

人民币升值如何影响 AH 权益

华泰研究

2022 年 12 月 15 日 | 中国内地

专题研究

研究员 **张馨元**
SAC No. S0570517080005 zhangxinyuan@htsc.com
SFC No. BPW712 +(86) 21 2897 2069

研究员 **王以**
SAC No. S0570520060001 wangyi012893@htsc.com
SFC No. BMQ373 +(86) 21 2897 2228

核心观点：人民币转入升值通道，三类行业受益

人民币升值期间，部分行业收益与人民币汇率相关性较高，我们总结出以下逻辑，①受益于配置效应的食品饮料、家电、家居、装修建材、港股，②受益于汇兑效应的航空机场、工业金属，③受益于相对基本面效应的食品饮料、装修建材、传媒、计算机。与之相对，国防军工、公用事业、铁路公路等防御性行业相对收益逻辑在人民币升值环境中承压，风险偏好及相对基本面效应或为跑输主导因素。考虑本轮汇率变化的特殊性，建议此主题下配置：食品饮料、家电、家居、装修建材、航空机场、工业金属、传媒、计算机行业及港股，文末附有“受益于人民币升值”主题组合。

中美利差及风险偏好能基本解释人民币汇率波动

中美利差以及风险偏好能较好的解释人民币汇率的长期走势。中美利差既是两国经济相对强弱映射，又反映了不同的货币政策取向，从历史上看中美利差和美元兑人民币汇率存在着较好的相关性，仅有三个时间段发生明显背离，其中风险偏好（中美关系是重点）能够解释两个背离时段：1) 2019.03~2020.01，中美贸易摩擦带来的不确定性增加，贸易谈判进展成为决定人民币汇率的主导因素；2) 2020.02~2020.05，疫情冲击、美股熔断驱动全球避险情绪上行，带动美元走强；3) 2021 年至 2022 年初，人民币在出口结汇的强劲需求带动下走出“美元强，人民币更强”的行情。

人民币升值利好哪些行业？

在人民币升值期间，市场风险偏好修复，中美利差往往回升。人民币升值对权益结构有三条影响路径：1) 配置效应：人民币升值带来外资流入，外资定价权较高的食品饮料、家电、家居、装修建材行业及港股通常上行。2) 汇兑效应：①债务端，人民币升值减轻航空机场、工业金属美元债务的偿还压力。②成本端，全球定价的大宗原料在人民币升值期间价格下降，或将增厚航空机场、工业金属等行业的利润。3) 相对基本面效应：人民币升值往往对应内需强于外需的时段，国内营收占比较高的食品饮料、传媒、计算机、装修建材受益。

人民币升值对行业超额收益逻辑有负面影响？

在中美关系主导的市场避险情绪增加、中美利差收敛期间，防御板块通常走强。人民币升值期间，相对基本面效应及风险偏好或为主导行业超额收益环境的承压的因素：1) 相对基本面效应：人民币升值阶段，内需通常强于外需，海外营收占比较高的纺织服装等出口型行业受到外需相对较弱及出口价格竞争力下降影响，营收端及利润端承压；②风险偏好效应：人民币升值阶段往往对应风险偏好（以中美关系为主）的修复，国防军工及偏防御性板块（公用事业、公路铁路、建筑装饰）的超额收益逻辑或在人民币升值阶段承压。

“人民币升值”主题配置建议：内需消费+内需 TMT+外资重仓品种

根据历史规律的总结以及各行业所处环境的分析，我们认为各行业在人民币升值期间的表现主要取决于配置效应、汇兑效应、相对基本面效应对各行业的影响，及本轮升值期间行业自身景气度及超额收益环境。结合行业景气度及复盘规律，我们认为食品饮料（配置效应+相对基本面效应+防疫政策优化）、家电（配置效应+防疫政策优化）、家居（配置效应）、装修建材（配置效应+相对基本面效应）、传媒（相对基本面效应）、计算机（相对基本面效应+信创政策推动）、工业金属（汇兑效应）、航空机场（汇兑效应）、港股（配置效应）有望在本轮人民币升值阶段获得超额收益。

风险提示：国内经济复苏不及预期，美联储加息超预期。

正文目录

人民币汇率影响因素分析	5
利率：中美利差扩大吸引跨境资本流入.....	5
经济面相对强弱.....	5
货币政策差异.....	5
风险偏好.....	5
短期供需因素：出口结汇需求强劲.....	6
人民币汇率影响股市波动的传导路径	7
配置效应：与股价波动性相关性较高.....	8
人民币升值的汇兑效应.....	10
外债效应.....	10
成本效应.....	11
人民币升值的相对基本面效应.....	11
结论：配置效应、汇兑效应及相对基本面效应表现较为显著.....	12
本轮升值周期与前几轮异同	14
宏观角度：经济周期错位+风险偏好修复.....	14
哪些行业在本轮可能受益：配置效应+汇兑效应.....	14
食品饮料、家电等大消费行业：配置效应+线下经济回暖.....	14
工业金属：汇兑效应+全球库存周期或上行.....	14
传媒：相对基本面效应+线下经济复苏+政策回暖.....	15
计算机：相对基本面效应+数字经济.....	15
装修建材：相对基本面效应+外资配置效应/家居：配置效应.....	15
航空机场：汇兑效应+线下经济复苏.....	16
哪些行业在本轮可能受益程度较小.....	16
纺织行业、文娱用品等出口型行业：外需较弱+海外营收占比较高.....	16
能源金属：本轮新能源汽车景气驱动相对较弱.....	17
国防军工、高股息防御板块（公用事业、公路铁路等）：中美关系主导的风险偏好的修复.....	17
复盘：811 汇改以来人民币升值阶段	18
第一轮人民币升值阶段复盘（2017 年 1 月-2018 年 2 月）.....	19
第一轮人民币升值期间股市表现.....	20
第二轮人民币升值区间复盘（2018 年 11 月-2019 年 2 月）.....	22
2018 年 11 月-2019 年 2 月：风险偏好修复.....	22
第三轮人民币升值区间复盘（2019 年 10 月-2020 年 1 月）.....	24
2019 年 10 月-2020 年 1 月：风险偏好修复.....	24
第四轮人民币升值阶段复盘（2020 年 5 月-2022 年 3 月）.....	25
2020 年 6-12 月：美元指数下行+出口景气+中美利差走阔.....	25
2021 年 1 月-2022 年 2 月：强出口结汇需求支撑人民币走强.....	27
受益于人民币升值组合	30
风险提示.....	30

图表目录

图表 1: 美元指数表现也受到风险偏好影响.....	5
图表 2: 汇率走势表现也受到风险偏好影响.....	6
图表 3: 贸易顺差支撑 2021 年下半年人民币持续升值.....	6
图表 4: 美元兑人民币汇率波动与一行行业及部分二级行业涨跌 β 系数.....	7
图表 5: 除在第四轮人民币升值后期, 成长风格均走强.....	8
图表 6: 人民币汇率波动与北向资金净流入呈反向波动趋势.....	8
图表 7: 食品饮料、电力设备、家用电器、银行、装修建材为北向资金超配较多行业.....	9
图表 8: 北向资金偏好持仓具备高且稳定的 ROE 及偏消费的行业.....	9
图表 9: 行业指数与北向资金持仓变动相关性较高.....	9
图表 10: 外资流入与恒指走势相关性较强.....	10
图表 11: 美元指数与外资流入港股节奏相关性较强.....	10
图表 12: 配置效应短期显著.....	10
图表 13: 汇兑效应短期显著.....	10
图表 14: 电子、交运、有色、农林牧渔美元债务占比较高.....	11
图表 15: 银行、石油石化、非银金融为 A 股中资美元债发行主体.....	11
图表 16: 地产、银行、非银金融为 A 股、港股中资美元债发行主体.....	11
图表 17: 铁路公路、房地产、非银金融、公用事业等海外营收占比较低.....	12
图表 18: 相对基本面效应短期显著.....	12
图表 19: 升值区间受益行业及原因总结.....	12
图表 20: 升值区间超额收益逻辑受阻的行业及原因总结.....	13
图表 21: 铜、铝库存处于 2019 年以来低位.....	15
图表 22: 航空机场往往能在人民币升值期间获得一定超额收益 (除疫情区间).....	16
图表 23: 纺织服装出口同比增速呈现下行趋势.....	16
图表 24: 能源金属超额收益也取决于新能源汽车景气度.....	17
图表 25: 国防军工及防御板块主要受到风险偏好影响.....	17
图表 26: 人民币汇率波动与 Wind 全 A 指数呈现较强的相关性.....	18
图表 27: 短期维度: 沪深 300 与美元兑人民币走势呈较强相关性.....	18
图表 28: OECD 经济领先指标对比.....	19
图表 29: GDP 数据对比.....	19
图表 30: PMI 指数持续位于扩张区间.....	19
图表 31: 中美利差增加.....	20
图表 32: 资本项目由负转正.....	20
图表 33: 大盘风格优于小盘.....	20
图表 34: 风格指数涨跌幅.....	20
图表 35: 北向资金重仓行业与市场领涨行业重合度较高.....	21
图表 36: 北向资金超低配变化与涨跌幅总体相关性较弱.....	21
图表 37: 海外营收占比较低行业与部分领涨行业重合.....	21
图表 38: 美债占比相对较高的家电行业涨幅较强.....	21
图表 39: 行业涨跌幅与汇兑损益相关性较低.....	21

图表 40: 估值分位数与涨跌幅总体相关性较弱	21
图表 41: 人民币汇率波动与北向资金净流入呈反向波动	22
图表 42: 大盘风格优于小盘	22
图表 43: 金融、成长风格占优	22
图表 44: 农林牧渔、通信等海外营收占比较低行业涨幅领先	23
图表 45: 农林牧渔、电子等美元债务占比较高行业涨幅领先	23
图表 46: 行业涨跌幅与汇兑损益相关性较低	23
图表 47: 估值分位数与涨跌幅总体相关性较弱	23
图表 48: 北向资金仓位变化与涨跌幅总体相关系数达到 0.47, 加仓行业与部分领涨行业重合	23
图表 49: 小盘风格优于大盘	24
图表 50: 成长、周期风格占优	24
图表 51: 传媒、建筑材料等海外营收较低行业涨幅较高	24
图表 52: 电子等美元债务占比较高行业涨幅较高	24
图表 53: 汇兑损益与行业涨跌幅总体相关性较弱	25
图表 54: 估值分位数与涨跌幅总体相关性较弱	25
图表 55: 北向资金仓位变化与涨跌幅总体相关系数达到 0.57, 加仓行业与部分领涨行业重合	25
图表 56: 中国 GDP 反弹领先全球其余国家	26
图表 57: 中美利差持续走阔	26
图表 58: 小盘风格优于大盘	26
图表 59: 周期、成长风格占优	26
图表 60: 社服等海外营收占比较低的行业涨幅较高	26
图表 61: 有色金属等美元债务占比较高行业涨幅较高	26
图表 62: 行业涨跌幅与汇兑损益相关性较低	27
图表 63: 估值分位数与涨跌幅总体相关性较弱	27
图表 64: 北向资金超低配变化与涨跌幅总体相关系数达到 0.52	27
图表 65: 大小盘风格相对强弱不明显	28
图表 66: 稳定风格占优	28
图表 67: 北向资金超低配变化与涨跌幅总体相关系数达到 0.57	28
图表 68: 煤炭等海外营收占比较低行业在次阶段涨幅较高	28
图表 69: 有色金属等美债占比较高行业获得一定超额受益	28
图表 70: 行业涨跌幅与汇兑损益相关性较低	29
图表 71: 本轮估值分位数与行业涨跌幅相关系数达到-0.52	29
图表 72: 符合以上条件的个股名单	30

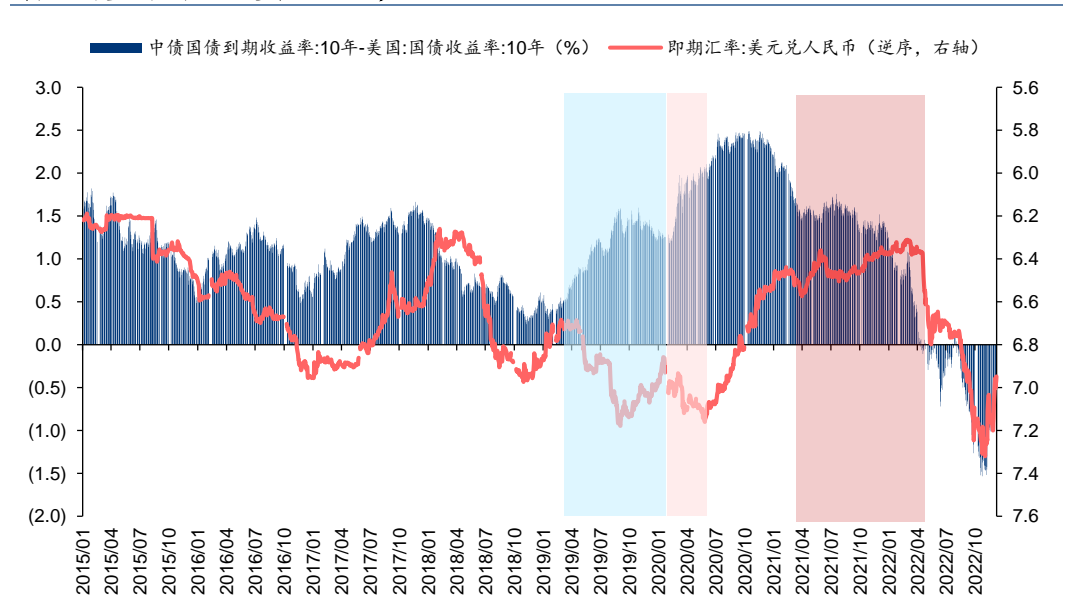
人民币汇率影响因素分析

理论上讲，影响人民币汇率波动的因素繁多，我们认为从中美利差以及风险偏好两个维度能较好的理解人民币汇率的长期走势。但短期因素如出口汇兑带来的超额需求也会对人民币汇率产生影响。

利率：中美利差扩大吸引跨境资本流入

从资本的逐利行为来说，以投资债券为主的资本会受到高利率的吸引流入中国，而当利差过低套息交易无法进行时，便会流回美国。中美国债利率的差额既反映了两国经济的相对强弱，又反映了不同的货币政策取向，因此可以很好的解释汇率波动。从历史上看中美利差和人民币汇率存在着较好的相关性，只有三个时段由于风险偏好因素而发生了明显背离。其中 2019 年 3 月至 2020 年 1 月主要是由于中美贸易摩擦带来的不确定性增加，人民币汇率对贸易谈判进展十分敏感；而 2020 年 2 月至 2020 年 5 月则是因为避险情绪增加驱动全球避险资金流入美国变相支撑了美元汇率。

图表1：美元指数表现也受到风险偏好影响



资料来源：Wind，华泰研究

经济面相对强弱

国家经济基本面的相对情况会影响到各国之间的利率水平，因为利率本质上就是经济回报率。经济的强弱会直接影响投资-储蓄的均衡利率，而后影响不同资产的回报率水平，并作用于长期资本的流动方向。通常来说，资金更倾向于流入经济表现较强的市场以期获得更高的投资回报。

