

金融工程首席分析师：高子剑

执业证书编号：S1220514090003

E-mail: gaozijian@foundersc.com

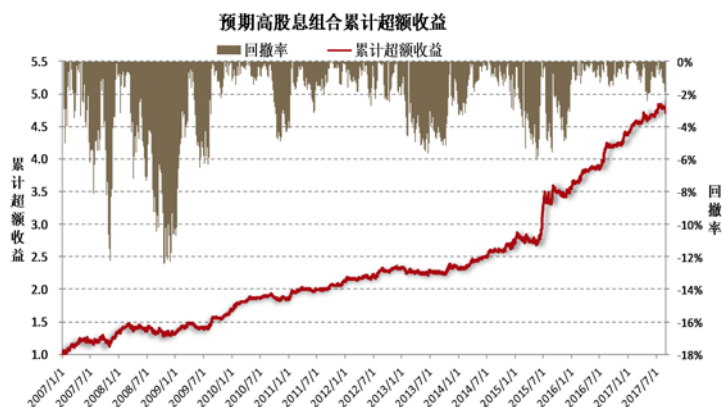
联系人：张 翔

E-mail: zhangxiang@foundersc.com

相关研究

投资要点

- 股票现金分红是上市公司回馈投资者的重要方式，股息发放切实关系到投资者的利益，而您真的了解股息率吗？本篇报告正是带您更深入的认识股息率因子，解答如何预测股息率、探究股息率的影响因素以及如何运用股息率进行投资，揭开股息率的面纱。
- 历史股息率作为市场中常用的红利指标在应用上具有局限性，一是其无法预见公司的分红意愿的变化；二是其未考虑当年盈利情况的改变。为此方正金工提出构建预期股息率替代历史股息率来指导投资。
- 预期股息率构造分为两阶段：第一阶段从年报公告日至10月底，以公告日股息计算预期股息率；第二阶段从11月初至次年年报公告日，以三季报财务指标训练模型预测本年股息并计算预期股息率。分别应用两种股息率选股进行比较，预期股息率表现均优于历史股息率。
- 股息率主要影响因素：短期主要受反转因子和盈利因子影响；中期主要受市场牛熊行情影响；长期主要受利率水平和趋势影响。
- 预期高股息组合构造流程是在非停牌的沪深300成份股中先利用反转因子与盈利因子筛选，再按预期股息率排序选取前30只个股等权重构成组合。预期高股息组合年化收益23.22%，信息比率为0.752。以沪深300全收益指数对冲该组合后的年化超额收益为16%，信息比率为1.687，最大回撤12.45%，月度胜率为64.34%，盈亏比2.07。



请务必阅读最后特别声明与免责条款

目录

1	A 股市场的股息投资现状	4
1.1	A 股市场分红现状	4
1.2	公司现金分红基础	5
1.3	历史股息率的困境	5
2	预期股息率	6
2.1	预期股息率构建	6
2.2	股息率预期与历史的对决	8
3	探究股息率影响因素	10
3.1	短期影响因素	10
3.2	中期影响因素	10
3.3	长期影响因素	11
4	预期高股息组合	12
5	组合绩效归因	15
6	风险提示	16
	附录一：九月预期高股息组合	17

图表目录

图表 1:	证监会相继出台政策引导上市公司建立并完善分红机制.....	4
图表 2:	A 股市场历年现金分红情况概览	4
图表 3:	上市公司现金分红以净利润为基准.....	5
图表 4:	上市公司分红流程.....	6
图表 5:	历史分红股权登记日月份统计（2002 至 2016 年）	6
图表 6:	预期股息率两阶段构建.....	7
图表 7:	第二年连续分红公司数量与比例逐年上升.....	7
图表 8:	历史/预期股息率 30 组合相对沪深 300 全收益超额收益.....	8
图表 9:	预期股息率组合 IR 表现均优于历史股息率	9
图表 10:	反转因子与盈利因子的因子累计收益.....	10
图表 11:	牛熊市期间股息率表现.....	11
图表 12:	利率与高股息率组合表现的关系.....	11
图表 13:	预期高股息组合大幅跑赢沪深 300 全收益指数.....	12
图表 14:	预期高股息组合与基准指数分年度收益比较.....	13
图表 15:	预期高股息组合累计超额收益表现.....	13
图表 16:	预期高股息组合月度换手率.....	14
图表 17:	预期高股息组合重仓行业变化.....	14
图表 18:	预期高股息组合超额收益分解.....	15
图表 19:	组合历史平均风格因子暴露.....	15
图表 20:	组合历史风格因子收益.....	15
图表 21:	组合近期风格因子暴露（近 12 个月）	16
图表 22:	组合近期风格因子收益（近 12 个月）	16
图表 23:	2017 年 9 月预期高股息组合持仓明细（更新于 2017/08/31）	17

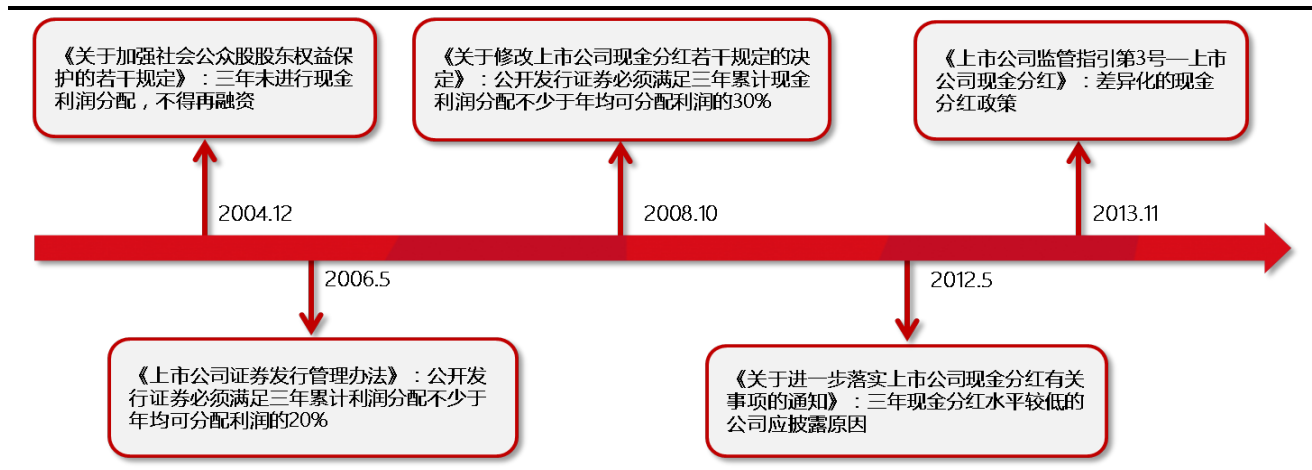
1 A 股市场的股息投资现状

股票市场中投资者的收益来源于两部分，一部分来自买卖股票所获得的资本利得，而另一部来自于股票分红带来的收益。作为上市公司回馈投资者的重要方式，股票分红的多少切实关系到投资者的利益。股息率，即股息与股票价格之比，作为衡量企业是否具有投资价值的重要标尺，是投资者选股的重要指标之一。

