

## 红利主线或有分化，关注下半年外部扰动因素对成长风格的影响

### ---公募基金2024年中期策略报告

华龙证券研究所 金融工程行业

分析师：陈霁

SAC执业证书编号：S0230521030003

2024年07月29日

证券研究报告

➤ **2024H1基金市场回顾：**2024H1受大类资产市场表现的影响，公募基金业绩也有分化，整体业绩呈现“商品型>QDII>固收类>权益类”特征。观察各类型区间收益，即使是同一投资类型的基金，受投资策略及配置比例的影响，业绩也有分化：①指数型基金中，增强指数业绩强于被动指数；②“固收+”基金中，低弹性业绩强于高弹性；③纯债基金中，长债业绩优于短债；④权益类基金中，含权量低业绩优于含权量高。从平均规模变动额来看，2024H1规模增加较大是增强指数债券型基金、短期纯债基金、QDII债券型、商品型与被动指数型基金。规模缩减较大的是混合二级债基、普通股票型基金与偏股混合型基金。公募基金2024上半年新发市场分析，发行数量靠前的分别是：被动指数型、偏股混合型与中长期纯债基金。平均单只发行份额靠前的分别是被动指数债券型及中长期纯债基金。整体发行份额较大的包括：被动指数债券型基金与中长期纯债基金。

➤ **2024H1市场归因分析：**上半年国内大类资产表现：商品>债券>货币>权益。商品以有色金属为代表的资产价格受供给叙事、地缘扰动等因素影响，上游资源品价格相继走高；债券市场，降低长端债券利率，推升债券价格，债牛行情持续演绎。权益市场走势分化，具有稳定盈利预期及稳定现金流的类债资产表现更好，市场风格“确定性”优于“成长性”。（1）宏观层面：目前我国经济处在新旧动能转换期，过程或许会有挑战，具体可能反应在预期转弱，内需不足等方面。从经济数据来看，拉动经济的消费、投资和进出口三项指标中，出口回暖向好，消费与投资仍处于底部修复的过程中。（2）中观层面：市场更加关注中观行业的盈利质量。我们认为ROE可以反映行业的盈利质量，属于市场关注的充分条件之一，但不属于风格偏好的必要条件，要结合行业的现金流水平以及股息率进行综合判断，当一个行业具备良好的ROE水平，同时现金流充沛、股息率维持在均值以上，才有可能成为2024上半年市场偏好的行业之一。（3）流动性层面：受资金价格及货币流动性影响，市场更偏好防御类资产。在M1-M2负剪刀差环境时，投资者更愿意寻找“类债资产”，结合资金价格分析，10年期国债收益率持续下行，同时中美利差倒挂，国内大类资产投资环境进入“资产荒”阶段，市场在宏观经济相对稳健的环境下，更倾向于寻找具有“确定性”收益的资产，反映在权益类资产中，盈利质量较高，现金流稳健且股息率高的品种具有较好的防御属性，进而成为市场的投资主线。

➤ **2024H2基金配置主线：**我们认为2024H2市场演绎风格大概率仍在“确定性”的框架内，但下半年出现分化的概率较大，盈利质量或会成为市场更加关注的因素，盈利质量较高且同时具备分红条件的品种表现会优于盈利质量较低的品种。投资者在追逐高股息品种的时候应关注其盈利能力的影响。同时，在此基础上，我们认为不应放弃“成长性”，下半年成长风格仍有表现机会。我们认为，2024H2外部扰动因素会对市场风格的演绎产生影响，下半年若美国降息预期落地，中美利差压力缓解，资金流动性会发生变化，有助于市值弹性更强的小盘成长风格表现。

➤ **基金配置建议：**哑铃配置仍然有效。投资者在配置权益基金时应保持多元化，避免过度集中于单一行业或板块。在固定收益基金投资上，应根据个人风险偏好选择适当的久期和品种。而对于QDII基金，需要密切关注地缘政治博弈带来的风险和机遇，并灵活调整投资策略。

➤ **风险提示：**统计数据偏差风险；市场风险；政策风险；宏观经济变化风险；系统性风险；特别提示：基金过往业绩不代表未来表现；本报告涉及的基金不构成投资建议。

# 目录

1

2024H1基金市场回顾

2

2024H1市场风格归因分析

3

2024H2基金配置主线

4

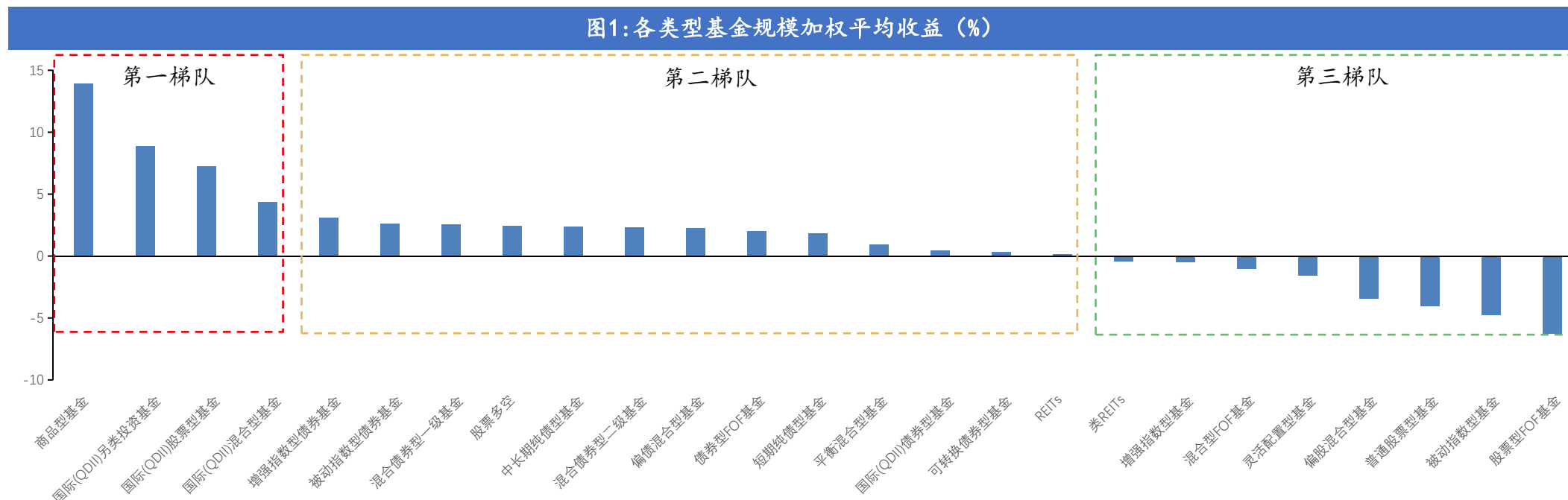
基金配置建议

5

风险提示

2024H1市场整体呈现的特征是:商品强于债强于股,海外强于国内。受大类资产市场表现的影响,公募基金业绩也有分化,整体业绩呈现“商品型>QDII>固收类>权益类”特征。

我们按照公募基金二级投资分类对2024H1业绩进行统计(按规模加权平均),基金收益大致可以分为三个梯队,第一梯队以商品型与QDII基金为主,包括:商品型基金、QDII另类投资基金、QDII股票型基金及QDII混合型基金;第二梯队以纯债与“固收+”为主,包括:增强指数债券型基金、中长期纯债基金、混合一级债基金、被动指数债券型基金、债券型FOF基金、平衡混合基金、短期纯债基金、混合二级债基金、偏债混合基金、股票多空基金、QDII债券型基金、可转换债券基金、REITs等;第三梯队以A股权益为主:包括混合型FOF基金、灵活配置型基金、增强指数型基金、偏股混合型基金、被动指数型基金、普通股票型基金以及股票型FOF基金。



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

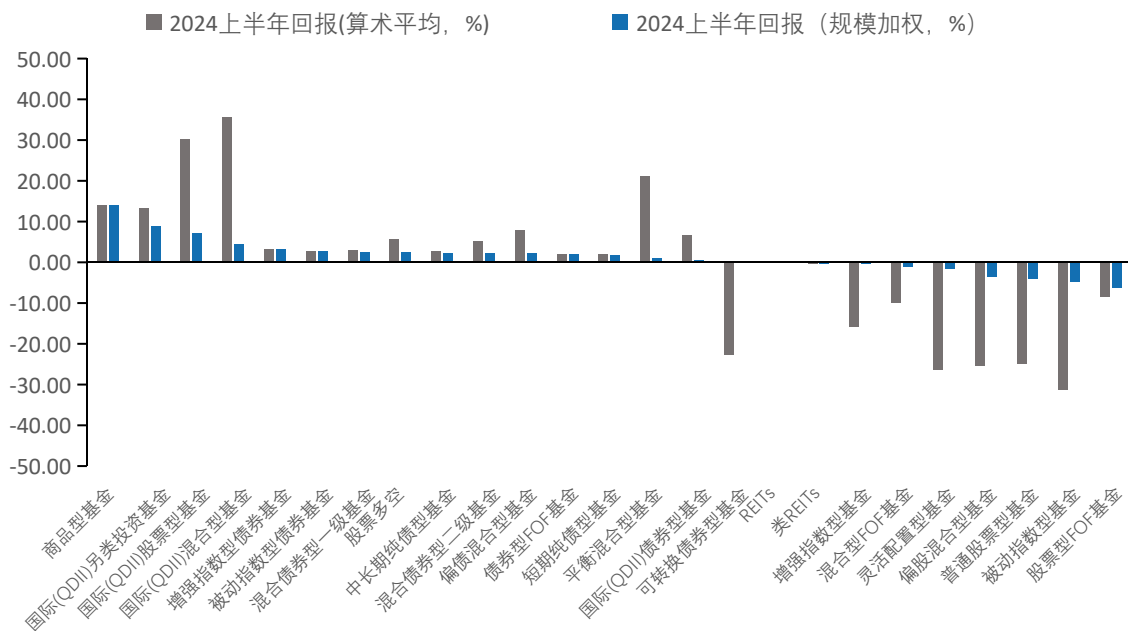
# 1.1 公募基金市场整体业绩表现及存量规模分析

观察各类型区间收益，即使是同一投资类型的基金，受投资策略及配置比例的影响，业绩也有分化：①指数型基金中，增强指数业绩强于被动指数；②“固收+”基金中，低弹性业绩强于高弹性；③纯债基金中，长债业绩优于短债；④权益类基金中，含权量低业绩优于含权量高。

我们通过比较算术平均与规模加权平均业绩差异，观察规模因子对不同型基金业绩的影响。受规模影响较大基金类型的主要有QDII与权益类基金。造成这一现象的主要原因：①同类型基金业绩分化严重，分布不集中；②受规模影响较大的以股票型为主（包括国内与海外），规模小，基金业绩弹性大，波动率高。大规模及超大规模的基金业绩表现相对稳定，用规模平滑了收益率。

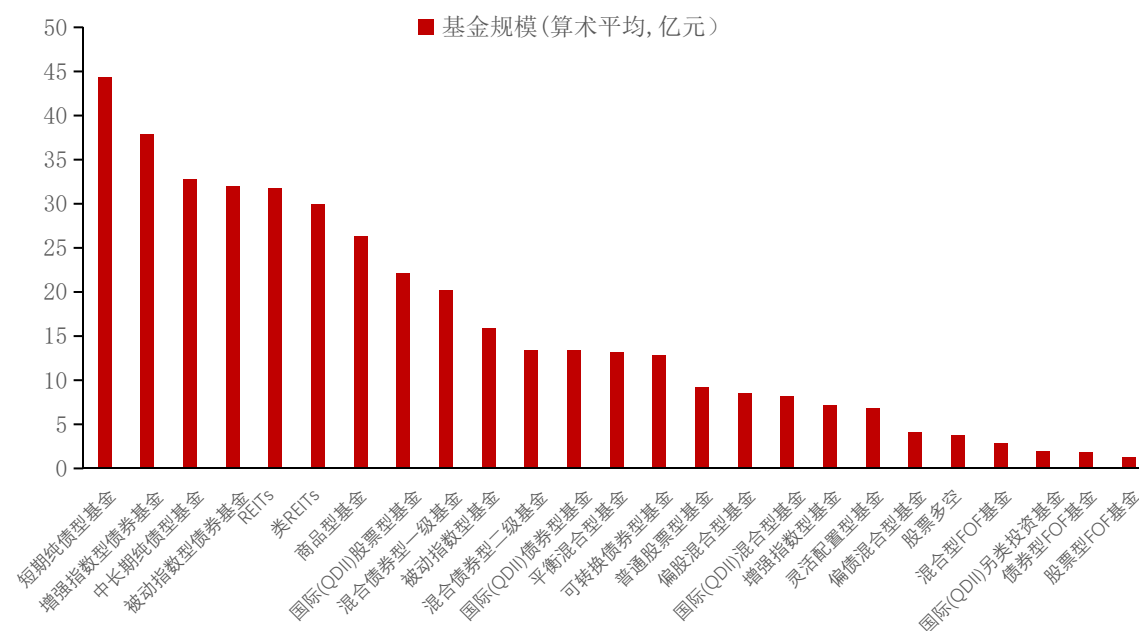
按照公募基金二季度公布的基金规模，存量基金中单只基金平均规模较高的主要集中于债券型产品中，其中以纯债为主，平均单只规模大于30亿，FOF基金规模最小，平均单只不足2亿。