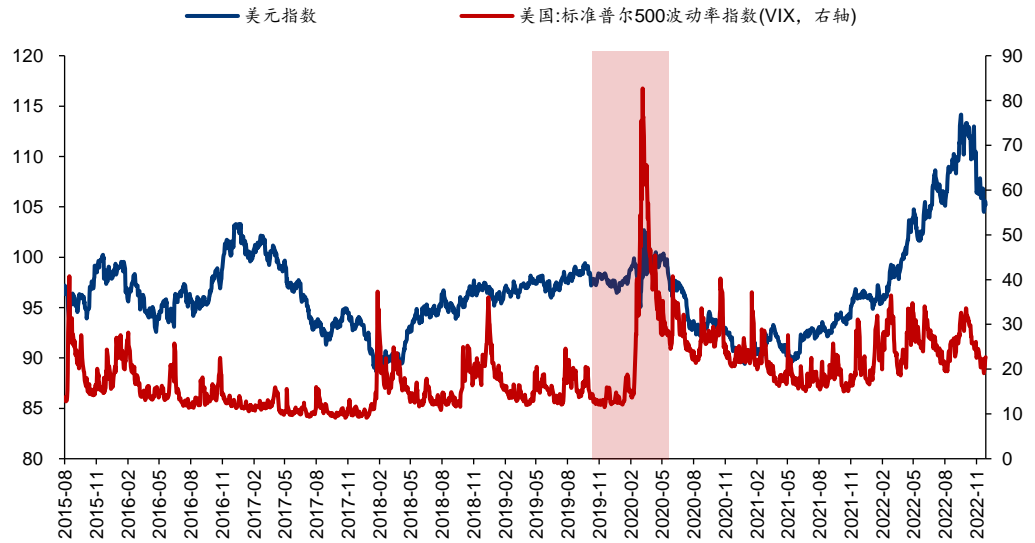
货币政策差异

货币政策会影响货币的供给，进而影响供需均衡的利率水平。若美国货币政策超预期宽松，短期美元流动性供给增加会导致利率水平降低，原先投资美国资产的短期资本会流出美国转向能提供更高利率的中国。

风险偏好

但同时美元作为国际货币的避险属性使得其短期表现也受到全球风险偏好的影响。当全球避险情绪加剧时，市场倾向于从新兴市场回流美国，增大对美元资产的配置，从而带动美元指数上行。当市场担忧的全球性风险事件缓解，全球风险偏好提升，资本更倾向于寻找高增长资产，美元指数阶段性见顶。例如在 2020 年年初受疫情影响导致全球避险情绪增加，美元指数上行，人民币汇率走弱。

图表2：汇率走势表现也受到风险偏好影响

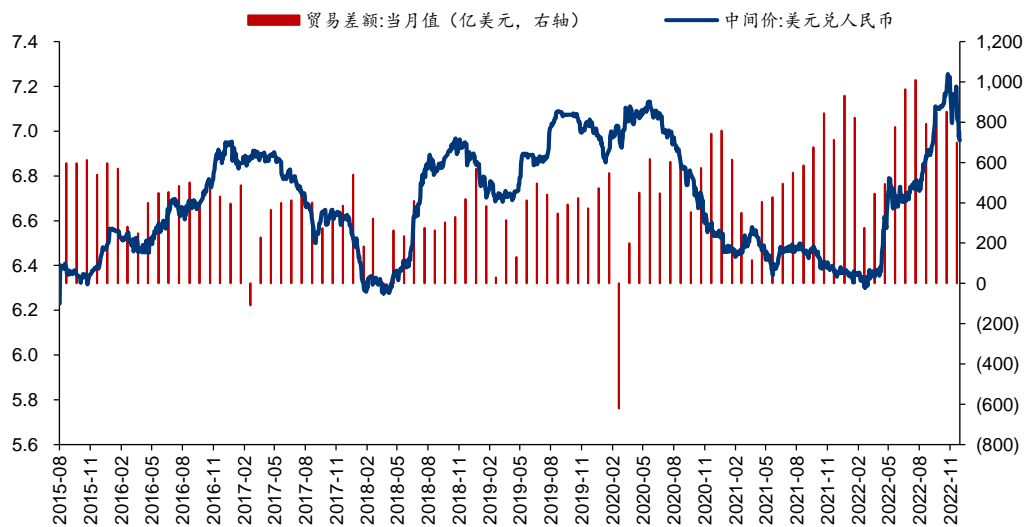


资料来源：Wind，华泰研究

短期供需因素：出口结汇需求强劲

长期来看，中美利差和风险偏好是影响人民币汇率的主要因素，但一些短期扰动供需的因素也会起作用。如**2021年至2022年初**，人民币在出口结汇的强劲需求带动下走出“美元强，人民币更强”的行情。2021年国内经济复苏放缓、金融市场动荡、美元指数反弹、中美利差收敛等不利因素渐显，但因为疫情防控领先、外需景气延续，年度出口增速自2019年的0.5%持续回升，2020年和2021年分别达到3.6%和29.9%，我国出口在全球中的份额占比自2019年的13.2%持续提升至15.1%（2021年）。出口结汇的强劲需求驱动人民币汇率迎着美元指数反弹继续升值。

图表3：贸易顺差支撑2021年下半年人民币持续升值



资料来源：Wind，华泰研究

人民币汇率影响股市波动的传导路径

为了直接观察人民币汇率变动对不同行业的影响，我们计算了 2015 年 811 汇改以来全时段以及汇率波动大于 1% 时间段的行业超额收益与美元兑人民币汇率之间的 beta 系数。

图表4：美元兑人民币汇率波动与一行业及部分二级行业涨跌 β 系数

行业	beta (汇率波动高于1%)	行业	beta	行业	beta (汇率波动高于1%)	行业	beta
非金属材料 II	-0.93	能源金属	-0.79	社会服务	-0.15	贵金属	-0.03
能源金属	-0.86	恒生指数	-0.77	橡胶	-0.14	社会服务	-0.02
恒生指数	-0.83	航空机场	-0.72	钢铁	-0.14	造纸	-0.01
航空机场	-0.78	消费电子	-0.58	汽车零部件	-0.13	包装印刷	0.00
小金属	-0.51	小金属	-0.51	农化制品	-0.13	橡胶	0.00
家用电器	-0.49	乘用车	-0.48	银行	-0.11	钢铁	0.00
家居用品	-0.46	工业金属	-0.38	造纸	-0.07	机械设备	0.01
工业金属	-0.45	塑料	-0.37	煤炭	-0.05	航运港口	0.01
传媒	-0.44	非银金融	-0.34	机械设备	-0.05	电力设备	0.02
化学原料	-0.44	传媒	-0.32	汽车服务	-0.02	农化制品	0.09
消费电子	-0.44	家居用品	-0.32	综合	-0.01	电子化学品 II	0.09
食品饮料	-0.41	非金属材料 II	-0.31	石油石化	0.04	环保	0.09
计算机	-0.36	食品饮料	-0.28	通信	0.04	物流	0.13
电子化学品 II	-0.36	家用电器	-0.25	半导体	0.06	石油石化	0.16
乘用车	-0.35	计算机	-0.25	贵金属	0.07	元件	0.17
塑料	-0.35	建筑材料	-0.24	农林牧渔	0.09	通信	0.18
化学制品	-0.34	商用车	-0.23	环保	0.10	煤炭	0.20
美容护理	-0.32	化学原料	-0.21	电力设备	0.11	医药生物	0.22
包装印刷	-0.30	银行	-0.17	航运港口	0.22	综合	0.28
建筑材料	-0.27	金属新材料	-0.16	纺织服装	0.22	半导体	0.31
房地产	-0.25	房地产	-0.14	铁路公路	0.23	商贸零售	0.33
化学纤维	-0.25	美容护理	-0.13	元件	0.26	农林牧渔	0.36
商用车	-0.25	其他电子 II	-0.13	医药生物	0.26	文体用品	0.36
非银金融	-0.21	化学纤维	-0.12	商贸零售	0.33	建筑装饰	0.36
其他电子 II	-0.20	光学光电子	-0.12	文体用品	0.43	铁路公路	0.46
光学光电子	-0.20	化学制品	-0.10	建筑装饰	0.49	纺织服装	0.46
物流	-0.20	汽车零部件	-0.09	公用事业	0.70	公用事业	0.61
金属新材料	-0.19	汽车服务	-0.04	国防军工	0.72	国防军工	0.62

注：标粗的行业是在有阈值和无阈值时均具有较高 β 绝对值的行业

资料来源：Wind，华泰研究

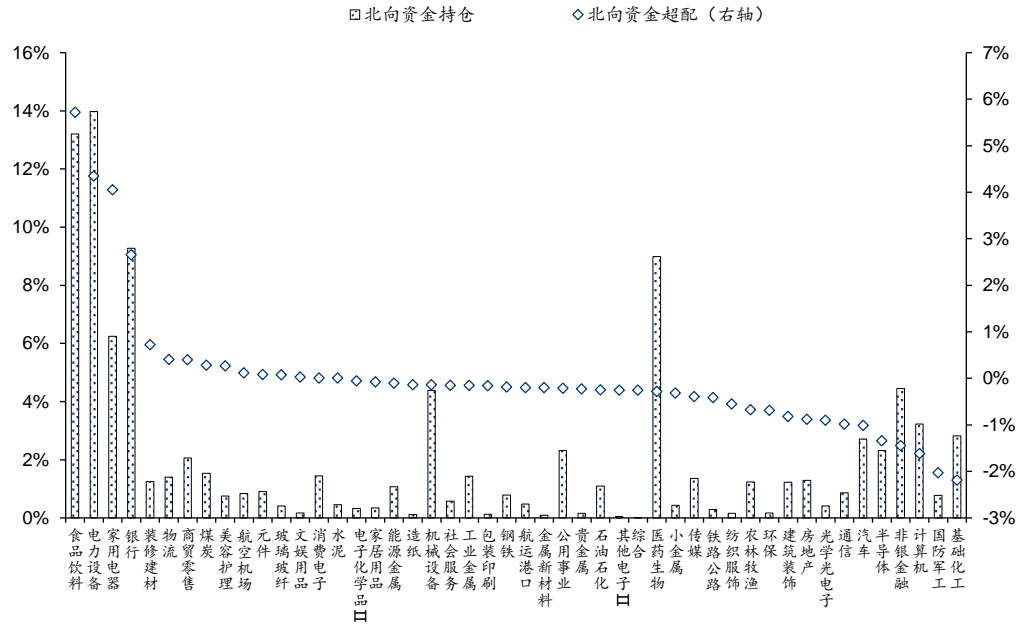
从结果我们可以观察到军工、公用事业、建筑装饰、铁路等高股息资产往往在人民币相对走弱时期有较好的表现，这可能与他们的防御属性有关。同时，相对出口导向的纺织服装在相对走弱时期的表现也会更好。风格方面，人民币相对走弱时期中美关系变动会推动市场避险情绪升温，价值风格表现相对占优。

而从人民币升值的角度看，有色金属、食品饮料、计算机等行业在升值区间会有更好的表现。我们将其分类并归纳出了人民币升值可能影响不同行业的三条路径：

- ① **配置效应**：从资金配置效应理解，汇率升值带来外资流入，增量资金进场推动市场上行，而外资配置重的行业可能有更好的表现。
- ② **汇兑效应**：从债务角度理解，人民币升值有利于企业偿还美元债务的压力减轻。而从成本端角度，目前全球大宗商品均是以美元作为计价单位，人民币升值就意味着我国进口大宗商品的价格相对下降，这将直接让航空、石油化工、造纸、基础化工等行业的进口原材料成本下降，从而有助于降低成本、增厚利润，利好股价走势。
- ③ **相对基本面效应**：从营收端角度看，国内收入占比较高的行业可能会在人民币升值周期中更受益，因为汇率升值一定程度上反映了国内经济基本面优于国外。

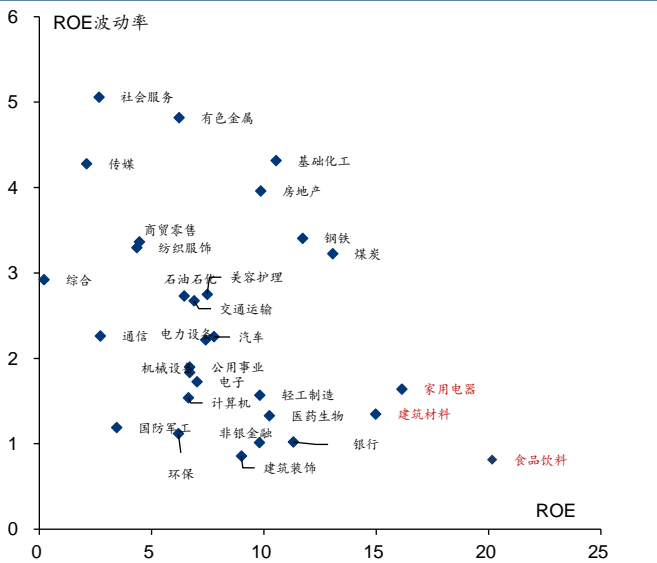
风格方面，人民币升值期往往对应着市场风险偏好上行，成长风格表现相对较好。

图表7：食品饮料、电力设备、家用电器、银行、装修建材为北向资金超配较多行业



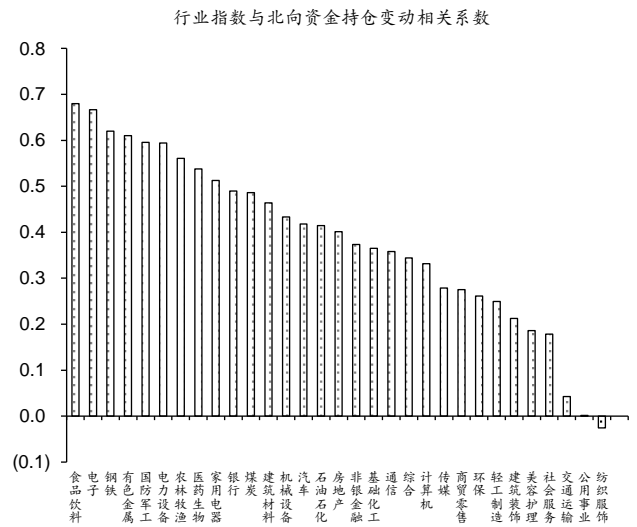
注：截至 2022 年 12 月 14 日
资料来源：Wind, 华泰研究

图表8：北向资金偏好持仓具备高且稳定的 ROE 及偏消费的行业

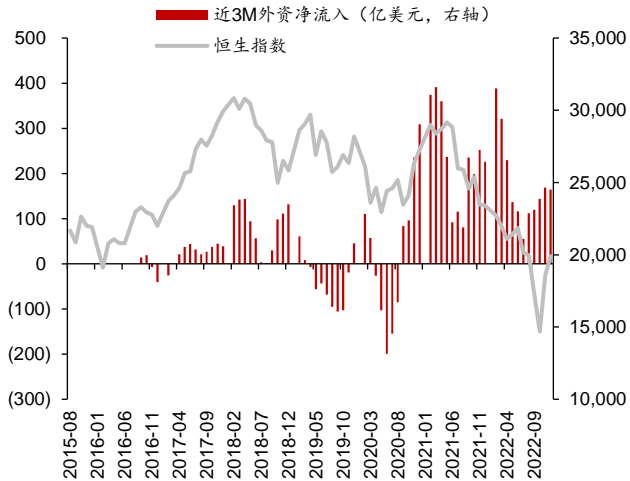


注：以 2019 年-2022 年 6 月报表数据计算
资料来源：Wind, 华泰研究

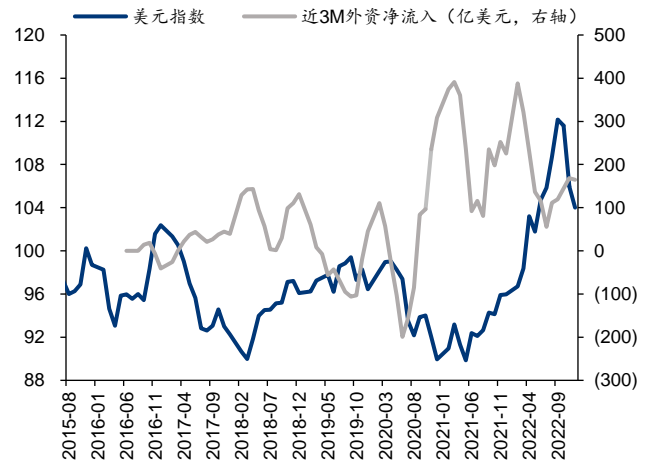
图表9：行业指数与北向资金持仓变动相关性较高



注：2017 年年初至今
资料来源：Wind, 华泰研究

图表10： 外资流入与恒指走势相关性较强


资料来源：Wind，华泰研究

图表11： 美元指数与外资流入港股节奏相关性较强


资料来源：Wind，华泰研究

我们复盘了外资持股占比较大的行业，结果表明配置效应确实能够解释部分行业在人民币升值期间短期波动的原因。

图表12： 配置效应短期显著

	beta	beta (汇率波动高于1%)	当周涨跌幅	下一周涨跌幅
食品饮料	-0.28	-0.41	2.51	1.31
家用电器	-0.25	-0.49	2.56	0.76
家居用品	-0.32	-0.46	2.22	0.06
玻璃玻纤	-0.21	-0.51	3.40	0.63
恒生指数	-0.77	-0.83	2.63	1.13
装修建材	-0.43	-0.38	2.44	0.86

