

➤ **三阶段增长模型下的预期收益率：最终收敛于稳定增长阶段的股息率。**股票的长期收益率 $\approx$ 长期增长率+股息率+估值贡献。所以理论上，如果一个市场所有行业都开始进入稳定增长阶段之后，那么长期收益率的锚将不再是长期增长率  $g$  而是股息率  $d$ ，而这一点其实与当下的市场环境正好吻合：A 股自 2016 年以后开始进入稳定增长阶段，市场开始寻求结构性的增长机遇，无论是从白酒、医药到电子，还是再到近三年的新能源，“赛道化”和“高景气”的投资范式主导了过去几年 A 股市场投资，也造成了市场不同板块之间估值较大的分化。但随着这部分结构性高增长的行业也开始面临各自的瓶颈，上述定价范式开始出现了逆转。在缺乏“破坏性创新”的环境下，寻找未来新成长的阶段可能会持续很长一段时间。当一切增长都变得不确定时，回归“股息贴现模型”这一基础的定价共识，股息率反而可能成为新时期定价秩序的“先行者”。

➤ **1970s 美股的投资范式转换：认知到股票=“永续债”。**类似的场景在美国 1970s 大滞胀时期也发生过，高股息率成为当时标普 500 的主要收益来源，也成為了战胜通胀的力量：如果不考虑分红，则标普 500 几乎十年不涨（年化收益率仅为 3.59%），远远跑输通胀（年化为 7.78%）；而如果考虑分红再投资之后，则标普 500 年化收益率可以达到 7.95%，略跑赢通胀。从构建策略的角度来看，高股息组合在 1970s 跑赢了全部美股，在 1975-1979 年甚至大幅跑赢了能源板块。事实上，巴菲特在 1977 年也谈到了高股息在通胀环境下对于投资者的重要意义：（1）长期来看美股股票的年化回报稳定在 12% 左右，类似于永续债券的票面利率。（2）1970s 美国通胀与利率中枢都逆转了二战后的趋势，进入长期上行趋势。在这种背景下，企业提升 ROE 的途径十分有限：无论是周转率、杠杆还是利润率，似乎都没有较大提升空间，除了一些能够提价的垄断性行业，比如石油石化、铜、铝、钢铁等。高股息策略似乎成为了唯一的选择。

➤ **国内企业提升股本回报率的难度在上升。**可能会有投资者认为当下国内没有出现通胀和利率中枢抬升，但滞胀并不只是一个宏观的概念，更是微观企业间的组织关系。我们认为在全球滞胀的格局下，处在分工中间环节的中国企业所面临的困境其实与 1970s 的美国企业在本质上是一样的：即提升股本回报率的难度在不断上升。从提升股本回报率的五个因素来看：（1）提升资产周转率。似乎看起来不太可能实现。2006 年之后 A 股整体的资产周转率就逐步下台阶，同时我们观察到上市公司资本开支越来越少，而货币资金越来越多。（2）更便宜的杠杆，对于国企而言已经足够便宜，民企则面对更多分化。（3）更大的杠杆，似乎不太可能。企业加杠杆估计更为谨慎，投资者也不一定认可加杠杆的行为：自 2010 年之后加杠杆的商业模式就已经被投资者所抛弃。（4）降低所得税，空间可能十分受限。企业所得税占利润比例持续创历史新低，但在财政收入中的比例却越来越高。（5）提升销售净利率。目前仅有少数行业（非金融）的销售净利率还在上行：上游资源、电新、国防军工、商贸零售、纺织服装、食品饮料以及通信。在全球滞胀格局下，中国的上市公司大部分处在中间环节，面临需求缺乏弹性而成本下行较慢的状况，让净利率中枢下行趋势反而较为确定。

➤ **红利策略正重回视野，新秩序已然开启。**如果我们以中证 800 为分析样本构建 G/股息率/ROE 三种策略，则会发现：（1）从长期视角来看，表现最好的是高股息率策略。（2）直到 2015 年之后高股息率策略才开始大幅跑赢高增速 G 策略。（3）从周期性视角来看，高股息率与高增速 G 策略此消彼长，一个完整周期一般为 7 年（高股息占优一般持续 3-5 年），当下高股息策略占优的阶段刚开启 1 年多。尽管在当下高股息策略将会成为占优策略，但“高股息率陷阱”（即股息率的高可能是静态的）需要被排除，投资者需要理解“真正的红利股”的概念：以长江电力为代表的一类股票，分红比例与 PE 都抬升，稳定的股息率成为了红利股定价的锚，由于上述特征十分明确，市场对其定价也较为充分。投资者更应该关注的是“准红利股”（以煤炭和石油石化为代表的一类股票），其股息率将逐步向红利股收敛，将会成为投资者的  $\alpha$ 。钢铁、建材、纺织服装、银行和交通运输等行业同样符合上述特征。

➤ **风险提示：**AI 产业趋势确立，业绩超预期；高股息个股的业绩不断下滑，现金流恶化；测算误差。



**分析师 牟一凌**

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

**分析师 方智勇**

执业证书：S0100522040003

邮箱：fangzhiyong@mszq.com

## 相关研究

1. 策略专题研究：资金跟踪系列之七十四：“配置”企稳回流，“趋势”流出放缓-2023/06/05
2. A 股策略周报 20230604：反攻的思路-2023/06/04
3. 策略专题研究：绝处的花——风格洞察与性价比追踪系列（十七）-2023/06/02
4. 策略专题研究：民生研究：2023 年 6 月金股推荐-2023/05/31
5. 行业信息跟踪（2023.05.22-2023.05.28）：水泥、玻璃需求走弱，汽车销售底部企稳-2023/05/30

# 目录

1 预期收益率与三阶段增长模型：增长率与股息率 .....	3
2 美股 1970s 高股息策略复盘：股票=“永续债” .....	6
3 国内无指标上的通胀，但全球滞胀让提升股本回报率的难度在上升.....	9
4 新秩序的开启：高股息是表象，红利是内核 .....	15
5 风险提示 .....	20
插图目录 .....	21

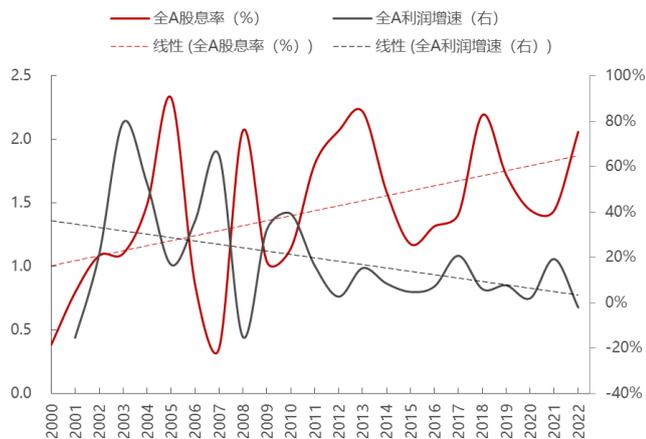
# 1 预期收益率与三阶段增长模型：增长率与股息率

如果不考虑回购只考虑分红，则股票的长期收益率可以表示为以下形式：

$$\text{长期收益率} \approx \text{长期增长率 (收敛于留存比率 } b \cdot \text{ROE)} + \text{股息率} + \text{估值贡献}$$

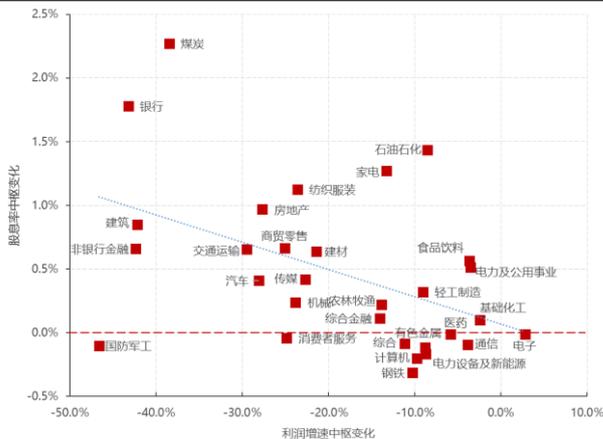
所以长期收益率基本上取决于两大因素：**长期增长率 g 与股息率 d**。估值贡献取决于市场对于长期增长率 g 的预期（反映到 PE 估值上），股息率 d 与长期增长率 g 之间存在非线性的此消彼长的关系 ( $g = b \cdot \text{ROE}$ ,  $d = D_0/P = (1-b)/PE$ )。因此，对于高增长的行业而言，股息率一般较低，因为大部分留存收益都会拿去再投资和资本开支（留存比率 b 较高），以获得更高的回报，但这些行业的估值贡献往往大幅为正（PE 高），体现了市场对于成长性给予的溢价；而对于低增长的行业而言，股息率往往较高，因为留存收益率没有再投资的必要，大部分都用于分红回馈股东（留存比率 b 较低），但这些行业的估值贡献往往为负（PE 低），因为市场认为这些行业未来没有增长。上述股票定价的范式在过去几年体现得淋漓尽致。

图1：全部 A 股股息率与利润增速之间的长期趋势呈现明显的负相关



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：从行业的角度来看，基本符合高增长、低股息率/低增长、高股息率的特征

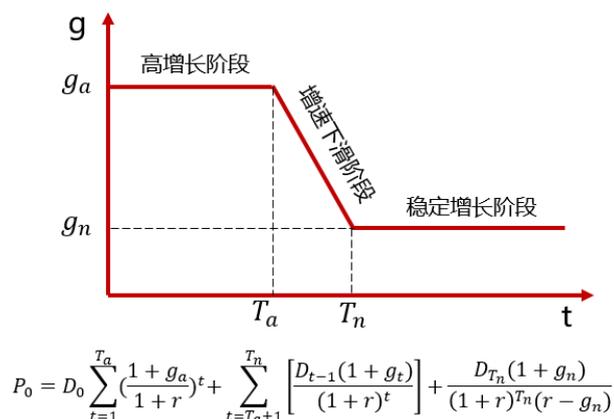


资料来源：wind，民生证券研究院。注：这里的股息率和利润增速中枢变化都是 2011-2022 年的中位数减去 2000-2010 年的中位数，其中利润增速为年化增速，如果出现异常值，则赋值为 0%。

