

高盈利质量+红利：具有长期配置价值的权益基金策略 ——基金产品研究系列报告（十三）

李杨(证券分析师)

S0350522070001

liy19@ghzq.com.cn

郑文睿(证券分析师)

S0350523120003

zhengwr@ghzq.com.cn

◆ 高盈利质量+红利基金：重仓红利股票规模占比在50%以上，红利暴露和质量得分均在前40%

- 红利风格股票现金股息率高、分红较为稳定，并具有一定规模及流动性，食品饮料、医药、非银金融等行业占比相对全样本更高。本文以近三年股息率均值作为红利暴露，同时从获利性、收现性、稳定性三方面刻画股票的盈利质量。根据股票重仓比例加权计算基金的红利暴露水平和盈利质量得分，将重仓红利股票规模占比在50%以上，红利暴露和质量得分均在前40%的基金定义为高盈利质量+红利基金。
- 高盈利质量+红利基金具有较好的抗跌能力。该基金池的投资逻辑在于股票良好盈利质量和稳定分红所展示的长期价值，以全市场类型为主，大市值风格明显，成长风格偏低。

◆ 高盈利质量+红利基金超额收益驱动因素有效性回测

- 回测过去十年高盈利质量+红利基金超额收益驱动因素业绩表现，筛选Rank IC均值较高且相关性在0.6以下的四个因子：中期相对强度因子，长期滚动索提诺比率、HM择时选股因子和重仓市值抱团股因子。
- 中期相对强度因子选基效果较强，但市场转折下行时表现略差；长期滚动索提诺因子五分组年化超额收益单调性显著，更注重下行风险，可能没有充分捕捉到成长股中的上行潜力；HM择时选股因子选基效果良好，在市场波动影响较大时略差；重仓市值抱团股因子代表的抱团行为一定程度上代表偏好稳定和预测性较高的投资，但抱团行为容易忽视小盘成长股的潜力。最终，本文选择这四个因子等权构造综合因子，以综合因子为依据构建选基策略。

◆ 高盈利质量+红利基金TOP15优选组合业绩稳定，长期持有体验佳

- 选择高盈利质量+红利基金池中每期综合因子得分排名前15的基金等权买入，构建TOP15优选组合。该策略业绩稳定，全时段年化超额收益率为8.50%，在绝大部分年份有正超额收益，仅在市场波动较大的2015年收益落后于基准，在2017年获得了亮眼的29.40%超额收益，长期持有体验佳。
- 组合大盘价值投资风格显著，今年以来重仓银行、煤炭、食品饮料行业。整体持仓偏向大市值、高动量风格，近年来红利风格显著。红利和高盈利质量结合后有提升收益、抵抗风险效果，同时在红利风格表现欠佳年份，策略仍然能获得正超额收益。

◆ 风险提示

- 本报告所有分析均基于公开信息，不构成任何投资建议；报告中采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险，且数据处理统计方式可能存在误差；报告中结论均基于对历史客观数据的统计和分析，但过往数据并不代表未来表现。



01.

红利风格基金的盈利质量探讨

02.

基金超额收益驱动因素有效性

03.

高盈利质量+红利基金选基策略

红利风格基金的盈利质量探讨

□ 红利风格股票现金股息率高、分红较为稳定，并具有一定规模及流动性

- 本文从市值、成交金额、现金分红次数、股利支付率等方面筛选了一些现金股息率高、分红较为稳定，并具有一定规模及流动性红利风格股票，并计算其**近三年股息率均值作为红利暴露**。
- 右图展示了根据年报和半年报测算的红利风格股票数量及红利暴露均值，红利风格股票占全样本约20-30%。**全样本股票红利暴露均值约1%-1.5%，红利风格股票的红利暴露均值约2%**。2013-2014年红利暴露下滑，2018年出现小高峰，近年来有缓慢攀升趋势。

红利风格股票

股票所在最近完整年度

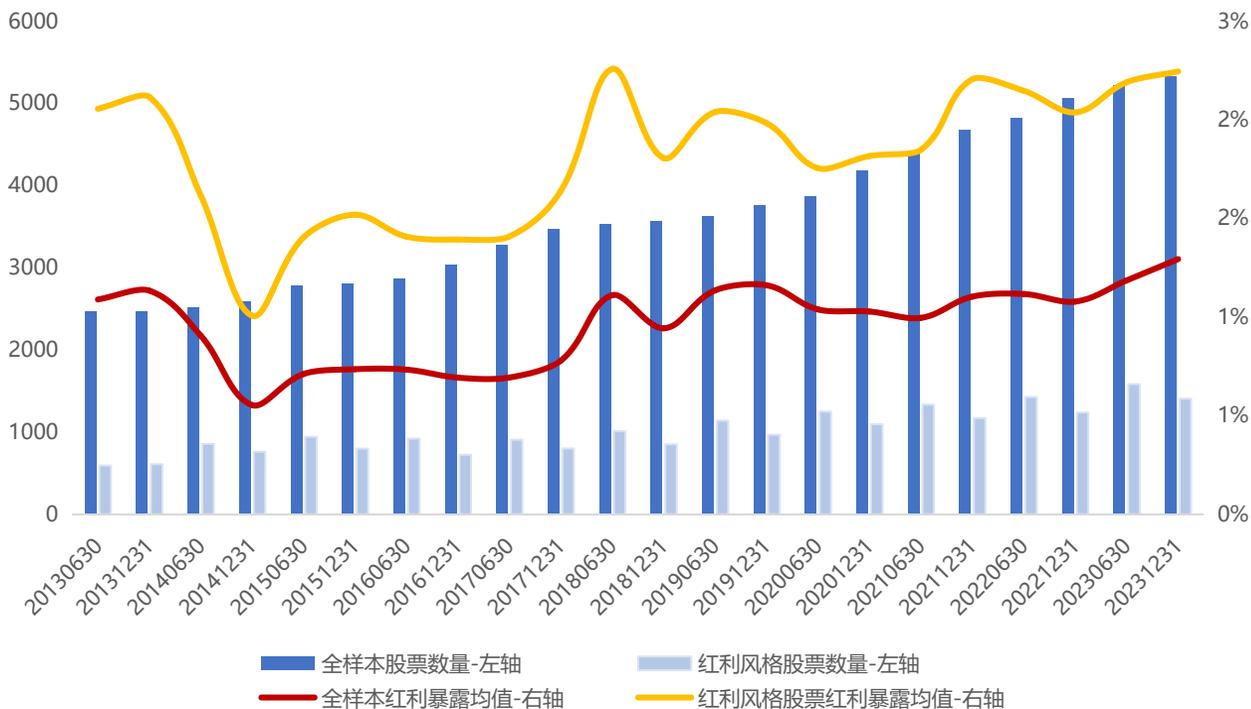
规模及流动性

分红稳定

现金股息率高

- (1) 剔除过去一年日均总市值和过去一年日均成交金额任意一个后20%的股票
- (2) 过去三年连续现金分红
- (3) 最近两年平均股利支付率和过去一年股利支付率>20%

红利风格股票数量及红利暴露均值



□ 红利风格股票房地产行业比例下降，食品饮料、医药、非银金融等行业占比相对全样本更高

- 右图展示了近五年来红利风格股票池各行业数量占比。2023年年报统计显示，占比最大的前五个行业分别是医药、机械、基础化工、电子和电力设备及新能源。红利风格股票中房地产行业数量占比有显著的持续降低趋势。红利风格股票在食品饮料、医药、非银金融和银行行业占比相比全样本股票池更高。
- 2023年年报红利风格股票风格平衡，略有价值偏向，规模整体偏高。

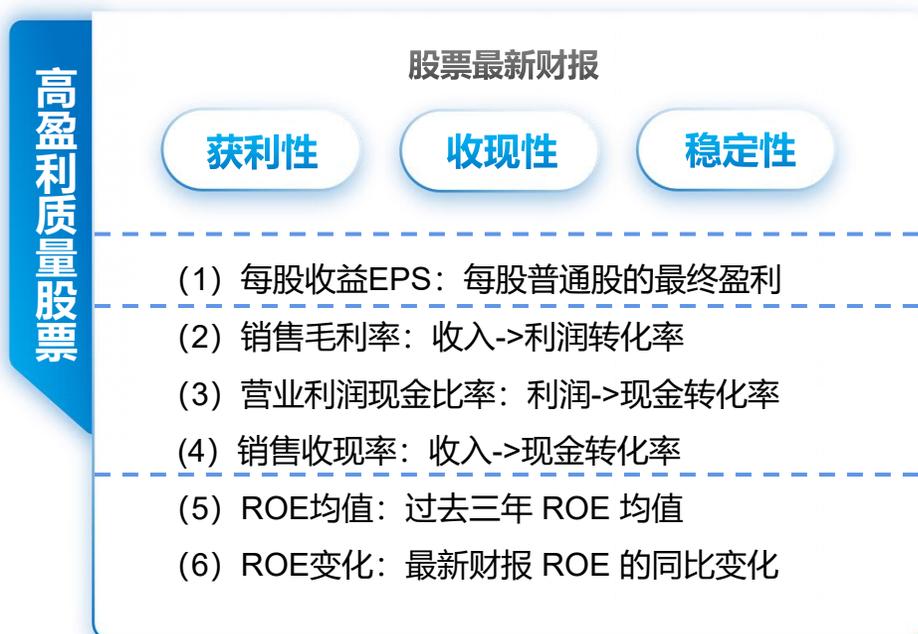
2023年年报红利风格股票数量占比(%)



