

➤ **市场真正的“基石资产”是股息率资产。**我们在《资本新秩序系列 (二): 从增长率到股息率》报告中提到, 长期预期收益率主要取决于增长率与股息率。面对未来提升增长率难度在加大, 股息率更有可能成为下一阶段定价的锚。但现实情况是: 市场对于增长率资产仍保有较为乐观的预期, 但对于股息率资产定价却十分悲观。如果将股权风险溢价拆分为两个部分: 对于再投资给予的风险溢价  $(1/PE - \text{股息率}) + \text{类债风险溢价} (\text{股息率} - \text{无风险利率})$ , 就可以理解上述问题: 当前类债风险溢价的确处于历史极端便宜水平 (历史+1.5 倍标准差上方), 但对于再投资给予的风险溢价水平并不极端 (处于历史均值附近)。所以市场真正的“基石资产”其实是股息率资产。我们认为, 股息率资产可以视作一种类信用债资产 (无风险利率+信用风险溢价)。今年 5-6 月极度悲观的经济预期也使得股息率资产大幅回撤 (信用风险溢价上升), 但随着预期回摆, 近期红利指数也有所企稳。短期弹性红利资产未必最大 (无风险利率上升制约), 但中长期的稳定回报优势却十分明显 (当信用溢价回落稳定+无风险利率回落)。本篇报告旨在为未来经济预期修复交易后的投资布局提供一种提前思考。

➤ **过去的“类长江电力股”可能已经“过时”。**真正的红利股可以认为是类似长江电力特征的一类股票, 我们简称为“类长江电力股”: (1) **PE 估值中枢稳定**, 意味着盈利增长预期基本稳定。(2) **分红比例 D 较高、较稳定**。而能够达到上述要求背后是长江电力稳定的盈利与现金流以及较低的资本开支。在 2016 年之前上市的 (剔除 ST 以及 PE 为负、没有分红的公司) 总计 1458 个个股中, 符合“类长江电力股”特征的股票仅 6 只: 贵州茅台、伟星新材、美的集团、迎驾贡酒、海康威视以及洋河股份。这些过去的类长江电力股其实可以看成是更具成长性的“长江电力”, 它们的 EPS 增长和 ROE 都要高于长江电力, 分红也稳定, 股权自由现金流充裕, 资本开支较少, 因此它们在过去也享受到了更高的估值中枢。但无论是长江电力还是过去的类长江电力股, 市场可能已经完成了定价, 体现为它们的估值中枢抬升、股息率下行。尤其是到了 2021 年之后, 类长江电力股与长江电力走势有所背离, 开启了漫长的估值消化过程。寻找新时期的“真正的红利股”成为投资者度过未来“漫长的季节”的关键。

➤ **寻找未来“真正的红利股”: 盈利趋势与预期、分红以及估值。**本质上企业的盈利模式决定了个股是否具备“准红利股”的条件, 而当前的估值、股息率其实反映的是市场认知的程度/预期差。所以寻找未来“真正的红利股”分为两步: 首先根据过去一段时间企业盈利的稳定性、资本开支的趋势以及未来的盈利预期来筛选出“准红利股”; 然后再根据当前估值趋势、股息率的水平来进一步筛选出预期差较大的个股。最终, 根据一系列指标 (详见正文) 我们筛选出来了 26 只“准红利股”, 从细分行业分布上看包括核电、生物医药、化学制药、电信运营、炼油、汽车零部件、煤炭、公路/铁路/港口、纺织服装、环保及水务以及出版。而上述准红利股确实符合我们所设定的要求: 盈利趋势稳定甚至有所回升, 自由现金流稳定且充裕, 资本开支较为稳定且比例不高, 分红比例中枢逐步抬升。

➤ **“真正的红利”预期收益率的锚: 股息率。**理论上“准红利股”会跟长江电力一样先经历股息率大幅抬升到下降再到最终稳定的过程。因此根据 PE 估值趋势可以将上述 26 只“准红利股”分为三大类: (1) PE 估值趋势下行, 这一类个股虽然股息率可能是最高的 (6%或以上), 但由于是 PE 估值下行带来的, 需要更多信息和时间等待盈利趋势的变化。淮北矿业符合这一特征。(2) PE 估值企稳或企稳回升, 这是最符合“准红利股”特征的一类股票, 而它们股息率 (5%-6%) 仍具备较高吸引力。符合这一类特征的有 19 只: 中国核电、通化东宝、丽珠集团、中国移动、中国联通、中国石化、华域汽车、开滦股份、中国神华、大秦铁路、皖通高速、粤高速 A、山东高速、深高速、富安娜、海澜之家、伟星股份、重庆水务以及中南传媒。(3) PE 估值已经处于上行趋势, 这一类个股目前可能最接近成为“类长江电力股”, 但也就意味着它们未来估值抬升幅度有限。符合这一类特征的有 6 只: 中国电信、唐山港、航民股份、中原传媒、中文传媒以及皖新传媒。真正的红利股最终的预期收益率应该趋近于  $(1 + \text{年化盈利增速}) * (1 + \text{年化股息率 } d)$ , 而长江电力也的确是如此: 2016 年以来年化收益率 11.03%, 其  $(1 + \text{年化盈利增速}) * (1 + \text{年化股息率 } d) = 10.57%$ 。第一类股票由于估值负贡献, 预期收益率理论上低于上式; 而第二类股票由于还未经历估值抬升, 预期收益率理论上高于上式。

➤ **风险提示:** 新兴产业趋势确立; 准红利股业绩不及预期; 筛选指标的局限性。



**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. 资本新秩序系列 (三): 产业浪潮与逃不开的周期-2023/07/27
2. 行业信息跟踪 (2023.7.17-2023.7.23): 汽车去库显著, 光伏装机延续高增-2023/07/25
3. 策略点评: 不要犹豫, 跟上指数-2023/07/25
4. 策略专题研究: 资金跟踪系列之八十一: “交易”扰动仍存-2023/07/24
5. A 股策略周报 20230723: 隐藏的右侧行情-2023/07/23

# 目录

<b>1 市场真正的“基石资产”是股息率资产 .....</b>	<b>3</b>
<b>2 过去市场上有哪些“类长江电力股”？ .....</b>	<b>6</b>
<b>3 从“准红利”到“真正的红利”：盈利趋势与预期、分红以及估值 .....</b>	<b>10</b>
3.1 “准红利股”的筛选：盈利趋势与预期、分红比例.....	10
3.2 PE 估值与股息率的变化趋势：预期收益率的锚.....	13
<b>4 风险提示 .....</b>	<b>16</b>
<b>插图目录 .....</b>	<b>17</b>