但问题在于没有“永恒的成长”，并且在不同阶段成长领域的行业也并不相同。根据股票定价的三阶段模型，任何企业都会经历三种增长阶段：高速增长、增速下滑以及最后的稳定增长。而事实上，A 股自 2000 年以来也经历了上述过程：2000-2010 年的高速增长阶段，2011-2016 年的下台阶阶段，2016 年至今的稳定增长阶段。所以我们看到了：在 2010 年之前大部分行业具备高成长性，尤其是与经济总量增长更相关的“五朵金花”，甚至是银行也被认为是成长股；而到了 2011-2016 年，面对经济增速换挡，市场开始寻求转型中的机遇，以移动互联网为代表的产业趋势带来了 TMT 的崛起，TMT 板块的利润增速逆势上行；2016 年以后，随着经济增速开始企稳，中游制造、消费板块的利润增速也逐步企稳回升，市场又开始寻求结构性的增长机遇，无论是从白酒、医药到电子，还是再到近三年的新能

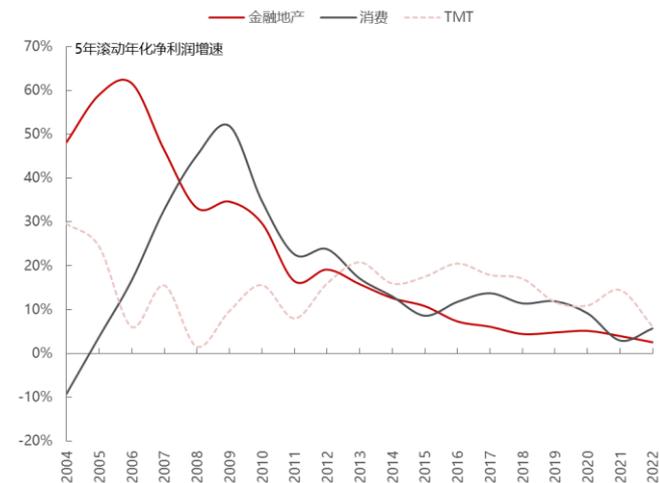
源，“赛道化”和“高景气”的投资范式主导了过去几年A股市场投资，也造成了市场不同板块之间估值较大的分化：中上游周期虽然利润增速也触底反弹，但市场质疑的是其波动和持续性，所以定价其实并不充分；而金融地产和以建筑、电力公用事业为代表的稳定板块增速仍持续下行，估值一直处于历史低位。

图3：三阶段增长模型：不同阶段面对的增速g、股息以及贴现率可能都不一样



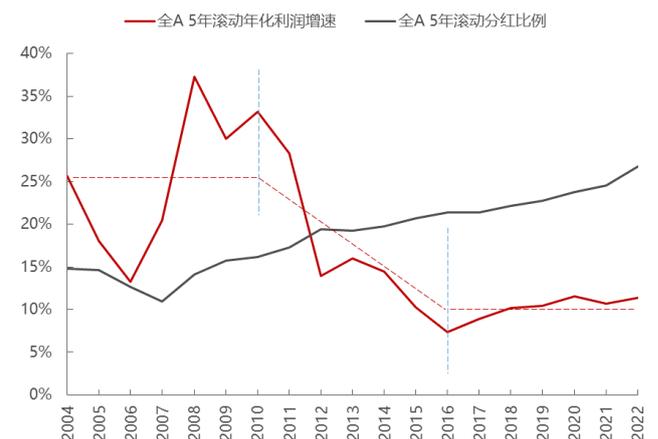
资料来源：民生证券研究院

图5：2011-2016年TMT年化增速逆势上行，2015年消费年化增速企稳回升



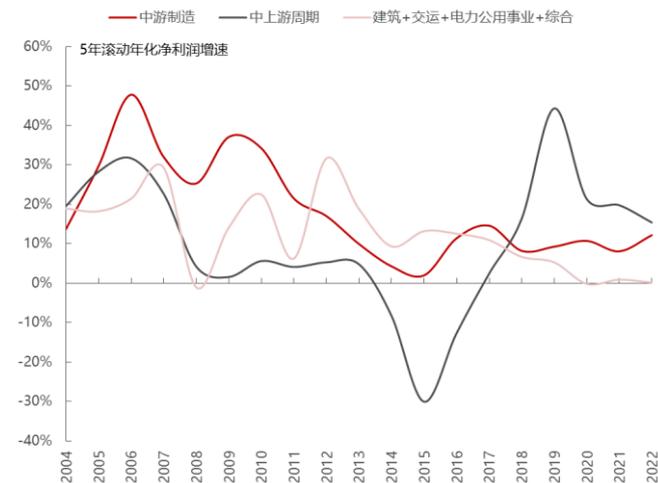
资料来源：wind，民生证券研究院。注：这里的金融地产包括银行、非银、综合金融以及房地产行业；消费包括家电、商贸零售、农林牧渔、医药、消费者服务、食品饮料以及纺织服装；TMT包括计算机、通信、传媒和电子。

图4：A股也经历了三阶段增长，增速中枢从25%下降到当前的10%左右，分红比例逐步抬升



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2015年中游制造年化增速企稳回升，中上游周期触底反弹



资料来源：wind，民生证券研究院。注：这里的中游制造包括机械、建材、汽车、电力设备及新能源、轻工制造、国防军工；中上游周期包括煤炭、石油石化、有色金属、钢铁以及基础化工。

2023年以来，上述定价范式似乎遭受了逆转。我们在此前《华丽预演行情的始末》报告中提到，2023年年初至今，人工智能浪潮下的TMT和“滞胀”、“中特估”环境下的资源+重资产国企成为了明显的两条主线，而2016年以来进入稳定增长阶段的部分消费板块（以白酒、医药为代表）以及高增长的部分高端制造板块（以电新为代表）表现不佳。市场在对2016年以来的结构性增长定价到极致之后，开始了寻找未来成长的新阶段：无论是仍处于技术曲线前沿的人工智能，还是拥有价格成长性（毛利率成长性）的资源，抑或是过去成长性空间被压制的重资产

国企，都使得成长性的来源分布更为广泛，不再是拘泥于此前十分依赖于渗透率提升逻辑的成长投资范式<sup>1</sup>。但寻找未来成长的阶段可能会持续很长一段时间，因为海外的“滞胀”与国内的经济动能转换并非一朝一夕。我们认为，**在过渡阶段，由于长期增长率的疲软，股息率反而可能成为新时期秩序的“先行者”**：因为根据前文长期收益率的计算公式来看，如果留存比率越低，则理论上长期收益率终将收敛于股息率本身。

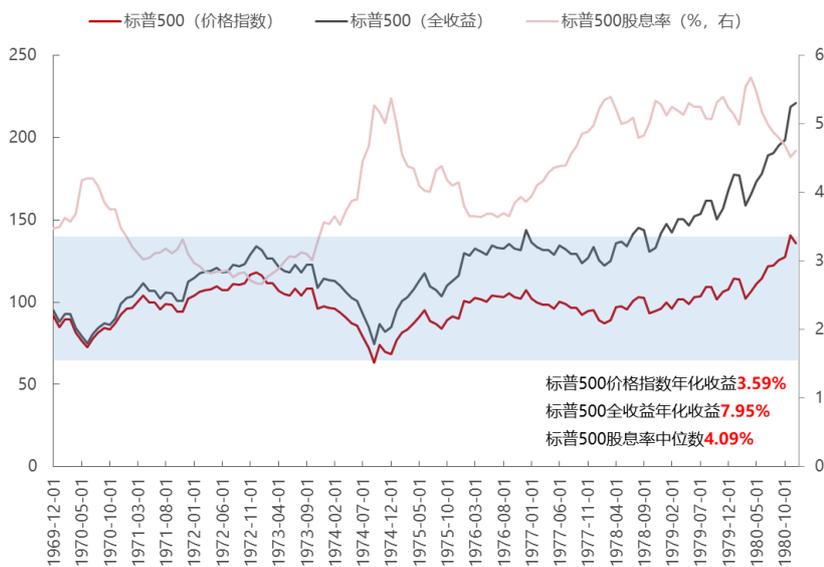
---

<sup>1</sup> 详见我们此前发布的报告《变化的时代，变化的“成长”》。

## 2 美股 1970s 高股息策略复盘：股票 = “永续债”

类似的场景在美国 1970s 大滞胀时期也发生过，高股息率成为当时标普 500 的主要收益来源，也成为了战胜通胀的力量：如果不考虑分红，则标普 500 几乎十年不涨（年化收益率仅为 3.59%），远远跑输通胀（年化为 7.78%）；而如果考虑分红再投资之后，则标普 500 年化收益率可以达到 7.95%，略跑赢通胀。

图7：高股息率成为 1970s 标普 500 的主要收益来源，也成为了股票战胜通胀的主要力量



资料来源：wind，民生证券研究院

从构建策略的角度来看，如果我们构建一个高股息组合，则这个组合在 1970s 跑赢了全部美股，在 1975-1979 年甚至大幅跑赢了能源板块。

图8：高股息率策略在 1970s 表现亮眼



资料来源：Compustat，民生证券研究院。这里高股息的筛选标准为股息率前 20% 的个股，每年年底根据过去一年的股息率调整一次。

从上述高股息组合的个股行业构成来看：从数量占比上看，主要集中于**材料、工业、可选消费、金融以及公用事业**；从市值占比上看，主要集中于**能源、通讯、公用事业、材料、工业、金融以及可选消费**；**医疗健康、信息技术**行业无论是数量占比还是市值占比都很低。