图2:各类型基金上半年平均业绩及规模



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图3:各类型基金上半年平均业绩及规模



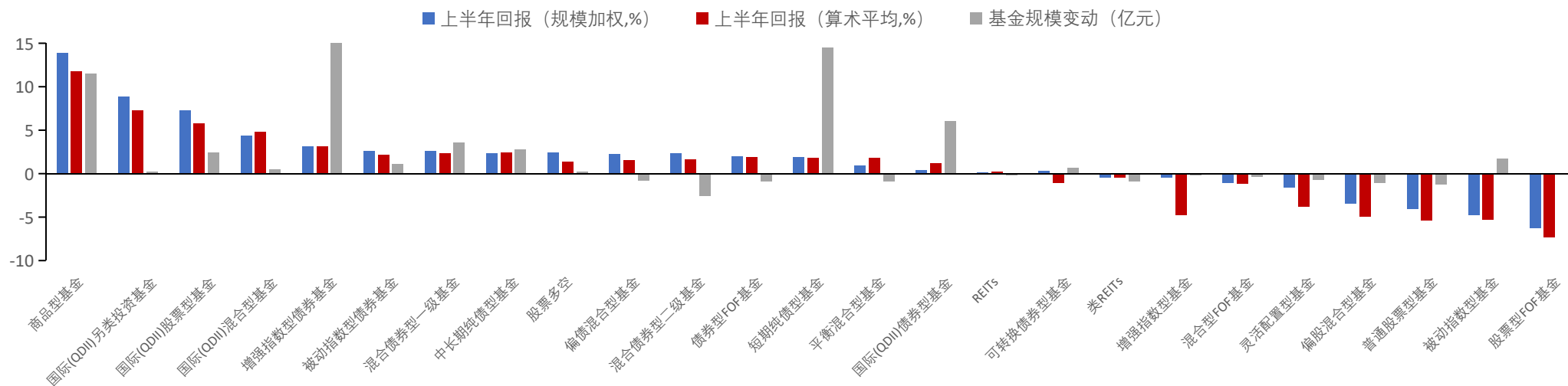
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

从平均规模变动额来看，2024H1规模增加较大是增强指数债券型基金、短期纯债基金、商品型、QDII债券型基金等。规模缩减较大的是混合二级债基、普通股票型基金与偏股混合型基金。

从公募基金量价关系来看，大致可以分为四类，分别是：价跌量增、量跌价增、价大于量及量大于价。

- **价跌量增：**以ETF为代表的被动指数型基金为主。2024H1平均回报并不理想，但市场规模逆势增加，ETF基金上半年发展势头迅猛。
- **量跌价增：**主要集中于“固收+”基金，如混合二级债、偏债混合基金、平衡混合基金等。“固收+”基金业绩较纯债基金相对落后，主要受权益资产影响，权益因子业绩贡献为负，收益不及纯债，导致市场规模缩减。
- **价大于量：**以商品型和QDII基金为主，主要因为公募基金大类资产配置的优势没有被充分发挥，虽然该类资产表现强于大市，但公募基金规模却远低于业绩表现。
- **量大于价：**以纯债为主，主要集中在增强指数债券型、短债及QDII债券型。
- **其他：**其余类型基金业绩量价关系并未体现突出特征，如中长期纯债，属于业绩规模同增，主动权益基金属于业绩与规模同减。量价关系不显著的原因是两类产品在公募基金总量中占比最大，导致平均规模环比变动相对平滑，统计特征不显著。

图4:各类型基金业绩及规模变动情况

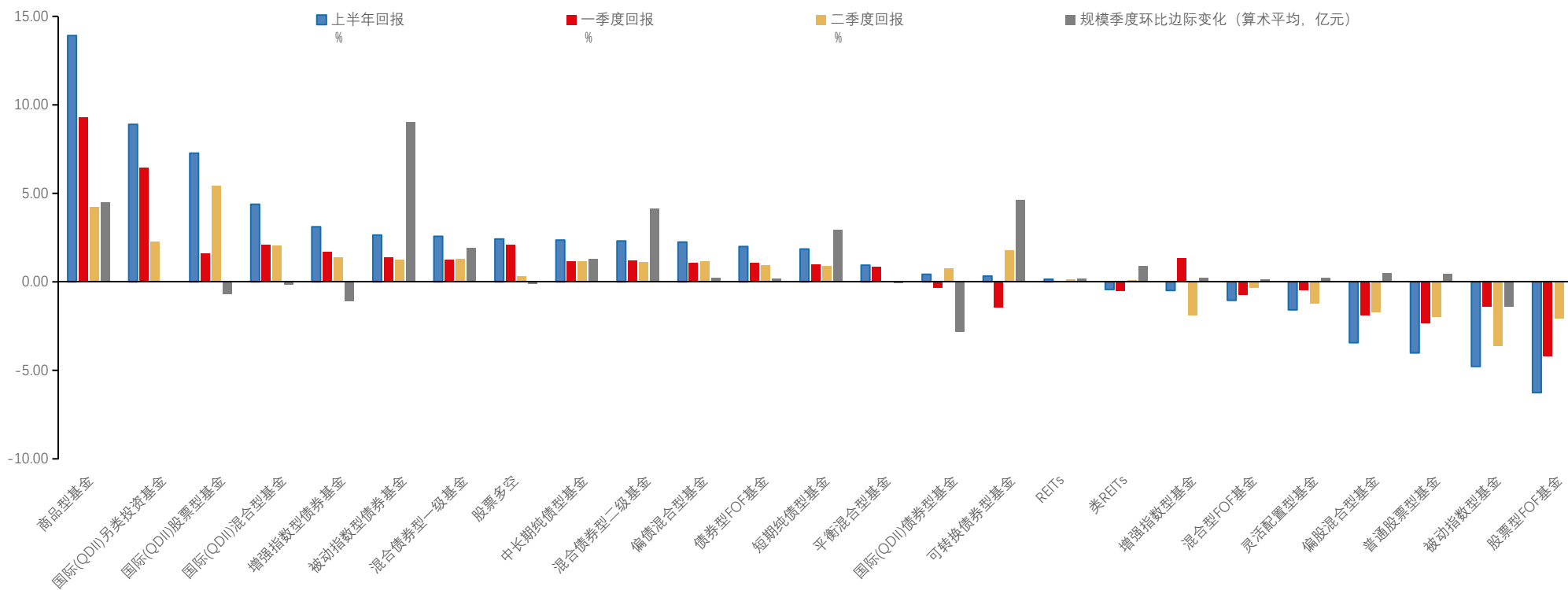


数据来源：Wind，华龙证券研究所

# 1.1 公募基金市场整体业绩表现及存量规模分析

分季度来看公募基金业绩：各类型基金2024Q1、Q2业绩分化明显，值得关注的是主动权益类型中规模占比较高的普通股票型与偏股混合型基金二季度回报战胜了一季度，从A股两个季度核心指数表现来看，Q1优于Q2。说明主动权益类型的基金2024Q2的Alpha强于Beta，获取超额收益的胜率较高。因为A股2024上半年整体投资主线没有发生明显变化，主要以红利+上游资源品为主线，主动权益2季度业绩回暖也说明部分基金经理在1季度完成了投资主线的切换，并在2季度反应到业绩上，同时公募资金的转换也推动了红利+上游资源品行情的持续性。

图5:分季度观察各类型基金业绩



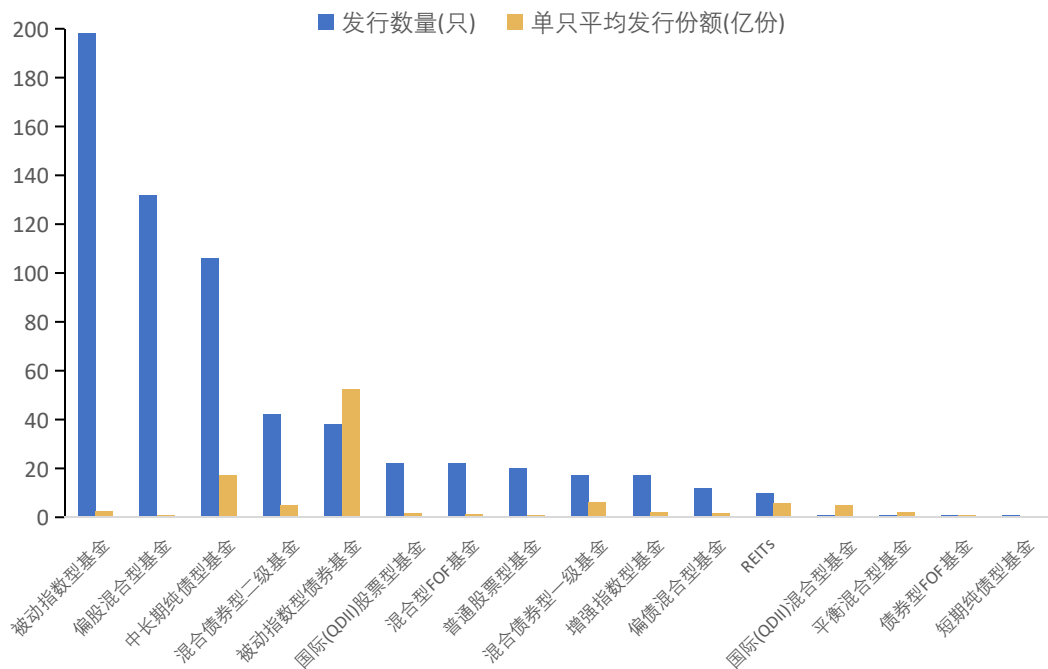
数据来源：Wind，华龙证券研究所

# 1.2 2024H1新发基金分析

公募基金2024上半年新发市场分析，发行数量靠前的分别是：被动指数型、偏股混合型与中长期纯债基金。平均单只发行份额靠前的分别是被动指数债券型及中长期纯债基金。整体发行份额较大的包括：被动指数债券型基金与中长期纯债基金。

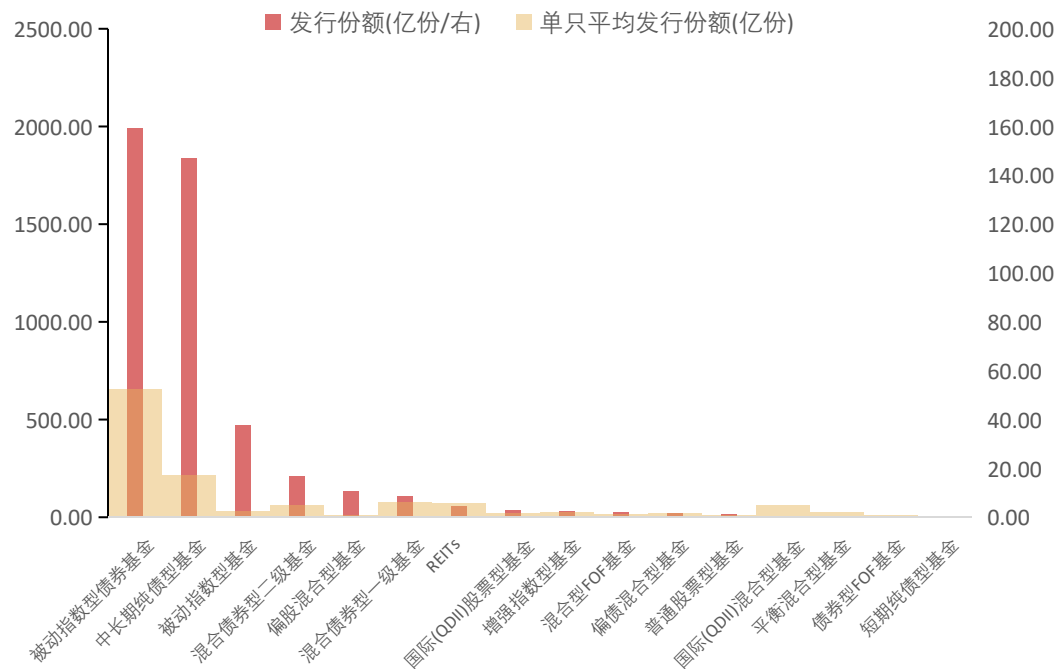
从新发市场的数据来看，债券型基金整体发行规模与单只发行规模均在市场前列，被动指数型基金（含被动权益与被动债券）的发行数量、规模均优于主动管理型基金。2024H1市场资金偏好：被动强于主动，债强于股。

图6:新发基金数量结构



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图7:新发基金规模结构



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

# 目录

1

2024H1基金市场回顾

2

2024H1市场风格归因分析

3

2024H2基金配置主线

4

基金配置建议

5

风险提示

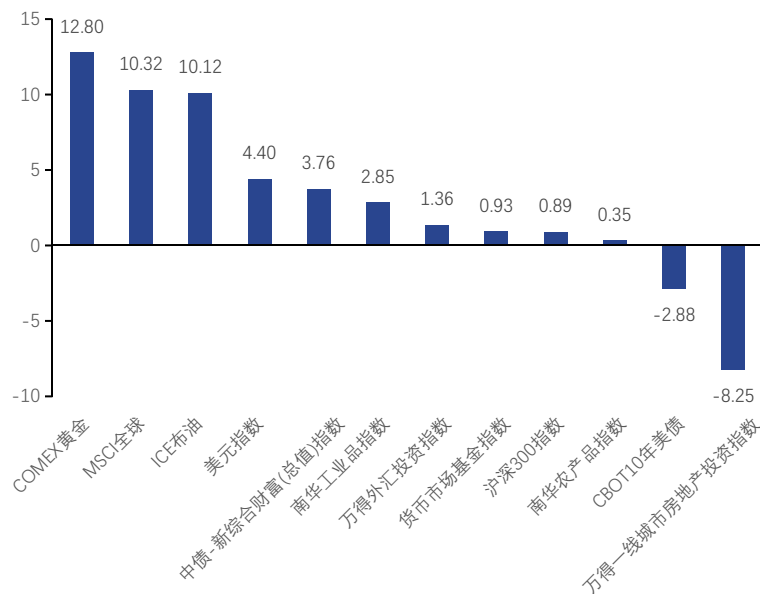
(1) 上半年全球大类资产表现：黄金>全球股票>原油>境内债券>货币>A股>房地产。

