

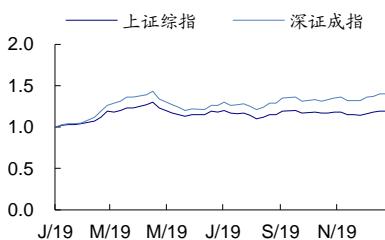
证券研究报告—深度报告

投资策略

指数 ETF 投资分析系列

2020 年 3 月 17 日

一年沪深 300 与深证成指走势比较



市场数据

中小板/月涨跌幅(%)	9.890
创业板/月涨跌幅(%)	2,150
AH 股价差指数	2,531
A 股总/流通市值 (万亿元)	66.77/48.99

证券分析师: 燕翔

电话: 010-88005325
E-MAIL: yanxiang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516080002

联系人: 许茹纯

电话: 021-60933151
E-MAIL: xuruchun@guosen.com.cn

联系人: 朱成成

电话: 0755-81982942
E-MAIL: zhuchengcheng@guosen.com.cn

深度报告

深红利指数及工银瑞信深证红利 ETF 投资价值分析

● 深证红利指数的投资优势

总体来看, 深证红利指数具有三个较为突出的投资优势: 一是指数具有较高的股息红利, 这是股票投资收益的重要保障。股息红利作为股票投资的直接来源之一, 其他条件不变的情况下, 高股息红利能够直接带来较高的回报率; 二是指数盈利能力均能够保持相对较高的水平, 这是指数未来长期走好的基础。历史经验显示, 价值投资在中国市场是有效的, 而稳定较高的盈利能力水平能够给股价上涨带来极大的确定性; 三是指数重仓股及行业配置均与外资配置高度重合, 而近年来在国内政策不断完善、资产质量不断提高以及投资环境不断改善的情况下, 外资流入趋势的持续势必利好红利指数等受到外资偏好的风格指数。

● 深证红利指数简介及特点

深证红利指数 (399324.SZ), 由深市具有稳定分红历史、较高分红比例且流动性较有保证的 40 只股票组成, 具备以下几个特征:

指数风格: 大盘股居主流, 重仓消费、金融板块。截至 2020 年 3 月 6 日, 深证红利指数自由流通市值 1000 亿以上的成分股共 7 只, 权重合计达 58.56%。大消费、金融地产板块合计权重占比达 81.06%, 成分股数量合计 28 只。这些重仓板块具有高分红、高业绩、低估值的特征。

指数历史表现: 高收益、低波动。2010 年 11 月 5 日至 2020 年 3 月 6 日期间, 深红利全收益指数年化收益率达 8.70%, 最大回撤 41.95%。长期来看, 收益、风险均优于上证红利、中证红利、沪深 300 等指数。

指数估值: 安全、成长兼具。截至 2020 年 3 月 6 日, 深红利指数 PE 为 16.21, PB 为 2.45, 估值保持在合理水平。2019 年以来, 深红利指数估值于低位稳步提升, 体现了指数选股兼具成长性的特点。

● 工银瑞信深证红利 ETF: 专注深市红利策略价值投资

工银瑞信深证红利 ETF (159905.OF) 作为目前市场上唯一一只跟踪深证红利指数的 ETF 产品, 以低成本和较低的风险获得良好长期投资回报。自成立以来, 已取得 89.26% 的收益。

管理公司稳健卓越, 基金经理功底深厚。工银瑞信基金管理有限公司, 成立于 2005 年 6 月 21 日, 目前旗下基金数量 146 只, 基金资产规模达 5372.23 亿元。现任基金经理赵栩先生, 投资经理年限超 8 年, 目前在任管理基金 11 只, 规模 117.64 亿。

工银瑞信深证红利 ETF 规模与净值均稳定提升。2015 年起, 基金规模提升趋势明显, 截至 2019 年底, 基金规模达 18.33 亿元。2019 年以来基金净值屡创新高, 截至 2020 年 3 月 6 日, 单位净值达 2.03 元。

工银瑞信深证红利 ETF 跟踪误差低, 紧密跟踪深证红利指数。深红利 ETF 上市以来年化跟踪误差年均仅 1.12%, 仅 2016 年跟踪误差超过 2%。2018 年以前, 机构投资者持有比例保持在 80% 以上。近年来基金优异的业绩吸引了大批高净值个人投资者, 个人持有比率有所提升。

● 风险提示

经济增速下行, 行业景气度下降, 居民消费意愿不足

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

内容目录

深证红利指数基本简介及特点	4
深证红利指数编制方式及简介.....	4
指数风格：大盘股居主流，重仓消费、金融板块.....	5
指数历史表现：高收益、低波动	7
指数估值：安全、成长兼具	9
深证红利指数的投资优势	11
指数高股息，是股票投资收益的重要保障.....	11
指数高盈利，是未来股价上涨的充分条件.....	13
指数备受外资青睐，配置规模预计将持续提高.....	16
工银瑞信深证红利 ETF：专注深市红利策略价值投资	18
工银瑞信深证红利 ETF 简介.....	18
管理公司&基金经理：稳健卓越，功底深厚	18
基金业绩：规模、净值稳步提升	19
跟踪情况：紧密跟踪深证红利指数	20
国信证券投资评级	21
分析师承诺	21
风险提示	21
证券投资咨询业务的说明	21

图表目录

图 1: 深证红利指数成分股规模分布 (权重)	5
图 2: 深证红利指数成分股规模分布 (数量)	5
图 3: 深证红利指数各行业权重 (%)	5
图 4: 深证红利指数各行业成分股数量	6
图 5: 深证红利价格指数净值走势图	7
图 6: 深证红利全收益指数净值走势图	7
图 7: 深证红利全收益指数净值近一年走势图	8
图 8: 深证红利指数相对估值水平	9
图 9: 深证红利指数 PE 长期走势	10
图 10: 深证红利指数 PB 长期走势	10
图 11: 股票收益率长期来源的分解	11
图 12: 标普 500 全收益指数走势好于标普 500 指数	12
图 13: 股利回购收益能够解释大部分美股历史收益率	12
图 14: 2015 年以来深证红利指数股息率水平	13
图 15: 高 ROE 组合随着持有年限的增加股价胜率不断上升	14
图 16: 中美股市连续三年扣非 ROE 大于 20% 上市公司个数对比	14
图 17: 深证红利指数 ROE 水平	15
图 18: 2017 年至今沪股通、深股通资金净流入 (亿元)	16
图 19: 陆股通各行业持仓占该行业 A 股总市值比例 (外资定价权)	16
图 20: 深证红利指数前 5 大权重股外资持股比例 (陆股通+QFII)	17
图 21: 工银深证红利 ETF 规模走势图	19
图 22: 工银深证红利 ETF 单位净值走势图	19
图 23: 工银深证红利 ETF 净值较深证红利指数净值走势对比	20
 表 1: 深证红利指数基本信息	4
表 2: 深证红利指数权重前十成分股基本信息	6
表 3: 深证红利 R 指数长期收益-风险	8
表 4: 深证红利 R 指数近一年收益-风险	8
表 5: 2020 年 2 月 28 日陆股通重仓股前 20 名	17
表 6: 深证红利指数基本信息	18
表 7: 工银深证红利 ETF 跟踪误差及投资者结构	20

