

基金产品分析（15）： 波动行情下适当关注红利类产品



刘均伟

SAC 执证编号: S0080520120002
SFC CE Ref: BQR365
junwei.liu@cicc.com.cn



邓志波

SAC 执证编号: S0080518100002
SFC CE Ref: BQD384
zhibo.deng@cicc.com.cn



王汉锋

SAC 执证编号: S0080513080002
SFC CE Ref: AND454
hanfeng.wang@cicc.com.cn

海外红利指数深受投资者青睐

海外红利产品已较具规模。美国市场 2010 年末 Smart Beta ETF 规模仅为 946 亿美元，该数字于 2021 年末上升至 1.10 万亿美元，Smart Beta 类产品占 ETF 比例也由 2010 年末 14.8% 上升至 24.8%。在所有 Smart Beta 产品中，红利类 ETF 不论是规模还是数量，占比均相对较多。截止 2021 年末，美国市场红利 ETF 数量与规模分别为 67 只与 3,154 亿美元，占比分别为 21.3% 与 28.7%。

相对稳定的收益是红利指数最大收益特点之一。以 Vanguard Dividend Appreciation ETF（下称 VIG）作为代表，观察 VIG 自 2010 年至 2022 年 3 月 16 日收益，累计收益率为 242%，虽然整体低于标普 500 同期 299% 的累计收益。但观察期间年化波动率，VIG 波动率为 15.2%，低于标普 500 的 16.6%。同时，当市场波动放大时，红利指数整体回调相对较小。以今年以来市场表现为例，年初至今海外市场整体走弱，截止 3 月 16 日标普 500 指数回调 3.49%。而 VIG 累计跌幅为 2.08%。结合 VIX 指标进行观察，并滚动一个月计算 VIG 与标普 500 收益差，可以发现当 VIX 指数走高时，VIG 相对标普 500 指数倾向获得正收益。尤其当 VIX 指数处于历史较高水平时，相对收益较为显著。从资金流角度看，当 VIX 指数走高时，美国红利 ETF 倾向录得资金净流入，一定程度说明当市场波动较大时，红利指数需求潜在走高。

国内红利指数产品规模较小，但红利因子仍有相对表现。截止 2021 年末国内红利指数产品规模仅约为 300 亿元，整体占比相对较小。数量层面，截止去年年底，红利产品数量仅为 31 只。虽然规模较小，但红利指数表现仍可圈可点。我们以 MSCI 中国 A 股国际红利指数(人民币)作为参考，并与 MSCI 中国 A 股(人民币)及沪深 300 指数收益进行对比，2009 年至 2021 年年底 MSCI 中国 A 股国际红利指数(人民币)累计收益为 184%，高于其余两个指数。

深证红利指数：新老经济兼备的红利指数

流通市值加权，优选持续分红个股。深证红利指数由深市具有稳定分红历史、较高分红比例且流动性较高的 40 只股票组成，成分股多呈现相对低估值、高分红的特征；由于指数考虑分红比例与流通市值进行加权，虽然深证红利指数整体集中度较高，但也适当兼顾了流动性。

偏好大市值公司，聚焦消费行业。截止 2022 年 3 月 10 日，深证红利指数中千亿元以上市值公司市值占比为 79.7%，大盘属性明显；成分股集中度高，CR10 高达 70.3%，前十大流通市值明显高于其他红利指数；由于深圳上市公司行业属性，深证红利行业分布兼顾新经济特征与传统经济龙头，在向消费与电子等新经济行业倾斜的同时，也配置银行与房地产等传统经济行业。

历史业绩表现及基本面相对占优。深证红利指数自 2017 年起与其他红利指数相对收益扩大，年化收益率为 12.92%，累计收益率为 60.97%。指数历年的 ROE 与 ROA 高于其他指数，预期营业收入与归母净利润也维持较高增速。

估值位于历史较低分位，安全边际较高。从深证红利指数历史估值水平来看，指数的 PE（TTM）估值水平较为接近沪深 300，高于同类红利指数且低于中证 500 指数 PE 估值。当前指数的 PE 位于历史估值均值减一倍标准差之下，PB 接近历史估值均值减一倍标准差，综合来看，我们认为指数估值处于历史较低分位，安全边际相对较高。

- 金融产品 | 基金产品分析（14）：在线消费发展新阶段，关注相关投资机会（2022.02.24）
- 金融产品 | 基金产品分析（13）：MSCI 中国再添新员，多工具配套下或成焦点（2021.10.22）
- 金融产品 | 基金产品分析（12）：全球碳中和浪潮下关注光伏投资机会（2021.07.26）
- 金融产品 | 基金产品分析（11）：凝聚创新基因，关注新兴产业龙头（2021.07.02）
- 金融产品 | 基金产品分析（10）：宽基+创新，关注深创 100 投资机会（2021.06.25）

目录

海外红利指数深受投资者青睐	3
海外市场红利指数备受投资者追捧	3
红利指数具备较为稳定的收益属性	4
中国市场红利指数仍有相对表现	6
深证红利指数：新老经济兼备的红利指数	7
指数编制：流通市值加权，重配持续分红行业龙头绩优股	7
市值及行业分布：偏好大市值公司，聚焦消费行业	8
业绩表现：历史业绩表现占优	9
估值水平：位于历史较低分位	11