1.1 A 股市场分红现状

上市公司持续、稳定的现金分红不仅有利于投资者的利益，更能引导投资者的投资行为，进而达到市场资本的合理分配。近年来监管机构相继出台过一系列的政策指引上市公司建立完善的分红机制，如将利润分配作为再融资的必要条件、细化利润分配的底线、根据公司的发展阶段实施差异化的现金分红政策等，这些政策都保障了现金分红的持续与稳定。

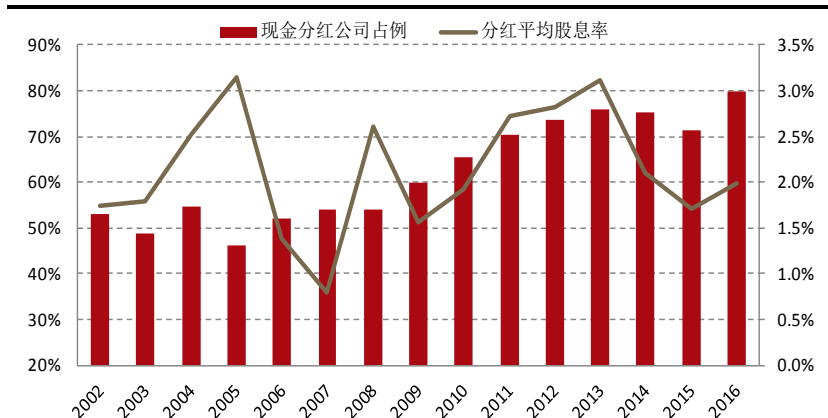
图表1：证监会相继出台政策引导上市公司建立并完善分红机制



资料来源：证监会，方正证券研究所整理

随着倡导上市公司分红政策的相继出台，近年来A股市场中现金分红公司的比例逐年上升，2016年分红的上市公司占比达到80%。若以每年年末市值计算股息率，并以市值加权计算分红公司平均股息率，自2002年以来分红公司的平均股息率一直在2%上下波动。如果同时在全市场配置股票，则势必会包含未分配股息的股票，此时的股息率将更低于这一平均股息率。

图表2：A股市场历年现金分红情况概览



备注：股息率按照年末市值计算，平均股息率是分红企业股息率以总市值加权得到的均值。

资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

1.2 公司现金分红基础

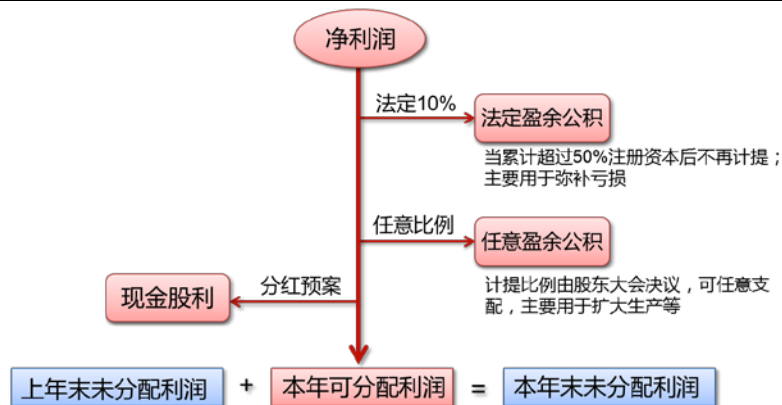
由于市场上采用现金分红的公司数量逐年递增，而各公司的股息分配情况又不尽相同，因此了解公司利润分配的流程将有助于更好的预测分红状况。对于上市公司而言，盈利是公司持续运营的基础，因此净利润也是现金分红的基础。

通常情况下，上市公司分红遵从“无利不分”原则，即若公司当年出现亏损，则不进行股息分配；而在特殊情况下，当公司发生亏损且以盈余公积弥补当年亏损后仍有剩余时，可用剩余的盈余公积发放不超过股票面值 6% 的股息。在公司盈利情况下，净利润在提取法定盈余公积、任意盈余公积后，按公司意愿拟定现金分红预案并在年报中披露。公司的分红意愿可以用股息支付率来描述，即

$$\text{股息支付率} = \frac{\text{现金分红总额}}{\text{净利润}}$$

但该指标会受公司盈利状况与盈余管理等因素影响，每年股息支付率变化较大，以此预测公司分红状况将会带来更多不确定性。

图表3：上市公司现金分红以净利润为基准



资料来源：方正证券研究所

1.3 历史股息率的困境

股息率即股息/股价，当投资者运用股息率进行投资时，不得不面对如何计算股息率的困惑，股息率的高低不仅受股息的变化影响，还对股票价格变动高度敏感。市场上常用的股息率计算方式为：

$$\text{历史股息率}_{\text{ttm}} = \frac{\sum \text{过去 12 个月现金股利}}{\text{当日股票市值}}$$

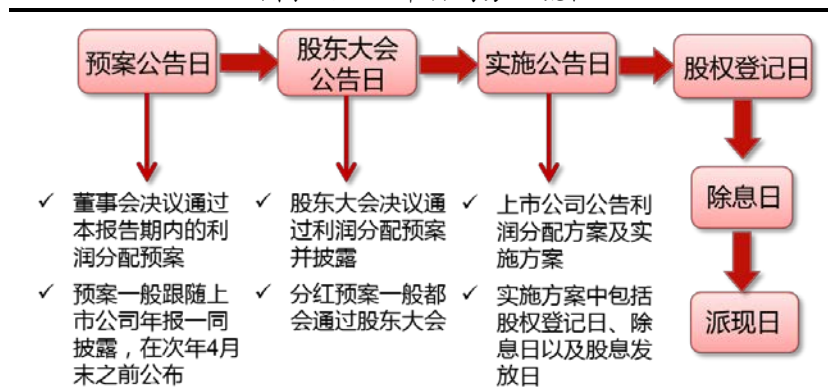
可以看到上述股息率是由历史分红计算得到，因此我们称它为历史股息率。利用历史股息率进行投资主要面临两大挑战，一是公司的分红意愿可能发生改变，未来股息的支付是否稳定常常取决于大股东的长期经营意图；二是公司的盈利情况未必持续，经营与盈利状况的改变势必会带来股息率的变化。用历史数据来指导未来投资中的不确定性正是历史股息率面临的窘境。