资料来源：华泰研究

人民币升值的汇兑效应

人民币升值带来的汇兑效应分为外债效应和成本效应两方面，根据复盘，汇兑效应能解释在人民币升值期间， β 为负且绝对值较低的部分行业的短期波动原因。

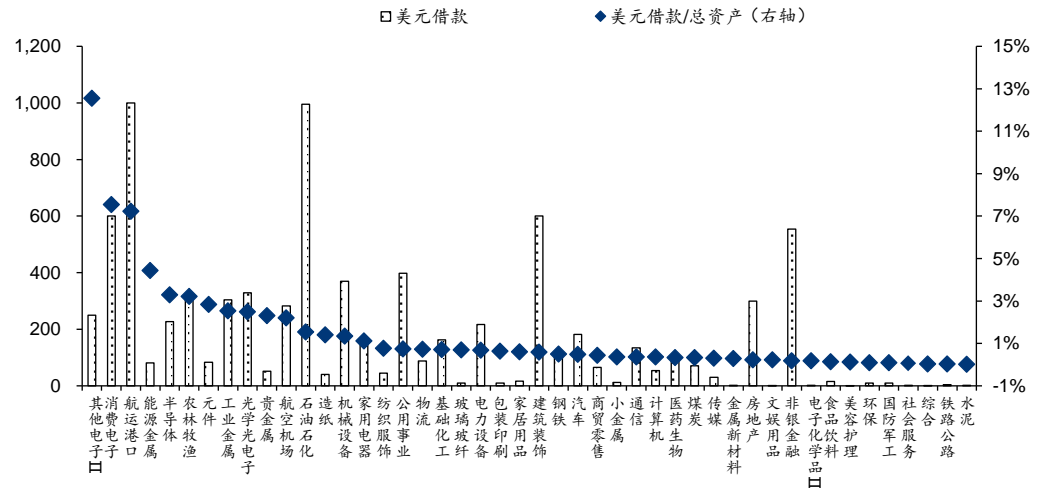
图表13： 汇兑效应短期显著

	beta	beta (汇率波动高于1%)	当周涨跌幅	下一周涨跌幅
航空机场	-0.72	-0.78	2.34	1.03
工业金属	-0.38	-0.45	3.06	0.04
能源金属	-0.79	-0.86	4.34	1.09

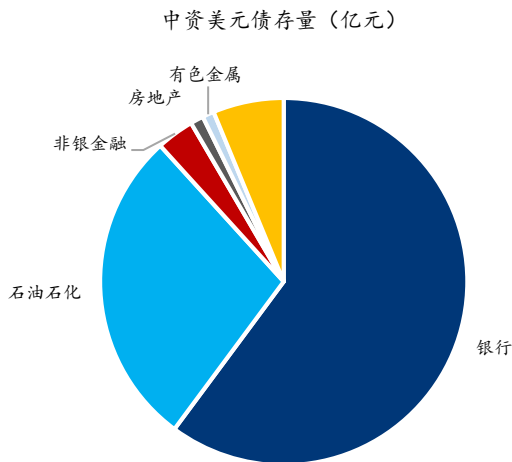
资料来源：华泰研究

外债效应

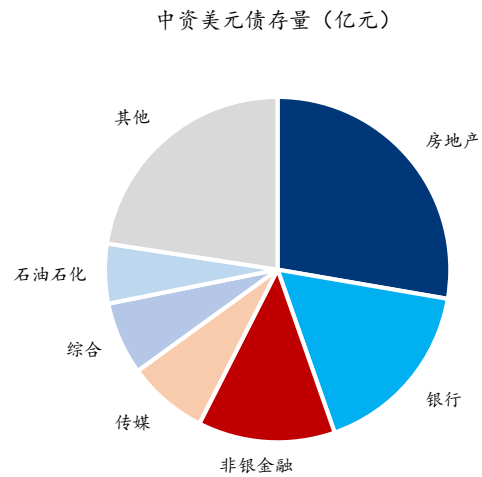
人民币升值带来的外债效应是以美元计价的外债偿还压力减弱，我们以两方面计量外债占比，1) 以美元借款/总资产衡量；2) 以中资美元债存量占比衡量。我们在前文中对美元债占比排名较高的航空机场、工业金属及能源金属板块进行了历史复盘，可以看到短期内外债效应确实存在，当人民币升值时这些板块股价会有短期提振。

图表14：电子、交运、有色、农林牧渔美元债务占比较高


注：截至2022年6月30日
资料来源：Wind，华泰研究

图表15：银行、石油石化、非银金融为A股中资美元债发行主体


注：截至2022年12月13日存量中资海外债，发债主体统计仅包括A股上市公司
资料来源：Wind，华泰研究

图表16：地产、银行、非银金融为A股、港股中资美元债发行主体


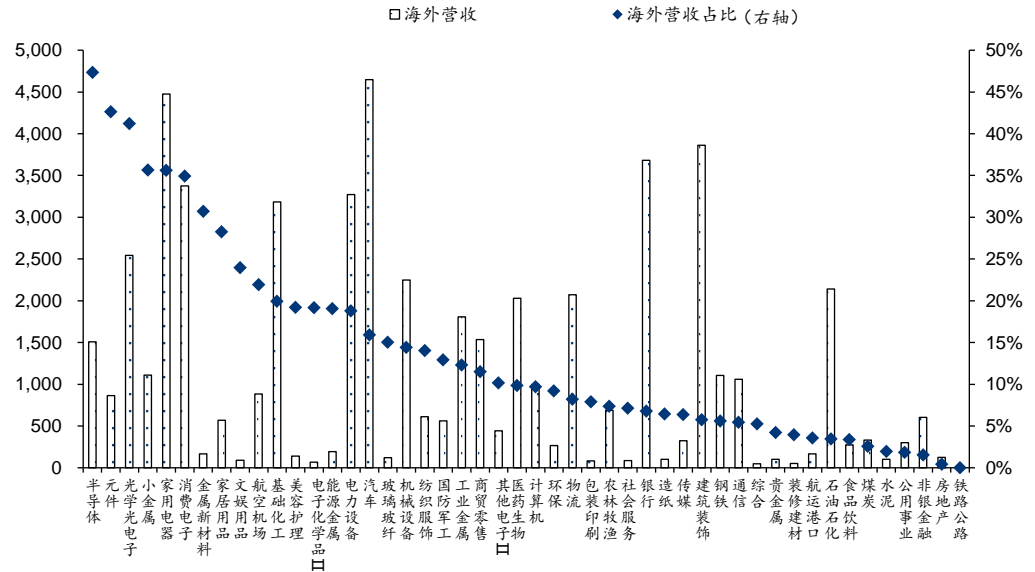
注：截至2022年12月13日存量中资海外债，发债主体统计包括A股、港股公司
资料来源：Wind，华泰研究

成本效应

从成本端看，人民币升值意味着进口价格的下降，特别是在部分依赖大宗商品进口的行业，如造纸、基础化工、交通运输等行业，人民币相对价值上升能降低以美元计价的大宗商品成本，从而增厚利润。前文中，我们复盘了相对依赖进口的航空机场及工业金属行业，可以发现人民币升值的短期成本效应同样显著。

人民币升值的相对基本面效应

人民币升值带来的**相对基本面效应**是以美元计价的海外收入减少，因此相对来说国内收入占比更高的行业会更受益于人民币升值。我们对国内收入占比排名靠前的板块进行了历史复盘，可以发现人民币升值的短期相对基本面效应显著。

图表17：铁路公路、房地产、非银金融、公用事业等海外营收占比较低


注：截至 2022 年 6 月 30 日

资料来源：Wind，华泰研究

图表18：相对基本面效应短期显著

	beta	beta (汇率波动高于 1%)	当周涨跌幅	下一周涨跌幅
传媒	-0.32	-0.44	2.27	-0.51
计算机	-0.25	-0.36	2.18	-1.17
食品饮料	-0.28	-0.41	2.51	1.31
装修建材	-0.43	-0.38	2.44	0.86

资料来源：华泰研究

结论：配置效应、汇兑效应及相对基本面效应表现较为显著

长期来看人民币升值带来的北向资金配置效应、汇兑效应以及相对基本面效应基本能解释每轮升值周期中领涨行业的表现情况。而在相对走弱周期中，表现较好的主要是防御性行业。

在人民币升值期间，人民币升值对权益结构有三条影响路径：1) 配置效应：人民币升值带来外资流入，外资定价权较高的食品饮料、家电、家居、装修建材行业及港股通常上行。2) 汇兑效应：①债务端，人民币升值减轻航空机场、工业金属美元债务的偿还压力。②成本端，全球定价的大宗原料在人民币升值期间价格下降，或将增厚航空机场、工业金属等行业的利润。3) 相对基本面效应：人民币升值往往对应内需强于外需的时段，国内营收占比较高的食品饮料、传媒、计算机、装修建材受益。

图表19：升值区间受益行业及原因总结

行业	beta	beta (汇率波动高于 1%)	影响路径
恒生指数	-0.77	-0.83	外资配置效应
家用电器	-0.25	-0.49	外资配置效应
家居用品	-0.32	-0.46	外资配置效应
工业金属	-0.38	-0.45	汇兑效应
传媒	-0.32	-0.44	相对基本面效应
航空机场	-0.72	-0.78	汇兑效应
食品饮料	-0.28	-0.41	外资配置效应、相对基本面效应
计算机	-0.25	-0.36	相对基本面效应
装修建材	-0.43	-0.38	外资配置效应、相对基本面效应

资料来源：华泰研究

在人民币升值期间，相对基本面效应及风险偏好或为主导行业超额收益环境的承压的因素：
 1) 相对基本面效应：人民币升值阶段，内需通常强于外需，海外营收占比较高的纺织服装等出口型行业受到外需相对较弱及出口价格竞争力下降影响，营收端及利润端承压；②
 风险偏好效应：人民币升值阶段往往对应风险偏好（以中美关系为主）的修复，国防军工及偏防御性板块（公用事业、公路铁路、建筑装饰）的超额收益逻辑或在人民币升值阶段承压。

图表20：升值区间超额收益逻辑受阻的行业及原因总结

行业	beta	beta（汇率波动高于1%）	影响路径
国防军工	0.62	0.72	防御属性、中美关系变动带来的风险偏好
公用事业	0.61	0.70	防御属性
纺织服装	0.46	0.49	相对基本面效应
铁路公路	0.46	0.23	防御属性
建筑装饰	0.36	0.49	防御属性
文娱用品	0.36	0.43	相对基本面效应

资料来源：华泰研究

本轮升值周期与前几轮异同

宏观角度：经济周期错位+风险偏好修复

本轮人民币升值周期不同之处：经济基本面方面，中国经济周期继续与海外错位，中国走向复苏，而欧美则可能陷入衰退。而明年外需偏弱，国内经济修复行情将由内需带动，这一点类似第一轮升值周期。货币政策方面，国内货币政策逐步回归中性化但不会太紧，而我们预计美联储会于 23Q1 停止加息，因此中美利差会延续上升态势并转正。风险偏好方面，1) 鲍威尔鸽派发言修复市场风险偏好，但短期内加息仍有反复预期；2) 国内防疫政策优化推动市场对于中国 2023 年基本面预测转好。整体来看风险偏好相比前期有所修复，成长板块表现或优于价值。

本轮人民币升值周期不同之处：短期因素方面，明年出口增速大概率会大幅回落，因此从供需角度不利于人民币升值，这一点与第一轮及第四轮周期都不同。

哪些行业在本轮可能受益：配置效应+汇兑效应

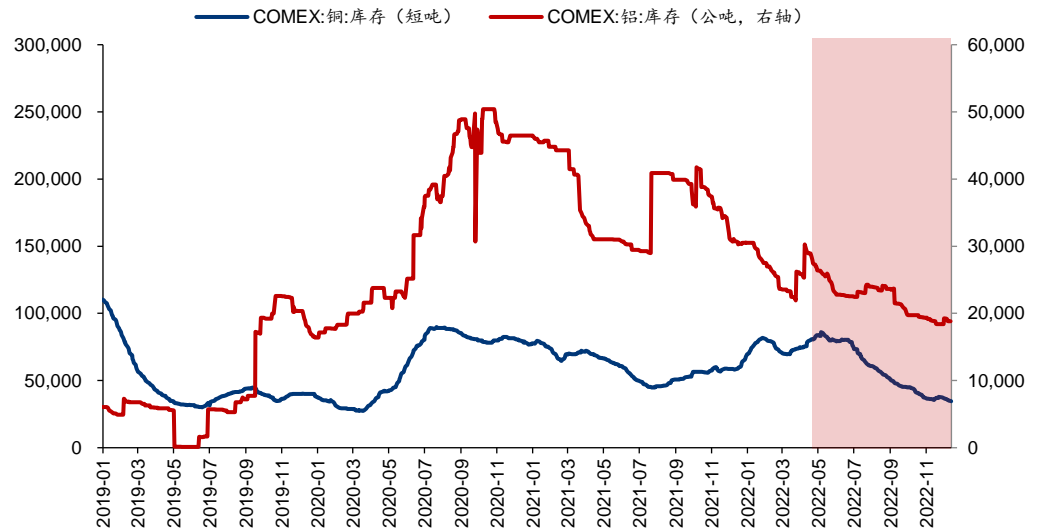
长期来看，根据前述历史规律的总结以及各行业所处环境的分析，我们认为行业在人民币升值期间的表现一方面取决于人民币升值带来的资金面、汇兑、相对基本面效应，另一方面取决于行业自身景气度及超额收益环境的修复。结合行业景气度及复盘规律，我们认为食品饮料、家电、装修建材、家居用品等消费行业（资金面逻辑+防疫优化后带来的线下经济复苏）、工业金属（全球库存周期下行）、计算机（相对基本面效应+信创）、传媒（相对基本面效应+线下经济复苏）、港股（外资配置效应）行业或可在本轮人民币升值周期中受益。

食品饮料、家电等大消费行业：配置效应+线下经济回暖

- 1) 食品饮料、家电等大消费行业为北向资金持仓占比较高的行业，预计在本轮人民币升值区间，北向资金流入期间仍将重仓大消费板块。
- 2) 防疫政策优化后带来的线下经济复苏、医药需求增加将成为市场主要的交易主题。目前随着国内多地防疫政策优化及防疫十条的公布，市场的交易主线或从交易政策优化预期至交易线下经济活动的复苏，参考境外地区复苏路径，防疫政策优化后，居民对防疫药品的需求激增，且大约 2 个月后迎来线下经济回暖。

工业金属：汇兑效应+全球库存周期或上行

- 1) 有色金属行业外债占比处于较高水平，预期在本轮人民币升值期间，外债偿还压力及成本压力有望减轻；
- 2) 根据历史复盘，在四轮人民币升值区间，有色金属均跑出较高的超额收益行情，具体细分板块，工业金属方面，全球铜、铝库存均处于 2019 年以来低位且呈现下降趋势，随着国内经济复苏的预期不断增强，叠加地产复苏预期下，产业链补库叠加低库存效应，铜、铝板块弹性更大。