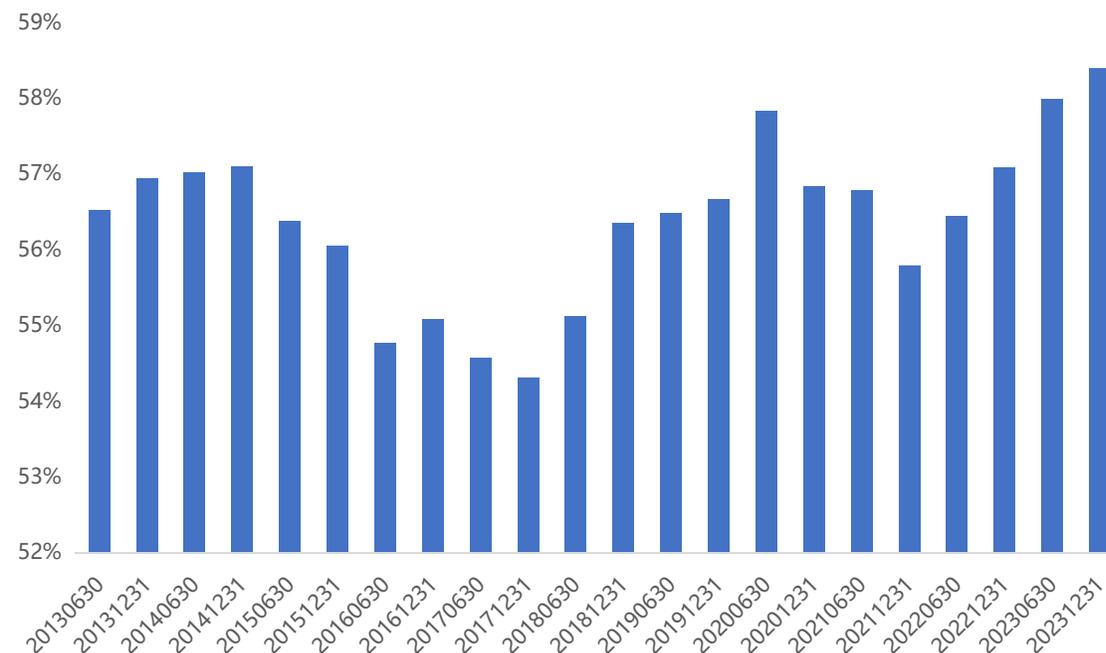
行标签	20181231	20190630	20191231	20200630	20201231	20210630	20211231	20220630	20221231	20230630	20231231	相比全样本股票池分布差异
医药	10.11%	9.31%	9.83%	11.30%	10.88%	10.43%	9.66%	9.89%	10.59%	10.55%	11.10%	1.85%
机械	5.76%	7.02%	5.80%	5.61%	5.76%	6.23%	6.50%	7.08%	7.36%	8.84%	9.04%	-3.34%
基础化工	7.52%	7.90%	8.28%	9.13%	8.96%	8.85%	9.32%	8.91%	7.92%	8.97%	8.33%	-1.18%
电子	6.11%	6.23%	6.21%	7.21%	7.04%	6.60%	6.84%	6.73%	6.47%	7.45%	7.62%	-1.20%
电力设备及新能源	4.11%	4.13%	5.90%	6.25%	6.58%	6.00%	7.09%	7.15%	5.82%	5.81%	5.69%	-0.22%
汽车	4.82%	4.48%	3.21%	3.85%	4.48%	4.35%	4.53%	4.56%	5.17%	4.86%	5.20%	0.60%
计算机	5.99%	5.97%	6.00%	6.09%	5.58%	5.40%	5.47%	5.47%	5.25%	5.81%	4.84%	-1.77%
食品饮料	4.58%	4.57%	4.87%	4.25%	4.66%	3.98%	4.27%	3.86%	4.37%	4.30%	4.41%	1.96%
电力及公用事业	5.52%	4.92%	4.76%	3.69%	3.75%	4.88%	5.56%	5.26%	4.77%	4.49%	4.06%	-0.28%
交通运输	3.88%	4.13%	4.66%	3.13%	3.02%	3.15%	2.91%	3.16%	3.56%	3.28%	3.42%	1.10%
传媒	2.82%	3.60%	3.62%	3.61%	3.56%	2.55%	2.05%	2.38%	2.67%	2.97%	3.20%	0.49%
非银行金融	3.29%	2.99%	3.11%	2.88%	2.83%	2.93%	2.91%	2.88%	3.23%	2.91%	3.13%	1.76%
有色金属	2.70%	2.46%	2.17%	2.32%	2.38%	2.25%	2.31%	2.17%	2.51%	2.53%	2.49%	0.14%
商贸零售	2.70%	2.72%	2.48%	2.48%	2.38%	2.18%	1.62%	2.52%	2.99%	2.40%	2.42%	0.37%
国防军工	1.76%	1.67%	1.55%	1.60%	1.83%	2.33%	2.22%	2.31%	2.43%	2.40%	2.35%	0.11%
家电	2.82%	2.02%	1.97%	1.92%	2.38%	2.40%	2.48%	1.89%	2.26%	2.27%	2.35%	0.79%
房地产	5.41%	4.83%	4.55%	3.77%	3.29%	3.23%	2.99%	3.51%	3.07%	2.34%	2.28%	0.19%
建筑	2.82%	2.81%	2.48%	2.00%	1.74%	2.18%	2.31%	2.66%	2.75%	2.27%	2.28%	-0.81%
轻工制造	2.23%	2.28%	2.38%	2.80%	2.74%	2.93%	2.39%	2.24%	2.18%	2.34%	2.28%	-0.85%
通信	2.35%	3.07%	3.00%	3.21%	2.93%	2.85%	2.48%	2.24%	2.18%	1.96%	2.28%	-0.10%
银行	1.29%	1.67%	1.97%	1.84%	2.10%	2.10%	2.31%	2.17%	2.43%	2.02%	2.21%	1.42%
农林牧渔	2.70%	2.55%	2.28%	2.16%	1.92%	2.18%	1.97%	2.03%	1.37%	1.39%	1.49%	-0.52%
钢铁	1.18%	1.32%	1.66%	1.44%	1.28%	1.73%	1.97%	1.89%	2.02%	1.77%	1.42%	0.43%
建材	2.00%	1.84%	1.97%	1.92%	2.10%	2.18%	2.22%	2.03%	1.94%	1.64%	1.42%	-0.25%
纺织服装	2.47%	2.02%	1.55%	1.84%	1.92%	1.95%	1.54%	1.05%	1.29%	1.26%	1.35%	-0.59%
煤炭	0.71%	1.14%	1.24%	1.04%	1.37%	1.50%	1.54%	1.54%	1.62%	1.26%	1.35%	0.67%
石油石化	1.06%	1.32%	1.04%	1.12%	1.01%	1.20%	1.37%	1.33%	1.21%	1.14%	1.14%	0.18%
消费者服务	0.47%	0.35%	0.62%	0.56%	0.64%	0.83%	0.60%	0.56%	0.40%	0.51%	0.43%	-0.63%
综合	0.82%	0.70%	0.72%	0.80%	0.73%	0.53%	0.43%	0.35%	0.08%	0.13%	0.21%	-0.31%
综合金融	0.00%	0.00%	0.10%	0.16%	0.18%	0.15%	0.17%	0.14%	0.08%	0.13%	0.21%	0.01%

□ 从获利性、收现性、稳定性三维刻画股票的盈利质量

- 中证红利质量指数在红利风格的基础上增加了对股票盈利质量的筛选。本文从获利性、收现性、稳定性三方面评估企业盈利质量状况，计算以下六个财务指标由低到高的百分比排名，并将各指标百分比排名的简单加权平均值作为股票的盈利质量综合得分。
- 可知红利风格股票盈利质量得分中位数历年均>50%，即位于全样本股票盈利质量得分的前50%分位点。这说明红利风格和盈利质量存在一定正相关性，红利风格股票盈利质量较优，财务状况健康，因此分红稳定。自2021年年底开始，红利风格股票的盈利质量不断提高。



红利风格股票质量得分的中位数



□ 高盈利质量+红利基金：重仓红利股票规模占比在50%以上，红利暴露和质量得分均在前40%

- 本文根据基金重仓情况筛选红利风格显著的主动权益基金。首先，筛选前十大重仓股票中红利风格股票规模占比在50%以上的基金，同时去掉前十大股票持仓比例不足30%的基金，旨在筛选持仓上有明显的红利风格偏好的基金；其次，根据股票重仓比例加权计算基金的红利暴露水平，筛选红利暴露在全样本基金池前40%的基金，这说明其红利风格暴露在全样本中处于较强水平。
- 在基金红利风格筛选的基础上，本文叠加对红利风格基金盈利质量的评估。已知股票的盈利质量得分，由重仓比例加权计算基金的盈利质量得分，得分在前40%的基金属于盈利质量较高的基金。高盈利质量+红利基金数量在2021年出现较大下滑，2023年回升并处于历史较高位置。

