

策略深度研究

高股息资产再扬帆

核心观点

资本利得与股息收入是高股息策略的收益来源。高股息策略的收益来源可划分为资本利得与股息收入，资本利得是股价变动带来的资产增值收益，股息收益则是分红收益。高股息策略作用于资本利得的逻辑如下：1) 股息率高的公司盈利能力相对强且稳定，赚盈利增长的钱；2) 股息率较高的公司估值较低，赚估值修复的钱。

高股息指数核心特征：1) A 股典型的高股息指数包括中证红利、红利价值、高股息精选、高股息策略、高分红指数；2) 长期视角下，A 股高股息指数整体跑赢沪深 300、中证 100，持平全 A、中证 500、中证 1000，最大回撤、夏普率优于代表性宽基指数；3) 行业配置方面，综合各高股息指数看，银行、地产、煤炭数量占比相对占优，部分兼备成长性的高股息指数增配基础化工、医药生物行业个股；4) 市值方面，A 股高股息指数市值普遍偏大，百亿以下公司数量占比均低于 50%；5) 高股息指数股息率优于全 A，中证红利、红利价值、高分红指数资产负债率高于宽基指数，高股息指数盈利能力相对较强，2010 年以来绝大多数高股息指数 ROE 高于上证指数；6) 不同港股高股息指数收益情况差异大，绝大多数高股息组合更依赖分红收益；7) 相较 AH 高股息策略，美股高股息策略行业分布更均匀，在工业、消费、信息技术、医疗保健上的占比大于 AH 高股息指数。

高股息策略占优区复盘：

自上而下看，高股息策略不仅仅是“熊市避风港”。1) 2006. 9-2007. 10：银行助力指数创新高，高股息策略在“区间牛”行情下持续占优；2) 2008. 1-2008. 5：海外多项利空压力下恐慌情绪蔓延，风险偏好持续回落，中短期熊市内高股息策略占优。3) 2011. 8-2013. 2：震荡区间内，市场风格偏向大盘蓝筹，“先地产，后银行”领涨轮转下，高股息策略占优。4) 2015. 9-2018. 12：“长周期熊牛切换”行情包括 2015. 9-2016. 2 的短期宽幅持续调整，2016. 2-2018. 1 的慢牛和 2018. 1-2018. 12 的中期调整，期间高股息策略在调整区间占优主要源于风险偏好的急速下降，在上涨区间占优主要源于估值体系修正下的大盘风格占优。

自下而上看，高股息因子长期胜率占优。剔除无派息样本后，将全部个股股息率按由低到高分成 10 组，以各年度平均涨跌幅和中位数涨跌幅进行交叉验证，2005 年至今，股息率在前 50% 的个股相对占优，仅 2010 和 2015 年高股息组合劣势明显。2016 年后高股息组合优势更大，70-100% 分位数对应个股组合在 2016、2017、2018 和 2022 年均排进前 4。

高股息策略长期驱动力及标的筛选：1) 指引规范下上市公司分红行为改善，高股息策略潜在标的范围扩大；2) 指数修订编制方案，高股息指数可投资性再提升；3) 高股息标的筛选上，基于中证红利指数成分，可设置机构覆盖、总市值、利润增速、ROE、股息率稳定性等进阶门槛优中选优。

风险提示：年度统计口径容易忽略短期波动，历史规律存在局限性，美联储加息幅度超预期

策略研究·策略深度

证券分析师：王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

S0980521030001

联系人：陈凯畅

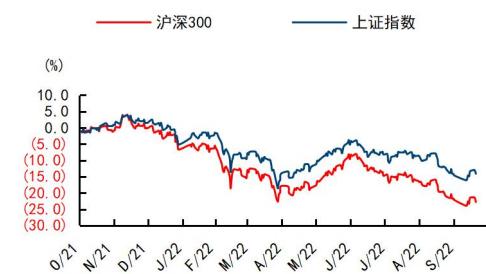
021-60375429

chenkaichang@guosen.com.cn

基础数据

中小板/月涨跌幅 (%)	7442.53/-3.53
创业板/月涨跌幅 (%)	2425.96/2.47
AH 股价差指数	149.14
A 股总/流通市值 (万亿元)	72.47/62.92

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《策略深度研究-9月A股整体估值先升后降，分化度小幅上升》——2022-10-11

《策略深度报告-基于资本周期框架的行业比较》——2022-09-27

《华夏沪深300ETF投资价值分析-把握核心资产长期优势》——2022-09-25

《多资产配置策略专题-海外哪类资产配置组合可以穿越衰退？》——2022-09-23

《华夏上证科创板50ETF投资价值分析-拥抱科技创新时代》——2022-09-22

内容目录

高股息策略收益来源及核心特征	5
从 DDM 到股息率	5
高股息策略的收益来源及核心特征	5
海内外高股息指数全景画像	6
国内五大高股息指数	6
全收益口径下国内高股息指数跑赢宽基指数且回撤更小	9
国内高股息指数大金融板块占主导，煤炭获增配	10
国内高股息指数成分股市值普遍偏大	15
中证红利&高分红指数股息率相对稳定	16
港股高股息指数更依赖股息收益	17
美股高股息组合行业分布更均匀	19
高股息策略优势区间复盘	20
自上而下看，高股息不仅仅是“熊市避风港”	20
自下而上看，仅考虑资本利得，高股息策略长期胜率占优	25
高股息策略两大长期驱动力	26
上市公司分红行为改善，股息率提升	26
指数修订编制方案，可投资性再提升	27
A 股市场高股息标的筛选	28
风险提示	30
免责声明	31

图表目录

图 1: 高股息策略的收益来源	5
图 2: 高股息标的盈利稳定、估值较低的特征正向作用于资本利得	6
图 3: 中证红利指数介绍	6
图 4: 中证红利价值指数介绍	7
图 5: 中证高股息精选指数介绍	7
图 6: 中证中信高股息策略指数介绍	8
图 7: 中证高分红指数介绍	8
图 8: 2009 年至今, 高股息代表指数表现较好	9
图 9: 年初至今, 高股息指数相对传统宽基指数表现更优	10
图 10: 各高股息指数行业数量分布情况 (截至 2022. 9. 30)	11
图 11: 各高股息指数行业市值分布情况 (截至 2022. 9. 30)	12
图 12: 中证红利指数行业数量分布变化情况	13
图 13: 中证红利指数行业市值分布变化情况	13
图 14: 红利价值指数行业数量分布变化情况	13
图 15: 红利价值指数行业市值分布变化情况	13
图 16: 高股息精选指数行业数量分布变化情况	14
图 17: 高股息精选指数行业市值分布变化情况	14
图 18: 高股息策略指数行业数量分布变化情况	14
图 19: 高股息策略指数行业市值分布变化情况	14
图 20: 高分红指数行业数量分布变化情况	15
图 21: 高分红指数行业市值分布变化情况	15
图 22: 各高股息指数成分股市值偏大 (数据截至 2022. 9. 30)	15
图 23: 长期视角下中证红利指数股息率高于市场	16
图 24: 各高股息指数股息率均优于全 A	16
图 25: 高股息指数资产负债率高于上证指数 (单位: %)	16
图 26: 高股息指数净资产收益率高于上证指数 (单位: %)	16
图 27: 港股高股息指数收益情况对比	18
图 28: 港股高股息指数与对应全收益指数走势对比	18
图 29: 美股高股息相较 AH 高股息策略, 行业分布上更均匀	19
图 30: 高股息不仅仅是“熊市避风港”	20
图 31: 高股息占优时间段及超额收益复盘	20
图 32: 2006 年全年大金融板块占优, 下半年优势更大	21
图 33: 2006 年末, 银行成高股息策略占优的主要贡献项	21
图 34: 我国货币政策趋势图 (1996-2007 年)	21
图 35: 2006 年 9 月起, 中美货币政策错位	22
图 36: 本轮高股息占优区间各一级行业涨跌幅	22
图 37: 2008 上半年 A 股持续下跌, 行业估值收缩	22

图 38: 高股息策略作为“熊市避风港”，防御性较强	22
图 39: 2011. 8-2013. 2 高股息策略相对占优	23
图 40: 2007 年至今商品房销售面积与房地产开发投资增速	23
图 41: 2012 年全年风格偏大盘价值	23
图 42: 大金融+地产后周期是 2012 年的领涨主力军	23
图 43: 2012 年 Q4 经济复苏曙光初现	24
图 44: 经济企稳下，银行 2012 年底迎来强势行情	24
图 45: ERP 行至拐点或急速上升时，高股息策略大概率占优	24
图 46: 全 A 两非和创业板 ROE 自 2017 年开始趋势背离	25
图 47: 慢牛期间小盘估值水位下降，大盘风格回升	25
图 48: 基于个股统计口径下的高股息优势区间与指数口径高度重合	26
图 49: 2013 年后，上市公司派息比例上台阶	27
图 50: 高股息公司 2019 年后股息率稳定在相对高位	27
图 51: 修订前后中证红利指数对比	28
图 52: 全市场高股息标的行业分布	28
图 53: 300 亿市值以上各行业高股息标的数量分布	28
图 54: A 股高股息标的筛选	29
表 1: 港股高股息指数介绍	17
表 2: 美股高股息代表性 ETF 产品一览	19
表 3: 上市公司股利政策及其内容	26

高股息策略收益来源及核心特征

从 DDM 到股息率

股利贴现模型（Dividend Discount Model），简称 DDM，是一种使用相对广泛的股票内在价值评价模型，该模型为定量分析公司价值提供了理论基础，也为证券投资的基本面分析提供了扎实有力的依据。该模型认为股票的内在价值可以用每年的股利收入现值之和来定量计算，通过将预期派发的股利按贴现率折算成现值，净现值之和即为股票的内在价值，其基本公式为：

$$D = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

其中 D 代表企业股权的内在价值， D_n 表示未来第 n 期的股息，r 表示贴现率。在实践过程中，股息率往往是公司分红水平更直接的反映指标

$$\text{股息率} = \frac{\text{每股股利}}{\text{每股市价}} = \frac{\text{每股盈余} \times \text{分红率}}{\text{每股市价}}$$

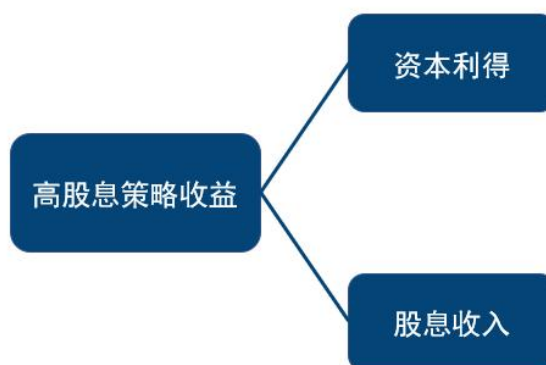
在实际计算口径中，个股维度包含股息率(当期)和股息率(TTM)两类计算口径，股息率(当期)是每年分配给股东的股息占股价的百分比，分子端为本年度分红加总，股息率(TTM)为近十二个月分配给股东的股息占股价的百分比，分子端为近十二个月内的现金股利加总，分母端为指定日股票市值。指数维度通常情况下对分子分母端均采用整体法的方式进行计算，将各成分股现金股利加总作为分子，将指定日股票市值加总作为分母，在此基础上进行股息率(当期)和股息率(TTM)的计算。

$$\text{指数股息率} = \frac{\sum \text{成分股现金股利}}{\sum \text{成分股总市值}}$$

高股息策略的收益来源及核心特征

收益来源上，高股息策略的收益来源可划分为资本利得与股息收入两个部分。资本利得指的是股价变动，即资产增值收益；股息收益则是分红。

图1：高股息策略的收益来源

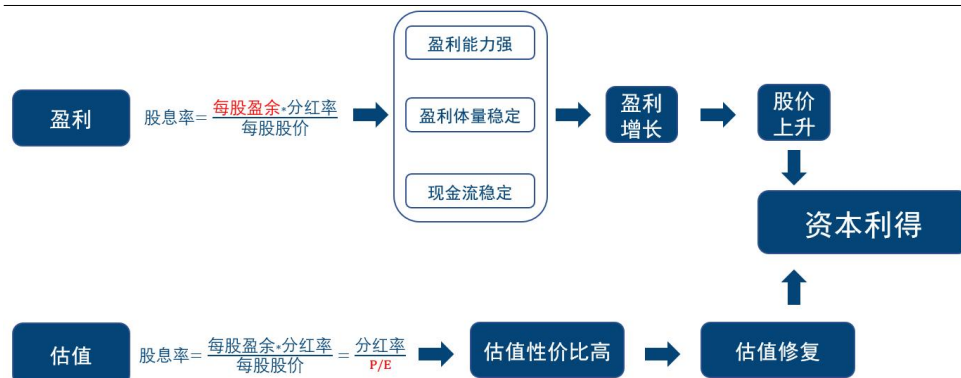


资料来源：国信证券经济研究所绘制

从资本利得的角度上看，盈利和估值视角下高股息策略均具备正向作用逻辑。盈利角度，具备较大比例现金分红的公司盈利能力相对较强，盈利与现金流相对稳定，这类公司往往可以赚盈利增长的钱；估值角度，股息率较高的公司往往具备