图表

图表 1：美国市场中 Smart Beta 产品已成为权益 ETF 重要组成部分	3
图表 2：海外红利 ETF 数量占比相对较多	4
图表 3：规模层面红利 ETF 也占有较高比例	4
图表 4：美国市场中规模前十红利 ETF 产品	4
图表 5：VIG 整体波动率更低	5
图表 6：今年以来 VIG 表现占优	5
图表 7：波动行情下 VIG 整体表现相对占优	5
图表 8：极端行情下 VIG 相对收益更为明显	5
图表 9：波动行情下红利产品倾向获得资金净流入	5
图表 10：国内红利产品数量仍然较少	6
图表 11：国内红利产品规模也相对较小	6
图表 12：红利指数整体表现仍可圈可点	6
图表 13：深证红利指数编制方法	7
图表 14：红利指数编制方法比较	8
图表 15：深证红利指数重配千亿市值龙头公司	9
图表 16：深证红利以食品饮料与家用电器行业为主导	9
图表 17：深证红利指数聚焦行业龙头公司	9
图表 18：深证红利指数市场表现优秀	10
图表 19：深证红利指数与其他主要指数 2017 年以来收益风险指标对比	10
图表 20：红利指数盈利能力（ROE）对比	11
图表 21：红利指数盈利能力（ROA）对比	11
图表 22：深证红利预期营业收入与利润率维持较快增速	11
图表 23：深证红利指数股息率领先宽基指数	11
图表 24：深证红利指数历史 PE(TTM)走势	12
图表 25：深证红利指数历史 PB(LF)走势	12
图表 26：深证红利指数 PE 估值处于较低分位	12
图表 27：深证红利指数 PB 估值处于较低分位	12

海外红利指数深受投资者青睐

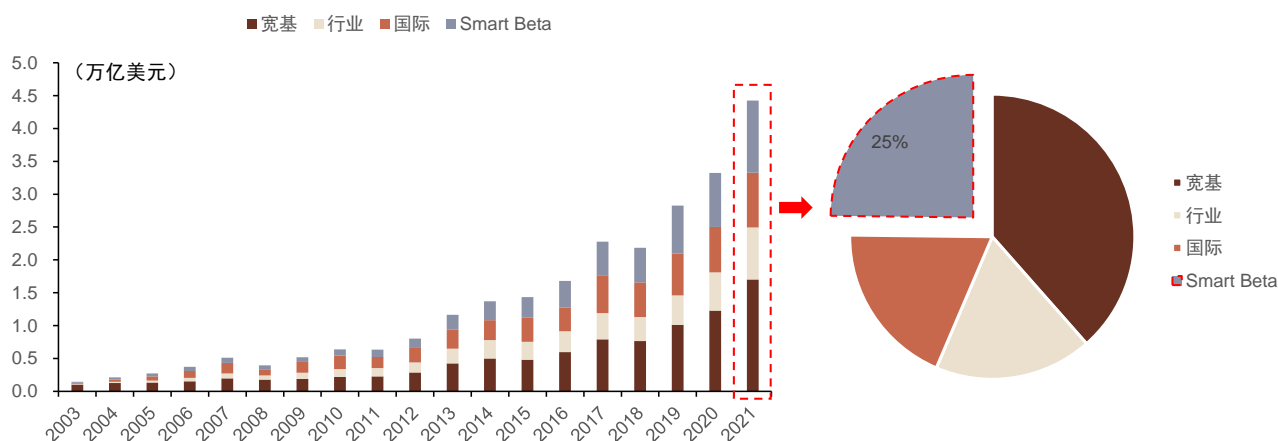
海外市场红利指数备受投资者追捧

什么是红利指数？ 红利是指企业在利润分配时给予股东部分的收益，其中红利的形式可以为现金红利也可以是股票红利等多种形式。由于正利润收入是企业分红的前提，具备稳定且较高分红的上市公司某程度具备相对健康的财务状况。捕捉高红利个股是市场上较为常用的投资策略，而通过指数化的方法更是可以捕捉一篮子具有高红利特点的上市公司。

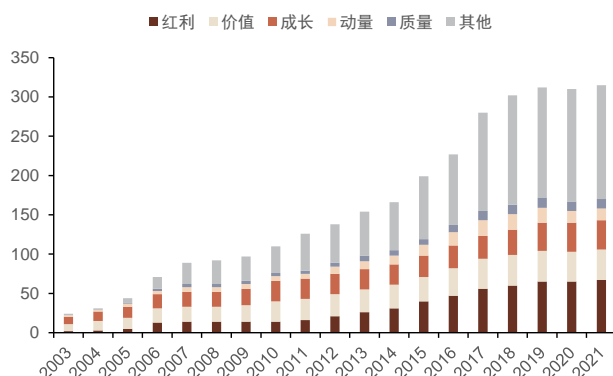
海外市场中，红利指数备受投资者追捧。 美国市场中，ETF 产品已成为指数投资重要载体。而 Smart Beta 类型产品是美国 ETF 市场重要组成部分。根据 Morningstar 数据显示，2010 年末 Smart Beta ETF 规模仅为 946 亿美元，该数字于 2021 年末上升至 1.10 万亿美元，Smart Beta 类产品占 ETF 比例也由 2010 年末 14.8% 上升至 24.8%。在所有 Smart Beta 产品中，红利类 ETF 不论是规模还是数量，占比均相对较多。截止 2021 年末，美国市场红利 ETF 数量与规模分别为 67 只与 3,154 亿美元，占比分别为 21.3% 与 28.7%，相较其他类型 Smart Beta 产品而言，整体占比相对较多。

海外产品差异主要在样本和因子构建上。 截止 2021 年末，美国市场红利 ETF 规模前十产品规模为 2,715 亿美元，占有红利类产品规模比例约为 25%。其中规模最大产品为 Vanguard Dividend Appreciation ETF，2021 年底产品规模为 834 亿美元。从规模较大产品跟踪指数中，可以发现红利类产品主要差异有二：1、选股样本差异：不同产品间的选股样本差异较为明显，如 Vanguard Dividend Appreciation ETF 主要聚焦美股市场，ProShares S&P 500 Dividend Aristocrats 则只投资标普 500 指数成分，而 First Trust Rising Dividend Achiev ETF 成分均来之 NASDAQ 公司；2、因子构建差异：虽然所有红利产品均以捕捉红利个股为投资目标，但因子构建间仍存在一定差异，具体差异主要在于，部分产品倾向于选取绝对高分红产品，另一类产品则倾向于选择具有分红增长属性的产品。最终，由于投资策略上差异，导致产品在历史表现上出现分化。