高盈利质量+红利基金

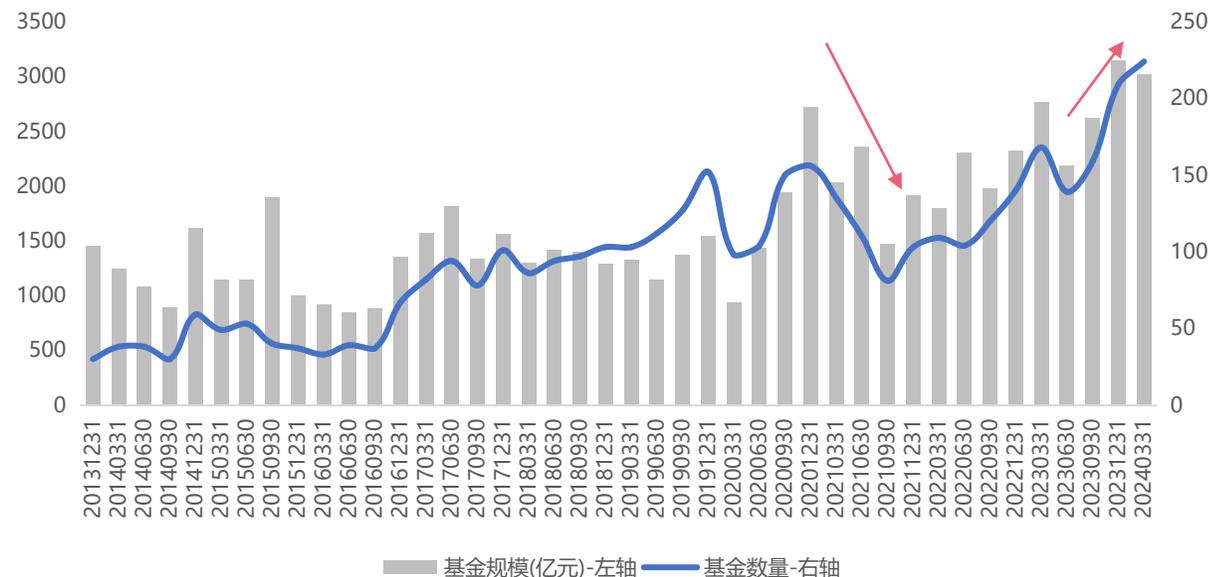
红利风格筛选

- (1) 基金前十大重仓股票中，红利风格股票规模占比在50%以上
- (2) 由重仓比例加权计算的基金红利暴露水平在主动权益基金池的前40%

盈利质量评估

- (3) 由重仓比例加权计算的基金盈利质量得分在主动权益基金池的前40%。

高盈利质量的红利风格基金数量及规模



高盈利质量+红利基金具有较好的抗跌能力

- 对高盈利质量+红利基金做过去十年业绩表现回测。结果显示，以偏股基金指数为基准，基金池组合近十年年化收益率为12.81%，超额收益率为5.24%。高盈利质量+红利基金在2017年获得显著正超额收益，在2015年和2020年表现较差。在市场整体行情下行的2016年、2018年和2022-2023年，高盈利质量+红利基金发挥较好的抗跌能力，均获得正超额收益。

高盈利质量红利风格基金池净值及超额收益

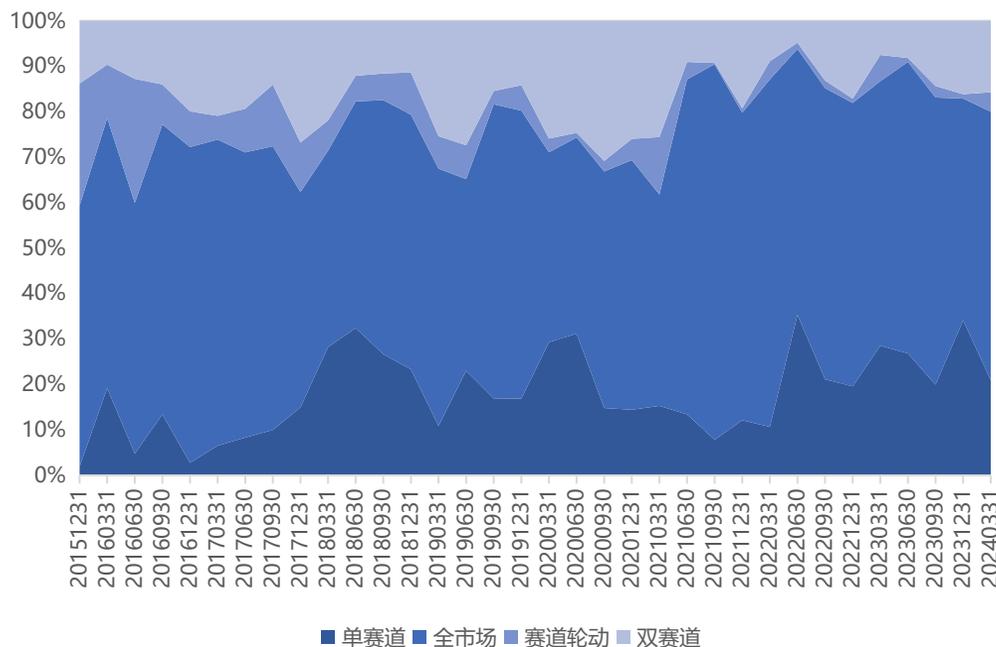


日期	收益率	年化波动率	最大回撤	夏普比率	收益回撤比	超额收益率	基准收益率
2014	32.31%	15.20%	-12.30%	2.32	2.87	13.69%	18.62%
2015	38.16%	34.19%	-36.59%	1.11	1.03	-5.01%	43.17%
2016	-3.19%	20.61%	-22.41%	-0.15	-0.14	9.84%	-13.03%
2017	34.19%	11.01%	-7.32%	3.07	4.63	20.06%	14.12%
2018	-21.21%	19.69%	-26.87%	-1.07	-0.79	2.37%	-23.58%
2019	45.63%	17.10%	-10.39%	2.64	4.35	0.61%	45.02%
2020	50.34%	19.48%	-13.85%	2.57	3.62	-5.57%	55.91%
2021	7.27%	16.77%	-13.44%	0.43	0.54	-0.41%	7.68%
2022	-16.60%	18.45%	-25.78%	-0.90	-0.64	4.43%	-21.03%
2023	-10.44%	11.49%	-18.39%	-0.91	-0.57	3.08%	-13.52%
2024(1-4月)	5.33%	13.70%	-7.66%	1.27	2.28	6.42%	-1.10%
全时段	12.81%	19.29%	-36.67%	0.66	0.35	5.24%	7.56%

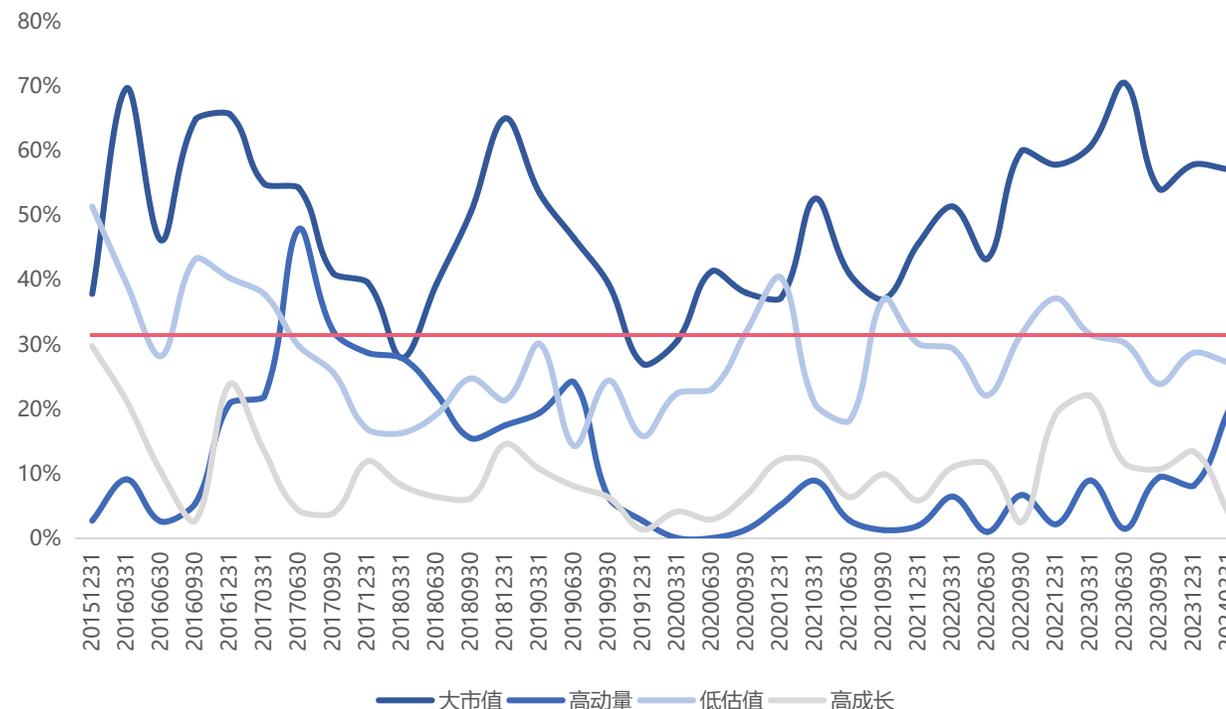
高盈利质量+红利基金以全市场类型为主，大市值风格明显，成长风格偏低

- 本文根据基金持仓将基金分为单赛道、双赛道、赛道轮动和全市场类型，高盈利质量+红利基金以全市场类型为主，赛道轮动型基金占比极低。该基金池的投资逻辑在于股票良好盈利质量和稳定分红所展示的长期价值，因此不会特别关注赛道景气度。
- 以全样本基金池前后30%分位点划分市值、动量、估值、成长风格的高低，右图可见高盈利质量+红利基金池中大市值、高动量、低估值、高成长风格基金的数量占比。相比整个主动权益基金池，该基金池有明显的大市值风格偏向，同时成长风格偏低，更关注投资企业的稳定性。

