

林晓明 执业证书编号：S0570516010001
研究员 0755-82080134
linxiaoming@htsc.com

黄晓彬 执业证书编号：S0570516070001
研究员 0755-23950493
huangxiaobin@htsc.com

相关研究

- 1《华泰价值选股之 FFScore 模型》2017.02
- 2《生命周期基金 Glide Path 开发实例》2017.01
- 3《华泰单因子测试之换手率类因子》2017.01

A 股红利指数比较研究

华泰红利指数与红利因子系列研究报告之一

红利 ETP 属于长期价值型投资产品，是成熟市场重要的 ETP 类型

红利 ETP 在近年来增速较为迅猛，2016 年红利 ETP 增量对全球 ETP 的增量贡献达到 6.12%，在发达国家的成熟金融市场中，红利 ETF 是一个重要的 ETP 类型。在市场有效性较低的中国 A 股市场，主动选股往往具有优势，红利 ETP 将长期有效的红利择股策略应用在工具型产品的开发上，产品具有较优的风险收益属性，还具有优良的工具属性便于投资人的投资交易。在国内金融市场逐渐成熟但国内红利 ETP 仍然数量较少、规模较小的情况下应有更多红利 ETP 推出，进一步的丰富国内红利 ETP 产品类型。

标普中国 A 股红利机会指数选股条件严格、加权方式具有均衡的特性

目前国内红利指数共有 53 种，已有产品成立的红利 ETP 标的指数有五种：上证红利指数、中证红利指数、深证红利指数、沪深 300 红利指数和标普中国 A 股红利机会指数。我们将这五种红利指数的编制方法、行业分布以及风险收益属性进行了对比，发现国内红利指数的编制方法科学有效，其中标普中国 A 股红利机会指数拥有的成份股数量较多，对成份股盈利和分红的稳定性要求较高，加权方案均衡了成份股的权重和行业的权重。以上一系列的设计使其有着持续良好的历史业绩表现。

红利指数加权方式和风格研究进一步的揭示了指数的收益来源

为研究红利指数的收益来源，我们将五种指数日收益率对六种风格指数日收益率做回归来研究指数收益率的风格归因情况，并且在深入研究五种指数的市值分布与加权情况后，发现标普中国 A 股红利机会指数通过成份股筛选标准和加权方式的设计，平衡了成份股的市值分布与行业分布，均摊了权重分布。从马克维茨资产配置理论的角度来看，这种多样化、分散化的股票配置有效地优化了指数的风险收益属性，标普中国 A 股红利机会指数也因此获得了具有优势的超额收益。

标普中国 A 股红利机会指数借鉴了成熟市场经验编制

通过研究国外规模排名前五的红利 ETP 所跟踪标的指数的成份股筛选条件以及行业分布特征，我们发现国外规模最大的几个红利 ETP 的标的指数有以下几个特征中的一条或几条：成份股数量较大、成份股之间权重分布较为平均、盈利达到一定水平，以及要求分红连续多年的稳定增长。而前述的标普中国 A 股红利机会指数同时包含了以上几个条件，并且在此基础上还增加了对盈利增长情况的要求，可见以标普 A 股红利指数采用了成熟市场的经验设计。另外我们还列出了三只国内红利 ETP 产品的简要介绍以供投资者参考。

风险提示：历史回测数据发现的规律在未来可能失效。

正文目录

红利 ETP 的国内外发展情况.....	4
红利 ETP 是全球 ETP 持续增长的重要组成部分	4
国内红利 ETP 的发展蕴含市场潜力	5
国内红利指数基本情况.....	6
已发布的红利指数种类丰富	6
国内红利 ETP 跟踪指数情况对比	8
五种红利指数的编制方法对比	9
上证红利指数、中证红利指数与沪深 300 红利指数的计算方法	10
深证红利指数计算方法	10
标普中国 A 股红利指数计算方法	10
五种指数调整方法介绍	11
五种红利指数成分股构成与历史业绩分析	12
五种红利指数的成分股行业分布对比	12
五种红利指数的历史业绩分析	17
红利策略的贡献度分析	19
成分股选择策略贡献	19
加权方式的选择策略贡献	20
红利指数的风格研究	20
附录一：海外规模排名前五的红利指数 ETP	21
先锋红利升值 ETF (Vanguard Dividend Appreciation ETF (VIG))	21
先锋高股息率 ETF (Vanguard High Dividend Yield ETF (VYM))	21
安硕道琼斯精选红利 ETF (iShares Select Dividend ETF (DVY))	21
SPDR 标准普尔红利 ETF (SPDR S&P Dividend ETF (SDY))	22
安硕核心高股息 ETF (iShares Core High Dividend ETF (HDV))	22
附录二：国内主要红利指数 ETP	24
华泰柏瑞红利 ETF (510880)	24
工银瑞信深证红利 ETF (159905)	24
万家中证红利 (LOF) (161907)	25

图表目录

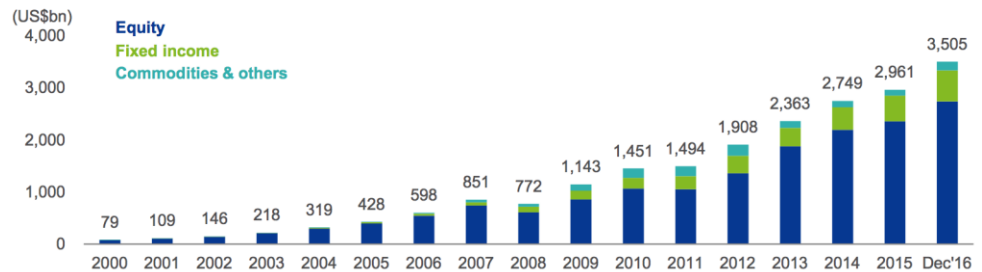
图表 1: 全球 ETP 资产配置.....	4
图表 2: 2016 全球各类 ETP 规模变化情况	4
图表 3: 国内股票 ETF 资产净值与红利 ETF 规模占比 (2006-2016)	5
图表 4: 国内机构发布的 A 股红利指数.....	7
图表 5: 国内红利指数基金 (包含普通指数基金、ETF、LOF)	8
图表 6: 五种红利指数样本空间及选样方法	9
图表 7: 五种红利指数定期调整方法.....	11
图表 8: 上证红利指数行业权重 (单位: %)	12
图表 9: 中证红利指数行业权重 (单位: %)	12
图表 10: 沪深 300 红利指数行业权重 (单位: %)	12
图表 11: 深证红利指数行业权重 (单位: %)	13
图表 12: 标普中国 A 股红利指数行业权重 (单位: %)	13
图表 13: 上证红利指数各行业所占公司数量.....	14
图表 14: 中证红利指数各行业所占公司数量.....	14
图表 15: 沪深 300 红利指数各行业所占公司数量	14
图表 16: 深证红利指数各行业所占公司数量.....	15
图表 17: 标普中国 A 股红利机会指数各行业所占公司数量.....	15
图表 18: 五种指数十大权重股.....	16
图表 19: 五种红利指数走势图 (最近 1 年)	17
图表 20: 五种红利指数走势图 (最近 6 年)	17
图表 21: 五种红利指数风险收益指标.....	17
图表 22: 五种红利指数各流通市值区间内成份股个数占比	19
图表 23: 五种红利指数日收益率与六种风格指数日收益率回归系数 (2011/1/1-2017/2/4)	20
图表 24: Vanguard Dividend Appreciation ETF 价格走势 (单位: 美元)	21
图表 25: Vanguard High Dividend Yield ETF 价格走势 (单位: 美元)	21
图表 26: iShares Select Dividend ETF 价格走势 (单位: 美元)	22
图表 27: SPDR S&P Dividend ETF 价格走势 (单位: 美元)	22
图表 28: iShares Core High Dividend ETF 价格走势 (单位: 美元)	23
图表 29: 华泰柏瑞红利 ETF 成立以来基金净值表现 (单位: 元)	24
图表 30: 华泰柏瑞红利 ETF 收益率.....	24
图表 31: 工银瑞信深证红利 ETF 成立以来基金净值表现 (单位: 元)	24
图表 32: 工银瑞信深证红利 ETF 收益率.....	25
图表 33: 万家中证红利 (LOF) 成立以来基金净值表现 (单位: 元)	25
图表 34: 万家中证红利 (LOF) 收益率	25