深证红利指数基本简介及特点

深证红利指数编制方式及简介

深证红利指数由国证指数编制，能够反映深圳市场上具有稳定分红历史、较高分红比例、可以为投资者提供长期稳定回报的上市公司的股价变动走势。深证红利指数包括纯价格指数和全收益指数，纯价格指数通过深交所行情系统发布实时行情数据，全收益指数通过国证指数网发布收盘行情数据。

深证红利指数由深市具有稳定分红历史、较高分红比例且流动性较有保证的 40 只股票组成。指数样本股包括众多成熟的绩优股或分红能力较强的成长股，适合作为指数化投资的标的。

深证红利指数以 2002 年 12 月 31 日为基期，基点 1000 点，于 2006 年 1 月 24 日首次公开发布。从调整频率来看，指数按照每年一次的频率进行样本股定期调整，调整时间为每年 6 月份的第二个星期五的下一个交易日，调整方案通常在实施前两周公布。

表 1：深证红利指数基本信息

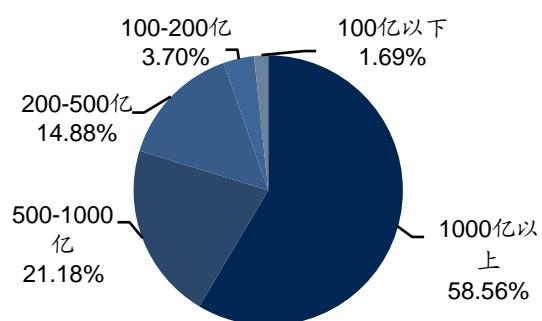
指数名称	深红利 P	英文名称	SZSE Dividend
指数代码	399324.SZ	指数类型	股票类
基日	2002/12/31	基点	1,000
发布日期	2006/1/24	发布机构	深圳证券交易所
成份数量	40	收益处理方式	价格指数/全收益指数
加权方式	市值加权 自由流通市值加权		
指数简介	将备选股票按前三年累计分红金额占深市上市公司分红金额的比重和最近半年日均成交额占深市比重按照 1: 1 的比例进行加权排名，并考虑经营状况、现金流、公司治理结构、防止大股东恶意高送股变现等综合因素后，选取排名在前 40 名的股票。		
样本空间	在深圳交易所上市交易且满足下列条件的所有 A 股： 1) 非 ST、*ST 的 A 股; 2) 考察期内股票价格无异常波动情况; 3) 具有稳定的分红历史：最近三年里至少有两年实施了分红，其中分红包含现金股利和股票股利; 4) 分红具备一定的价值：在最近三年里，股息率(每股分红/最近 1 年内经复权调整的股价)至少有两年的市场排名进入前 20%; 5) 流动性保证：近半年内日均成交金额 > 500 万元。		

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

指数风格：大盘股居主流，重仓消费、金融板块

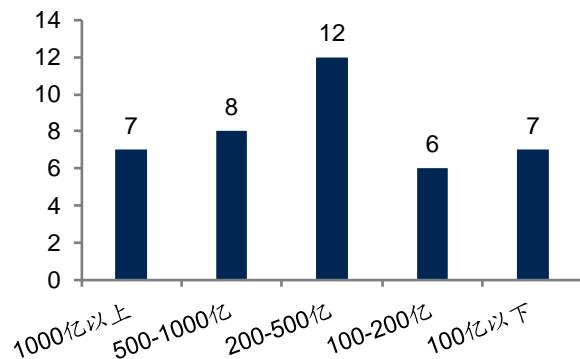
深证红利指数成分股中大盘股居于主流。从成分股市值来看，深证红利指数的风格以大盘股为主。截至 2020 年 3 月 6 日，深证红利指数自由流通市值 1000 亿以上的成分股共 7 只，权重合计 58.56%；自由流通市值 500 亿以上的成分股共 15 只，权重合计 79.74%；自由流通市值不足 200 亿的 13 只成分股权重仅 5.39%。

图1：深证红利指数成分股规模分布（权重）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

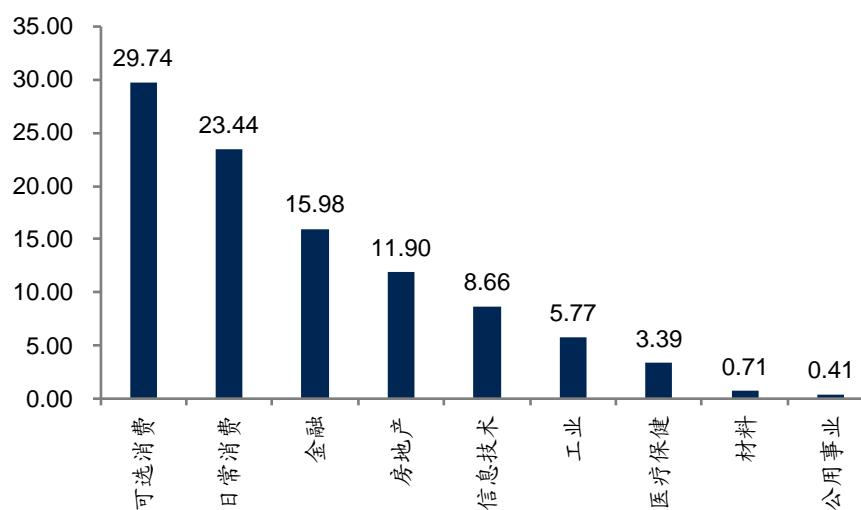
图2：深证红利指数成分股规模分布（数量）



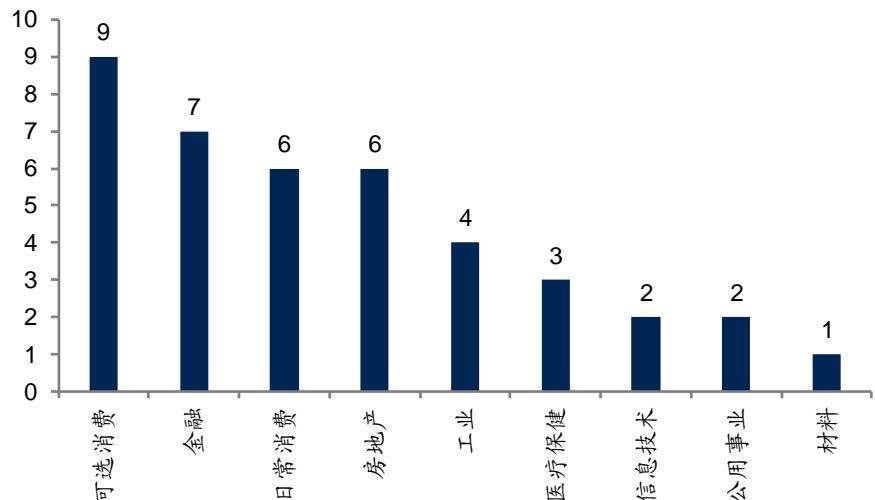
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

深证红利指数重仓大消费、金融板块。从行业分布来看，深证红利指数行业集中度较高，截至 2020 年 3 月 6 日，大消费、金融、房地产板块合计权重占比达 81.06%，成分股数量合计 28 只。这些重仓板块具有高分红、高业绩、低估值的特征。

图3：深证红利指数各行业权重 (%)



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：深证红利指数各行业成分股数量


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从个股情况来看，深证红利指数更加偏好于消费金融行业龙头。前十大成分股主要为消费、金融、房地产、TMT 板块的龙头个股，这些成分股均为大盘风格，安全性高，且具有较可观的成长空间，近年来表现优异。