高盈利质量红利基金赛道类型规模占比



高盈利质量+红利基金池各类风格数量占比



01. | 红利风格基金的盈利质量探讨



02. | **基金超额收益驱动因素有效性**

03. | 高盈利质量+红利基金选基策略

□ 超额收益驱动因素回测框架

01 回测样本

- 高盈利质量+红利基金池

02 回测规则

- 回测时间窗口：2014年1月31日 – 2024年4月30日
- 调仓时点：1、4、7、10月最后一个工作日

03 驱动因素



□ 筛选有效且无强相关性的超额收益驱动因素

- 回测超额收益因素在高盈利质量基金中的有效性见右图。中期相对强度因子，长期滚动索提诺比率、HM择时选股因子Rank IC均值较高。
- 本文筛选较为有效且相关性在0.6以下的超额收益驱动因素。如图可见这四个超额收益驱动因素RankIC均值较高且彼此之间相关性极低，对于选基策略的构建具有增量信息。

	HM择时选股因子	中期相对强度因子	长期滚动索提诺比率	重仓市值抱团股因子
HM择时选股因子	1.00	0.00	0.05	-0.13
中期相对强度因子	0.00	1.00	0.00	0.02
长期滚动索提诺比率	0.05	0.00	1.00	0.01
重仓市值抱团股因子	-0.13	0.02	0.01	1.00

	Rank IC均值	Rank IC标准差	Rank ICIR	胜率
中期相对强度	0.13	0.26	0.51	74%
长期滚动索提诺	0.13	0.16	0.79	79%
HM择时选股	0.12	0.20	0.60	69%
长期滚动夏普	0.12	0.17	0.71	79%
240日索提诺	0.11	0.20	0.55	69%
120日卡玛比	0.11	0.24	0.45	67%
长期滚动卡玛比	0.11	0.17	0.64	76%
120日夏普	0.10	0.25	0.41	67%
120日索提诺	0.10	0.25	0.42	67%
120日动量	0.10	0.30	0.35	67%
TM择时选股	0.10	0.22	0.48	69%
240日夏普	0.10	0.20	0.52	67%
单因子调整Alpha	0.09	0.19	0.51	71%
240日卡玛比	0.09	0.20	0.44	69%
重仓市值抱团股	0.08	0.28	0.30	62%
三因子调整Alpha	0.08	0.19	0.43	69%
结构化风险模型Alpha	0.08	0.19	0.41	64%
四因子调整Alpha	0.07	0.20	0.36	62%
重仓数量抱团股	0.06	0.28	0.23	62%
最新规模	0.04	0.16	0.25	50%
20日动量	0.04	0.35	0.11	50%
持仓交易能力	0.04	0.29	0.13	60%
长期相对强度	0.02	0.25	0.09	62%
长期规模变化	0.01	0.13	0.09	45%
盈利质量	0.01	0.19	0.05	50%
短期规模变化	0.00	0.16	0.03	52%
重仓换手率	-0.01	0.20	-0.03	45%
红利风格暴露	-0.01	0.28	-0.02	52%

中期相对强度因子：选基效果较强，市场转折下行时表现略差

- 中期相对强度因子在该基金池中有较强的选基效果，RankIC均值高达0.13，胜率74%，五分组年化超额收益单调性很强。
- 多头组全时段年化超额收益为3.64%，在绝大部分年份有正超额收益，因子动量属性较强，2016年和2022年等行情转折下行时期表现略差。

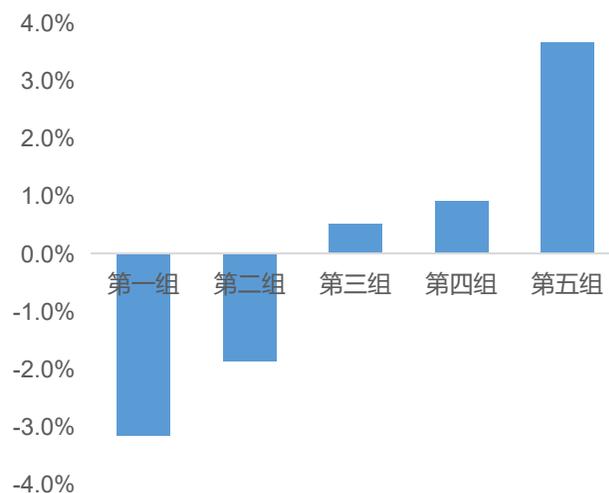
	均值	标准差	ICIR	胜率
IC	0.12	0.25	0.46	71%
RankIC	0.13	0.26	0.51	74%

中期相对强度指标高成长风格基金第五组、多空组累计超额收益



注：第五组指因子值从小到大排序的后20%组别

中期相对强度指标高成长风格基金分组年化超额收益



中期相对强度因子高盈利质量+红利基金第五组各年份收益风险统计

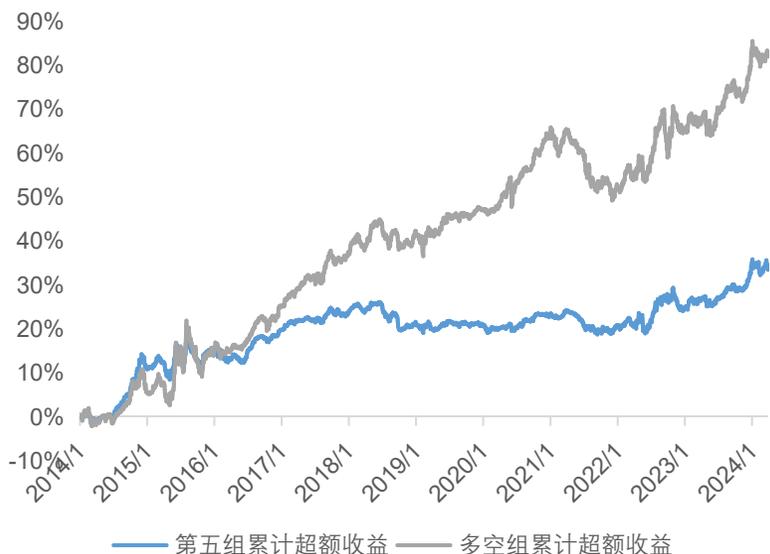
时间区间	超额年化收益	年化波动率	最大回撤	信息比
2014	10.13%	16.11%	-9.47%	3.24
2015	3.51%	38.05%	-39.60%	1.42
2016	-4.06%	23.20%	-21.61%	-0.25
2017	5.40%	11.68%	-7.78%	3.71
2018	-0.23%	20.55%	-27.47%	-1.01
2019	5.03%	19.28%	-11.79%	2.97
2020	4.10%	20.43%	-13.17%	3.00
2021	7.12%	18.77%	-14.26%	0.91
2022	-0.84%	18.36%	-22.83%	-0.91
2023	8.26%	12.63%	-13.49%	-0.23
2024(1-4月)	1.76%	13.02%	-4.26%	1.68
全样本时期	3.64%	20.94%	-39.60%	0.93

长期滚动索提诺因子：五分组年化超额收益单调性显著，更注重下行风险

- 长期滚动索提诺因子五分组年化超额收益单调性极强，Rank IC均值为0.13，胜率高达79%。
- 长期滚动索提诺因子多头组年化超额收益率为3.06%，在2018年和2021年表现略差。2021年市场风格变化，更偏向于小盘成长股，尤其是科技和新能源行业股票。而长期滚动索提诺因子更注重下行风险的调整，可能没有充分捕捉到成长股中的上行潜力。

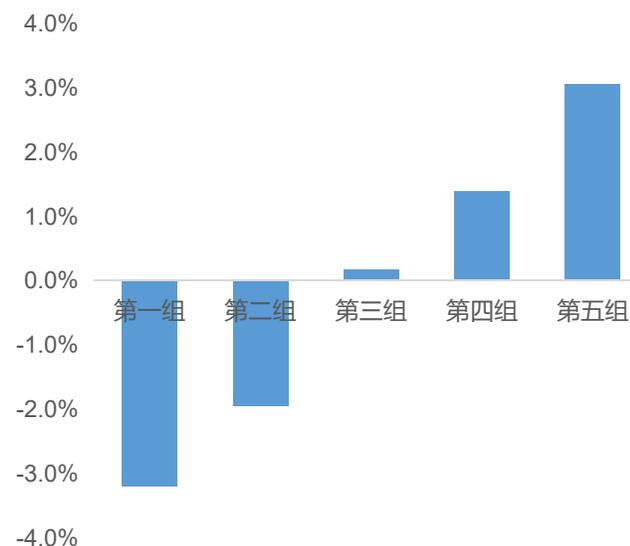
	均值	标准差	ICIR	胜率
IC	0.12	0.17	0.75	81%
RankIC	0.13	0.16	0.79	79%