较低的估值，因而存在估值修复的空间，这部分价值回归收益同样是资本利得的组成部分。

图2：高股息标的盈利稳定、估值较低的特征正向作用于资本利得



资料来源：国信证券经济研究所绘制

海内外高股息指数全景画像

国内五大高股息指数

目前典型的典型高股息指数主要有以下五个：中证红利、红利价值、CS 高股息、高股息策略指数、高分红指数。具体介绍如下：

图3：中证红利指数介绍

指数名称	中证红利指数	英文名称	CSI Dividend Index
指数代码	000922.CSI	指数类型	股票类
基日	2004-12-31	基点	1000
发布日期	2008-05-26	发布机构	中证指数有限公司
所属板块	指数-股票指数类-市场指数-中证全指数		
指数简介	中证红利指数以沪深A股中现金股息率高、分红比较稳定、具有一定规模及流动性的100只股票为成分股，采用股息率作为权重分配依据，以反映A股市场高红利股票的整体表现。		
样本空间	中证红利指数样本空间为沪深300指数样本空间中满足以下条件上市公司证券： □ 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； □ 过去一年日均总市值排名在前 80%； □ 过去一年日均成交金额排名在前 80%		
选择方法	对样本空间内证券，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。		
定期调整	指数样本每年调整一次，样本调整实施时间为每年 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深 300 指数的样本空间的前 90%； (3) 过去一年日均成交金额排名落在沪深 300 指数的样本空间的前 90%。 满足以上三个条件的原样本仍具有新一期样本空间的资格。 每次调整的样本比例一般不超过 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数量超过 20%。权重因子随样本定期调整而调整，调整时间与指数样本定期调整实施时间相同，在下一个定期调整日前，权重因子一般固定不变。		
临时调整	特殊情况下将对指数进行临时调整。当样本退市时，将其从指数样本中剔除。样本公司发生收购、合并、分拆等情形的处理，参照计算与维护细则处理。		

资料来源：中证指数有限公司，Wind，国信证券经济研究所整理

图4：中证红利价值指数介绍

指数名称	中证红利价值指数	英文名称	CSI Dividend Value Index
指数代码	H30270.CSI	指数类型	股票类
基日	2005-12-30	基点	1000
发布日期	2013-12-19	发布机构	中证指数有限公司
所属板块	指数-股票指数类-市场指数-中证全指数		
指数简介	中证红利价值指数选取股息率高且价值特征突出的50只股票作为样本股，旨在反映分红水平高且价值特征突出的股票的整体表现。		
样本空间	中证红利价值指数样本空间为中证全指样本空间中满足以下条件上市公司证券： ☐ 过去三年连续现金分红且每年的税后现金股息率均大于 0； ☐ 过去一年内日均总市值排名在前 80%； ☐ 过去一年内日均成交金额排名在前 80%		
选样方法	（1）对样本空间内证券，计算其过去一年的红利支付率和过去 3 年的每股股利增长率，剔除支付率过高或者为负的证券（红利支付率过高：支付率排名在样本空间前 5%），剔除增长率非正的证券； （2）对样本空间内剩余证券，计算过去 3 年的平均税后现金股息率和 BP、EP、CFP；按照过去 3 年平均税后现金股息率降序排列，挑选排名居前的 75 只证券作为待选样本； （3）在上述待选证券中，按照 BP、EP、CFP 降序进行综合排名，挑选综合排名居前的 50 只证券作为指数样本。		
定期调整	指数样本每年调整一次，样本调整实施时间为每年 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）过去一年内日均总市值排名落在中证全指指数样本空间的前 90%； （3）过去一年内日均成交金额排名落在中证全指指数样本空间的前 90%。 满足以上三个条件的原样本仍具有新样本空间的资格，每次调整的样本比例一般不超过 20%。除非因不满足过去一年的税后现金股息率大于 0.5%被首先剔除的原样本证券超过了 20%。 权重因子随样本定期调整而调整，调整时间与指数样本定期调整实施时间相同。在下一个定期调整日前，权重因子一般固定不变。		
临时调整	特殊情况下将对指数进行临时调整。当样本退市时，将其从指数样本中剔除。样本公司发生收购、合并、分拆等情形的处理，参照计算与维护细则处理。		

资料来源：中证指数有限公司，Wind，国信证券经济研究所整理

图5：中证高股息精选指数介绍

指数名称	中证高股息精选指数	英文名称	CSI High Dividend Yield Select Index
指数代码	930838.CSI	指数类型	股票类
基日	2004-12-31	基点	1000
发布日期	2016-06-08	发布机构	中证指数有限公司
所属板块	指数-股票指数类-市场指数-中证全指数		
指数简介	中证高股息精选指数从沪深A股中选取100只流动性好、连续分红、股息率高、盈利持续且具有成长性的股票作为指数样本股，采用股息率加权，以反映沪深A股市场股息率高、盈利持续且具有成长性的股票的整体表现。		
样本空间	中证高股息精选指数样本空间同中证全指样本空间		
选样方法	（1）对样本空间内证券按照过去一年的日均成交金额由高到低排名，剔除排名后 20%的证券； （2）对（1）中剩余证券，选取过去三年连续现金分红且每年现金股息率均大于 0 的证券； （3）对（2）中剩余证券，计算其过去三年的平均现金股息率并降序排列，剔除排名位于后 30%的证券； （4）对（3）中剩余证券，分行业分公司计算质量因子指标，并按照质量因子指标排序获取综合评分； （4.1）定义质量因子的主要指标： > ROA=净利润/总资产； > Growth=（最近一期年报净利润-三年前年报净利润）/平均总资产 / 调整日市净率； > ACCRUAL= （营业利润-经营活动现金净流量）/期初总资产 ； > OPCFD=经营活动现金净流量/总负债； （4.2）分行业分公司计算质量因子指标，并按照质量因子指标排序获取综合评分： 金融行业：分别计算 ROA 和 Growth 指标，将每个指标在剩余所有证券中由高到低排名并计算其百分比排名，然后将两个指标百分比排名相加所得的均值作为金融行业证券的综合评分； Rank(金融行业) = (Rank(a) + Rank(b)) / 2 非金融行业：分别计算四个质量因子指标，其中对 ROA 和 Growth 指标在剩余所有证券中由高到低排名并计算其百分比排名；对 ACCRUAL 和 OPCFD 两个指标在非金融行业内由高到低排名并计算其百分比排名，然后将四个指标百分比排名相加所得的均值作为非金融行业证券的综合评分； Rank(非金融行业) = (Rank(a) + Rank(b) + Rank(c) + Rank(d)) / 4 （5）选取综合评分排名前 100 名的证券作为指数样本。		
定期调整	指数样本每年调整一次，样本调整实施时间为每年 12 月的第二个星期五的下一交易日。权重因子随样本定期调整而调整，调整时间与指数样本定期调整实施时间相同，在下一个定期调整日前，权重因子一般固定不变。		
临时调整	特殊情况下将对指数进行临时调整。当样本退市时，将其从指数样本中剔除。样本公司发生收购、合并、分拆等情形的处理，参照计算与维护细则处理。		

资料来源：中证指数有限公司，Wind，国信证券经济研究所整理

图6：中证中信高股息策略指数介绍

指数名称	中证中信高股息策略指数	英文名称	CSI CITIC High Dividend Yield Strategy Index
指数代码	931053.CSI	指数类型	股票类
基日	2008-12-31	基点	1000
发布日期	2017-12-11	发布机构	中证指数有限公司
所属板块	指数-股票指数类-市场指数-中证全指数		
指数简介	中证中信高股息策略指数从沪深A股中选取80只流动性好、盈利稳定且预期股息率较高的股票作为指数样本股，采用预期股息率调整市值加权，以反映盈利稳定且预期股息率较高上市公司的整体表现。		
样本空间	中证中信高股息策略指数的样本空间由满足以下条件的沪深 A 股构成： ☐ 上市时间超过一个季度，除非该股票自上市以来的日均 A 股总市值在全部沪深 A 股中排在前 30 位； ☐ 非 ST、*ST 股票； ☐ 非暂停上市股票。		
选样方法	(1) 对样本空间股票，选取同时满足以下筛选标准的股票： a) 按照过去一年日均总市值和过去一年日均成交金额分别降序排列，剔除排名靠后 20% 的股票； b) 按照送转调整后 EPS (TTM) 和未分配利润分别降序排列，剔除排名靠后 40% 的股票； c) 按照过去 3 年送转调整后 EPS (TTM) 增速波动率升序排列，剔除排名靠后 40% 的股票； 送转调整后EPS(TTM)=净利润(TTM)/送转调整加权总股本 d) 剔除过去三年现金分红次数小于 2 次的股票； e) 剔除 PE (TTM) 小于等于 0 的股票； (2) 对 (1) 中剩余股票，计算其预期股息率增加值并按降序排列，选取排名靠前的 80 只股票作为指数样本股。若上一期指数成份股在新一期指数成份股调整日处于停牌状态，则保留停牌股票同时选取预期股息率增加值最高的股票，使得样本股数量达到 80 只。 预期股息率增加值=(预期EPS增速*预期现金股利分配率)/PE (TTM) 其中，预期 EPS 增速为过去 4 个财务季度送转调整后 EPS 的环比增速；预期现金股利分配率为过去 3 年现金股利分配率的均值： 预期EPS增速=(EPS ₀₂₋₀₅ -EPS ₀₁₋₀₄)/max (0.2, EPS ₀₁₋₀₄) 过去一年现金股利分配率=过去一年现金分红总额/max (abs (当年净利润), 1000万)		
定期调整	中证中信高股息策略指数的样本股每月调整一次，样本股调整实施时间为每月月初的第三个交易日。 权重因子随样本股定期调整而调整，调整时间与指数样本定期调整实施时间相同。在下一个定期调整日前，权重因子一般固定不变。		
临时调整	特殊情况下将对指数进行临时调整。当样本退市时，将其从指数样本中剔除。样本公司发生收购、合并、分拆等情形的处理，参照计算与维护细则处理。		

资料来源：中证指数有限公司，Wind，国信证券经济研究所整理

图7：中证高分红指数介绍

指数名称	中证高分红指数	英文名称	CSI High Dividend Yield Index
指数代码	H30366.CSI	指数类型	股票类
基日	2004-12-31	基点	1000
发布日期	2014-07-21	发布机构	中证指数有限公司
所属板块	指数-股票指数类-市场指数-中证全指数		
指数简介	中证高分红指数选取股息率高、市盈率低的股票组成样本股，并且样本股的权重与股息率、市盈率挂钩，旨在反映这一类股票的整体表现。		
样本空间	指数样本空间由满足以下条件的沪市证券组成： (1) 过去 2 年连续现金分红且每年的税后现金股息率均大于 0； (2) PE 为正值且 PE 在沪深主板市场中排名在后 50%； (3) 日均总市值不低于 30 亿元； (4) 上市时间超过一个季度，除非该证券的日均总市值排在沪市的前 18 位。		
选样方法	计算样本空间内各证券的调整因子并降序排列，选择排名前 80 的证券组成指数样本。若样本空间内证券未达 80 只，则全部入选。 对样本空间内的证券，计算各证券的调整因子，具体计算方法如下： 调整因子=(调整股息率/5%)*0.7+(1-调整市盈率/PE _z)*0.3 其中，调整股息率=Min(2 年平均税后股息率，5%)，调整市盈率 = Min(市盈率，PE _z)，PE _z 为沪深主板市场证券市盈率的中位数。		
定期调整	指数样本每年调整一次，样本调整实施时间为每年 12 月的第二个星期五的下一交易日，每次调整的样本数量一般不超过 20%。 权重因子随样本定期调整而调整，调整时间与指数样本定期调整实施时间相同。在下一个定期调整日前，权重因子一般固定不变。		
临时调整	特殊情况下将对指数进行临时调整。当样本退市时，将其从指数样本中剔除。样本公司发生收购、合并、分拆等情形的处理，参照计算与维护细则处理。		

资料来源：中证指数有限公司，Wind，国信证券经济研究所整理

全收益口径下国内高股息指数跑赢宽基指数且回撤更小

各高股息指数选择方式存在差异，可综合各高股息指数对高股息策略进行观测。以中证红利、红利价值、中证高股息精选、中证高股息策略和中证高分红指数为例，样本数量方面，上述五个指数的成分股数量分别为 100、50、100、80、80，样本数量相对较少；选样方法方面，除中证红利以股息率为单一因子进行排序筛选外，另外四个高股息指数均使用了更为综合的选样标准。从调仓时间上看，除高股息策略指数采取月频调仓外，其余指数的调仓频率均为 1 次/年，成分股相对稳定。各高股息指数对高股息策略都存在一定的表征意义，因此下文在长短期观测维度上将各类高股息指数纳入到与宽基指数的对比中。上述五个高股息指数的基日均不晚于 2008 年 12 月 31 日，故长期维度对比以 2009 年 1 月 1 日为起点。

原指数口径下，高股息策略组合整体跑赢沪深 300、中证 100，持平全 A、中证 500、中证 1000，最大回撤优于代表性宽基指数。收益率方面，中证红利、红利价值、高股息精选、高股息策略、高分红指数 2009 年 1 月 1 日至 2022 年 9 月 30 日的年化收益率分别为 8.05%、9.20%、9.02%、14.77%和 6.78%，沪深 300 和中证 100 年化收益率分别为 5.62%和 5.18%，各高股息指数均跑赢；对比万得全 A、中证 500、中证 1000，除月度调仓的高股息策略外，上述高股息指数整体无明显优势。波动率方面，高股息指数年化波动率与代表性宽基指数差异不大。夏普率方面，高股息指数夏普率略优于代表性宽基指数。最大回撤方面，2009 年至今，除中证高股息精选指数外，其余各高股息指数最大回撤均小于宽基指数。

全收益指数口径下，高股息策略组合整体跑赢各代表性宽基指数，且夏普率、最大回撤优于代表性宽基指数。收益率方面，中证红利全收益、红利价值全收益、高股息精选全收益、高股息策略全收益、高分红全收益指数 2009 年 1 月 1 日至 2022 年 9 月 30 日的年化收益率分别为 11.91%、13.43%、11.72%、17.31%和 11.70%，均跑赢图中所有宽基全收益指数。从夏普率看，上述高股息全收益指数中夏普率最低的中证高股息精选指数仍高于代表性宽基指数中夏普率最高的中证 1000。最大回撤方面，除高股息精选指数外，其余高股息全收益指数相对宽基指数占优。