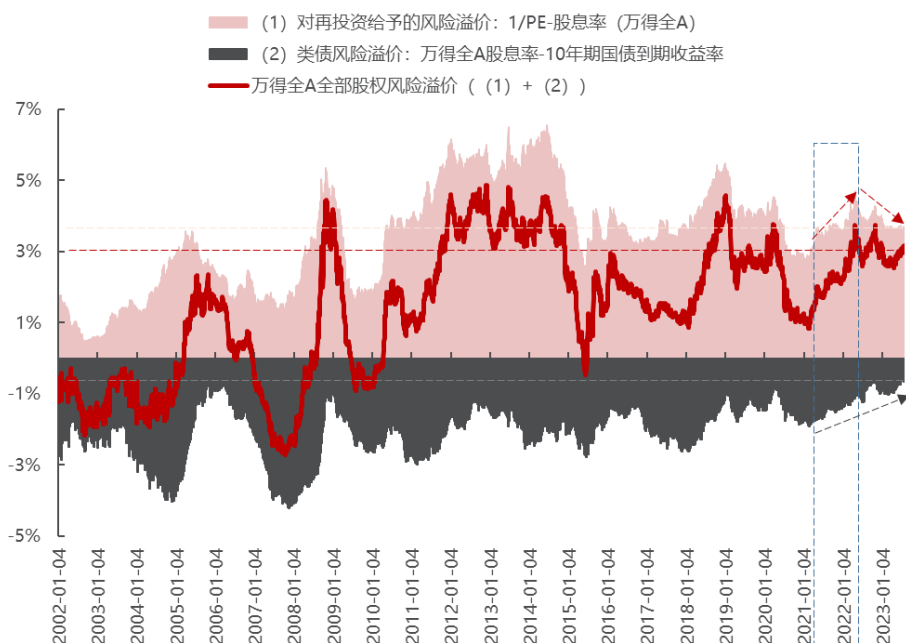
## 1 市场真正的“基石资产”是股息率资产

我们在《资本新秩序系列（二）：从增长率到股息率》的报告<sup>1</sup>中提到，长期预期收益率主要取决于增长率与股息率，而二者之间存在非线性的此消彼长的关系。面对未来提升增长率（股本回报率）的难度在加大，股息率更有可能成为下一阶段定价的锚。但现实的情况是：**市场对于增长率的资产仍保有较为乐观的预期，但对于股息率的资产定价却十分悲观。**即便在 2022 年以来股息率策略大幅跑赢增长策略的背景下，市场的定价依旧显得十分不足。如果我们将股权风险溢价拆分为两个部分：对于再投资给予的风险溢价+类债风险溢价，就可以理解上述问题：

$$ERP = \frac{1}{PE} - r_f = \frac{1}{PE} * (1 - D) + \frac{1}{PE} * D - r_f$$

其中 PE 取 TTM 值， $r_f$  取 10 年期国债到期收益率，D 为分红比例，则  $1/PE * D$  即股息率， $1/PE * (1 - D)$  即对于再投资给予的风险溢价， $1/PE * D - r_f$  即类债风险溢价。当前类债风险溢价（全 A 股息率相较于 10 年期国债到期收益率）的确处于历史极端便宜水平（处于历史+1.5 倍标准差上方），但对于再投资给予的风险溢价水平（ $1/PE - 股息率$ ）并不极端（处于历史均值附近）。所以这意味着是当前市场真正的“基石资产”其实是股息率类的资产，而市场对于增长率的资产仍保有 2019 年以来的偏好（虽然不像 2021 年那么极端）。

**图1：全部 A 股风险溢价的构成：对于再投资给予的风险溢价+类债风险溢价，当下真正便宜的股息率资产**



资料来源：wind，民生证券研究院。注：数据截至 2023-07-21。

如果我们拆分行业来看对再投资给予的风险溢价和类债风险溢价，则会发现：

<sup>1</sup> 下文简称为系列二报告。

(1) 对于再投资给予的风险溢价，大部分行业均低于全部 A 股的水平，仅有少部分行业高于全 A。值得关注的是除了像银行、建筑等传统行业的再投资风险溢价较高以外，**电力设备新能源、通信**的再投资风险溢价也排名靠前。

(2) 对于类债风险溢价，有 10 个行业高于全 A 水平，在大部分行业类债风险溢价小于 0 的情况下，仍有 5 个行业大于 0，分别是**煤炭、银行、石油石化、交通运输、家电**，这意味着对于这些行业而言目前股息率的预期回报比配置这些行业的信用债更具吸引力。

**图2：大部分行业对再投资给予的风险溢价和类债风险溢价均低于全 A**

行业	PE TTM	股息率 (%)	信用债收益率 (%)	1/PE-股息率	股息率-信用债收益率
煤炭	6.08	9.10	3.05	7.36%	6.05%
银行	4.66	6.08	2.10	15.40%	3.98%
石油石化	10.67	4.28	2.51	5.09%	1.77%
交通运输	31.39	3.38	2.65	-0.20%	0.74%
家电	16.06	3.48	3.26	2.75%	0.22%
纺织服装	37.56	2.73	2.79	-0.07%	-0.07%
建材	21.91	2.35	2.61	2.22%	-0.26%
建筑	10.46	2.43	2.70	7.13%	-0.27%
非银行金融	15.02	2.20	2.59	4.46%	-0.39%
食品饮料	31.43	2.17	2.62	1.02%	-0.45%
<b>万得全A</b>	<b>17.35</b>	<b>2.12</b>	<b>2.62</b>	<b>3.64%</b>	<b>-0.50%</b>
钢铁	44.48	2.32	2.89	-0.08%	-0.57%
电力及公用事业	27.22	1.97	2.66	1.71%	-0.69%
房地产	—	2.31	3.22	—	-0.91%
有色金属	14.95	1.72	2.69	4.97%	-0.97%
基础化工	21.63	1.51	2.66	3.11%	-1.14%
医药	38.35	1.17	2.42	1.44%	-1.26%
传媒	159.78	1.43	2.84	-0.80%	-1.41%
综合金融	67.85	1.39	2.83	0.08%	-1.44%
电力设备及新能源	23.04	1.23	2.73	3.11%	-1.50%
农林牧渔	52.04	1.04	2.66	0.89%	-1.62%
机械	37.21	1.09	2.76	1.59%	-1.67%
商贸零售	4,940.16	1.67	3.34	-1.65%	-1.67%
国防军工	68.27	0.55	2.26	0.92%	-1.71%
计算机	101.44	0.62	2.34	0.36%	-1.72%
轻工制造	35.24	1.26	2.98	1.57%	-1.72%
通信	21.49	1.51	3.28	3.14%	-1.77%
电子	62.65	0.67	3.07	0.93%	-2.40%
消费者服务	174.73	0.57	3.14	0.00%	-2.57%
汽车	38.15	1.12	5.25	1.51%	-4.14%
综合	—	0.34	10.27	—	-9.92%

资料来源：wind，民生证券研究院。注：数据截至 2023-07-21。

所以如果从类债风险溢价（股息率-无风险利率）的角度去衡量市场是否具备吸引力，实际上是对股息率类资产/行业的一种衡量，从上述测算可知当前市场并未对大多数行业可能出现的风险给予较高的风险补偿，也正是因此全部 A 股的风险溢价其实并不处于历史极端高的水平；但另一方面，市场却对真正的“基石资产”——股息率资产定价较为悲观，造成了股息率相较于无风险利率处于历史极具性价比的区间。

站在当下来看，在经历了 5-6 月的回撤之后，近期红利指数也已经开始有所企稳。从增长率到股息率是一个中长期估值锚的转换过程，本质上是认为**未来的增**

长没有弹性，但增长也不能出现系统性下行风险：5-6月极度悲观的经济预期也使得红利指数出现了大幅回撤。而随着6月20日以来市场预期逐步回摆，红利指数也开始有所企稳。虽然短期来看，在经济向上修复的过程中红利指数的弹性未必最大，但从1-2年的维度来看，红利资产创造稳定回报的能力却值得投资者重点关注。在享受经济预期修复带来向上的弹性过程中，寻找中期视角的红利股仍然是重要任务。