长期滚动索提诺指标高成长风格基金第五组、多空组累计超额收益



注：第五组指因子值从小到大排序的后20%组别

长期滚动索提诺指标高成长风格基金分组年化超额收益



长期滚动索提诺因子高盈利质量+红利基金第五组各年份收益风险统计

时间区间	超额年化收益	年化波动率	最大回撤	信息比
2014	15.28%	16.75%	-13.11%	3.56
2015	1.73%	33.19%	-33.69%	1.53
2016	3.11%	19.74%	-19.13%	0.10
2017	4.14%	10.95%	-6.42%	3.80
2018	-2.33%	20.94%	-28.77%	-1.06
2019	0.71%	18.47%	-11.59%	2.76
2020	1.78%	18.76%	-13.04%	3.09
2021	-3.21%	16.43%	-13.82%	0.34
2022	4.85%	18.77%	-20.51%	-0.64
2023	3.93%	12.29%	-15.75%	-0.55
2024(1-4月)	11.39%	11.83%	-3.80%	2.81
全样本时期	3.06%	19.35%	-33.69%	0.98

□ HM择时选股因子：选基效果良好，在市场波动影响较大时略差

- 计算240个工作日H-M模型的Alpha与择时Beta，分别计算截面分位数后求和得到HM择时选股因子。该因子与基金经理的择时选股能力有直接关联，代表基金经理在不同市场条件下选择合适投资时机和股票的能力。该因子Rank IC均值为0.12，胜率69%，五分组年化超额收益单调性很强。
- HM择时选股因子全时段年化超额收益率为2.59%，在2015年、2018年和2021年表现略差。择时选股能力属于判断市场时机的特质指标，2015年和2018年受市场波动影响较大，较难发挥优势。

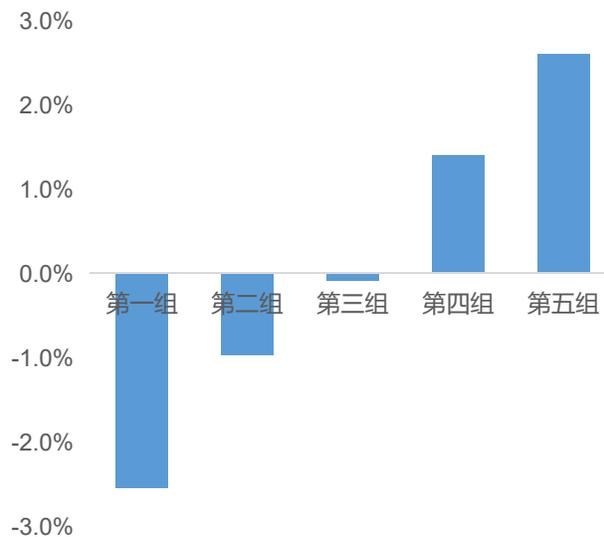
	均值	标准差	ICIR	胜率
IC	0.11	0.20	0.56	69%
RankIC	0.12	0.20	0.60	69%

HM择时选股指标高成长风格基金第五组、多空组
累计超额收益



注：第五组指因子值从小到大排序的后20%组别

HM择时选股指标高成长风格基金分组
年化超额收益



HM择时选股因子高盈利质量+红利基金第五组各年份收益风险统计

时间区间	超额年化收益	年化波动率	最大回撤	信息比
2014	9.13%	15.57%	-11.64%	3.29
2015	-3.50%	34.52%	-37.35%	1.19
2016	7.67%	21.12%	-16.77%	0.31
2017	9.13%	12.18%	-8.18%	3.94
2018	-3.25%	21.90%	-30.16%	-1.07
2019	6.73%	18.51%	-10.45%	3.22
2020	6.31%	20.92%	-13.71%	3.12
2021	-3.41%	16.82%	-15.06%	0.37
2022	-1.91%	18.68%	-25.86%	-0.93
2023	0.74%	11.56%	-17.48%	-0.83
2024(1-4月)	2.79%	12.41%	-5.21%	1.88
全样本时期	2.59%	20.01%	-37.35%	0.92

重仓市值抱团股：抱团行为一定程度代表偏好稳定和预测性较高的投资

- 重仓市值抱团股因子Rank IC为0.08，胜率为62%，五分组年化超额收益具有一定单调性。
- 抱团程度较高时，高盈利质量+红利基金反而表现较好。这是因为抱团行为一定程度上意味着基金经理更偏好稳定且预测性较高的投资，这与其投资逻辑契合。
- 2021年小盘风格崛起，该因子表现较差，重仓市值抱团股多头组所重仓的行业为食品饮料、银行、家电等消费和金融赛道，容易忽视小盘成长股的潜力。

	均值	标准差	ICIR	胜率
IC	0.08	0.27	0.31	64%
RankIC	0.08	0.28	0.30	62%

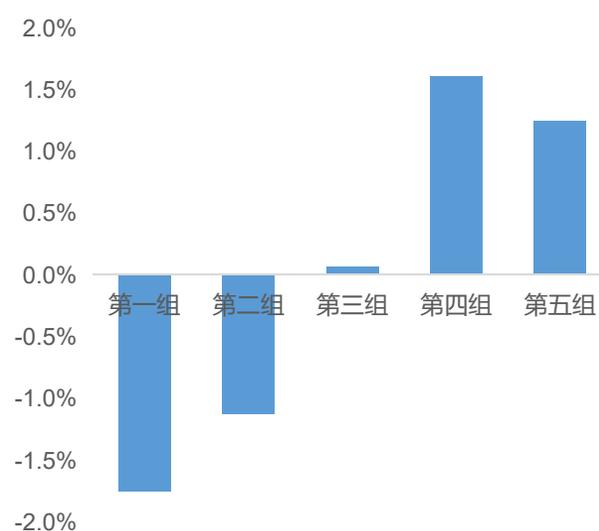
2021年重仓市值抱团股多头组重仓比例前五的行业

行业	20210131	20210430	20210731	20211031
食品饮料	29.48%	25.89%	39.97%	37.01%
银行	10.03%	16.47%	6.95%	10.05%
家电	7.14%	10.85%	8.07%	7.14%
医药	7.95%	6.18%	10.72%	5.56%
房地产	7.65%	7.19%	3.87%	5.62%

重仓市值抱团股指标高成长风格基金第五组、多空组累计超额收益



重仓市值抱团股指标高成长风格基金五组年化超额收益



注：第五组指因子值从小到大排序的后20%组别

重仓市值抱团股因子高盈利质量+红利基金第五组各年份收益风险统计

时间区间	超额年化收益	年化波动率	最大回撤	信息比
2014	-7.76%	16.37%	-12.72%	1.70
2015	2.59%	34.73%	-35.48%	1.49
2016	-1.30%	21.41%	-19.67%	-0.11
2017	10.47%	13.06%	-8.41%	3.84
2018	4.58%	21.50%	-25.29%	-0.78
2019	4.89%	18.93%	-10.74%	3.02
2020	3.29%	20.69%	-14.80%	2.91
2021	-4.89%	17.81%	-15.91%	0.21
2022	2.72%	19.34%	-25.41%	-0.71
2023	-1.89%	12.89%	-20.15%	-0.93
2024(1-4月)	1.86%	16.19%	-6.28%	1.35
全样本时期	1.24%	20.45%	-37.27%	0.83

□ 选择有效超额收益驱动因素构建策略

- 综合考虑因子Rank IC均值，五分组超额收益单调性以及因素之间相关性，本文筛选了四个有效的超额收益驱动因素：中期相对强度因子，长期滚动索提诺比率、HM择时选股因子和重仓市值抱团股因子。这四个因子等权构造综合因子，以综合因子为依据构建选基策略。



01. | 红利风格基金的盈利质量探讨

02. | 基金超额收益驱动因素有效性

 03. | **高盈利质量+红利基金选基策略**

TOP15优选组合业绩稳定，长期持有体验佳

- 基于中期相对强度因子，长期滚动索提诺比率、HM择时选股因子和重仓市值抱团股因子等权构造综合因子。选择高盈利质量+红利基金池中每期综合因子得分排名前15的基金等权买入，构建高盈利质量+红利TOP15优选组合。
- 下图为组合净值曲线及历年表现。该策略业绩稳定，全时段年化超额收益率为8.50%，年化波动率19.77%，最大回撤-34.20%。在绝大部分年份策略相对偏股基金指数有正超额收益，仅在市场波动较大的2015年收益落后于基准，在2017年获得了亮眼的29.40%超额收益，长期持有体验佳。

高盈利质量+红利基金TOP15优选组合净值及超额收益



日期	收益率	年化波动率	最大回撤	夏普比率	收益回撤比	超额收益率
2014	32.18%	14.88%	-11.32%	2.36	3.11	13.56%
2015	38.49%	33.96%	-34.20%	1.12	1.11	-4.67%
2016	-1.80%	21.10%	-23.24%	-0.08	-0.08	11.23%
2017	43.52%	11.99%	-8.16%	3.60	5.28	29.40%
2018	-22.15%	20.83%	-28.70%	-1.06	-0.77	1.43%
2019	54.09%	18.83%	-11.41%	2.84	4.69	9.07%
2020	61.36%	20.72%	-14.59%	2.95	4.18	5.46%
2021	8.95%	17.78%	-15.34%	0.50	0.58	1.27%
2022	-15.22%	17.58%	-23.40%	-0.87	-0.65	5.81%
2023	-7.46%	12.31%	-16.43%	-0.61	-0.45	6.06%
2024(1-4月)	8.54%	12.22%	-4.74%	2.37	6.11	9.64%
全时段	16.06%	19.77%	-34.20%	0.81	0.47	8.50%