图表 1：美国市场中 Smart Beta 产品已成为权益 ETF 重要组成部分

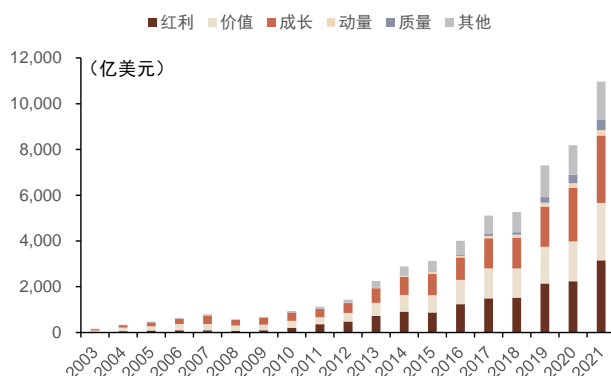


图表 2：海外红利 ETF 数量占比相对较高



资料来源：Morningstar，中金公司研究部

图表 3：规模层面红利 ETF 也占有较高比例



图表 4：美国市场中规模前十红利 ETF 产品

基金名称	基金成立日	产品规模（亿美元）	2018年	2019年	2020年	2021年	跟踪指数
Vanguard Dividend Appreciation ETF	2006/4/21	834.08	-2.02	29.71	15.46	23.64	S&P US Dividend Growers TR USD
Vanguard High Dividend Yield ETF	2006/11/10	546.31	-5.87	24.2	1.14	26.14	FTSE High Dividend Yield TR USD
Schwab US Dividend Equity ETF™	2011/10/20	312.78	-5.46	27.28	15.11	29.78	DJ US Dividend 100 TR USD
iShares Core Dividend Growth ETF	2014/6/10	229.86	-2.24	30.02	9.47	26.56	Morningstar US Dividend Growth TR USD
SPDR® S&P Dividend ETF	2005/11/8	209.00	-2.73	23.37	1.78	25.37	S&P High Yield Dividend Aristocrats TR USD
iShares Select Dividend ETF	2003/11/3	198.57	-6.3	22.66	-4.9	31.63	DJ US Select Dividend TR USD
First Trust Value Line® Dividend ETF	2003/8/19	129.54	-3.45	26.58	0.01	24.87	Value Line Dividend TR USD
ProShares S&P 500 Dividend Aristocrats	2013/10/9	99.56	-3.18	27.45	8.32	25.49	S&P 500 Dividend Aristocrats TR USD
First Trust Rising Dividend Achiev ETF	2014/1/6	80.12	-9.74	37.61	13.32	31.17	NASDAQ US Rising Div Achiever TR USD
iShares Core High Dividend ETF	2011/3/29	74.82	-2.93	20.35	-6.48	19.38	Morningstar Dividend Yield Focus TR USD

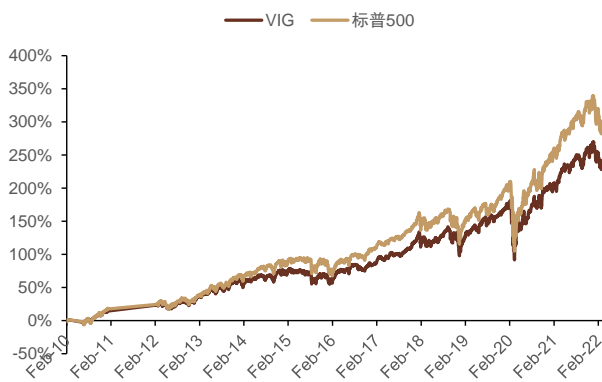
资料来源：Morningstar，中金公司研究部，数据截止日期：2021 年 12 月 31 日

红利指数具备较为稳定的收益属性

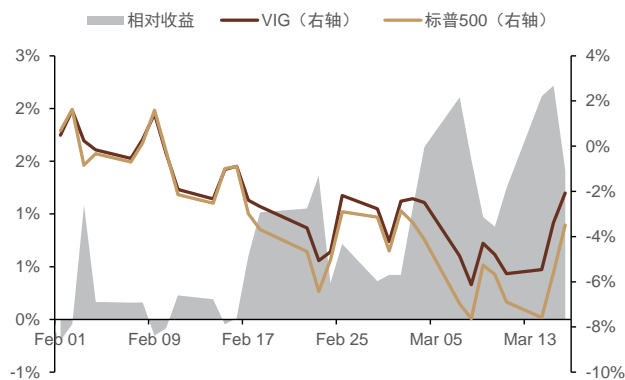
相对稳定的收益是红利指数最大收益特点之一。海外红利指数相对较多，在讨论收益时，我们以规模最大的 Vanguard Dividend Appreciation ETF（下称 VIG）作为代表进行讨论。观察 VIG 自 2010 年至 2022 年 3 月 16 日收益，累计收益率为 242%，整体低于标普 500 同期 299% 的累计收益。但观察期间年化波动率，VIG 波动率为 15.2%，低于标普 500 的 16.6%。

市场波动加大时红利产品表现相对占优。当市场波动放大时，红利指数整体回调相对较小。以今年以来市场表现为例，年初至今海外市场整体走弱，截止 3 月 16 日标普 500 指数回调 3.49%，最大跌幅为 7.64%。而 VIG 累计跌幅为 2.08%，最大跌幅为 6.13%。美国市场中，VIX 指数是作为衡量市场波动率的指标，结合 VIX 指标进行观察，并滚动一个月计算 VIG 与标普 500 收益差，可以发现当 VIX 指数走高时，VIG 相对标普 500 指数倾向获得正收益。尤其当 VIX 指数处于历史较高水平时，相对收益较为显著。从资金流角度看，当 VIX 指数走高时，美国红利 ETF 倾向录得资金净流入，一定程度说明当市场波动较大时，红利指数需求潜在走高。