(2) 国内权益市场风格：风险偏好下降，红利资产走强。A股上半年红利+上游资源+核心资产为主要投资主线。大盘优于中小盘，价值优于成长。

(3) 从A股核心行业来看，仅稳定行业上半年收益为正，医药行业调整幅度最深。

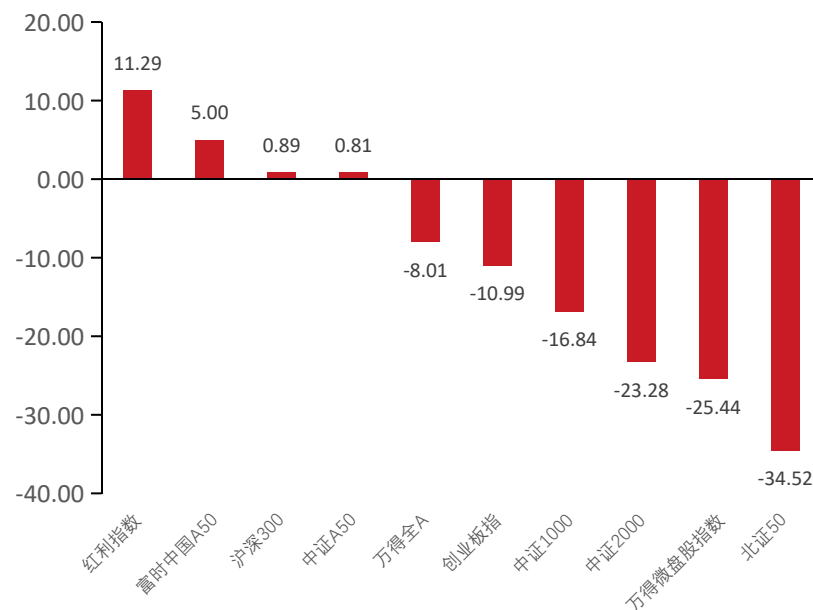
小结：上半年国内大类资产表现：商品>债券>货币>权益。商品以有色金属为代表的资产价格受供给叙事、地缘扰动等因素影响，上游资源品价格相继走高；债券市场，降低长端债券利率，推升债券价格，债牛行情持续演绎。权益市场走势分化，具有稳定盈利预期及稳定现金流的类债资产表现更好，市场风格“确定性”优于“成长性”。

图8:全球大类资产上半年涨跌幅(%)



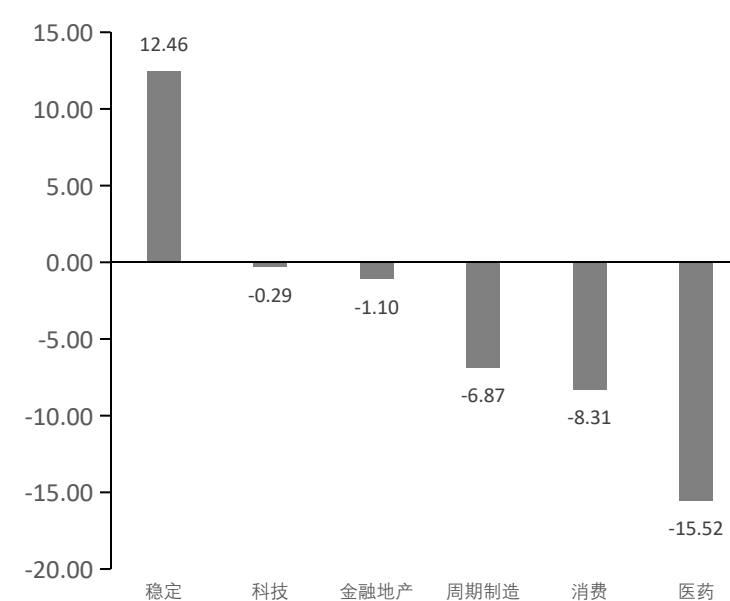
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图9:A股核心指数上半年涨跌幅(%)



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图10:A股核心行业上半年涨跌幅(%)



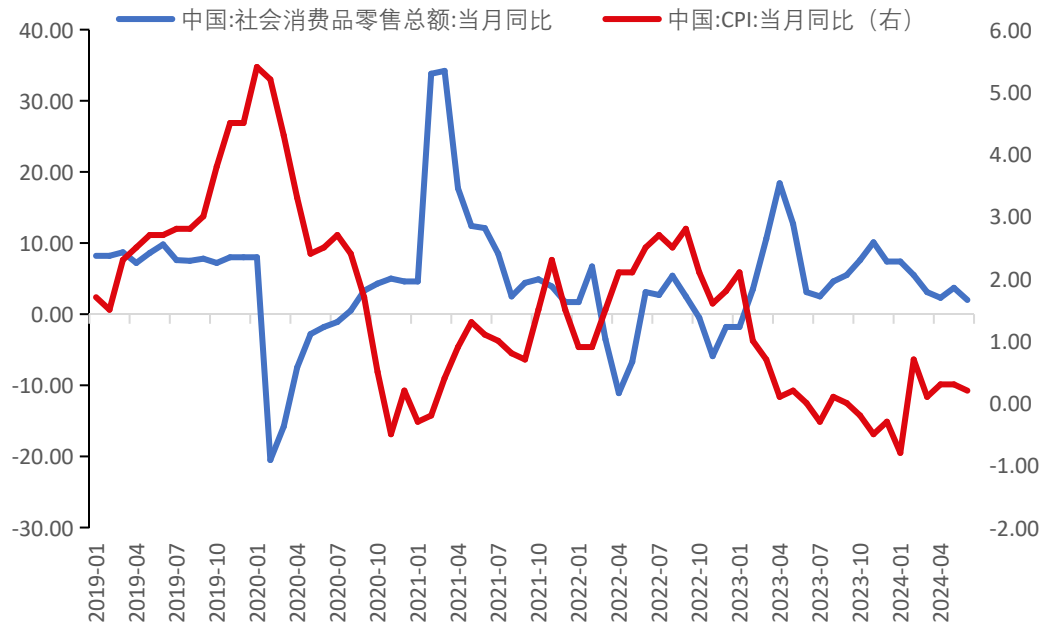
数据来源：Wind，华龙证券研究所

### 2.2.1 宏观层面：仍处于新旧动能转换期，消费与投资仍需政策刺激，进出口积极向好

■ 目前我国经济处在新旧动能转换期，过程或许会有挑战，具体可能反应在预期转弱，内需不足等方面。从经济数据来看，拉动经济的消费、投资和进出口三项指标中，出口回暖向好，消费与投资仍处于底部修复的过程中。

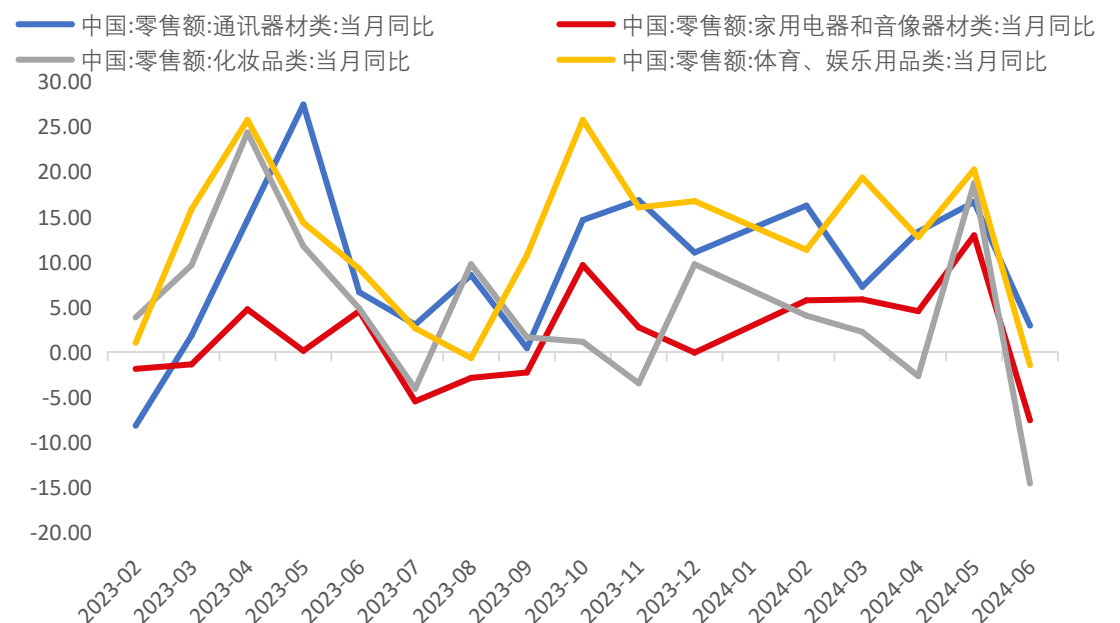
消费端：受益于政府推动的大规模设备更新和鼓励消费品以旧换新政策，使得部分细分数据出现了一些积极变化。5月份部分升级类商品销售增长较快，限额以上体育、娱乐用品类，化妆品类，通讯器材类，家用电器和音像器材类商品零售额分别增长20.2%、18.7%、16.6%和12.9%。6月，消费数据当月同比有所回落，虽然我们认为6月属于周期性回落，但仍应关注消费增长动力的可持续性。

图11:社零与CPI的同比变化 (%)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

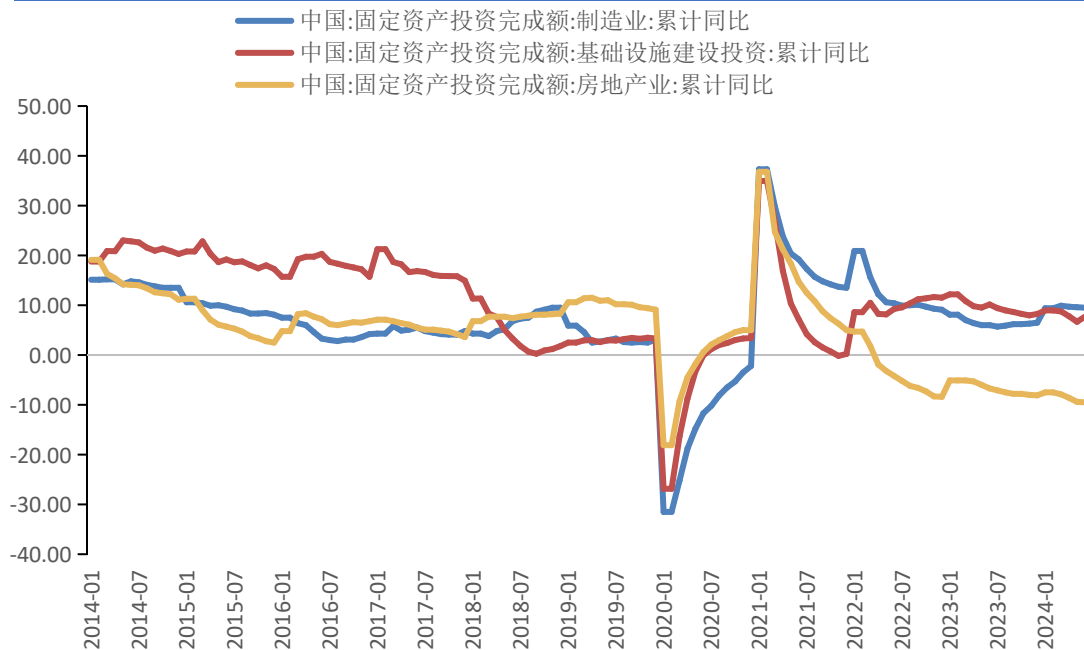
图12:细分消费数据当月同比 (%)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

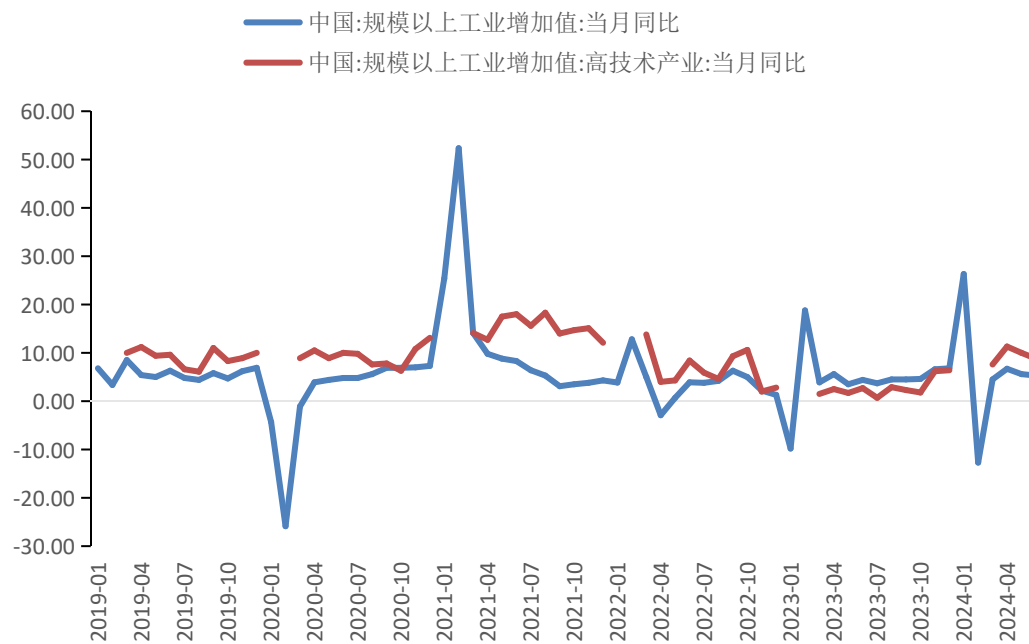
**投资端：**房地产投资与基建投资持续走弱，制造业投资是当前投资领域的主要支撑项。5月份房地产行业实施的多项优化政策，如降低利率、首付比例以及放宽限购措施，对市场需求产生了积极影响，但这些政策效果的长期持续性仍需进一步观察。基建投资方面，由于上半年地方新增专项债发行较弱。加上政府公共财政预算支出较2023年同期增速放缓，导致基建项目的到位资金较往年偏少，影响了项目的落地和开工。2024年上半年，“新质生产力”概念的提出为中国经济的高质量发展提供了核心动能，自2024年以来，高技术产业工业增加值同比增速均高于整体工业增加值水平。展望下半年，中国经济的修复仍需依赖稳增长政策的持续支持。