**图3：5-6月极度悲观的经济预期也使得红利资产出现回撤，但近期随着预期回摆，红利指数也开始企稳**



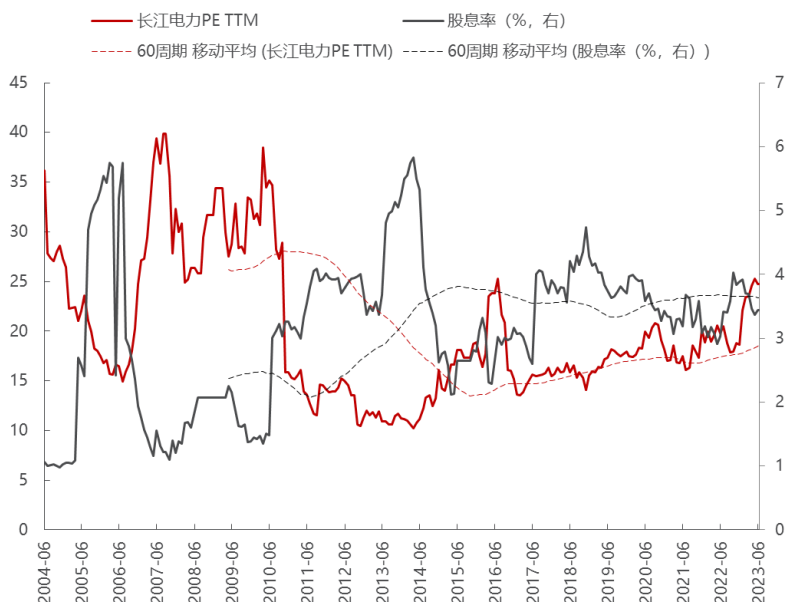
资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 过去市场上有哪些“类长江电力股”？

我们在《资本新秩序系列（二）：从增长率到股息率》的报告中提出了“真正的红利股”概念：即 PE 稳定、分红比例 D 稳定或逐步提升的一类股票。而这一类股票的典型代表是长江电力。如果从个股选择的角度出发，真正的红利股其实就是类似长江电力特征的一类股票（我们后文简称为“类长江电力股”）：

**(1) PE 估值中枢稳定，意味着盈利增长预期基本稳定。**我们可以看到长江电力的 PE 估值中枢和股息率中枢在 2016 年之后趋于稳定，PE 维持在 15 倍左右，股息率维持在 3.6%左右。

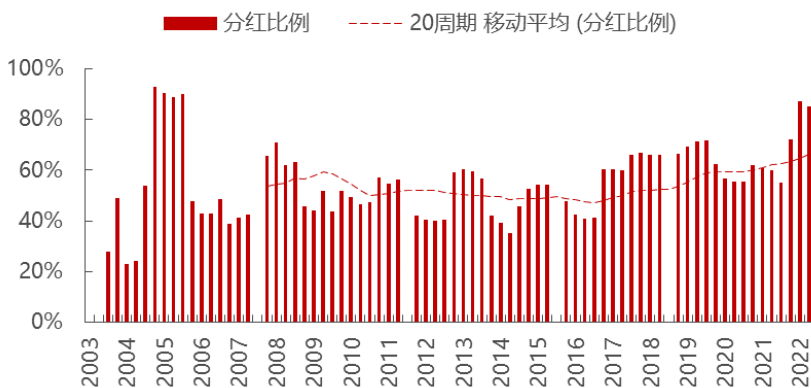
图4：长江电力 2016 年之后 PE 估值中枢为 15 倍左右，股息率中枢 3.6%左右



3 资料来源：wind，民生证券研究院。注：这里一个周期为 1 个月。

**(2) 分红比例 D 较高、较稳定。**长江电力 2016 年以来分红比例基本上维持在 50%以上，而 2022 年更是超过 70%，未来管理层也承诺分红比例不低于 70%。

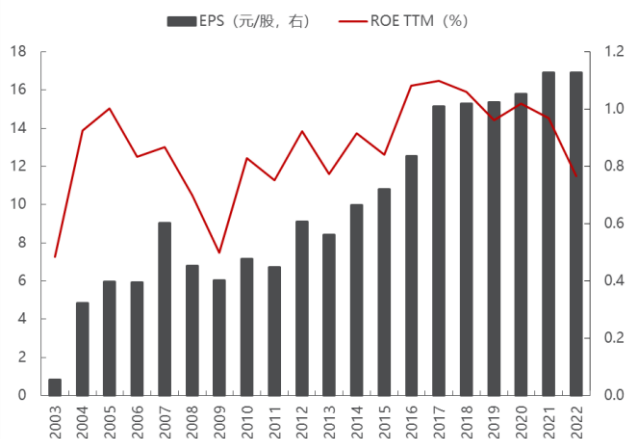
图5：2016 年以来长江电力分红比例稳步提升，基本上都在 50%以上



资料来源：wind，民生证券研究院。注：这里一个周期为一个季度。

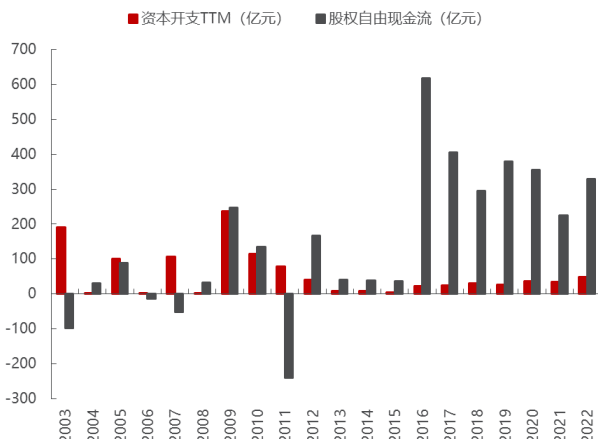
而能够达到较为稳定的盈利增长预期、较高且稳定的分红比例，背后是长江电力稳定的主营业务（水电）带来的稳定盈利与现金流以及较低的资本开支。2016年长江电力完成了金沙江溪洛渡、向家坝水电站的重大资产重组工作，此后 EPS 基本上维持在 1 元/股附近，而也就是自 2016 年开始长江电力的股权自由现金流大幅增长，基本上此后都维持在 200 亿元以上，与此同时资本开支却很少，每年均不足 50 亿元。

图6：2016年之后长江电力的EPS基本维持在1元/股附近



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：2016年之后长江电力的股权自由现金流基本都在200亿元以上，而资本开支不足50亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

所以实际上我们要找到过去市场的“类长江电力股”，就是要找到 PE 估值中枢稳定、分红比例 D 较高且稳定、盈利与股权现金流稳定以及资本开支较低的个股。因为 2016 年之后全部 A 股才进入稳定增长阶段，长江电力也是 2016 年之后具备上述特征，因此我们的分析样本是 2016 年之前上市的公司（剔除 ST 以及 PE 为负、没有分红的公司），分析的时间区间是 2016 年至今。最终，在 1458 只个股样本中，符合上述“类长江电力股”特征<sup>2</sup>的股票仅 6 只（不包括长江电力本身），分别是：贵州茅台、伟星新材、美的集团、迎驾贡酒、海康威视以及洋河股份。

图8：2016年以来符合“类长江电力股”特征的股票

代码	简称	所属行业	2016年以来年化收益率	夏普比率	分红比例中枢	分红比例变异系数	PE估值中枢	PE估值变异系数	EPS趋势 (2016-2022)	股权自由现金流/营收趋势 (2016-2022)	资本开支/营收趋势 (2016-2022)
600519.SH	贵州茅台	食品饮料--酒类--白酒	35.27%	0.73	57.91%	0.27	35.86	0.29			
002372.SZ	伟星新材	建材--装饰材料--其他装饰材料	19.84%	0.90	74.56%	0.07	24.74	0.14			
000333.SZ	美的集团	家电--白色家电II--白色家电III	18.31%	0.38	45.39%	0.12	16.25	0.25			
603198.SH	迎驾贡酒	食品饮料--酒类--白酒	14.50%	0.32	64.12%	0.17	25.66	0.27			
002415.SZ	海康威视	电子--光学光电--安防	13.69%	0.25	51.19%	0.04	28.37	0.26			
002304.SZ	洋河股份	食品饮料--酒类--白酒	12.26%	0.26	59.00%	0.04	25.22	0.28			