红利 ETP 的国内外发展情况

红利 ETP 是全球 ETP 持续增长的重要组成部分

图表1： 全球 ETP 资产配置

GLOBAL ETP ASSETS¹

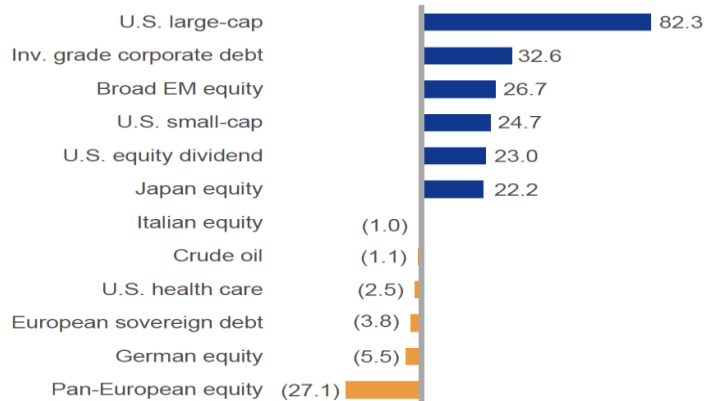


资料来源： BlackRock，截至 2016/12/31

全球 ETP¹资产规模逐年增长,其中权益类 ETP 持续增长趋势明显,2016 年底规模达 2.738 万亿美元,通过 ETP 的产品形式投资权益市场是成熟资本市场的主流。而红利 ETP 具有的长期价值投资理念,是权益类 ETP 的重要品种之一。由图表 2 可见,红利 ETP (图表中 U.S. equity dividend)2016 年增量高达 230 亿美元,对全球 ETP 的增量贡献达 6.12%。

图表2： 2016 全球各类 ETP 规模变化情况

Global ETP Flows by Asset Class & Exposure¹
2016 full-year flows: \$375.9bn



资料来源： BlackRock，截至 2016/12/31

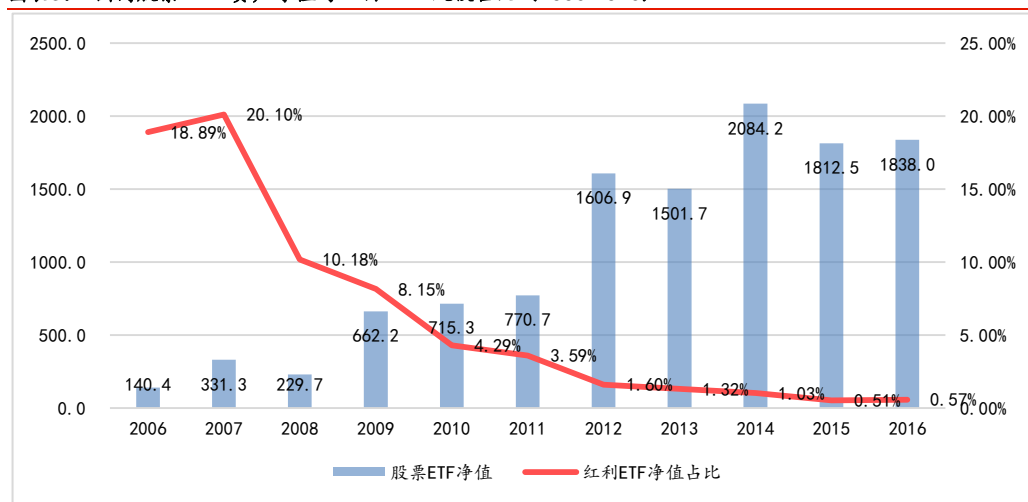
在以上图表各资产2016的规模增长对比中,红利ETP排第五,增长规模较为可观。同时,红利ETP与除美国大盘股之外的其他四种正增长资产的增长规模相近,是市场上重要的 ETP 投资方向之一,增长潜力较为明显。

¹ ETP (Exchange-Traded Product) 是一种标准化的交易所交易产品,通常采用被动的管理方式投资于股票、债券、大宗商品等,也有采用主动管理方式的 ETP。ETP 主要包括以下细分类型:ETF (Exchange-Traded Funds)、ETNs (Exchange-Traded Notes)、封闭式基金 (Closed-End Funds)、衍生交易合约 (Exchange-Traded Derivative Contracts) 等。在中国,还包括 LOF (Listed Open-Ended Fund)。

国内红利 ETP 的发展蕴含市场潜力

如图表3可见,国内股票ETF净值规模增长趋势明显,2014达到近十年最高的2084.2亿元。华泰柏瑞红利ETF成立于2006年11月,是国内最早的一只红利ETF,成立当年年末净值规模26.5亿元,占当时5只股票ETF净值规模的18.89%。但由于十年来红利ETF发行数量很少,截至2016年底仅有2只(华泰柏瑞红利ETF、工银瑞信深证红利ETF),净值规模合计10.4亿元,这造成了红利ETF规模占比的持续下滑。而对比红利ETP在美国市场的占比情况,以及红利ETP长期价值投资的理念及其实际的业绩表现,我们认为国内红利ETP的发展蕴含较大的市场潜力。

图表3: 国内股票 ETF 资产净值与红利 ETF 规模占比 (2006-2016)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

国内红利指数基本情况

已发布的红利指数种类丰富

2005 年 1 月 4 日,上交所公布了国内第一只红利指数:上证红利指数(指数代码 000015)。该指数以 2004 年 12 月 31 日为基日,选取在上海证券交易所(以下简称“上交所”)上市的现金股息率高、分红比较稳定、具有一定规模及流动性的 50 只股票为成份股。上证红利指数的推出进一步完善了我国指数体系,丰富了指数品种,为投资者提供了新的投资参考,同时也为指数产品的推出创造了条件。同日,深圳证券信息有限公司(以下简称“深证信息”)推出国证红利指数(指数代码 399321)。此后,上交所、中证公司以及深交所、深证信息又推出了一系列红利指数以及红利指数的衍生指数,包括上证系列红利指数、中证系列红利指数、深证系列红利指数以及国证系列红利指数。截止到 2017 年 1 月 25 日,国内指数公司总共推出 51 种 A 股红利指数,标普道琼斯指数公司则推出 2 种 A 股红利指数,分别是标普中国 A 股红利机会指数和标普直通中国 A 股红利机会指数。

图表4： 国内机构发布的 A 股红利指数

指数名称	指数代码	基期	成份股数量	所属系列
上证红利指数	000015	2004 -12-31	50	上证主题
上证 180 红利指数	000149	2004 -12-31	30	上证主题
上证 380 红利指数	000150	2004 -12-31	30	上证主题
上证国企红利指数	000151	2009-09-30	30	上证主题
上证央企红利指数	000152	2008-12-31	30	上证主题
上证民营企业红利指数	000153	2009-09-30	30	上证主题
上证红利回报指数	H50019	2005-12-30	50	上证主题
上证红利潜力指数	H50020	2005-12-30	50	上证主题
上证能源红利指数	H50021	2005-12-30	10	上证主题
上证原材料红利指数	H50022	2005-12-30	20	上证主题
上证工业红利指数	H50023	2005-12-30	20	上证主题
上证可选消费红利指数	H50024	2005-12-30	20	上证主题
上证主要消费红利指数	H50025	2005-12-30	10	上证主题
上证医药卫生红利指数	H50026	2005-12-30	10	上证主题
上证金融红利指数	H50027	2005-12-30	20	上证主题
上证信息技术红利指数	H50028	2005-12-30	10	上证主题
上证电信业务红利指数	H50029	2005-12-30	10	上证主题
上证公用事业红利指数	H50030	2005-12-30	10	上证主题
上证红利低波动指数	H50040	2005-12-30	50	上证策略
上证红利价值指数	H50042	2005-12-30	50	上证策略
上证红利波动率控制 20%指数	H50064	2005-12-30	\	上证策略
上证红利波动率控制 10%指数	H50065	2005-12-30	\	上证策略
中证红利指数	000922	2004-12-31	100	中证主题
沪深 300 红利指数	000821	2004-12-31	50	中证主题
中证 500 红利指数	000822	2004-12-31	50	中证主题
中证国企红利指数	000824	2009-06-30	50	中证主题
中证央企红利指数	000825	2008-12-31	30	中证主题
中证民营企业红利指数	000826	2009-06-30	30	中证主题
中证红利回报指数	H30073	2004-12-31	50	中证主题
中证红利潜力指数	H30089	2005-12-30	50	中证主题
中证能源红利指数	H30090	2005-12-30	15	中证主题
中证原材料红利指数	H30091	2005-12-30	30	中证主题
中证工业红利指数	H30092	2005-12-30	30	中证主题
中证可选消费红利指数	H30093	2005-12-30	30	中证主题
中证主要消费红利指数	H30094	2005-12-30	30	中证主题
中证医药卫生红利指数	H30095	2005-12-30	30	中证主题
中证金融红利指数	H30096	2005-12-30	30	中证主题
中证信息技术红利指数	H30097	2005-12-30	30	中证主题
中证电信业务红利指数	H30098	2005-12-30	15	中证主题
中证公用事业红利指数	H30099	2005-12-30	15	中证主题
中证高分红指数	H30366	2004-12-31	80	中证主题
中证红利低波动指数	H30269	2005-12-30	50	中证策略
中证红利价值指数	H30270	2005-12-30	50	中证策略
中证红利波动率控制 20%指数	H30449	2005-12-30	50	中证策略
中证红利波动率控制 10%指数	H30450	2005-12-30	50	中证策略
中证高股息精选指数	930838	2004-12-31	100	中证主题
深证红利指数	399324	2002-12-31	40	深证主题
深证中小红利指数	399649	2009-06-30	50	深证主题
深证红利 50 指数	399672	2008-12-31	50	深证策略
国证红利指数	399321	2004-12-31	50	国证主题
国证红利 100 指数	399411	2008-12-31	100	国证策略
合计	51			