图8：2009 年至今，高股息代表指数表现较好

指数类别	指数名称	年化收益率	年化波动率	夏普比率	最大回撤
高股息	中证红利	8.05%	23.72%	0.23	-46.51%
	红利价值	9.20%	23.90%	0.27	-42.19%
	CS高股息	9.02%	25.22%	0.25	-51.96%
	高股息策略	14.77%	24.32%	0.50	-44.00%
	高分红	6.78%	22.40%	0.18	-42.93%
高股息全收益	中证红利全收益	11.91%	23.69%	0.39	-45.66%
	红利价值全收益	13.43%	23.84%	0.45	-40.99%
	CS高股息全收益	11.72%	25.21%	0.36	-50.00%
	高股息策略全收益	17.31%	24.30%	0.61	-43.31%
	高分红全收益	11.70%	21.51%	0.42	-37.97%
代表性宽基	万得全 A	9.17%	24.77%	0.26	-55.99%
	沪深300	5.62%	23.52%	0.12	-46.70%
	中证100	5.18%	23.45%	0.11	-50.01%
	中证500	8.33%	26.81%	0.21	-65.20%
	中证1000	9.35%	28.32%	0.24	-72.35%
代表性宽基全收益	中证A股全收益	8.79%	24.08%	0.25	-55.59%
	沪深300全收益	7.73%	23.51%	0.21	-46.06%
	中证100全收益	7.67%	23.44%	0.21	-45.60%
	中证500全收益	9.39%	26.81%	0.25	-64.14%
	中证1000全收益	10.05%	28.33%	0.26	-71.79%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：数据起始时间为 2009 年 1 月 1 日，截至 2022 年 9 月 30 日，无风险利率为十年期国债利率，红色越深代表该项指标表现越好，蓝色越深代表该项指标表现越差

年初至今，原指数口径下，高股息指数整体跑赢宽基指数，最大回撤优于代表性宽基指数。收益率方面，中证红利、红利价值、高股息精选、高股息策略、高分红指数 2022 年 1 月 1 日至 2022 年 9 月 30 日的年化收益率分别为-8.85%、3.01%、-26.03%、-6.02%和-1.97%，除中证高股息精选指数相较宽基指数优势不大外，其余高股息指数均跑赢宽基指数。夏普率方面，除中证高股息精选指数外，其余高股息指数夏普率略优于代表性宽基指数。最大回撤方面，年初至今，除中证高股息精选指数外，其余各高股息指数最大回撤均小于宽基指数。

考虑分红再投资贡献的全收益指数口径下，高股息全收益指数年初至今整体跑赢各代表性宽基全收益指数，且夏普率、最大回撤优于代表性宽基指数。收益率方面，中证红利全收益、红利价值全收益、高股息精选全收益、高股息策略全收益、高分红全收益指数 2022 年 1 月 1 日至 2022 年 9 月 30 日的年化收益率分别为-2.10%、10.85%、-22.79%、-1.94%和 6.23%，对照原指数看，股息收益成为年初至今高股息指数主要的收益贡献来源。对比各代表性宽基全收益指数，高股息全收益指数均跑赢，且优势更为明显。从夏普率看，高股息全收益指数中仅红利价值和高分红全收益指数录得正值，但高股息全收益指数夏普率表现仍优于宽基全收益指数。最大回撤方面，全收益指数口径下的结论和原指数口径相似，除高股息精选指数外，其余高股息全收益指数相对宽基全收益指数占优。

图9：年初至今，高股息指数相对传统宽基指数表现更优

指数类别	指数名称	年化收益率	年化波动率	夏普比率	最大回撤
高股息	中证红利	-8.85%	21.64%	-0.54	-13.06%
	红利价值	3.01%	22.99%	0.01	-15.18%
	CS高股息	-26.03%	22.21%	-1.30	-24.97%
	高股息策略	-6.02%	26.86%	-0.33	-17.42%
	高分红	-1.97%	18.85%	-0.25	-13.26%
高股息全收益	中证红利全收益	-2.10%	21.62%	-0.22	-12.63%
	红利价值全收益	10.85%	22.82%	0.36	-12.72%
	CS高股息全收益	-22.79%	22.30%	-1.14	-24.92%
	高股息策略全收益	-1.94%	26.81%	-0.18	-17.42%
	高分红全收益	6.23%	18.64%	0.19	-11.55%
代表性宽基	万得全A	-27.63%	21.54%	-1.41	-26.88%
	沪深300	-30.20%	20.30%	-1.62	-23.05%
	中证100	-30.03%	20.54%	-1.59	-22.63%
	中证500	-29.42%	23.50%	-1.37	-28.83%
	中证1000	-30.90%	27.11%	-1.24	-34.03%
代表性宽基全收益	中证A股全收益	-27.82%	21.72%	-1.41	-26.95%
	沪深300全收益	-28.22%	20.31%	-1.52	-23.02%
	中证100全收益	-28.28%	20.56%	-1.51	-21.23%
	中证500全收益	-27.72%	23.54%	-1.29	-28.81%
	中证1000全收益	-29.92%	27.15%	-1.20	-34.01%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

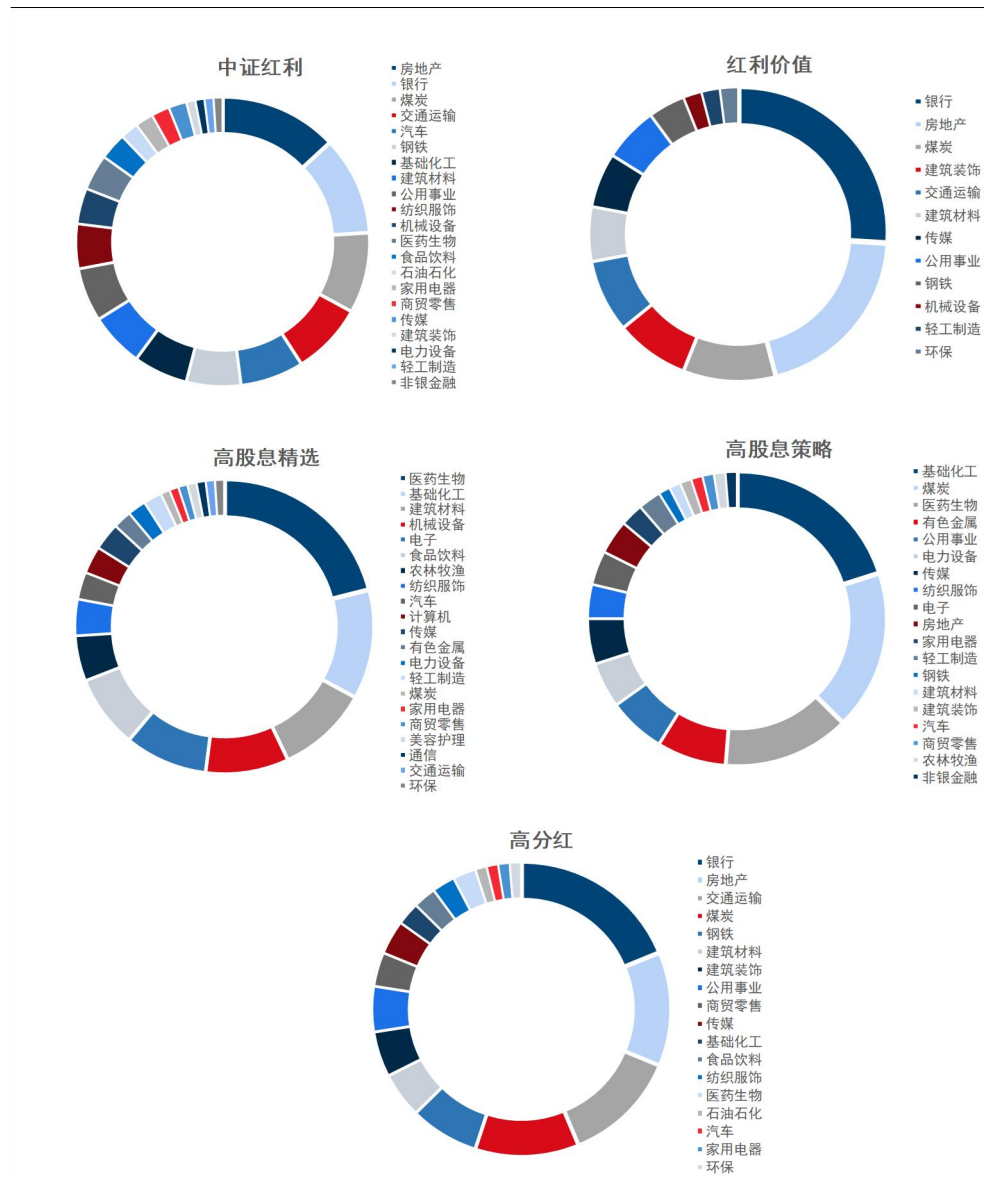
注：数据起始时间为 2022 年 1 月 1 日，截至 2022 年 9 月 30 日，无风险利率为十年期国债利率，红色越深代表该项指标表现越好，蓝色越深代表该项指标表现越差

国内高股息指数大金融板块占主导，煤炭获增配

综合各高股息指数看，银行、地产、煤炭数量占比相对占优。截至 2022 年 9 月 30 日，从数量占比上看，中证红利、红利价值、高分红指数中，银行、地产、煤炭、交运数量占比均位居前 5，其中红利价值指数和高分红指数中，上述四个行业个股数量占到全部成分股的一半以上。

高股息精选与高股息策略指数选样标准更综合，成分股行业分布与其他高股息指数存在差异。从指数的选样目标看，中证高股息指数反映沪深市场股息率高、盈利持续且具有成长性的股票的整体表现，中证中信高股息策略指数反映盈利稳定且预期股息率较高的上市公司的整体表现，上述两个指数当前成分股中基础化工、医药生物数量占比相对较高，银行地产等大金融板块个股被剔除。

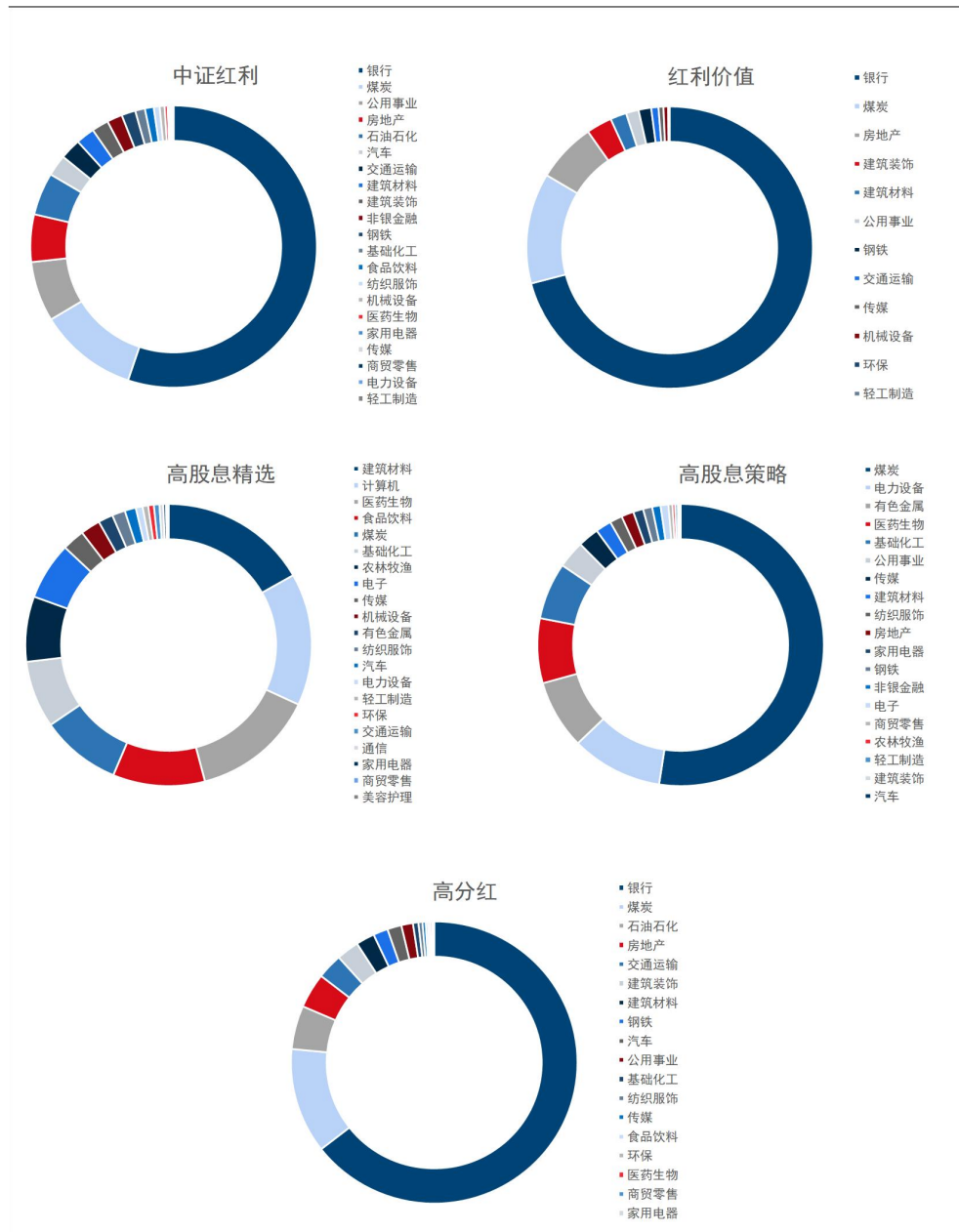
图 10：各高股息指数行业数量分布情况（截至 2022.9.30）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

除高股息精选指数外，各高股息指数市值分布较为集中，市值前三行业占比达 70%。截至 2022 年 9 月 30 日，从市值占比上看，中证红利、红利价值、高分红指数中，占比最高的行业为银行、煤炭。高股息精选、高股息策略指数中，煤炭市值占比分别为 9.11%和 52.41%。不论是偏价值风格的中证红利、红利价值、高分红指数，还是偏成长和均衡的高股息精选、高股息策略指数，煤炭行业始终是配置的重点行业。从行业分布集中度上看，除高股息精选指数外，其余高股息指数市值前三的行业占比和均超过 70%，行业分布较为集中。