资料来源：wind，民生证券研究院。注：除了实时股价数据更新至 2023-07-21 以外，其他指标数据考察区间均为 2016-2022 年。

<sup>2</sup> 筛选标准：(1) 2016 年至今的年化收益率 $\geq 0$ ；(2) 2016-2022 年每年均分红不间断，且分红比例均值 $\geq 40\%$ ，变异系数 $\leq 0.3$ ；(3) 2016 年至今 PE 估值变异系数 $\leq 0.32$ ；(4) 2016-2022 年 EPS 趋势维持平稳甚至上行；(5) 2016-2022 年历年股权自由现金流占营收的比例均值 $\geq 10\%$ 且变异系数 $\leq 1$ （贵州茅台特别处理）；(6) 2016-2022 年资本开支占收入的比例趋势平稳或下行；(7) 2016 年至今夏普比率 $\geq 0.25$ 。

如果我们把上述“类长江电力股”当作一个组合：

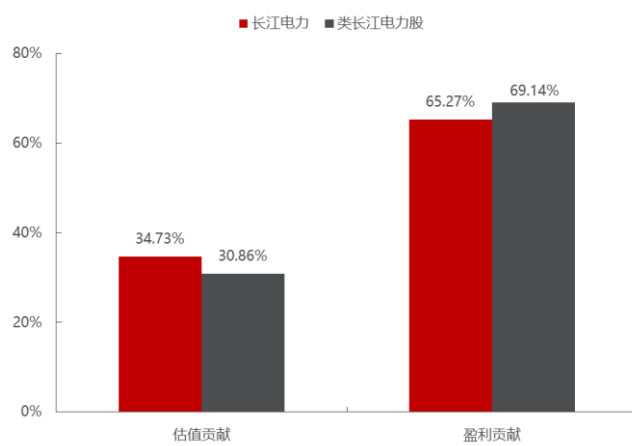
(1) 从股价表现上看，在 2016-2020 年长江电力与类长江电力股的走势几乎一致，但到了 2021 年开始出现明显分化，甚至时有背离。而从估值贡献和盈利贡献来看，无论是长江电力还是类长江电力股，估值贡献都在 30% 以上，与盈利贡献的比例都接近 3:7。

图9：2016-2020 年长江电力与类长江电力股的走势几乎一致，但 2021 年之后时有背离



资料来源：wind，民生证券研究院。注：2016-01-04=100。

图10：长江电力与类长江电力股的估值贡献与盈利贡献的比例都接近 3:7



资料来源：wind，民生证券研究院

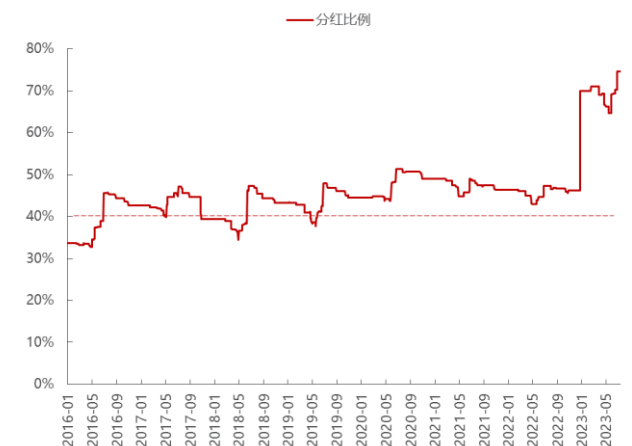
(2) 从估值中枢、股息率中枢、分红比例的变化来看，类长江电力股的 PE 估值与股息率中枢波动比长江电力要大：2016-2020 年 PE 估值出现明显的抬升，2021 年至今出现大幅回落，股息率则相反；分红比例在 2018 年之后稳定在 40% 以上。

图11：类长江电力股的 PE 估值中枢 2016-2020 年出现大幅抬升，2021 年之后回落；股息率则相反



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：2018 年之后类长江电力股分红比例稳定在 40% 以上



资料来源：wind，民生证券研究院

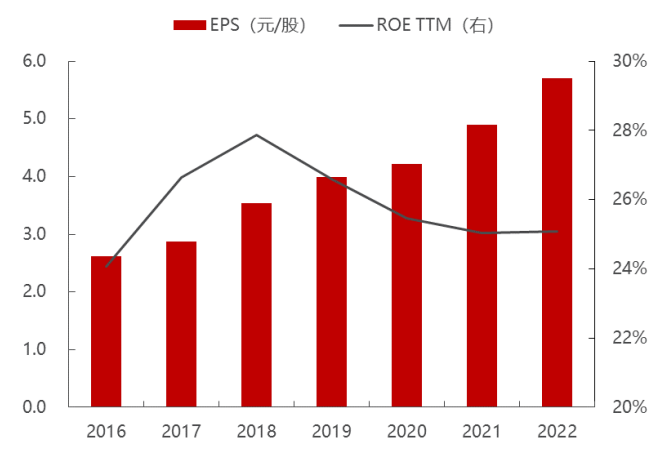
(3) 从 EPS/ROE、股权自由现金流以及资本开支的趋势来看，2016 年之后类长江电力股的 EPS 中枢逐步抬升，ROE 稳定在 24% 以上，波动(区间 24%~28%)并不大，不断增长的 EPS 与高 ROE 可能也是为何类长江电力股的 PE 估值中枢与



波动远远大于长江电力的原因；股权自由现金流年均值为 734 亿元，绝对值远高于长江电力，但波动比长江电力要大；资本开支年均值 100 亿元，并未出现大幅增长。

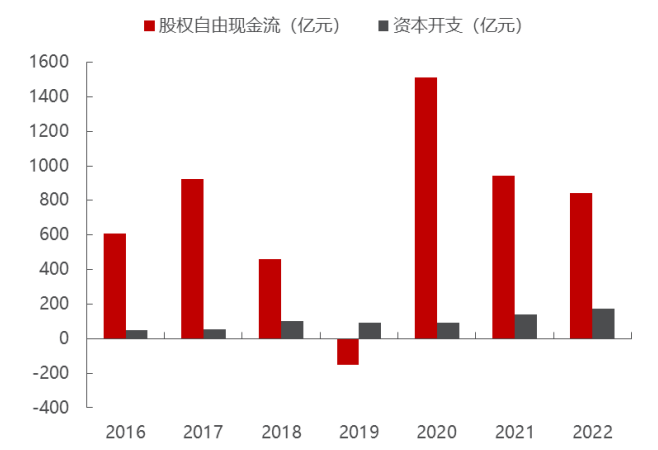
综上分析，整体上类长江电力股的 EPS/ROE 成长性要好于长江电力，分红比例也较为稳定（但整体绝对值低于长江电力），股权现金流较为充裕（波动比长江电力大），资本开支也较少。所以呈现到资产定价上，类长江电力股的 PE 估值中枢（28 倍）明显高于长江电力（15 倍），而且波动比长江电力大（相对而言较大，但其变异系数也仅有 0.25，长江电力 0.16），股息率中枢始终低于长江电力。所以我们可以认为类长江电力股在过去其实是更具成长性的“长江电力”。

图13：2016 年之后类长江电力股的 EPS 中枢逐步抬升，ROE 中枢为 26%



资料来源：wind，民生证券研究院

图14：类长江电力股的股权自由现金流波动略大，资本开支并未出现明显增长



资料来源：wind，民生证券研究院

但无论是长江电力还是过去的类长江电力股，市场可能已经完成了对它们的定价，体现为它们的 PE 估值中枢抬升、股息率下行。而在 2021 年之后，类长江电力股在经历了一轮价值重估行情之后，与长江电力的走势也开始逐步背离，开启了漫长的估值消化过程，尤其是其中以贵州茅台、美的集团、海康威视为代表的曾经的“核心资产”。因此面对当前国内转型、海外滞胀的宏观环境大变局，寻找新时期的“真正的红利股”成为投资者未来很长一段时间内，度过“漫长的季节”的关键。