图13:制造业投资是当前投资领域的主要支撑项 (%)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图14:高技术产业工业增加值高于整体水平 (%)



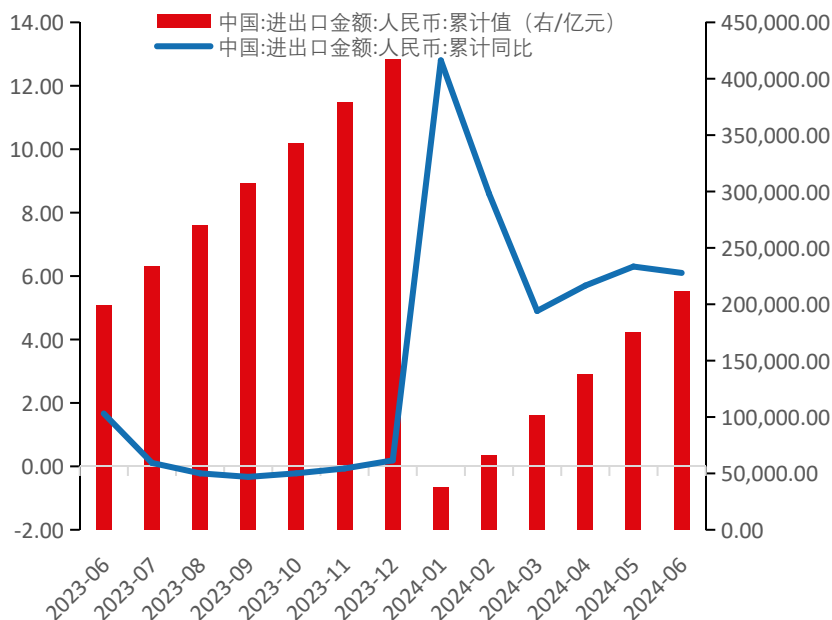
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

**对外贸易：**2024年以来，我国外贸领域表现出积极的增长势头，海外市场需求的持续改善推动了进出口规模的不断扩大。贸易伙伴更趋多元化，同时贸易结构也在向技术密集型产业升级，显示出外贸整体回升向好的积极态势。1至6月，我国的进出口总值达到了21.16万亿元，同比增长6.1%，贸易规模再创新高。总体来看，上半年我国货物贸易展现出较强韧性和活力。

从贸易伙伴的角度来看，东盟和中东等发展中地区正成为推动我国外贸增长的新动力。1至6月，对东盟出口金额累计同比增长了10.7%，这一增速高于对美国/欧盟的1.5%和-2.6%，2024年Q2以后的增长幅度十分显著。同时欧盟与美国的出口数据也在逐步提升。我国的对外贸易数据呈现积极向好的态势。

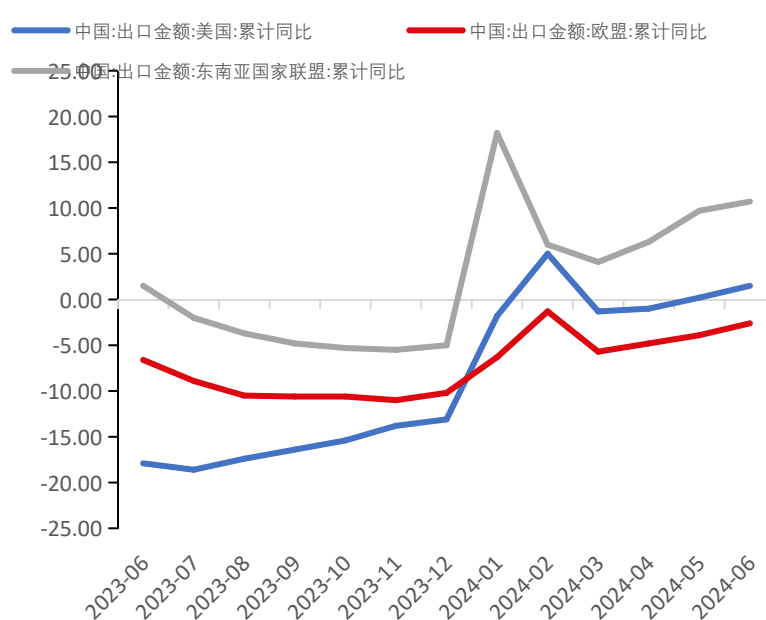
综上所述，国内宏观经济运行总体平稳，主要指标有所回升，新动能较快成长。但也要看到，当前外部环境复杂严峻，国内有效需求依然不足，经济持续回升向好仍面临诸多困难挑战。在此大背景下，上半年市场风格更偏向于追求“确定性”，“类债资产”受到资金关注。反映在权益市场上，具有高股息特征的行业市场表现相对较好，成长属性的行业表现相对较弱。

图15:中国净出口金额(亿元/%)



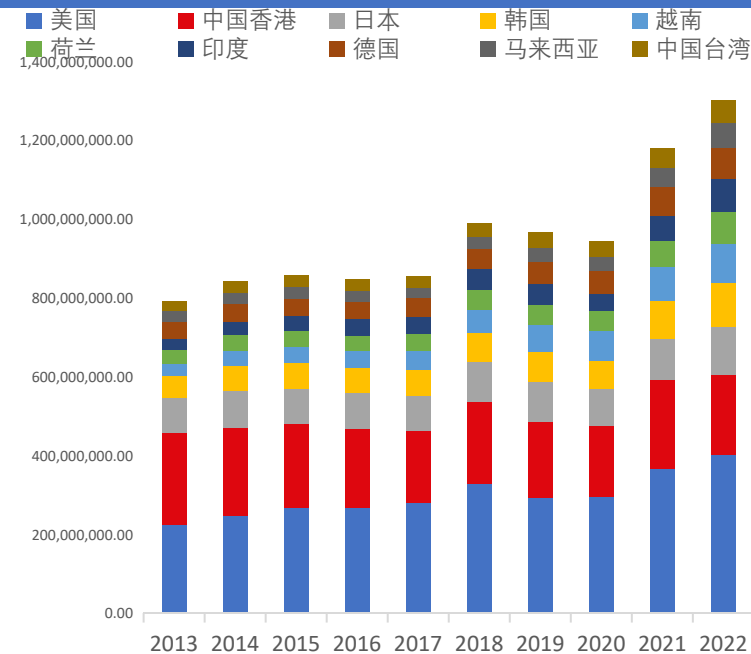
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图16:中国出口金额累计同比:美欧与东盟(%)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图17:主要贸易伙伴出口金额(万元)



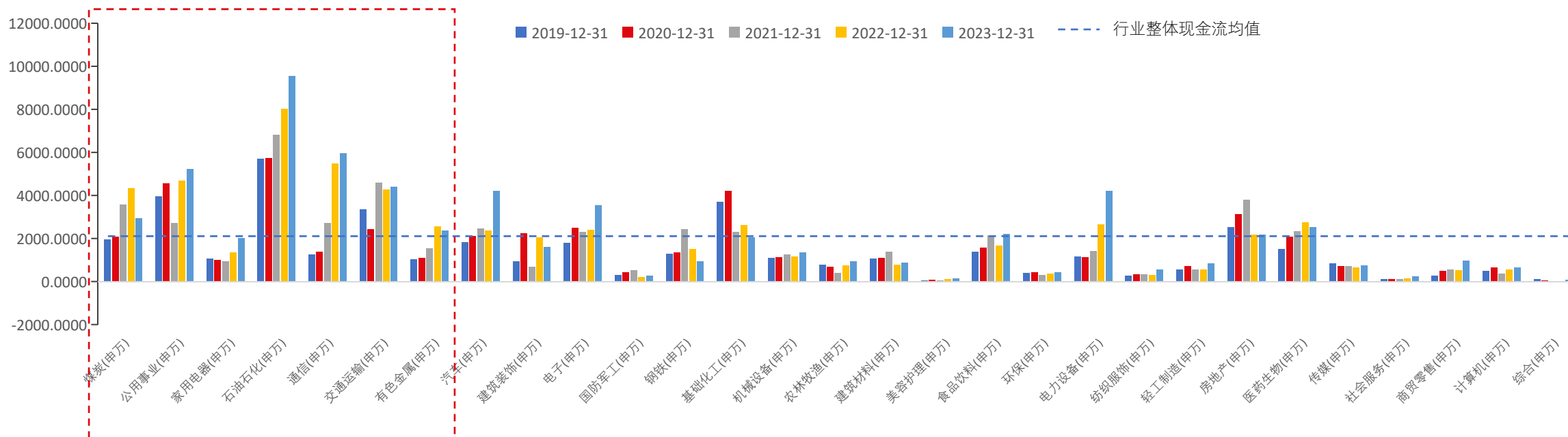
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

## 2.2.2 中观层面：市场更加关注中观行业的盈利质量

我们按照申万一级行业分类，观察中观行业的盈利能力，我们认为上半年市场风格演绎的特征是更加重视企业的盈利质量，即追求市场中的“确定性”。我们重点观察了三个指标，来验证企业的盈利质量与市场股价的相关性，包括：经营性现金流净额、股息率与ROE，并按照2024年H1申万一级行业区间涨跌幅进行排序，其中上半年收益为正的行业仅八个：银行（17.02%）、煤炭（11.96%）、公用事业（11.76%）、家用电器（8.48%）、石油石化（7.90%）、通信（3.63%）、交通运输（3.34%）和有色金属（2.72%）。

企业现金流水平：我们观察最近5年各行业的经营性现金流（为了行业比较更精确，下图剔除了银行与非银金融数据），上半年表现较好的行业2023年年报的经营性现金流均高于行业整体均值水平（1768.93亿元），且近5年的现金流也相对稳健。还有一些行业如：汽车、电子、食品饮料和医药也具备现流稳健的特征，这说明现金流是反映企业盈利质量的特征之一，但不是市场关注的唯一指征，我们还要结合股息率及ROE的情况综合分析。

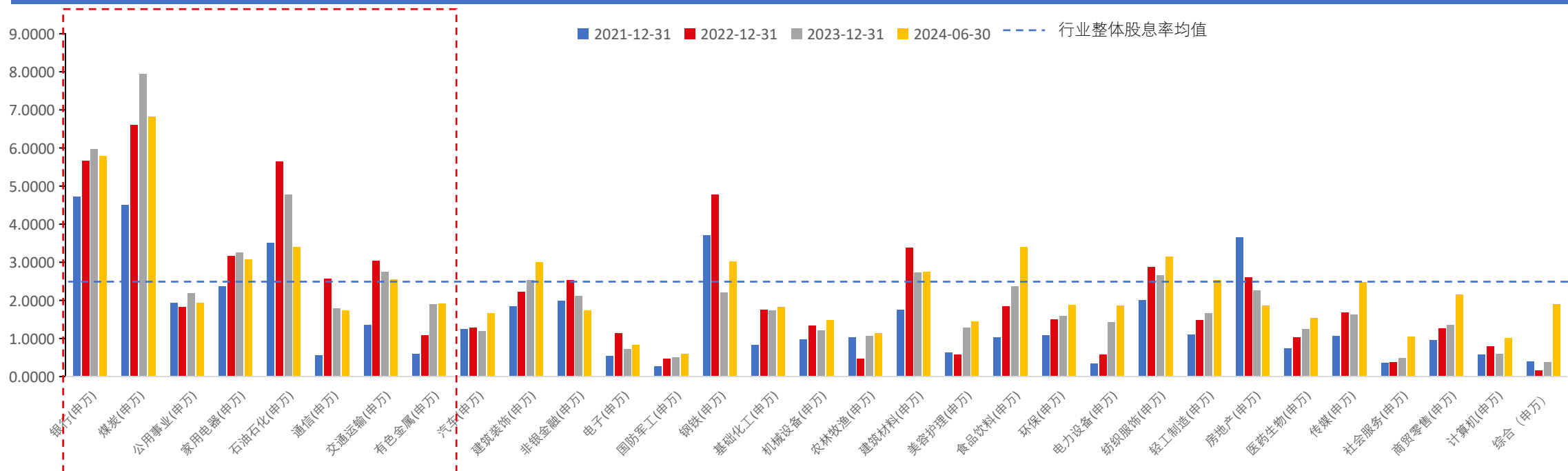
图18: 申万一级行业近5年经营性现金流净额（亿元）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