如果我们能够得知股票在未来一段时间将会确定发放的股息，或退一步讲，如果我们能够预测股票未来的现金分红情况，就可以依此计算出当前时点的预期股息率来指导投资，从而解决历史股息率所面对的不确定性。

2 预期股息率

方正金工提出构建预期股息率以应对历史股息率的困境，我们首先从公司分红流程说起。上市公司分红一般会经历如下流程。预案公告是董事会决议拟定的利润分配方案，跟随年报在每年4月末前完成披露。

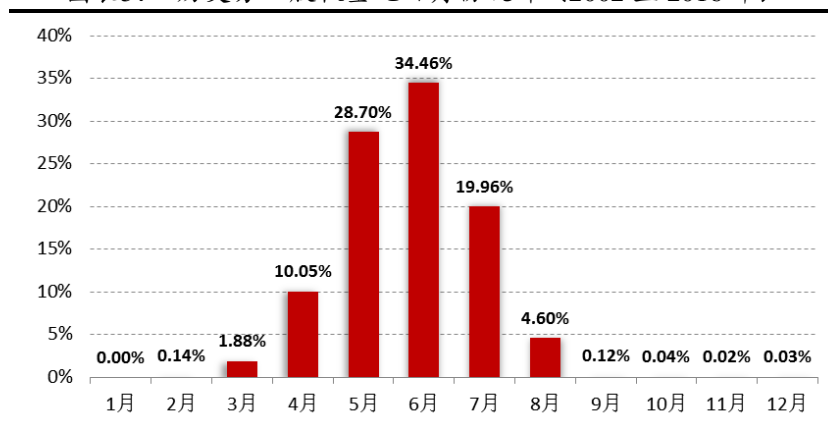
图表4：上市公司分红流程



资料来源：方正证券研究所

上市公司分红预案会需要通过股东大会决议才能实施，而且根据方正金工统计，自2002年至2016年这15年期间，全市场年报分红预案共计29208次，仅出现18次分红预案未通过股东大会和3次停止实施的特殊案例，因此年报公布的分红预案具有足够高的可信度。

图表5：历史分红股权登记日月份统计（2002至2016年）



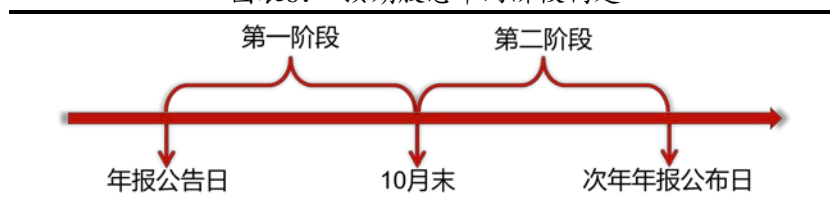
资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

由于投资者在股权登记日收盘时持有该股票即可享有此次分红，因此股权登记日的月度分布可以为股息投资者提供一定的参考。图表5对A股市场自2002至2016年间股权登记日出现的月份进行统计发现，上市公司分红实施主要集中在每年的4~8月之间，而在1~3月与9~12月期间实施分红较少。因此，投资者按照年报公布的分红预案可以准确地估算未来半年内的股息率。

2.1 预期股息率构建

根据前文介绍的上市公司分红流程的特点，在年报发布后的半年里能够准确的计算预期股息率。而在次年年报准确公布分红方案前，我们可以利用三季报的财务数据预测当年的分红情况，进而相对合理地计算未来半年内的股息率。因此，方正金工将预期股息率的计算分为两个阶段：第一阶段，从年报公告日至当年10月末；第二阶段，10月末至次年年报公告日。两个阶段首尾相接正好覆盖全年。

图表6： 预期股息率两阶段构建



资料来源：方正证券研究所

第一阶段：

构建第一阶段的预期股息率，以年报公告日开始计算，每日预期股息率为年报公告每股股息与公告日定点复权价之比，即

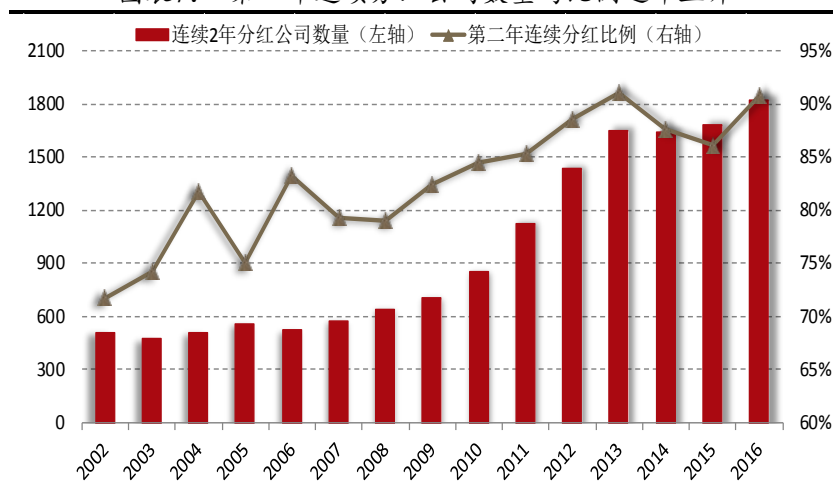
$$\text{预期股息率}_1 = \frac{\text{年报公告每股股息}}{\text{未复权收盘价} \times \text{复权因子} / \text{公告日复权因子}}$$

该阶段的预期股息率比历史股息率更能准确地反映投资的股息收益。

第二阶段：

预期股息率第二阶段是从每年的 10 月末至次年年报公告日，当 10 月末上市公司三季报全部公告后，我们用去年现金分红的公司作为样本预测当年年末股息分配情况。预测的前提是高股息率的股票能够持续稳定发放现金股利，即去年现金分红的股票大概率今年也会现金分红，那么 A 股市场分红是否具有持续性呢？