## 3 从“准红利”到“真正的红利”：盈利趋势与预期、 分红以及估值

根据前文分析，稳定的 PE 估值中枢、股息率中枢以及分红比例背后，其实是企业稳定的盈利增长（EPS）与盈利能力（ROE）以及稳定的现金流与较少的资本开支，所以本质上是企业的盈利模式决定了个股是否具备“准红利股”的条件，而当前的估值、股息率其实反映的是市场认知的程度/预期差。所以寻找未来“真正的红利股”分为两步：首先根据过去一段时间企业盈利的稳定性、资本开支的趋势以及未来的盈利预期来筛选出具备成长为“真正的红利股”的个股，我们称之为“准红利股”；然后再根据当前估值趋势、股息率的水平来进一步筛选出预期差较大的个股。

### 3.1 “准红利股”的筛选：盈利趋势与预期、分红比例

在筛选的过程中绕不开的一个问题是要不要做到行业中性，但其实我们在系列二的报告中提到了并非所有的行业都已经进入稳定增长阶段，有的仍处于增长上行阶段，有的甚至还处于增长下行阶段，所以在考虑“准红利股”筛选的时候，行业的属性可能也是十分重要的参考因素，毕竟一个行业的商业模式本身也决定了这个行业企业的盈利特征。所以我们基于盈利趋势和对未来的盈利预期进行“准红利股”筛选的标准如下：

(1) 首先从行业层面出发，选择系列二报告中年化 ROE 与 5 年滚动归母净利润年化增速都处于企稳状态的行业：**交通运输、建筑、纺织服装以及非银金融**；年化 ROE 企稳而 5 年滚动归母净利润年化增速企稳回升的行业也值得关注：**石油石化、煤炭、有色金属、医药、三大电信运营商**<sup>3</sup>；还有部分行业属于年化 ROE 仍在下行但 5 年滚动归母净利润年化增速已经企稳/触底回升的：**银行、电力及公用事业、传媒、汽车**。

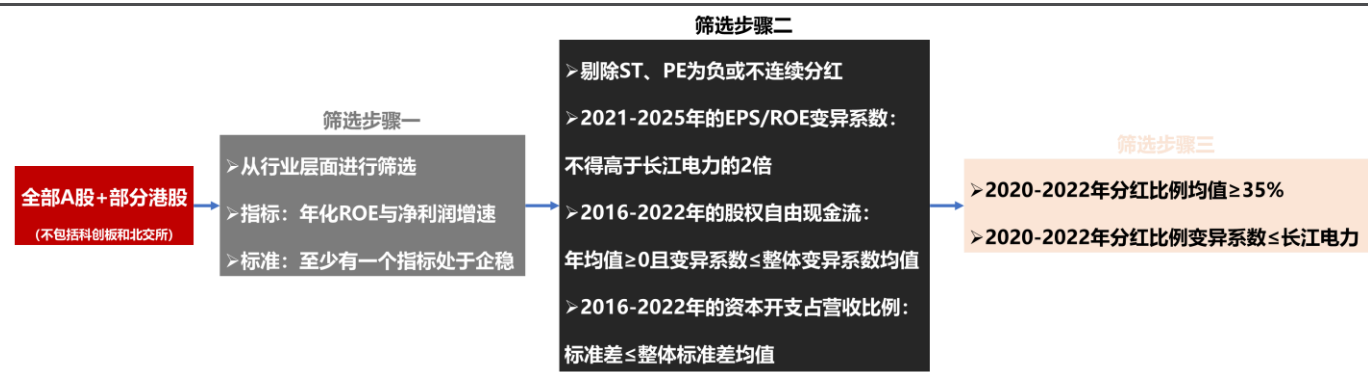
(2) 在上述行业中，首先剔除 ST、PE 为负或者不连续分红的公司，然后再根据 2021-2025 年的 EPS/ROE（包括 2023-2025 年的万得分析师一致预测数据）、2016-2022 年的股权自由现金流以及资本开支趋势进一步筛选：其中要求 2021-2025 年的 EPS/ROE 的变异系数均不得高于长江电力的 2 倍；2016-2022 年的股权自由现金流（仅非金融企业适用）年均值 $\geq 0$  且变异系数 $\leq$ 整体变异系数均值；2016-2022 年的资本开支占营收比例（仅非金融企业适用）的标准差 $\leq$ 整体标准差均值，**但值得注意的是还有一些公司需要必要的资本开支以维持经营**，比如典型的山东高速、深高速、中国核电、中国海洋石油等公司，对于这一类企业我们需要结合它们的分红比例进一步确认，如果资本开支占营收比例高同时分红占利

<sup>3</sup> 由于三大运营商在港股上市时间早，所以分析数据以港股数据为准。

润比例也较高 (均值高于 35%), 那么这一类公司也可以纳入“准红利股”范围。

(3) 在上述筛选结果的基础上, 再结合 2020-2022 年分红的绝对水平与稳定性进行筛选: 2020-2022 年分红均值 $\geq 35\%$ 且变异系数 $\leq$ 长江电力。

图15: “准红利股”筛选的三步骤



资料来源: 民生证券研究院绘制。注: 部分港股指三大运营商。

最终, 我们筛选出来了 26 只“准红利股”(不包括长江电力), 具体如下图所示: 从行业分布上看, 个股数较多的大类行业是交通运输 (6 只)、纺织服装 (4 只)、传媒 (4 只)、煤炭 (3 只)、通信 (3 只); 具体涉及的细分行业领域包括核电、生物医药、化学制药、电信运营、炼油、汽车零部件、煤炭、公路/铁路/港口、纺织服装、环保及水务以及出版。

图16: “准红利股”名单一共包括 26 只个股 (不包括长江电力), 涉及细分行业包括核电、生物医药、化学制药、电信运营、炼油、汽车零部件、煤炭、公路/铁路/港口、纺织服装、环保及水务以及出版