表 2：深证红利指数权重前十成分股基本信息

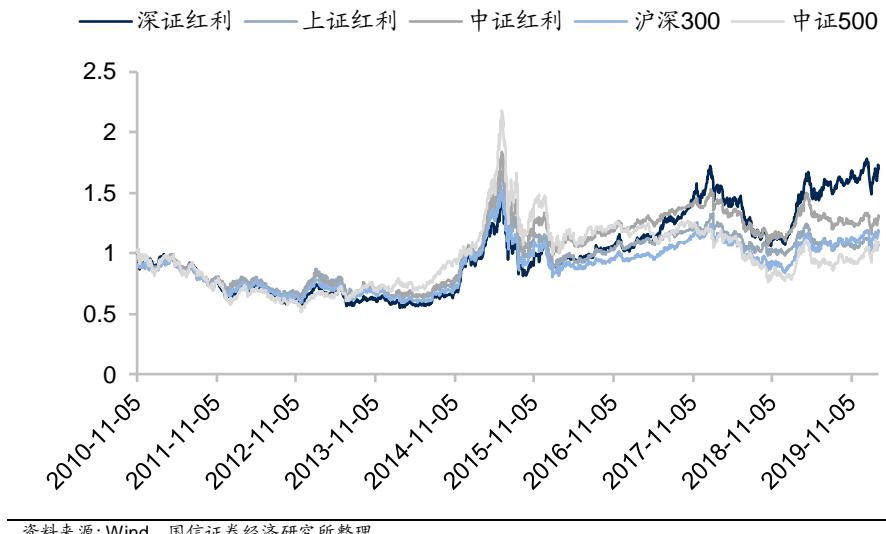
个股名称	权重[%]	一级行业	总市值(亿元)	自由流通市值(亿元)	PE(TTM)	PB(LF)
格力电器	12.30	可选消费	3,698.47	2,667	13.60	3.67
美的集团	11.66	可选消费	3,899.84	2,574	16.49	3.97
五粮液	9.63	日常消费	5,048.81	2,169	30.72	7.27
万科 A	7.58	房地产	3,468.48	1,889	9.25	2.10
平安银行	5.97	金融	2,916.71	1,293	10.34	1.07
温氏股份	5.95	日常消费	1,922.77	1,387	13.83	5.17
海康威视	5.48	信息技术	3,291.31	1,157	26.55	7.34
TCL 科技	3.18	信息技术	861.76	714	24.23	2.84
宁波银行	3.01	金融	1,546.66	775	11.28	1.81
潍柴动力	2.86	工业	1,145.41	620	12.14	2.75

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

指数历史表现：高收益、低波动

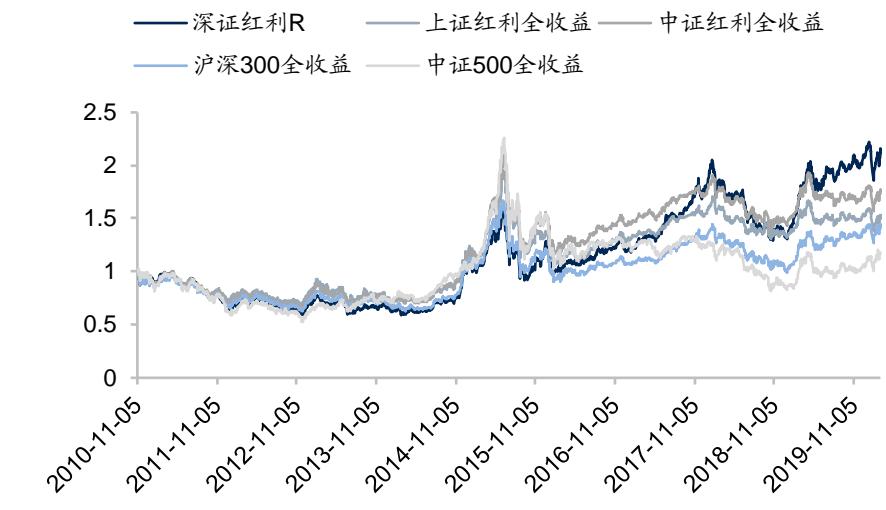
自 2010 年 11 月 5 日工银深证红利 ETF 成立以来，深证红利全收益指数的净值走势稳定提升，波动幅度相对较小；特别是进入 2017 年后，深证红利全收益指数的表现显著优于我们统计的其他全收益指数。

图 5：深证红利价格指数净值走势图



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：深证红利全收益指数净值走势图



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

深证红利指数长期收益率较高，最大回撤低，收益-风险表现优异。以 2010 年 11 月 5 日为起点，截至 2020 年 3 月 6 日，深证红利全收益指数年化收益率达 8.70%，最大回撤 41.95%。长期来看，收益、风险均优于上证红利、中证红利、沪深 300 等全收益指数。深证红利指数成分股仅 40 只，能够在如此有限的品类中，尽可能控制风险、提高收益，长期以较大幅度跑赢沪深 300、中证 500 全收益指数，充分体现深市红利策略的合理性，以及深证红利指数成分股的优质性。

深证红利指数在 2019 年稳定走强，即便 2020 年春节后，市场受新冠肺炎疫情影响出现大幅下挫，仍然能够保持总体正收益。自 2019 年 3 月 5 日至 2020 年 3 月 6 日，深证红利指数最近一年年化收益率达 19.45%，远高于上证红利、中证红利、沪深 300、中证 500 全收益指数；年化波动率为 21.63%，保持在相对稳定的水平；最大回撤-16.25%，低于上证红利、中证红利、中证 500 全收益指数。

表 3：深证红利 R 指数长期收益-风险

	深证红利 R	上证红利全收益	中证红利全收益	沪深 300 全收益	中证 500 全收益
年化收益率 (%)	8.70	4.74	6.53	4.06	1.98
年化波动率 (%)	24.12	20.93	21.81	21.61	26.18
最大回撤 (%)	-41.95	-46.54	-45.66	-46.06	-64.14

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

时间范围：2010 年 11 月 5 日-2020 年 3 月 6 日

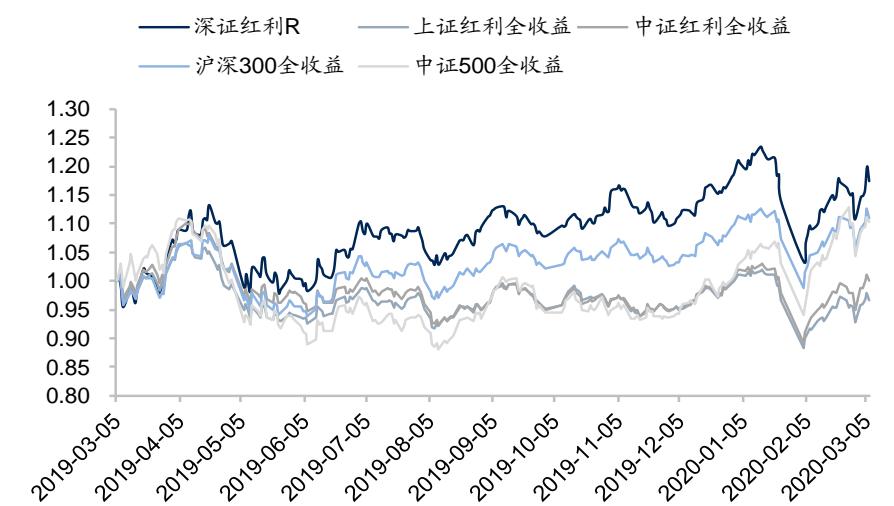
表 4：深证红利 R 指数近一年收益-风险

	深证红利 R	上证红利全收益	中证红利全收益	沪深 300 全收益	中证 500 全收益
年化收益率 (%)	19.45	-2.67	1.16	11.75	13.52
年化波动率 (%)	21.63	17.89	18.96	18.59	22.39
最大回撤 (%)	-16.25	-17.17	-19.15	-13.07	-20.64