图9：1970s 美股高股息组合的个股行业构成（数量占比）

时间	能源	材料	工业	可选消费	必选消费	医疗健康	金融	信息技术	通讯	公用事业	房地产
1970	5.8%	19.5%	26.4%	15.2%	9.4%	1.4%	16.2%	1.8%	3.2%	0.7%	0.4%
1971	4.5%	18.2%	25.8%	17.9%	6.9%	1.4%	18.2%	2.4%	3.1%	1.0%	0.7%
1972	5.0%	18.3%	24.8%	12.1%	9.0%	1.2%	21.7%	1.5%	3.4%	1.2%	1.9%
1973	4.1%	14.1%	17.4%	11.0%	6.4%	1.3%	13.1%	1.3%	2.6%	26.9%	1.8%
1974	2.1%	12.1%	18.6%	15.5%	6.6%	0.8%	10.2%	1.3%	3.1%	28.1%	1.6%
1975	2.1%	10.8%	19.5%	13.9%	3.6%	0.8%	15.4%	1.5%	3.3%	27.5%	1.5%
1976	2.9%	10.6%	18.2%	10.3%	2.9%	0.7%	19.7%	1.7%	3.4%	27.8%	1.7%
1977	2.9%	8.9%	17.9%	12.3%	6.5%	1.4%	17.1%	1.2%	3.4%	27.3%	1.0%
1978	3.6%	10.5%	15.4%	11.9%	6.4%	1.7%	14.7%	0.5%	2.9%	29.2%	3.3%
1979	3.8%	8.0%	16.1%	14.7%	7.1%	1.7%	11.3%	1.7%	2.6%	29.1%	4.0%
1980	2.0%	8.8%	15.0%	14.7%	7.5%	1.1%	16.1%	1.6%	2.9%	27.2%	2.9%

资料来源：Compustat，民生证券研究院

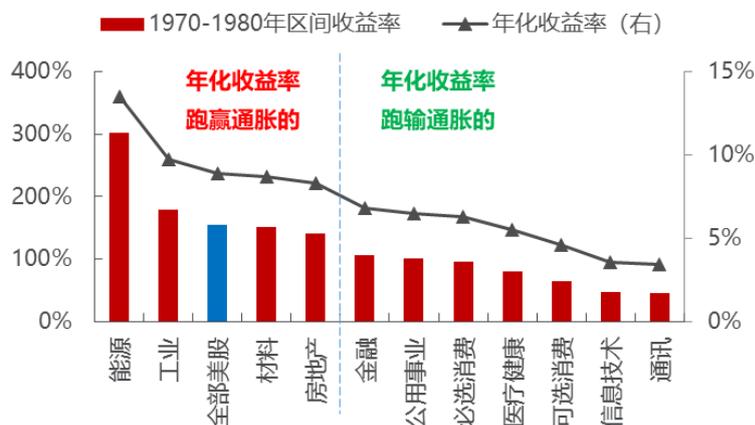
图10：1970s 美股高股息组合的个股行业构成（市值占比）

年份	能源	材料	工业	可选消费	必选消费	医疗健康	金融	信息技术	通讯	公用事业	房地产
1970	27.6%	15.4%	14.4%	7.1%	4.4%	2.2%	7.3%	0.6%	20.4%	0.5%	0.1%
1971	32.3%	16.2%	10.1%	7.7%	5.1%	1.4%	7.4%	0.6%	18.3%	0.7%	0.1%
1972	28.4%	13.6%	10.4%	8.3%	7.5%	2.2%	10.1%	0.6%	17.5%	0.8%	0.5%
1973	24.7%	9.5%	8.2%	7.1%	4.8%	2.3%	7.4%	0.4%	16.5%	18.8%	0.3%
1974	17.1%	9.2%	10.2%	13.6%	4.2%	1.2%	8.0%	0.7%	5.7%	29.6%	0.4%
1975	30.4%	7.4%	9.8%	9.4%	1.8%	0.3%	10.0%	0.6%	5.6%	24.3%	0.3%
1976	23.5%	4.7%	7.7%	6.4%	1.4%	0.9%	9.1%	0.5%	22.7%	22.7%	0.3%
1977	22.6%	5.1%	6.4%	7.4%	2.6%	1.2%	7.2%	0.4%	23.7%	23.2%	0.2%
1978	22.4%	6.4%	7.4%	7.7%	4.1%	2.0%	6.2%	0.3%	19.9%	23.5%	0.3%
1979	18.5%	5.2%	8.0%	9.8%	4.7%	1.8%	5.6%	0.3%	22.2%	23.5%	0.3%
1980	17.4%	7.3%	12.0%	7.2%	6.6%	1.1%	7.8%	0.6%	19.5%	20.2%	0.3%

资料来源：Compustat，民生证券研究院

从行业层面来看，除了房地产和通讯以外，行业的表现排名基本上与高股息组合的个股行业构成匹配：年化收益率跑赢通胀的行业中**能源、工业和材料**也是高股息组合中个股市值占比较高的行业，而**金融和公用事业**表现也不错。

图11：1970s 行业表现排名基本上与高股息组合的个股行业构成相匹配（除了房地产与通讯）



资料来源：Compustat，民生证券研究院

事实上，巴菲特在他 1977 年于《财富》杂志上发表的一篇名为《通胀是如何欺骗投资者》<sup>2</sup>的文章中，也谈到了高股息在通胀环境下对于投资者的重要意义：

(1) 在巴菲特看来，股票就等同于“永续的债券”，股息即票息。长期来看美股股票的年化回报稳定在 12%左右，而这个 12%就有点类似于永续债券票面利率。

(2) 1970s 美国通胀与利率中枢都逆转了二战后的趋势，进入了长期上移的轨道。而在这种背景下，企业提升 ROE 的途径十分有限，也很困难，无论是周转率、杠杆还是利润率，似乎都没有较大的提升空间，除了一些能够提价的、通胀来源的垄断性行业，比如石油石化、铜、铝、钢铁等。所以尽管通胀时期股票的表现也一般，但为了能够至少不跑输通胀，高股息策略似乎成为了唯一的选择。

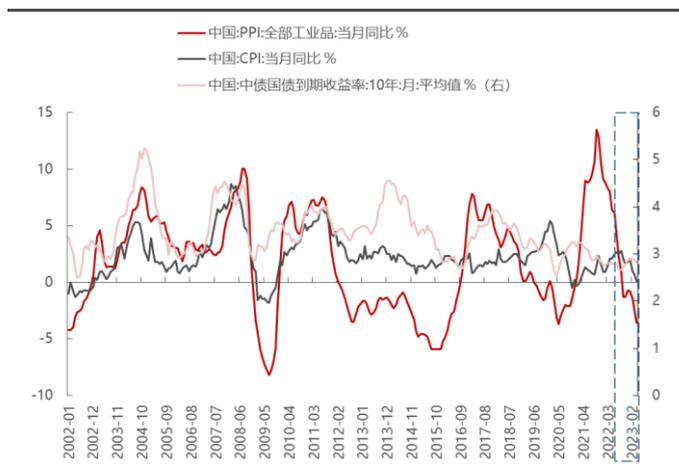
(3) 在滞胀时期，巴菲特认为高股息的公司往往也是好公司，这与在低通胀时期的认知完全不同：以往寻求高增长时期的公司留存收益越多（发放股息越少）反而能够为股东创造更多的回报，但这个结论成立的前提是企业提升股本回报率是很容易的。到了高通胀时期，由于提升 ROE 较难，而且为了维持原有业务所需的货币量随着通胀增长而增长，此时“低股息”不一定等同于“高增长”，企业反而有可能通过各种手段欺骗投资者来降低股息和维持原来的经营，而不是真正地进行高回报的再投资。所以在高通胀时期，高股息意味着的是放弃对远期增长的预期，认清了残酷的现实；但同时这些企业又有能力发放大量股息，拥有的是稳定经营的能力以及能够与通胀增速相匹配的收入增长能力，这种能力在滞胀时期弥足珍贵。

<sup>2</sup> *How Inflation Swindles the Equity Investor*, Warren E. Buffett, *Fortune*, Vol. XCV, No. 5, May 1977, 250-267. New York, NY: Time, Inc.

### 3 国内无指标上的通胀，但全球滞胀让提升股本回报率难度在上升

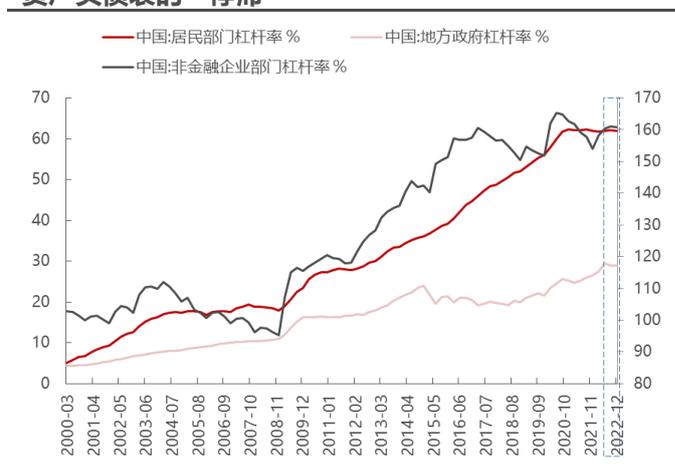
可能会有投资者认为中国没有通胀，同时国内的利率中枢也在下移，因此对比1970s 的美国滞胀时期的高股息策略没有意义。的确，当下中国的经济环境与1970s 美国有很大差异，但我们认为**当下中国企业所面临的困境其实与1970s 美国企业在本质上是一样的：即提升股本回报率的难度在不断上升**。而这一点也恰恰是巴菲特在那篇文章中区分“过去的好时光”和“当下困境”的重要依据，只不过当时的原因是通胀与利率，而当下对于国内而言可能是在新旧动能转换的过程中资产负债表的“停滞”：无论是地方政府、居民部门还是大多数的非金融企业。

图12：国内利率和通胀中枢都在向下



资料来源：wind，民生证券研究院

图13：但国内居民部门/地方政府/非金融企业出现了资产负债表的“停滞”