图表7： 第二年连续分红公司数量与比例逐年上升



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

图表 7 对 A 股上市公司分红连续性进行了统计。可以看到连续两年都进行分红的公司数量从 2009 年开始出现了大幅上升。第二年连续分红比例是指在去年现金分红的股票中今年仍现金分红的占例，这一比例从 2002 年至今处于稳步上升的趋势，2016 年这一比例甚至超过 90%，这也成为股息预测准确性的重要基础。

第二阶段预期股息率的核心问题是预测股息，我们用每年第三季度的财务指标来训练模型和预测本年度每股股利，进而计算在 10 月末至次年年报公告日期间的股息率。根据前文提及的现金分红的基础，我们引入如下财务指标训练模型进行预测。

✧ **申万一级行业哑变量：**区分不同行业的股息水平；

✧ **每股未分配利润：**留存未指明特定用途的利润，存量越多可分配的股息越多；

✧ **每股盈余公积：**企业弥补亏损的安全垫，存量资金越多可能分配的股息越多；

✧ **每股营业收入**：企业现金流入的主要构成以及获取利润的保障，该指标越多代表企业盈利能力和现金流越好；

✧ **每股现金流净额**：企业支付股利和资本支出的能力，该指标越高可支付股息的能力越好；

✧ **前十大股东持股比例**：反应大股东的集中程度，股东集中程度越高分红意愿越强；

我们采用线性回归作为预测模型，将上一年度每股股息与上年度三季度财务指标回归训练预测模型，每股股息分解到各个预测变量上，并记残差项 ε_i 为每只股票的特质股息。

$$Y_i = \beta_1 \cdot X_{1,i} + \beta_2 \cdot X_{2,i} + \cdots + \beta_k \cdot X_{k,i} + \varepsilon_i$$

进一步，将今年三季度财务指标代入训练模型并加上每只股票的特质股息，得到预测的每股股息。

$$\hat{Y}_i = \beta_1 \cdot \tilde{X}_{1,i} + \beta_2 \cdot \tilde{X}_{2,i} + \cdots + \beta_k \cdot \tilde{X}_{k,i} + \varepsilon_i$$

第二阶段预期股息率从 10 月末预测股息日开始，持续至次年年报公告日，预期股息率计算方式为预测每股股息与预测日定点复权收盘价之比，即

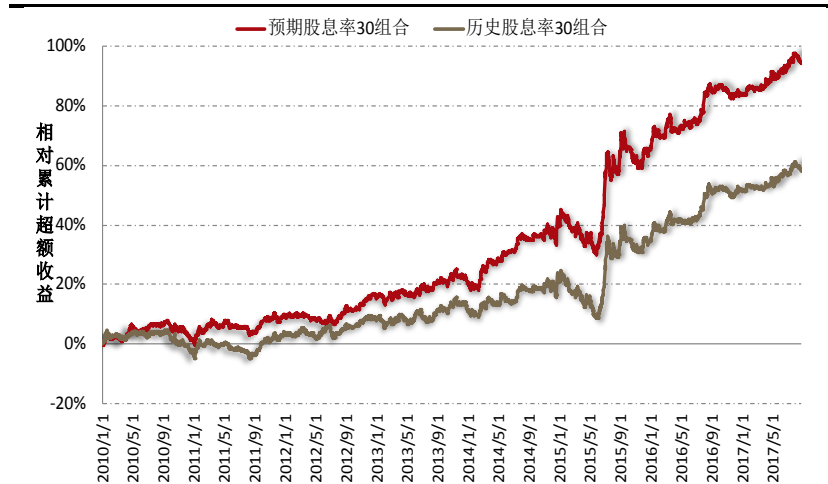
$$\text{预期股息率} = \frac{\text{预测每股股息}}{\text{未复权收盘价} \times \text{复权因子} / \text{预测日复权因子}}$$

2.2 股息率预期与历史的对决

相比历史股息率，预期股息率主要利用股票未来的分红情况指导投资，其预测结果更具确定性和可信性。为了比较这两种股息率因子的表现，我们以沪深 300 为标的股票池，按预期股息率、历史股息率分别构建等权重组合，比较两种组合的表现情况。

自 2010/01/01 至 2017/08/21 期间，每月月初在沪深 300 成份股中分别选取两种股息率最高的 30 只个股等权构建组合，这两个组合的净值相对沪深 300 全收益指数的累计超额收益如图表 8 所示。可以看到，预期股息率 30 组合表现好于历史股息率 30 组合。

图表 8： 历史/预期股息率 30 组合相对沪深 300 全收益超额收益

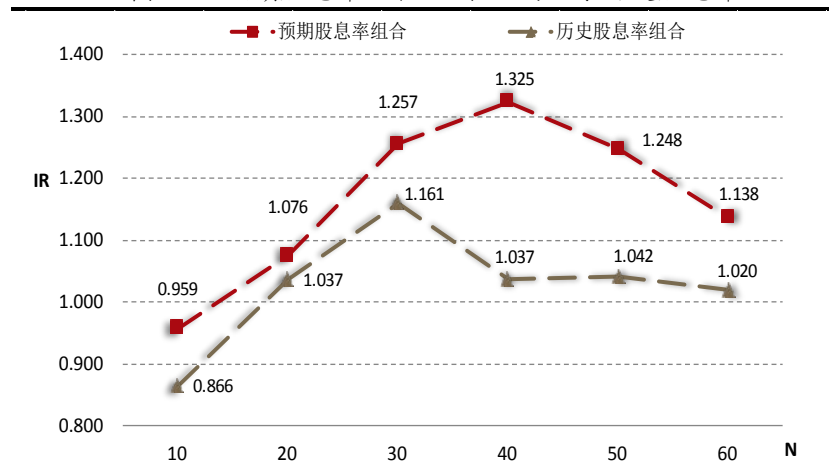


资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

为了避免选入组合的股票数量会对两种股息率因子的有效性比较造成影响，图表 9 展示了选取不同股票数量的情况下，历史股息率组合和预期股息率组合相对沪深 300 全收益指数超额净值的信息比率。可以看到，在不同入选组合股票数量下，预期股息率组合表现均优于历

史股息率。

图表9： 预期股息率组合 IR 表现均优于历史股息率



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

3 探究股息率影响因素

资本市场是一个复杂的系统，其中多种因素共同影响着股息率的表现。方正金工希望化繁为简，根据影响股息率的周期长短来划分，从短期、中期和长期影响因素探讨，在穿越牛熊市、跨越利率周期的十二年里分析影响股息率的主要因素。