图表21：铜、铝库存处于2019年以来低位


资料来源：Wind，华泰研究

传媒：相对基本面效应+线下经济复苏+政策回暖

- 1) 根据历史复盘，传媒的股价波动在历史期间具有高 β 属性（阈值 β 为-0.44， β 为-0.32），能很好的受益于人民币升值。
- 2) 传媒受益于人民币升值的机制主要是相对基本面效应，本轮经济的内需修复将有效利好传媒。我们预计 2023 年随着国内防疫政策优化，线下经济重启，广告领域中的户外广告和影视院线将迎来客流量的恢复以及收入上的修复。
- 3) 政策方面，游戏、互联网领域出现政策底，行业监管政策边际改善，随着游戏领域的版号发放回归常态，行业需求端也有望逐步复苏。

计算机：相对基本面效应+数字经济

- 1) 计算机行业的海外营收占比较低，同样受益于本轮人民币升值带来的相对基本面效应。根据历史复盘，计算机的股价波动在历史期间具有高 β 属性（阈值 β 为-0.36， β 为-0.25），能很好的受益于人民币升值。
- 2) To G 端则受益于政策红利及需求恢复的双重利好。政策方面，国务院于 10 月 28 日印发的《全国一体化政务大数据体系建设指南》提出了 2023 年底前全国一体化政务大数据体系初步形成，2025 年趋于完备的要求，数字经济的发展将助推行业规模进一步增加。财政方面，过去两到三年 To G 端受政府财政压力影响较大，随着明年疫情支出的缓解，政府端 IT 投入将会增加，从需求侧利好行业。
- 3) 信创领域作为计算机行业主线主要得益于政策红利，二十大强调了科技自强及国家安全的重要性，目前我国信创领域各环节国产替代空间仍广阔，明年有望引迎来行业高速发展的机遇期。

装修建材：相对基本面效应+外资配置效应/家居：配置效应

- 1) 装修建材行业同时受益于外资配置和外债效应，根据历史复盘，装修建材在历史期间也具有强 β 属性（阈值 β 为-0.38， β 为-0.43）
- 2) 本轮人民币升值期间，地产、装修建材政策利好频出。防水新规落地有望带来行业市场扩容，房企贷款融资“第一支箭”（债券融资）、“第二支箭”（股权融资）、“第三支箭”均已落地。下游地产行业或处于筑底阶段，地产政策的边际宽松将带动需求逐步释放。在行业利好政策频发叠加防疫政策进一步优化的情况下，地产链行业（装修建材、家居）预期会有较大的修复。

航空机场：汇兑效应+线下经济复苏

- 1) 航空机场行业具有较强的成本效应，人民币升值期间，以美元定价的大宗商品价格相对回落，预期在本轮人民币升值期间，航空机场行业的成本压力有望减轻；
- 2) 预期随着线下经济重启，居民出行活动有望增加，航空机场景气度有望回升；
- 3) 根据历史复盘，除疫情期间居民出行受抑制，在其余人民币升值期间，航空机场均可获得一定的超额收益。

图表22：航空机场往往能在人民币升值期间获得一定超额收益（除疫情区间）



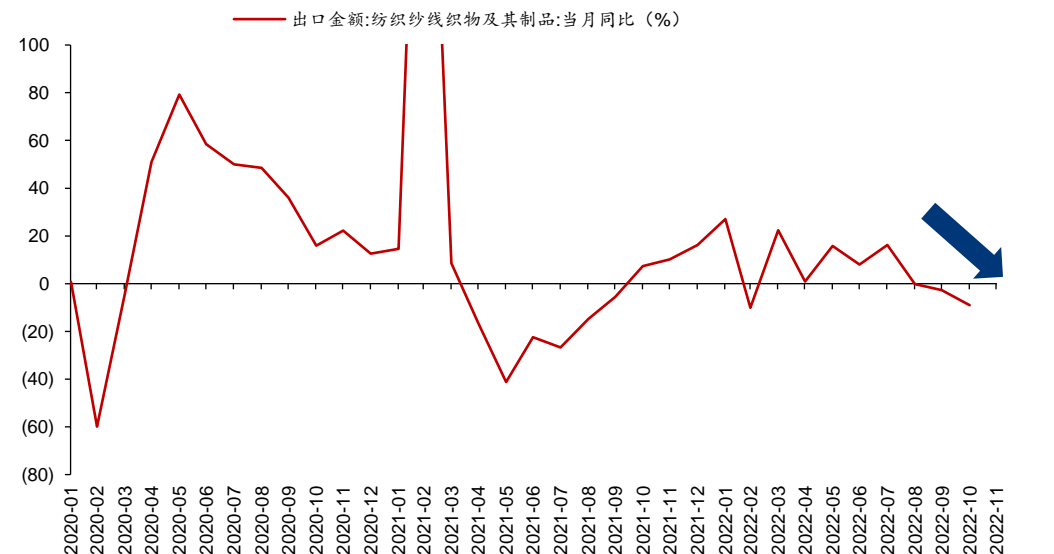
资料来源：Wind，华泰研究

哪些行业在本轮可能受益程度较小

纺织行业、文娱用品等出口型行业：外需较弱+海外营收占比较高

- 1) 本轮人民币升值周期中，呈现出外需较弱的态势，不利中国出口型行业。
- 2) 中国是纺织品、文娱用品的出口大国，人民币升值将减少中国产品的价格优势，受出口额和价格的双重影响，相关行业效益有可能降低。

图表23：纺织服装出口同比增速呈现下行趋势

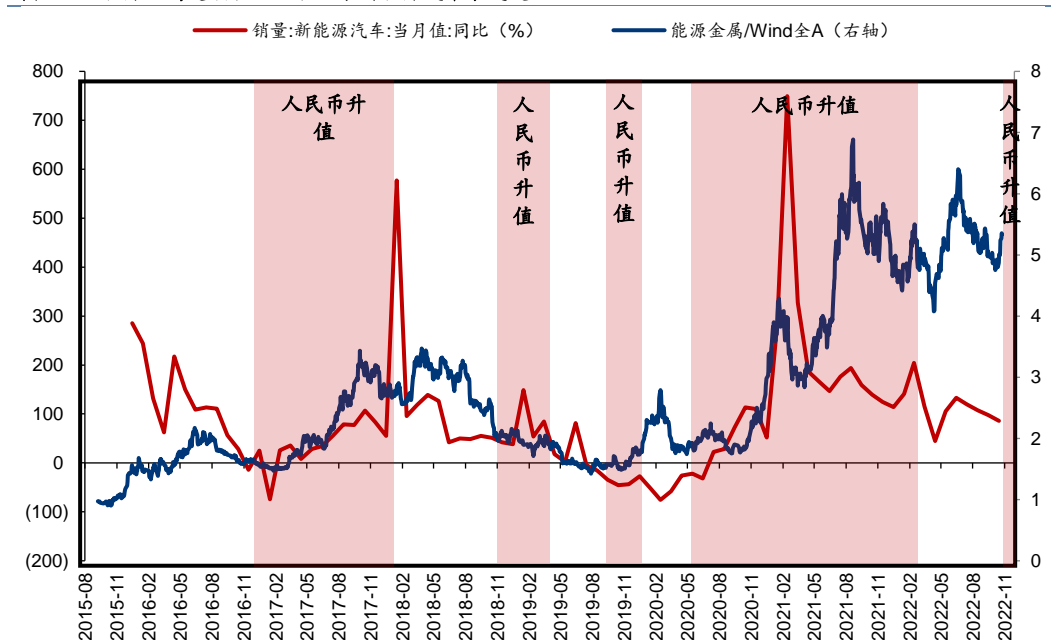


资料来源：Wind，华泰研究

能源金属：本轮新能源汽车景气驱动相对较弱

- 1) 从历史复盘来看，新能源汽车是驱动能源金属走出超额收益行情的重要推动力，第四轮人民币升值期间，新能源汽车景气度上行，驱动能源金属超额收益走强
- 2) 但在本轮人民币升值周期中，新能源汽车景气度稍弱于第四轮，能源金属或在本轮人民币升值区间收益相对较低。

图表24：能源金属超额收益也取决于新能源汽车景气度

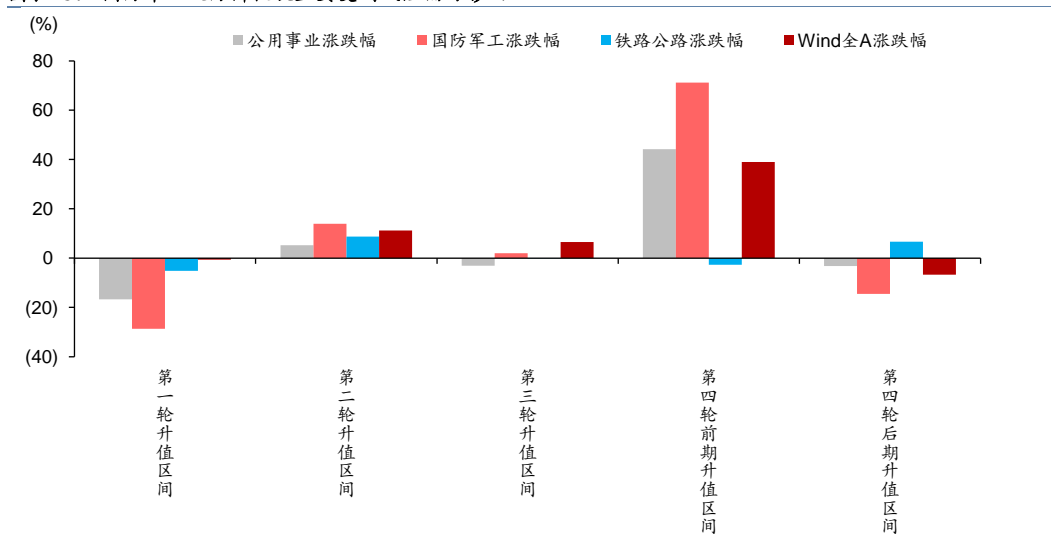


资料来源：Wind，华泰研究

国防军工、高股息防御板块（公用事业、公路铁路等）：中美关系主导的风险偏好的修复

- 1) 从历史复盘来看，公用事业等高股息防御板块在人民币升值期间通常跑输 Wind 全 A，2020 年中美关系摩擦升级，除贸易摩擦外，美方在科技、军事方面的打压使得市场对军工及防御板块的配置需求提升；公路铁路额外受益于疫后修复，走出一轮超额收益行情。
- 2) 但在本轮人民币升值周期中，中美高层在巴厘岛举行会晤，中美关系或相对缓和，预期国防军工及公用事业等高股息防御板块或收益较低。

图表25：国防军工及防御板块主要受到风险偏好影响



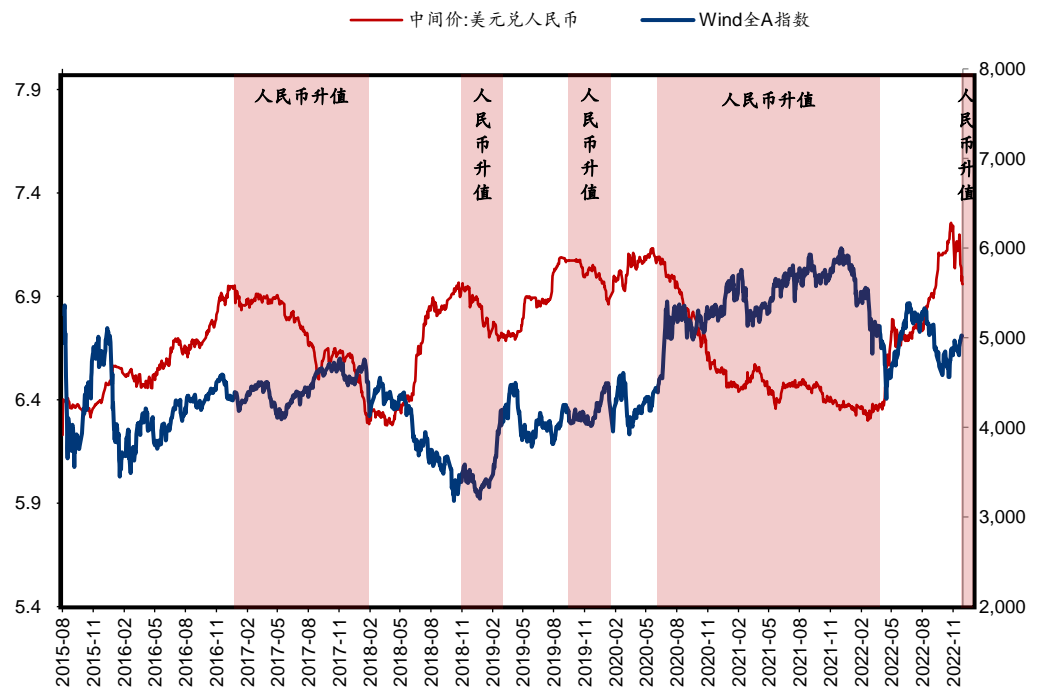
资料来源：Wind，华泰研究

复盘：811 汇改以来人民币升值阶段

811 汇改后，人民币汇率走势开启双向波动。2015 年 8 月 11 日，中国人民银行启动了包括调整人民币对美元汇率中间价报价机制、加大参考一篮子货币力度等多项改革，增加市场化机制在汇率决定中的作用。自汇改后至今，人民币兑美元汇率经历了两轮完整周期，第一轮从 2015 年 8 月开始一直持续到 2018 年 2 月，其底部在 2016 年年底；第二轮开始于 2018 年 3 月并持续到 2022 年 4 月，底部位置分别位于 2019 年 9 月和 2020 年 5 月，呈现双底特征。而从 22 年 4 月开始了第三轮大周期，我们认为 22 年 11 月起人民币汇率开始进入升值区间。

从历史走势来看，2017 年开始美元兑人民币和沪深 300 的走势呈现出近似镜像的关系，相关系数为-0.54，也就是说当人民币升值的过程中更容易出现股市的牛市。从底层逻辑上看，两者都受到经济基本面和风险偏好的影响，因此在统计关系上存在一定的正相关性。我们选取了人民币汇率当日波动超过 1% 的日期，并对股市和汇率涨跌幅做了复盘，结果同样显示人民币升值和股市上涨相关性较强。

图表26：人民币汇率波动与 Wind 全 A 指数呈现较强的相关性



资料来源：Wind，华泰研究

图表27：短期维度：沪深 300 与美元兑人民币走势呈较强相关性

	较波动发生日天数	2016-02-15	2020-10-09	2021-01-04	2015-08-11	2019-08-05	2020-02-03
美元兑人民币汇率		6.49	6.69	6.46	6.32	7.05	7.02
人民币汇率涨跌幅	-5	(0.00)	0.02	(0.02)	0.00	0.07	0.10
	-1	(0.06)	(0.36)	0.08	(0.00)	0.62	0.42
	0	(1.17)	(1.41)	(1.01)	1.86	1.59	1.21
	1	0.29	0.76	(0.08)	0.98	(0.37)	(0.33)
沪深300涨跌幅	5	0.03	(0.18)	0.09	0.03	0.12	(0.05)
	-5	0.34	(0.32)	0.57	0.53	(0.36)	(0.10)
	-1	(0.70)	(0.10)	1.91	4.54	(1.37)	(3.10)
	0	(0.58)	2.04	1.08	(0.43)	(1.31)	(7.88)
	1	3.07	3.03	1.91	(1.24)	(1.37)	2.64
	5	0.67	(0.16)	0.34	(1.16)	0.44	0.85

资料来源：Wind，华泰研究

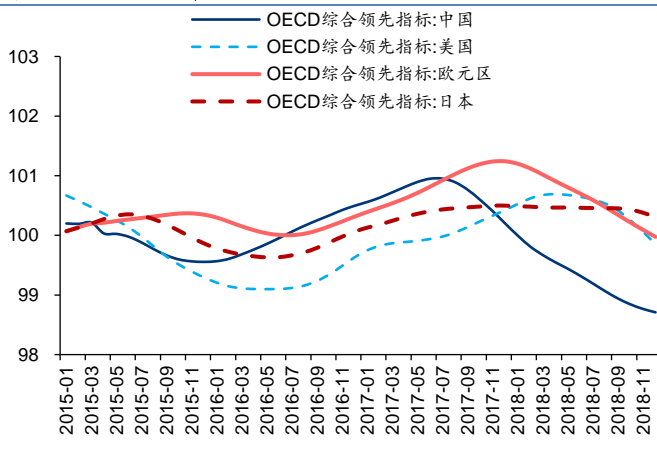
第一轮人民币升值阶段复盘（2017年1月-2018年2月）

人民币升值主要驱动力：中美利差走阔

第一轮人民币的升值趋势起始于2017年初一直到2018年2月初才结束，美元兑人民币汇率从6.96一直下降到6.26，升值幅度约10.0%。这段时期对升值的主要利好因素包括：**长期因素方面，美国经济基本面相对非美国国家较弱以及国内货币政策收紧导致的中美利差变大，短期因素方面则是央行引入逆周期调节因子加强了对汇率的控制能力。**