资料来源：wind，民生证券研究院

**从上市公司的视角来看，自2016年以来就已经有越来越多的行业开始步入稳定增长阶段：**无论是ROE还是利润增长中枢都已经趋于稳定，只不过中枢有高有低（这也是估值分化的来源）。越来越少的行业能够继续同时保持较高的增速和ROE抬升的趋势。

(1) 从年化ROE的趋势来看，**50%的行业都已经处于企稳的趋势**，只不过有的行业是在长期下行之后在底部出现企稳（石油石化、煤炭、有色金属、钢铁、交通运输），有的行业是在长期上行之后开始放缓（建筑、建材、轻工制造、电力设备及新能源、纺织服装、医药、非银金融、通信、计算机以及综合）；**仅有5个行业仍处于上行的趋势**（基础化工、家电、食品饮料、电子以及综合金融）；**还有10个行业处于下行的趋势**（电力及公用事业、机械、国防军工、汽车、商贸零售、消费者服务、农林牧渔、银行、房地产以及传媒）。

图14: 50%行业的年化 ROE 已经企稳, 仅有 5 个行业的年化 ROE 仍在上行, 还有 10 个行业仍在下行

行业年化ROE	迷你趋势图	历史分位数	趋势判断	行业年化ROE	迷你趋势图	历史分位数	趋势判断
石油石化		5.20%	企稳	家电		100.00%	上行
煤炭		36.80%	企稳	纺织服装		63.10%	企稳
有色金属		21.00%	企稳	医药		63.10%	企稳
电力及公用事业		5.20%	下行	食品饮料		100.00%	上行
钢铁		31.50%	企稳	农林牧渔		73.60%	下行
基础化工		100.00%	上行	银行		26.30%	下行
建筑		57.80%	企稳	非银行金融		63.10%	企稳
建材		94.70%	企稳	房地产		42.10%	下行
轻工制造		94.70%	企稳	综合金融		94.70%	上行
机械		5.20%	下行	交通运输		5.20%	企稳
电力设备及新能源		31.50%	企稳	电子		89.40%	上行
国防军工		0.00%	下行	通信		42.10%	企稳
汽车		42.10%	下行	计算机		42.10%	企稳
商贸零售		21.00%	下行	传媒		21.00%	下行
消费者服务		63.10%	下行	综合		57.80%	企稳

资料来源: wind, 民生证券研究院。注: 年化 ROE 计算的时间区间为 2003-2022 年。

(2) 从 5 年滚动归母净利润年化增速来看, 接近 50% 的行业处于稳定增长的区间, 只是稳定增长的增速中枢有高有低 (增速中枢较高的行业为食品饮料、家电、基础化工、电子、国防军工; 增速中枢较低的行业为纺织服装、消费者服务、电力及公用事业、汽车、交通运输、非银金融、银行、建筑), 所以过去市场给予了中枢高的食品饮料、电子、国防军工等行业估值溢价。8 个行业甚至仍处于增速中枢重新抬升的阶段, 但定价程度不同 (典型的如新能源 VS 传统能源)。9 个行业仍处于下行趋势, 以房地产、钢铁、建材为代表。不同行业的分红比例差异也很大, 有的低增长行业分红比例也不高。

图15: 不同行业所处的增长阶段分化较为明显, 且分红比例差异也很大

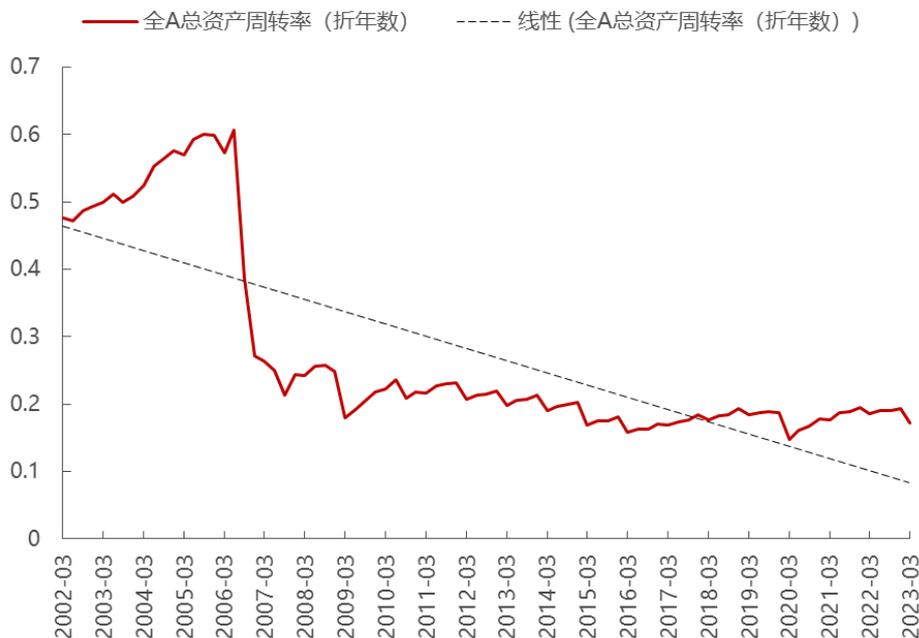
5年滚动年化归母净利润增速	2004-12-31	2005-12-31	2006-12-31	2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31	2022-12-31	迷你趋势图	2010年之后的分红比例
食品饮料	-2.74%	3.96%	37.46%	43.26%	43.81%	44.10%	37.57%	19.35%	15.07%	9.67%	9.48%	5.99%	10.90%	8.44%	5.61%	-2.24%	-2.17%	-0.12%	-9.08%		50.00%
医药生物	-1.82%	1.00%	12.17%	27.61%	22.99%	37.79%	37.36%	31.79%	39.22%	22.98%	14.76%	8.24%	3.63%	8.29%	14.93%	15.55%	16.93%	13.29%	10.42%		44.69%
家用电器	6.61%	3.16%	10.73%	38.61%	14.58%	25.78%	23.45%	16.83%	20.54%	15.63%	9.94%	4.51%	8.98%	14.87%	4.91%	16.32%	-37.16%	-17.67%	-28.74%		43.80%
食品饮料	0.19%	233.80%	26.43%	38.51%	39.36%	42.64%	28.98%	21.53%	15.28%	13.77%	5.89%	-1.20%	6.00%	8.94%	14.61%	10.52%	-12.16%	-182.91%	-166.35%		42.21%
钢铁	26.18%	23.67%	26.35%	14.34%	-8.82%	-19.89%	-4.46%	-16.43%	-195.68%	0.57%	-28.94%	-222.89%	-214.88%	53.69%	83.33%	-202.96%	47.48%	9.11%	-19.77%		42.10%
汽车	66.29%	212.53%	289.56%	44.67%	254.42%	225.03%	240.79%	36.33%	27.97%	27.47%	25.05%	22.61%	24.39%	20.95%	-19.77%	-24.98%	-19.33%	-8.02%	-6.57%		39.44%
基础化工	-208.55%	15.65%	12.72%	25.90%	227.88%	244.58%	40.50%	29.95%	28.43%	24.32%	19.29%	14.44%	17.96%	17.18%	8.70%	13.74%	8.77%	4.73%	9.35%		37.96%
石油石化	15.51%	25.28%	28.38%	18.37%	1.03%	0.47%	3.26%	2.24%	5.34%	3.83%	-5.54%	-18.65%	-23.93%	-16.03%	2.84%	20.74%	19.33%	27.54%	14.49%		37.68%
农林牧渔	-5.88%	-4.19%	20.36%	36.31%	41.64%	41.85%	22.38%	6.00%	10.63%	2.59%	5.15%	-1.18%	25.91%	31.93%	15.68%	32.78%	20.10%	204.12%	-6.19%		37.48%
煤炭	60.18%	68.07%	64.96%	58.82%	29.13%	17.13%	23.66%	22.77%	7.91%	1.45%	-14.30%	-153.56%	-18.32%	5.59%	20.05%	-284.04%	22.83%	13.80%	20.69%		36.50%
电力及公用事业	8.04%	4.27%	9.98%	12.52%	-34.50%	9.71%	11.28%	6.84%	99.22%	26.85%	19.67%	20.48%	12.12%	3.46%	2.48%	-0.09%	6.06%	-7.12%	0.71%		36.17%
汽车	19.12%	49.10%	58.90%	22.28%	9.12%	26.05%	42.82%	23.52%	21.81%	17.42%	8.32%	9.20%	16.64%	11.33%	3.70%	-5.76%	-8.93%	-6.91%	-3.16%		35.14%
交通运输	36.34%	34.51%	29.49%	35.84%	-5.35%	-0.76%	22.66%	-3.44%	19.29%	12.86%	-1.14%	10.11%	12.51%	21.81%	9.61%	8.86%	-50.69%	4.96%	-6.16%		35.00%
房地产	-11.37%	5.49%	24.11%	33.39%	59.23%	56.89%	40.32%	23.74%	25.04%	17.39%	11.53%	10.14%	13.06%	15.20%	18.83%	19.38%	7.34%	-28.94%	-181.90%		32.58%
机械	17.99%	20.71%	48.29%	38.22%	26.51%	36.32%	29.42%	21.18%	17.36%	5.41%	-6.04%	-8.23%	-10.51%	11.97%	9.65%	15.56%	32.53%	13.12%	17.54%		28.23%
综合金融	5.35%	63.79%	221.90%	-216.29%	11.63%	-196.71%	24.88%	3.15%	13.96%	10.92%	3.32%	4.84%	2.89%	7.42%	18.82%	12.35%	16.81%	8.17%	-169.41%		27.84%
银行	-10.95%	-3.56%	8.77%	29.54%	48.12%	55.89%	39.09%	24.06%	20.97%	15.48%	14.52%	15.52%	16.83%	9.83%	3.98%	6.99%	12.38%	13.91%	17.58%		27.58%
基础化工	14.59%	23.30%	19.81%	38.30%	10.55%	13.15%	27.63%	12.66%	23.56%	17.73%	8.03%	6.13%	10.20%	21.57%	23.16%	2.78%	15.69%	22.72%	17.79%		26.07%
轻工制造	8.59%	12.56%	13.42%	15.89%	21.11%	25.81%	24.97%	13.26%	8.92%	6.79%	9.39%	16.14%	24.53%	26.45%	20.29%	15.82%	11.85%	3.48%	-1.81%		25.96%
建材	11.32%	11.65%	35.74%	31.06%	29.65%	43.57%	41.14%	32.83%	13.37%	15.54%	6.35%	-13.13%	10.05%	11.09%	19.96%	40.21%	25.81%	19.31%	-4.65%		25.25%
电子	8.53%	-211.57%	76.71%	34.85%	-5.32%	-167.94%	-259.85%	19.64%	53.49%	146.06%	26.14%	19.78%	23.28%	21.05%	11.22%	11.03%	13.50%	19.41%	15.50%		25.10%
计算机	-13.38%	-15.35%	-6.84%	22.35%	39.64%	61.14%	62.37%	24.56%	23.56%	14.99%	12.95%	22.29%	27.42%	25.73%	16.08%	8.03%	1.14%	0.89%	-4.40%		23.62%
有色金属	36.12%	46.12%	58.12%	46.46%	1.97%	-6.89%	-3.55%	0.83%	6.20%	14.74%	14.99%	-37.82%	3.11%	12.54%	67.85%	37.50%	16.88%	22.36%	48.74%		22.70%
电力设备及新能源	-2.33%	5.38%	56.96%	60.00%	44.99%	37.21%	23.23%	12.37%	1.28%	2.88%	4.88%	9.24%	27.25%	27.51%	1.43%	5.16%	11.20%	14.13%	40.65%		22.68%
国防军工	-259.18%	-219.87%	-244.84%	63.23%	67.87%	59.68%	31.79%	26.30%	11.91%	11.68%	11.38%	-6.35%	6.92%	7.73%	3.79%	19.91%	18.80%	16.08%	16.23%		21.59%
非银行金融	10.90%	42.49%	172.48%	101.15%	71.57%	78.51%	25.04%	-7.63%	8.34%	-1.49%	8.75%	28.92%	25.00%	19.06%	4.38%	2.15%	11.29%	8.63%	6.07%		21.22%
银行	62.11%	67.36%	59.17%	38.20%	30.32%	28.99%	30.13%	22.60%	19.93%	18.83%	13.43%	8.01%	5.04%	3.66%	3.23%	4.12%	3.73%	5.09%	5.46%		16.79%
建筑	18.92%	126.00%	67.40%	75.10%	68.29%	55.74%	38.85%	21.38%	22.84%	16.78%	13.44%	10.85%	13.74%	10.26%	9.69%	8.70%	7.59%	3.08%	4.09%		16.44%
通信	52.11%	49.06%	8.93%	11.27%	-3.27%	-3.77%	-3.32%	-5.36%	-2.02%	4.81%	6.33%	8.58%	6.16%	3.26%	33.70%	29.06%	36.35%	34.77%	4.41%		8.43%