□ 大盘价值投资风格显著，今年以来重仓银行、煤炭、食品饮料行业

- TOP15优选组合在2017年相对偏股基金指数取得了亮眼的29.40%超额收益，右图展示了在2017年该组合各行业重仓比例，组合主要重仓食品饮料、家电、医药等行业。2017年，市场整体表现较为平稳，大盘价值风格领涨，蓝筹股在这一年中表现突出，尤其是消费行业受益于国内消费升级的趋势，持续展现出强劲的增长潜力。2015年市场小盘成长风格占优，该组合则表现略差，具备较好盈利能力和稳定发展前景的大盘价值风格与该策略的投资逻辑更契合。
- 组合在今年以来重仓的行业有食品饮料、银行和煤炭，覆盖消费、金融和周期三大赛道类型。

区间	收益率	市场整体 中证全指	大盘风格 沪深300	小盘风格 中证2000	价值风格 国证价值	成长风格 国证成长
2014		47.68%	60.44%	46.22%	72.65%	36.27%
2015		32.56%	5.58%	109.78%	8.42%	26.86%
2016		-14.41%	-11.28%	-7.63%	-8.10%	-15.63%
2017		2.34%	21.78%	-24.10%	20.62%	6.84%
2018		-29.94%	-25.31%	-33.34%	-21.66%	-33.97%
2019		31.11%	36.07%	21.96%	23.69%	45.35%
2020		24.92%	27.21%	15.39%	4.87%	48.57%
2021		6.19%	-5.20%	25.89%	-1.39%	5.43%
2022		-20.32%	-21.63%	-14.77%	-13.99%	-27.47%
2023		-7.04%	-11.38%	5.57%	-2.50%	-18.95%
2024(1-4月)		-1.54%	5.05%	-13.65%	11.84%	-1.36%
全时段		4.18%	4.90%	6.83%	6.70%	3.02%

2017年TOP15组合重仓行业比例

行业	20170131	20170430	20170731	20171031
食品饮料	26.44%	20.04%	25.22%	23.43%
家电	13.21%	17.09%	27.28%	21.65%
医药	14.39%	12.95%	8.02%	7.00%
电子	6.54%	11.20%	7.76%	5.84%
银行	7.12%	7.57%	4.27%	8.63%
汽车	10.09%	7.43%	3.16%	4.22%
非银行金融	1.58%	1.27%	6.40%	9.75%
轻工制造	5.94%	4.00%	5.41%	3.37%
房地产	2.17%	1.96%	1.52%	2.51%
农林牧渔	1.28%	2.14%	2.15%	2.48%
基础化工	1.78%	2.08%	1.40%	1.56%
建材	0.00%	1.17%	2.57%	2.18%
传媒	0.46%	0.87%	0.90%	2.71%
商贸零售	0.77%	0.35%	1.71%	0.95%
石油石化	1.08%	2.66%	0.00%	0.00%
纺织服装	1.78%	0.50%	0.42%	0.42%
电力设备及新能源	0.42%	1.04%	0.43%	1.05%
建筑	1.09%	1.24%	0.31%	0.00%
交通运输	1.62%	0.50%	0.00%	0.00%
电力及公用事业	0.30%	1.57%	0.00%	0.00%
通信	0.80%	1.03%	0.00%	0.00%
计算机	0.62%	0.00%	0.55%	0.56%
钢铁	0.00%	0.00%	0.00%	1.21%
机械	0.53%	0.69%	0.00%	0.00%
消费者服务	0.00%	0.00%	0.51%	0.49%
有色金属	0.00%	0.65%	0.00%	0.00%
煤炭	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
综合	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
综合金融	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
国防军工	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

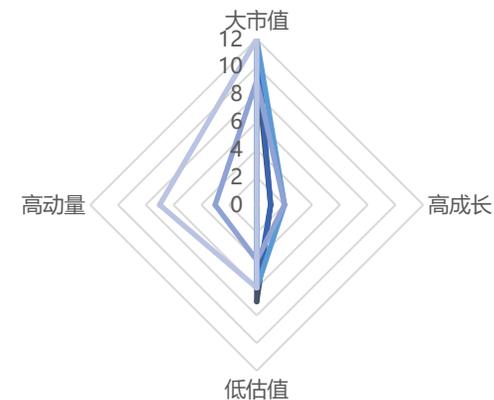
2024年TOP15组合重仓行业比例

行业	20240131	20240430
食品饮料	30.25%	19.26%
银行	9.00%	17.58%
煤炭	13.19%	13.92%
家电	8.18%	9.94%
电力及公用事业	1.84%	7.08%
机械	4.68%	6.58%
石油石化	2.63%	5.75%
通信	4.49%	4.44%
有色金属	0.00%	4.00%
汽车	3.33%	2.78%
医药	4.14%	1.34%
交通运输	0.73%	1.09%
非银行金融	3.58%	0.92%
商贸零售	0.00%	0.79%
基础化工	1.15%	0.76%
纺织服装	1.53%	0.66%
轻工制造	1.08%	0.61%
电力设备及新能源	1.13%	0.60%
建材	0.00%	0.52%
建筑	0.00%	0.49%
房地产	1.61%	0.48%
电子	4.76%	0.37%
传媒	1.54%	0.00%
消费者服务	0.55%	0.00%
综合	0.00%	0.00%
综合金融	0.00%	0.00%
计算机	0.61%	0.00%
国防军工	0.00%	0.00%
钢铁	0.00%	0.00%
农林牧渔	0.00%	0.00%

□ 组合持仓偏向大市值、高动量风格，近年来红利风格显著

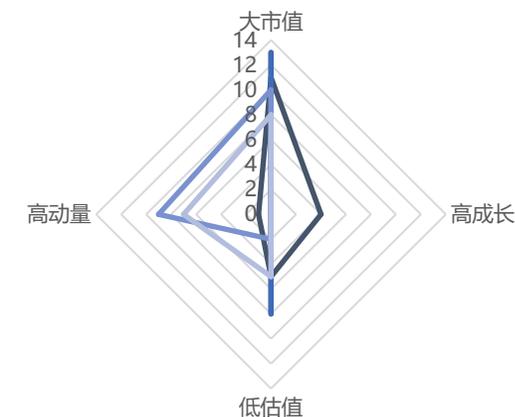
- 右图是TOP15优选组合最近一年和表现突出的2017年持有各风格类型基金的数量。可见组合持有的基金有明显的大市值和高动量风格，较少持有高成长风格基金。
- 该策略投资逻辑的两大支撑点：红利风格+高盈利质量，在不同时期也有不同侧重。自2023年以来，组合持仓的红利风格暴露均值不断提升，相比高盈利质量，组合更重视红利风格。

最近一年TOP15优选组合持有各风格类型基金数量



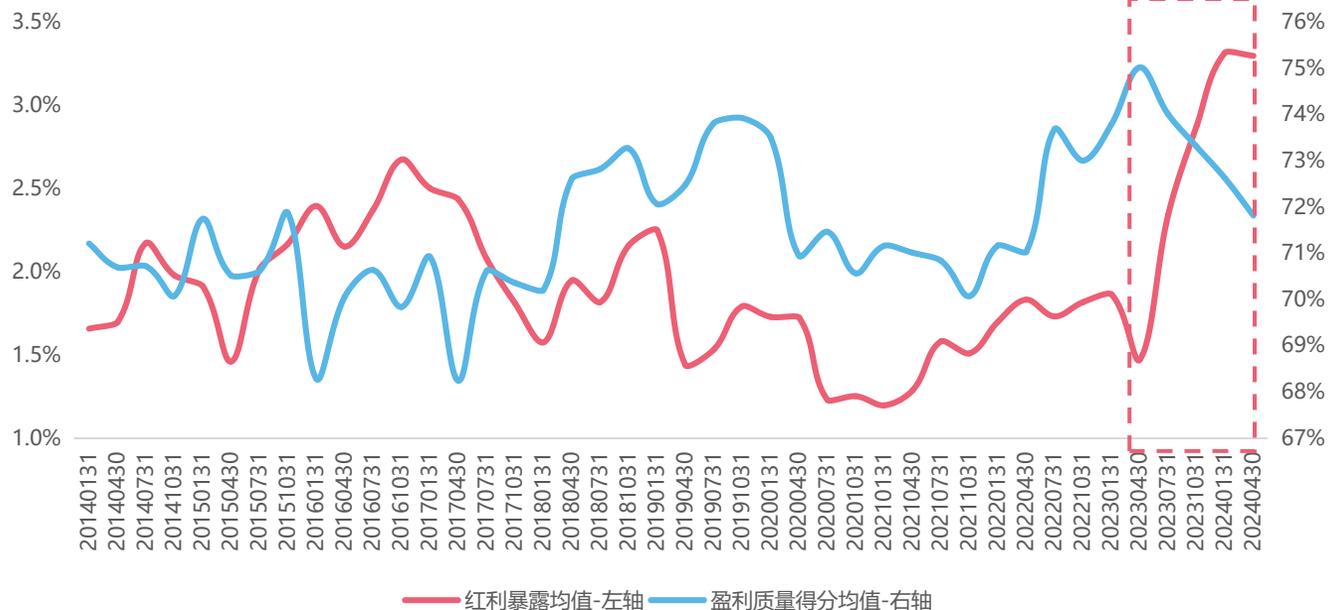
— 20230430 — 20230731 — 20231031 — 20240131 — 20240430