**股息率：**观察股息率指标，最近3年行业平均股息率2.01%，上半年涨跌幅为正的行业近3年平均股息率3.34%，高于行业整体水平。我们以中证红利指数（000922.CSI）为参照系，将指数成分中行业贡献与2024H1表现较好的行业进行比照分析。中证红利指数市值贡献占比前八的行业分别是：银行（55.02%）、石油石化（15.74%）、煤炭（9.81%）、公用事业（5.04%）、交通运输（2.26%）、非银金融（1.72%）、建筑装饰（1.72%）及钢铁（1.63%）。对比上半年市场表现较好的行业，红利指数覆盖了5个行业，覆盖率62.5%，分别为：银行、煤炭、公用事业、石油石化和交通运输，以上行业近三年整体平均股息率分别为：5.54%、6.47%、1.97%、4.33%和2.41%。通过股息率的行业比较分析，除公用事业以外其他行业整体股息率均在前列。结合前文企业现金流情况，股息率较高的行业现金流也相对充沛，经营情况比较稳健，是市场2024H1相对偏好的风格。

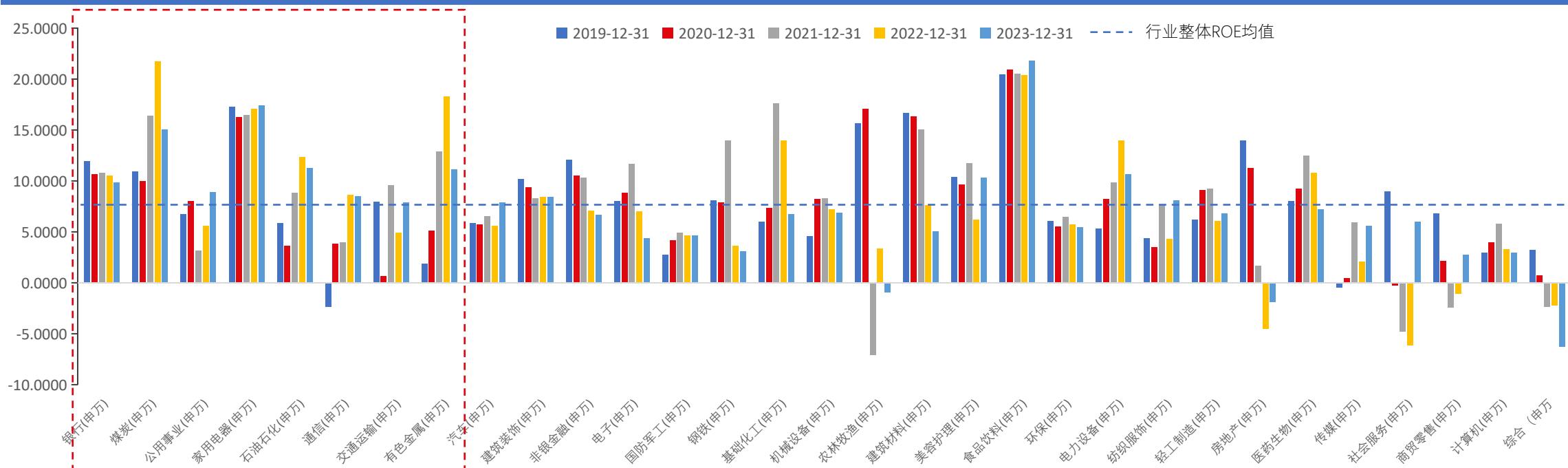
图19:申万一级行业近3年股息率 (%)



数据来源：Wind，华龙证券研究所

**ROE:** ROE是衡量企业盈利质量的重要指标，我们观察各行业近五年整体ROE水平从而判断行业的盈利能力。近5年ROE整体均值为7.64%，盈利能力较强的行业（高于行业均值）共13个，分别是：食品饮料(20.80%)、家用电器(16.88%)、煤炭(14.81%)、建筑材料(12.13%)、银行(10.73%)、基础化工(10.32%)、有色金属(9.84%)、美容护理(9.62%)、电力设备(9.57%)、医药生物(9.53%)、非银金融(9.33%)、建筑装饰(8.93%)、石油石化(8.37%)和电子(7.96%)。从上半年市场表现来看，行业ROE水平高低不是风格偏好的必要条件，大部分ROE高于平均水平的行业在上半年表现并不好。

图20: 申万一级行业近5年ROE (%)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

**ROE增速：**我们观察最近3年各行业的ROE增速，其中增速较好的行业包括：交通运输、传媒、石油石化、纺织服饰、有色金属、通信、公用事业等行业。其中，交通运输和传媒的ROE增速较高，分别达436.61%和436.11%，主要因2020年低基数影响增速较快，但与传媒行业不同的是，交通运输近5年ROE均值相对较好，接近行业整体均值水平（交运5年ROE均值6.18%，行业整体均值7.64%，行业整体中位数7.33%），传媒行业近5年ROE均值较低2.71%。纺织服饰最近3年ROE增速较好，但经营性净现金流较低。

其他ROE增速较好的行业如石油石化、有色金属、公用事业等行业ROE增速及绝对值水平相对较好。综上，我们认为ROE可以反映行业的盈利质量，属于市场关注的充分条件之一，但不属于风格偏好的必要条件，要结合行业的现金流水平以及股息率进行综合判断，当一个行业具备良好的ROE水平，同时现金流充沛、股息率维持在均值以上，才有可能成为2024上半年市场偏好的行业之一。

表1：申万一级行业ROE增速(%)

	近5年ROE 均值	ROE增长率 (2021)	ROE增长率 (2022)	ROE增长率 (2023)	最近3年ROE 增速均值
申万一级					
交通运输	6.1756	1379.05%	-48.77%	60.56%	463.61%
传媒	2.7095	1201.50%	-65.04%	171.88%	436.11%
石油石化	8.3721	142.84%	39.45%	-8.81%	57.83%
纺织服饰	5.5766	122.63%	-44.12%	87.31%	55.27%
有色金属	9.8388	153.49%	42.09%	-39.00%	52.19%
通信	4.5054	3.22%	118.06%	-1.19%	40.03%
公用事业	6.4674	-61.10%	79.01%	59.31%	25.74%
基础化工	10.3274	139.77%	-20.65%	-51.80%	22.44%
煤炭	14.8166	64.30%	32.47%	-30.85%	21.97%
美容护理	9.6262	21.91%	-47.29%	67.13%	13.92%
汽车	6.3128	14.26%	-15.06%	42.31%	13.84%
电力设备	9.5768	19.23%	41.71%	-23.71%	12.41%
国防军工	4.2135	18.17%	-6.24%	0.26%	4.07%
家用电器	16.8823	1.36%	3.44%	2.21%	2.34%
食品饮料	20.8001	-2.17%	-0.54%	6.84%	1.38%
环保	5.8229	16.35%	-11.27%	-4.86%	0.07%
银行	10.7316	1.33%	-2.07%	-6.47%	-2.40%
计算机	3.7896	45.81%	-43.57%	-9.89%	-2.55%
建筑装饰	8.9270	-11.92%	2.03%	-0.01%	-3.30%
钢铁	7.3293	77.08%	-74.18%	-13.95%	-3.68%
医药生物	9.5371	35.00%	-13.33%	-33.20%	-3.85%
机械设备	7.0151	0.95%	-12.69%	-4.81%	-5.52%
轻工制造	7.4776	1.48%	-34.61%	12.79%	-6.78%
非银金融	9.3310	-1.86%	-31.98%	-4.90%	-12.91%
电子	7.9673	32.02%	-40.21%	-37.12%	-15.10%
建筑材料	12.1282	-8.16%	-49.30%	-33.53%	-30.33%
房地产	4.0789	-85.40%	-376.75%	142.47%	-106.56%
农林牧渔	5.5998	-141.60%	-146.90%	-128.25%	-138.92%
商贸零售	1.6374	-215.17%	130.11%	-361.11%	-148.72%
综合	-1.3842	-438.38%	8.22%	-387.35%	-272.50%
社会服务	0.7569	-2299.50%	-21.35%	197.97%	-707.62%
整体均值	7.6434	147.15%	-3.53%	12.26%	-7.66%

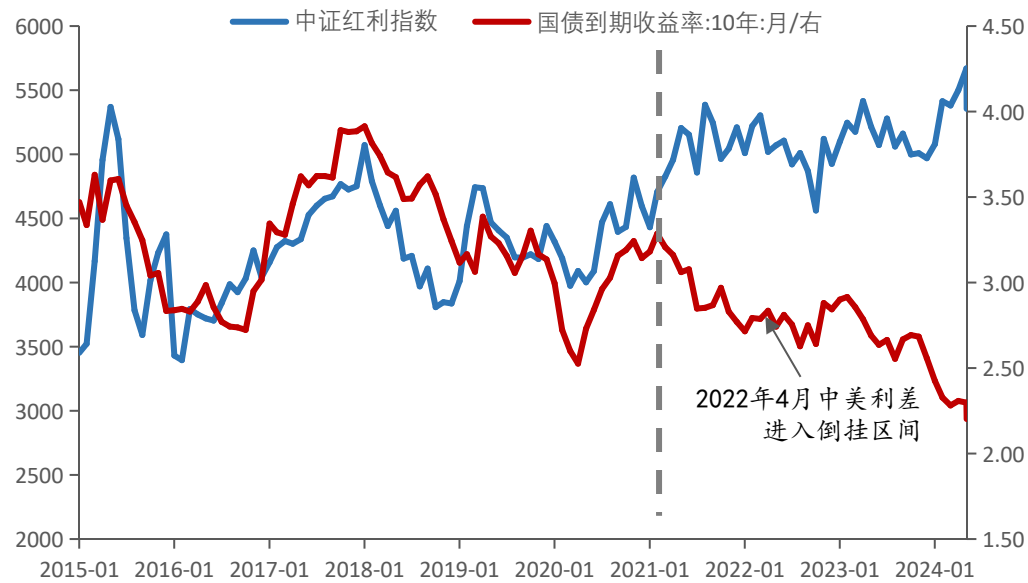
数据来源：Wind，华龙证券研究所

### 2.2.3 流动性层面：受资金价格及货币流动性影响，市场更偏好防御类资产

■ 流动性对市场风格也会产生一定影响，一般情况下，当市场流动性充裕时，资金的风险偏好会更激进，成长风格表现相对强势，当市场流动性趋紧时，资金的风险偏好更加稳健，价值风格表现相对占优。从货币流动性角度分析，当市场流动性充裕时，资金成本较低，经济活跃，投资活动进入扩张区间，而具有成长性的品种估值主要依赖未来现金流的贴现率，低息环境更有利于提升成长股未来现金流的现值。反之则反，价值投资更适应高息或中美利差倒挂环境。

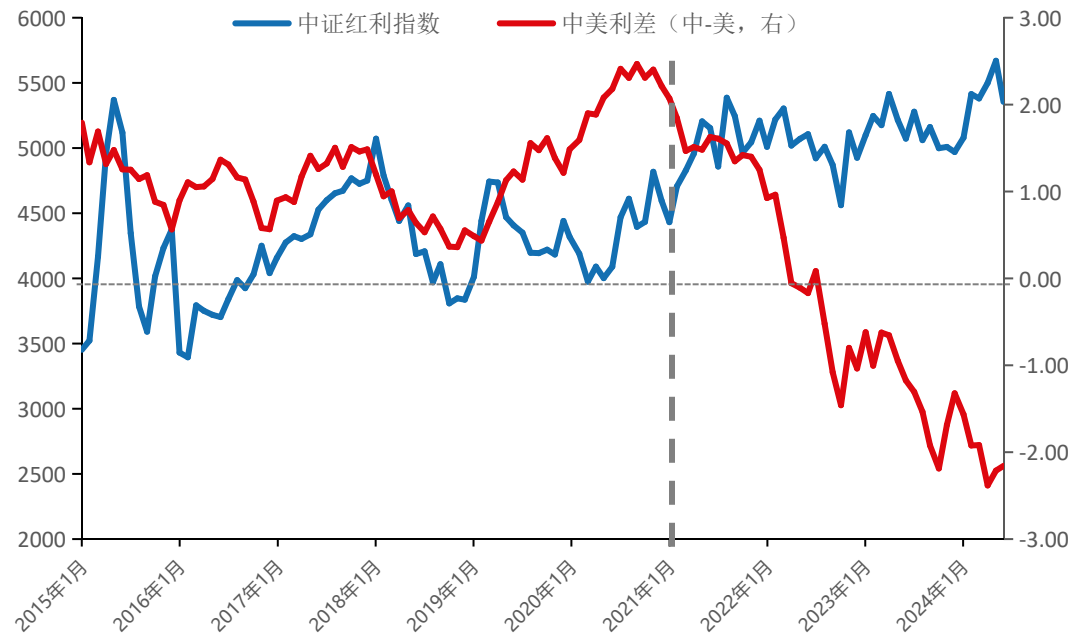
**资金价格分析：**观察最近十年中债10年期、中美利差与中证红利指数的走势，可以发现在2021年Q1之前，中证红利与国债收益率呈跟随走势，与中美利差呈反向走势。2021年Q1以后，中证红利指数与10年期国债收益率呈反向走势，主要是受中美利差收敛甚至倒挂影响，2021年以后美联储调整了其货币政策框架，从结束量化宽松到2021年11月开启Taper，再到2022年3月开启的新一轮加息周期，均对国内投资情绪及风险偏好产生了一定影响。