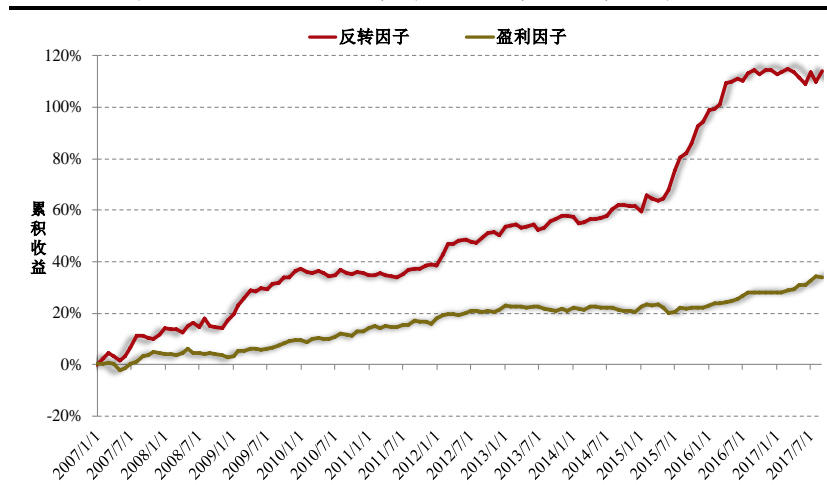
3.1 短期影响因素

股息率因子选股短期内最直接的影响因素即是反转因子，由于股息率因子的变动主要取决于股票价格的变动，每次的月初调仓会调入前期价格跌幅较大的股票，而同时也会调出前期涨幅过高的股票。因此，反转因子的表现短期内将会影响股息率因子的收益。

持有高股息率股票，因其具有稳定的股价和丰厚的现金流回报，往往被认为是典型的价值投资。而我们不禁要问高股息率和股价上涨孰为因孰为果？究竟是稳定的股息回报推动股价上涨？还是为支撑过高的股价而发放更多的股息？投资者想要避免这种“价值陷阱”，就要认清高股息的基础是利润增长。因此，盈利因子是另一短期内影响股息率的主要因素。

下图是自 2007 年以来反转因子与盈利因子在 A 股市场中的表现比较，采用 Barra 因子构建方式截面回归计算出两种因子的因子收益，图表 10 中的因子累计收益可以理解为在全市场中在该因子上暴露一个标准差的超额收益累计。可见反转因子和盈利因子在 A 股市场上均有稳定收益。

图表10： 反转因子与盈利因子的因子累计收益

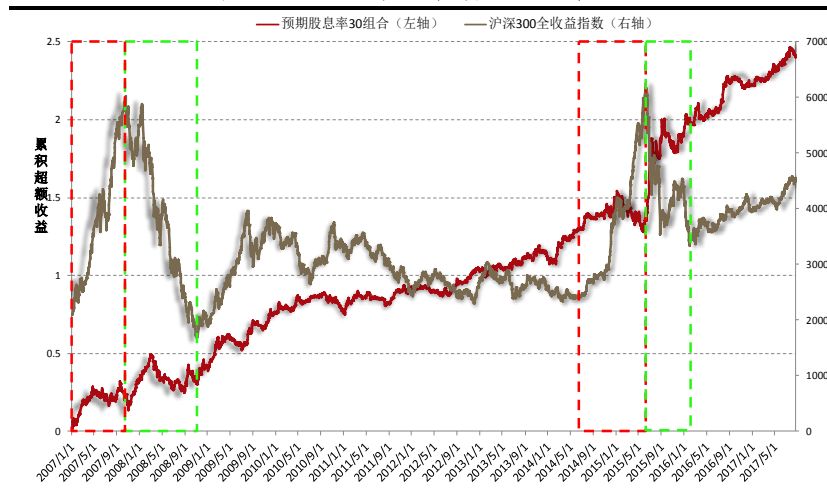


资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

3.2 中期影响因素

市场牛熊状态是高股息股票的中期影响因素，高股息组合在不同的市场行情下将有不同的表现。由于牛市行情下市场风险偏好上升，投资者更倾向买入高 beta 高波动的股票，这就导致高股息的股票组合在牛市中往往无法跑赢指数；而在熊市中，高股息股票组合由于股息对股价的支撑以及其低 beta 低波动的特性相对指数会有不错的超额收益。，如图表 11 所示，红色虚线框内代表市场大幅上涨阶段，绿色虚线框内市场大幅下跌阶段，其他部分为市场行情震荡阶段，股息率因子在市场处于震荡或下跌时有着不错的表现。

图表11: 牛熊市期间股息率表现

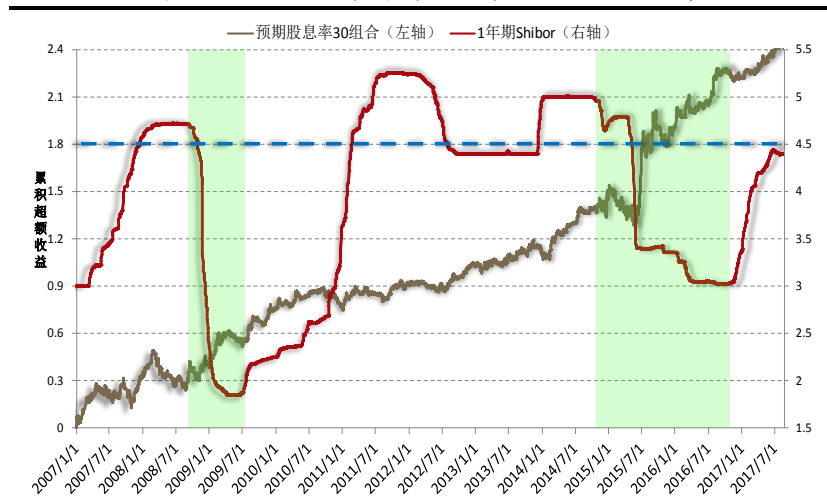


资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

3.3 长期影响因素

利率的水平和趋势是影响高股息率股票表现的长期影响因素。采用 1 年期 Shibor 利率来反应利率市场的情况, 由图表 12 可以看到利率走势与高股息率组合累计超额收益的走势相关情况。