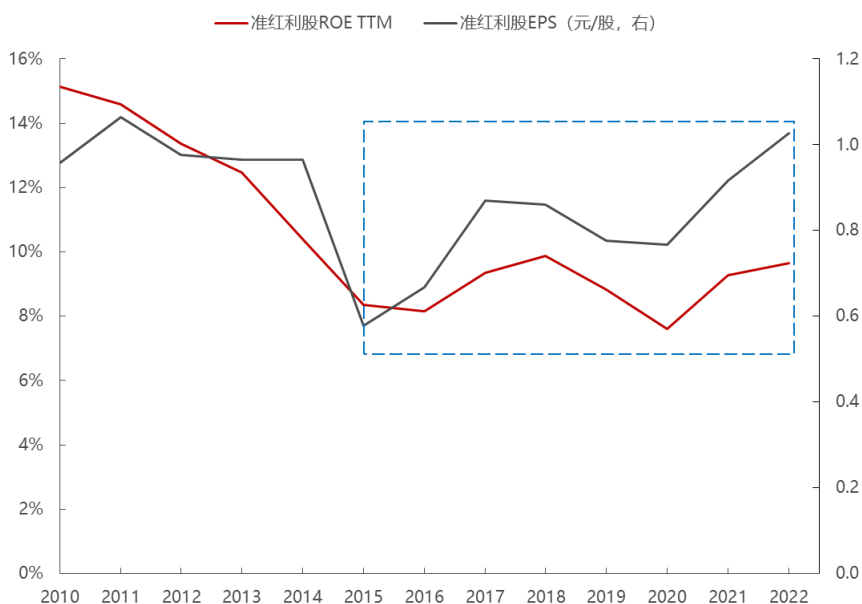
代码	简称	所属行业	2021-2025年				2016-2022年			2020-2022年	
			EPS均值 (元/股)	EPS变异 系数	ROE均值 (%)	ROE变异 系数	股权自由现金流 均值 (亿元)	股权自由现金流 变异系数	资本开支占营收 比例的标准差	分红比例 均值 (%)	分红比例 变异系数
600900.SH	长江电力	电力及公用事业--发电及电网--水电	1.32	0.12	14.30	0.10	371.98	0.31	1.43%	76.36	0.21
601985.SH	中国核电	电力及公用事业--发电及电网--其他发电	0.55	0.14	10.88	0.04	74.68	1.29	13.28%	36.22	0.03
600867.SH	通化东宝	医药--生物医药II--生物医药III	0.70	0.15	19.26	0.15	4.05	1.19	6.39%	51.53	0.16
000513.SZ	丽珠集团	医药--化学制药--化学制剂	2.41	0.20	14.85	0.07	15.06	0.45	2.30%	71.66	0.07
0728.HK	中国电信	通信--电信运营II--电信运营III	0.34	0.15	7.00	0.10	79.55	0.83	2.72%	54.74	0.19
0941.HK	中国移动	通信--电信运营II--电信运营III	6.48	0.12	10.39	0.06	1199.22	0.23	2.29%	59.90	0.10
0762.HK	中国联通	通信--电信运营II--电信运营III	0.65	0.18	5.60	0.15	166.80	0.45	5.80%	45.59	0.09
600028.SH	中国石化	石油石化--石油化工--炼油	0.64	0.10	9.11	0.04	827.08	0.41	1.05%	72.55	0.09
600741.SH	华域汽车	汽车--汽车零部件II--汽车零部件III	2.52	0.14	13.66	0.02	61.53	0.56	0.56%	41.23	0.05
600997.SH	开滦股份	煤炭--煤炭开采洗选--炼焦煤	1.26	0.05	12.77	0.04	11.95	1.23	1.39%	43.74	0.10
600985.SH	淮北矿业	煤炭--煤炭开采洗选--炼焦煤	2.80	0.21	18.39	0.08	27.25	1.46	12.09%	38.78	0.07
601088.SH	中国神华	煤炭--煤炭开采洗选--动力煤	3.26	0.14	15.62	0.09	528.84	0.82	2.78%	88.32	0.13
601000.SH	唐山港	交通运输--航运港口--港口	0.36	0.11	10.57	0.09	12.23	0.75	3.13%	77.92	0.20
601006.SH	大秦铁路	交通运输--公路铁路--铁路	0.85	0.02	9.40	0.05	151.99	0.93	2.16%	63.03	0.05
600012.SH	皖通高速	交通运输--公路铁路--公路	1.06	0.10	13.50	0.06	17.54	1.20	2.44%	54.97	0.17
000429.SZ	粤高速A	交通运输--公路铁路--公路	0.82	0.09	16.44	0.09	20.89	0.42	5.82%	70.09	0.00
600350.SH	山东高速	交通运输--公路铁路--公路	0.71	0.12	8.23	0.07	47.62	0.61	28.11%	73.51	0.16
600548.SH	深高速	交通运输--公路铁路--公路	1.31	0.11	10.30	0.05	39.43	0.40	8.07%	49.18	0.05
002327.SZ	富安娜	纺织服装--品牌服饰--家纺	0.75	0.11	15.72	0.08	2.42	1.51	3.93%	88.16	0.07
600398.SH	海澜之家	纺织服装--品牌服饰--大众成人品牌服饰	0.67	0.18	17.25	0.09	33.36	0.30	1.04%	78.86	0.15
600987.SH	航民股份	纺织服装--纺织制造--印染	0.76	0.17	11.83	0.02	3.26	0.96	3.92%	43.72	0.13
002003.SZ	伟星股份	纺织服装--纺织制造--其他纺织	0.59	0.12	17.61	0.06	3.07	0.37	3.72%	80.50	0.08
601158.SH	重庆水务	电力及公用事业--环保及公用事业--环保及水务	0.44	0.10	11.78	0.05	14.80	0.76	14.00%	65.42	0.07
000719.SZ	中原传媒	传媒--媒体--出版	1.14	0.14	10.87	0.04	8.07	1.21	1.53%	35.50	0.04
600373.SH	中文传媒	传媒--媒体--出版	1.57	0.14	11.61	0.04	18.91	0.77	0.73%	46.34	0.10
601098.SH	中南传媒	传媒--媒体--出版	0.93	0.10	10.77	0.07	8.02	1.53	1.54%	77.60	0.01
601801.SH	皖新传媒	传媒--媒体--出版	0.42	0.15	6.84	0.10	8.32	1.36	0.93%	52.24	0.01

资料来源: wind, 民生证券研究院。注: 粉色代表值与长江电力相比: EPS/ROE/股权自由现金流/分红比例均值均代表大于长江电力; 变异系数或标准差代表小于长江电力。

下面我们把“准红利股”当作一个整体来分析，从整体的 EPS/ROE、股权自由现金流以及资本开支、分红比例的趋势来交叉验证一下筛选的结果：

(1) 从“准红利股”过去的 EPS/ROE 变化趋势来看：2010-2015 年逐年下滑，进入 2016 年之后，EPS 开始逐步从 0.6 元/股附近回升到 1.0 元/股，而 ROE 稳定在 9%左右。

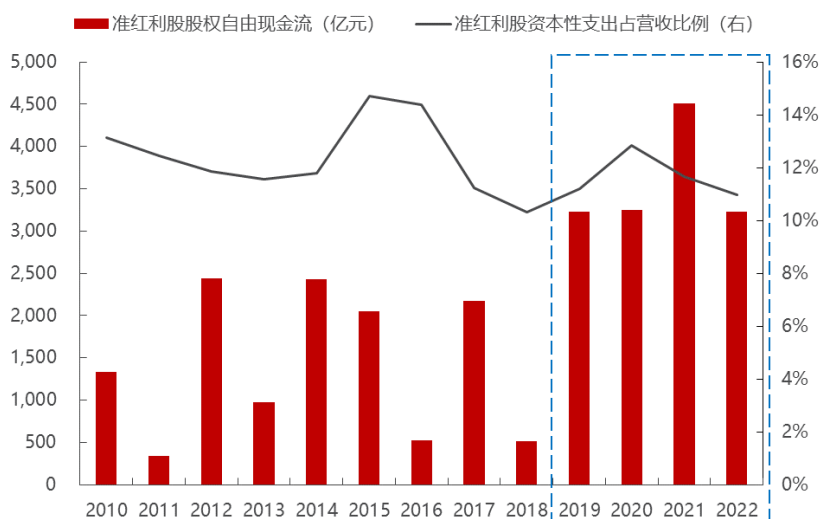
图17：2016 年以来准红利股 EPS 逐步抬升，ROE 企稳



资料来源：wind，民生证券研究院

(2) 从“准红利股”过去的股权自由现金流与资本开支变化的趋势来看：2018 年以后准红利股的股权自由现金流变得稳定且大幅为正，而资本开支占营收的比例则一直很稳定（10%~14%），2020 年以来下滑至区间下沿。