资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2017/1/25

国内红利 ETP 跟踪指数情况对比

红利指数的发展为国内红利指数基金市场的发展奠定了基础，图表 5 给出了目前国内已经发行的红利指数基金，从图表中我们可以看出，有 1 只 ETF 基金跟踪了上证红利指数，1 只 LOF 基金跟踪了中证红利指数，1 只 ETF 基金跟踪了深证红利指数，台湾发行的永丰沪深 300 红利指数基金跟踪的是沪深 300 红利指数，而华宝兴业基金于 2017 年 1 月 18 日成立的华宝标普中国 A 股红利机会指数基金（LOF，2017 年 2 月 13 日上市）的标的指数由标普道琼斯指数公司编制。

图表5： 国内红利指数基金（包含普通指数基金、ETF、LOF）

指数名称	相关基金
上证红利指数（以下简称“上证红利”）	华泰柏瑞红利 ETF
中证红利指数（以下简称“中证红利”）	富国中证红利指数增强（增强型）；大成中证红利指数基金；万家中证红利指数基金（LOF）
沪深 300 红利指数（以下简称“沪深 300 红利”）	永丰沪深 300 红利指数基金（台湾永丰投信发行，台币）
深证红利指数（以下简称“深证红利”）	工银瑞信深证红利 ETF；工银瑞信深证红利 ETF 联接基金
标普中国 A 股红利机会指数（以下简称“标普红利”）	华宝标普中国 A 股红利机会指数基金（LOF）

资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2017/1/25

五种红利指数的编制方法对比

图表 6 给出了五种红利指数的样本空间及选样方法，上证红利指数所选取的成份股都是上交所交易的股票，深证红利指数则全部选取深交所上市股票，中证红利指数、沪深 300 红利指数与标普中国 A 股红利机会指数则同时选取了上交所和深交所交易的股票。

上证红利指数、沪深 300 红利指数都为 50 只成份股，深证红利指数为 40 只成份股，而标普中国 A 股红利机会指数和中证红利指数则为 100 只成份股。从成份股数量的角度对比，标普中国 A 股红利机会指数和中证红利指数涵盖的股票数量更多，也更加能够反映市场整体情况。

图表 6： 五种红利指数样本空间及选样方法

指数名称	基点	基期	样本空间及选样方法
上证红利指数	1000	2004 -12-31	沪市 A 股：1) 过去两年连续现金分红且每年的税后现金股息率均大于 0；2) 过去一年日均总市值排名在沪市 A 股的前 80%；3) 过去一年日均成交金额排名在沪市 A 股的前 80%。对选入样本空间的股票，按照过去两年的平均税后现金股息率由高到低进行排名，选取排名在前 50 名的股票作为指数样本，但市场表现异常并经专家委员会认定不宜作为样本的股票除外。
中证红利指数	1000	2004 -12-31	全部 A 股：1) 过去两年连续现金分红且每年的税后现金股息率均大于 0；2) 过去一年日均总市值排名在全部 A 股的前 80%；3) 过去一年日均成交金额排名在全部 A 股的前 80%。对选入样本空间的股票，按照过去两年的平均税后现金股息率由高到低进行排名，选取排名在前 100 名的股票作为指数样本，但市场表现异常并经专家委员会认定不宜作为样本的股票除外。
沪深 300 红利指数	1000	2004 -12-31	沪深 A 股：1) 沪深 300 指数样本股；2) 过去两年连续现金分红；3) 过去两年每年的税后现金红利均大于 0，且过去 2 年的平均税后现金股息率大于 1%。对样本空间内股票，按照过去 2 年的平均税后现金股息率由高到低进行排名，选取排名在前 50 名的股票作为指数样本股。
深证红利指数	1000	2002-12-31	深市 A 股：1) 在深交所上市的非 ST、*ST 的 A 股；2) 考察期内股票价格无异常波动情况；3) 具有稳定的分红历史：最近三年里至少有两年实施了分红，其中分红包含现金股利和股票股利；4) 分红具备一定的价值：在最近三年里，股息率至少有两年的市场排名进入前 20%；5) 流动性保证：近半年内日均成交金额 > 500 万元将备选股票按前三年累计分红金额占深市上市公司分红金额的比重和最近半年日均成交金额占深市比重按照 1: 1 的比例进行加权排名，并考虑经营状况、现金流、公司治理结构、防止大股东恶意高送股变现等综合因素后，选取排名在前 40 名的股票。
标普中国 A 股红利机会指数	1000	2004-06-18	沪深 A 股：1) 股票自由流通市值须大于 10 亿元（人民币），参考时点为指数调整的参考日，且最近 6 个月日均交易额须大于 1,000 万元人民币。2) 稳定性需要满足一定条件：盈利能力通过指数调整参考日前 12 个月的每股主营业务盈利（EPS）来测量，盈利增长方面在过去三年，股票的盈利需反映正增长趋势，最新的年度每股盈利必须大于三年前的数据，若成分股在当前指数调整期不满足盈利增长条件，需从指数中剔除。将股票池中的股票按年度股息率排序，由股票池中股息率排名前 100 的股票构成。指数调整过程中，如果当前成份股排名在 150 以内，则保留在指数中。否则剔除出指数，被排名最靠前的下一位非成份股取代。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

可以从上表列举的选样方法中看出，在五种红利指数中，标普中国 A 股红利机会指数和中证红利指数成份股选取的原始样本空间最大：沪深 300 红利指数的原始样本空间仅为沪深 300 成份股，上证红利与深证红利的原始样本空间分别为沪市股票与深市股票，而标普红利和中证红利的原始样本空间为全部 A 股，具有较为广泛的样本基础，市场代表性较强，也具有更多的机会优选个股。

在五种红利指数中，标普红利在红利指标上所使用的筛选条件最为严格：上证红利和中证红利以现金股息率排名为筛选标准，沪深 300 红利以正的现金红利和现金股息率排名为筛选标准，深证红利对分红的稳定性和股票的流动性有一定要求并且将公司经营状况作为参考因素。而标普红利除了对公司的分红进行排名，同时还将公司盈利能力和盈利的稳定性作为重要筛选标准，对股票流动性的要求也比深证红利更高。也即，标普红利不仅以利润分红数量作为成份股筛选标准，从指数成份股筛选标准这个定性的角度来看，标普中国 A 股红利机会指数可能更具投资潜力。

完成五种指数的选样之后，下面介绍五种指数的计算方法

上证红利指数、中证红利指数与沪深 300 红利指数的计算方法

上证红利指数、中证红利指数与沪深 300 红利指数的计算方法相同：

$$\text{报告期指数} = \frac{\text{报告期样本股的调整市值}}{\text{除数}} \times 1000$$

其中：调整市值 = \sum (股价 \times 调整股本数 \times 权重因子)

$$\text{权重因子} = \frac{\text{股息率}}{(\text{股价} \times \text{总股本} \times \text{自由流通靠档比例})}$$

分母中的除数为基日成份股的调整市值。这里需要注意的是，调整市值中的股价和调整股本数选择报告期的数据，而权重因子中的股价和总股本选择样本股定期调整生效日前第 5 个交易日的收盘后数据计算。

深证红利指数计算方法

深证红利指数计算方式采用派氏加权法，其计算方式与深证 100 指数相同，与以上三只指数明显的差别是它没有采用股息率加权的方式：

$$\text{实时指数} = \text{上一交易日收市指数} \times \frac{\sum (\text{样本股实时成交价} \times \text{样本股权数})}{\sum (\text{样本股上一交易日收市价} \times \text{样本股权数})}$$

其中：

样本股：指纳入指数计算范围的股票。

样本股权数：为样本股的自由流通量，子项和母项的股权数相同。

分子与分母：分子项中的乘积为样本股实时自由流通市值，分母项中的乘积为样本股上一交易日收市自由流通市值。

标普中国 A 股红利指数计算方法

标普中国 A 股红利机会指数采用股息率加权计算。其计算方式如下所示：

$$\text{指数点位} = \frac{\sum \text{样本股实时成交价} \times \text{流通股数量} \times \text{权重调整因子}}{\text{除数}}$$

其中：

$$\text{权重调整因子} = \frac{Z \text{ 值} \times \text{权重}}{\sum \text{样本股实时成交价} \times \text{流通股数量}}$$

