反映出来的，不是吗？

我们的结论：从分析指数的角度出发，A-H溢价指数不能作为估值的一种衡量手段。A-H溢价只是一个结果，不能说因为A-H溢价指数怎么样，怎么样，所以A股或者港股现在的估值怎么样，怎么样。前后不存在因果关系。

恒生综指(HSCI), 经调整沪深300指数(Adj_SHSZ300), 经调整A-H溢价指数(Adj_HSAHP)今年以来相对表现



来源：Bloomberg, 东海证券研究所

(2)A-H股中的个股情况：目前在香港上市的内地A股共有62只，或者说A-H股有62只。最多的是银行类的个股，共有8家（如：中国银行）；其次是多样化机械类的个股，共有5家（如：昆明机床）；再次是交通运输类的个股，共有4家（如：中国远洋）；出现3家的类别则比较多，比如：保险类，钢铁类，采掘类，工程建筑类，煤炭类，航空类等。地产股仅一家，是北辰实业；医药股也只有两家，分别是新华制药和广州药业。

在这62只个股中，目前出现折价的有（港股价格高于A股价格；我们计算时已将货币单位根据当日牌价统一到港元）17只。其中银行类个股占7只（惟一还处于溢价情况下的是中信银行，截至到我们在写报告时，中信银行在A股的价格是5.97人民币元/股，换算成港元是6.85港元/股。中信银行在港市的价格是5.30港元/股。A股对港股的溢价是29.22%。）；钢铁，煤炭，工程建筑和保险各有两家；建筑材料和交通运输各一家。折价最大的是海螺水泥，达到22.17%，折价最小的是中国银行，达到1.27%。7家银行的平均折价率是12.57%左右。

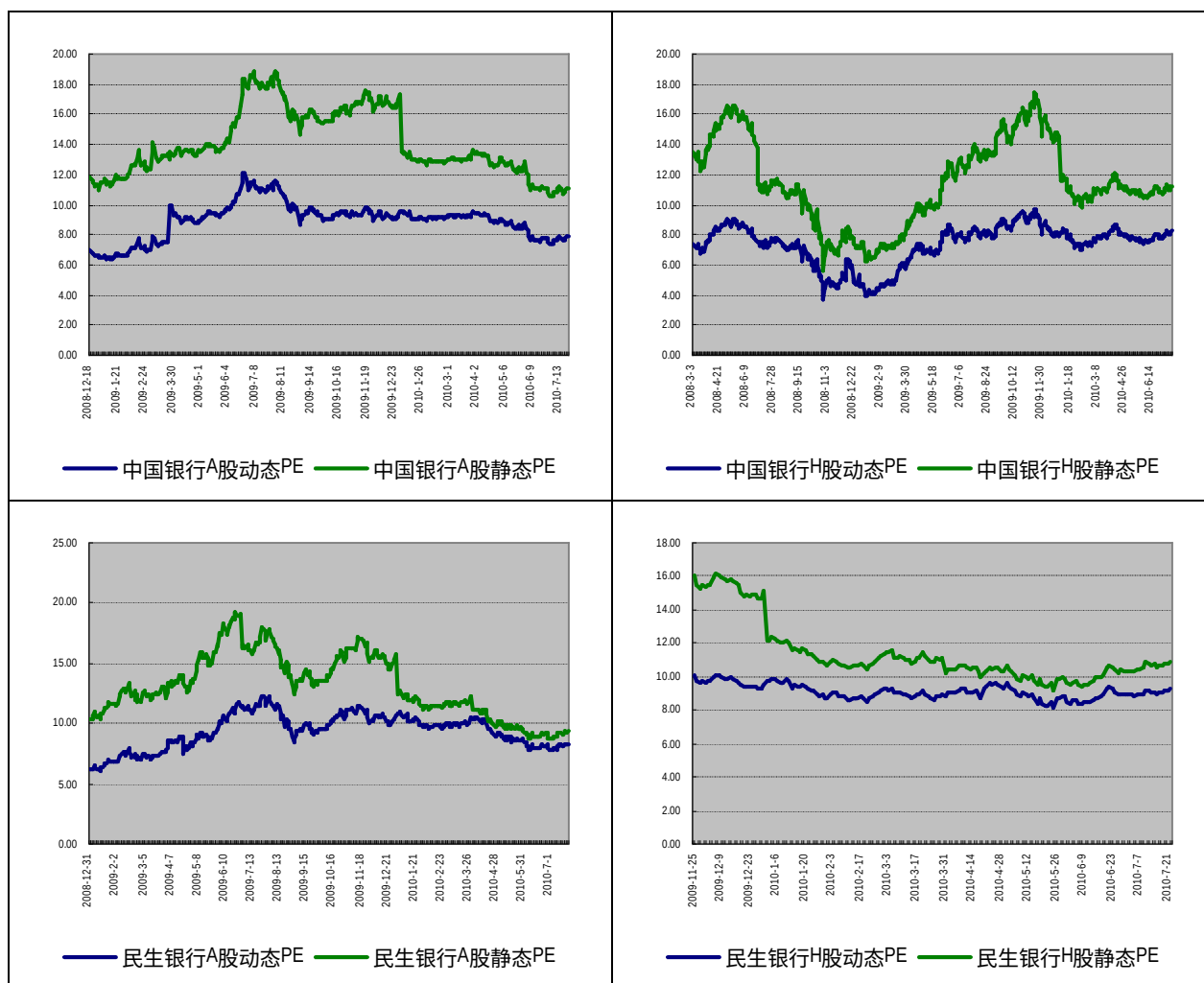
在上面（1）中，我们讨论了A-H溢价指数与A股估值和港股估值的情况。结论是A-H溢价指数并不能作为估值的一种衡量手段。