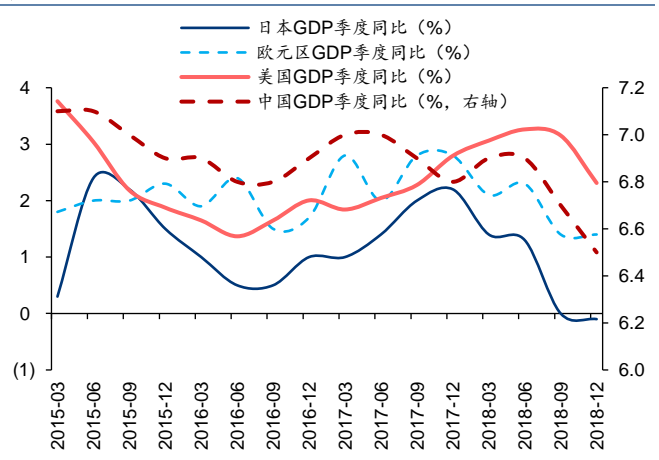
首先从海内外经济基本面来看，在此期间全球经济陆续触底反弹，而美国经济相对非美经济表现更弱，因此美元指数显著走弱，累计下跌幅度达12.6%。从OECD经济领先指标看，美国经济的复苏缓于其他国家，GDP同比数据也低于欧元区。而与此同时国内经济发展良好，PMI自2016年下半年开始连续多月位于荣枯线上，全年规模以上工业增加值同比增长6.6%，增速较上年增加0.6个百分点。

图表28: OECD经济领先指标对比



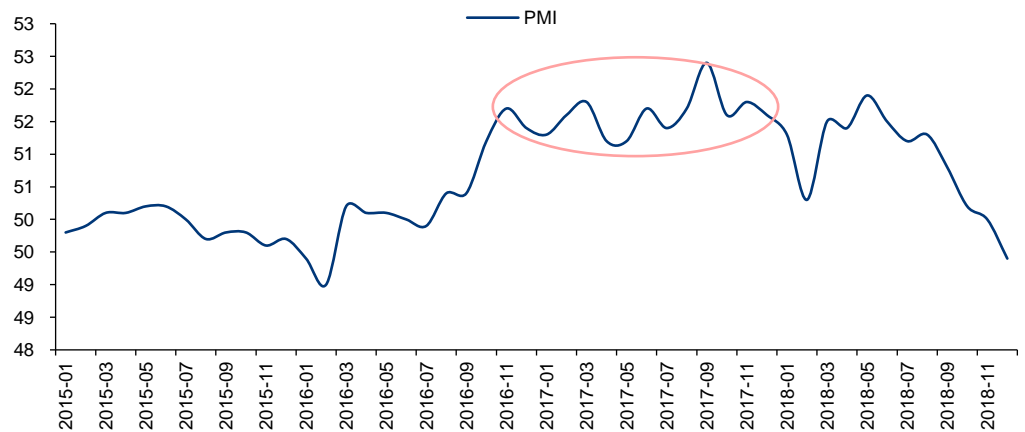
资料来源: Wind, 华泰研究

图表29: GDP数据对比



资料来源: Wind, 华泰研究

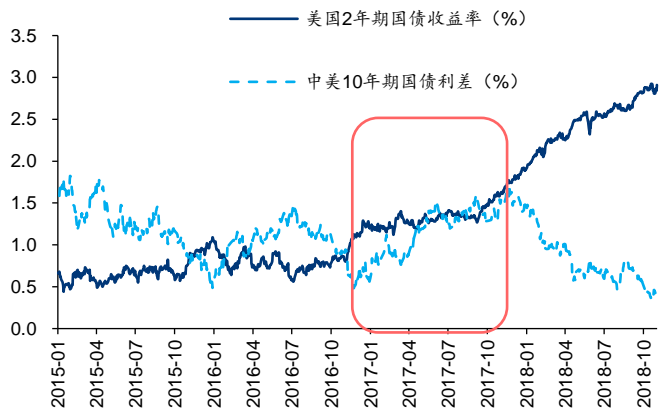
图表30: PMI指数持续位于扩张区间



资料来源: Wind, 华泰研究

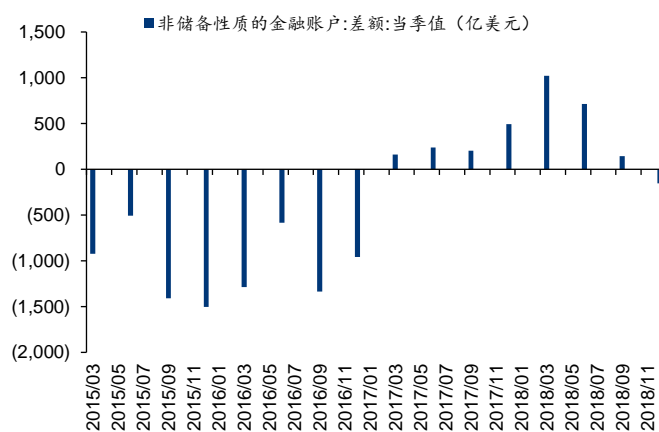
货币政策方面，17-18年美国正处于加息周期，美联储于2017年3月、6月及12月各加息一次，但加息步骤较缓，且自2014年美联储宣布货币政策常态化开始，市场已经price-in这一预期，加息对美元提振不大。其二，考虑到同时期我国金融市场对控风险、去杠杆实行紧缩措施，中美利差不降反升，这一利差吸引了不少外资流入，我国的资本流入从17年开始由正转负，有效支撑了人民币的升值。

图表31: 中美利差增加



资料来源: Wind, 华泰研究

图表32: 资本项目由负转正



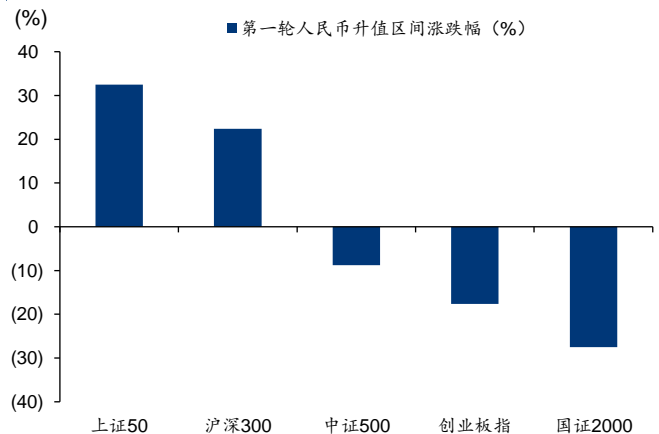
资料来源: Wind, 华泰研究

短期因素方面, 2017年5月26日央行宣布引入“逆周期因子”加强了对人民币中间价的控制力, 弱化了外汇市场供求的羊群效应, 同样止住了人民币的相对走弱趋势。

第一轮人民币升值期间股市表现

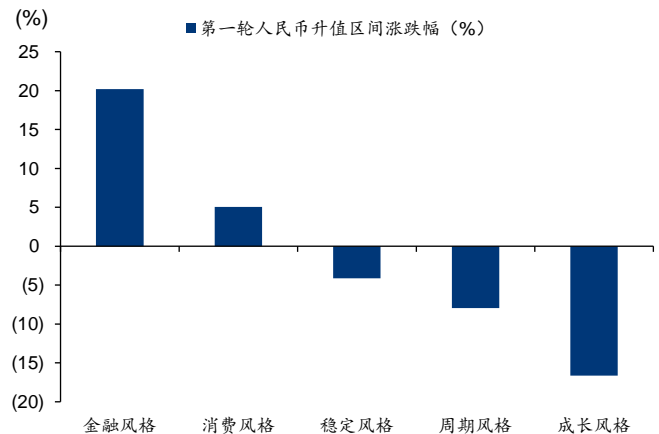
从不同风格的表现看, 大盘的表现明显优于中小盘, 而消费和金融风格指数较成长风格指数在本轮表现更优, 成长风格的超额收益环境受到10Y美债收益率的压制而表现欠佳。

图表33: 大盘风格优于小盘



资料来源: Wind, 华泰研究

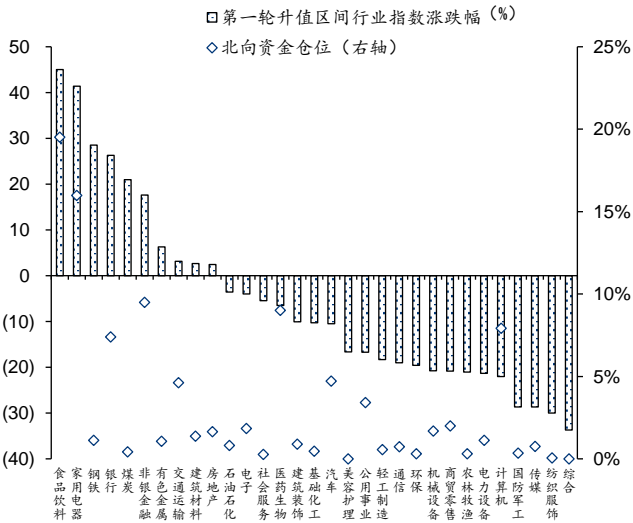
图表34: 风格指数涨跌幅



资料来源: Wind, 华泰研究

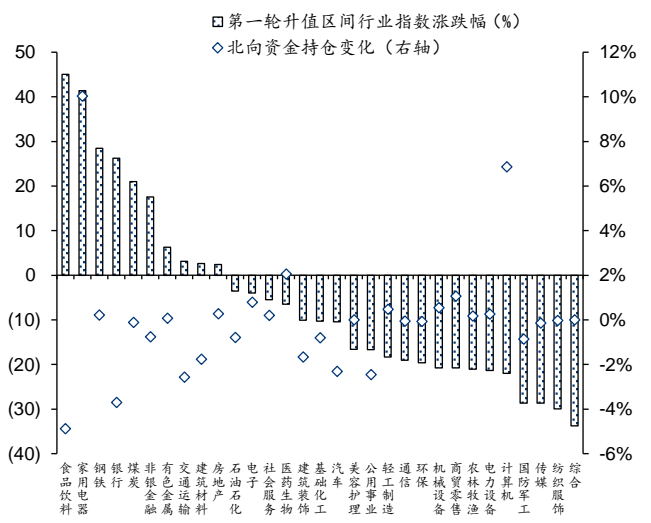
从不同板块的表现看, 大多数顺周期板块表现良好, 包括上游的煤炭, 有色, 中游的钢铁, 以及下游的房地产、银行等, 而外资持股占比较高的大消费板块如食品饮料、家用电器、生物医药有着良好的股价表现。从前十领涨行业可以看到, 多数能够使用外债效应和外资配置效应来解释。其中, 银行和非银板块在这段时期的占优也可以归功于17年开启的金融市场改革, 煤炭、钢铁股的占优也同样可以归功于17年进行的供给侧结构性改革, 同时2017年白酒周期带涨食品饮料行业。长期来看, 市场结构性机会依然是投资的主线。