图 11：各高股息指数行业市值分布情况（截至 2022.9.30）

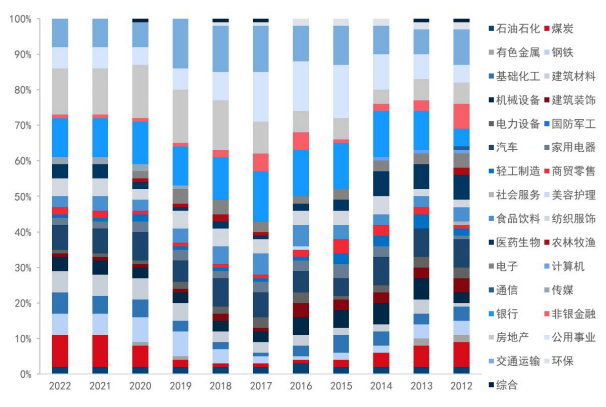


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

纵向视角下，我们以指数发布后每年最后一个交易日的成分股为样本，通过行业数量占比和市值占比的截面数据观测各高股息指数的行业变迁。

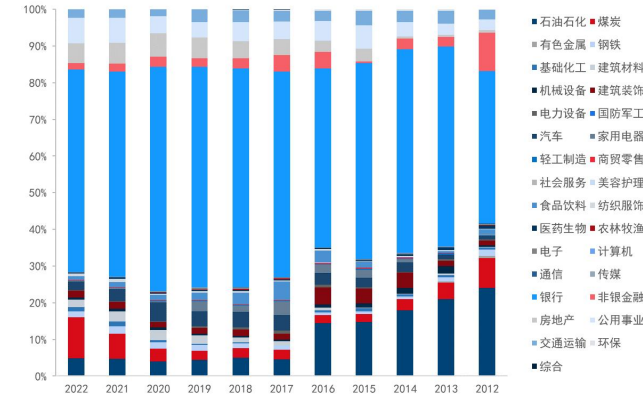
中证红利指数：2020 年以来增配煤炭，减配交运，银行、房地产、公用事业配置比例相对稳定。市值占比方面，煤炭占比从 2019 年的 2.49% 提升至 2021 年的 6.8%，2022 年进一步提升至 11.2%。刨去煤炭行业上涨的影响，仅从数量占比看，煤炭行业个股数量占比从 2019 年的 2% 提升至 2022 年的 9%。交运行业数量占比在 2015-2019 年持续稳定在 10% 以上，2020 年以来，交运行业个股数量占比减少到 7%，市值占比减少到 2.5% 以下。2019-2022 年，银行业个股数量占比始终在 11-12%，市值占比则维持在 55%-61%，整体变化不大。房地产行业市值占比在 5.5-6.4% 区间内波动，数量占比始终在 13% 以上。

图 12: 中证红利指数行业数量分布变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

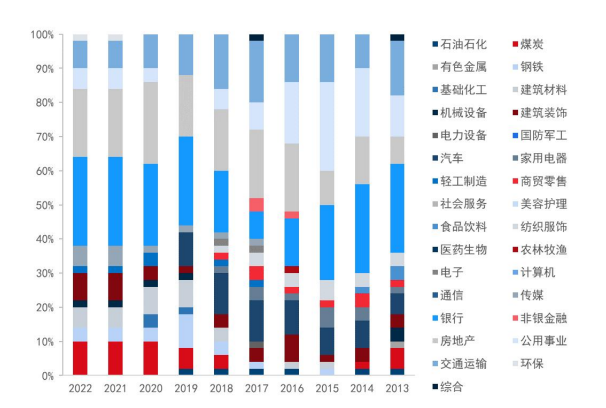
图 13: 中证红利指数行业市值分布变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

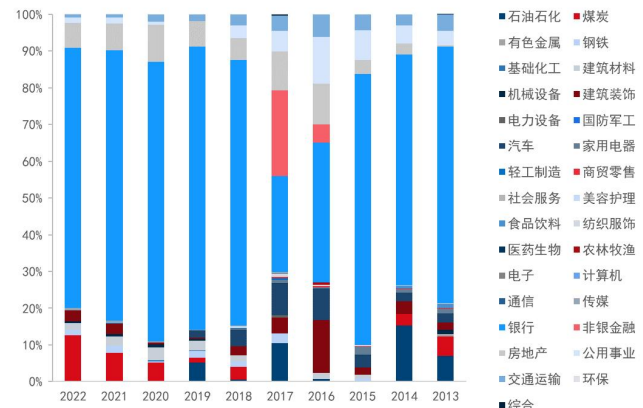
红利价值指数: 煤炭成分股市值数量占比双升, 银行占比维持高位。市值占比方面, 2019 年以前, 煤炭行业成分股市值占比最大值仅为 3.52%, 2020 年后, 煤炭行业市值占比从 5% 持续上升至 12% 以上。数量占比方面, 2020 年后煤炭行业占比维持在 10% 以上。银行业除 2016、2017 年外, 历年市值占比均超过 60%, 近五年更是高于 70%。数量及市值占比方面, 房地产行业相对稳定, 2016 年以来数量占比稳定在 9-12% 之间, 市值占比稳定在 18%-24% 之间。

图 14: 红利价值指数行业数量分布变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

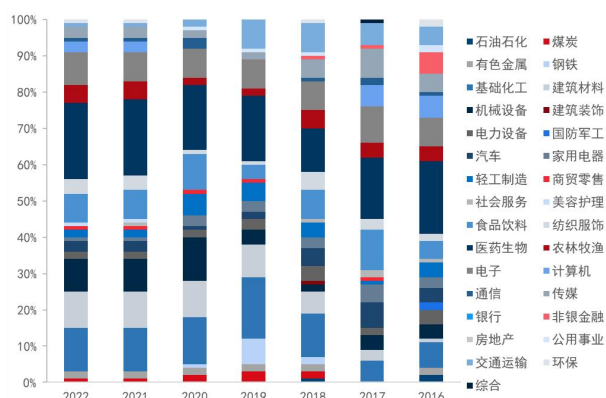
图 15: 红利价值指数行业市值分布变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

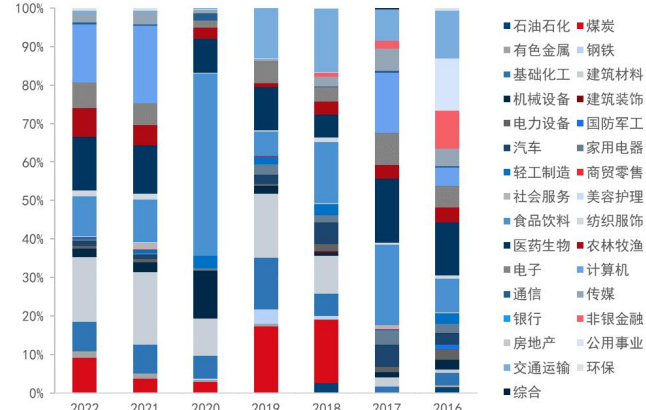
高股息精选指数: 医药生物数量占比较高, 建材、计算机市值占比维持高位。2016 年以来, 历年医药生物行业数量占比分别为 20%、17%、12%、18%、18%、21%、21%, 年初至今高股息精选指数表现不及其余高股息指数, 可以归因于行业配置差异。计算机行业在 2017、2021、2022 年的高市值占比主要受海康威视拉动。建材行业成分股 2020 年数量占比首次达到 10%, 市值占比近两年稳定在 16% 以上。2020 成分股调整后食品饮料行业的占比提升主要贡献项为五粮液。

图16：高股息精选指数行业数量分布变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

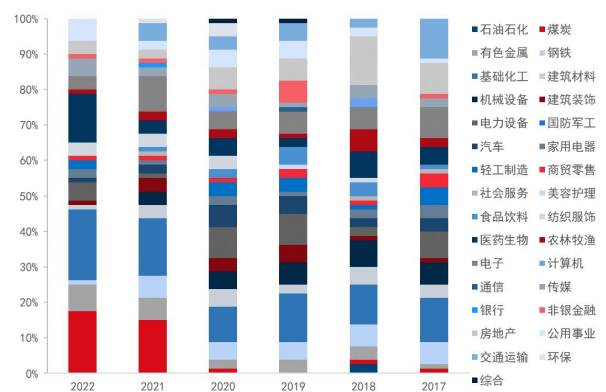
图17：高股息精选指数行业市值分布变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

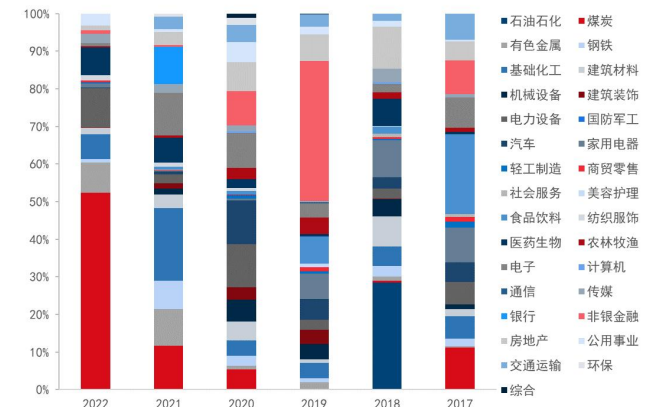
高股息策略指数：最近调仓日大幅增配医药生物，近两年煤炭、基础化工持续获增配。市值占比方面，2020年后医药生物市值占比突破5%，2022年数量占比首次突破10%。2021、2022年煤炭行业个股数量占比分别为15%和17.5%，一改2020年以前的配置趋势。其余行业中，化工行业成分股数量先降后升，2022年数量占比达16%为历年来最高，市值占比高峰出现在2021年，主要贡献项为万华化学。

图18：高股息策略指数行业数量分布变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图19：高股息策略指数行业市值分布变化情况

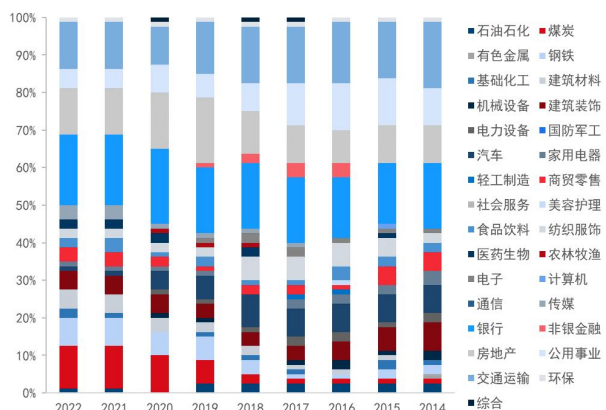


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

高分红指数：近三年来行业占比变化相对稳定，长期维度下，公用事业、汽车减配趋势明显。数量占比方面，2020、2021、2022三期截面数据对比下，所有一级行业数量占比变化均未超过4%。相较2016-2019年，房地产、交运行业成分股数量占比小幅下降，公用事业数量占比下降幅度较大。将观测区间拉长至2014年以来，汽车行业成分股在数量和市值占比上先上升后下降，18年后减配趋势明显。

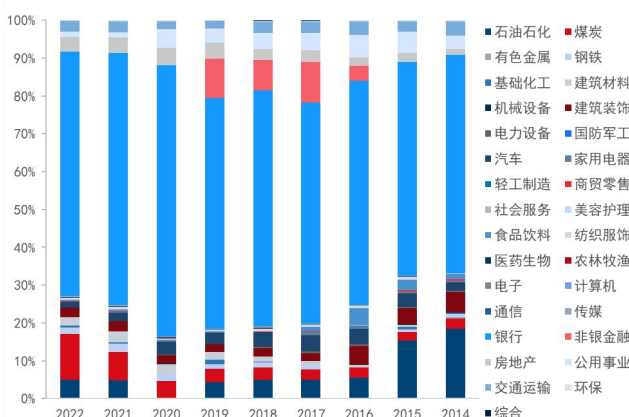
综合各高股息指数看，近年来煤炭获青睐，上游行业如基础化工、石油石化小幅增配，以银行为代表的大金融板块配置占比仍较高，交运行业减配趋势相对明显，部分中游制造业小幅减配。

图20：高分红指数行业数量分布变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图21：高分红指数行业市值分布变化情况

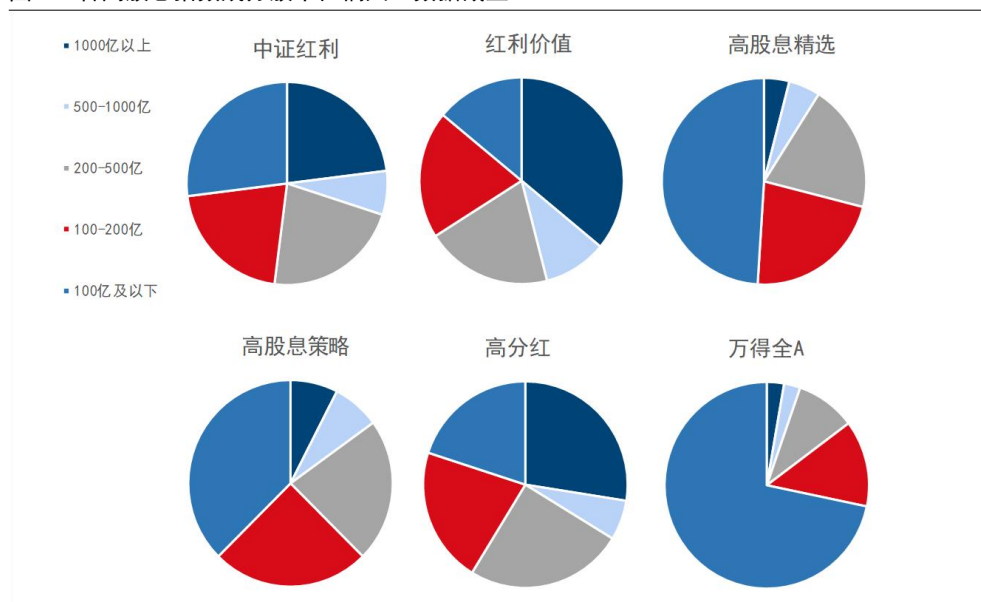


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国内高股息指数成分股市值普遍偏大

高股息指数相较全A市值偏大。以中证红利、红利价值、高股息精选、高股息策略、高分红这五个高股息指数为样本，分析其成分股的市值分布，我们可以观察到，高股息指数与全A的成分分布有所不同。截至2022年9月30日，中证红利、红利价值、高股息精选、高股息策略和高分红指数中1000亿以上的公司占比分别达到23%、36%、4%、7.5%、27.5%，均高于全A的2.7%；500亿及以上的公司数量占比分别达30%、46%、9%、15%和33.8%，均高于全A的5.3%。此外，上述5个高股息指数100亿以下公司数量占比均低于50%。