资料来源: wind, 民生证券研究院。注: 红色底色行业代表 5 年滚动年化增长仍在上升趋势的行业; 橙色代表处于稳定趋势且 g 的绝对值较高的行业; 蓝色代表处于稳定趋势但 g 的绝对值较低的行业; 黑色代表仍在下行趋势的行业。

展望未来, 从巴菲特提出的提升股本回报率的五个因素来看, 提升股本回报率的难度也在上升:

(1) 提升资产周转率。似乎看起来不太可能实现。2006 年之后 A 股整体的资产周转率就开始逐步下台阶, 虽然 2016 年以来有阶段性的反弹, 但其实整体都维持在 0.2 附近, 并没有明显抬升的趋势。

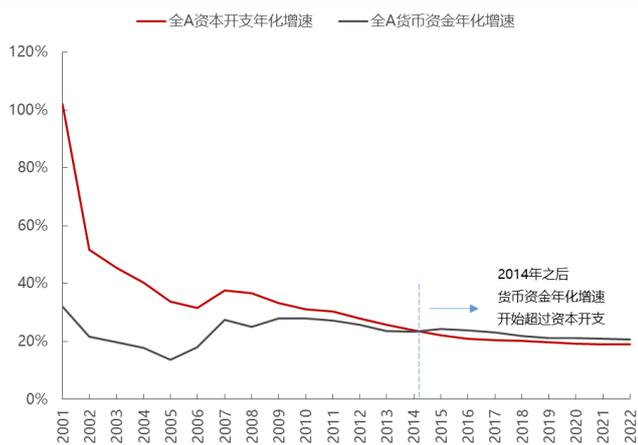
图16：未来进一步提升总资产周转率看起来很难



资料来源：wind，民生证券研究院

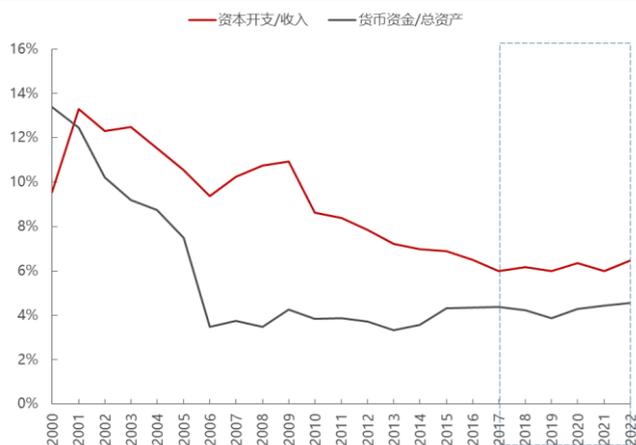
我们观察到上市公司资本开支越来越少，而资产中的货币资金越来越多。2014年之前全部A股上市公司的资本开支年化增速都高于货币资金，但2014年之后开始逐步低于，并且维持一个相对稳定的增速差。而从资本开支占收入比重以及货币资金占总资产比重来看，2016年之后二者也维持在一个较为稳定的水平。

图17：2014年之后货币资金年化增速超过资本开支



资料来源：wind，民生证券研究院

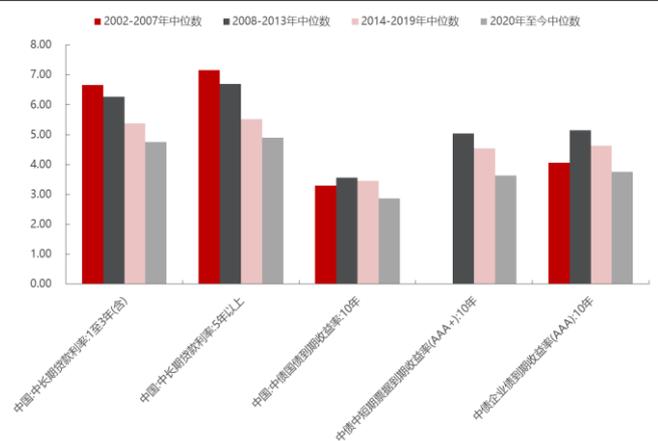
图18：2016年之后资本开支占收入比例和货币资金占总资产比例较为稳定



资料来源：wind，民生证券研究院

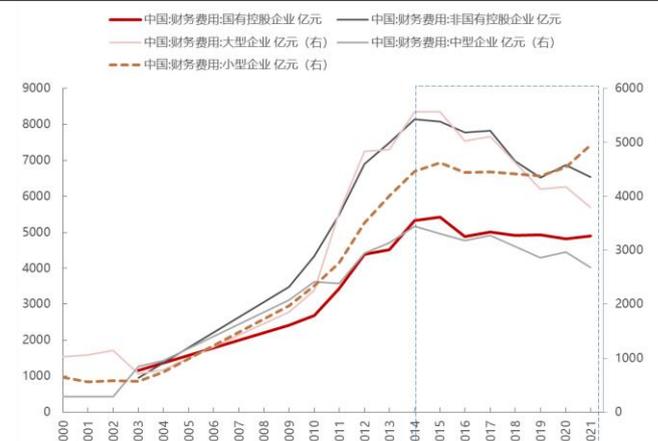
**(2) 更便宜的杠杆，目前已经足够便宜。**总体而言，自2013年以来，国内企业在很长一段时期内确实享受到了不断下行的融资成本（银行中长期贷款、债券的利率中枢不断下移），而从财务费用的角度来看，2014年也是国内企业财务费用的顶点，此后一路下行。但从结构上看，主要是大型企业下行较多，小型企业反而在2019年之后逆势上行。

图19：2013 年之后，贷款利率和国债/中短期票据/企业债的到期收益率中枢均逐步下行



资料来源：wind，民生证券研究院

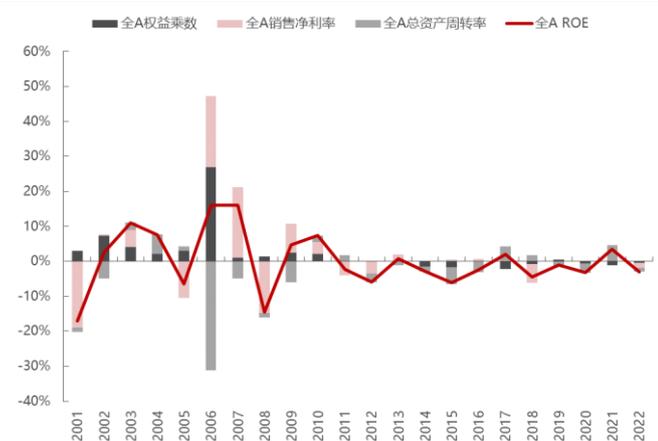
图20：2014 年是国内企业财务费用的顶点，此后一路下行，大型企业下行最多，小型企业反而有所抬升