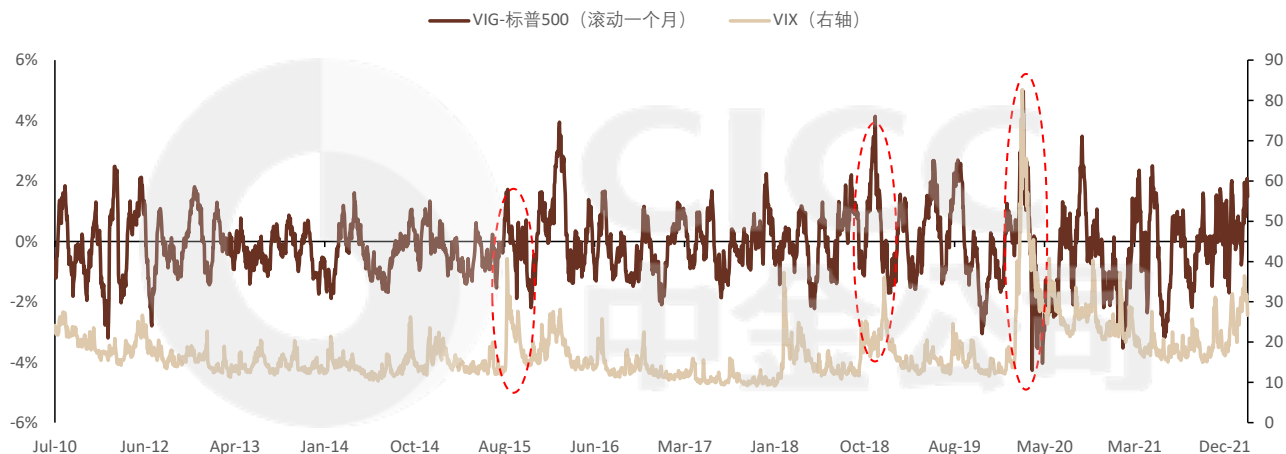
图表 5：VIG 整体波动率更低



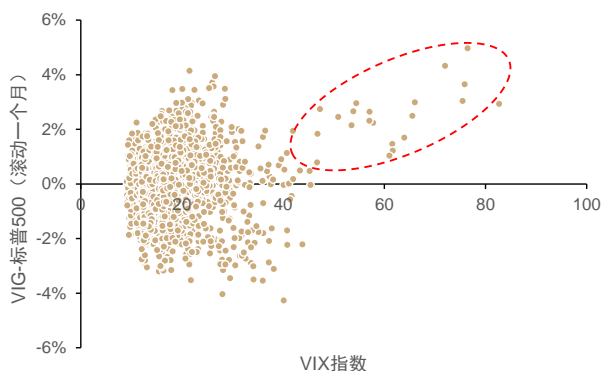
图表 6：今年以来 VIG 表现占优



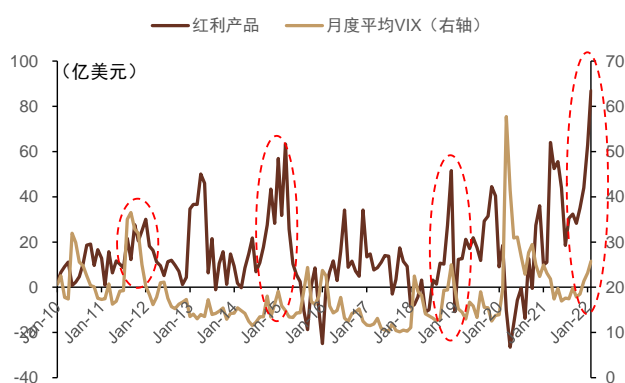
图表 7：波动行情下 VIG 整体表现相对占优



图表 8：极端行情下 VIG 相对收益更为明显



图表 9：波动行情下红利产品倾向获得资金净流入

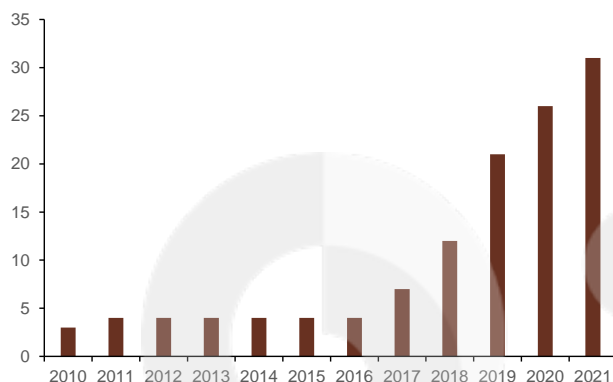


资料来源：Morningstar，中金公司研究部

中国市场红利指数仍有相对表现

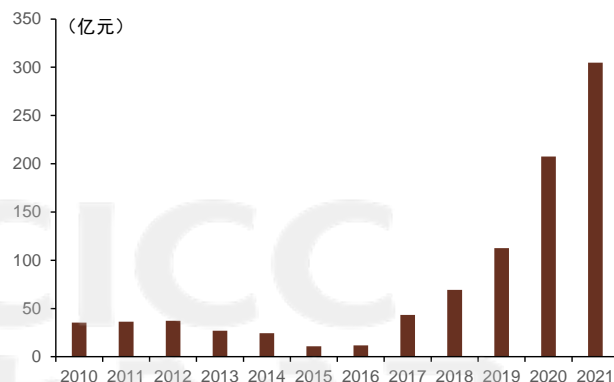
规模及数量整体仍然较低，但历史上红利因子仍有相对表现。根据我们此前报告数据统计，截止 2021 年末，股票 ETF 产品规模已超 1 万亿元，相比之下，截止 2021 年末被动红利指数产品规模仅约 300 亿元，整体占比相对较小。数量层面，截止去年年底，红利产品数量仅为 31 只，数量也相对较少。但产品数量及规模较小并不意味着红利产品表现较差。我们以 MSCI 中国 A 股国际红利指数(人民币)作为参考，并与 MSCI 中国 A 股(人民币)及沪深 300 指数收益进行对比，可以发现 2009 年至 2021 年年底，MSCI 中国 A 股国际红利指数(人民币)累计收益为 184%，明显高于其余两个指数。