图22：各高股息指数成分股市值偏大（数据截至2022.9.30）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中证红利&高分红指数股息率相对稳定

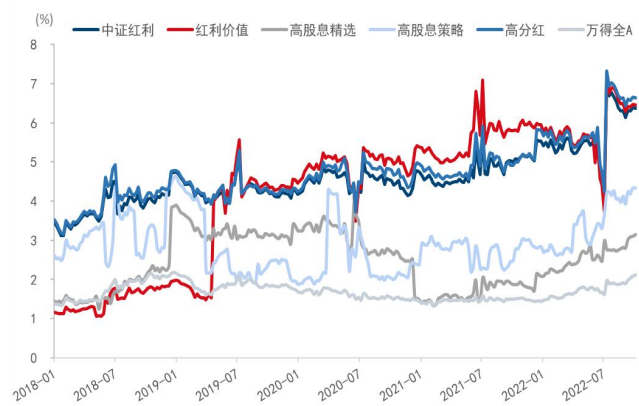
股息率方面，长期视角下，高股息指数股息率显著高于市场整体，各高股息指数中，中证红利&高分红指数股息率相对稳定。由于高股息精选、高股息策略等指数发布时间相对较晚，因此在长期股息率对比中，我们选取发布时间最早的中证红利指数进行对比，2010 年来，近 12 个月股息率统计口径下，中证红利指数显著高于上证指数。以 2018 年-2022 年作为观测区间，将各高股息指数的股息率进行对比，不难发现，调仓频率相对较高的高股息策略指数股息率波动较大，中证红利指数和高分红指数股息率变化幅度较小，股息率相对稳定。

图 23: 长期视角下中证红利指数股息率高于市场



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 24: 各高股息指数股息率均优于全 A

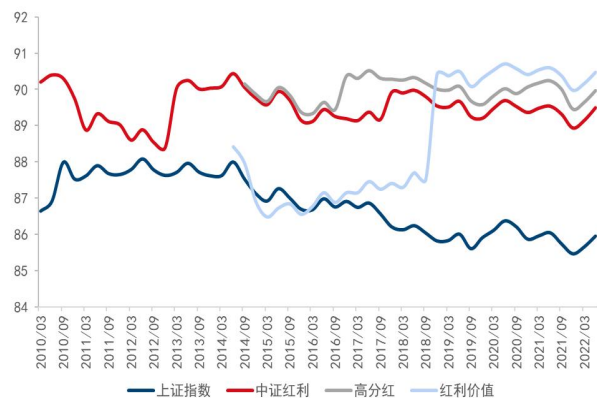


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

中证红利、红利价值、高分红指数资产负债率略高于上证指数。2016 年以前，红利价值指数资产负债率与上证指数接近，中证红利&高分红指数资产负债率高于上证指数。2018 年以后，上述高股息代表性指数的资产负债率基本维持在 89%-91% 之间，高于上证指数。高股息板块由于存在较多的大金融成分股，资产负债率受其高杠杆影响有所提升。

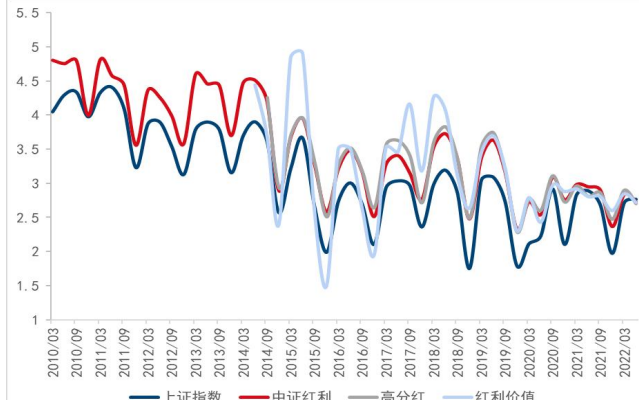
高股息指数盈利能力相对较强。以单季度 ROE 为观测口径，2010 年以来的绝大多数时间里，各高股息指数 ROE 高于上证指数。

图 25: 高股息指数资产负债率高于上证指数 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 26: 高股息指数净资产收益率高于上证指数 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

港股高股息指数更依赖股息收益

中证指数、恒生指数有限公司发布多种港股高股息组合。目前市面上主流的港股高股息组合包括恒生高股息率、香港红利、港股通高息精选、香港红利等权（HK 红利 EW）、港股通高股息、香港海外高股息、恒生港股通高股息率指数等。从发布日期看，大多数高股息指数于 2016 年后发布。

表 1：港股高股息指数介绍

指数简称	发布日期	发布机构	当前成分数量	指数简介	加权方式
恒生高股息率	2012-12-10	恒生指数有限公司	50	恒生高股息率指数旨在反映于香港上市的高息证券的整体表现。恒生高股息率指数的选股范畴包括所有于香港交易所作第一上市的股份及房地产投资信托基金，但并不包括第二上市的股份、外国公司、优先股、债务证券、互惠基金及其他衍生产品。流动性要求：可交易指数要求，即流通比率最低为 0.1%。股息率加权股息要求：最少连续三年的现金股息派发记录。波幅准则：不包括过往一年的历史波幅最高的 25% 股份/房地产投资信托基金。成份股挑选：净股息率排列的首 50 位。	因子加权 股息率加权
香港红利	2009-07-23	中证指数有限公司	30	中证香港红利指数挑选在香港交易所上市的现金股息率高、分红比较稳定、具有一定流动性的 30 只证券作为样本，以反映香港市场高股息率证券的整体状况和走势。	因子加权 股息率加权
港股通高息精选	2016-06-08	中证指数有限公司	30	中证港股通高股息精选指数从符合港股通条件的港股中选取 30 只流动性好、连续分红、股息率高、盈利持续且具有成长性的股票作为指数样本股，采用股息率加权，以反映香港市场股息率高、盈利持续且具有成长性的股票的整体表现。	因子加权 股息率加权
HK 红利 EW	2016-02-04	中证指数有限公司	28	中证香港红利等权投资指数选取港股通范围内现金股息率高、分红比较稳定、具有一定流动性的 30 只港股作为样本股，采用等权重计算。	等权重
港股通高股息 (HKD)	2016-11-25	中证指数有限公司	29	中证港股通高股息投资指数从符合港股通条件的港股中选取 30 只流动性好、连续分红、股息率高的股票作为样本股，采用股息率加权，以反映港股通范围内连续分红且股息率较高的股票整体表现。	因子加权 股息率加权
香港海外高股息 (HKD)	2016-11-07	中证指数有限公司	27	中证香港海外高股息指数从符合港股通条件的港股中选取 30 只流动性好、连续分红、股息率高的股票作为样本股，采用股息率加权，以反映香港市场连续分红且股息率较高的企业股票的整体表现。	因子加权 股息率加权
恒生港股通高股息率	2019-11-18	恒生指数有限公司	50	恒生港股通高股息率指数旨在反映可通过港股通买卖的香港上市且拥有高股息证券的整体表现。	因子加权 股息率加权

资料来源：Wind，中证指数有限公司官网，恒生指数有限公司官网，国信证券经济研究所整理

不同组合方式下的港股高股息指数，收益情况差异较大，高股息组合更依赖分红收益。我们观测发布时间在 2017 年以前的港股高股息指数，不难发现相较恒指并不是所有高股息指数均能跑出超额，原始指数口径下仅港股通高股息、香港红利和港股通高息精选三个指数超额收益较为明显，恒生高股息率指数超额收益幅度较小，香港红利等权和香港海外高股息指数跑输恒生指数。综合高股息指数原口径与全收益口径的收益率变化看，高股息指数相较恒指更依赖分红收益。全收益口径下仅香港海外高股息指数跑输恒指。

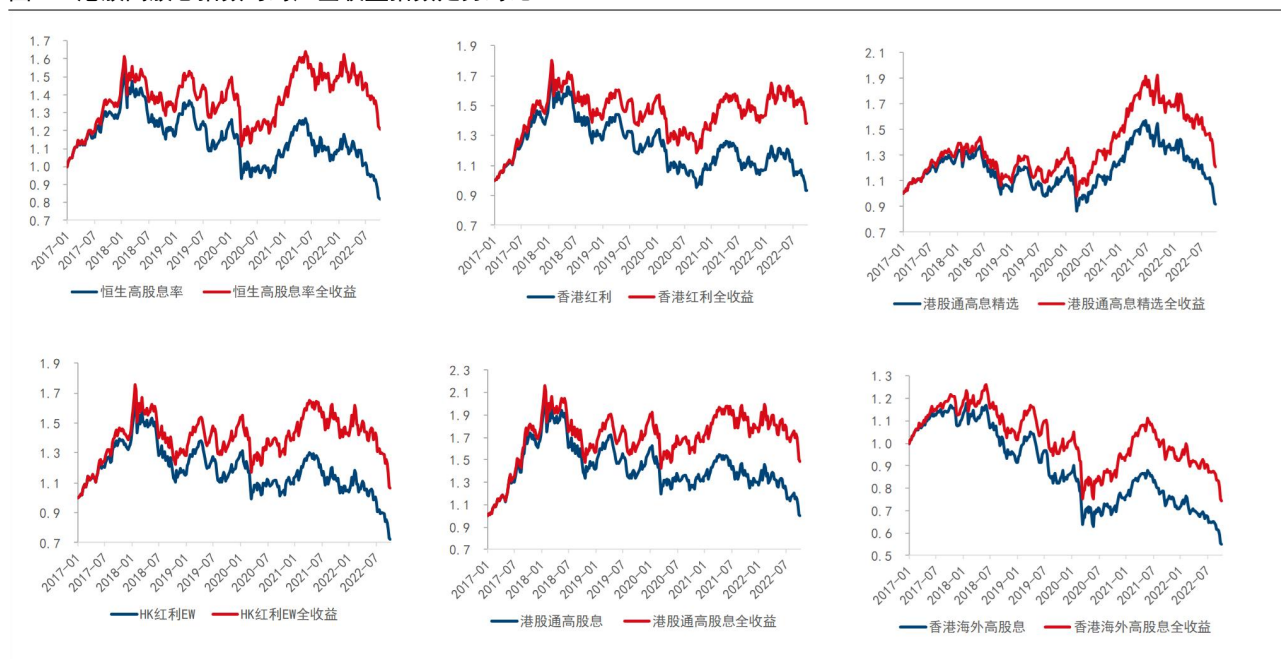
图 27：港股高股息指数收益情况对比

指数名称	年化收益率	年化波动率	夏普比率	最大回撤
恒生高股息率	-2.93%	17.87%	-0.32	-46.48%
香港红利	-0.86%	18.29%	-0.20	-46.36%
港股通高息精选	-1.19%	20.48%	-0.19	-41.55%
HK红利EW	-5.15%	20.90%	-0.38	-57.20%
港股通高股息(HKD)	0.49%	22.95%	-0.10	-51.76%
香港海外高股息(HKD)	-9.34%	16.04%	-0.75	-54.11%
恒生指数	-4.17%	20.11%	-0.34	-48.22%
恒生高股息率R	3.87%	17.82%	0.06	-34.62%
香港红利全收益	6.10%	18.24%	0.18	-34.28%
港股通高息精选(全)	3.74%	20.49%	0.05	-37.15%
HK红利EW全收益	1.44%	20.91%	-0.06	-40.13%
港股通高股息(全)	7.58%	22.96%	0.21	-38.26%
香港海外高股息(全)	-4.36%	15.98%	-0.44	-44.10%
恒生指数R	-0.80%	20.13%	-0.18	-41.47%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：数据统计范围为 2017 年 1 月 1 日至 2022 年 9 月 30 日，红色越深代表该指数对应指标表现越好，蓝色越深代表该指数对应指标表现越差

图 28：港股高股息指数与对应全收益指数走势对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据统计范围为 2017 年 1 月 1 日至 2022 年 9 月 30 日

美股高股息组合行业分布更均匀

美股高股息 ETF 产品主要包括股息增长类和高股息类产品。其中，股息增长类 ETF 包括 VIG 和 SDY 等，高股息 ETF 包括 VYM、DVY、SCHD 等。以 VIG 和 SDY 为代表的股息增长类 ETF 纳入的个股需要具备股息率持续提升的特质，而 VYM、DVY、SCHD 等高股息 ETF 纳入个股时仅考虑股息率数值上的高低，对于股息率提升趋势上的要求相对宽松。

表2：美股高股息代表性 ETF 产品一览

代码	简称	管理人	成立日期	管理费率
VYM.P	Vanguard High Div Yield Index ETF	Vanguard	2006/11/10	0.07%
DVY.O	iShares Select Dividend ETF	Blackrock	2003/11/3	0.39%
SCHD.P	Schwab U.S. Dividend Equity ETF	Schwab	2011/10/20	0.07%
VIG.P	Vanguard Div Appreciation Index ETF	Vanguard	2006/4/21	0.08%
SDY.P	SPDR (R) S&P (R) Dividend ETF	SPDR State Street Global Advisors	2005/11/8	0.35%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

以高股息 ETF 产品行业市值分布作为美股高股息策略行业分布的观测口径，美股高股息策略相较 AH 股行业分布更均匀。整体上看，A 股、港股高股息策略在金融、能源上占比过高，而在工业、日常消费、公用事业、信息技术、可选消费、医疗保健等领域的占比偏低。除了中证高股息精选以外，其余 A 股高股息指数在上述领域的行业占比明显低于美股。与 A 股类似，H 股高股息策略指数中，除港股通高股息精选外，其余指数显著偏好大金融板块。