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

时间范围：2019 年 3 月 5 日-2020 年 3 月 6 日

图 7：深证红利全收益指数净值近一年走势图



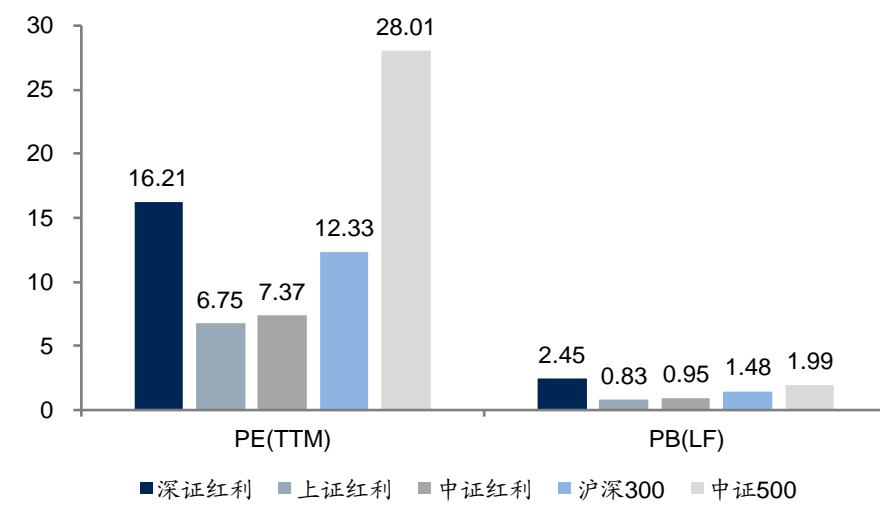
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

指数估值：安全、成长兼具

深证红利指数市盈率不高，且 2019 年以来稳步提升。从市盈率来看，截至 2020 年 3 月 6 日，深证红利指数的 PE (TTM) 为 16.21，在我们选择的几个参照指数中处于相对合理的估值水平，与沪深 300 指数相差不大，远低于中证 500 指数。就市盈率的长期走势来看，深证红利指数估值水平相对稳定，不会出现过大振幅。此外，现阶段 16.21 的 PE 水平处于较低位置，安全性较好。2019 年以来，深证红利指数的估值于低位稳步提升，这也体现了深证红利指数选股兼具成长性的特点。

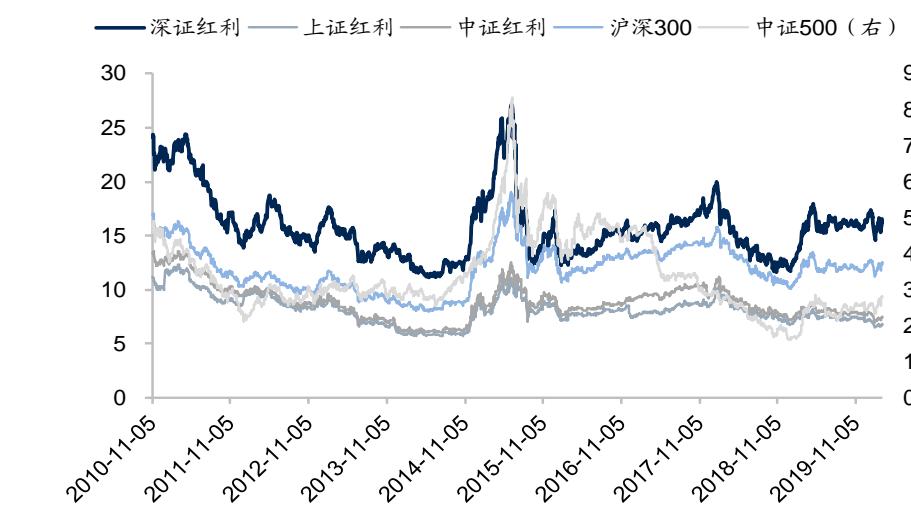
从市净率来看，当前深证红利指数正处于历史中枢的合理水平。截至 2020 年 3 月 6 日，深证红利指数的 PB (LF) 为 2.45。这一水平在深证红利指数 PB 的历史走势中处于靠近中枢的位置，表明估值保持在相对合理的水平。且深证红利指数能够长期稳定高于上证红利、中证红利、沪深 300 全收益指数的市净率水平，证明其成分股资产质量好，得到市场的长期认可。

图 8：深证红利指数相对估值水平



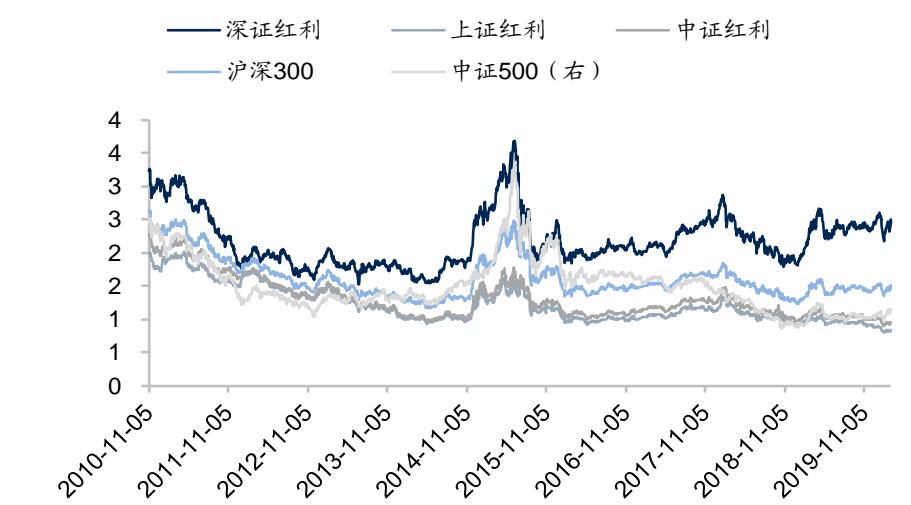
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理
数据截至 2020 年 3 月 6 日

图 9：深证红利指数 PE 长期走势



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理
数据截至 2020 年 3 月 6 日

图 10：深证红利指数 PB 长期走势



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理
数据截至 2020 年 3 月 6 日

深证红利指数的投资优势

深证红利指数成分股中，大盘股居主流，并且偏好于大消费、金融等盈利能力稳定、分红水平较高的行业板块，因此总体来看，深证红利指数具有三个较为突出的投资优势：一是指数具有较高的股息红利，这是股票投资收益的重要保障。股息红利作为股票投资的直接来源之一，其他条件不变的情况下，高股息红利能够直接带来较高的回报率；二是指数盈利能力均能够保持相对较高的水平，这是指数未来长期走好的基础。历史经验显示，价值投资在中国市场是有效的，而稳定较高的盈利能力水平能够给股价上涨带来极大的确定性；三是指数重仓股及行业配置均与外资配置高度重合，而近年来在国内政策不断完善、资产质量不断提高以及投资环境不断改善的情况下，外资流入趋势的持续势必利好红利指数等受到外资偏好的风格指数。