资料来源：wind，民生证券研究院

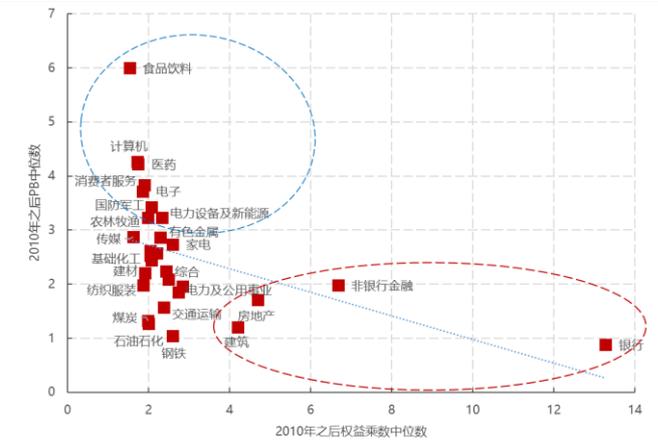
**(3) 更大的杠杆，似乎不太可能。**在一个资产负债表“停滞”的环境下，企业加杠杆估计更为谨慎，投资者也不一定认可加杠杆的行为，即便杠杆是便宜的。其实自 2010 年之后加杠杆的商业模式就已经被企业/投资者所抛弃：2010 年之前，权益乘数对于 ROE 的贡献都是正的，但 2010 年之后基本上都是负的；典型的如银行、房地产以及建筑等 ROE 较为依赖财务杠杆的行业，它们的 PB 估值在 2010 年之后出现了明显的折价（与 ROE 不相匹配）。

图21：2010 年之前，权益乘数对于 ROE 的贡献都是正的，但 2010 年之后基本上都是负的



资料来源：wind，民生证券研究院。注：纵轴为三大因素对 ROE 的贡献。

图22：2010 年之后，以银行、房地产和建筑为代表的较为依赖财务杠杆的行业，PB 估值较低



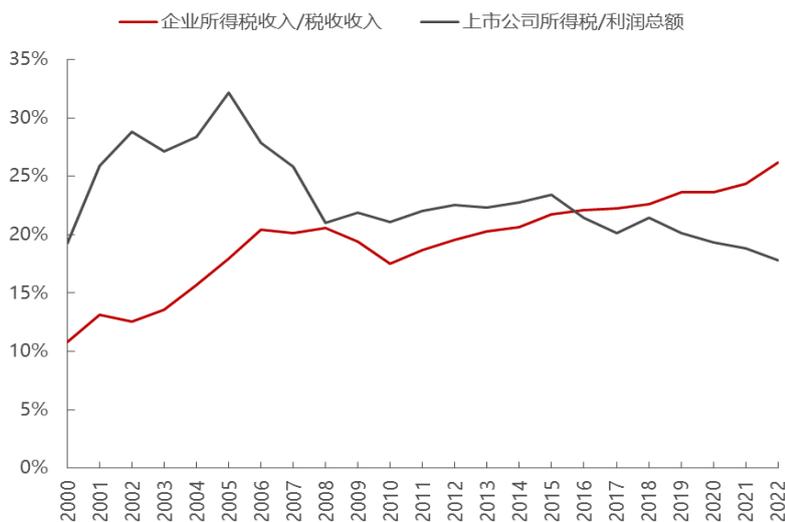
资料来源：wind，民生证券研究院

**从不同性质的企业对比来看，无论国企还是民企，加杠杆都面临各自的困境：**

对于国企而言，相较于民企的优势在于能够更容易地获得更便宜、更大的杠杆，但问题在于市场对于国企加杠杆的不信任：一方面加杠杆的主观能动性不足，另一方面加杠杆带来的效益可能也不高（不排除某些行业的国企加杠杆的确实会改善基本面）。尽管如此，不得不承认的是国企在加杠杆方面还是更具优势的一方。而对于民企而言，在债务融资方面相较于国企十分受限，尽管在股权融资方面更具优势，但这也无助于加大财务杠杆。

**(4) 降低所得税，空间可能十分受限。**实际上，2005 年之后上市公司所得税占利润总额的比例开始下降，2015 年之后继续下一个台阶，所以在所得税方面在过去很长一段时间 A 股上市公司其实是有所改善的，但与此同时，我国财政收入中的税收收入却越来越依赖于企业所得税收入。所以当下的现状是企业所得税占利润比例持续创历史新低，但税收收入中企业所得税的占比却在持续创新高。面对未来财政收入的压力，继续降低企业所得税的空间可能有限。

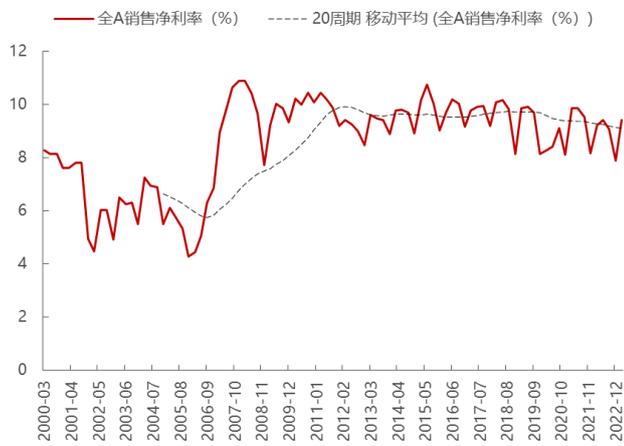
**图23：企业所得税占利润比例持续创历史新低，但税收收入中企业所得税的占比却在持续创新高**



资料来源：wind，民生证券研究院

**(5) 提升销售净利率，可能只有少部分行业有继续提升的空间。**从全 A 来看，2012 年之后净利润中枢就基本稳定在 9%左右，甚至在 2019 年之后出现了下行的趋势。从行业来看，未来能够继续提升销售净利率的行业似乎越来越少，目前仅有少数行业（非金融）的销售净利率还在上行：上游资源、电新、国防军工、商贸零售、纺织服装、食品饮料以及通信，但并不一定可持续。

**图24：2012 年之后全 A 净利率中枢稳定在 9%左右**



资料来源：wind，民生证券研究院

**图25：少数行业销售净利率还在上行，但不一定可持续**

行业	2023年Q1销售净利率 (%)	迷你趋势图	历史分位数	行业	2023年Q1销售净利率 (%)	迷你趋势图	历史分位数
石油石化	5.44		68.40%	家电	7.19		84.20%
煤炭	19.21		94.70%	纺织服装	8.82		94.70%
有色金属	5.77		73.60%	医药	9.47		94.70%
电力及公用事业	8.68		47.30%	食品饮料	23.98		100.00%
钢铁	1.27		31.50%	农林牧渔	-1.42		5.20%
基础化工	6.96		78.90%	银行	38.89		78.90%
建筑	3.03		68.40%	非银行金融	14.64		89.40%
建材	2.50		5.20%	房地产	2.96		10.50%
轻工制造	3.98		31.50%	交通运输	5.00		15.70%
机械	6.63		63.10%	电子	2.51		21.00%
电力设备及新能源	11.32		100.00%	通信	7.88		94.70%
国防军工	8.51		94.70%	计算机	1.85		10.50%
汽车	3.99		42.10%	传媒	9.11		42.10%
商贸零售	2.58		63.10%	综合	-0.28		15.70%
消费者服务	7.70		47.30%	综合金融	24.01		100.00%

资料来源：wind，民生证券研究院

所以综合来看，虽然国内的宏观环境并没有像 1970s 美国一样出现通胀中枢和利率中枢的上行，甚至当下出现了相反的趋势，但带来的结果却是一样的：**企业无论是在通胀还是资产负债表的“停滞”的环境下，进一步提升股本回报率的难度都在加大。**“滞胀”并非只是一种宏观结论，而是微观企业个体呈现出的一种组织状态，即资本回报不断受到挤压的状态。所以在这个阶段，可能拥有稳定现金流增长预期、分红比例较高的企业是稀缺的，而结合资产价格来看，股息率将成为重要的估值锚，正如巴菲特在 1977 年所认知到的那样。

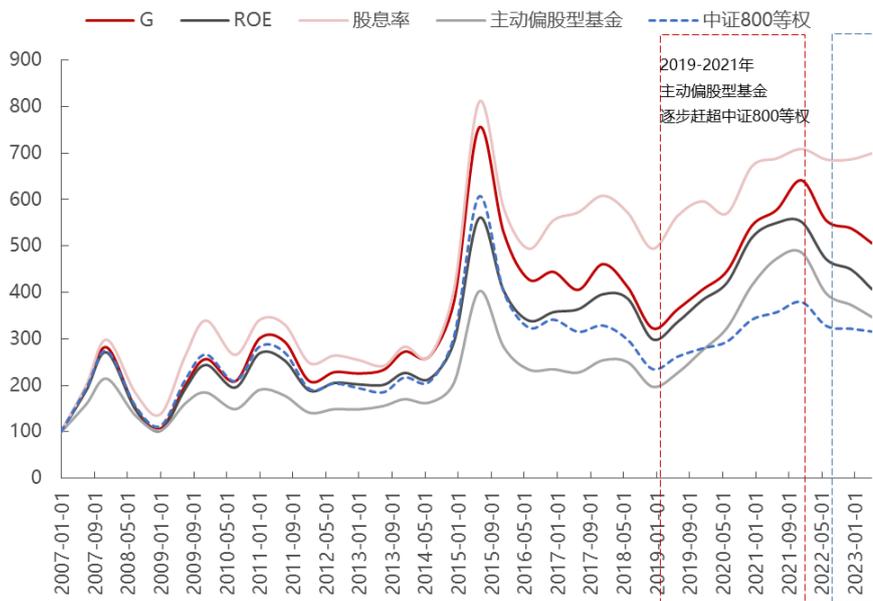
## 4 新秩序的开启：高股息是表象，红利是内核

如果我们构建三个投资策略：以中证 800 作为分析样本，每一次调整成分股时（每年的 6 月和 12 月，不考虑临时调整情况）进行调仓，调仓的依据是选取最近一期报告期的利润增速 G、股息率 TTM 以及 ROE TTM 排名前 30% 的成分股，等权计算区间涨跌幅，分别构成 G/股息率/ROE 三种策略，则我们会发现：

(1) 从长期视角来看，自 2007 有数据以来，表现最好的反而是高股息率策略，而非 G 或者 ROE。表现最差的是中证 800 等权指数，而主动偏股型基金在 2019-2021 年开始逐步赶超中证 800 等权，但进入 2022 年之后开始均值回归，目前仍有相对正收益。