图29：美股高股息相较 AH 高股息策略，行业分布上更均匀

指数/ETF	金融	能源	工业	日常消费	公用事业	信息技术	可选消费	材料	电信服务	房地产	医疗保健
VYM	19.9%	9.8%	10.4%	13.7%	7.9%	8.3%	6.5%	3.8%	4.0%	0.0%	15.7%
DVY	21.3%	8.8%	4.4%	9.9%	28.1%	5.0%	8.0%	3.3%	5.6%	0.0%	5.5%
SCHD	20.6%	5.2%	16.3%	14.7%	0.4%	16.3%	8.0%	1.9%	4.9%	0.0%	11.9%
VIG	19.7%	0.2%	15.0%	13.9%	3.4%	17.2%	8.7%	4.4%	1.9%	0.0%	15.8%
SDY	15.8%	3.9%	19.2%	14.6%	12.8%	2.0%	10.0%	6.2%	1.6%	6.0%	8.0%
中证红利	56.9%	16.1%	5.3%	1.3%	6.9%	0.0%	3.6%	4.3%	0.0%	5.4%	0.3%
红利价值	70.9%	12.7%	4.4%	0.0%	1.5%	0.0%	1.0%	3.3%	0.0%	6.2%	0.0%
CS高股息	1.7%	9.1%	7.1%	17.1%	0.0%	22.5%	3.3%	24.3%	0.0%	0.0%	14.9%
高股息策略	0.9%	52.7%	5.2%	1.0%	2.8%	9.4%	3.9%	15.6%	0.0%	1.4%	7.1%
高分红	64.5%	17.1%	5.4%	0.6%	1.5%	0.0%	2.6%	4.0%	0.0%	4.1%	0.2%
恒生高股息率	55.9%	15.0%	4.5%	0.3%	3.6%	0.6%	0.5%	3.1%	14.9%	1.5%	0.0%
港股通高息精选	23.4%	0.0%	14.4%	14.9%	7.9%	5.8%	7.6%	24.7%	0.0%	0.0%	1.4%
香港红利等权	76.9%	16.7%	3.0%	0.0%	0.8%	0.2%	0.6%	0.8%	0.2%	0.8%	0.0%
港股通高股息	57.2%	24.6%	1.4%	0.0%	1.4%	0.3%	0.0%	1.0%	13.1%	0.9%	0.0%
香港海外高股息	50.1%	0.0%	7.3%	1.9%	11.0%	0.9%	5.1%	0.0%	1.1%	22.6%	0.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

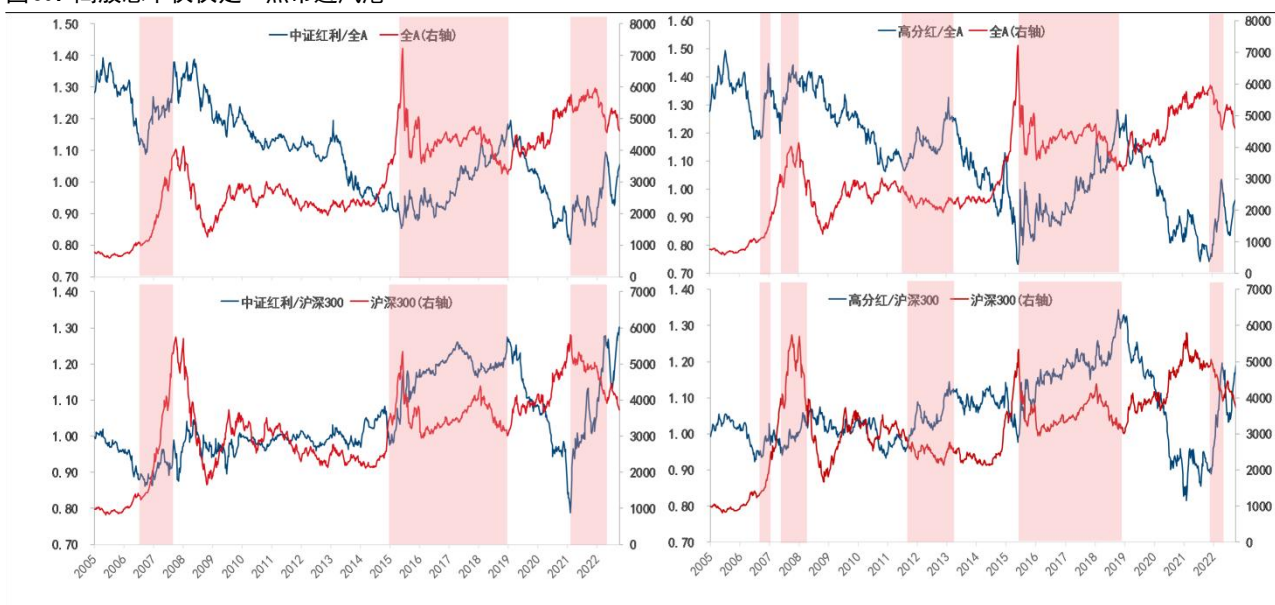
注：美股高股息 ETF 产品行业分布截至最新披露日期，A 股、港股高股息指数截至 2022 年 9 月 30 日，红色越深代表市值占比越高，蓝色越深代表市值占比越低

高股息策略优势区间复盘

自上而下看，高股息不仅仅是“熊市避风港”

自上而下看，高股息策略跑出超额的大部分时间为熊市，但高股息策略本身不仅仅是“熊市避风港”。以基日较早的中证红利和高分红指数作为高股息策略的代表，在万得全A和沪深300两个参考系口径下，高股息策略占优的时间段如图31所示。在高股息策略占优的时间段中，既有2006-2007年底这样的大牛市，又有2008年、2022年上半年的阶段性调整，还有2015-2018年的“熊-牛-熊切换”以及2021年这样的“结构牛”。不同的市场环境下，高股息策略都存在相对占优的可能，尽管从标的自身的属性上看，低估值属性结合可观的股息收益在熊市更具防御性，但高股息策略不仅仅是“熊市避风港”。

图30：高股息不仅仅是“熊市避风港”



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图31：高股息占优时间段及超额收益复盘

起始日期	截止日期	中证红利	万得全A	沪深300	相对全A超额	相对沪深300超额
2006/9/29	2007/10/12	349.70%	267.42%	313.64%	82.28%	36.06%
2008/1/12	2008/5/23	-30.75%	-33.03%	-35.51%	2.28%	4.76%
2015/9/15	2018/12/28	6.49%	-13.84%	-8.24%	20.33%	14.73%
2021/2/10	2022/4/27	5.98%	-20.38%	-31.49%	26.36%	37.47%

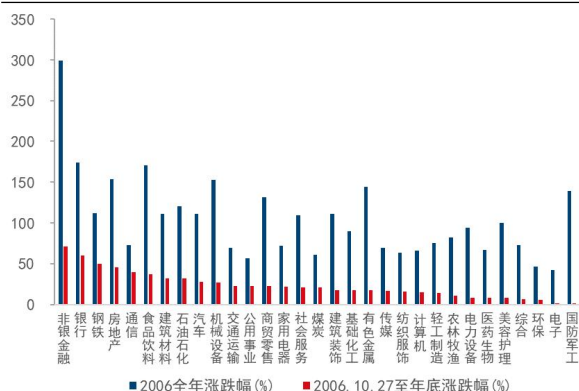
起始日期	截止日期	高分红	万得全A	沪深300	相对全A超额	相对沪深300超额
2006/9/29	2007/1/5	64.01%	34.16%	49.45%	29.85%	14.56%
2007/5/25	2007/10/12	51.19%	30.36%	46.37%	20.83%	4.82%
2008/1/12	2008/5/23	-31.59%	-33.03%	-35.51%	1.44%	3.93%
2011/8/16	2013/2/1	12.94%	-8.95%	-5.98%	21.89%	18.92%
2015/8/14	2018/12/28	-5.82%	-38.35%	-26.13%	32.53%	20.31%
2021/12/10	2022/4/27	2.64%	-25.09%	-23.30%	27.74%	25.94%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

高股息策略“牛市”优势区间：2006年9月至2007年10月

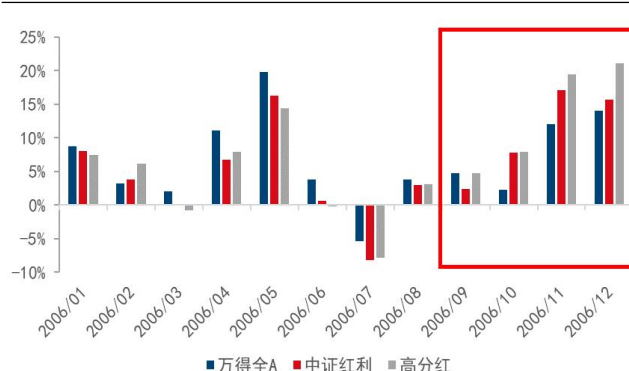
银行助力指数创新高，期间高股息策略持续占优。2006年的上涨周期可以切分为以下两段，第一段为2006年1月至6月，第二段为2006年8月至年末，中间经历了2个月左右的震荡期。2006年10月27日工商银行在AH市场同时上市，带动银行股在年末最后两个月持续大涨，银行、非银、地产等大金融板块配置较多的高股息策略顺势跑赢大盘。此外，下半年银行股的上涨也与货币政策紧缩和利率市场化的推进有直接关系，央行年内两次上调金融机构人民币存贷款基准利率，长期利率上调幅度大于短期利率进而导致息差扩大。

图32：2006年全年大金融板块占优，下半年优势更大



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

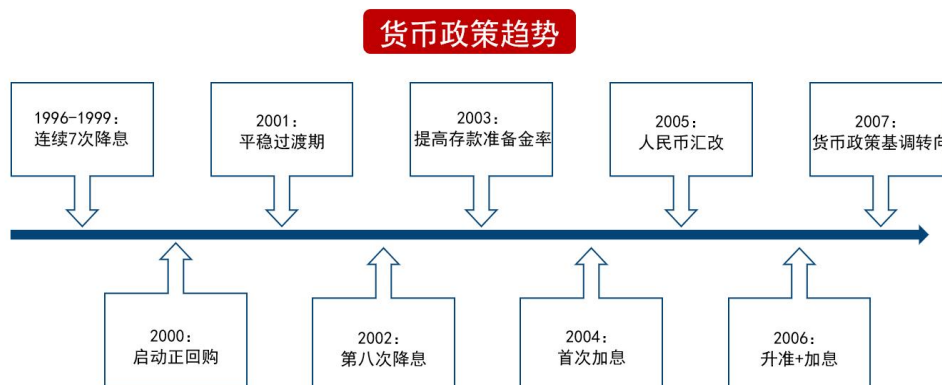
图33：2006年末，银行成高股息策略占优的主要贡献项



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

“十次升准，六次加息”，货币政策“稳健”到“从紧”，普涨走向尾声。针对货币信贷扩张压力较大的情况，货币政策在2007年由“稳健”转向“从紧”，具体操作包括：1) 加大央行票据发行力度，全年票据余额增加4600亿；2) 持续上调金融机构人民币存款准备金率共5.5个百分点，除3月和7月外，每月均有上调；3) 先后六次上调金融机构人民币贷款基准利率。同年12月的经济工作会议明确提出了从紧的货币政策，收水信号强烈。货币政策从紧的大背景下，流动性拐点确认，普涨走向尾声。

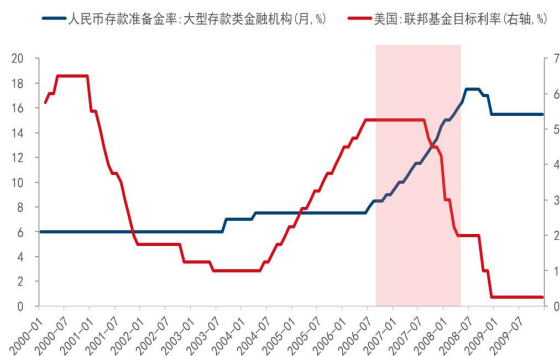
图34：我国货币政策趋势图（1996-2007年）



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

行业指数表现上看，本轮高股息占优区间，非银、有色、煤炭、钢铁、地产涨幅靠前，分别上涨 491.39%、484.51%、457.09%、371.89%和 341.89%。本轮相对全 A 跑出超额的行业基本集中在金融地产和上游周期品。

图 35：2006 年 9 月起，中美货币政策错位



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 36：本轮高股息占优区间各一级行业涨跌幅

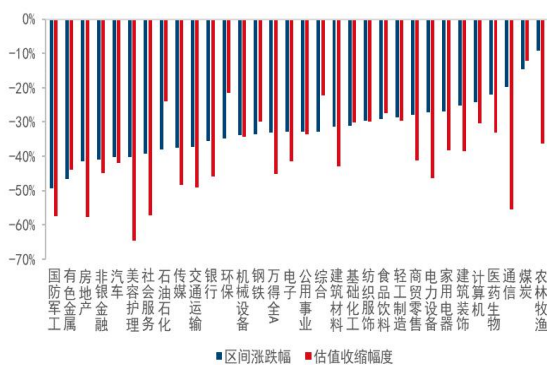


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

高股息策略“熊市”优势区间：2008 年 1 月至 2008 年 5 月

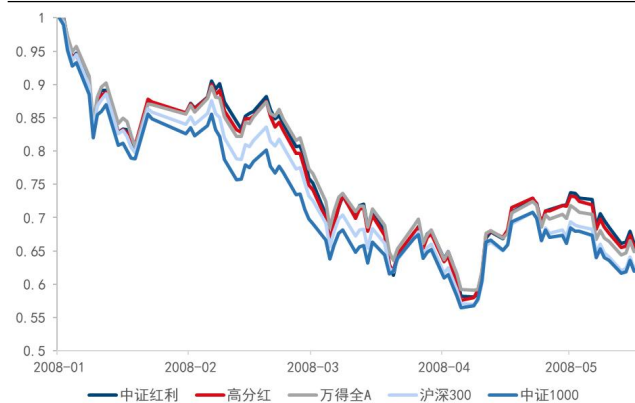
多利空导致市场大幅调整，情绪面恐慌蔓延，上半年估值收缩幅度大。2008 年 1 月 15 日花旗银行公布 2007 年第四季度亏损近百亿，次日央行宣布上调存款类金融机构人民币存款准备金，两项事件叠加下 A 股持续重挫。自 1 月 16 日至 4 月 23 日，A 股重要宽基指数下跌幅度均超 30%。从指数走势上看，以中证红利&高分红为代表的高股息指数在走势上与大盘和全 A 相似，但整体回撤幅度更小，更显韧性。08 年上半年的大幅调整同样带来了风险偏好的回落，相对稳健的高股息策略在这一历史背景下更受青睐。