样本股：指纳入指数计算范围的股票

Z 值：某个常数，其目的是为了防止计算出的权重调整因子过小

权重：根据样本股的股息率进行加权调整，所有样本股的权重之和为 1。如 A 股票股息率为 6%，B 股票股息率为 4%，则 A 股票权重为 60%，B 股票权重为 40%。

但是为了使得权重股不向某些一些超高股息率的股票倾斜，标普中国 A 股红利机会指数对个股和行业的权重进行了限制。其规则是，个股的权重不得超过 3%，某一行业权重不得超过 33%，对于行业来说，若权重超过 33%，则将多余部分移动到其他行业中权重低于 3% 的股票中，移动顺序根据与个股的调整法相同。对于个股，超过 3% 的部分需向权重低于 3% 的股票中权重最大的那一只移动，如果该股票也超过了 3%，则重复该运作，使得没有股票的权重超过 3% 为止。

$$\left\{ \begin{array}{l} \frac{\text{个股 } i \text{ 股息率} \times \text{当期股数} \times \text{当期股价}}{\sum \text{个股 } i \text{ 股息率} \times \text{当期股数} \times \text{当期股价}} = \frac{\text{个股红利}}{\text{总红利}} < 3\% \text{ 该个股权重不变} \\ \frac{\text{个股红利}}{\text{总红利}} \geq 3\% \quad \text{此个股权重为 } 3\%, \text{ 并进行调整} \end{array} \right.$$

{ 组合中某行业个股权重之和内权重超 33% 删除大于 33% 的部分，并在 33% 处截断
 组合中某行业个股权重之和内权重不超过 33% 不做更改

从五种指数的计算方式我们可以看出除了深证红利指数之外，另外几种指数都是股息率加权。除此之外，五种指数中只有标普中国 A 股红利机会指数对个股和行业权重做出了一定的限制。

五种指数调整方法介绍

五种指数在编制完成后，每年都需要进行定期调整和临时调整，图表 7 给出了五种指数定期调整的方法。从图表中可以看出，上证红利、中证红利和深证红利都是一年调整一次，而沪深 300 红利和标普 A 股红利则是每年调整两次。

图表7： 五种红利指数定期调整方法

指数名称	定期调整
上证红利指数	调整实施时间是每年 12 月的第二个星期五的下一交易日。在新一轮样本调整中，首先将不满足以下条件的原样本依次剔除：1) 过去一年的税后现金股息率大于 0.5%；2) 过去一年日均总市值排名落在沪市 A 股的前 90%；3) 过去一年日均成交金额排名落在沪市 A 股的前 90%。满足以上三个条件的原样本股仍具有进入新一期样本空间的资格。每次样本调整比例一般不超过 20%，除非因不满足过去一年的税后现金股息率大于 0.5%而被首先剔除的原样本股票量超过 20%。
中证红利指数	调整实施时间是每年 12 月的第二个星期五的下一交易日。在新一轮样本调整中，首先将不满足以下条件的原样本依次剔除：1) 过去一年的税后现金股息率大于 0.5%；2) 过去一年日均总市值排名落在全部 A 股的前 90%；3) 过去一年日均成交金额排名落在全部 A 股的前 90%。满足以上三个条件的原样本股仍具有进入新一期样本空间的资格。每次样本调整比例一般不超过 20%，除非因不满足过去一年的税后现金股息率大于 0.5%而被首先剔除的原样本股票量超过 20%。
沪深 300 红利指数	调整实施时间为每年 6 月和 12 月的第二个星期五的下一交易日，每次调整的样本股数量一般不超过 20%。在年中定期调整时，调出沪深 300 指数的样本同时也调出红利指数，并按照上次年末定期调整时的股息率排名顺序依次选择仍在沪深 300 指数中的样本进入红利指数。
深证红利指数	调整时间为每年 7 月份，于每年 6 月第二个完整交易周的第一个交易日公布样本调整方案，于每年 7 月的第一个交易日实施调整方案。原则上每次调整比例不超过 20%；样本股调整采用缓冲区方法，新股选择排名在前 65 名的原样本股优先保留。
标普中国 A 股红利机会指数	每年 1 月和 7 月的最后一个交易日收市后调整。指数调整的参考日期分别为 6 月和 12 月的最后一个交易日，设置调仓缓冲区。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

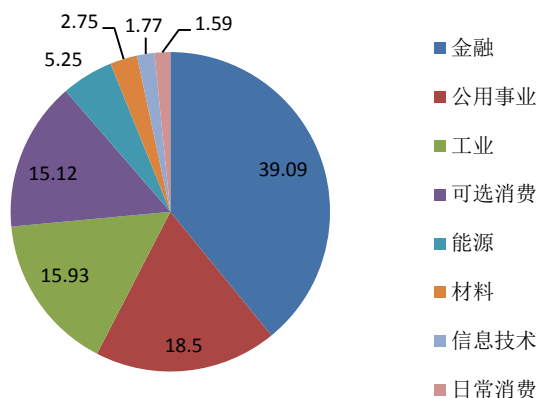
深证红利一年调整一次且设置调整缓冲区，标普红利与沪深 300 红利均为每年调整两次且设置了调仓缓冲区，这在保证大部分成份股的相对稳定的情况下，使得指数可以对具有长期影响的事件进行更及时的调整，例如某些公司商誉变差导致公司盈利为负且可能长期持续为负，并且引起股价的长期下跌，这时半年调仓的规定可以及时将这类公司调出指数成份股，减小该股对指数收益率的影响。

由于临时调整的情况较为复杂多样，本文在此不做详细介绍。

五种红利指数成分股构成与历史业绩分析

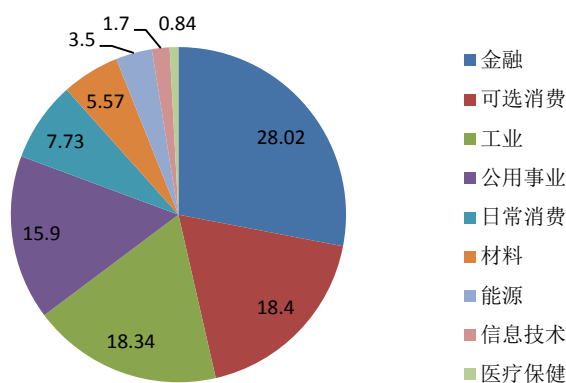
五种红利指数的成分股行业分布对比

图表8： 上证红利指数行业权重（单位：%）



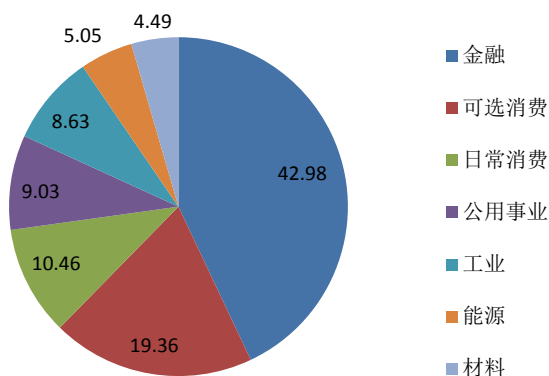
资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2017/1/25

图表9： 中证红利指数行业权重（单位：%）



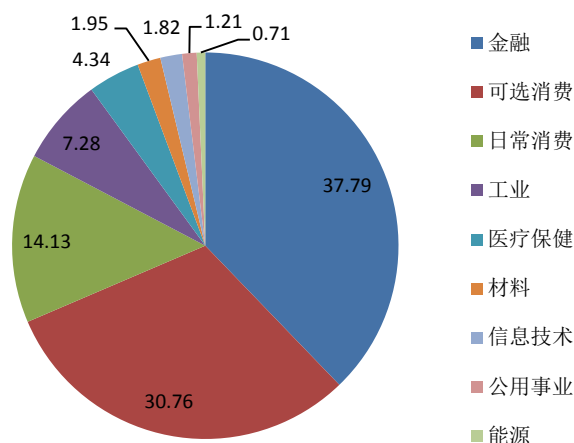
资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2017/1/25

图表10： 沪深 300 红利指数行业权重（单位：%）



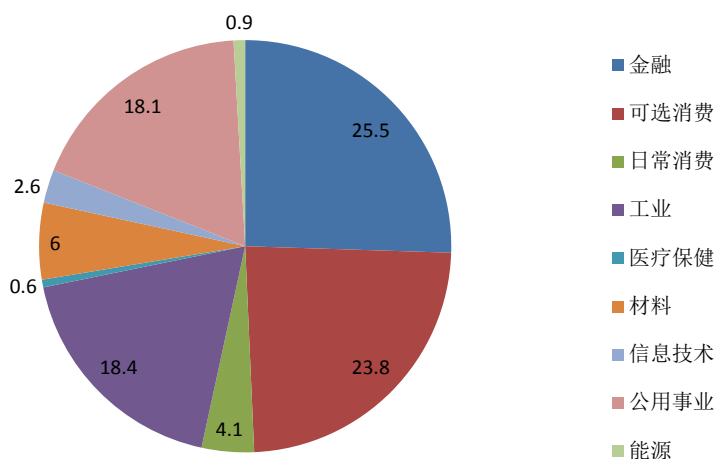
资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2017/1/25