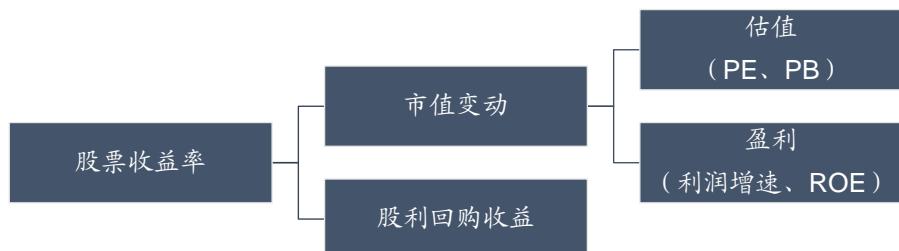
指数高股息，是股票投资收益的重要保障

长期来看，股票收益能够拆分为两个部分，一是股利回购收益，二是市值变动；其中市值变动又能够分解为估值和盈利的变化，因此，股票投资总回报主要来源于股利回购收益、估值以及盈利三个方面，即：

$$R = D/P + \Delta EPS/E + \Delta(P/E)/(P/E)$$

其中， R 代表股票总收益率， D/P 代表股利收益率， $\Delta EPS/E$ 代表企业盈利增速， $\Delta(P/E)/(P/E)$ 表示估值变化。

图 11：股票收益率长期来源的分解



资料来源：国信证券经济研究所整理

理论上，股利收入是股票收益的一个直接来源，从实际经验来看，在美国股票市场中，长期看标普 500 指数中股息红利及其再投资收益也要占到指数全收益的接近一半。自 1989 年初至今超过 30 年的投资期内，即使经历了 2000 年互联网泡沫和 2008 年金融危机这两次重大的危机，投资美股仍然会带来十分丰厚的回报，而其中，股利收益占据了非常重要的地位，这一点体现在标普 500 全收益指数和标普 500 指数长期走势的差距中。标普 500 全收益指数在标普 500 指数的基础上进行了调整，将样本股分红计入了指数收益，调整后的标普 500 全收益指数累计涨幅是标普 500 指数收益率的 2 倍。

图 12: 标普 500 全收益指数走势好于标普 500 指数

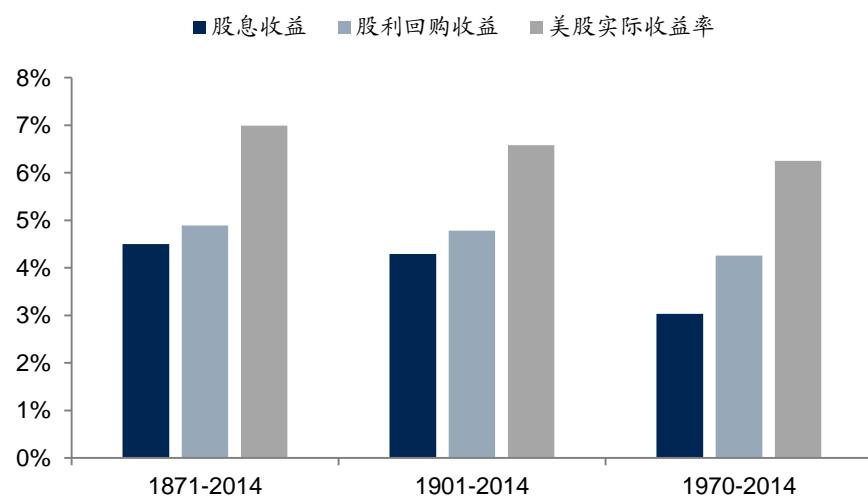


资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

研究表明, 股利回购收益能够解释美国股票历史收益率的绝大部分。Philip U. Straehl 等人对 1871-2014 年期间美国股市长期收益率进行了深入的研究¹, 研究发现, 包含公司派发的股息以及回购股票产生的收益在内, 股利回购收益能够解释美国股票历史收益率的绝大部分。

1871 年至 2014 年期间, 美股实际收益率(剔除通胀后)约为 7%, 其中, 股息收益率为 4.5%, 如果考虑公司回购带来的收益, 总的股利回购收益率将上升至 4.89%, 占美股实际收益率的三分之二以上。上述结论在调整美股的研究区间后仍然成立, 1901 年至 2014 年期间, 美股实际收益率为 6.58%, 其中来自于股息收益的部分达到了 4.29%, 加上企业回购部分, 总的股利回购收益率达到 4.78%; 1970 年至 2014 年期间, 美股产生的股息收益为 3.03%, 将企业回购纳入考虑后这一部分收益上升至 4.26%, 同期美股实际收益率为 6.25%。

图 13: 股利回购收益能够解释大部分美股历史收益率



资料来源: The Long-Run Drivers of Stock Return: Total Payouts and the Real Economy、国信证券经济研究所整理

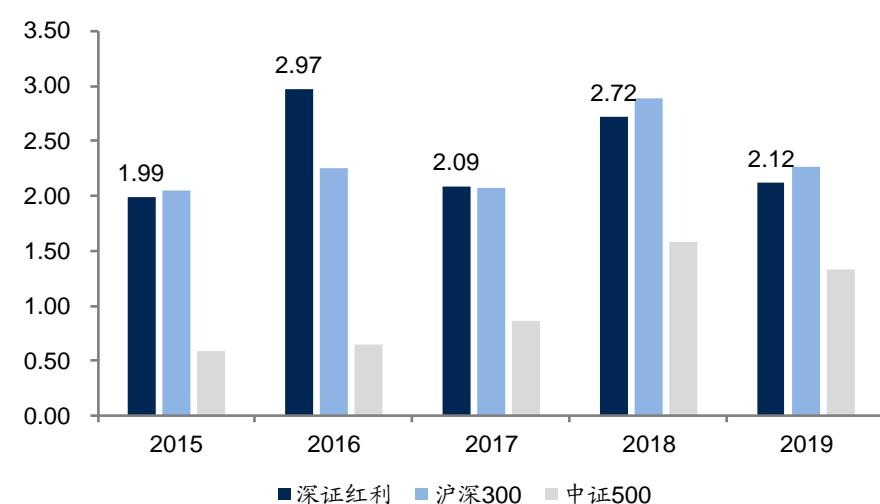
注: 美股实际收益率为经过通胀调整后的收益率, 股利回购收益包含发放股息和企业回购产生的收益

¹ Philip U. Straehl and Roger G. Ibbotson, <The Long-Run Drivers of Stock Returns: Total Payouts and the Real Economy>, Financial Analyst Journal

深证红利指数具有较高的股息红利，这是股票投资收益的重要保障。从长期趋势来看，自 2015 年以来，深证红利指数分红率在主要指数中一直保持稳定较高的水平，基本与沪深 300 指数的股息率大致相当，远远高于中证 500 指数的股息率。从绝对值来看，2016 年以来深证红利指数的股息率便一直稳定在 2% 以上，2016 年最高达到了 2.97%。而即使是在全部个股层面的范围内，目前 A 股连续三年股息率在 2% 以上的上市公司数仅有 146 个，可以说，深证红利指数的分红水平在 A 股市场中属于佼佼者。