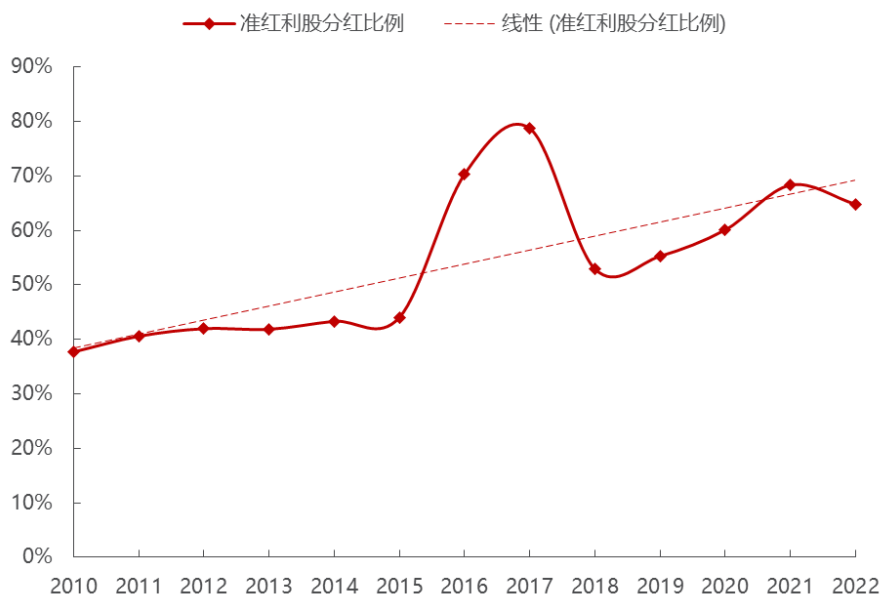
图18：2019 年以来准红利股的股权自由现金流大幅改善，但资本性支出占营收比例并未明显增长，近年甚至出现下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

(3) 从“准红利股”分红比例的变化趋势来看，2010 年以来就处于逐步抬升的趋势，尤其是 2016 年之后抬升的斜率开始放大，2016 年的中枢之前在 40% 左右，2016 年之后维持在 50% 以上。

**图19：2010 年以来准红利股的分红比例逐步抬升，尤其是到了 2016 年之后抬升幅度较为明显（都在 50% 以上）**



资料来源：wind，民生证券研究院

所以整体分析来看，准红利股符合我们所设定的要求：盈利趋势稳定甚至有所回升，自由现金流稳定且充裕，资本开支较为稳定且比例不高，分红比例中枢逐步抬升。

### 3.2 PE 估值与股息率的变化趋势：预期收益率的锚

最终准红利股是否获得市场的认可，还是要反映到股票定价上，而衡量股票定价是否反映了“准红利股”向“真正的红利股”转型的“期权”，需要分析上述准红利股的 PE 估值趋势与股息率趋势。

我们在系列二报告中提到了 PE 估值、分红比例以及股息率三者之间的关系：

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

PE 估值的趋势以及变动的的原因决定了“准红利股”所处的定价阶段，股息率只是最终定价的一个结果，但同时也是最重要的定价“锚”。理论上“准红利股”会跟长江电力一样先经历股息率大幅抬升再到下降再到最终稳定的过程：

(1) 如果一个“准红利股”的 PE 估值仍在下行趋势中，这意味着的是当前市场对于该只个股未来盈利持续性的怀疑，此时还未到重估阶段，可能还只是重估的“前夜”，在这个阶段股息率可能会随之被动抬升。要成为“真正的红利股”，它们需要先经历估值企稳再到回升再到重新上行的过程，因此这一类个股虽然股息

率可能是最高的 (6%甚至以上), 但本质上是因为 PE 估值下行带来的, 盈利趋势的改变可能也需要较长的时间。在前文 26 只“准红利股”中, 仅有**淮北矿业**符合这一特征。

(2) 如果一个“准红利股”的 PE 估值已经企稳或企稳回升 (即估值回升到还未创阶段性新高), 这意味着市场对于该只个股的未来盈利预期已经趋于稳定, 此时可能已经到了重估的“破晓时刻”, 在这个阶段股息率也会趋于稳定或者随着分红比例抬升而抬升。对于这一类个股而言, 要成为“真正的红利股”, 它们未来可能会经历估值重新抬升、股息率下降的过程, 这是最符合“准红利股”特征的一类股票, 而且它们的股息率 (5%-6%) 仍具备较高吸引力。在 26 只“准红利股”中, 符合这一类特征的有 19 只: **中国核电、通化东宝、丽珠集团、中国移动、中国联通、中国石化、华域汽车、开滦股份、中国神华、大秦铁路、皖通高速、粤高速 A、山东高速、深高速、富安娜、海澜之家、伟星股份、重庆水务以及中南传媒。**

(3) 如果一个“准红利股”的 PE 估值已经处于上行趋势 (估值回升且创下阶段性新高), 这意味着的是市场可能已经逐步认知到其盈利稳定的稀缺性 (比如唐山港), 或者有可能是这些个股重新具备了一定的成长性 (比如中国电信), 但无论如何, 在分红比例暂时不变的情况下它们的股息率会随着估值抬升而下降, 最终达到一种稳态, 这一类个股目前可能最接近成为“类长江电力股”, 但也就意味着它们的股息率目前来看吸引力不再那么大 (4%)。在 26 只“准红利股”中, 符合这一类特征的有 6 只: **中国电信、唐山港、航民股份、中原传媒、中文传媒以及皖新传媒。**

图20: 26 只“准红利股”的 PE 估值和股息率绝对水平、历史分位数以及历史趋势

代码	简称	所属行业	最新PE TTM	PE估值历史分位数 (有数据以来)	PE估值趋势图 (2020年以来)	PE估值趋势 判断	股息率 TTM (%)	股息率历史分位数 (2016年以来)	股息率趋势 (2020年以来)	股息率趋势 判断
601985.SH	中国核电	电力及公用事业--发电及电网--其他发电	15	24%		企稳回升	2.40	75%		企稳回升
600867.SH	通化东宝	医药--生物药II--生物药III	20	11%		企稳回升	4.97	95%		企稳
000513.SZ	丽珠集团	医药--化学制药--化学制剂	18	17%		企稳	4.28	90%		上行
0728.HK	中国电信	通信--电信运营II--电信运营III	12	36%		上行	5.49	82%		下行
0941.HK	中国移动	通信--电信运营II--电信运营III	10	12%		企稳回升	6.79	68%		下行
0762.HK	中国联通	通信--电信运营II--电信运营III	9	13%		企稳回升	5.59	78%		下行
600028.SH	中国石化	石油石化--石油化工--炼油	12	41%		企稳回升	5.59	37%		下行
600741.SH	华域汽车	汽车--汽车零部件II--汽车零部件III	8	15%		企稳	4.88	70%		上行
600997.SH	开滦股份	煤炭--煤炭开采洗选--炼焦煤	6	6%		企稳	9.40	97%		上行
600985.SH	淮北矿业	煤炭--煤炭开采洗选--炼焦煤	4	1%		下行	8.54	99%		上行
601088.SH	中国神华	煤炭--煤炭开采洗选--动力煤	8	15%		企稳	9.22	83%		企稳
601000.SH	唐山港	交通运输--航运港口--港口	12	51%		上行	5.46	72%		下行
601006.SH	大秦铁路	交通运输--公路铁路--铁路	9	44%		企稳回升	6.69	48%		下行
600012.SH	皖通高速	交通运输--公路铁路--公路	10	39%		企稳回升	5.97	89%		下行
000429.SZ	粤高速A	交通运输--公路铁路--公路	12	20%		企稳回升	5.71	48%		企稳
600350.SH	山东高速	交通运输--公路铁路--公路	11	45%		企稳回升	6.20	70%		企稳
600548.SH	深高速	交通运输--公路铁路--公路	10	23%		企稳	5.02	55%		企稳
002327.SZ	富安娜	纺织服装--品牌服饰--家纺	13	26%		企稳回升	7.04	80%		下行
600398.SH	海澜之家	纺织服装--品牌服饰--大众成人品牌服饰	14	32%		企稳回升	5.81	80%		下行
600987.SH	航民股份	纺织服装--纺织制造--印染	13	46%		上行	3.70	64%		下行
002003.SZ	伟星股份	纺织服装--纺织制造--其他纺织	21	60%		企稳	3.63	38%		企稳
601158.SH	重庆水务	电力及公用事业--环保及公用事业--环保及水务	15	32%		企稳回升	4.89	65%		上行
000719.SZ	中原传媒	传媒--媒体--出版	10	25%		上行	3.69	67%		企稳
600373.SH	中文传媒	传媒--媒体--出版	9	11%		上行	5.92	90%		下行
601098.SH	中南传媒	传媒--媒体--出版	14	19%		企稳回升	5.26	58%		企稳
601801.SH	皖新传媒	传媒--媒体--出版	22	59%		上行	2.25	38%		下行