图表11： 深证红利指数行业权重（单位：%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2017/1/25

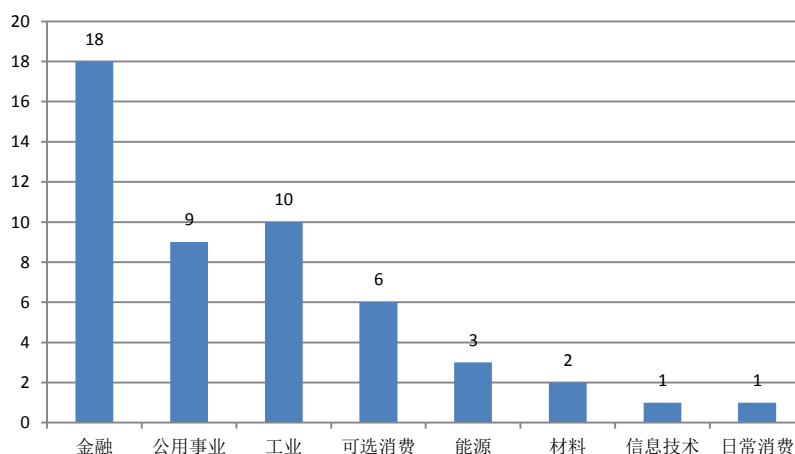
图表12： 标普中国 A 股红利指数行业权重（单位：%）



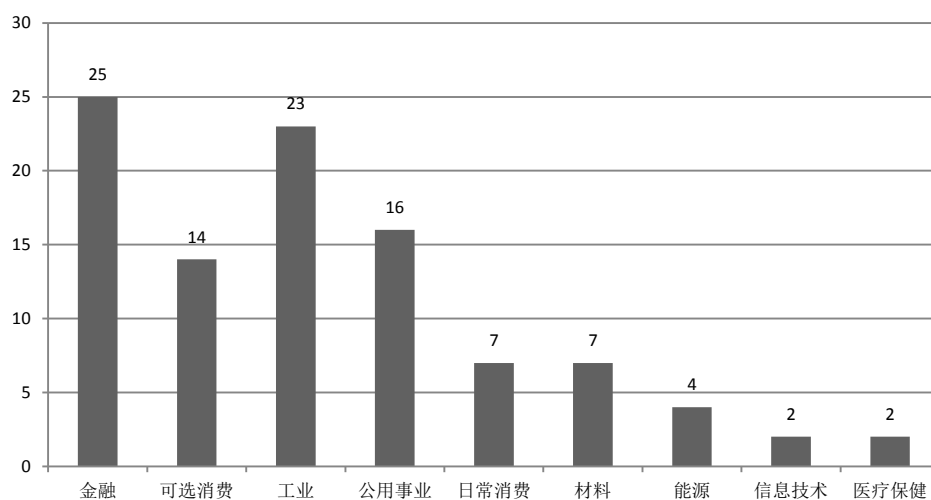
资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2017/1/25

图表 8 至图表 12 给出了五种红利指数的成份股的行业权重分布（按照 Wind 一级行业划分标准，共有 10 个行业类型，之所以选择这种划分方式是考虑到其他划分方法行业分类往往多于 20 种，而深证红利指数只有 40 只成份股，上证红利指数、沪深 300 红利指数都为 50 只成份股，为方便比较，我们选择行业分类种类较少的分类方法）。

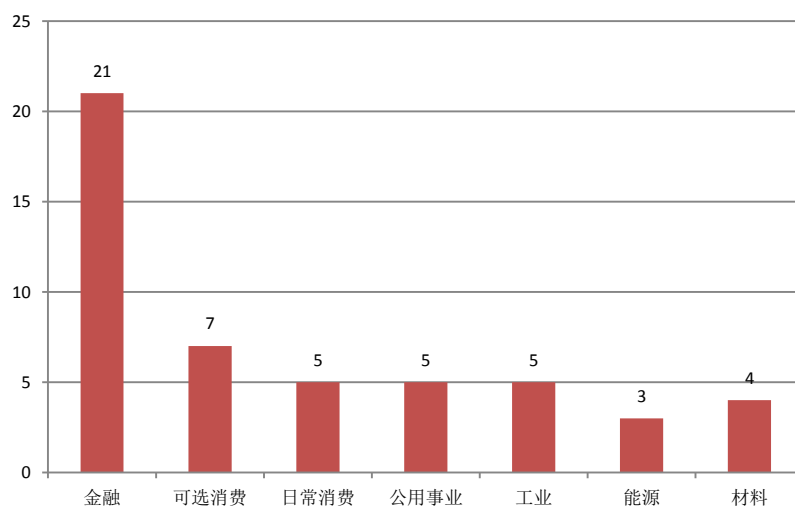
图表 8 至图表 12 中，我们可以看出在五种指数中，金融行业所占的权重都是最大的，可选消费紧随其后。标普红利的金融行业所占比例相对另外四种指数较小，分布也更加平衡，主要原因是标普红利对于行业权重和单只股票权重有上限规定，即行业权重不能超过 33% 且单只股票权重不能超过 3%，这样在其他指数中占权重很高（有时会达到 10% 以上）的个股，如浦发银行、平安银行等金融行业股票和格力电器、上汽集团等可选消费行业股票，在标普红利中的占比相对较小，所以标普红利的行业分布相比其他四种红利指数要更为平均。

图表13： 上证红利指数各行业所占公司数量

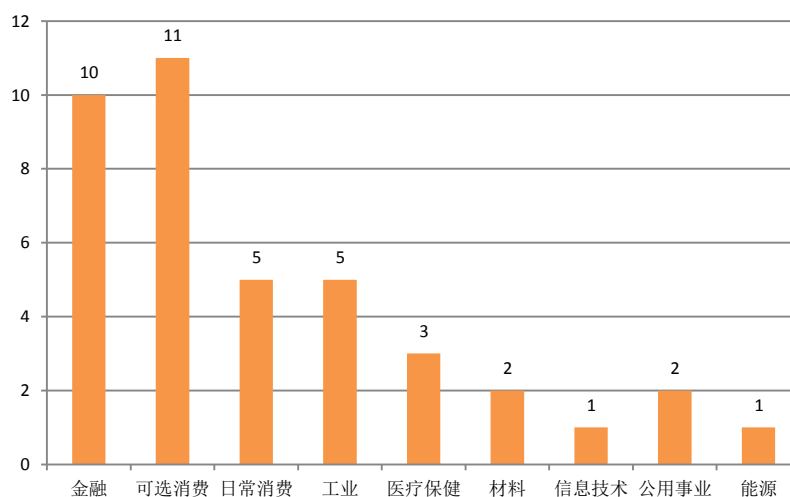
资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2017/1/25

图表14： 中证红利指数各行业所占公司数量

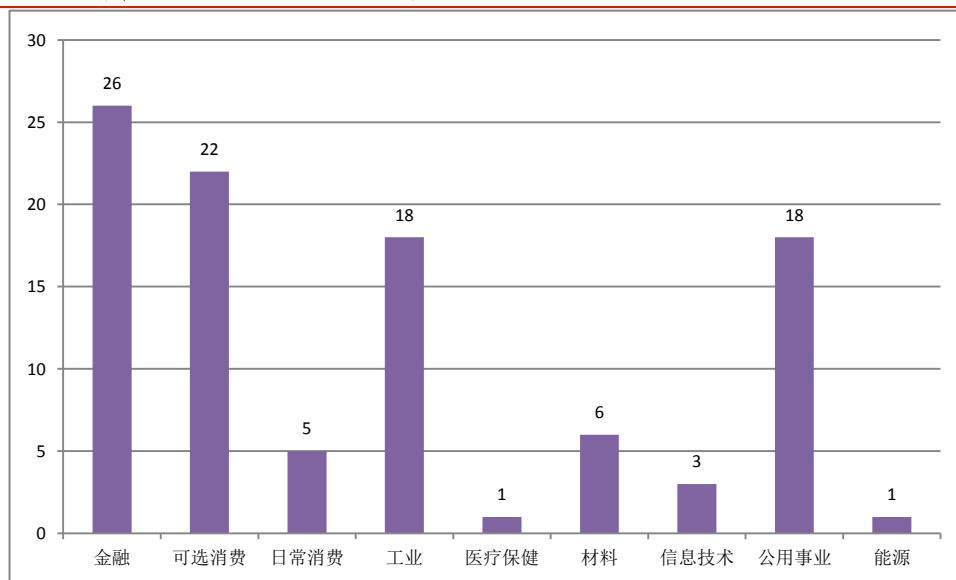
资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2017/1/25