股息红利作为股票投资的直接来源之一，其他条件不变的情况下，高股息红利能够直接带来较高的回报率；而深证红利指数稳定较高的股息红利水平，无疑是为股票投资收益加上了一个重要保障。

图 14：2015 年以来深证红利指数股息率水平



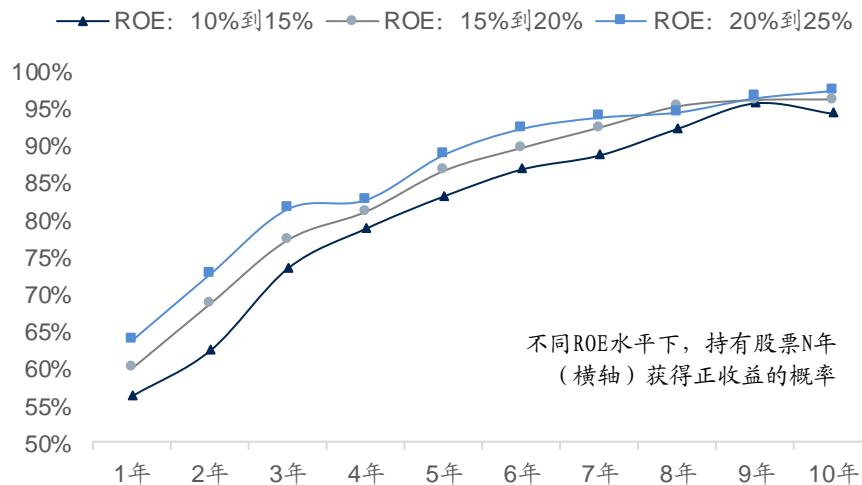
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

指数高盈利，是未来股价上涨的充分条件

持续稳定较高的 ROE 是股价上涨的稀有充分条件。历史数据显示，当一个企业能够拥有持续、稳定、较高的 ROE 时，公司的股价几乎“一定”会上涨，甚至可以在一定程度上忽略估值。

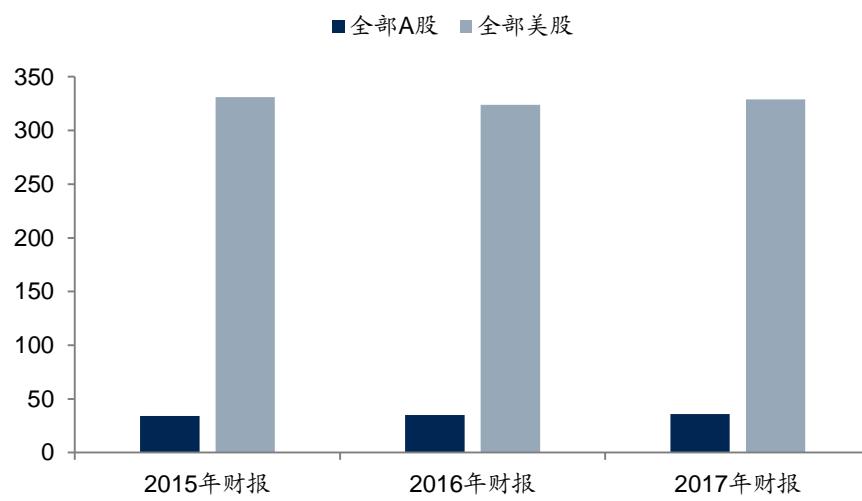
高 ROE 对股价上涨的确定性会随着时间的增加而增加。下图报告了三个不同水平 ROE 公司组合 (ROE 在 10% 到 15% 之间、ROE 在 15% 到 20% 之间、ROE 在 20% 到 25% 之间) 股价获得正收益的概率情况。

一个基本结论是，高 ROE 公司股价上涨的概率会随着时间的增加而增加，换言之，对于高 ROE 公司，时间越长股价上涨的确定性越大。如果一个企业的 ROE 持续维持在相对较高的水平 (比如 15%)，大概到五年以上，股价上涨就基本成为了一个确定性事件 (概率在 90% 以上，剩下的 10% 主要是因为初始时点在牛市最高点)。

图 15：高 ROE 组合随着持有年限的增加股价胜率不断上升


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

A股整体的盈利能力太差，我们认为这是导致A股长期走平的根本原因。长期来看投资者赚到的钱就是企业利润的钱，股价上涨的斜率与上市公司的ROE应该是基本趋同的。在A股长期走平的同时，美股走出了长牛、慢牛、并持续创新高，这背后的原因正是在于两国上市公司间盈利能力的差距。我们统计了全部A股和美股中连续三年净资产收益率(ROE)大于20%的上市公司个数，可以很清楚的看到，A股盈利能力强的上市公司个数要显著少于美股的个数，大概只有美股的十分之一，而当前A股上市公司总数差不多是美股上市公司总数的80%。

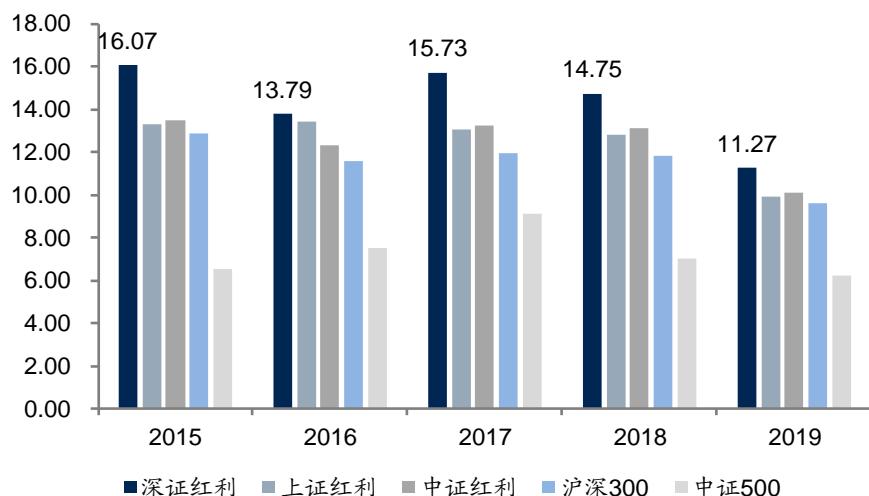
图 16：中美股市连续三年扣非 ROE 大于 20% 上市公司个数对比


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从这个角度看，价值投资在中国市场是有效的，稳定较高的盈利能力水平能够给股价上涨带来极大的确定性。

而历史经验显示，深证红利指数盈利能力均能够保持相对较高的水平，这是指数未来长期走好的基础。自 2015 年以来，深证红利指数的 ROE 水平持续领跑其他红利指数，且相对于沪深 300、中证 500 全收益指数有较大优势，表明该指数具有较强的盈利能力。历史数据表明，无论市场经历牛市、熊市，深证红利指数均能保持相对水平较高的稳定回报。