图表35: 北向资金重仓行业与市场领涨行业重合度较高



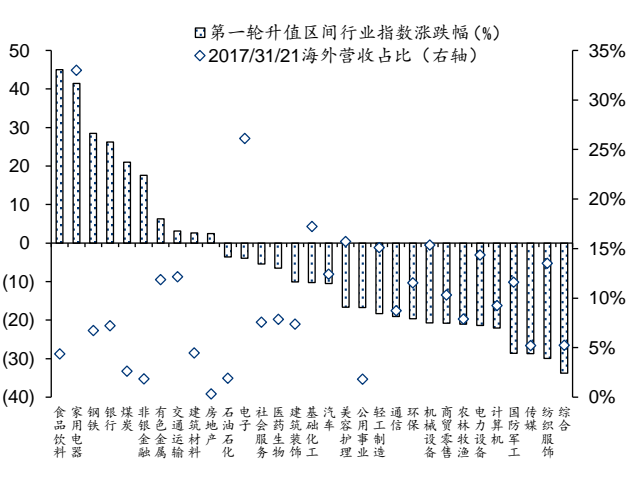
资料来源: Wind, 华泰研究

图表36: 北向资金超配变化与涨跌幅总体相关性较弱



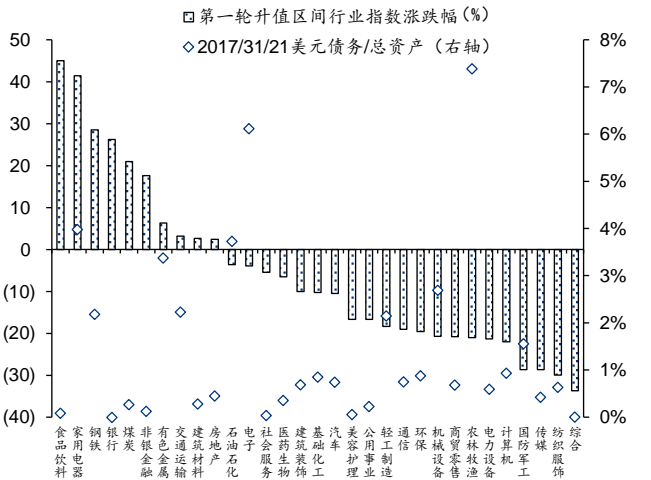
资料来源: Wind, 华泰研究

图表37: 海外营收占比较低行业与部分领涨行业重合



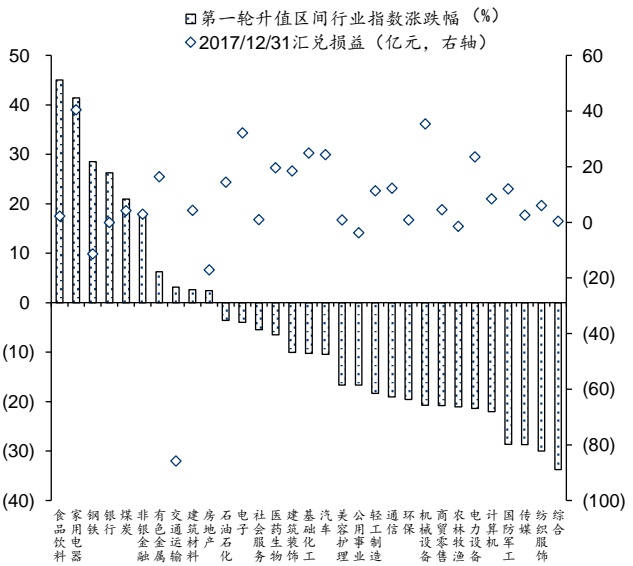
资料来源: Wind, 华泰研究

图表38: 美债占比相对较高的家电行业涨幅较强



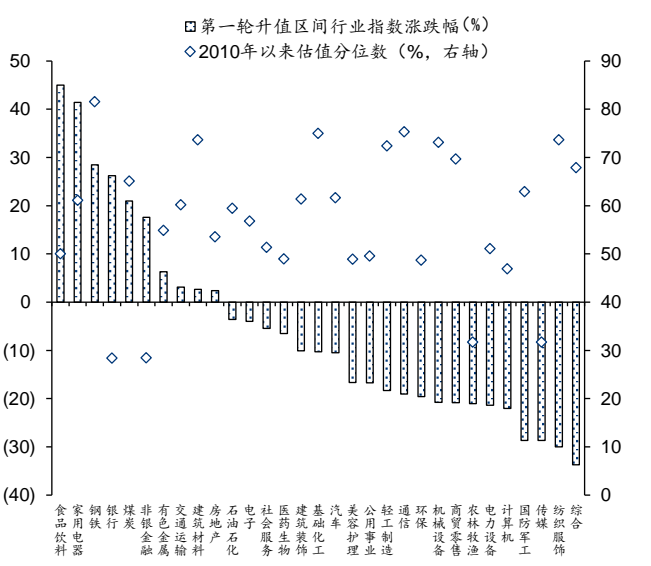
资料来源: Wind, 华泰研究

图表39: 行业涨跌幅与汇兑损益相关性较低



资料来源: Wind, 华泰研究

图表40: 估值分位数与涨跌幅总体相关性较弱



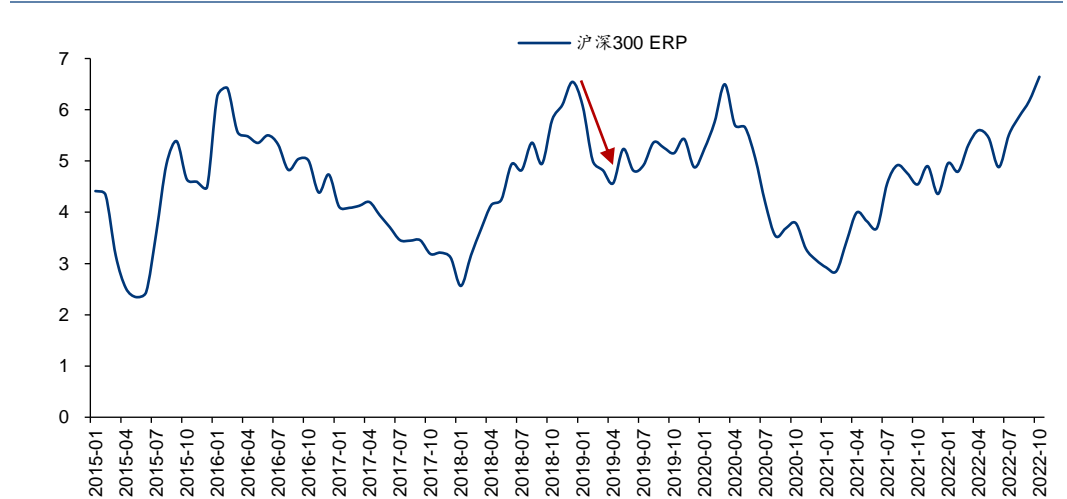
资料来源: Wind, 华泰研究

第二轮人民币升值区间复盘（2018年11月-2019年2月）

2018年11月-2019年2月：风险偏好修复

长期因素方面，中美两国均处于经济开始下滑的阶段，但中美利差在周期前后没有太大变化；这一期间主要是中美暂停贸易摩擦使得国内市场的风险偏好修复。2018年12月1日，中美双方一直同意停止相互加征新的关税并“休战”90天，同时还对原定于2019年1月1日起施行的2000亿元商品关税上调时间推迟到了3月1日。市场在这一环境下迎来了风险溢价的修复，人民币汇率也迎来一波小的反弹。

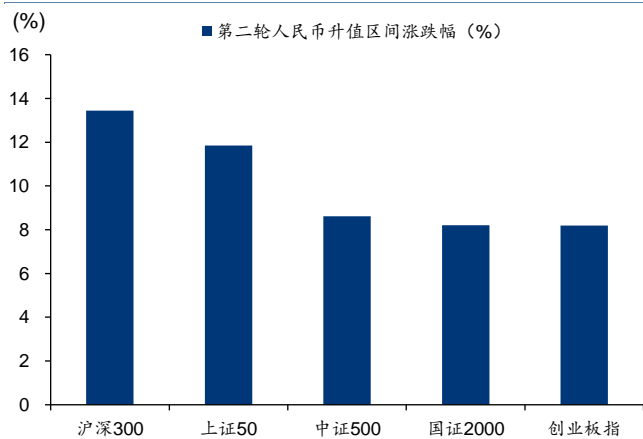
图表41：人民币汇率波动与北向资金净流入呈反向波动



资料来源：Wind，华泰研究

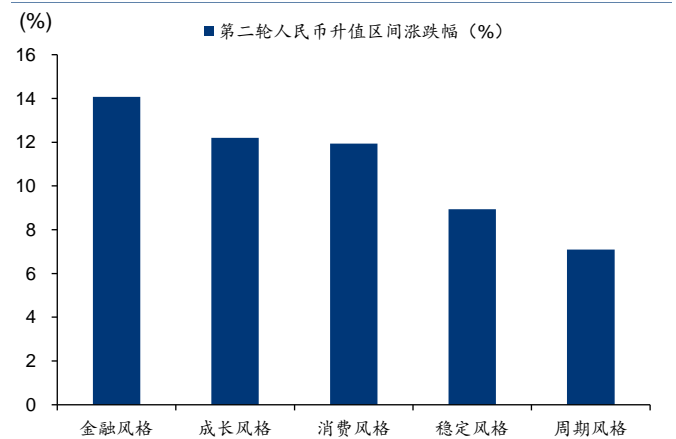
从不同风格的表现看，大盘的表现明显优于中小盘，而金融和成长风格指数较周期、稳定风格指数在本轮表现更优。在市场风险偏好修复以及美国国债利率不断走低带来的超额收益环境下，成长风格在本轮表现良好。从不同板块的表现看，本轮周期外资持股占比较高的大消费板块如食品饮料、家用电器也有良好的股价表现。

图表42：大盘风格优于小盘



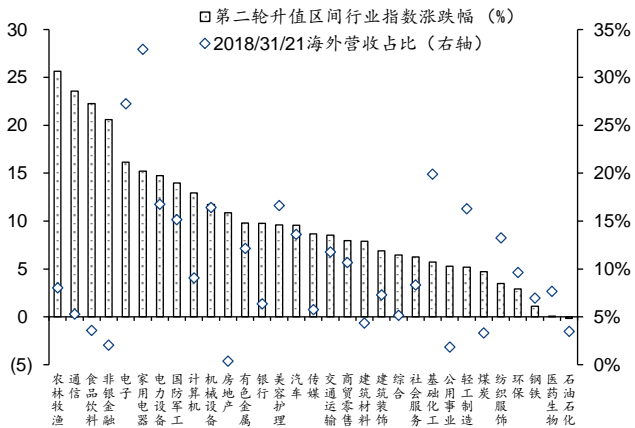
资料来源：Wind，华泰研究

图表43：金融、成长风格占优



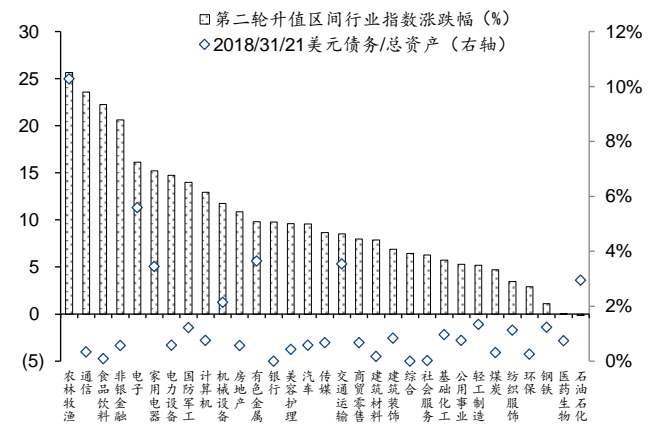
资料来源：Wind，华泰研究

图表44：农林牧渔、通信等海外营收占比比较低行业涨幅领先



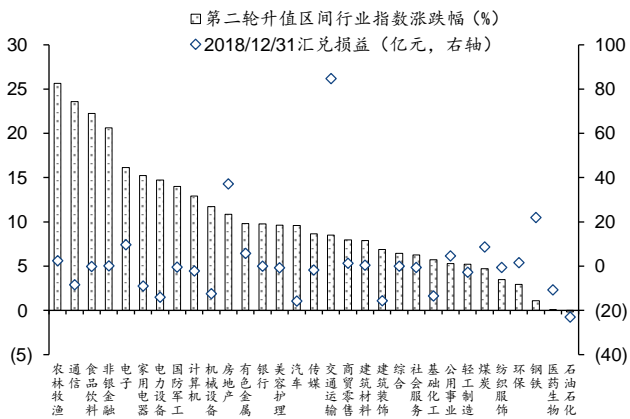
资料来源：Wind，华泰研究

图表45：农林牧渔、电子等美元债务占比比较高行业涨幅领先



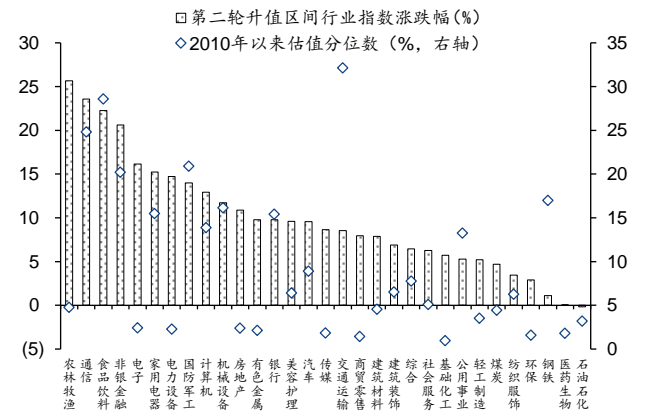
资料来源：Wind，华泰研究

图表46：行业涨跌幅与汇兑损益相关性较低



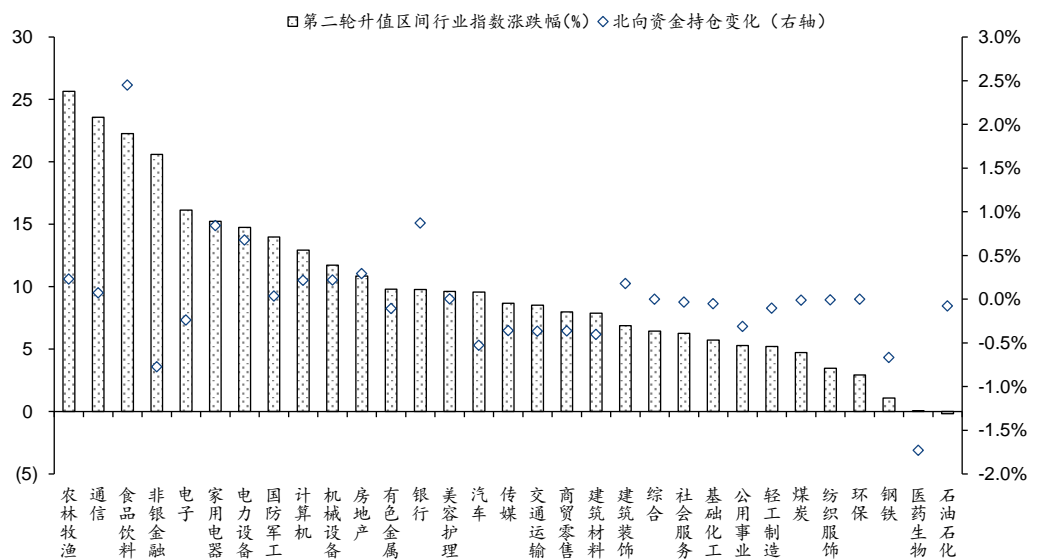
资料来源：Wind，华泰研究

图表47：估值分位数与涨跌幅总体相关性较弱



资料来源：Wind，华泰研究

图表48：北向资金仓位变化与涨跌幅总体相关系数达到0.47，加仓行业与部分领涨行业重合



资料来源：Wind，华泰研究

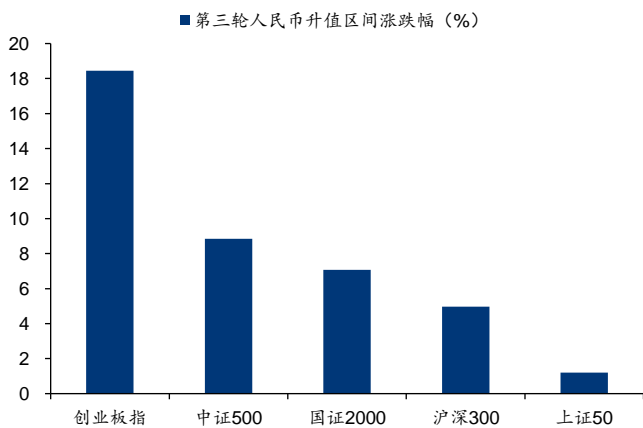
第三轮人民币升值区间复盘（2019年10月-2020年1月）

2019年10月-2020年1月：风险偏好修复

这一阶段同样是中美贸易摩擦磋商取得实质性进展引致的国内市场的风险偏好修复行情。2019年10月12日中美第十三轮经贸谈判取得实质性进展，美方明确表示，取消10月15日对华价值2500亿美元产品的关税税率从25%提升至30%行动。2019年12月15日双方达成第一阶段经贸协议，中国也暂停了部分关税的征收。总的来说，本轮及上轮小周期受贸易摩擦的影响相对较大，汇率基本随谈判进展变化而变动。

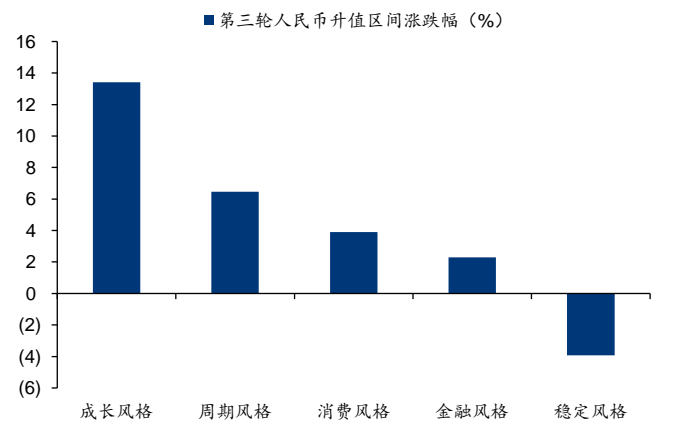
从不同风格的表现看，小盘的表现明显优于大盘，而成长和周期风格指数在本轮表现更优。在美元指数持续走低以及相对盈利增速剪刀差不断扩大的背景下，成长风格延续此前良好的涨幅。周期板块则主要得益于PPI企稳回升。从不同行业的表现看，本轮周期同样是科技与消费共舞，电子行业受益于美元债务占比较高以及外资持股较高在本轮周期取得较好的涨幅，其余外资持股占比较高的部分大消费板块如食品饮料、家用电器同样有着良好的股价表现。