图表15： 沪深 300 红利指数各行业所占公司数量

资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2017/1/25

图表16： 深证红利指数各行业所占公司数量

资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2017/1/25

图表17： 标普中国 A 股红利机会指数各行业所占公司数量

资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2017/1/25

图表 13 至图表 17 则给出了具体的行业数量。可以看出除深证红利指数之外，另外四种指数都是金融行业所占公司数量最多；上证红利指数和沪深 300 红利指数金融行业股票数量都远远高于其他行业股票数量。

图表18： 五种指数十大权重股

上证红利指数				深证红利指数		
排名	代码	简称	Wind 行业	代码	简称	Wind 行业
1	600104.SH	上汽集团	可选消费	000002.SZ	万科 A	金融
2	600660.SH	福耀玻璃	可选消费	000651.SZ	格力电器	可选消费
3	601006.SH	大秦铁路	工业	000333.SZ	美的集团	可选消费
4	601398.SH	工商银行	金融	000001.SZ	平安银行	金融
5	600066.SH	宇通客车	可选消费	000858.SZ	五粮液	日常消费
6	601288.SH	农业银行	金融	000776.SZ	广发证券	金融
7	601939.SH	建设银行	金融	000166.SZ	申万宏源	金融
8	601988.SH	中国银行	金融	002304.SZ	洋河股份	日常消费
9	600011.SH	华能国际	公用事业	000783.SZ	长江证券	金融
10	600177.SH	雅戈尔	金融	000423.SZ	东阿阿胶	医疗保健

沪深 300 红利指数				标普中国 A 股红利机会指数		
排名	代码	简称	Wind 行业	代码	简称	Wind 行业
1	000895.SZ	双汇发展	日常消费	000651.SZ	格力电器	可选消费
2	000651.SZ	格力电器	可选消费	600182.SH	S 佳通	可选消费
3	600104.SH	上汽集团	可选消费	601006.SH	大秦铁路	工业
4	600660.SH	福耀玻璃	可选消费	600104.SH	上汽集团	可选消费
5	601006.SH	大秦铁路	工业	600066.SH	宇通客车	可选消费
6	601398.SH	工商银行	金融	600660.SH	福耀玻璃	可选消费
7	600066.SH	宇通客车	可选消费	601939.SH	建设银行	金融
8	601288.SH	农业银行	金融	601668.SH	中国建筑	工业
9	601939.SH	建设银行	金融	600741.SH	华域汽车	可选消费
10	601988.SH	中国银行	金融	601398.SH	工商银行	金融

中证红利指数			
排名	代码	简称	Wind 行业
1	000895.SZ	双汇发展	日常消费
2	000651.SZ	格力电器	可选消费
3	600104.SH	上汽集团	可选消费
4	600660.SH	福耀玻璃	可选消费
5	601006.SH	大秦铁路	工业
6	601398.SH	工商银行	金融
7	600066.SH	宇通客车	可选消费
8	601288.SH	农业银行	金融
9	601939.SH	建设银行	金融
10	601988.SH	中国银行	金融

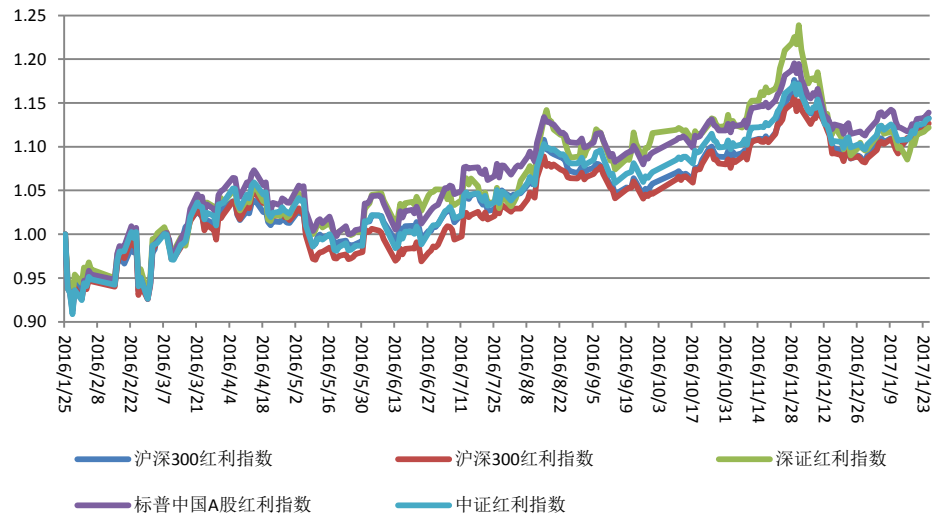
资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2017/1/25

图表 18 中给出了五种红利指数的十大权重样本股，其中上证红利只从上交所交易股票中选取样本，深证红利只从深交所交易股票选择样本，上证红利中十大权重样本股以金融行业居多，“四大行”都在其中，深证红利同样是以金融行业居多。从表中可以看出沪深 300 红利和中证红利十大成份股相同。

标普红利和沪深 300 都是在沪深 A 股选取成份股，两者第一大权重股都是来自深交所上市公司，两者十大权重股同时包含沪深两所的股票。两者的十大成份股中都含有格力电器、福耀玻璃、大秦铁路、宇通客车、建设银行、工商银行。

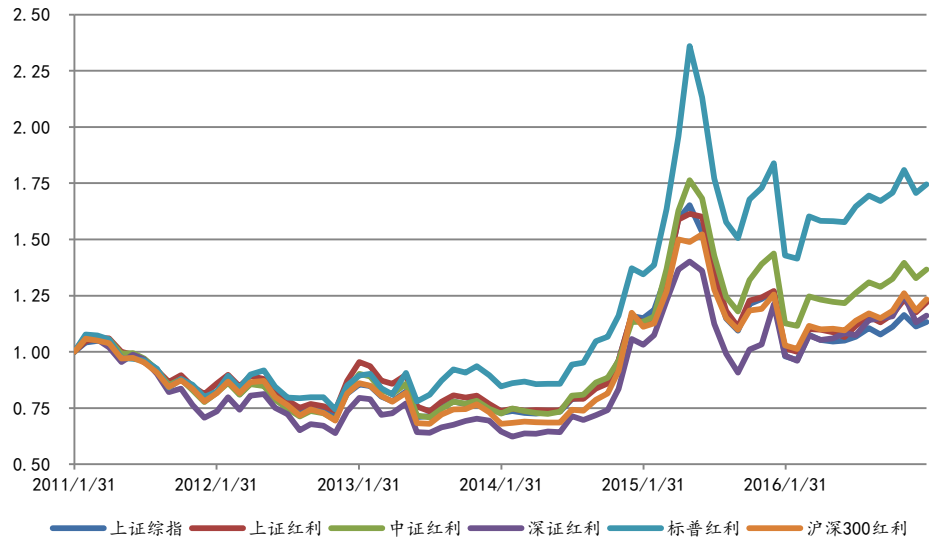
五种红利指数的历史业绩分析

图表19： 五种红利指数走势图（最近 1 年）



资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2017/1/25

图表20： 五种红利指数走势图（最近 6 年）



资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2017/1/25

图表21： 五种红利指数风险收益指标

指数	年化收益			年化波动率			夏普比率			Calmar 比率		
	近一年	近三年	近五年	基日以来	近三年	近五年	基日以来	近三年	近五年	近一年	近三年	近五年
上证红利	20.12%	17.97%	6.81%	30.1	28.91	26.07	0.39	0.68	0.33	2.35	0.38	0.14
中证红利	18.85%	22.94%	10.26%	30.05	29.26	26.27	0.51	0.83	0.46	2.06	0.49	0.22
沪深300 红利	19.80%	19.83%	8.88%	29.77	27.66	24.66	0.55	0.8	0.39	2.51	0.49	0.22
深证红利	18.25%	21.18%	8.16%	31.4	30.34	27.44	0.59	0.72	0.4	1.47	0.50	0.19
标普红利	21.37%	26.43 %	15.86 %	29.91	28.99	25.82	0.7	0.92	0.66	2.42	0.55	0.33

资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2017/1/25

图表 19 给出了五种指数截止到 2017 年 1 月 25 日最近 1 年走势情况，可以看出标普 A 股红利指数和中证红利指数在大部分时间优于其他指数。图表 20 给出了五个指数最近 6 年的走势情况，可以看出标普中国 A 股红利指数和中证红利指数的表现在大部分时间都优于其他指数。

如图表 21 中所示，使用业绩评价指标进行定量比较时，我们同样发现，标普中国 A 股红利指数要优于另外四个指数，标普中国 A 股红利指数在不同的回测区间长度下都拥有最高的年化收益率，较低的年化波动率以及高于其他指数的夏普比率。从历史业绩角度看，标普中国 A 股红利指数在五种指数中拥有较优的风险收益属性。