图表 10：国内红利产品数量仍然较少



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 11：国内红利产品规模也相对较小



图表 12：红利指数整体表现仍可圈可点



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

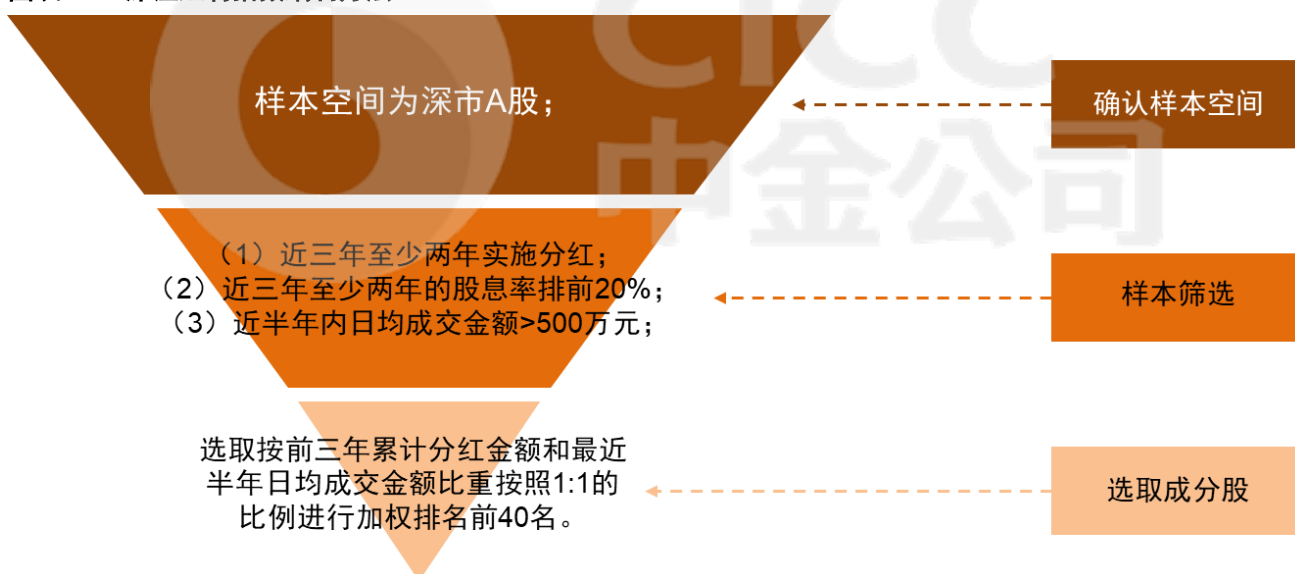
深证红利指数：新老经济兼备的红利指数

指数编制：流通市值加权，重配持续分红行业龙头绩优股

深证红利指数（简称：深证红利，399324）以深市 A 股为样本空间，筛选最近三年里至少有两年实施了分红、近三年至少两年股息率排名市场前 20% 且近半年内日均成交金额大于 500 万元的公司股票作为股票池，按近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因素后，选取排名前 40 位构成指数样本股。

深证红利指数与其他红利指数编制方法有所不同。一方面样本股选取时，除考虑分红质量与表现外，还包含经营状况、现金流、公司治理等基本指标。另一方面在加权方式上，与其他红利指数采取股息率加权的方式不同，深证红利指数的加权方式综合考虑了分红金额和流通市值占比双重因素，这意味着深证红利指数能容纳的资金规模较大，相比其他红利指数更具成长性，同时指数更聚焦高市值且分红比例高的行业龙头绩优公司，重配盈利模式较为清晰、有较明确可预期回报的大市值白马蓝筹股，同时也包含一定分红能力强的成长股，持仓集中度更高。

图表 13：深证红利指数编制方法



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 14：红利指数编制方法比较

指标	深证红利	中证红利	上证红利
指数代码	399324.SZ	000922.CSI	000015.SH
基日	2002/12/31	2004/12/31	2004/12/31
基点	1000点	1000点	1000点
样本个数	40只	100只	50只
样本空间	深市A股	沪深A股	沪市A股
编制方法	(1) 最近三年里至少有两年实施了分红； (2) 最近三年里股息率至少有两年的市场排名位列前20%； (3) 近半年内日均成交金额>500万元； (4) 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因素后，选取排名前40位。	(1) 过去两年连续现金分红且每的税后股息率均大于0； (2) 过去一年日均总市值排名在前80%； (3) 过去一年日均成交金额排名在前80%； (4) 按照过去两年的平均税后现金股息率由高到低排名，选取排名靠前的100只证券作为指数样本。	(1) 过去两年连续现金分红且每的税后股息率均大于0； (2) 过去一年日均总市值排名在前80%； (3) 过去一年日均成交金额排名在前80%； (4) 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名的证券作为指数样本。
加权方式	流通市值加权	股息率加权	股息率加权