图 37：2008 上半年 A 股持续下跌，行业估值收缩



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 38：高股息策略作为“熊市避风港”，防御性较强



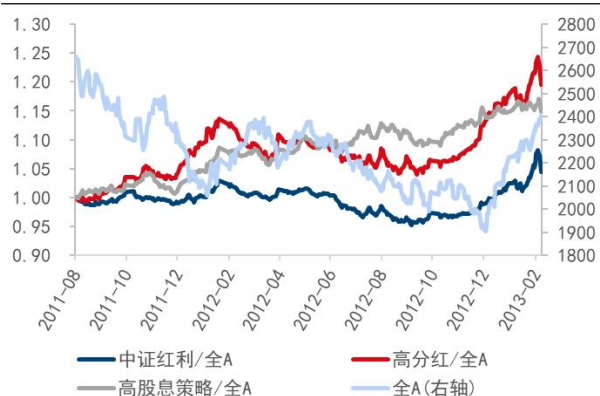
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

高股息策略“震荡市”优势区间：2011年8月至2013年2月

“先地产，后银行”领涨轮转下，高股息策略相对占优。整个2012年，板块差异分化很大，总体而言属于震荡行情，其中上证指数上涨3%，全A上涨5%，上证50和沪深300分别上涨15%和8%，整体风格偏向大盘&主板蓝筹，高股息策略在这样的市场风格下相对受益，高分红和高股息策略指数相较中证红利在2012年的超额更为明显。从行业特征看，“地产+地产后周期+银行非银”基本构成了2012年上涨的主力军，2012年全年房地产领涨一级行业，涨幅达32%；非银金融、建筑装饰、家用电器、银行分别上涨28%、19%、15%、15%。

房地产政策在2012年有了各式各样的边际放松，包括但不限于：1）多城市公积金贷款额度放宽；2）首套房贷款利率下降；3）6、7月央行降息下调基准利率。政策的持续放宽，带动商品房销售面积同比迅速上升，开启地产上行周期，2013年2月累计同比增速更是上升到49.5%。

图39：2011.8-2013.2 高股息策略相对占优



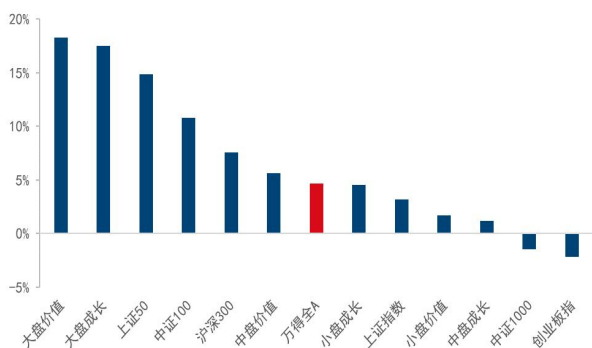
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图40：2007年至今商品房销售面积与房地产开发投资增速



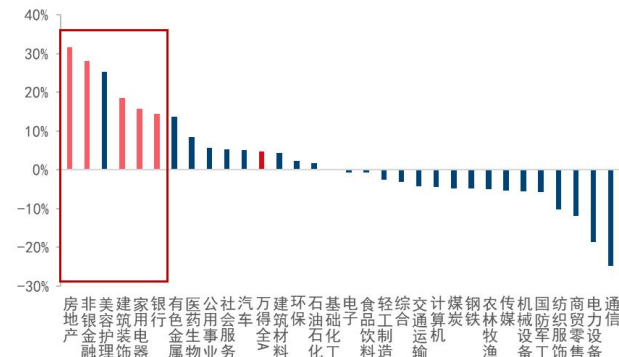
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图41：2012年全年风格偏大盘价值



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

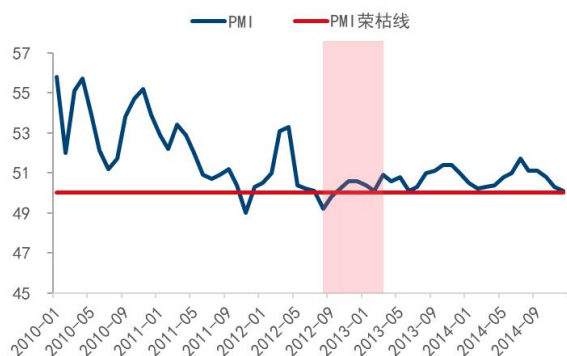
图42：大金融+地产后周期是2012年的领涨主力军



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

经济企稳复苏，带动银行跨年拉升。2012 年四季度，GDP 同比上升，PMI 持续稳定在荣枯线上，基建投资增速大幅回升，各项指标指引下经济复苏曙光初现，银行股在 11 月底开启大幅拉升，12 月单月涨幅达 23%，带动高股息策略将超额收益区间延长至跨年后。

图 43: 2012 年 Q4 经济复苏曙光初现



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 44: 经济企稳下，银行 2012 年底迎来强势行情



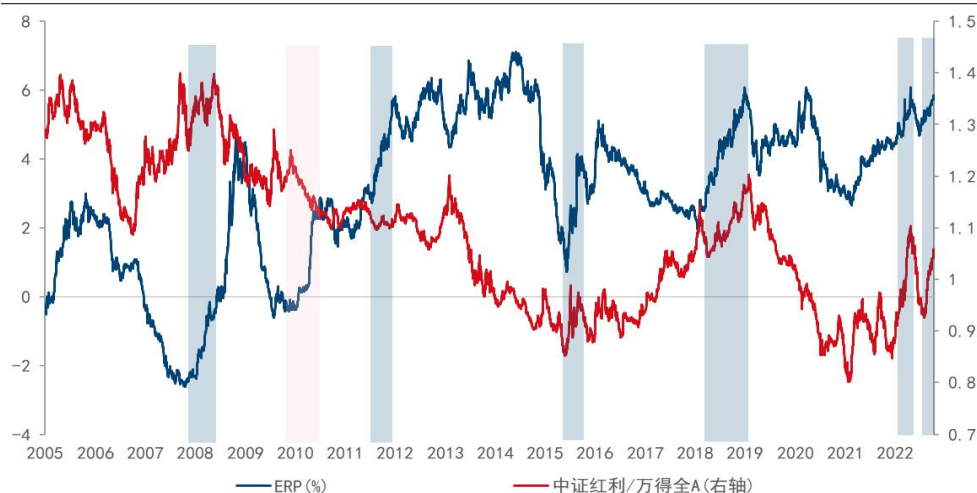
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

高股息策略“长周期熊牛切换”优势区间：2015 年 9 月至 2018 年 12 月

2015 年 9 月至 2018 年 12 月，高股息策略持续占优。从市场方向上看，2015 年 9 月至 2018 年 12 月可以拆解成三个部分：1) **短期宽幅调整**：2015 年 9 月至 2016 年 2 月；2) **长期慢牛**：2016 年 2 月至 2018 年 1 月；3) **中期持续调整**：2018 年 1 月至 2018 年 12 月。

短期宽幅调整往往伴随风险偏好的急速下降，历史上风险偏好急速下降期间，高股息策略防御性较强，表现相对稳健。以上证指数 ERP 作为风险偏好的度量指标，可以发现，在 2008 年 1 到 5 月、2011 年 7 到 10 月、2015 年 8 到 10 月、2021 年 6 到 9 月、2022 年 1 到 5 月等 ERP 拐点或急速上升阶段（二阶导为正），即短期风险偏好下行区间内，高股息策略相对占优。

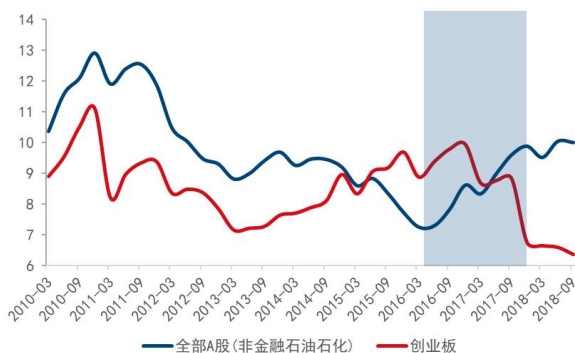
图 45: ERP 行至拐点或急速上升时，高股息策略大概率占优



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

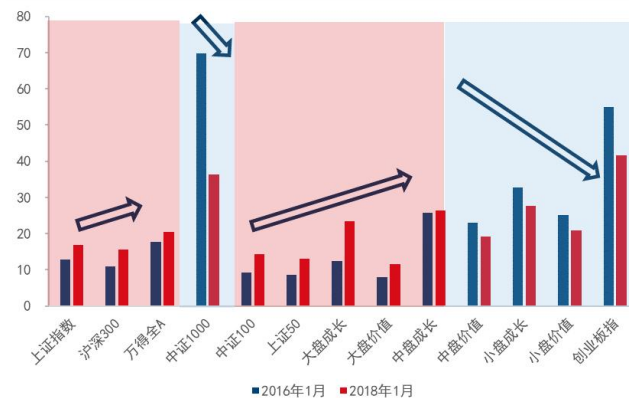
除了风险偏好急降区间外，2016年初至2018年初慢牛环境下高股息占优的核心关键在于估值体系修正背景下的大盘风格持续占优。供给侧改革后，我国经济名义增速出现回升，企业利润出现显著改善，全A两非口径下的ROE在2016年发生反转，引导市场风格向大盘切。对比本轮反转开始的2016年2月和反转结束的2018年2月，从指数估值层面上可以看到全A口径的PE(TTM)从2016年2月的17.7倍提升到20.5倍，大盘价值和大盘成长分别从8倍提升到11.6倍、12.3倍提升到23.3倍，大盘风格估值回升幅度显著优于全A。另一个值得注意的点在于，创业板、中证1000这类整体市值更偏中小的指数，估值水平都有显著的回调，中证1000回调幅度接近50%。盈利能力强且盈利稳定的公司在2016-2018年初估值回升到了合理偏高水平，而2013-2015年间生拔估值幅度较大的中小创整体估值都在不断向下走。估值体系修正背后是投资者在ROE和利润增速上的偏好变化，对于收利体量因并购扩张但ROE下行的中小创，投资者会认为并表带来的外延式收利双增不具备长期可持续的趋势。

图46：全A两非和创业板ROE自2017年开始趋势背离



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图47：慢牛期间小盘估值水位下降，大盘风格回升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

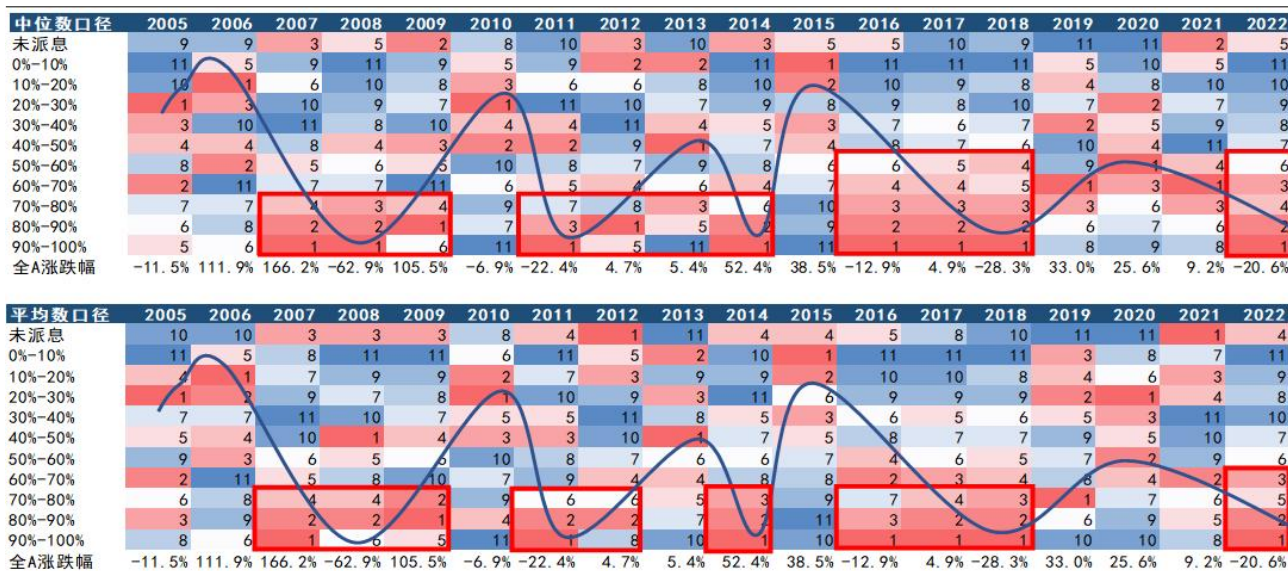
自下而上看，仅考虑资本利得，高股息策略长期胜率占优

长期视角看，高股息因子长期胜率占优。我们以上一年度最后一个交易日个股近12个月的股息率按照从低到高进行排序，在剔除股息率为0的样本后，将剩余样本按照股息率的分位数由低到高划分为10组（0-10%，10%-20%...90%-100%），其中0-10%代表股息率最低（bottom 10%）的个股组合，90-100%代表股息率最高的个股组合（top 10%）。我们将个股组合在随后一个完整年度内的涨跌幅进行排序，并使用平均数和中位数两个口径进行交叉验证，具体结果如下图所示。不难发现，2005年至今，大部分完整年度中50%-100%这五个高股息区间内的个股组合整体占优，高股息组合劣势明显的年份仅有2010和2015年。此外，自2016年起，高股息组合整体表现显著优于中低股息组合，70-100%分位数对应个股组合在2016、2017、2018和2022年均排进前4。