图21: 国债10年收益率 (%) 与中证红利走势



数据来源：Wind，华龙证券研究所

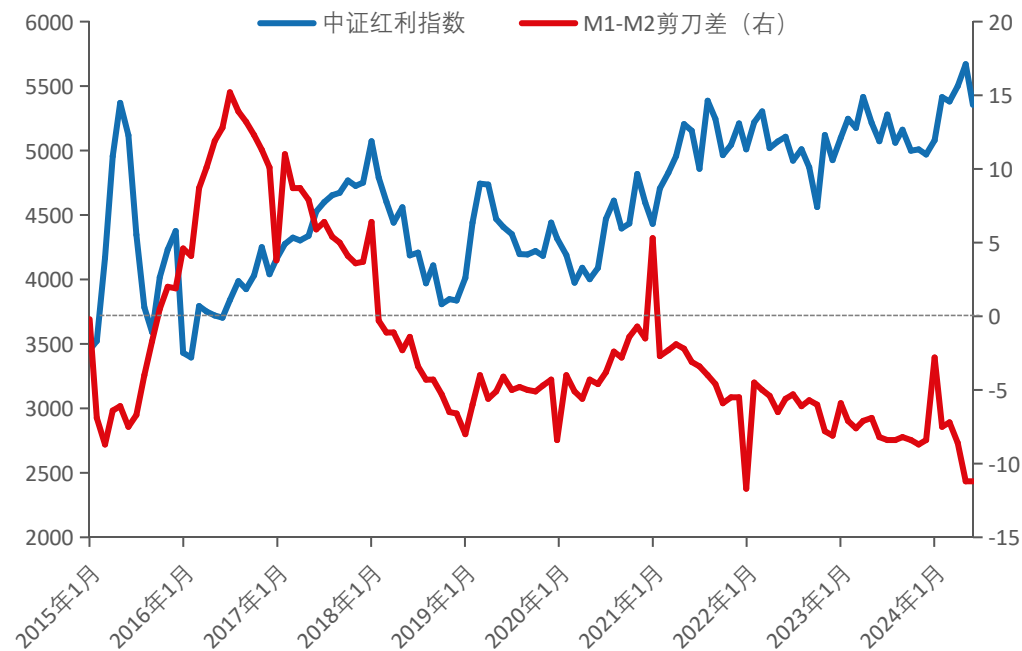
图22: 中美利差 (%) 与中证红利走势



数据来源：Wind，华龙证券研究所

**货币流动性水平：**观察M1-M2剪刀差水平对红利风格的影响，图23可以观察M1-M2剪刀差具有一定领先性，领先周期大约在5至11个月左右，当M1-M2剪刀差近入扩张区间时，市场投资者对经济预期较为乐观，更愿意进行投资或消费，当剪刀差近入收敛区间时，投资者对经济预期相对悲观，储蓄意愿大于投资意愿。这也说明了在负剪刀差环境时，投资者更愿意寻找“类债资产”，结合资金价格分析，10年期国债收益率持续下行，同时中美利差倒挂，国内大类资产投资环境进入“资产荒”阶段，市场在宏观经济相对稳健的环境下，更倾向于寻找具有“确定性”收益的资产，反映在权益类资产中，盈利质量较高，现金流稳健且股息率高的品种具有较好的防御属性，进而成为市场的投资主线。

图23: 中证红利指数与M1-M2剪刀差走势



数据来源：Wind，华龙证券研究所

### 2.2.4 小结：受宏观环境以及资金流动性影响，市场更偏好“确定性”风格，具有高盈利质量且具备稳健现金流、高分红率的品种成为2024H1投资主线

2024年上半年市场整体呈现的特征是以红利投资为主线，寻找市场中“确定性”较高的品种。我们通过三个视角对市场演绎风格进行归因分析。首先从宏观层面来讲，国内宏观经济运行总体平稳，主要指标有所回升，新动能较快成长。但也要看到，当前外部环境复杂严峻，国内有效需求依然不足，经济持续回升向好仍面临诸多困难挑战。在此大背景下，上半年市场风格更偏向于追求“确定性”，“类债资产”受到资金关注。反映在权益市场上，具有高股息特征的行业市场表现相对较好，成长属性的行业表现相对较弱。其次从中观行业层面进行分析，主要观察行业企业的盈利质量，通过对经营性现金流净额、股息率以及ROE进行分析，我们发现，市场虽然重视企业的盈利质量，但这不是上半年市场演绎的必要条件，我们认为只有当具备良好的ROE增速或稳定的ROE水平的同时还有稳健现金流及高分红率的行业企业才会受到市场资金的青睐。造成这一现象的原因我们从三个视角进行了剖析，我们认为虽然目前资金成本较低但限于中美利差压力及M1-M2负剪刀差环境下，国内陷入“资产荒”投资环境，资金更愿意寻找具有“确定性”风格的类债资产。所以市场中盈利质量较高，具有高分红特征的品种在上半年成为权益市场的投资主线。

# 目录

1

2024H1基金市场回顾

2

2024H1市场风格归因分析

3

**2024H2基金配置主线**

4

基金配置建议

5

风险提示

## 3.1 2024H2市场风格是否仍会延续?

我们在年初的基金策略报告《谋攻智守，优选哑铃》中就提出，红利策略是权益市场投资主线之一，主要的分析方法是基于市场历史走势，寻找市场中具备防御属性的品种，通过对过往策略的胜率分析发现红利类品种在震荡行情下防御属性更强，胜率更高。2024H1市场走势初步验证了我们的判断。

下半年，红利主线行情能否延续?是我们需要关注和讨论的问题。同时，我们认为“红利行情能否延续?”应具体拆分为两个问题：

1. “确定性”风格是否还会延续；
2. 风格切换的时间应如何把握？

### 第1个问题：“确定性”风格是否仍会延续？

结合前文所述，我们认为市场的“确定性”风格偏好是由宏观经济、中观盈利能力以及流动性水平等综合因素决定的，而以上因素均属于“内因”长逻辑，与此同时，我们也不应忽视市场情绪对风险偏好的扰动，而影响市场情绪的扰动因素多受“外部”短逻辑影响，变量较多，且存在长短逻辑转换的可能。所以我们从交易层面去观察市场投资情绪，进而判断资金对目前投资主线的观点。

表2:公募基金行业配置比例

申万一级行业	行业标	行业标	行业标	公募基金重	公募基金重	公募基金重	相对行	相对行	相对行	变动趋势
	准配置比例	准配置比例	准配置比例	仓股行业配置比例	仓股行业配置比例	仓股行业配置比例	业配置比例	业配置比例	业配置比例	
	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2023Q4	2024Q1	2024Q2	
传媒	1.85%	1.83%	1.54%	2.47%	2.45%	2.78%	0.62%	0.62%	1.23%	
电力设备	6.44%	6.27%	5.88%	9.17%	9.92%	9.11%	2.73%	3.65%	3.23%	
电子	7.87%	7.39%	8.06%	13.26%	11.39%	13.67%	5.38%	4.00%	5.61%	
房地产	1.65%	1.48%	1.36%	1.18%	0.95%	0.93%	-0.47%	-0.53%	-0.43%	
纺织服装	0.70%	0.71%	0.75%	0.56%	0.59%	0.49%	-0.14%	-0.12%	-0.26%	
非银金融	6.36%	6.12%	6.14%	4.30%	4.08%	4.37%	-2.06%	-2.04%	-1.77%	
钢铁	1.11%	1.11%	1.05%	0.41%	0.39%	0.40%	-0.70%	-0.73%	-0.65%	
公用事业	3.66%	4.02%	4.66%	1.96%	2.68%	3.48%	-1.71%	-1.35%	-1.18%	→低配+增配
国防军工	2.72%	2.57%	2.63%	2.97%	2.34%	2.69%	0.24%	-0.23%	0.06%	
环保	0.83%	0.81%	0.79%	0.24%	0.28%	0.31%	-0.60%	-0.52%	-0.47%	
机械设备	4.32%	4.24%	4.07%	3.28%	2.97%	2.79%	-1.04%	-1.26%	-1.28%	
基础化工	4.06%	3.87%	3.86%	2.32%	2.13%	2.12%	-1.74%	-1.74%	-1.74%	
计算机	4.77%	4.29%	3.81%	4.98%	3.60%	2.50%	0.21%	-0.69%	-1.31%	
家用电器	1.99%	2.15%	2.18%	2.71%	3.61%	4.00%	0.72%	1.46%	1.82%	→超配+增配
建筑材料	0.90%	0.84%	0.80%	0.41%	0.36%	0.38%	-0.49%	-0.48%	-0.43%	
建筑装饰	2.06%	2.09%	2.07%	0.61%	0.55%	0.59%	-1.45%	-1.54%	-1.48%	→低配+减配
交通运输	3.54%	3.69%	3.91%	1.69%	2.07%	2.16%	-1.85%	-1.62%	-1.75%	→低配+减配
煤炭	2.16%	2.46%	2.67%	1.38%	1.46%	1.61%	-0.78%	-1.00%	-1.06%	→低配+减配
美容护理	0.35%	0.37%	0.34%	0.30%	0.39%	0.32%	-0.05%	0.02%	-0.02%	
农林牧渔	1.43%	1.35%	1.30%	1.77%	1.65%	1.55%	0.34%	0.30%	0.25%	
汽车	3.96%	3.96%	3.97%	4.01%	3.98%	4.24%	0.05%	0.02%	0.27%	
轻工制造	1.11%	1.07%	1.00%	0.62%	0.80%	0.73%	-0.50%	-0.27%	-0.27%	
商贸零售	1.18%	1.09%	0.92%	0.39%	0.45%	0.32%	-0.79%	-0.65%	-0.61%	
社会服务	0.56%	0.52%	0.45%	0.92%	0.96%	1.01%	0.36%	0.44%	0.55%	
石油石化	3.55%	4.37%	4.56%	1.32%	1.89%	2.05%	-2.23%	-2.48%	-2.52%	→低配+减配
食品饮料	7.51%	7.40%	6.66%	13.65%	14.14%	10.97%	6.14%	6.74%	4.32%	
通信	1.93%	2.04%	2.09%	2.53%	3.40%	4.37%	0.60%	1.36%	2.29%	→超配+增配
医药生物	8.29%	7.38%	7.00%	13.56%	10.97%	9.88%	5.28%	3.59%	2.88%	
银行	9.77%	10.87%	11.93%	3.19%	4.13%	4.86%	-6.58%	-6.73%	-7.07%	→低配+减配
有色金属	3.18%	3.50%	3.45%	3.79%	5.33%	5.29%	0.61%	1.83%	1.84%	→超配+增配
综合	0.16%	0.15%	0.11%	0.06%	0.07%	0.06%	-0.10%	-0.07%	-0.05%	

## 3.1.1 公募基金配置比例变动分析

我们跟踪最近3个季度(2023Q4-2024Q2)公募基金行业配置比例变化。上半年表现较好的行业公募基金配置比例有增有减。主要有三类配置方向:

- (1) 低配+减配: 煤炭、石油石化、银行、交通运输;
- (2) 低配+增配: 公用事业;
- (3) 超配+增配: 家用电器、通信、有色金属;

低配+减配代表公募基金在报告期内以避险为主; 低配+增配代表公募在该行业中期表现相对乐观; 超配+增配则表示公募基金对该行业短端长端均持相对乐观的态度。

整体来看, 红利属性较强的行业中, 仅公用事业机构持相对乐观态度。其余行业均保持谨慎, 从市场资金角度来看, 下半年红利行情结构分化的概率较大, 投资者应重视行业内部企业的盈利质量。

### 3.1.2 行业投资活跃度观察

我们将成交额/流通市值比率与行业指数走势叠加，比较行业投资活跃度与价格走势的关系。主要观察的对象是中证红利指数行业权重占比较大的板块（行业），包括周期板块（石油石化、煤炭、公用事业和交通运输）、金融板块（银行与非银）、消费板块（家电）和制造板块（建筑装饰）。

对比成交占比的历史走势，发现其均值回归特征显著，且大部分时段落在均值±2倍标准差之内，当成交占比靠近均值向上2倍标准差时，我们认为该行业的投资过热，有价格回调风险，同时，当成交占比向上均值回归时，对市场价格也有一定推动作用。综上，成交占比与指数走势有正相关性。其中周期板块受周期性影响，价格波动率较高，投资活跃度的振幅普遍大于价格波动率。这也反映出当周期行业投资热度偏离均值较大时，才会对市场价格产生影响。

值得关注的是，自2023Q4以后，煤炭行业的投资活跃度与价格走势剪刀差走阔，投资热度降低，价格走高，后市动力不足，应注意交易风险。

图24: 煤炭



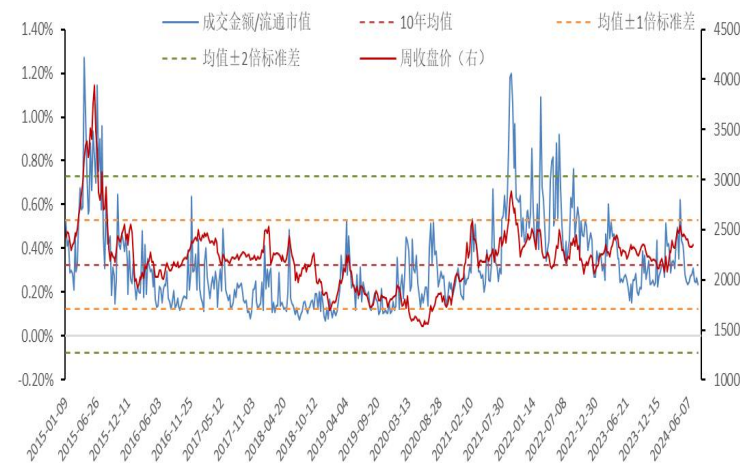
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图26: 公用事业



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图25: 石油石化



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图27: 交通运输



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

# 3.1 2024H2市场风格是否仍会延续?

观察金融板块交易活跃度与市场价格的关系，银行的价格弹性大于非银，非银的投资活跃度大于银行。说明银行对投资活跃度更敏感，非银对该指标的敏感性不足。同时，我们也应观察到当银行的成交占比落位在均值附近时，市场价格回落的概率较大，结合2024年以来银行的量价走势，银行后市需要注意交易风险。