图表12: 利率与高股息率组合表现的关系



资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

我们人为地对利率水平高低和变化趋势进行划分, 图表 12 中蓝色虚线表示高利率水平分界线, 绿色矩形表示利率周期下行阶段。当利率周期处于相对低水平并且处于下降周期时, 股息率组合有更高的超额收益。反之, 当利率处于高分界线之上或进入上行通道时, 股息率组合超额收益大幅减少, 甚至会跑输指数。

4 预期高股息组合

根据预期股息率因子的构建，以及影响股息率组合表现的因素分析，方正金工提出构建预期股息率选股组合方法。由于具有高股息率的股票主要集中在相对成熟的大市值公司，因此股息率因子的使用范围限定在沪深 300 指数成份股中。如前文中所述，我们将预期股息率用于沪深 300 成份股选股，并用最要的两个短期影响因素——反转因子与盈利因子辅助筛选构建月度换仓组合。

组合构建步骤：

1. 剔除停牌及涨停的沪深 300 成份股作为待选股票池；
2. 剔除股票池中短期动量最高的 20% 股票（即 21 日累计涨幅最高的 20% 个股）；
3. 剔除股票池中盈利下滑的个股（即单季度净利润同比增长率小于 0 的股票）；
4. 在股票池股剩余个股中，按预期股息率排序，选取预期股息率最高的 30 只个股等权构建组合。

组合回测说明：

回测区间：2007 年 1 月 4 日至 2017 年 8 月 31 日

选股范围：剔除停牌的沪深 300 成份股

股票数量：每期选入 30 只股票

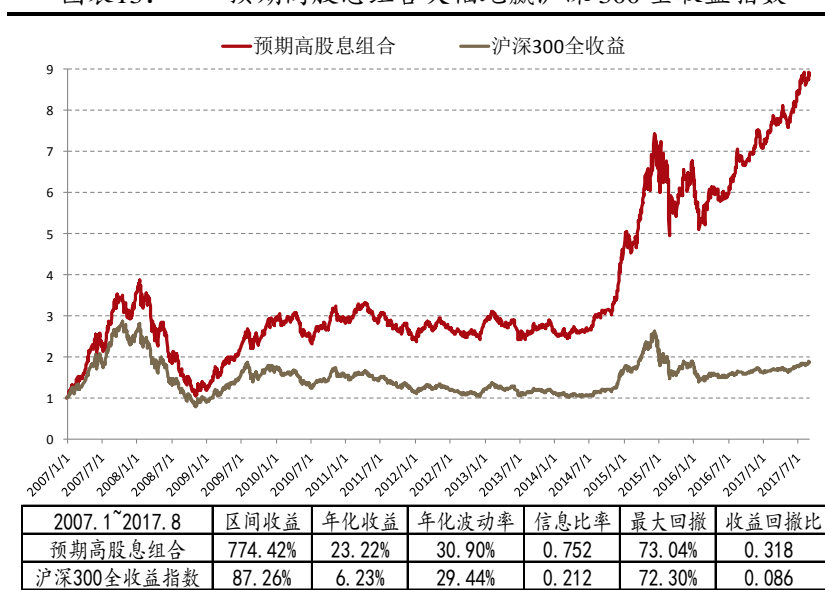
股票权重：等权配置

调仓频率：每月月末选股，次月首个交易日开盘买入

冲击影响：回测中已剔除换仓日成交额小于 2 千万的股票

交易费用：未考虑交易费率

图表13： 预期高股息组合大幅跑赢沪深 300 全收益指数



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

在 2007 年年初至 2017 年 8 月末的回测期内，预期高股息组合年化收益 23.22%，信息比率为 0.752，最大回撤为 73.04%。同期沪深

300 全收益指数年化收益仅为 6.23%，信息比率为 0.212，最大回撤为 72.3%。各年度的预期高股息组合也表现好于沪深 300 全收益指数。

按年度比较预期高股息组合与沪深 300 全收益指数表现，组合除在 2008 年和 2013 年略微跑输基准，在其他年份中组合收益均大幅度跑赢基准。历年组合平均收益为 43.5%，而基准沪深 300 全收益指数为 19.6%。组合历年信息比率也均高于基准信息比率。

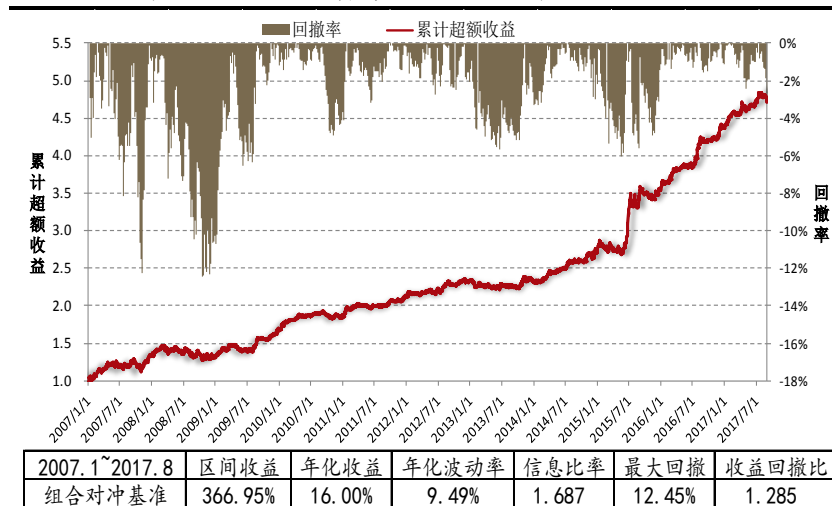
图表 14： 预期高股息组合与基准指数分年度收益比较

年份	预期高股息组合				沪深300全收益指数			
	年度收益	最大回撤	月胜率	信息比率	年度收益	最大回撤	月胜率	信息比率
2007	254.0%	18.2%	75.0%	6.269	161.6%	20.9%	83.3%	4.606
2008	-66.5%	73.0%	41.7%	-1.283	-66.0%	71.6%	33.3%	-1.376
2009	150.2%	17.7%	91.7%	4.704	96.7%	25.3%	91.7%	3.057
2010	-3.1%	24.9%	41.7%	-0.132	-12.5%	29.7%	50.0%	-0.513
2011	-14.1%	27.2%	41.7%	-0.715	-25.0%	31.6%	25.0%	-1.237
2012	17.3%	18.6%	50.0%	0.876	7.6%	22.4%	50.0%	0.381
2013	-7.8%	22.0%	50.0%	-0.399	-7.7%	22.2%	41.7%	-0.361
2014	76.9%	8.3%	75.0%	4.181	51.7%	10.4%	58.3%	2.747
2015	38.6%	33.6%	75.0%	0.96	5.6%	43.5%	58.3%	0.145
2016	9.1%	21.9%	50.0%	0.424	-11.3%	23.5%	50.0%	-0.519
2017（截止8月末）	23.8%	6.6%	87.5%	371.0%	15.5%	5.1%	87.5%	256.9%
均值	43.5%	24.7%	61.7%	169.0%	19.6%	27.8%	57.2%	86.4%