那么A-H股中的个股呢？

随机挑选两家银行出来，中国银行和民生银行。中国银行7月22日在香港的收盘价是4.12港元/股，对应的静态PE是11.23，对应的动态PE是8.24。与历史PE相比，前者的百分位是36%，后者高达76%。百分位所代表的意思我们在前面已经详细解释过，就PE估值而言，中国银行在香港的估值的确不能认为便宜，但也谈不上很高。看一下中国银行在A股的情况，7月22日的收盘价是3.55人民币元/股，对应的静态PE是11.09，对应的动态PE是7.89。与历史PE相比，前者的百分位是2%，后者是25%。就静态PE而言，中国银行的估值的确已很便宜，但就动态PE来说，说它便宜就有些勉强。

民生银行：民生银行7月22日在香港的收盘价是7.23港元/股，对应的静态PE是10.91，对应的动态PE是9.31。与历史PE相比，前者的百分位是58%，后者高达72%。就PE估值而言，与中国银行一样，民生银行在香港的估值的确不能认为便宜，但也谈不上很高。看一下民生银行在A股的情况，7月22日的收盘价是5.42人民币元/股，对应的静态PE是9.38，对应的动态PE是8.35。与历史PE相比，前者的百分位是9%，后者是28%。就静态PE而言，民生银行的估值也属便宜，但就动态PE来说，说它便宜仍然有些勉强。