图表49：小盘风格优于大盘



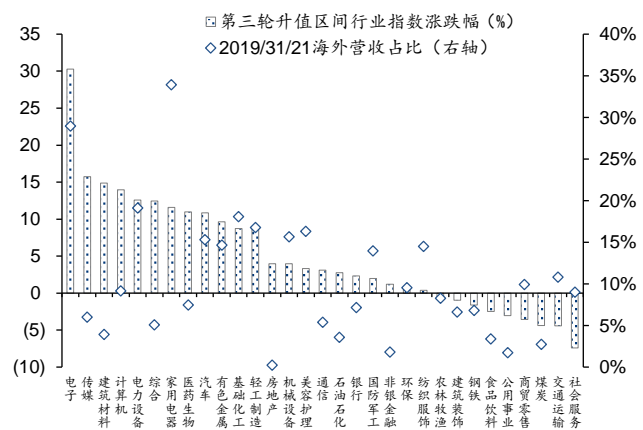
资料来源：Wind，华泰研究

图表50：成长、周期风格占优



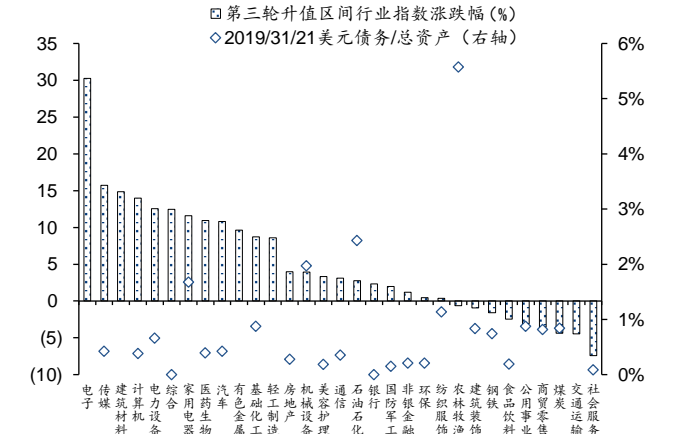
资料来源：Wind，华泰研究

图表51：传媒、建筑材料等海外营收较低行业涨幅较高

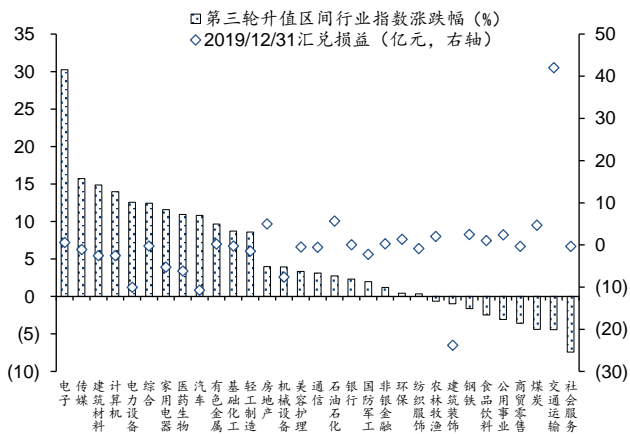


资料来源：Wind，华泰研究

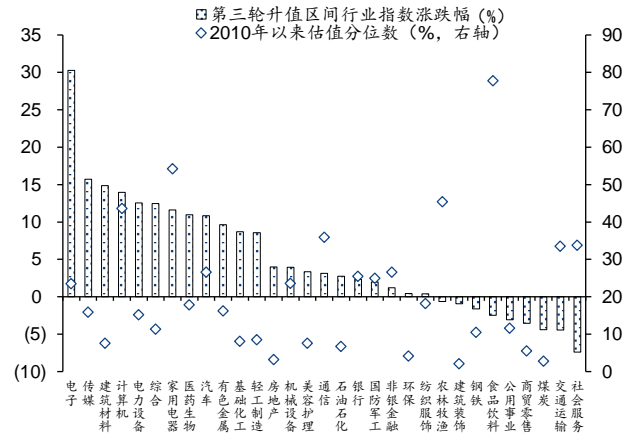
图表52：电子等美元债务占比较高行业涨幅较高



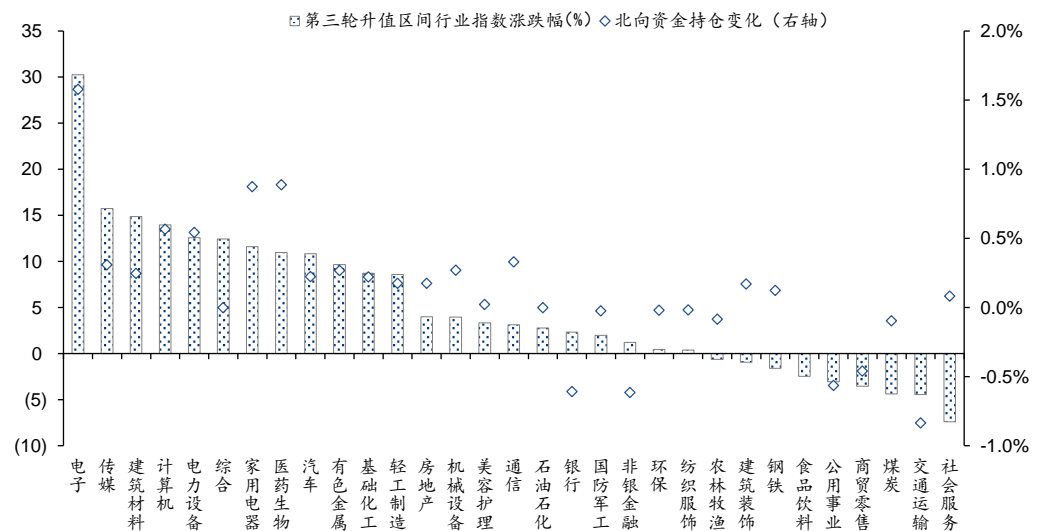
资料来源：Wind，华泰研究

图表53： 汇兑损益与行业涨跌幅总体相关性较弱


资料来源：Wind，华泰研究

图表54： 估值分位数与涨跌幅总体相关性较弱


资料来源：Wind，华泰研究

图表55： 北向资金仓位变化与涨跌幅总体相关系数达到 0.57，加仓行业与部分领涨行业重合


资料来源：Wind，华泰研究

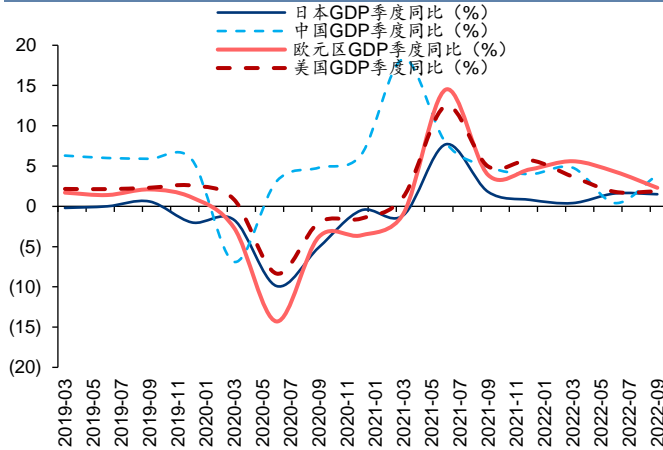
第四轮人民币升值阶段复盘（2020年5月-2022年3月）

第二轮人民币的升值趋势起始于 2020 年 5 月一直到 2022 年 4 月才结束，美元兑人民币汇率从 7.17 一直下降到 6.36，升值幅度约 11.3%。根据支撑人民币走强的主要动因变化，我们将第二轮人民币升值阶段主要分为两个期间，2020 年 5-12 月，在国内经济反弹、美元指数走弱、出口景气支撑叠加中美利差走阔的支撑下，股市呈现上升趋势；2021 年 1 月至 2022 年 2 月，主要为海外供应链修复缓慢，强出口结汇需求支撑人民币走强，股市呈现先涨后跌趋势。

2020 年 6-12 月：美元指数下行+出口景气+中美利差走阔

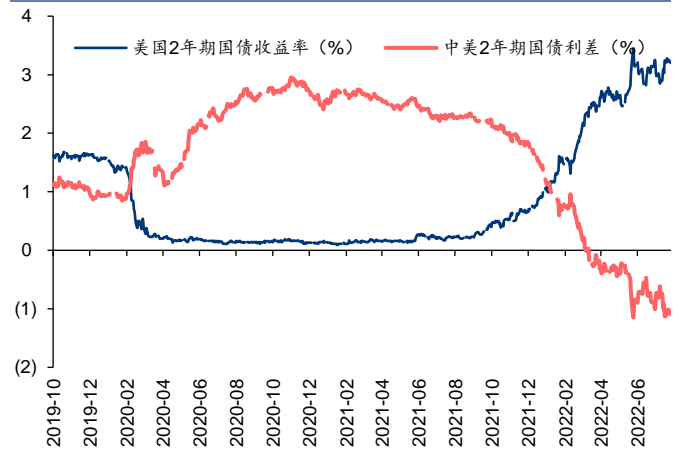
从经济基本面来看，中国最先从这次疫情的冲击中恢复过来，并实现 2020 年 GDP 的正增长，同时受益于防疫物资的出口、供给端替代以及欧美大规模的刺激政策带来的居民大量消费，2020 年我国出口整体表现超出市场预期，货物贸易顺差为 5338 亿美元，出口同比增长 4%，服务贸易逆差 1453 亿美元，同比下降 44%，经常项目顺差创 2015 年来的新高。出口带来的人民币汇兑需求是支撑本次人民币升值的重要因素。其次，美联储 QE 带来了增量资金，不少外资受到中美稳定利差的吸引流入国内，表现为资本项目下的大幅增长。2020 年全年来华直接投资 2130 亿美元，同比增长 37%。

图表56：中国 GDP 反弹领先全球其余国家



资料来源：Wind，华泰研究

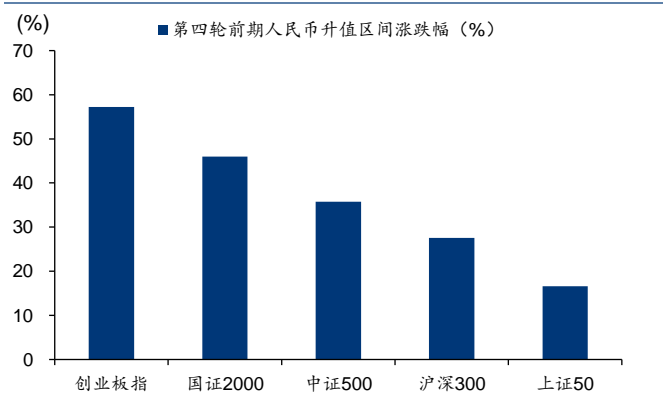
图表57：中美利差持续走阔



资料来源：Wind，华泰研究

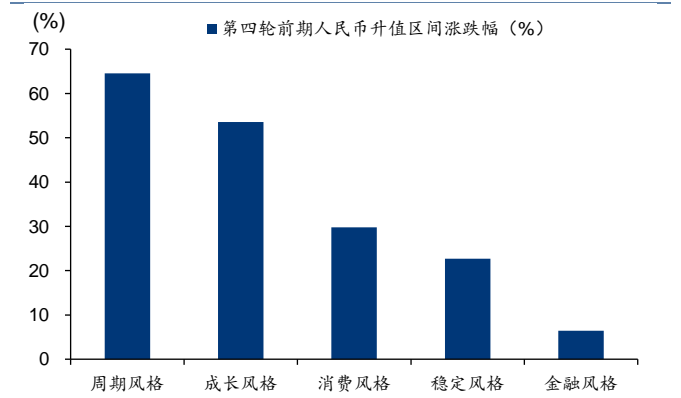
从不同风格的表现看，小盘的表现明显优于大盘，而周期和成长风格指数较金融风格在本轮表现更优。周期板块继续受益于 PPI 抬升。从不同板块的表现看，这轮周期受益于 PPI 上升，煤炭、有色、钢铁等周期板块表现良好，而外资偏爱的大消费板块股价表现尚可。本轮外资超配电力设备、汽车板块。电力设备与汽车板块在这段时期的占优可以归功于双碳目标的制定及多项政策倾斜，一方面是汽车购置税的削减，另一方面是将新能源产业定位战略性新兴产业而出台了多项指导意见及文件，市场的走势依然与当年重点关注的主题密切相关。