综上所述，红利指数整体表现较优。而其中，标普红利相比其他红利指数在成份股筛选上，拥有最大的样本空间，并且其公司持续盈利能力的筛选条件也最为严格。因此理论上标普红利在各种红利指数中应当有较好的风险收益表现。从历史数据支撑的定量角度来看，标普红利有着五个红利指数中较高的年化收益率、较低的年化波动率和较高的夏普比率。

红利策略的贡献度分析

经过前文的研究，基于指数分析与历史业绩回测，我们已经知道标普 A 股红利指数的风险收益属性在本文研究的几只红利指数中具有优势。本节中我们将分析标普中国 A 股红利机会指数的红利策略对指数总体收益的贡献。研究分为两部分，一部分是成份股的选择策略，一部分是加权方式的选择策略。以下我们首先研究成份股筛选标准对指数收益情况的影响。

成份股选择策略贡献

如前所述，我们所研究的五种红利指数选取成份股时所使用的筛选标准不尽相同。首先，基于成份股的市值特点，我们发现五种指数成份股的流通市值分布有着明显的差别。以 2016 年 12 月 31 日五种红利指数的成份股为例：

- 标普中国 A 股红利中的 100 只成份股中约有 30 只股票的流通市值在 500 亿元以上，23 只股票流通市值在 200 亿元到 500 亿元之间，24 只股票的流通市值在 100 亿元到 200 亿元之间，有 23 只股票的流通市值低于 100 亿元。分布相比其他几个指数明显更为均衡。
- 沪深 300 红利的 50 只成份股中有 40 只股票的流通市值在 500 亿元以上，剩余 10 只股票的流通市值在 200 亿元到 500 亿元之间。
- 上证红利的流通市值整体分布比沪深 300 红利略微偏小，50 只成份股中有 29 只在 500 亿元以上，11 只在 200 亿元到 500 亿元之间，10 只在 100 亿元到 200 亿元之间。
- 深证红利的流通市值分布比上证红利更偏小，40 只成份股中有 9 只成份股的流通市值在 500 亿元以上，20 只成份股的流通市值在 200 亿元到 500 亿元，10 只股票的流通市值在 100 亿元到 200 亿元，1 只股票的流通市值在 100 亿元以下。
- 中证红利的 100 只成份股中约有 42 只股票的流通市值在 500 亿元以上，24 只股票的流通市值在 200 亿元到 500 亿元之间，23 只股票的流通市值在 100 亿元到 200 亿元之间，11 只股票的流通市值在 100 亿元以下。可见中证红利成份股的流通市值分布也较为均衡，但均衡程度略低于标普 A 股红利。

总体情况归纳如下表：

图表22： 五种红利指数各流通市值区间内成份股个数占比

流通市值	500 亿元以上	500-200 亿元	200 亿-100 亿元	100 亿元以下
沪深 300 红利	80%	20%	0	0
上证红利	58%	22%	20%	0
深证红利	22.5%	50%	25%	2.5%
中证红利	42%	24%	23%	11%
标普 A 股红利	30%	23%	24%	23%

资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2016/12/31

由上表可见，标普中国 A 股红利指数成份股的流通市值分布比沪深 300 红利、上证红利和深证红利三种指数更为平衡，它包含的 100 亿元以下小盘股的数量比重最大，达到了 23%；中证红利指数次之，流通市值在 100 亿元以下的成份股数量占比 11%，而沪深 300 红利、上证红利和深证红利这三种指数几乎没有包含流通市值在 100 亿元以下的小市值股票。在这一点上标普 A 股红利指数和中证红利指数区别于其他三种指数，也对标普红利和中证红利高于三种红利指数的收益率产生了一定的贡献。

加权方式的选择策略贡献

下面我们来看加权方式，除标普红利以外的其他四只红利指数都是直接使用前述的加权公式计算，即使某几只股票权重超过 10% 或某行业权重超过 40% 也不会进行调整。例如 2016 年年底深证红利的 40 只股票中，前 5 只权重股占比 45%，金融行业占比 38%。

与其他四只指数不同的是，标普红利在成份股加权上有特殊的规定：每只成份股的权重不能超过 3%，每个 GICS 行业²的权重不能超过 33%。这种特殊的加权方式很有效地预防了指数成份股权重过于集中的情况，行业权重的上限也保证了成份股之间较低的相关性，根据马克维茨的资产配置理论，标普红利指数在配置权重时降低单只成份股权重并且提高行业分散度的分散化投资行为，可以有效降低指数的波动性，优化指数的风险收益属性。

红利指数的风格研究

为了更加直观地量化研究标普红利指数获得超额收益的原因，我们将五种指数的收益率与六种风格指数收益率做了回归，通过观察回归系数来解释标普红利超额收益的来源。六种风格指数所用数据为巨潮风格系列指数中的巨潮大盘成长、巨潮大盘价值、巨潮中盘成长、巨潮中盘价值、巨潮小盘成长和巨潮小盘价值等 6 只指数的日收盘价。这几只指数对大盘股的定义为流通市值在 100 亿元-3500 亿元的股票，对中盘股的定义为流通市值在 50 亿元-300 亿元的股票，对小盘股的定义为流通市值在 30 亿元-150 亿元的股票。几只指数覆盖的流动市值区间有一定重叠。回归结果如下表所示：

图表23： 五种红利指数日收益率与六种风格指数日收益率回归系数（2011/1/1-2017/2/4）

	大盘价值	中盘价值	小盘价值	大盘成长	中盘成长	小盘成长
沪深 300 红利	0.596	0.269	0.107	0.102	0.010	-0.134
上证红利	0.660	0.217	0.249	-0.058	-0.034	-0.034
深证红利	0.690	0.389	0.120	-0.024	-0.010	-0.159
中证红利	0.432	0.189	0.347	0.005	0.030	-0.008
标普红利	0.304	0.238	0.326	-0.185	0.128	-0.026

资料来源：Wind，华泰证券研究所

由上图表数据明显可见，前三种红利指数的收益率中均有 60% 归因于大盘价值股，而大盘价值股比较稳健，通常涨幅较小，较难获得跑赢大盘的超额收益，所以前三种指数的走势与大盘近乎一致。而标普红利的收益率归因情况则较为平均，较好地分散了成份股在各市值区间的权重。中证红利平衡度次之，虽然也获得了超过大盘的收益，但收益率低于标普红利。

综上所述，标普中国 A 股红利机会指数能够获得五种红利指数中具有优势的风险收益属性，离不开成份股筛选标准和加权方式的选择。在规定成份股筛选标准时，较多的成份股数量使得指数中包含的成份股尽量多样化；对盈利增长和红利增长稳定性的较高要求也筛掉了一部分排名靠前的市值较大的股票，将更多的成份股名额留给中小市值的股票，使得指数成份股的流通市值在各市值区间的分布尽量平均。在规定加权方式时，3% 的权重上限这个与其他红利指数迥然不同的设计摊平了各成份股的权重分布，减小了单只大权重股的风险暴露；33% 的行业权重上限平衡了成份股的行业分布，减小了成份股之间的相关性。这些设计的核心理念为马克维茨资产配置理论，即通过资产多样化配置来分散化风险，优化指数的风险收益属性。

² 全球行业分类系统（GICS）是由标准普尔（S&P）与摩根斯坦利公司（MSCI）于 1999 年 8 月联手推出的行业分类系统

附录一：海外规模排名前五的红利指数 ETP

先锋红利升值 ETF (Vanguard Dividend Appreciation ETF (VIG))

先锋红利升值 ETF 成立于 2006 年 4 月，跟踪标的为 Dividend Achievers Select Index，该指数成分股数量约为 180 只，均为连续 10 年内有股息增加历史的大市值股票，且权重多倾向于消费、医疗保健和工业这三个行业。截至 2017 年 2 月 8 日，总资产达 223.64 亿美元。

图表24： Vanguard Dividend Appreciation ETF 价格走势（单位：美元）



资料来源：NASDAQ，华泰证券研究所，截至 2017/2/9

先锋高股息率 ETF (Vanguard High Dividend Yield ETF (VYM))

先锋高股息率 ETF 成立于 2006 年 11 月，跟踪标的为富时高股息率指数 (FTSE High Dividend Yield Index)，该指数成分股数量约为 440 只，以股息率为主要筛选标准，权重多倾向于消费、能源和工业这三个行业。截至 2017 年 2 月 8 日，总资产达 176.06 亿美元。

图表25： Vanguard High Dividend Yield ETF 价格走势（单位：美元）



资料来源：NASDAQ，华泰证券研究所，截至 2017/2/9

安硕道琼斯精选红利 ETF (iShares Select Dividend ETF (DVY))