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

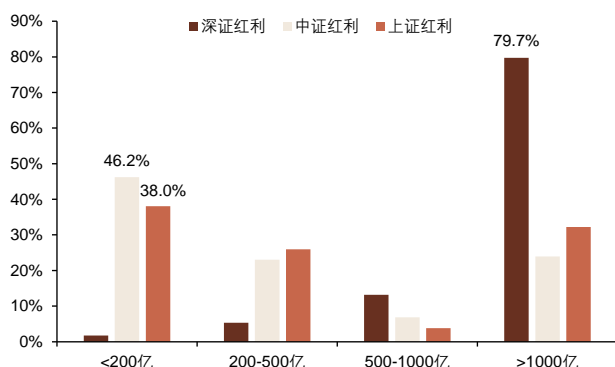
市值及行业分布：偏好大市值公司，聚焦消费行业

成分股大盘属性明显。深证红利指数的编制方式使得其更加集中投资大盘股，对比红利指数成分股的市值分布可见，截止 2022 年 3 月 10 日，深证红利指数中千亿元以上市值公司市值占比达到 79.7%，而中证红利与上证红利指数中这一比例仅为 23.9%与 32.2%，深证红利指数市值分布上大盘属性明显，而中证红利与上证红利指数市值分布更分散。相对而言，我们认为大市值的公司基本面较为稳定，分红意愿相对较高，整体分红更为稳定。

成分股集中度高，前十大流通市值高于其他红利指数。受编制方法与成分股个数的影响，深证红利成分股高度集中，前十大集中度 CR10 高达 70.3%，而中证红利 CR10 仅 17.3%，成分股较为分散。值得注意的是，深证红利指数成分股流通市值较高，权重占比最高的八只成分股流通市值均超过 1,000 亿元，其中权重占比最高的五粮液流通市值更是突破 3,000 亿元，平均流通市值远高于中证红利与上证红利指数。

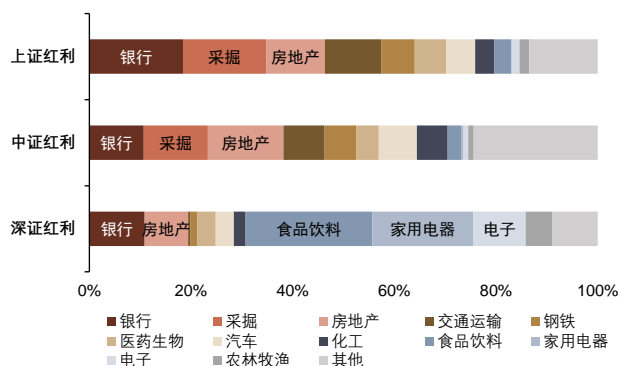
消费行业占比较多，新老经济兼顾。由于深交所上市公司分布问题，深证红利整体同时兼顾新经济特征与传统经济龙头，聚焦消费与电子等新经济行业，同时也配置银行与房地产等传统经济行业。截止今年 3 月，深证红利指数权重占比前五的行业为食品饮料、家用电器、银行、电子与房地产，权重占比分别为 24.9%、19.9%、10.8%、10.3%与 8.6%。

图表 15：深证红利指数重配千亿市值龙头公司



资料来源：万得资讯，中金公司研究部，数据截止日期为 2022 年 3 月 10 日

图表 16：深证红利以食品饮料与家用电器行业为主导



图表 17：深证红利指数聚焦行业龙头公司

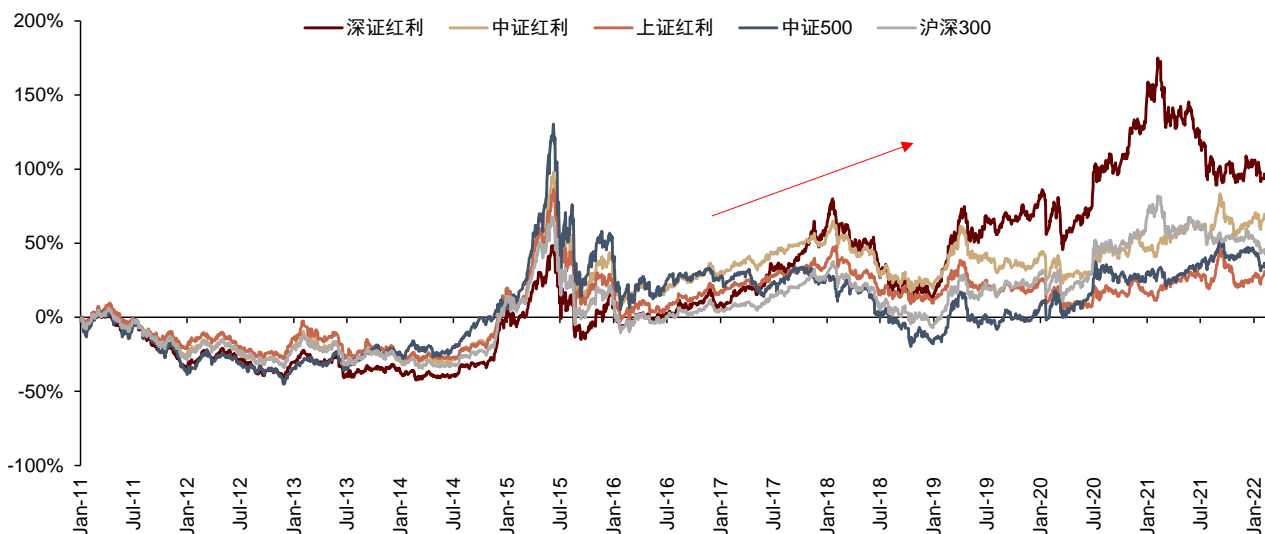
深证红利					中证红利					上证红利				
代码	名称	权重	流通市值 (亿)	行业	代码	名称	权重	流通市值 (亿)	行业	代码	名称	权重	流通市值 (亿)	行业
000858.SZ	五粮液	13.1%	3018.0	食品饮料	600188.SH	兖矿能源	2.7%	237.3	采掘	600188.SH	兖矿能源	4.6%	237.3	采掘
000333.SZ	美的集团	13.0%	2743.1	家用电器	600327.SH	大东方	2.5%	30.9	汽车	600327.SH	大东方	4.3%	30.9	汽车
002415.SZ	海康威视	7.5%	1634.5	电子	601088.SH	中国神华	1.7%	711.6	采掘	601088.SH	中国神华	3.0%	711.6	采掘
000651.SZ	格力电器	6.9%	1495.4	家用电器	600479.SH	千金药业	1.6%	34.8	医药生物	600479.SH	千金药业	2.8%	34.8	医药生物
000568.SZ	泸州老窖	6.5%	1523.3	食品饮料	600325.SH	华发股份	1.6%	94.3	房地产	600325.SH	华发股份	2.8%	94.3	房地产
002142.SZ	宁波银行	5.4%	1239.1	银行	601666.SH	平煤股份	1.5%	154.0	采掘	600603.SH	广汇物流	2.7%	20.0	综合
000001.SZ	平安银行	5.4%	1189.0	银行	002763.SZ	汇洁股份	1.5%	11.4	纺织服装	601666.SH	平煤股份	2.6%	154.0	采掘
000002.SZ	万科A	4.8%	1091.3	房地产	600282.SH	南钢股份	1.4%	95.7	钢铁	600282.SH	南钢股份	2.4%	95.7	钢铁
002304.SZ	洋河股份	3.9%	894.5	食品饮料	000550.SZ	江铃汽车	1.4%	22.9	汽车	601006.SH	大秦铁路	2.4%	371.2	交通运输
300498.SZ	温氏股份	3.8%	886.1	农林牧渔	601006.SH	大秦铁路	1.4%	371.2	交通运输	600681.SH	百川能源	2.2%	17.7	公用事业
CR10 70.3%					CR10 17.3%					CR10 29.7%				