建筑装饰2024H1收益率为-8.16%，该行业中证红利指数的行业权重为1.72%，行业分红率近年稳健增长，但近年的现金流与ROE增速较弱，所以上半年市场表现一般。从成交占比来看，指标弹性很大，市场价格对其敏感性不足。行业受政策及基本面影响较大，交易情绪次之。截至2024年6月，成交占比已经触达均值以下1倍标准差，有均值回归需求，从交易层面来讲短期或许会提振市场价格。

家用电器的成交占比波动维持在均值±1倍标准差之内，当成交占比靠近均值向下1倍标准差时，市场价格回落风险较大，但当成交占比向上均值回归时，市场价格也会出现积极变化。叠加家电基本面以及政策预期，我们对家电行业后市表现保持乐观。

### 图28: 银行



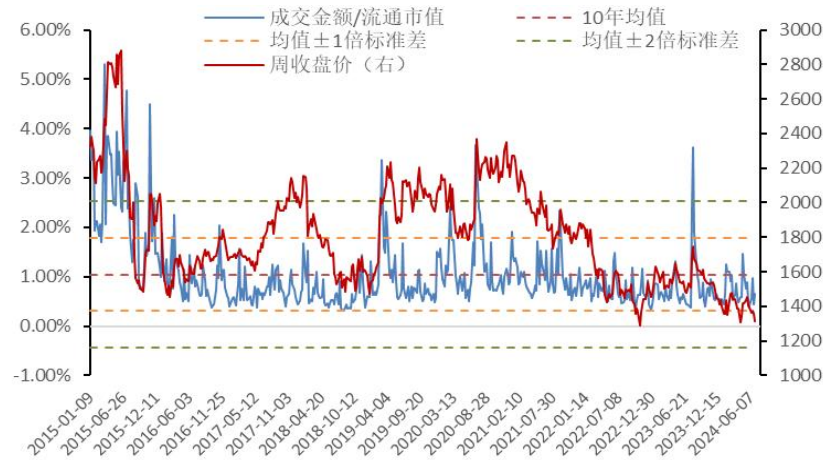
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

### 图30: 建筑装饰



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

### 图29: 非银金融



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

### 图31: 家用电器



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

### 3.1.3 小结：下半年“确定性”风格延续的基础上或会出现分化，应关注盈利质量

结合3.1.1与3.1.2的分析，我们认为2024H2市场的演绎风格大概率仍在“确定性”的框架内，但下半年出现分化的概率较大，盈利质量或会成为市场更加关注的因素，盈利质量较高且同时具备分红条件的品种表现会优于盈利质量较低品种。投资者在追逐高股息品种的时候应关注其盈利能力的影响。同时，在此基础上，我们认为不应放弃“成长性”，下半年成长风格仍有表现机会。

经第二章市场风格的归因分析可以发现，目前市场演绎风格属于“长逻辑”，即从中长期来看，经济基本面属于新旧动能转化期，整体平稳向好的态势在短期内不会发生较大变化，政策的刺激与发力需要时间落地，**新旧结构调节需要时间转化**，在此期间，市场底层风险偏好仍以内因为主，当内因的逻辑不发生重大改变时，市场演绎的主线逻辑同样不会发生变化。但同时我们也要关注到市场运行不仅靠内因作用，外部的扰动因素也会影响市场的情绪及偏好，并反应在价格上。

所以我们在维持“长逻辑”不变的同时，也应关注中短期市场的外部扰动因素。我们认为影响2024H2风格转化的主要因素有：  
1. 海外流动性改善；2. 技术驱动；3. 政策驱动；4. 资金面改善等因素。

### 第2个问题：风格切换的时间应如何把握？

2015年市场整体普涨结束后，最近十年A股主要特征是以市场风格为主线的结构性行情，从投资胜率角度来讲，正确判断市场风格可以大幅提升投资体验。

#### 大市值与小市值风格如何切换：

我们以中证2000代表小盘风格指数，中证A50代表大盘风格指数，按照月频统计最近十年大小盘风格的胜率（下图绿色竖线为小盘风格当月收益率占优，蓝色则代表大盘占优）。如下图所示，自2015年以来大小盘风格轮换共6次，每次风格持续的时间1-5年不等，最近一次切换是在2024年初，市场由小盘风格切换至大盘风格。

图32：大/小风格市值切换时间窗口



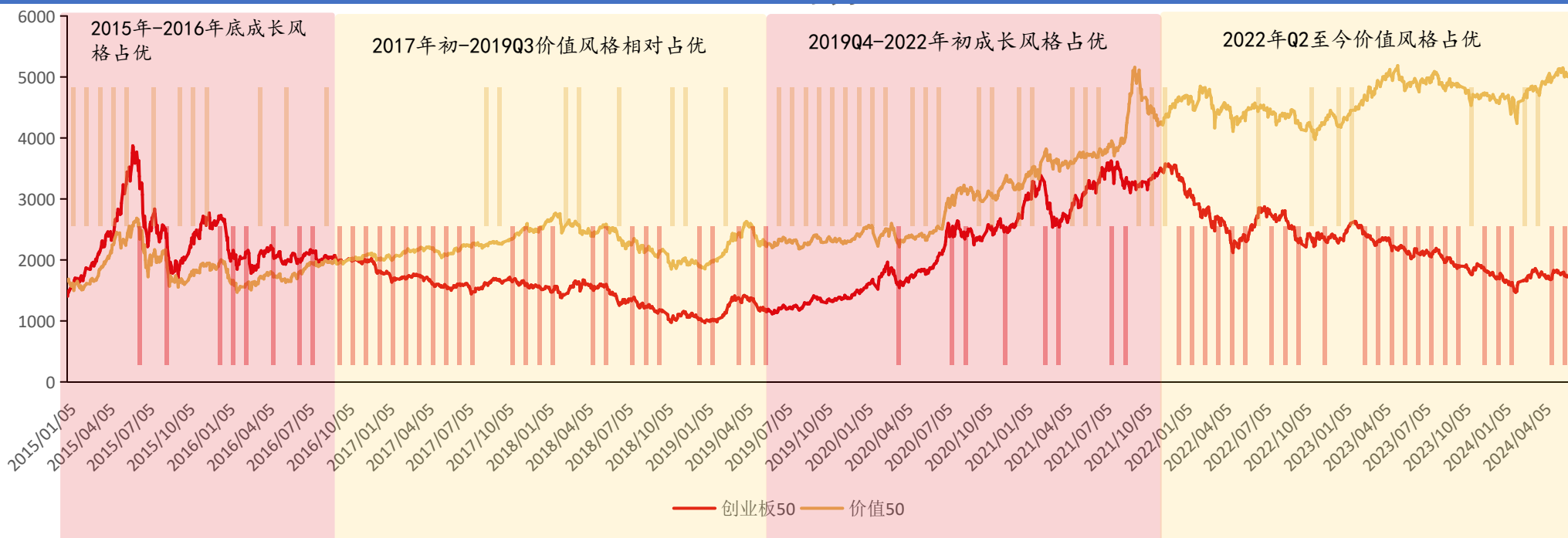
数据来源：Wind，华龙证券研究所

### 价值与成长风格如何切换：

我们以同样的方式，观察价值与成长风格的轮换。以创业板50指数代表成长风格，价值50指数代表价值风格（下图黄色竖线为价值风格当月收益率占优，红色竖线则成长大盘占优）。与市值风格相较，价值/成长风格轮换特征更加显著，时间周期也较为清晰。自2015年以来，市场一共发生4次成长/价值的风格轮换，维持时间2-3年左右，最近一次风格轮换是2022Q2以来，一直以价值风格占优为主。

我们将大盘/小盘，成长/价值四种风格叠加，市场风格更加多变。尤其是2022年以后，以大小盘为主的市值风格切换速度显著加快。影响市场风格切换的驱动因素很多，从历史经验来看，风格切换的原因主要受流动性水平（包括宏观流动性及微观流动性）影响，其次是经济基本面预期改善、政策引导、市场交易情绪等因素驱动。我们主要观察了三个指标对风格切换的影响：M1-M2剪刀差、固定资产投资水平及资金价格。

图33：价值/成长风格切换时间窗口



数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 3.2 风格切换的时间应如何把握？

**M1-M2剪刀差对市值风格切换的影响：**M1-M2剪刀差作为流动性指标，具有一定领先性。M1-M2剪刀差的变动趋势对风格切换也会产生一定影响。我们观察最近十年M1-M2剪刀差在疫情前指标相对灵敏，当剪刀差扩张时小盘成长风格占优，收敛时市场切换为大盘价值风格。疫情后指标钝化，影响风格切换的扰动因素更加复杂，如经济复苏预期、政策变化及市场情绪等。疫后的几次风格切换原因：

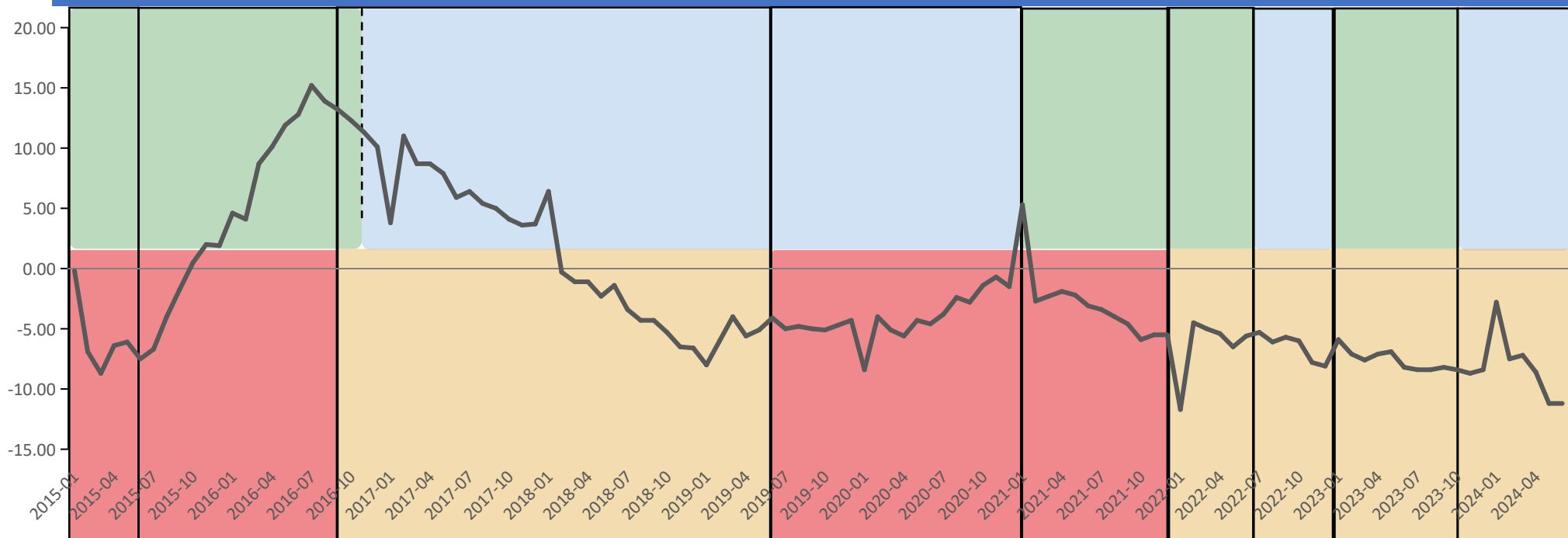
第一次切换（2021年）：受疫后经济复苏超预期，公募基金募集份额见顶，市场风格迅速从大市值切换至小市值；

第二次切换（2022Q4）：M1-M2剪刀差在同年1季度短期触底反弹，但我们认为这不是影响这次风格切换的主要因素，宏观基本面影响的影响更大（下文会有论述）；

第三次切换（2023年）：大切小的原因主要包括：①科技创新不断涌现推动小盘股增长；②交易结构发生变化，公募基金大市值股票持仓相对集中，在存量资金博弈的环境下，低估值及低拥挤度的小盘股受到市场关注。

最近一次切换（2024年）：在国内经济预期转弱，中美利差压力持续存在，新国九条政策发布以及中小盘股票交易拥挤度升温，资金有避险需求等因素的驱动下，市值风格再次发生轮换，以红利为代表的大盘价值风格成为投资主线。