(2) 在 2015 年之前高股息率策略和高增速 G 策略基本上差异不大，但到了 2015 年之后高股息率策略开始大幅跑赢高增速 G 策略，而这个时间点也恰恰和全部 A 股增速下台阶、越来越多的行业开始进入稳定增长状态的时间点相吻合。

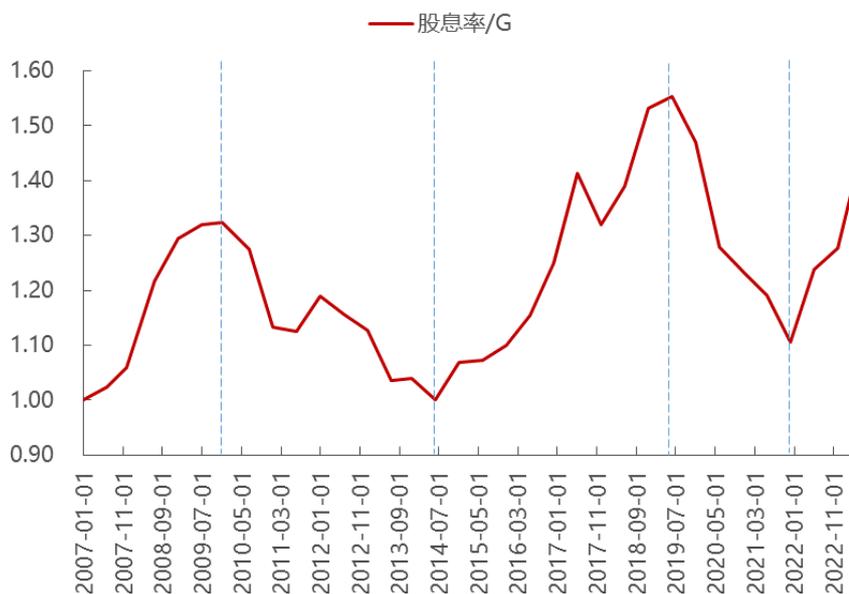
图26：2007 年至今不同策略/指数累计收益率排名：股息率 > G > ROE > 主动偏股型基金 > 中证 800 等权



资料来源：wind，民生证券研究院。注：股息率/G/ROE 为三种选股策略。

(3) 从周期性视角来看，高股息率与高增速 G 的策略此消彼长，一个完整的周期一般为 7 年。我们认为会出现这样周期性变化的原因在于增长的周期性变化：市场总会在某一个阶段重新找到成长的来源，但一旦对增长的追逐到达一个临界点，那么由于增长动能减弱，市场又会进入到重新寻找下一个成长来源的阶段，而在这中间过渡阶段，股息率就会比增长率更为重要。所以，在经历了 2019 年至 2021 年的“高景气”投资之后，市场对于成长性的挖掘也已经到了一个瓶颈，2022 年之后核心赛道行业（典型的如食品饮料、医药和电新）都在消化估值，而高股息率策略也开始逐步跑赢高增长 G 策略。

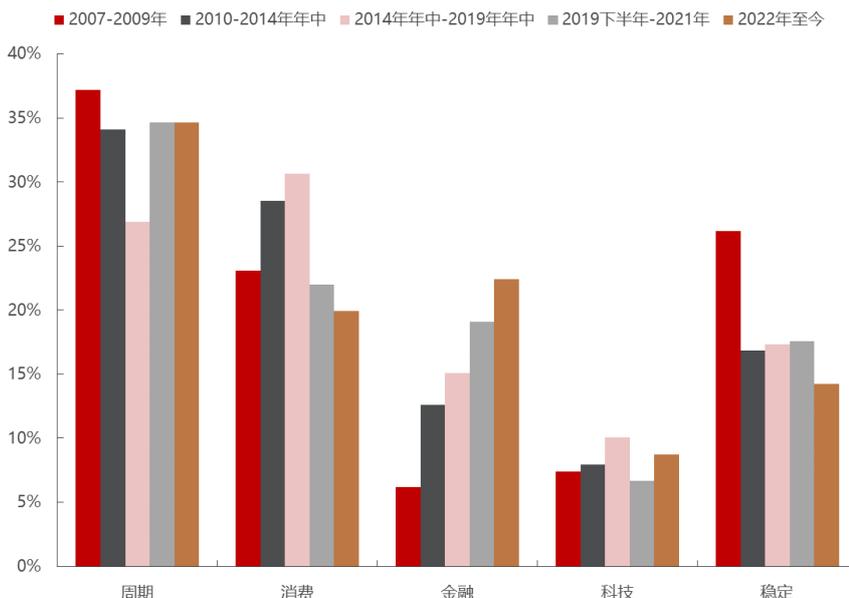
图27: 经历了2019年至2021年的“高景气”投资之后, 2022年以来高股息率策略开始跑赢G策略



资料来源: wind, 民生证券研究院。注: 股息率和G代表两种选股策略。

除此以外, 周期性的来源还可能是因为高股息策略中周期行业占比较高。从高股息策略中包含的个股所属行业分布来看: 周期行业基本上在所有阶段占比都很高; 消费行业在2019年之前比例逐步抬升, 2019年之后开始下降; 金融行业的比例一直抬升, 目前仅次于周期行业; 科技行业占比一直很低; 稳定行业占比在2009年之后较为稳定。

图28: 高股息策略中周期股占比一直较高, 金融占比逐步抬升



资料来源: wind, 民生证券研究院。注: 周期包括钢铁、基础化工、机械、房地产、有色金属、煤炭、石油石化、建材; 消费包括汽车、医药、纺织服装、家电、商贸零售、食品饮料、消费者服务、轻工制造、农林牧渔; 金融包括银行、非银行金融、综合金融、综合; 科技包括电子、电力设备及新能源、通信、计算机、国防军工、传媒; 稳定包括交通运输、电力及公用事业、建筑。

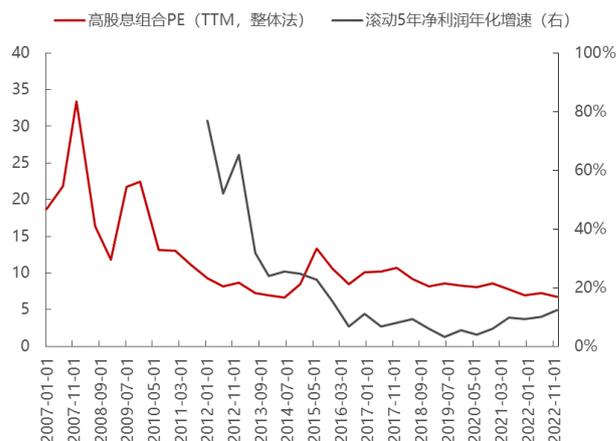
所以 2007-2009 年高股息策略占优可能并非因为真正的高股息率，而只是在经济高速增长阶段周期行业表现好的结果，当时的股息率中枢其实也不高，而且分红比例也不稳定，波动较大。一直到 2016 年之后随着经济增长换挡，周期性的增长开始逐步减弱，利润增长中枢和分红比例都逐步开始趋于稳定，此时高股息的真正特征才开始体现，完成了从一开始的高增长阶段向稳定增长阶段的过渡，定价的锚也开始逐步从 PE 开始向股息率转变。

图29：2016 年之后分红比例稳定在 35%左右，股息率中枢逐步上移



资料来源：wind，民生证券研究院

图30：2016 年之后利润增长中枢趋于稳定，而 PE 中枢仍趋于下行



资料来源：wind，民生证券研究院

这里值得讨论的一个现象是上述高股息策略组合的分红比例其实在 2007-2011 年出现了大幅下滑，从约 50%的中枢下行到了此后的 35%左右的中枢。这意味着的是尽管利润增长中枢出现了下滑，但其实企业分红比例也出现了明显下滑。根据股息率  $d$ 、分红比例  $D$  以及 PE 之间的关系：

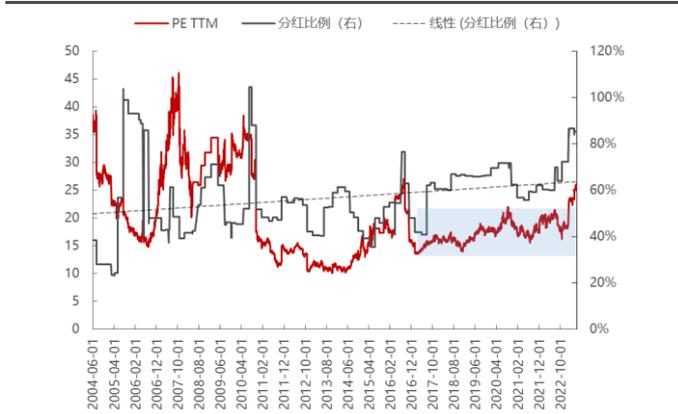
$$d = \frac{1}{PE} * D$$

如果在分红比例  $D$  保持不变的前提下，那么其实股息率的变动只取决于 PE 的变动，这也是为何上述高股息组合 PE 中枢下移的同时股息率中枢上移的原因，而这容易造成“高股息率陷阱”：即如果盈利没有增长，在股价下跌的情况下，PE 估值也会下行，此时股息率也会因此提升。所以根据高股息率的成因不同我们可以将高股息率股票再细分为两类：

**第一类，PE 稳定、分红比例  $D$  稳定或逐步提升的股票，我们称之为“真正的红利股”。**这一类股票盈利增长预期已经趋于稳定（体现为 PE 估值稳定），而分红比例  $D$  较为稳定甚至仍能逐步抬升，这意味着公司拥有很强的创造现金流的能力，且大部分都用于回馈股东，因此这一类公司的股息率可能会经历逐步上升再到下降并最终稳定的过程：上升是因为分红比例的抬升，而下降是因为市场逐步认知到这一类股票的稀缺性从而给予了估值溢价（PE 开始有所抬升），最终稳定是因为股息率、分红比例、PE 三者之间形成了稳定的关系。现实中这一类股票的典型代表是长江电力：2017 年之后长江电力便进入了分红比例逐步抬升、PE 也逐步抬升