图 17：深证红利指数 ROE 水平



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

指数备受外资青睐，配置规模预计将持续提高

近年来，除A股上市公司自身经营质量改善等内因外，外汇管理局取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度限制等政策性因素，也在不断推动A股对外开放程度的提升。经营质量改善、政策推动叠加A股纳入MSCI指数等重要事件的影响，使得近年来外资不断增加对A股资产的配置规模，外资定价权日益提升。这样的背景势必利好红利指数等受到外资偏好的风格指数。

2017年2月至2020年2月，陆股通资金总体呈现持续净流入的趋势，深股通则经历了2019年6月至2020年2月连续9个月的资金净流入状态。

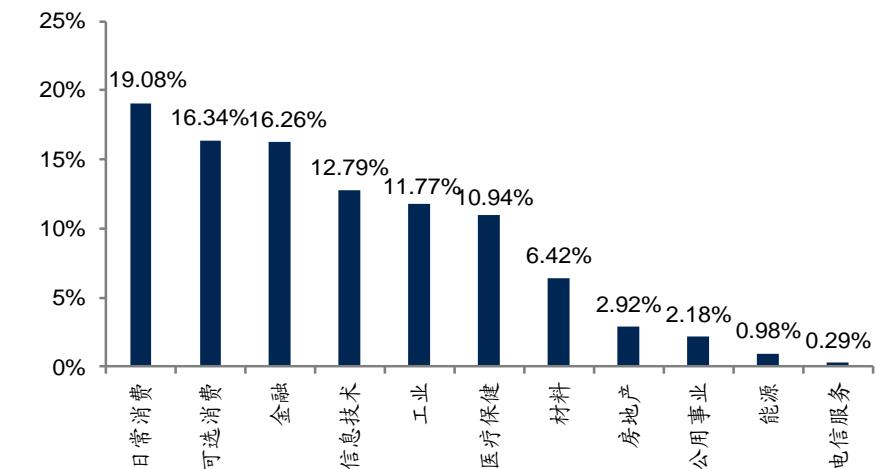
图18：2017年至今沪股通、深股通资金净流入（亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

外资青睐行业与深红利指数高权重配置板块基本重合。就外资在各行业配置情况来看，外资定价权最高的几个行业中，日常消费、可选消费、金融、信息技术，均是深证红利指数权重占比比较大的板块。因此，从行业配置的角度来看，深证红利指数的行业布局风格符合外资偏好。

图19：陆股通各行业持仓占该行业A股总市值比例（外资定价权）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从外资重仓个股角度来看，陆股通持仓最多的7只深市个股均为深证红利指数的重仓成分股。截至2020年2月28日，陆股通重仓个股前20名中的全部7只深市个股，美的集团、格力电器、五粮液、平安银行、海康威视、洋河股份、万科A，均为深证红利指数的重仓成分股。且近一年以来，平安银行外资持仓增加幅度达146%，万科A外资持仓增加幅度达70%，除五粮液、海康威视外，几只重仓股外资持仓均有所提升。自2017年9月以来，深证红利指数前5大权重股，格力电器、美的集团、五粮液、万科A、平安银行，外资持股比例均大幅上升。外资对重要成分个股的配置，再度提升了深证红利指数价值的稳定性，表明了市场对其优质成分股的充分认可。

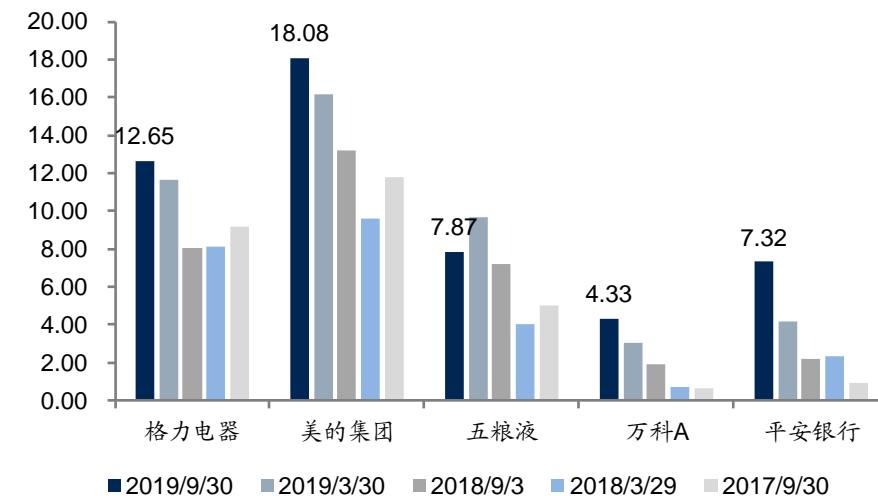
表 5：2020年2月28日陆股通重仓股前20名

持仓排名	代码	名称	行业	当前持股市值(亿元)	持仓股数变动
1	600519.SH	贵州茅台	日常消费	1144	-12.0%
2	601318.SH	中国平安	金融	691	8.7%
3	000333.SZ	美的集团	可选消费	634	4.8%
4	000651.SZ	格力电器	可选消费	629	33.2%
5	600276.SH	恒瑞医药	医疗保健	480	9.4%
6	000858.SZ	五粮液	日常消费	448	-21.0%
7	600036.SH	招商银行	金融	361	19.7%
8	000001.SZ	平安银行	金融	261	146.2%
9	601888.SH	中国国旅	可选消费	249	22.3%
10	600887.SH	伊利股份	日常消费	247	-18.5%
11	600585.SH	海螺水泥	材料	235	19.8%
12	600900.SH	长江电力	公用事业	230	10.7%
13	600009.SH	上海机场	工业	190	-17.7%
14	002415.SZ	海康威视	信息技术	184	-41.9%
15	603288.SH	海天味业	日常消费	176	8.6%
16	600690.SH	海尔智家	可选消费	164	28.6%
17	002304.SZ	洋河股份	日常消费	158	30.8%
18	000002.SZ	万科A	房地产	150	70.0%
19	601901.SH	方正证券	金融	124	6.9%
20	600031.SH	三一重工	工业	123	10.3%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

时间范围：2019年3月5日-2020年2月28日

图 20：深证红利指数前5大权重股外资持股比例（陆股通+QFII）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

工银瑞信深证红利 ETF: 专注深市红利策略价值投资

工银瑞信深证红利 ETF 简介

工银瑞信深证红利 ETF (159905.OF) 作为目前市场上唯一一只跟踪深证红利指数的 ETF 产品, 运用指数化投资, 在有效分散风险的基础上, 以低成本和较低的风险获得良好长期投资回报。自 2010 年 11 月 5 日成立以来, 已取得 89.26% 的收益。

表 6: 深证红利指数基本信息

深证红利交易型开放式指数证券投资基金			
基金全称	深证红利交易型开放式指数证券投资基金		
基金简称	工银瑞信深证红利 ETF	指数代码	399324.SZ
成立日期	2010/11/5	上市日期	2011/1/11
基金管理人	工银瑞信基金管理有限公司	基金经理	赵栩
基金托管人	中国农业银行股份有限公司	上市板	深圳证券交易所
运作方式	契约型开放式	投资类型	被动指数型基金
比较基准	深证红利价格指数		
投资目标	紧密跟踪标的指数, 追求跟踪偏离度和跟踪误差的最小化, 力争实现与标的指数表现相一致的长期投资收益。		
投资原则	运用指数化投资, 跟踪深证红利股票指数, 有望在有效分散风险的基础上, 以低成本和较低的风险获得良好长期投资回报。		
投资范围	基金主要投资于标的指数成份股票、备选成份股票、一级市场新发股票、债券、权证以及中国证监会允许基金投资的其他金融工具。法律法规或监管机构以后允许基金投资的其他品种, 基金管理人在履行适当程序后, 可以将其纳入投资范围。其中, 基金投资于标的指数成份股票及备选成份股票的比例不低于基金资产净值的 90%。		
管理费率	0.50%	托管费率	0.10%
认购费率	金额 < 50 万	0.80%	
	50 万 <= 金额 < 100 万	0.50%	
	100 万 <= 金额	1000 元/笔	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