2017年TOP15优选组合持有各风格类型基金数量



— 20170131 — 20170430 — 20170731 — 20171031

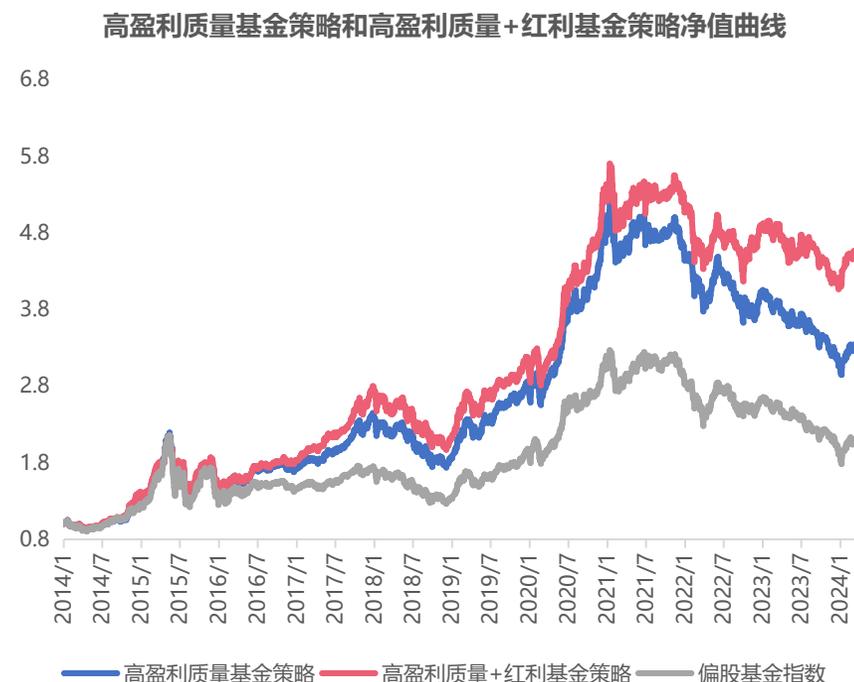
TOP15组合红利暴露和盈利质量得分均值



□ 红利和高盈利质量结合后有提升收益、抵抗风险效果

- 在之前发布的《高盈利质量多维评价体系下的权益基金选择——基金产品研究系列报告（十一）》报告中我们构建了高盈利质量选基策略，本文结合红利风格之后的策略相比之前的高盈利质量策略，在绝大多数年份收益有所提升，年化波动率和最大回撤（绝对值）有所下降。红利风格和高盈利质量在投资思维上有相通之处，二者结合之后有提升收益、抵抗风险的效果。
- 同时，在红利风格业绩表现较差的2016年、2018年和2022年，加入高盈利质量的考虑后的策略相比偏股基金指数能获得正超额收益。

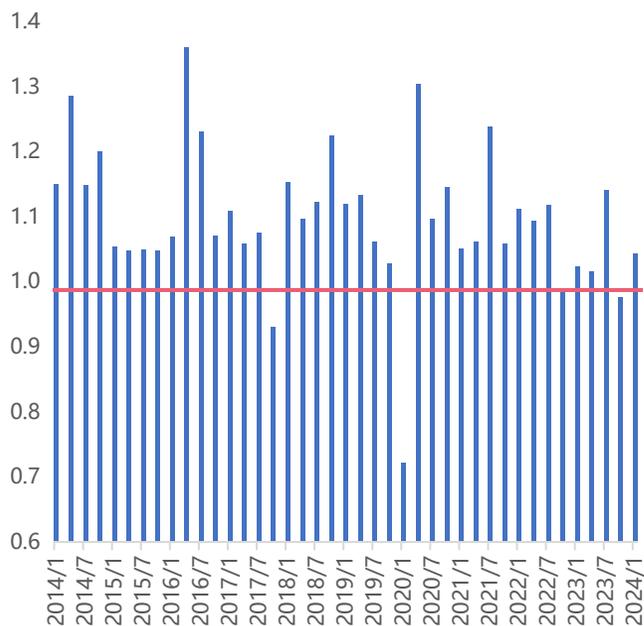
策略	高盈利质量策略			红利风格高盈利质量策略				中证红利指数
	收益率	年化波动率	最大回撤	收益率	年化波动率	最大回撤	超额收益率	收益率
2014	26.74%	15.61%	-13.06%	32.18%	↓14.88%	↓-11.32%	13.56%	56.18%
2015	42.31%	35.74%	-39.19%	38.49%	↓33.96%	↓-34.20%	-4.67%	26.86%
2016	-4.59%	23.11%	-23.86%	-1.80%	↓21.10%	↓-23.24%	11.23%	-7.64%
2017	32.52%	11.85%	-7.96%	43.52%	11.99%	-8.16%	29.40%	17.57%
2018	-22.00%	20.35%	-28.64%	-22.15%	20.83%	-28.70%	1.43%	-19.24%
2019	53.83%	18.57%	-10.06%	54.09%	18.83%	-11.41%	9.07%	15.73%
2020	68.28%	21.26%	-14.08%	61.36%	↓20.72%	-14.59%	5.46%	3.49%
2021	5.63%	17.76%	-14.77%	8.95%	17.78%	-15.34%	1.27%	13.37%
2022	-23.42%	17.74%	-25.38%	-15.22%	↓17.58%	↓-23.40%	5.81%	-5.45%
2023	-11.19%	11.75%	-21.18%	-7.46%	12.31%	↓-16.43%	6.06%	0.89%
2024(1-4月)	1.84%	15.38%	-10.92%	8.54%	↓12.22%	↓-4.74%	9.64%	10.66%
全时段	12.52%	20.37%	-43.13%	16.06%	↓19.77%	↓-34.20%	8.50%	9.27%



TOP15优选组合持有基金的赔率表现优于胜率表现

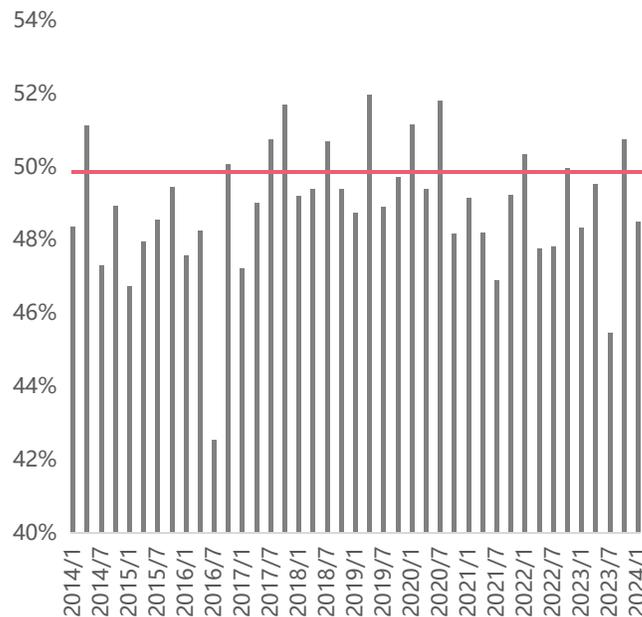
- 计算TOP15优选组合持有基金在持有期间的胜率和赔率，胜率为持有期间每日收益跑赢基准的概率，赔率为持有期间跑赢基准的相对收益均值/跑输基准的相对损失均值。胜率>50%意味着基金大概率跑赢基准，赔率>1则说明基金的收益损失比较高。下图可见，组合所持有的基金赔率均值在大多数持有区间>1，而胜率均值一般在45%-50%，赔率表现优于胜率。
- TOP15组合从2024年1月31日持有至2024年4月30日的基金胜率和赔率如下表，大成核心价值甄选A和华夏消费升级A胜率较高，易方达消费行业赔率较高。

TOP15优选组合基金持有期间赔率均值



注：统计时间2014/01/31-2024/01/31

TOP15优选组合基金持有期间胜率均值



注：统计时间2014/01/31-2024/01/31

2024年1月31日TOP15组合基金持有期间胜率和赔率

基金代码	基金简称	基金经理	胜率	赔率
001382.OF	易方达国企改革	郭杰	40%	1.20
519191.OF	万家新利	黄海	54%	1.03
010929.OF	大成核心价值甄选A	刘旭	58%	1.33
006921.OF	南方智诚	李锦文	53%	0.96
001927.OF	华夏消费升级A	黄文倩	58%	0.79
001623.OF	兴业国企改革A	刘方旭	49%	1.13
000619.OF	东方红产业升级	王延飞	54%	1.20
007959.OF	方正富邦天恒A	吴昊	47%	0.62
001473.OF	建信大安全	王东杰	45%	1.39
110009.OF	易方达价值精选	包正钰	49%	1.32
160627.OF	鹏华策略优选	袁航	34%	0.84
161706.OF	招商优质成长	贾成东	51%	0.77
360016.OF	光大行业轮动	詹佳	45%	1.09
017043.OF	汇添富品质价值	温宇峰	46%	0.57
110022.OF	易方达消费行业	萧楠,王元春	44%	1.40