图表58：小盘风格优于大盘



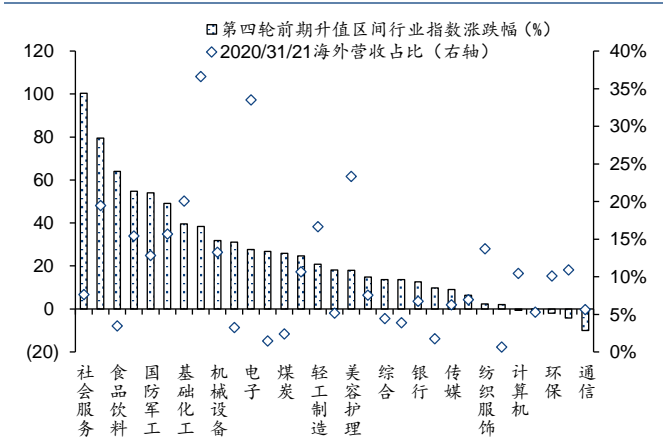
资料来源：Wind，华泰研究

图表59：周期、成长风格占优



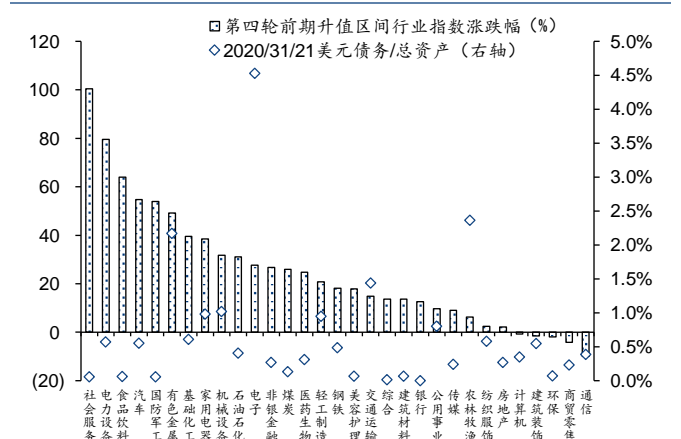
资料来源：Wind，华泰研究

图表60：社服等海外营收占比较低的行业涨幅较高



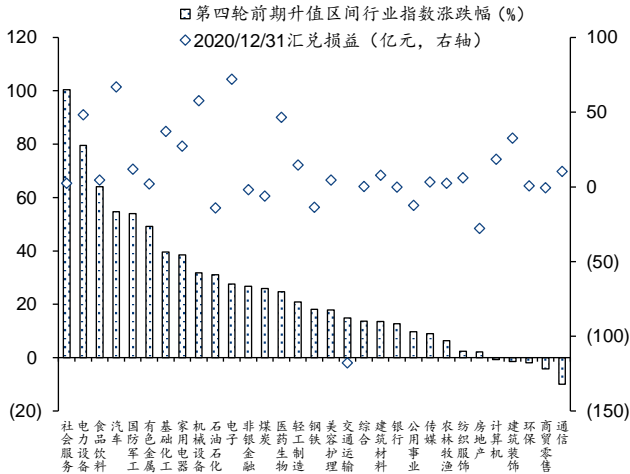
资料来源：Wind，华泰研究

图表61：有色金属等美元债务占比较高行业涨幅较高



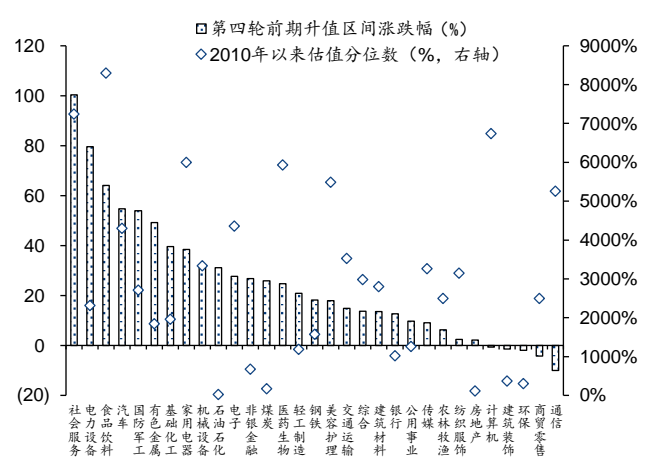
资料来源：Wind，华泰研究

图表62：行业涨跌幅与汇兑损益相关性较低



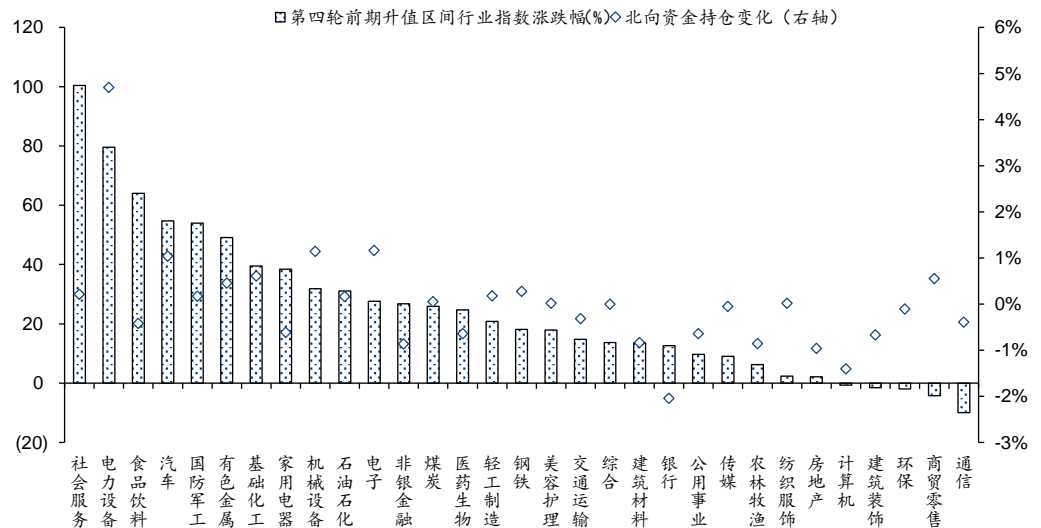
资料来源：Wind，华泰研究

图表63：估值分位数与涨跌幅总体相关性较弱



资料来源：Wind，华泰研究

图表64：北向资金超配变化与涨跌幅总体相关系数达到 0.52



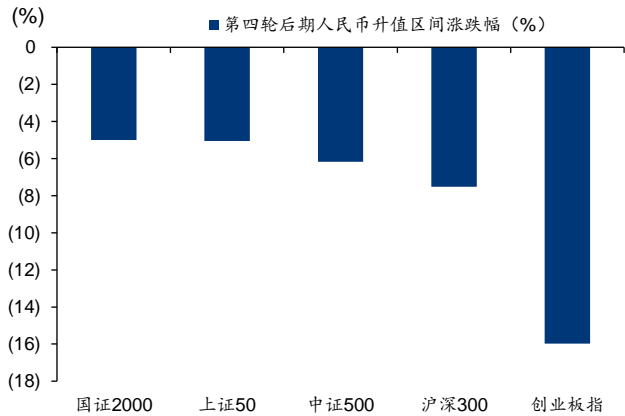
资料来源：Wind，华泰研究

2021年1月-2022年2月：强出口结汇需求支撑人民币走强

海外供应链修复缓慢，我国经常项目顺差持续位于高位，出口汇兑产生的需求支撑人民币走强。

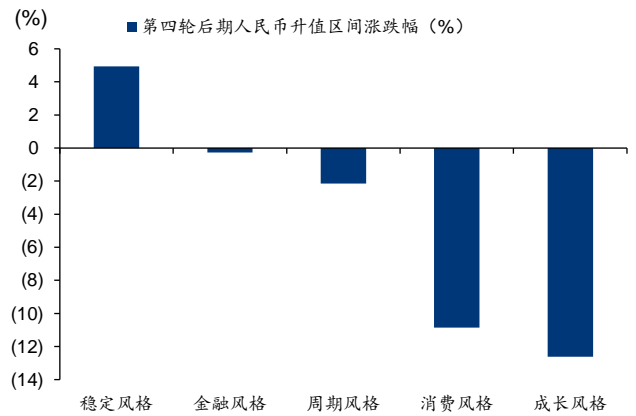
从不同风格的表现看，小盘风格强于大盘，而周期、稳定成为唯二具有正收益的风格。从不同板块的表现看，周期依然受益于PPI上升，煤炭、有色、钢铁等周期板块表现良好，外资超配变化与行业涨跌幅呈现出较强正相关。与前几轮不同的是，低估值分位数行业在本轮人民币升值区间跑出超额收益行情，或因为本轮股指走势与人民币走势呈现分化。

图表65：大小盘风格相对强弱不明显



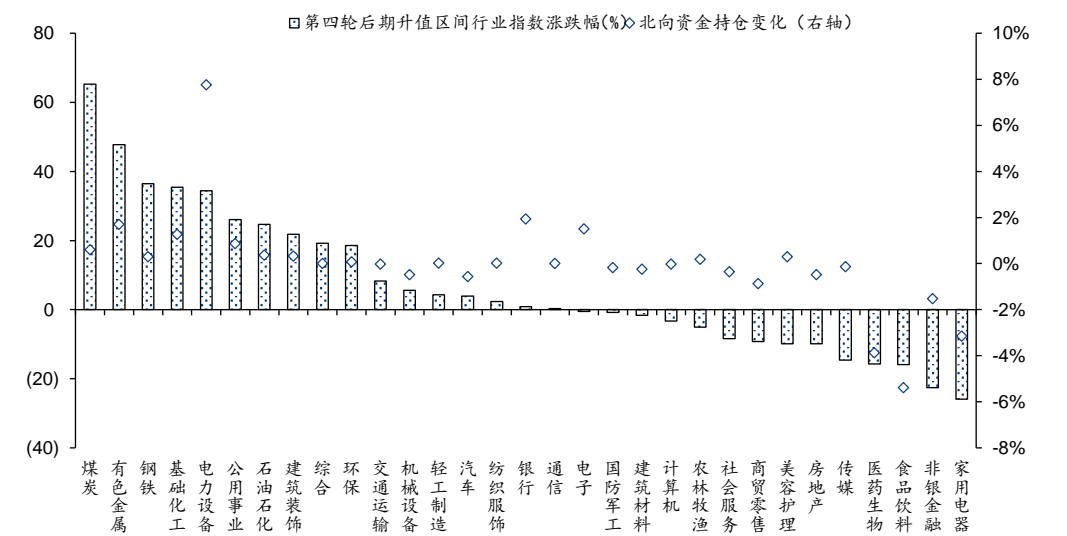
资料来源：Wind，华泰研究

图表66：稳定风格占优



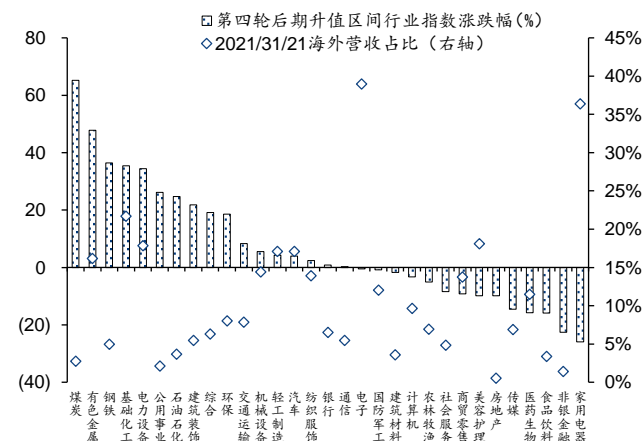
资料来源：Wind，华泰研究

图表67：北向资金超低配变化与涨跌幅总体相关系数达到 0.57



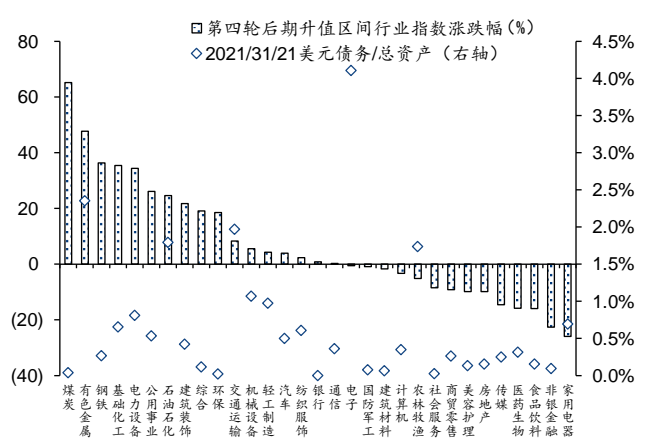
资料来源：Wind，华泰研究

图表68：煤炭等海外营收占比较低行业在次阶段涨幅较高



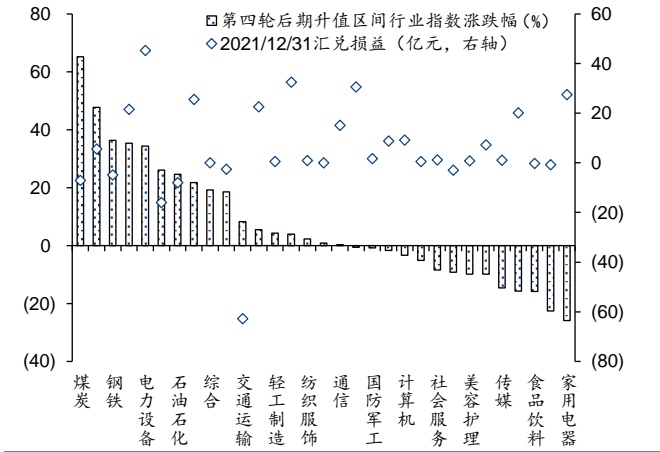
资料来源：Wind，华泰研究

图表69：有色金属等美债占比较高行业获得一定超额受益



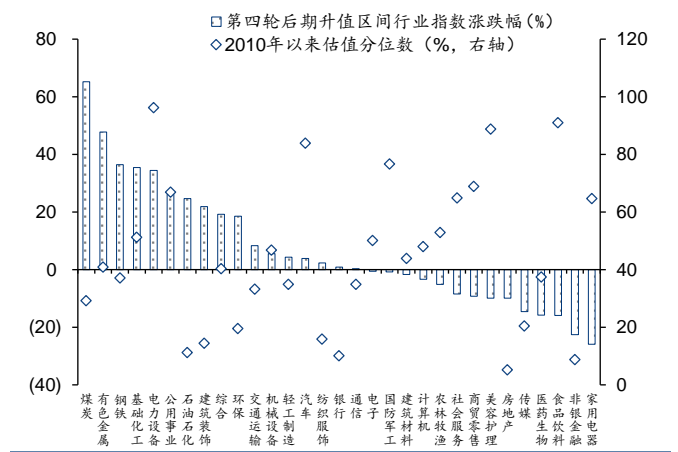
资料来源：Wind，华泰研究

图表70：行业涨跌幅与汇兑损益相关性较低



资料来源：Wind，华泰研究

图表71：本轮估值分位数与行业涨跌幅相关系数达到-0.52



资料来源：Wind，华泰研究

受益于人民币升值组合

在上述考量范围内，我们以总市值>100 亿，2023 年归母净利润增速-2022 年归母净利润增速>10%，2010 年以来估值分位数（2010 年以来 PE 分位数与 PB 分位数均值）<50%，海外营收占比<40%，且满足北向资金占比>10%/海外营收占比<5%/或美元债务占比>5% 其中任意一个条件，筛选以下个股：

图表72：符合以上条件的个股名单

证券代码	证券名称	所属申万一级行业	总市值 (亿元)	2023E 与 2022E 归母净利润增速差	2010 年以来 PE 分位数 (%)	2010 年以来 PB 分位数 (%)	2010 年以来估值分位数 (%)	海外营收占比 (%)	北向资金占自由流通市值比例 (%)	美元债务占比 (%)
0700 HK	腾讯控股	传媒	30431.3	75%	5.7	4.9	5.3	0.0	0.0	
002027 CH	分众传媒	传媒	954.6	102%	42.2	44.4	43.3	0.0	23.3	1.6
300413 CH	芒果超媒	传媒	492.0	18%	3.6	2.2	2.9	0.0	9.6	0.0
0772 HK	阅文集团	传媒	304.4	81%	22.2	15.1	18.7	0.0	0.0	
600977 CH	中国电影	传媒	259.9	797%		47.9	47.9	0.0		0.0
603444 CH	吉比特	传媒	241.5	22%	34.5	25.1	29.8	2.5	12.9	0.0
600637 CH	东方明珠	传媒	225.0	298%	32.6	1.8	17.2	0.0		0.0
601928 CH	凤凰传媒	传媒	199.5	30%	6.1	11.6	8.8	0.0	1.7	0.0
688111 CH	金山办公	计算机	1201.8	21%	37.8	30.3	34.0	3.2	11.6	0.0
002230 CH	科大讯飞	计算机	799.4	19%	7.8	2.2	5.0	0.8	6.4	0.1
300033 CH	同花顺	计算机	550.4	28%	17.8	47.7	32.7	0.3	7.8	0.0
601360 CH	三六零	计算机	498.0	57%		2.3	2.3	2.4	5.7	0.0
300454 CH	深信服	计算机	469.2	85%		13.1	13.1	0.0	7.9	0.0
3888 HK	金山软件	计算机	342.6	1340%		20.9	20.9	0.0	0.0	
688188 CH	精楚电子	计算机	327.1	29%	42.4	34.0	38.2	0.0	15.2	0.0
002439 CH	启明星辰	计算机	246.5	14%	17.5	21.7	19.6	0.0	21.8	0.0
3396 HK	联想控股	计算机	197.9	107%	19.5	3.6	11.5	0.0	0.0	1.3
0909 HK	明源云	计算机	145.4	161%		19.0	19.0	0.0	0.0	
1691 HK	JS 环球生活	家用电器	329.5	15%	26.2	26.3	26.2	0.0	0.0	
688696 CH	极米科技	家用电器	133.3	21%	8.1	6.2	7.1	6.3	4.7	0.5
603515 CH	欧普照明	家用电器	122.6	21%	9.8	3.1	6.4	8.2	15.2	0.0
300894 CH	火星人	家用电器	111.4	26%	30.5	8.9	19.7	0.0	1.6	0.0
002271 CH	东方雨虹	建筑材料	871.1	75%	43.3	7.5	25.4	1.2	19.0	0.0
000786 CH	北新建材	建筑材料	447.7	28%	33.1	23.1	28.1	0.6	27.1	0.0
2128 HK	中国联塑	建筑材料	274.9	16%	67.5	14.2	40.9	0.0	1.0	
0694 HK	北京首都机场股份	交通运输	261.0	101%		44.4	44.4	0.0	8.3	0.0
603833 CH	欧派家居	轻工制造	695.6	13%	24.2	3.6	13.9	1.6	18.1	0.0
603008 CH	喜临门	轻工制造	116.2	12%	22.0	62.1	42.1	17.0	1.7	0.7
0322 HK	康师傅控股	食品饮料	770.8	67%	26.0	57.1	41.5	0.0	0.0	
6186 HK	中国飞鹤	食品饮料	655.8	31%	35.0	15.3	25.2	0.0	0.0	
3799 HK	达利食品	食品饮料	497.1	22%	15.8	6.4	11.1	0.0	0.0	
600298 CH	安琪酵母	食品饮料	404.9	26%	56.6	42.5	49.6	27.8	21.5	0.8
300146 CH	汤臣倍健	食品饮料	371.4	41%	11.1	5.6	8.4	9.6	10.4	0.0
0220 HK	统一企业中国	食品饮料	308.8	56%	19.4	39.1	29.2	0.0	0.0	
1579 HK	颐海国际	食品饮料	262.2	39%	35.1	23.0	29.1	0.0	0.0	
603866 CH	桃李面包	食品饮料	214.1	26%	11.3	9.3	10.3	0.0	10.3	0.3
0345 HK	VITASOY	食品饮料	178.6	219%		32.9	32.9	0.0	0.0	
	INTL									
002461 CH	珠江啤酒	食品饮料	175.7	17%	9.1	27.4	18.2	0.0	4.4	0.0
000630 CH	铜陵有色	有色金属	344.2	40%	5.6	26.5	16.1	0.0	5.2	4.9
601609 CH	金田股份	有色金属	104.5	24%	29.2	6.6	17.9	6.8	1.1	3.6

注：2022E、2023E 归母净利润增速、营收增速均为 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

1) 国内经济复苏不及预期：若国内经济复苏不及预期，则 A 股下行风险加剧； 2) 美联储加息超预期：若美联储收水超预期，则人民币升值环境承压。

免责声明

分析师声明

本人，张馨元、王以，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 吉比特（603444 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师张馨元、王以本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 科大讯飞（002230 CH）、安琪酵母（600298 CH）、分众传媒（002027 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 安琪酵母（600298 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 吉比特（603444 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期

（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2169-0770

电子邮件：research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有 2022 年华泰证券股份有限公司