安硕道琼斯精选红利ETF成立于2003年11月，跟踪标的为道琼斯精选红利指数，该指数以每股股利增长率、股利支付率和股息率为主要筛选标准，成分股数量约为100只，个股间权重分配较为平均。截至2017年2月8日，资产达到168.92亿美元。

图表26: iShares Select Dividend ETF 价格走势 (单位: 美元)

资料来源: NASDAQ, 华泰证券研究所, 截至 2017/2/9

SPDR 标准普尔红利 ETF (SPDR S&P Dividend ETF (SDY))

SPDR 标准普尔红利 ETF 成立于 2005 年 11 月, 跟踪标的为标普高收益红利贵族指数 (S&P High Yield Dividend Aristocrats Index), 该指数成分股数量约为 60 只, 以高股息率为主要筛选标准, 并且成分股需要连续 25 年保持股息增长。权重多倾向于消费、公用事业和工业这三个行业。截至 2017 年 2 月 8 日, 总资产达 149.58 亿美元。

图表27: SPDR S&P Dividend ETF 价格走势 (单位: 美元)

资料来源: NASDAQ, 华泰证券研究所, 截至 2017/2/9

安硕核心高股息 ETF (iShares Core High Dividend ETF (HDV))

安硕核心高股息 ETF 成立于 2011 年 5 月, 跟踪标的为晨星股息率焦点指数 (Morningstar Dividend Yield Focus Index), 该指数成分股数量约为 75 只, 以高股息率为主要筛选标准。权重多倾向于医疗保健和消费这两个行业, 并且权重股均为市值很大的蓝筹股。截至 2017 年 2 月 8 日, 总资产达 64.49 亿美元。

图表28: iShares Core High Dividend ETF 价格走势 (单位: 美元)



资料来源: NASDAQ, 华泰证券研究所, 截至 2017/2/9

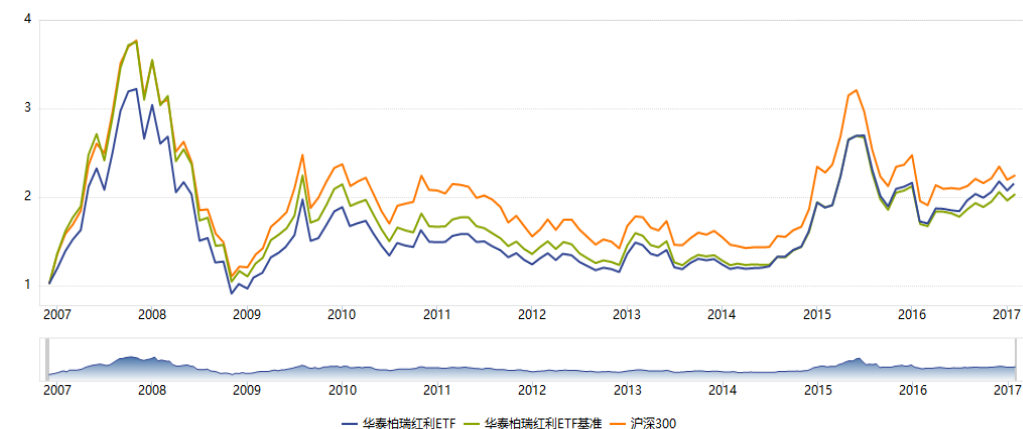
在列出海外规模排名前五的红利 ETF 标的指数成分股筛选条件以及行业分布特征后, 我们发现国外规模最大的几个红利 ETF 的标的指数有以下几个特征中的一条或几条: 成分股数量较大、成分股之间权重分布较为平均、要求分红连续多年的稳定增长。而前述的标普中国 A 股红利指数同时包含了以上几个条件, 并且在此基础上还增加了对盈利增长情况的要求, 可见以标普 A 股红利指数借鉴了成熟市场的经验设计。

附录二：国内主要红利指数 ETF

华泰柏瑞红利 ETF (510880)

华泰柏瑞红利ETF成立于2006年11月，比较基准为上证红利指数，属于被动指数型基金，截至2016年12月31日，基金规模达8.26亿元人民币。

图表29： 华泰柏瑞红利 ETF 成立以来基金净值表现（单位：元）



资料来源：华泰证券研究所，数据来源：Wind，截至 2017/1/25

图表30： 华泰柏瑞红利 ETF 收益率

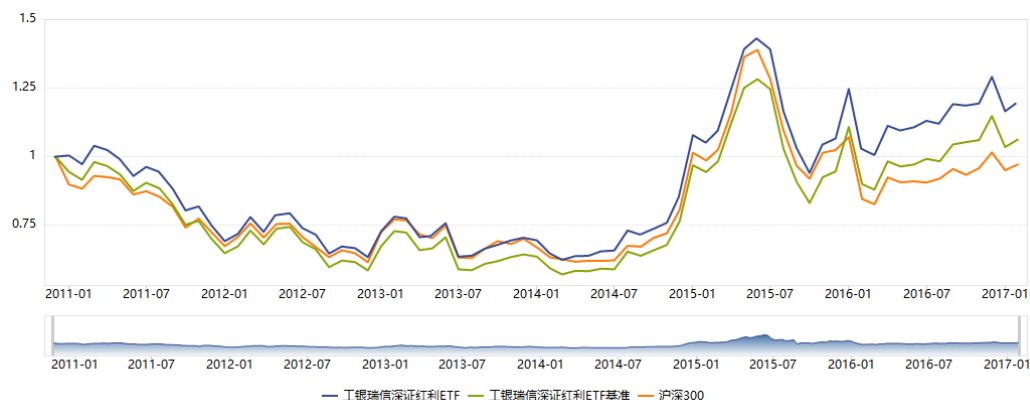
	一年期收益率	三年期收益率	五年期收益率	成立以来年化回报率
华泰柏瑞红利 ETF	24.91%	80.39%	61.73%	7.80%
沪深 300	15.22%	50.87%	35.30%	8.08%
被动指数型基金	14.53%	51.53%	51.99%	8.89%

资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2017/1/25

工银瑞信深证红利 ETF (159905)

富国中证红利成立于2010年11月，比较基准为深证红利价格指数，属于被动指数型基金，截至2016年12月31日，基金规模达2.18亿人民币。

图表31： 工银瑞信深证红利 ETF 成立以来基金净值表现（单位：元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2017/1/25

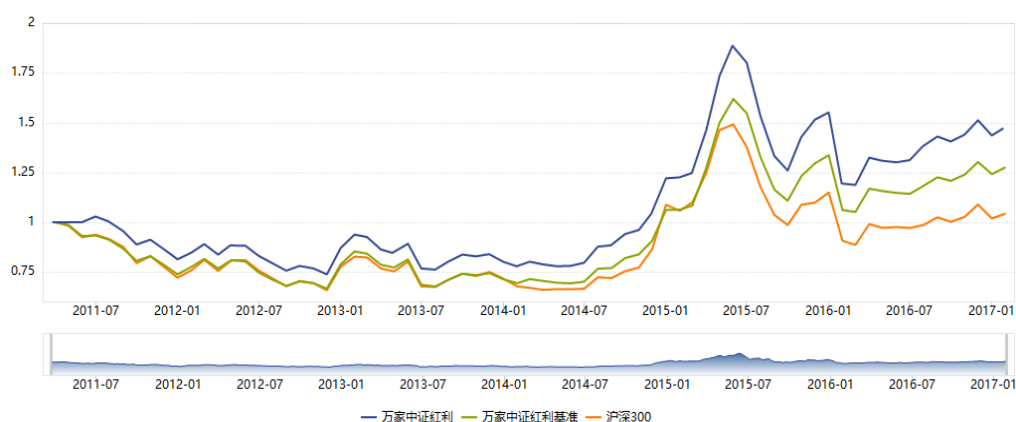
图表32： 工银瑞信深证红利 ETF 收益率

	一年期收益率	三年期收益率	五年期收益率	成立以来年化回报率
工银瑞信深证红利 ETF	16.70%	78.36%	62.22%	2.89%
沪深 300	15.22%	50.87%	35.30%	-0.43%
被动指数型基金	14.53%	51.53%	51.99%	1.61%

资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2017/1/25

万家中证红利（LOF）（161907）

万家中证红利（LOF）成立于2011年3月，比较基准为中证红利指数收益率×95%+银行同业存款利率×5%，属于被动指数型基金，截至2016年12月31日，基金规模达0.48亿元人民币。

图表33： 万家中证红利（LOF）成立以来基金净值表现（单位：元）

资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2017/1/25

图表34： 万家中证红利（LOF）收益率

	一年期收益率	三年期收益率	五年期收益率	成立以来年化回报率
万家中证红利	22.09%	88.24%	70.60%	6.82%
沪深 300	15.22%	50.87%	35.30%	0.72%
被动指数型基金	14.53%	51.53%	51.99%	2.36%

资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2017/1/25

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。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，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或征价。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，本公司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。

本公司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，本公司及其所属关联机构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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告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力。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。

本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：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（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：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

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