资料来源：万得资讯，中金公司研究部，数据截止日期为 2022 年 3 月 10 日

业绩表现：历史业绩表现占优

深证红利业绩表现相对占优，呈现高收益强弹性的特征。观察指数 2011 年以来的业绩走势，相较其他主要宽基指数及红利指数，深证红利指数自 2017 年起相对收益持续走阔。从指数 2017 年以来的业绩指标来看，深证红利年化收益率为 12.92%，优于其他指数，累计收益率为 60.97%，约为第二名沪深 300 的 2 倍。虽然年化波动率高于中证与上证红利指数，但风险调整后收益表现仍然占优。相对其他红利指数而言，深证红利指数市场向好时也呈现出较强的弹性，如 2020 年末。

图表 18：深证红利指数市场表现优秀



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 19：深证红利指数与其他主要指数 2017 年以来收益风险指标对比

	深证红利	中证红利	上证红利	中证500	沪深300
年化收益率(%)	12.92	6.25	3.39	2.75	7.22
累计收益率(%)	60.97	25.90	10.14	2.42	29.69
年化波动率(%)	23.24	17.27	16.82	21.11	19.01
夏普比率	0.47	0.24	0.08	0.03	0.27
最大回撤(%)	-38.50	-29.66	-29.50	-40.11	-32.46

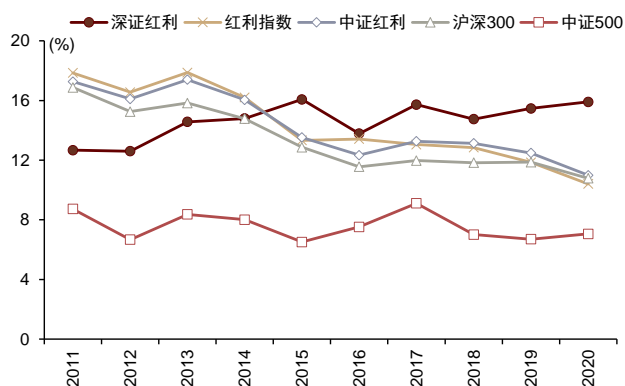
资料来源：万得资讯，中金公司研究部，注：数据区间为 2017.1.1-2022.3.10

指数整体呈现较好盈利质量。从 2011 年以来指数的盈利指标来看，深证红利指数的 ROE 维持稳定增速，2015 年以后 ROE 同比增速始终位于同类红利指数、沪深 300 与中证 500 等主要市场主流指数前列；指数 ROA 均呈现一定的下滑趋势，尽管如此，深证红利与中证 500 的 ROA 同比增速也领先于其他指数。

指数成长属性更为明显。观察深证红利指数的营业收入与归母净利润增长率，2018 至 2020 年深证红利指数无论是营业收入还是归母净利润增长率均领先其他红利指数，根据万得一致预期数据，深证红利指数未来三年内营业收入增速与归母净利润增速均维持较快增速，2021 年-2023 年预期营业收入增速分别为 15.27%、9.14%与 10.39%，预期归母净利润增速分别为 9.84%、8.13%与 17.32%，均高于中证与上证红利指数对应的预期营业收入增速与预期归母净利润增速。

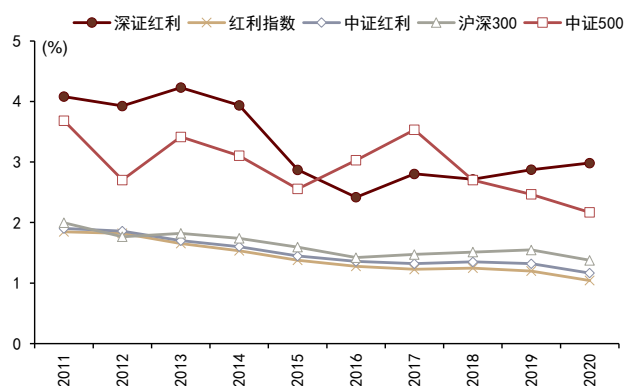
分红能力出色。深证红利的编制方法要求成分股需具有稳定的分红历史，即最近三年里至少有两年实施了分红。从 2011 年以来各指数股息率来看，深证红利指数成分股的分红率均排在市场前列。