注：统计时间2024/01/31

□ 今年以来TOP15优选组合持有基金各因子得分

- 今年以来高盈利质量+红利基金TOP15优选组合持有的基金各因子得分明细如下，长期滚动索提诺因子得分普遍较高，重仓市值抱团股因子得分方差较大。

2024年1月31日TOP15组合持有基金因子得分明细

基金代码	基金简称	基金经理	中期相对强度因子	长期滚动索提诺	HM择时选股因子	重仓市值抱团股因子	综合多因子
001382.OF	易方达国企改革	郭杰	0.97	0.92	0.99	0.96	0.96
519191.OF	万家新利	黄海	1.00	0.97	0.90	0.83	0.92
010929.OF	大成核心价值甄选A	刘旭	0.74	0.93	0.85	0.88	0.85
006921.OF	南方智诚	李锦文	0.81	0.90	0.92	0.58	0.80
001927.OF	华夏消费升级A	黄文倩	0.55	0.84	0.91	0.87	0.79
001623.OF	兴业国企改革A	刘方旭	0.64	0.71	0.80	0.96	0.78
000619.OF	东方红产业升级	王延飞	0.83	0.89	0.67	0.65	0.76
007959.OF	方正富邦天恒A	吴昊	0.75	0.73	0.87	0.68	0.76
001473.OF	建信大安全	王东杰	0.67	0.65	0.67	0.99	0.75
110009.OF	易方达价值精选	包正钰	0.69	0.89	0.92	0.48	0.74
160627.OF	鹏华策略优选	袁航	0.46	0.81	0.82	0.87	0.74
161706.OF	招商优质成长	贾成东	0.93	0.96	0.77	0.23	0.72
360016.OF	光大行业轮动	詹佳	0.81	0.85	0.71	0.51	0.72
017043.OF	汇添富品质价值	温宇峰	0.48	0.96	1.00	0.43	0.72
110022.OF	易方达消费行业	萧楠,王元春	0.63	0.68	0.61	0.94	0.72

2024年4月30日TOP15组合持有基金因子得分明细

基金代码	基金简称	基金经理	中期相对强度因子	长期滚动索提诺	HM择时选股因子	重仓市值抱团股因子	综合多因子
010929.OF	大成核心价值甄选A	刘旭	0.90	0.94	0.91	0.94	0.94
519212.OF	万家宏观择时多策略A	黄海	0.88	0.92	0.96	0.85	0.92
000778.OF	鹏华先进制造	袁航	1.00	0.99	0.81	0.88	0.91
002851.OF	南方品质优选A	袁立	0.84	0.89	0.99	0.93	0.91
004357.OF	南方智慧精选	李锦文	0.96	0.95	0.92	0.72	0.88
001382.OF	易方达国企改革	郭杰	0.50	0.92	1.00	1.00	0.83
000746.OF	招商行业精选	贾成东	0.99	0.97	0.79	0.43	0.82
519996.OF	长信银利精选A	许望伟	0.94	0.92	0.72	0.59	0.82
008978.OF	银华长丰	胡银玉	0.96	0.96	0.94	0.17	0.80
260103.OF	景顺长城动力平衡	刘苏	0.89	0.91	0.90	0.46	0.79
005576.OF	华泰柏瑞新金融地产A	杨景涵	0.80	0.89	0.94	0.33	0.79
110009.OF	易方达价值精选	包正钰	0.94	0.88	0.88	0.33	0.79
001651.OF	工银新蓝筹A	盛震山	0.84	0.74	0.87	0.53	0.78
165508.OF	中信保诚深度价值	吴一静	0.89	0.93	0.91	0.37	0.78
160613.OF	鹏华盛世创新A	伍旋	0.97	0.94	0.99	0.01	0.78

最新一期持仓推荐

- 根据最终的高盈利质量+红利基金TOP15优选方案，计算的2024年04月30日的基金组合构成以及权重如下。

组合权重	基金代码	基金简称	基金经理	规模(亿元)	今年以来收益(%)	赛道	类别	高动量	大市值	低估值	高成长
7%	010929.OF	大成核心价值甄选A	刘旭	9.88	10.24	制造+科技	双赛道	0	0	0	-1
7%	519212.OF	万家宏观择时多策略A	黄海	24.64	11.79	周期	单赛道	0	1	1	0
7%	000778.OF	鹏华先进制造	袁航	2.68	15.12	消费	单赛道	1	-1	0	-1
7%	002851.OF	南方品质优选A	袁立	11.77	19.91	全市场	全市场	0	1	-1	-1
7%	004357.OF	南方智慧精选	李锦文	4.76	14.29	全市场	全市场	1	1	0	0
7%	001382.OF	易方达国企改革	郭杰	9.73	11.15	消费	单赛道	1	-1	-1	-1
7%	000746.OF	招商行业精选	贾成东	25.21	12.72	周期+金融	双赛道	1	1	1	-1
7%	519996.OF	长信银利精选A	许望伟	3.77	12.42	周期	单赛道	1	1	0	-1
7%	008978.OF	银华长丰	胡银玉	1.64	7.89	金融	单赛道	1	0	1	-1
7%	260103.OF	景顺长城动力平衡	刘苏	10.11	6.44	消费	单赛道	1	-1	-1	-1
7%	005576.OF	华泰柏瑞新金融地产A	杨景涵	7.73	11.15	金融	单赛道	1	-1	1	-1
7%	110009.OF	易方达价值精选	包正钰	46.15	8.99	全市场	全市场	1	-1	-1	-1
7%	001651.OF	工银新蓝筹A	盛震山	6.68	12.89	周期+消费	双赛道	1	1	0	0
7%	165508.OF	中信保诚深度价值	吴一静	3.94	13.74	周期+金融	双赛道	1	1	1	-1
7%	160613.OF	鹏华盛世创新A	伍旋	8.17	11.46	全市场	全市场	1	0	1	-1

□ 因子定义

因子类型	因子名称	基本算法定义
特质收益因子	单因子调整Alpha	计算240个工作日CAPM的Alpha与残差标准差SE，取Alpha/SE
	三因子调整Alpha	计算240个工作日Fama-French三因子的Alpha与残差标准差SE，取Alpha/SE
	四因子调整Alpha	计算240个工作日Carhart四因子的Alpha与残差标准差SE，取Alpha/SE
	结构化风险模型Alpha	计算240个工作日行业风格多因子模型的Alpha与残差标准差SE，取Alpha/SE
	HM择时择股	计算240个工作日H-M模型的Alpha，与择时Beta，分别计算截面分位数后求和
	TM择时择股	计算240个工作日T-M模型的Alpha，与择时Beta，分别计算截面分位数后求和
收益风险因子	20日动量	最近20个工作日基金复权单位净值的涨幅
	120日动量	最近120个工作日基金复权单位净值的涨幅
	中期相对强度	先计算60个工作日基金复权单位净值的涨幅，再推迟60个工作日
	长期相对强度	先计算180个工作日基金复权单位净值的涨幅，再推迟60个工作日
	120日夏普率	最近120个工作日的年化收益率/最近120个工作日的年化标准差
	120日卡玛比	最近120个工作日的年化收益率/最近120个工作日的最大回撤
	120日索提诺比率	最近120个工作日的年化收益率/最近120个工作日的年化下行标准差
	240日夏普率	最近240个工作日的年化收益率/最近240个工作日的年化标准差
	240日卡玛比	最近240个工作日的年化收益率/最近240个工作日的最大回撤
	240日索提诺比率	最近240个工作日的年化收益率/最近240个工作日的年化下行标准差
	长期滚动夏普率	先计算最近4个月的240日夏普率，再取4个指标的均值/4个指标的标准差
	长期滚动卡玛比	先计算最近4个月的240日卡玛比，再取4个指标的均值/4个指标的标准差
	长期滚动索提诺比率	先计算最近4个月的240日索提诺比率，再取4个指标的均值/4个指标的标准差
持仓能力刻画因子	持仓交易能力	基金季报公布一个月内的收益相对于披露重仓股票收益的差异
	重仓换手率	基金最近季度重仓股相对上个季度重仓股持仓比例的变动之和
	重仓数量抱团股	最近季度基金重仓的股票在全部主动权益基金重仓股次数的加权和
	重仓市值抱团股	最近季度基金重仓的股票在全部主动权益基金重仓市值占股票流动市值比例的加权和
规模类因子	最新规模	基金最近季度披露的资产净值净值
	短期规模变化	基金最近季度的资产净值截面分位数相对上个季度的变动
	长期规模变化	基金最近季度的资产净值截面分位数相对4个季度前的变动

- 本报告所有分析均基于公开信息，不构成任何投资建议；
- 报告中采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险，且数据处理统计方式可能存在误差；
- 报告中结论均基于对历史客观数据的统计和分析，但过往数据并不代表未来表现。

金融工程小组介绍

李杨，金融工程及金融产品首席分析师，8年证券投资、研究经验。复旦大学本硕，曾先后就职于方正证券，银河基金，易方达基金。

熊颖瑜，金融工程分析师，6年金融行业工作经验，中国人民大学本硕，目前主要负责量化资产配置、选股研究。

熊晓湛，金融工程分析师，5年卖方金融工程工作经验，爱丁堡大学硕士，目前主要负责可转债、固收+策略、衍生品研究。

郑文睿，金融工程及金融产品分析师，帝国理工统计学硕士，4年工作经验，目前主要负责基金产品研究。

何欣洋，基金产品及财富管理分析师，约翰霍普金斯大学硕士，上海财经大学本科，5年工作经验，目前主要负责基金产品市场、资管市场及财富管理研究。

何佳玮，金融工程及金融产品分析师，哥伦比亚大学硕士，2年工作经验，目前主要参与资产配置、基金产品研究。

赵馨，金融工程研究助理，3年金融行业工作经验，马里兰大学硕士，目前主要负责量化资产配置等方面的研究。

蔡雯倩，金融工程及金融产品研究助理，上海财经大学硕士，目前主要负责可转债、固收+策略、衍生品研究。

许紫薇，基金产品研究助理，英国杜伦大学公司与国际金融专业，目前主要研究方向为基金产品市场。

分析师承诺

李杨, 郑文睿, 本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，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。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

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唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 金融工程研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597