资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

预期高股息组合相对沪深 300 全收益指数有更稳定的超额收益，自 2007 年初至 2017 年 8 月底回测期内组合的年化超额收益为 16%，信息比率为 1.687，最大回撤 12.45%，月度胜率为 64.34%，盈亏比 2.07。

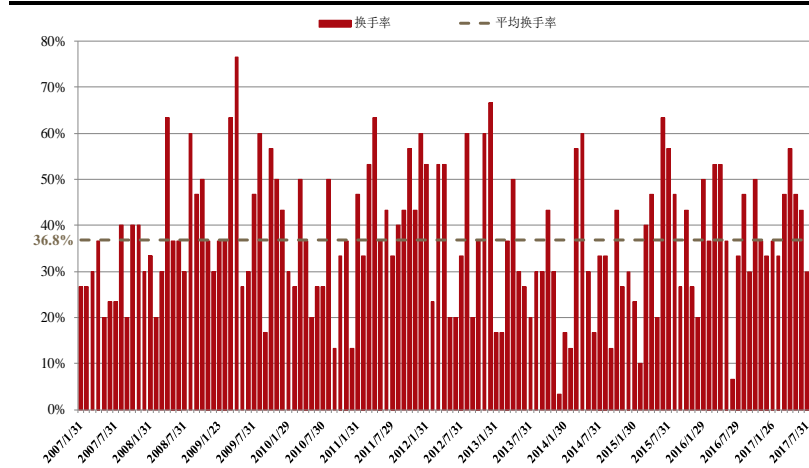
图表 15： 预期高股息组合累计超额收益表现



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

组合月度换手率相对稳定，平均换手率为 36.8%，并且高换手调仓主要出现在年报公布与预测股息调整月，以及市场出现大幅上涨或下跌行情阶段。

图表16: 预期高股息组合月度换手率



资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

从组合行业分布来看, 行业出现过一轮较大的变动, 组合从早期 2007 年至 2010 年主要集中在交通运输、钢铁等行业, 到 2011 年至今主要银行股稳据组合的最大比重行业, 公用事业、汽车行业比重占据前列。房地产行业自 16 年起进入高股息率组合前五大重仓行业, 并在今年跃居组合第二大重仓行业。

图表17: 预期高股息组合重仓行业变化

年份\权重排名	第一名	第二名	第三名	第四名	第五名
2007年	交通运输 25.5%	钢铁 17.3%	公用事业 14.4%	汽车 8.4%	有色金属 7.0%
2008年	交通运输 22.3%	钢铁 21.1%	汽车 10.1%	银行 10.1%	采掘 7.1%
2009年	银行 14.2%	交通运输 12.8%	采掘 12.8%	公用事业 11.0%	食品饮料 10.7%
2010年	交通运输 15.4%	银行 14.8%	公用事业 12.5%	汽车 9.8%	采掘 8.0%
2011年	银行 24.6%	采掘 14.5%	交通运输 10.7%	公用事业 7.1%	医药生物 6.2%
2012年	银行 34.1%	公用事业 8.3%	采掘 7.4%	机械设备 7.1%	交通运输 5.6%
2013年	银行 36.8%	公用事业 13.6%	建筑装饰 10.7%	食品饮料 7.1%	汽车 6.8%
2014年	银行 36.5%	公用事业 13.1%	汽车 10.1%	建筑装饰 9.2%	家用电器 8.3%
2015年	银行 33.2%	公用事业 16.0%	汽车 12.2%	食品饮料 9.8%	家用电器 7.4%
2016年	银行 33.8%	公用事业 14.5%	汽车 10.4%	房地产 8.6%	食品饮料 6.5%
2017年	银行 27.9%	房地产 17.1%	汽车 9.6%	食品饮料 5.0%	非银金融 5.0%

资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

5 组合绩效归因

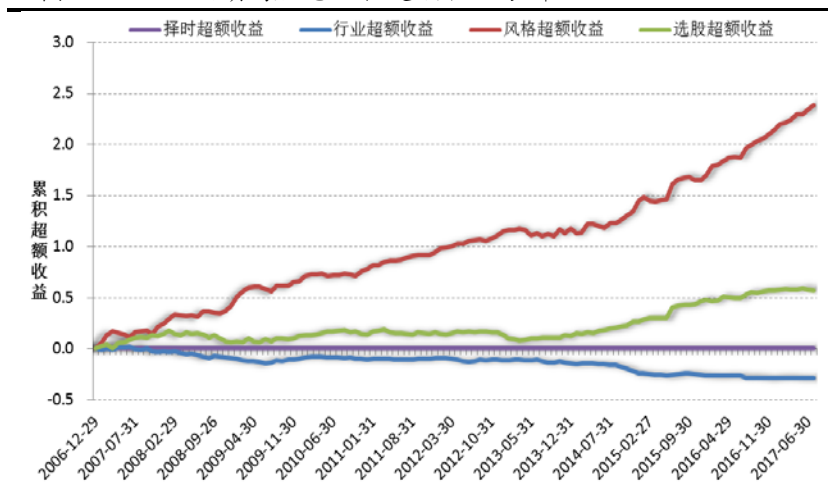
如前文所述,预期高股息组合在沪深300中具有明显的增强效果,而组合带来的超额收益源自何处?我们对历史组合进行分解到行业、风格以及超额收益上。

$$R = R_{\text{timing}} + R_{\text{sector}} + R_{\text{style}} + R_{\text{alpha}}$$

其中R为组合相对指数的超额收益, R_{timing} 为择时超额收益, R_{sector} 为行业超额收益, R_{style} 为风格超额收益, R_{alpha} 为选股超额收益。