图表 20：红利指数盈利能力（ROE）对比

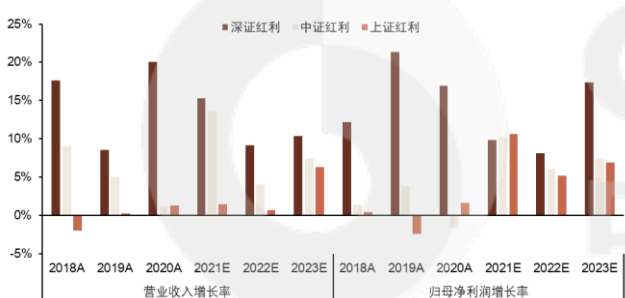


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

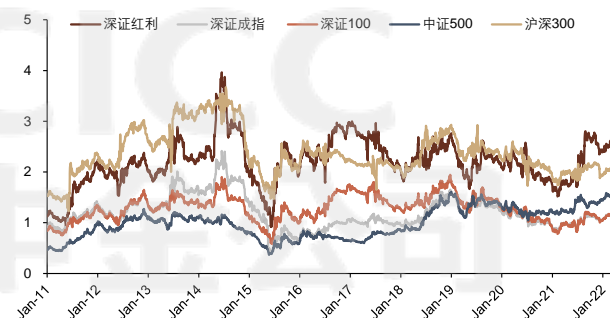
图表 21：红利指数盈利能力（ROA）对比



图表 22：深证红利预期营业收入与利润率维持较快增长



图表 23：深证红利指数股息率领先宽基指数

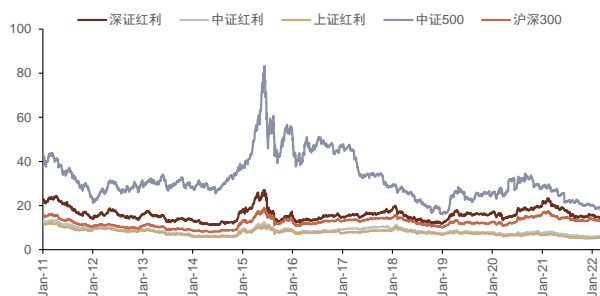


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

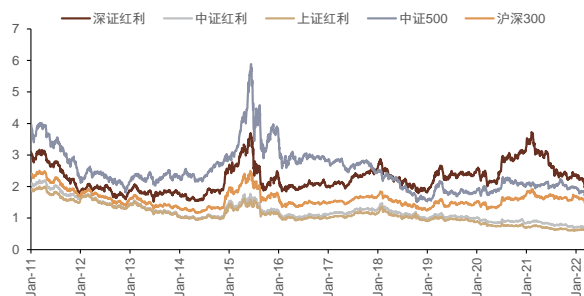
估值水平：位于历史较低分位

指数估值处于历史较低分位。从深证红利指数历史估值水平来看，指数的 PE（TTM）估值水平较为接近沪深 300，高于同类红利指数且低于中证 500 指数 PE 估值，从指数的编制方法来说，深证红利指数也具备一定市场指数特征。当前指数的 PE（TTM）为 13.54，位于历史估值均值减一倍标准差之下。从 PB（LF）指标来看，深证红利指数在 2018 年反超中证 500 成为对比指数中估值水平最高的指数，2021 年以来 PB 呈明显的下降趋势，当前指数的 PB 约为 2 倍，接近历史估值均值减一倍标准差。综合来看，我们认为目前深证红利指数估值处于历史较低分位，具备较好的安全边际。

图表 24：深证红利指数历史 PE(TTM)走势

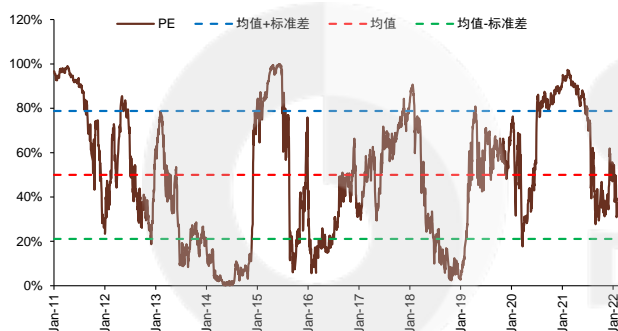


图表 25：深证红利指数历史 PB(LF)走势

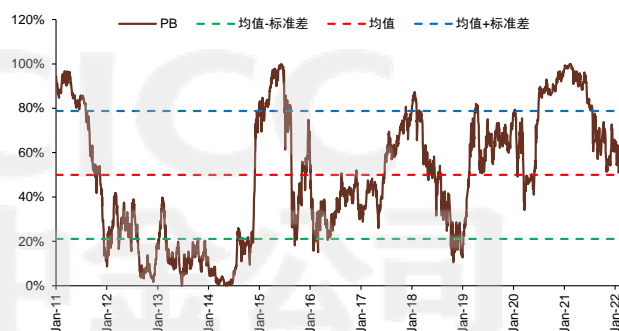


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 26：深证红利指数 PE 估值处于较低分位



图表 27：深证红利指数 PB 估值处于较低分位



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金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不一致的投资决策。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所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地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624



北京

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号
国贸写字楼 2 座 28 层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505 1166
传真: (86-10) 6505 1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路 5033 号
平安金融中心 72 层
邮编: 518048
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

东京

中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内 3 丁目 2 番 3 号
丸の内二重橋ビル 2 1 階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc
32nd Floor, 280 Park Avenue
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融（香港）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch
Office
One Embarcadero Center, Suite 2350,
San Francisco, CA 94111, USA
Tel: (+1) 415 493 4120
Fax: (+1) 628 203 8514

新加坡

China International Capital Corporation
(Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1278

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560