自上而下&自下而上综合对比下，高股息策略占优区间高度一致，且高股息策略抗跌属性持续被验证。在前文基于指数口径的自上而下观测视角下，高股息策略主要的占优区间包括2006.9-2008.5, 2011.8-2013.2, 2015.9-2018.12, 以及2022年至今，而自下而上回测结果显示，2007-2009、2011-2014、2016-2018、2022也都是高股息策略的占优区间。2005-2022年这18个统计年份中，A股11年上涨，7年下跌，在下跌的7年中，仅有2010年高股息策略劣势明显，其余年份中高股

息策略均展现出较强的抗跌能力。2010 年以后跌幅最大的三个完整年度中（2018、2011、2022），最高股息组合（90%-100%）和次高股息组合（80%-90%）的收益表现在分层回测中均位居前 2。

图48：基于个股统计口径下的高股息优势区间与指数口径高度重合



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：全 A 涨跌幅为 wind 全 A 指数口径，图中红色越深代表当年排名越靠前，蓝色越深代表当年排名越靠后，2022 年数据截至 9 月 30 日

高股息策略两大长期驱动力

上市公司分红行为改善，股息率提升

交易所发布现金分红指引，上市公司现金分红进一步规范化。2013 年初，上海证券交易所发布了《上海证券交易所上市公司现金分红指引》（后简称现金分红指引），旨在引导和推动上市公司建立持续、稳定、科学和透明的分红机制，促进资本市场理性投资、长期投资和价值投资。指引明确了上市公司可依照四类股利政策之一进行现金分红，同时积极监督未分红、少分红的公司及时进行披露说明。此外，指引鼓励机构投资者积极参加说明会，对就现金分红方案是否保障中小股东利益进行质询。从政策端看，伴随资本市场高质量发展的推进，现金分红工作持续受到高度重视。

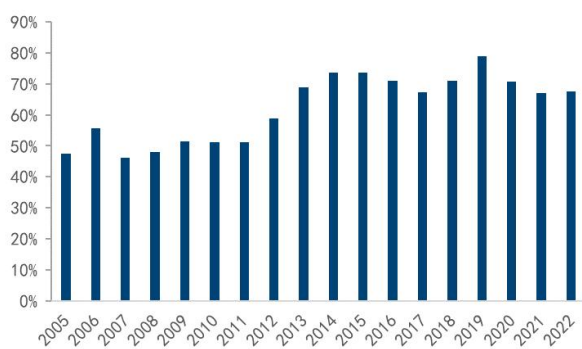
表3：上市公司股利政策及其内容

政策名称	政策内容
固定金额政策	确定在未来一段时间内每年发放的现金红利为固定金额
固定比率政策	按实现的可分配利润的固定比例发放现金红利
超额股利政策	在按固定金额或固定比率政策支付股利的基础上，如同时满足利润增长和可支配现金增加等条件时，向股东附加发放额外现金红利。
剩余股利政策	预期盈利稳定增长的公司在运用该股利政策时，可在固定金额的基础上，确定目标股利成长率，保证公司的现金红利水平逐年定率递增。
	上市公司根据未来投资项目和资金来源测算出所需的内部筹资额，从未分配利润中予以扣除后，将剩余的未分配利润作为现金红利分配给股东。

资料来源：上交所官网，国信证券经济研究所整理

指引规范下，A股分红行为大幅改善。我们从下面两个口径对A股的分红行为进行观测，其一是A股上市公司分红比例，根据我们的测算，以每年最后一个交易日统计近12个月个股分红的比例，2021年全A口径下进行现金分红的上市公司占比达67.10%，截至9月30日，近12个月进行分红的上市公司占比达67.69%，在2012年前，该比例从未超过55%，现金分红指引颁布当年上市公司分红数量占比显著提升，后稳定在较高水平。其二是高股息公司整体的股息率，我们将历年派息的上市公司按照股息率由低至高分成10组，其中股息率最高的三组在2019年以来的股息率中枢水平分别在5%、2.6%和1.8%，较2015-2018年有显著提升。

图49：2013年后，上市公司派息比例上台阶



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图50：高股息公司2019年后股息率稳定在相对高位



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

指数修订编制方案，可投资性再提升

为进一步提升指数可投资性，中证指数公司于10月13日修订中证红利等16条指数编制方案。其中涉及到高股息指数（红利指数）相关的修订内容如下：

中证红利指数：（1）样本空间中分红条件修订为过去三年连续现金分红，且过去三年股利支付率均值以及过去一年股利支付率均大于0且小于1；（2）选择方法修订为选取过去三年平均现金股息率最高的100只证券；（3）设置单个样本权重不超过10%，且100亿元以下的样本权重不超过0.5%。

沪深300红利和中证500红利指数：（1）样本空间中分红条件修订为过去三年连续现金分红，且过去三年股利支付率均值以及过去一年股利支付率均大于0且小于1；（2）选择方法修订为选取过去三年平均现金股息率最高的50只证券；（3）设置单个样本权重不超过10%。

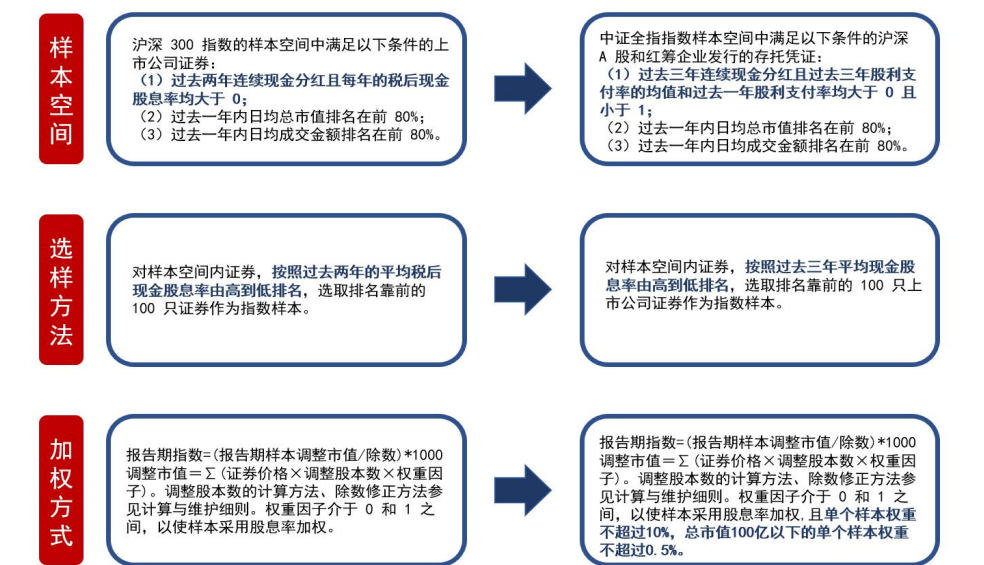
中证国企红利、民企红利和央企红利指数：（1）样本空间中分红条件修订为过去三年连续现金分红，且过去三年股利支付率均值以及过去一年股利支付率均大于0且小于1；（2）选择方法修订为选取过去三年平均现金股息率较高的证券，样本数量分别为100只、50只、50只；（3）设置单个样本权重不超过10%。

行业红利指数（E.g. 中证能源红利）：（1）样本空间中分红条件修订为过去三年连续现金分红，且过去三年股利支付率均值以及过去一年股利支付率均大于0且小于1；（2）选择方法修订为选取行业内过去三年平均现金股息率前20%的证券，且数量不超过50只；（3）设置单个样本权重不超过10%。

红利指数编制调整从样本空间、选择方法和加权方式三个维度提升了指数投资容量&样本稳定性。样本空间方面，不论是中证红利指数、红利宽基指数，还是行业

乃至主题类红利指数，在样本空间方面都将分红要求改为了“过去三年连续现金分红，且过去三年股利支付率均值以及过去一年股利支付率均大于0且小于1”，从两年到三年的现金股息率门槛提升了样本空间的分红持续性和稳定性。选样方法层面，排序指标由“过去两年平均税后现金股息率”改为以过去三年平均现金股息率为基础的各类数量上限标准。加权方式方面，在股息率加权的基础上，对单一样本权重设置不超过10%的上限阈值，其中中证红利指数还对100亿及以下样本设置权重不超过0.5%，直接提升投资容量。

图51：修订前后中证红利指数对比

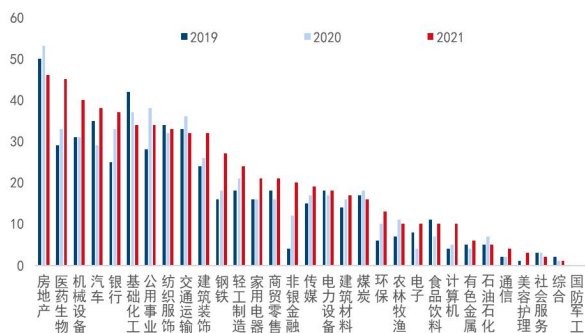


资料来源：中证指数有限公司官网，国信证券经济研究所整理

A股市场高股息标的筛选

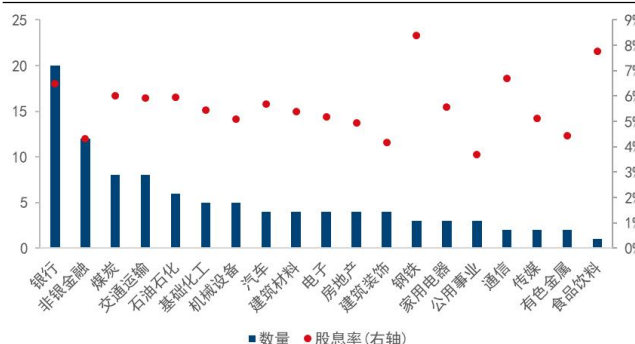
从全市场高股息标的分布情况看，医药、机械、银行2019-2021年高股息标的数量持续上升。在不考虑样本市值大小的情况下，剔除无派息样本后，从股息率位于剩余样本前20%的个股行业的分布情况看，房地产、医药、机械、汽车、银行、化工、公用、纺织、交运、建筑装饰相对占优，从趋势上看，2019-2021年期间医药、机械、银行上升趋势明显。

图52：全市场高股息标的行业分布



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图53：300亿市值以上各行业高股息标的的数量分布



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

结合市值规模看，300 亿元以上高股息样本主要分布在银行、非银、交运、煤炭四个行业中。综合考虑市值大小，截至 2022 年 9 月 30 日，在所有市值大于 300 亿的个股中，我们取股息率 TTM 最高的 100 个样本进行分析，这 100 个样本主要分布在银行、非银、交运、煤炭这四个行业中。

选股方面，中证红利指数可投资性持续提升的大背景下，关注中证红利指数成分内的优质标的。中证红利指数编制规则调整将带来指数成分可投资性的提升，在进一步对中证红利指数成分股中的优质高股息标的进行筛选时，我们主要遵循以下标准：1) 近半年内覆盖机构数超过 5 家；2) 总市值大于 100 亿；3) 一致预测口径下，净利润增速大于 10%；4) 预测 ROE 高于 2019 年初的 ROE 水平；5) 近 12 个月股息率大于 2.5%。基于上述标准筛选出的优质高股息标的如图所示，入选标的集中在煤炭、银行、公用事业中，周期属性相对较强。

图 54: A 股高股息标的筛选

代码	简称	一级行业	总市值(亿)	当前PE(TTM)	2022一致预测净利润(亿)	一致预测ROE(%)	近12个月股息率(%)
601088.SH	中国神华	煤炭	6,286.40	9.61	721.16	17.54%	8.03%
601998.SH	中信银行	银行	2,231.43	3.77	615.95	10.62%	6.62%
601166.SH	兴业银行	银行	3,458.91	3.96	929.30	14.14%	6.22%
601225.SH	陕西煤业	煤炭	2,207.55	5.89	354.40	33.99%	5.93%
601666.SH	平煤股份	煤炭	315.80	6.04	63.85	30.22%	5.57%
600395.SH	盘江股份	煤炭	182.03	9.31	22.93	23.13%	4.72%
601009.SH	南京银行	银行	1,084.16	6.18	188.69	15.48%	4.39%
600985.SH	淮北矿业	煤炭	418.05	7.18	69.59	20.88%	4.15%
600188.SH	兖矿能源	煤炭	2,482.76	8.79	341.21	37.32%	3.99%
601126.SH	四方股份	电力设备	102.95	20.38	5.79	13.60%	3.95%
600873.SH	梅花生物	基础化工	308.20	7.86	45.62	32.81%	3.95%
600900.SH	长江电力	公用事业	5,171.50	17.84	291.23	14.99%	3.59%
600642.SH	申能股份	公用事业	282.92	32.01	26.69	8.25%	3.47%
002003.SZ	伟星股份	纺织服饰	120.94	23.09	5.63	18.39%	3.30%
600674.SH	川投能源	公用事业	530.22	15.89	36.31	10.93%	3.29%
603355.SH	莱克电气	家用电器	189.70	29.05	8.31	23.67%	3.03%
002088.SZ	鲁阳节能	建筑材料	118.33	19.91	6.63	22.72%	3.00%
002372.SZ	伟星新材	建筑材料	327.98	27.92	14.04	26.12%	2.91%
600348.SH	华阳股份	煤炭	439.39	7.70	59.55	23.40%	2.74%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：以上标的仅作为高股息策略梳理，不涉及主观意见与推荐

风险提示

年度统计口径容易忽略短期波动，历史规律存在局限性，美联储加息幅度超预期

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032