资料来源: wind, 民生证券研究院。注: 最新数据截至 2023-07-21。

所以对于这三类股票而言: 第一类股票可能在赚到股息率的钱的同时也要承担估值继续下行带来的负收益风险, 但股息率至少也提供了一定的安全垫; 第二类

股票可能既能赚到股息率也能赚到估值抬升的钱；第三类股票可能更多地是赚到未来即将达到的某一个稳定股息率（比如以长江电力的股息率为参考）的钱。我们分别举例来说明：

(1) 若股票 A 为第一类股票，即 PE 估值仍在下行，股息率被动上行，假设分红比例不变，则在年初以  $P_0$  价格买入，对应估值为  $PE_0$ ，股息率为  $d_0$ ，到了年末 PE 由  $PE_0$  下行至  $PE_1$ ，对应股价  $P_1$ ，股息率  $d_1$ ，则持有该股票的年收益率为：

$$r = \frac{P_1(1 + d_1)}{P_0} - 1$$

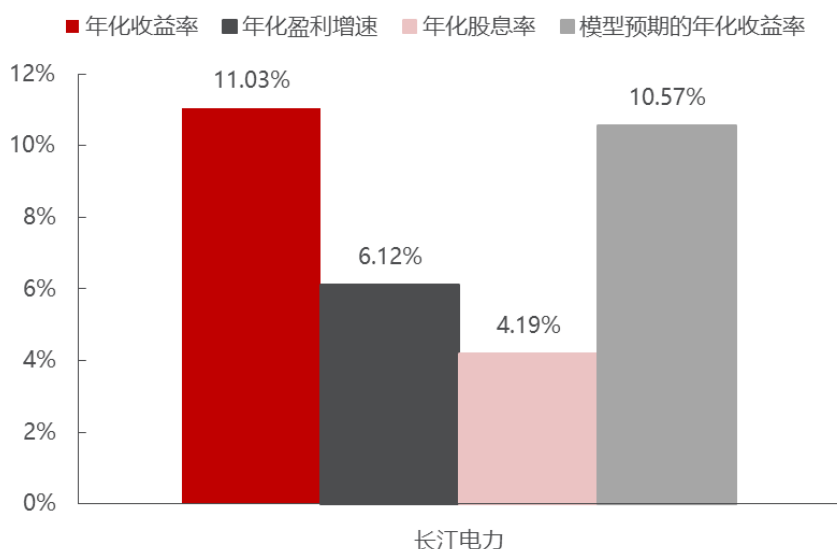
在这种情形下，如果是因为盈利上行导致 PE 估值下行，而股价波动不大，那么投资者赚到的就是接近股息率  $d_1$  的收益率，而如果 PE 估值下行同时伴随着股价下行，那么股息率提供了一定的安全垫，但这种安全垫会随着下跌幅度越大而越薄。

(2) 同理，若股票 A 为第二类股票，由于估值稳定，那么这时候投资者的年收益率其实近似地等同于  $(1 + \text{盈利增速}) * (1 + \text{期末的股息率 } d_1)$ ，而随着第二类股票逐步向“真正的红利股”进化，那么虽然股息率对于收益率的放大作用会随着估值抬升而降低，但由于估值抬升带来的股价上涨对于收益率影响更大，因此整体年收益率会远远大于  $(1 + \text{盈利增速}) * (1 + \text{期末的股息率 } d_1)$ ，差距大小取决于估值上升的幅度。

(3) 若股票 A 为第三类股票，这意味着股息率与估值都基本稳定，此时投资者的年化收益率基本上就等于  $(1 + \text{盈利增速}) * (1 + \text{期末的股息率 } d_1)$ 。

同样地我们以长江电力为例，验证它 2016 年以来的年化收益率  $r$  是否接近于  $(1 + \text{年化盈利增速}) * (1 + \text{年化股息率 } d)$ ：结果是十分接近。

**图21：长江电力 2016-2023 年的年化收益率与  $(1 + \text{年化盈利增速}) * (1 + \text{年化股息率 } d)$  十分接近**



资料来源：wind，民生证券研究院

## 4 风险提示

1) **新兴产业趋势确立**。如果新兴产业趋势确立，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) **准红利股业绩不及预期**。如果未来“准红利股”的业绩不能得到验证，现金流甚至出现恶化，那么这样的选股策略无疑不符合文中的设定，策略将会失效。

3) **筛选指标的局限性**。文中有关筛选指标的选取可能存在一定不足。



## 插图目录

图 1: 全部 A 股风险溢价的构成: 对于再投资给予的风险溢价+类债风险溢价, 当下真正便宜的股息率资产 .....	3
图 2: 大部分行业对再投资给予的风险溢价和类债风险溢价均低于全 A .....	4
图 3: 5-6 月极度悲观的经济预期也使得红利资产出现回撤, 但近期随着预期回摆, 红利指数也开始企稳 .....	5
图 4: 长江电力 2016 年之后 PE 估值中枢为 15 倍左右, 股息率中枢 3.6% 左右 .....	6
图 5: 2016 年以来长江电力分红比例稳步提升, 基本上都在 50% 以上 .....	6
图 6: 2016 年之后长江电力的 EPS 基本维持在 1 元/股附近 .....	7
图 7: 2016 年之后长江电力的股权自由现金流基本都在 200 亿元以上, 而资本开支不足 50 亿元 .....	7
图 8: 2016 年以来符合“类长江电力股”特征的股票 .....	7
图 9: 2016-2020 年长江电力与类长江电力股的走势几乎一致, 但 2021 年之后时有背离 .....	8
图 10: 长江电力与类长江电力股的估值贡献与盈利贡献的比例都接近 3:7 .....	8
图 11: 类长江电力股的 PE 估值中枢 2016-2020 年出现大幅抬升, 2021 年之后回落; 股息率则相反 .....	8
图 12: 2018 年之后类长江电力股分红比例稳定在 40% 以上 .....	8
图 13: 2016 年之后类长江电力股的 EPS 中枢逐步抬升, ROE 中枢为 26% .....	9
图 14: 类长江电力股的股权自由现金流波动略大, 资本开支并未出现明显增长 .....	9
图 15: “准红利股”筛选的三步骤 .....	11
图 16: “准红利股”名单一共包括 26 只个股 (不包括长江电力), 涉及细分行业包括核电、生物医药、化学制药、电信运营、炼油、汽车零部件、煤炭、公路/铁路/港口、纺织服装、环保及水务以及出版 .....	11
图 17: 2016 年以来准红利股 EPS 逐步抬升, ROE 企稳 .....	12
图 18: 2019 年以来准红利股的股权自由现金流大幅改善, 但资本性支出占营收比例并未明显增长, 近年甚至出现下滑 .....	12
图 19: 2010 年以来准红利股的分红比例逐步抬升, 尤其是到了 2016 年之后抬升幅度较为明显 (都在 50% 以上) ..	13
图 20: 26 只“准红利股”的 PE 估值和股息率绝对水平、历史分位数以及历史趋势 .....	14
图 21: 长江电力 2016-2023 年的年化收益率与 $(1 + \text{年化盈利增速}) * (1 + \text{年化股息率 } d)$ 十分接近 .....	15

## 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