从分解后的四组超额收益看,由于组合每期满仓择时超额收益为零,组合的超额收益主要来自在风格收益上,并在选股超额上也有不错的正收益,仅在行业超额上有较小的负收益。

图表18: 预期高股息组合超额收益分解

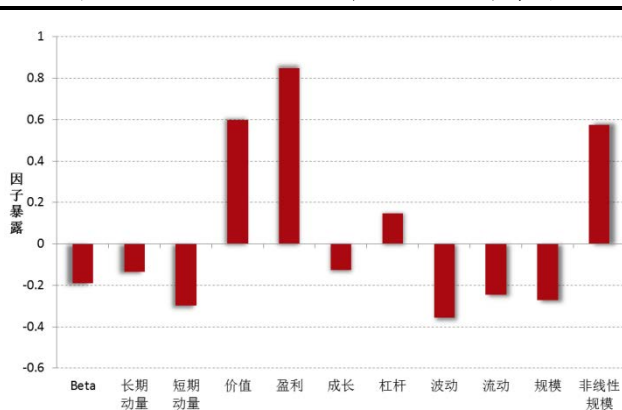


资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

进一步,我们将风格收益拆解,类似 Barra 风格因子构造,方正金工,计算组合在 11 类风格因子上的风格暴露与风格因子收益。

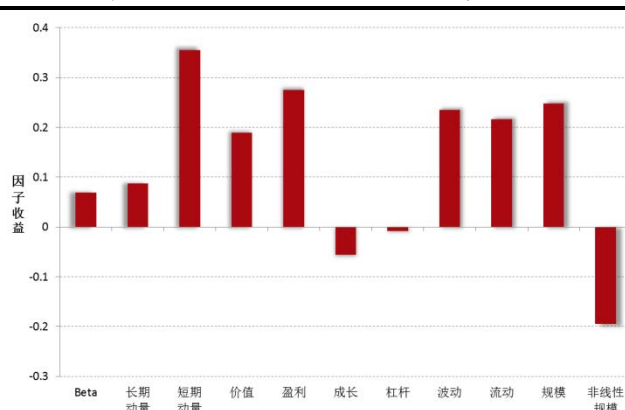
组合历史平均风格因子相对沪深300基准主要在价值因子、盈利因子、非线性规模因子上有较高的正向暴露,而在beta、波动率因子、短期动量因子、流动性因子上有较高的负向暴露。从历史风格收益上看,收益主要集中在短期动量因子、盈利因子、波动率因子、流动性因子、规模因子以及价值因子上,而反应中等市值的非线性规模因子有较多的负收益。

图表19: 组合历史平均风格因子暴露



资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

图表20: 组合历史风格因子收益

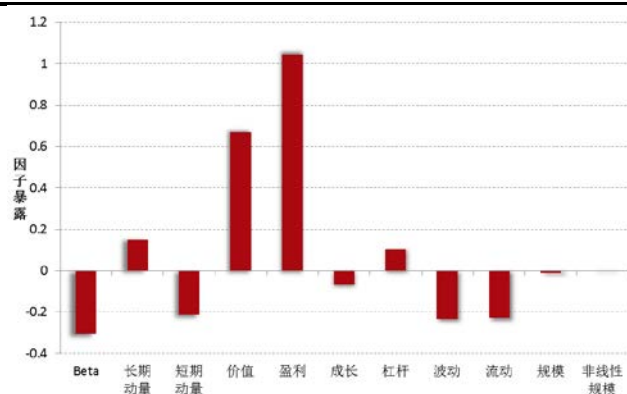


资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

从历史长期平均来看因子暴露与收益可能会因部分时期的风格变化而产生失真。因子分析最近 12 个月来的组合风格表现更能反映组合的风格情况,近一年来组合风格暴露主要集中在价值因子与盈利

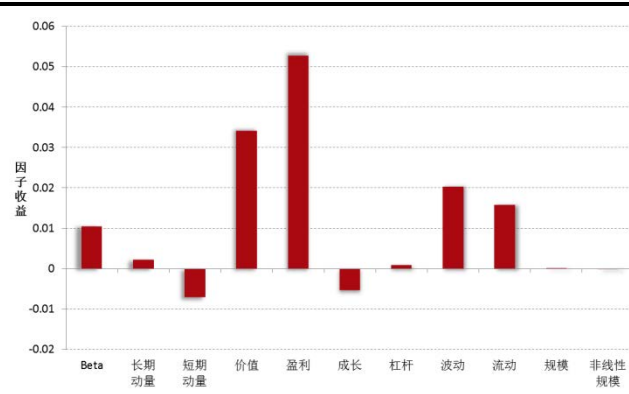
因子上有较高的正向暴露，而在 beta、短期动量、波动率以及流动因子上有较高的负向暴露。近期的风格收益也主要体现在盈利、价值、波动率、流动性与 beta 因子上。预期高股息组合倾向持有前期涨幅、换手率与波动率都相对偏低，但具有较低估值和较强盈利能力的股票。

图表21: 组合近期风格因子暴露(近12个月)



资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

图表22: 组合近期风格因子收益(近12个月)



资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

6 风险提示

本报告统计结果基于历史数据，未来市场可能发生重大风格变化而导致模型失效。

附录一：九月预期高股息组合

图表23： 2017年9月预期高股息组合持仓明细（更新于2017/08/31）

序号	代码	简称	申万行业	序号	代码	简称	申万行业
1	600383.SH	金地集团	房地产	16	000402.SZ	金融街	房地产
2	600104.SH	上汽集团	汽车	17	601998.SH	中信银行	银行
3	600900.SH	长江电力	公用事业	18	600606.SH	绿地控股	房地产
4	600741.SH	华域汽车	汽车	19	000157.SZ	中联重科	机械设备
5	000651.SZ	格力电器	家用电器	20	600048.SH	保利地产	房地产
6	601288.SH	农业银行	银行	21	600170.SH	上海建工	建筑装饰
7	600704.SH	物产中大	综合	22	600036.SH	招商银行	银行
8	601328.SH	交通银行	银行	23	601169.SH	北京银行	银行
9	601939.SH	建设银行	银行	24	601006.SH	大秦铁路	交通运输
10	601398.SH	工商银行	银行	25	000333.SZ	美的集团	家用电器
11	601988.SH	中国银行	银行	26	600018.SH	上港集团	交通运输
12	002146.SZ	荣盛发展	房地产	27	002304.SZ	洋河股份	食品饮料
13	600177.SH	雅戈尔	纺织服装	28	601818.SH	光大银行	银行
14	601166.SH	兴业银行	银行	29	603858.SH	步长制药	医药生物
15	000002.SZ	万科A	房地产	30	601009.SH	南京银行	银行

资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com