管理公司 & 基金经理: 稳健卓越, 功底深厚

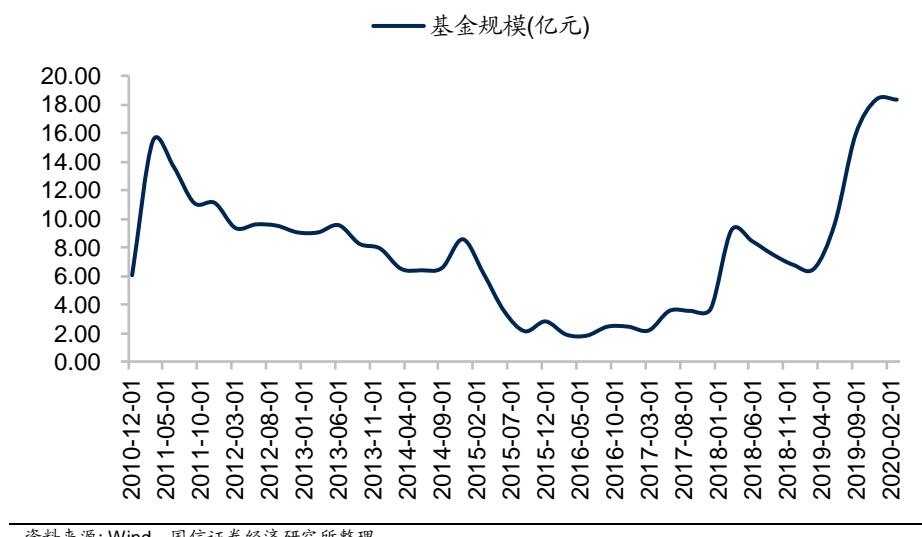
工银瑞信基金管理有限公司, 成立于 2005 年 6 月 21 日, 目前旗下基金数量 146 只, 基金资产规模 5372.23 亿元, 是我国第一家由国有商业银行直接发起设立并控股的合资基金管理公司。自成立以来, 公司坚持“以稳健的投资管理, 为客户提供卓越的理财服务”为使命, 依托强大的股东背景、稳健的经营理念、科学的投研体系、严密的风控机制和资深的管理团队, 立足国际化、专业化、规范化, 致力于为广大投资者提供一流的投资管理服务。

工银瑞信深证红利 ETF 现任基金经理赵栩先生, 投资经理年限超 8 年, 目前在任管理基金 11 只, 规模 117.64 亿。2008 年加入工银瑞信, 曾任风险管理部金融工程分析师, 2011 年 10 月 18 日起担任工银上证央企 ETF 基金基金经理, 2012 年 10 月 9 日起担任工银深证红利 ETF 基金、工银深证红利 ETF 联接基金的基金经理。

基金业绩：规模、净值稳步提升

近年来，工银瑞信深证红利 ETF 规模与净值均稳定提升。自 2015 年起，基金规模提升趋势明显，截至 2019 年 12 月 31 日，基金规模已达 18.33 亿元。自 2019 年以来，基金净值屡创新高，截至 2020 年 3 月 6 日，基金单位净值已达 2.03 元。

图 21：工银深证红利 ETF 规模走势图



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 22：工银深证红利 ETF 单位净值走势图



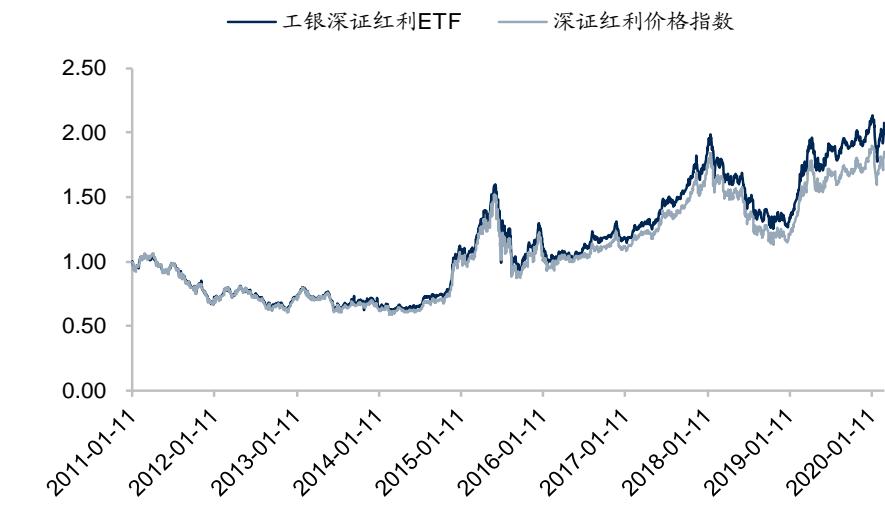
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

跟踪情况：紧密跟踪深证红利指数

工银瑞信深证红利 ETF 跟踪误差低。自 2011 年 1 月 11 日，工银瑞信深证红利 ETF 上市以来，紧密跟踪深证红利指数，仅 2016 年年化跟踪误差超过 2%，上市以来年化跟踪误差仅 1.12%。足够低的跟踪误差，使得指数能够在有效分散风险的基础上，以低成本和较低的风险获得良好长期投资回报。

工银瑞信深证红利 ETF 成立以来，始终保持较高的机构投资者比例。2018 年以前，机构投资者持有比例保持在 80% 以上。近年来，基金优异的业绩表现吸引了大批高净值个人投资者，个人持有比率有所提升。

图 23：工银深证红利 ETF 净值较深证红利指数净值走势对比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表 7：工银深证红利 ETF 跟踪误差及投资者结构

起始日期	截止日期	日均偏离度	年化跟踪误差	机构持有比例	个人持有比例
2011/1/11	2011/12/31	0.013%	0.62%	95.03%	4.97%
2012/1/1	2012/12/31	0.022%	0.63%	95.23%	4.77%
2013/1/1	2013/12/31	0.023%	1.35%	95.60%	4.40%
2014/1/1	2014/12/31	0.035%	1.25%	95.98%	4.02%
2015/1/1	2015/12/31	0.014%	1.13%	94.96%	5.04%
2016/1/1	2016/12/31	-0.003%	2.05%	91.88%	8.12%
2017/1/1	2017/12/31	0.031%	0.97%	88.65%	11.35%
2018/1/1	2018/12/31	0.038%	0.59%	79.99%	20.01%
2019/1/1	2019/12/31	0.030%	0.77%	77.99%	22.01%
2020/1/1	2020/3/6	-0.011%	0.27%	-	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

（本报告中所有涉及的个股信息，仅为公开信息汇总，不构成任何盈利预测和投资评级）

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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、建议及推论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、建议及推论不一致的报告。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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 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 楼
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