图34：M1-M2剪刀差（%）对市场风格的影响



数据来源：Wind，华龙证券研究所

小盘风格占优时段

大盘风格占优时段

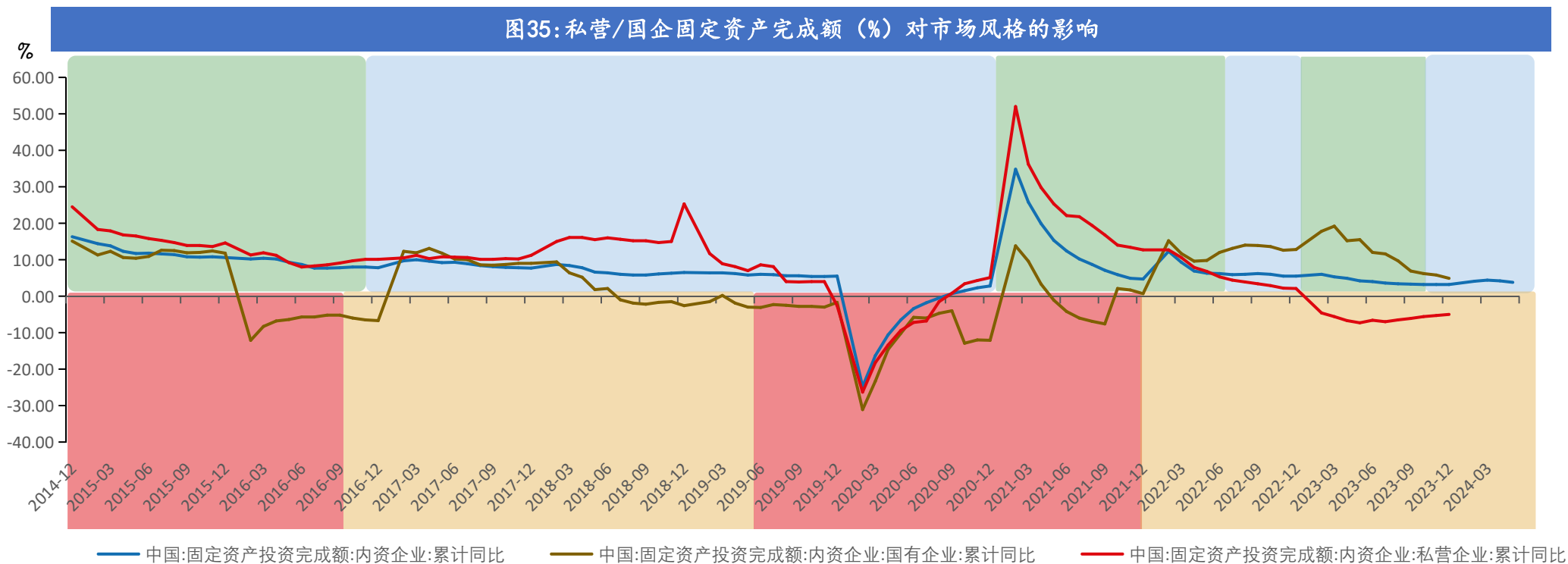
成长风格占优时段

价值风格占优时段

—— M1-M2剪刀差

## 3.2 风格切换的时间应如何把握?

**固定资产投资对成长/价值风格切换的影响:**观察最近十年成长/价值风格3次轮换主要发生在2016年底、2019年Q3和2022年初,2016年的转换价值风格稍早于大盘,市场整体是从小盘成长切至大盘价值,主要是由于并购政策的收紧以及供给侧改革推进。2016年底至2017年Q1,国有企业固定资产完成额同比大幅提升,增速快于私营企业,国有企业资本开支增加,盈利预期优于中小企业。第二次风格切换是2019Q4,经济进入复苏预期,私营企业固定资产投资增速快于国有企业,市场风格轮换。第三次是2022年初,私营企业固定资产投资完成额累计同比下行,国有企业上行,出现剪刀差格局,风格再次轮换。截至2024年初,内资企业固定资产投资完成额累计同比变化值呈缓慢上行态势,经济运行稳健,有利于剪刀差收敛。



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

小盘风格占优时段

大盘风格占优时段

成长风格占优时段

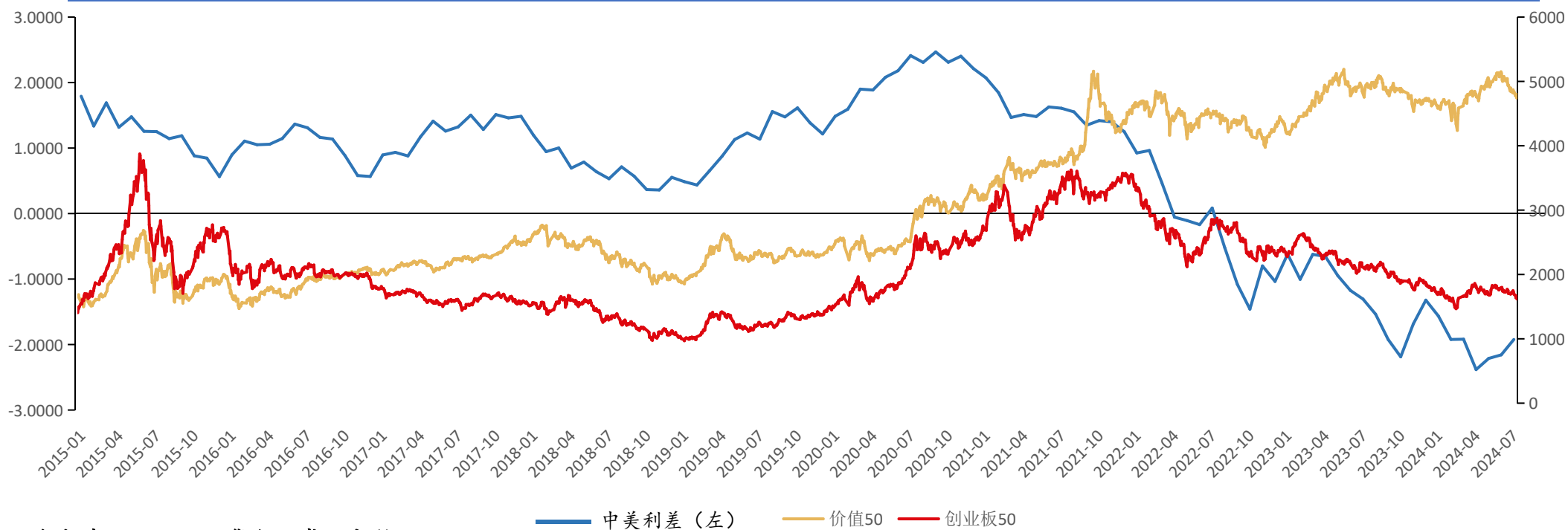
价值风格占优时段

## 3.2 风格切换的时间应如何把握？

**观察中美利差对市场风格的影响：**当中美利差（中-美）趋于扩张时，成长风格占优，当中美利差收敛或倒挂时，价值风格占优。主要因为利率水平会影响资金的流动，资金会选择流入投资回报率更高的资产，成长风格及中小市值风格的股票会受到资金避险情绪的影响，首先被抛售。

**小结：**综上，大盘风格演绎受多重因素影响，市场资金偏好会根据宏观经济基本面的变化、政策催化、市场流动性以及技术革新等因素对风格进行调节。我们认为，2024H2会有多重因素对市场风格的演绎产生扰动，如中美利差变化，下半年若美国降息预期落地，中美利差压力缓解，资金流动性会发生变化，有助于市值弹性更强的小盘成长风格表现。

图36: 中美利差 (%) 对市场风格的影响



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

— 中美利差 (左) — 价值50 — 创业板50

# 目录

1

2024H1基金市场回顾

2

2024H1市场风格归因分析

3

2024H2基金配置主线

4

**基金配置建议**

5

风险提示

应关注2个问题：

- (1) 如何确定配置比例以及配置组合
- (2) 配置组合的筛选

### 核心卫星策略适用场景：

核心卫星策略将投资组合分为两个部分：核心和卫星。核心部分通常占投资组合的较大比例，目的是提供稳健的长期收益，而卫星部分则相对较小，用于追求高风险高回报的投资机会，以增强整体组合的收益并分散风险。

- 当投资者希望在保持投资组合稳定性的同时，追求额外收益时，核心卫星策略是一个不错的选择。
- 适用于长期投资目标，并且投资者愿意接受一定程度的波动以获取更高的潜在回报。
- 适合那些需要战略性资产配置和战术性调整相结合的投资环境。

### 哑铃策略适用场景：

哑铃策略通过在投资组合中同时配置高风险高回报的资产和低风险稳定回报的资产来平衡风险与收益，形似哑铃的两端。

- 在市场不确定性较大或宏观经济波动时，哑铃策略可以作为一种有效的资产配置方法，通过防守型资产降低风险，同时通过成长型资产捕捉增长机会。
- 当投资者既想抵御市场波动，又不想错过市场上涨带来的收益时，哑铃策略可以作为一种平衡的配置方式。
- 适用于投资者对市场前景不明确，需要在增长潜力和风险控制之间找到平衡点的市场环境。

两种策略的选择取决于投资者的风险偏好、投资目标和市场环境。核心卫星策略更注重长期的稳定增长和结构性机会的捕捉，而哑铃策略则更强调在多变市场中通过资产多样性来平衡风险和收益。

结合前文观点，我们认为2024H2市场仍有许多不确定的扰动因素，在红利策略的主线背景下，成长风格的基金仍有配置机会。年初我们认为哑铃策略是2024年相对较优的策略，年中综合来看，我们仍维持年初策略观点不变。红利策略仍然是一个可以贯穿全年的主线策略，同时成长类或因为外部的扰动因素出现短线或中线级别的反弹，可以做为弹性资产配置。

在当前经济转型和不确定性并存的背景下，权益基金的配置建议强调稳健与成长的平衡。一方面，随着经济的逐步改善，核心资产的业绩有望持续提升，特别是在下半年。另一方面，在经济转型期间，业绩稳定、利润丰厚、分红高、估值合理的公司可能仍然是市场的投资主线，包括是红利和价值风格的基金。

对于成长型投资，建议关注政策支持和科技创新两大领域。短期内，政策变化可能为设备更新和消费品以旧换新相关行业带来机遇，如机械、电子消费品和汽车等。长期来看，高科技领域的增长潜力值得关注，包括AI、半导体、医药生物等行业。

固定收益基金方面，债市自6月以来变量较多，一方面是国内央行借券影响。另一方面美国6月CPI超预期，释放了降息信号，中美利差压力或在下半年得到缓解，市场流动性改善，同时债券型基金在下半年的投资策略或会发生变化，对于期限结构的调整以及组合久期，利率风险的管理均有影响。从而固收类基金业绩可能会出现分化，可以以被动指数债券型基金为主要的配置方向，主动管理类基金应关注杠杆率较低的债基，可以平滑风险。

对于QDII基金，作为海外投资和多元资产配置的重要工具，投资者应充分利用其多元化配置的优势。权益类QDII产品需要关注市场波动风险，尤其是美股估值已达到历史高位。商品类QDII产品，特别是原油和黄金，需要关注地缘政治风险和供需关系的变化，以及它们的价格波动特性。

总体而言，投资者在配置权益基金时应保持多元化，避免过度集中于单一行业或板块。在固定收益基金投资上，应根据个人风险偏好选择适当的久期和品种。而对于QDII基金，需要密切关注地缘政治博弈带来的风险和机遇，并灵活调整投资策略。

在具体基金选择上，我们认为目前被动大于主动，Beta强于Alpha，配置建议上，仍以指数基金为主。

表3:ETF配置策略

序号	基金代码	基金简称	一级分类	二级分类	细分类别	跟踪指数名称	跟踪指数代码	资产净值 (亿元/20240630)
1	515100.SH	红利低波100ETF	股票	策略	红利/低波	红利低波100	930955.CSI	74.98
2	159845.SZ	中证1000ETF	股票	宽基	中证1000	中证1000	000852.SH	133.39
3	510300.SH	沪深300ETF	股票	宽基	沪深300	沪深300	000300.SH	2118.24
4	512000.SH	券商ETF	股票	行业	非银行金融	证券公司	399975.SZ	201.29
5	516110.SH	汽车ETF	股票	行业	汽车	中证800汽车	h30015.CSI	5.69
6	512480.SH	半导体ETF	股票	行业	电子	中证全指半导体	h30184.CSI	204.75
7	159667.SZ	工业母机ETF	股票	行业	机械	中证机床	931866.CSI	4.58
8	159995.SZ	芯片ETF	股票	行业	电子	国证芯片(CNI)	980017.CNI	218.49
9	159805.SZ	传媒ETF	股票	行业	传媒	中证传媒	399971.SZ	2.30
10	159992.SZ	创新药ETF	股票	行业	医药	CS创新药	931152.CSI	63.52
11	512010.SH	医药ETF	股票	行业	医药	300医药	000913.SH	170.97
12	159996.SZ	家电ETF	股票	行业	家用电器	家用电器	930697.CSI	15.59
13	562500.SH	机器人ETF	股票	主题	机器人	机器人	h30590.CSI	8.89
14	159819.SZ	人工智能ETF	股票	主题	人工智能	CS人工智	930713.CSI	55.86
15	159650.SZ	国开ETF	债券	--	--	中债-0-3年国开行债 券财富(总值)指数	GBA11901.CS	59.49
16	511360.SH	短融ETF	债券	--	--	中证短融	h11014.CSI	285.44
17	511990.SH	华宝添益ETF	货币	--	--	--	--	865.35
18	560350.SH	中证A50ETF指数基金	股票	宽基	中证A50	中证A50	930050.CSI	40.71
19	513630.SH	港股红利指数ETF	跨境	策略	红利/低波	标普港股通低波红利 指数	SPAHLVCP.SPI	21.76
20	159691.SZ	港股红利ETF	跨境	策略	红利	港股通高息精选	930839.CSI	17.85

数据来源: Wind, 华龙证券研究所

# 目录

1

2024H1基金市场回顾

2

2024H1市场风格归因分析

3

2024H2基金配置主线

4

基金配置建议

5

风险提示

## 风险提示

1. **统计数据偏差风险：**本报告是基于历史数据进行的客观分析，且数据均引用自第三方数据库，存在第三方数据或统计错漏导致的结果偏差风险；
2. **市场风险：**本报告是基于一些基本假设形成的策略模型，存在公募基金市场发展进程不及预期风险；
3. **政策风险：**由监管政策变化或者收紧导致的行业风险；
4. **宏观经济变化风险：**国内外经济形势风云变化，地缘政治多变，由此引发的宏观经济风险；
5. **系统性风险：**国内外市场系统性风险；
6. **特别提示：**基金过往业绩不代表未来表现；本报告涉及的基金不构成投资建议。

## 分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

## 投资评级说明:

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

## 免责声明:

本报告的风险等级评定为R4，仅供符合华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（C4及以上风险等级）参考使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和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，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。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。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

## 版权声明:

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

## 华龙证券研究所

### 北京

地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层  
邮编：100033

### 兰州

地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼  
邮编：730030  
电话：0931-4635761

### 上海

地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼  
邮编：200000

### 深圳

地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层  
邮编：518046