就上述这两家折价股来说，不能有这样的结论，即：A股的估值已低或港股的估值已高。



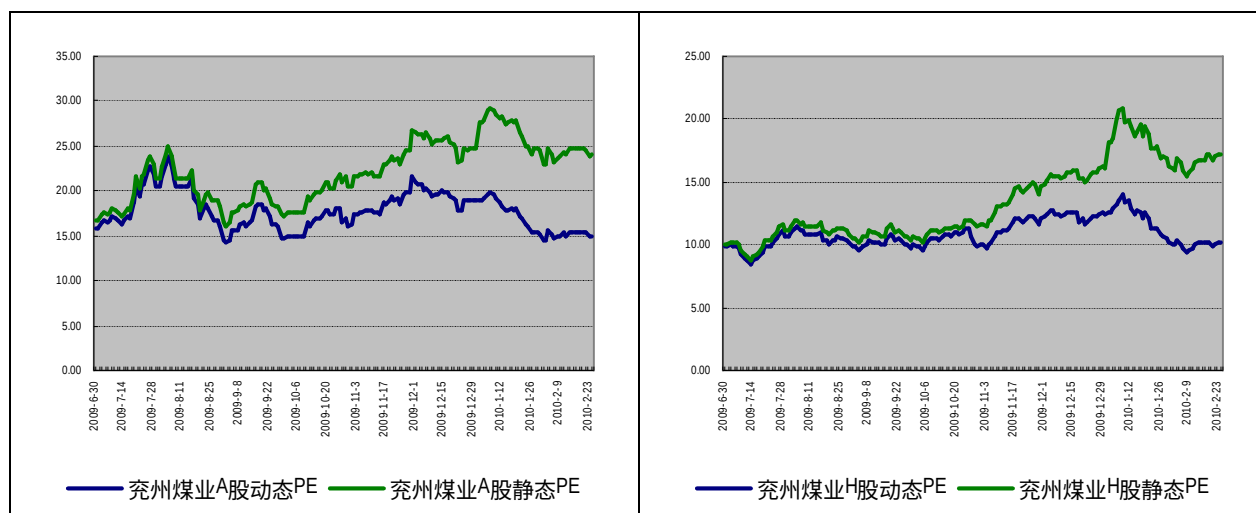
来源：Bloomberg, 东海证券研究所

我们再随机挑选一家交通运输类的股票 – 中海集运和煤炭类的股票-兖州煤业。

中海集运：中海集运7月22日在香港的收盘价是2.89港元/股，对应的静态PE是379，对应的动态PE是16.80。与历史PE相比，前者的百分位是100%，后者是32%。就静态PE估值而言，中海集运在香港的估值的确很贵，但就动态PE估值来说，就不能认为很高。看一下中海集运在A股的情况，7月22日的收盘价是3.69人民币元/股，对应的静态PE是902，对应的动态PE是18.92。与历史PE相比，前者的百分位是98%，后者是8%。就静态PE而言，中海集运的估值非常贵，但就动态PE来说，应该说属于便宜类的。

兖州煤业：兖州煤业7月22日在香港的收盘价是16.46港元/股，对应的静态PE是17.19，对应的动态PE是8.25。与历史PE相比，前者的百分位是73%，后者是8%。就静态PE估值而言，兖州煤业在香港的估值已较高，但就动态PE估值来说，应属较便宜。看一下兖州煤业在A股的情况，7月22日的收盘价是18.1人民币元/股，对应的静态PE是21.68，对应的动态PE是10.52。与历史PE相比，前者的百分位是68%，后者是6%。就静态PE而言，兖州煤业的估值已较高，但就动态PE来说，应该说属于便宜类的。

需要提出的是，中海集运和兖州煤业都是溢价股，就静态PE估值而言，无论A股，港股都已较高；就动态PE而言，两者都属于比较便宜的，因此不能因为这是溢价股，就得出A股的估值已高或港股的估值较便宜这样的结论吧。



来源：Bloomberg，东海证券研究所

结论

我们在文章的开头就谈到了 A-H 溢价出现的可能因素。我们认为更重要的一个因素是在不同市场（如内地 A 股市场和港股市场）交易的同一只股票的估值应该与当地的股市的估值进行比较，而不是相互间，跨市场进行比较，除非资金的跨市场流动性没有任何障碍。如果资金的跨市场流动毫无障碍，且两地货币的汇率能保持相对稳定的话，跨市场比较就比较有意义了。如果港股较之 A 股便宜，资金就会去追逐港股而抛弃 A 股，港股的价格就会上行，A 股的价格就会下跌，直至达到平衡（平衡不代表一样，总有些其它因素使得两地间同一家上市公司的股价有些许差异，但绝不是如同现在 A-H 股之间这般大的差异）。

历史上内地 A 股的估值因为种种原因一直是比较高的。截止到 2010 年 7 月 22 日，沪深 300 指数的历史平均静态 PE 是 25，历史平均动态 PE 是 21。港市作为比较成熟发达的股票市场，相对比较理性，其估值也比较合理。恒生综指历史平均静态 PE 是 17，历史平均动态 PE 是 15。一家上市公司的 PE 如果是 20，对于内地 A 股而言，其估值属中等，但对于港市而言，其估值就稍偏高了。在内地 A 股市场，这家公司的股票完全有可能还会被继续推高，而在港市，虽然不排除被继续推高的可能性，但不能否认其被进一步推高的概率较之 A 股会低不少。于是 A-H 溢价就出现了。反之，就出现折价。

A 股今年以来遭受巨大跌幅，原因在于经济转型带来的不确定。市场是最不喜欢不确定性的，股市现在的大跌，反映的是未来经济转型这条道路的崎岖不平。港市则不一样，香港的经济结构与内地不一样，内地经济转型对香港的冲击远不如对内地本身的冲击。虽然内地和香港之间的经济联系已越来越紧密，但毕竟是两个经济体，任何政策，事件等对两者的影响是不一样的。

A-H 溢价或折价是两个市场不同的结果，不能颠倒过来认为 A-H 溢价在缩小就说明 A 股的估值已便宜或港股的估值已偏高。

附注：

一、行业评级

推荐 - Attractive：预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line：预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious：预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 - Buy：预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform：预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral：预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell：预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻板、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号 11 楼

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话：(86-21) 50586660 转 8640

传真：(86-21) 50586660 转 8611

邮编：200122