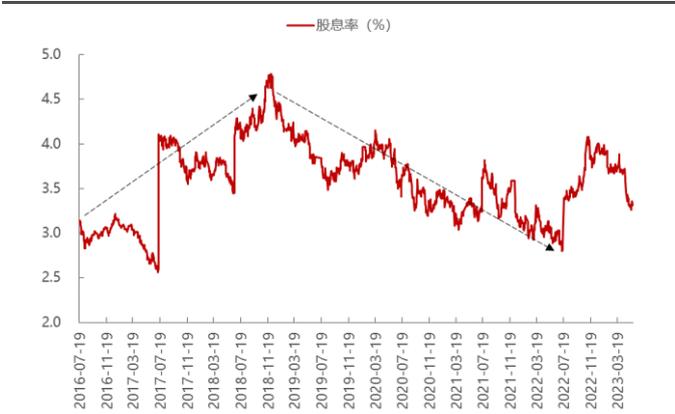
的过程，而股息率确实也经历了先抬升后下降的过程。

图31：2017 年以来长江电力的分红比例和 PE 估值中枢逐步抬升



资料来源：wind，民生证券研究院

图32：从股息率的变化来看，2017 年以来整体先上行后下行



资料来源：wind，民生证券研究院

**第二类，PE 下行、分红比例 D 稳定或逐步提升的股票。**这一类股票的 PE 下行可能是由于股价下跌快于盈利下行的速度，或者盈利上行但是股价没有跟上，但无论如何都可以归结为投资者对于这一类股票盈利稳定性、持续性的怀疑，尽管如此，公司还是提升了分红比例，所以最终体现为高股息率。

对于前者，即由于股价下跌快于盈利下行速度导致 PE 下行从而导致股息率高的股票，即为前文提到的“高股息率陷阱”，这一类股票是需要投资者注意甄别的：极端情况就是亏损的股票还进行分红。

对于后者，短期内高股息率没有问题，但长期来看，如果盈利持续不及预期，那么也会陷入“高股息率陷阱”，**一旦盈利持续性超预期，那么就会朝第一类“长江电力类”股票“进化”，我们称之为“准红利股”。**目前属于这一类股票的典型如煤炭、石油石化的股票：这两个行业目前分红比例稳定在 45%，PE 估值上看煤炭企稳了，石油石化开始抬升，而股息率上看煤炭仍在抬升，石油石化先上升后下降，二者都有向第一类股票进化的迹象，尤其是石油石化。

图33：进入 2023 年之后，煤炭与石油石化分红比例稳定在 45%左右，而煤炭 PE 估值稳住了，石油石化抬升



资料来源：wind，民生证券研究院

图34：从股息率的变化来看，煤炭仍在逐步抬升，石油石化先上升后下降



资料来源：wind，民生证券研究院

整体而言，投资者需要在经历了过去对于结构性增长极致定价之后，在未来真正的成长性还未到来之前，去适应“漫长的季节”。在这个过程中高股息策略将会成为占优策略，但并非所有的高股息都是好的，也存在前文所述的“高股息率陷阱”，这个时候相较于去挖掘第一类已经成为“真正的红利股”、市场定价也趋于充分的股票，挖掘第二类中的第二种股票（“准红利股”）将会成为投资者的 $\alpha$ ，其股息率将逐步向红利股收敛，包括但不限于上述提及的行业：比如**钢铁、建材、纺织服装、银行和交通运输**等，而**有色金属和机械**中可能也存在部分细分行业（因为行业整体股息率并不高）也符合类似的特征。

**图35：除了石油石化、煤炭以外，还有钢铁、建材、纺织服装、银行和交通运输等行业符合向“真正的红利股”转变的特征，而有色金属和机械由于整体股息率并不高，可能需要进一步看细分行业**

一级行业	PE估值趋势图	PE估值趋势判断	分红比例趋势图	分红比例趋势判断	股息率趋势图	股息率趋势判断	最新股息率 (TTM, %)
石油石化		上行		企稳		下行	4.01
煤炭		下行		企稳		上行	6.81
有色金属		下行		上行		上行	1.46
电力及公用事业		下行		下行		下行	1.64
钢铁		上行		上行		企稳	4.25
基础化工		上行		上行		上行	1.51
建筑		上行		企稳		下行	2.01
建材		上行		上行		上行	3.25
轻工制造		上行		上行		上行	1.42
机械		下行		企稳		上行	1.16
电力设备及新能源		下行		先下后上		上行	1.07
国防军工		上行		上行		企稳	0.47
汽车		下行		企稳		上行	1.39
商贸零售		—		—		企稳	1.77
消费者服务		下行		企稳		上行	0.63
家电		上行		先下后上		企稳	3.46
纺织服装		上行		上行		下行	2.75
医药		上行		上行		下行	0.92
食品饮料		下行		下行		上行	1.85
农林牧渔		下行		企稳		企稳	0.58
银行		上行		企稳		下行	5.16
非银行金融		上行		下行		下行	2.37
房地产		—		—		上行	2.83
交通运输		上行		上行		企稳	3.08
电子		上行		先上后下		下行	0.59
通信		上行		企稳		下行	1.74
计算机		上行		企稳		下行	0.56
传媒		上行		上行		下行	1.07
综合		—		—		企稳	0.61
综合金融		上行		下行		下行	1.17

资料来源：wind，民生证券研究院。注：数据截至 2023-06-05，各指标的趋势判断均为自 2022 年年底以来。

有关行业和个股的具体分析，包括预期收益率空间、股息率的锚到底是多少等问题，有待进一步讨论。

## 5 风险提示

1) **AI 产业趋势确立，业绩超预期。**如果 AI 产业趋势确立，则意味着市场能够找到新的成长性来源，此时主线将会重新回归到增速 G 策略上。

2) **高股息个股的业绩不断下滑，现金流恶化。**如果单纯只是高股息，但业绩却不稳定，现金流甚至出现恶化，那么这样的高股息策略无疑不符合文中的设定，这样背景下的高股息策略将会失效。

3) **测算误差。**文中有关投资策略组合的测算可能存在一定误差。

## 插图目录

图 1: 全部 A 股股息率与利润增速之间的长期趋势呈现明显的负相关.....	3
图 2: 从行业的角度来看, 基本符合高增长、低股息率/低增长、高股息率的特征.....	3
图 3: 三阶段增长模型: 不同阶段面对的增速 $g$ 、股息以及贴现率可能都不一样.....	4
图 4: A 股也经历了三阶段增长, 增速中枢从 25% 下降到当前的 10% 左右, 分红比例逐步抬升.....	4
图 5: 2011-2016 年 TMT 年化增速逆势上行, 2015 年消费年化增速企稳回升.....	4
图 6: 2015 年中游制造年化增速企稳回升, 中上游周期触底反弹.....	4
图 7: 高股息率成为 1970s 标普 500 的主要收益来源, 也成为了股票战胜通胀的主要力量.....	6
图 8: 高股息率策略在 1970s 表现亮眼.....	6
图 9: 1970s 美股高股息组合的个股行业构成 (数量占比).....	7
图 10: 1970s 美股高股息组合的个股行业构成 (市值占比).....	7
图 11: 1970s 行业表现排名基本上与高股息组合的个股行业构成相匹配 (除了房地产与通讯).....	7
图 12: 国内利率和通胀中枢都在向下.....	9
图 13: 但国内居民部门/地方政府/非金融企业出现了资产负债表的“停滞”.....	9
图 14: 50% 行业的年化 ROE 已经企稳, 仅有 5 个行业的年化 ROE 仍在上行, 还有 10 个行业仍在下行.....	10
图 15: 不同行业所处的增长阶段分化较为明显, 且分红比例差异也很大.....	10
图 16: 未来进一步提升总资产周转率看起来很难.....	11
图 17: 2014 年之后货币资金年化增速超过资本开支.....	11
图 18: 2016 年之后资本开支占收入比例和货币资金占总资产比例较为稳定.....	11
图 19: 2013 年之后, 贷款利率和国债/中短期票据/企业债的到期收益率中枢均逐步下行.....	12
图 20: 2014 年是国内企业财务费用的顶点, 此后一路下行, 大型企业下行最多, 小型企业反而有所抬升.....	12
图 21: 2010 年之前, 权益乘数对于 ROE 的贡献都是正的, 但 2010 年之后基本上都是负的.....	12
图 22: 2010 年之后, 以银行、房地产和建筑为代表的较为依赖财务杠杠的行业, PB 估值较低.....	12
图 23: 企业所得税占利润比例持续创历史新低, 但税收收入中企业所得税的占比却在持续创新高.....	13
图 24: 2012 年之后全 A 净利率中枢稳定在 9% 左右.....	13
图 25: 少数行业销售净利率还在上行, 但不一定可持续.....	13
图 26: 2007 年至今不同策略/指数累计收益率排名: 股息率 > $G$ > ROE > 主动偏股型基金 > 中证 800 等权.....	15
图 27: 经历了 2019 年至 2021 年的“高景气”投资之后, 2022 年以来高股息率策略开始跑赢 $G$ 策略.....	16
图 28: 高股息策略中周期股占比一直较高, 金融占比逐步抬升.....	16
图 29: 2016 年之后分红比例稳定在 35% 左右, 股息率中枢逐步上移.....	17
图 30: 2016 年之后利润增长中枢趋于稳定, 而 PE 中枢仍趋于下行.....	17
图 31: 2017 年以来长江电力的分红比例和 PE 估值中枢逐步抬升.....	18
图 32: 从股息率的变化来看, 2017 年以来整体先上行后下行.....	18
图 33: 进入 2023 年之后, 煤炭与石油石化分红比例稳定在 45% 左右, 而煤炭 PE 估值稳住了, 石油石化抬升.....	18
图 34: 从股息率的变化来看, 煤炭仍在逐步抬升, 石油石化先上升后下降.....	18
图 35: 除了石油石化、煤炭以外, 还有钢铁、建材、纺织服装、银行和交通运输等行业符合向“真正的红利股”转变的特征, 而有色金属和机械由于整体股息率并不高, 可能需要进一步看细分行业.....	19

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，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、咨询服务等相关服务，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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026