



策略专题

中特估+高股息策略

——中国特色估值体系研究系列一

证券分析师

吴开达

资格编号：S0120521010001

邮箱：wukd@tebon.com.cn

龚静姝

资格编号：S0120523030001

邮箱：gongjs@tebon.com.cn

研究助理

孙希民

邮箱：sunxm3@tebon.com.cn

相关研究

1. 《打破悲观预期的引擎》，2023.4.18
2. 《A股酝酿突破》，2023.4.16
3. 《REITs市场继续下行，流动性环比下降周观REITs2023年4月第2周-》，2023.4.15
4. 《首批注册制新股上市首日表现亮眼——周观新股2023年4月第2周》，2023.4.15
5. 《数字中国产业星图数字中国系列二-》，2023.4.13

投资要点：

- **导读：**我们在《价值已死？——高股息策略解析》中研究发现，高股息策略在海外和A股都是长期有效的价值投资策略，更是熊市盾。本篇报告探索从择时、组合优化，特别是结合中特估，对高股息策略进行优化。
- **高股息策略的再思考：**探索一种更为直观的择时框架。1) 高股息策略虽然长期有效，但不代表高股息策略在每个阶段都相对占优。2) 高股息策略是否有效核心取决于现金股利在某段时期是否对投资者具备吸引力。我们在百度指数提供的可搜索词条中选取了10个关键词作为现金股利偏好的相关词条，并对此进行了一系列处理，构建了现金股利偏好情绪指数。**我们发现：**第一，除大牛市外，现金股利偏好情绪指数与中证红利指数/万得全A的相对强弱在大部分情况下存在明显的正相关关系；第二，非大牛市时期，在现金股利偏好情绪指数落于近三年负一倍标准差以下时配置中证红利指数，中长期往往存在超额收益；第三，现金股利偏好情绪指数在大牛市的指示作用失效，可能是由于强增量市场中资金大量涌入；第四，以情绪指数为锚，其他指标辅助验证，或可实现高股息策略的底部配置。即：当现金股利情绪指数异常低迷（落于负1倍标准差之下），且两市总成交额没有出现显著异常（未高于正1倍标准差）时，可能是高股息策略的绝佳配置窗口。
- **高股息组合的优化：如何走出高股息“陷阱”？**判断公司是否存在高股息“陷阱”的核心是在于判断历史上较高的股息率是否可持续，这既与公司支付股息的能力有关、也与公司支付现金股利的意愿有关。股利支付意愿方面，我们选取近五年累计股息率、最近一年股息率指标；股利支付能力方面，我们选取 Piotroski F-Score；估值性价比方面，我们选取 EV/EBIT。基于上述指标，构建“A股高股息50”组合，从2013年1月1日至2023年4月3日，组合收益率达579.85%，年化收益率21.23%，夏普率0.736，A股高股息50组合相对中证红利指数、Wind全A的超额年化收益率分别为13.84%、12.42%。
- **为什么要重视央国企业的价值重估？**中国特色估值体系的提出，或有助于促进以央国企为代表的上市公司价值重估。从必要性上来看，土地财政亟待转型，央国企对财政体系的重要性大幅提升，一方面，国有企业通过扩大经营利润，可以提供更多税收收入；另一方面，随着国有企业盈利能力的提升、分红率的提升以及股权价值的提升，国有资本经营预算收入有望提升。从可行性上来看，央国企价值重估可以通过内外两条路径实现。一方面，通过提升国有企业经营效率及盈利水平，实现每股盈利的增长；另一方面，基于中国特色估值体系框架、通过增进上市公司市场认同、加强投资者交流等方式，实现估值重塑。
- **当中特估遇上高股息：中特估+优化后的高股息=安全边际+强贝塔。**由分析可知，提高分红率也是提升国有资本经营预算收入的重要路径之一，结合高股息策略探索带来的启发，我们把优化后的高股息策略应用于中字头央国企中，构建中字头高股息20组合。从2013年1月1日至2023年4月3日，组合收益率达488.59%，年化收益率19.49%，夏普率0.628，中字头高股息20组合相对Wind全A的超额年化收益率为10.63%。进一步地，若我们将高股息策略的择时框架纳入考量，加入择时后的中字头高股息20组合夏普率相对不择时阶段显著提升。最后，我们提供了最新一期的中字头高股息20组合名单。
- **风险提示：**历史数据预测未来能力有限；海外通胀超预期；流动性收紧超预期。

内容目录

1. 高股息策略的再思考：探索一种更为直观的择时框架	5
2. 高股息组合的优化：如何走出高股息“陷阱”？	11
3. 当中特估遇上高股息：中特估+优化后的高股息=安全边际+强贝塔	14
3.1. 为什么要重视央国企业的价值重估？	14
3.1.1. 必要性：土地财政亟待转型，央国企对财政体系的重要性大幅提升	14
3.1.2. 可行性：内外兼修——提高内在效率、重塑外在估值	16
3.2. “中特估”遇上高股息：应用优化后的高股息策略	17
3.2.1. 最新一期的中字头高股息 20 组合	22
4. 风险提示	23

图表目录

图 1: 高股息策略虽然长期有效, 但这并不意味着高股息策略在每个阶段都相对占优.....5	5
图 2: 除大牛市外, 现金股利偏好情绪指数与中证红利指数/万得全 A 的相对强弱在大部分情况下存在明显的正相关关系.....7	7
图 3: 非大牛市时期, 在现金股利偏好情绪指数落于负一倍标准差以下时配置红利指数, 往往存在超额收益.....7	7
图 4: 2016 年 7 月现金股利偏好情绪指数触底后各指数表现.....8	8
图 5: 2016 年 7 月现金股利偏好情绪指数触底后至今各指数表现.....8	8
图 6: 2012 年至今, 两市总成交额高于近三年+1 倍标准差的时期主要有三段.....9	9
图 7: 新成立偏股型基金份额增长明显区间为 2014 年底至 2015 年上半年、2020 年初至 2021 年年初.....10	10
图 8: 中证红利指数的相对收益与美国 10 年期名义利率呈较强的正相关关系.....10	10
图 9: 中证红利指数的相对收益在 2015 年后与 ERP 呈现较强的正相关关系.....10	10
图 10: F-Score 构建方式.....12	12
图 11: 2013 年至今 A 股高股息 50 组合年化收益率达 21.22%.....13	13
图 12: A 股高股息 50 组合年化收益率显著高于其他指数.....13	13
图 13: 2022 年国有土地使用权出让收入占地方政府收入比重仍超 35%.....15	15
图 14: 全国国有企业应交税费及其占税收收入比重.....15	15
图 15: 中央及地方国有资本经营预算收入情况.....15	15
图 16: 近期提及“新一轮国企改革”会议及报告相关内容.....16	16
图 17: 《提高央企控股上市公司质量工作方案》要点整理.....17	17
图 18: 2013 年至今中字头高股息 20 组合年化收益率达 19.49%.....18	18
图 19: 2015 年至今中字头高股息 20 组合相对中字头央企指数的超额年化收益率为 9.51%.....19	19
图 20: 中字头高股息 20 组合与其他指数回测表现对比.....19	19
图 21: 2016/7/23-2018/2/5, 中字头高股息 20 组合相对 Wind 全 A 指数的超额收益达 31.08%.....20	20
图 22: 中字头高股息 20 组合与中字头央企指数净值开始拉开差距的时间, 恰好对应现金股利情绪偏好指数突破负一倍标准差、且震荡企稳后继续向上的启动点附近.....20	20
图 23: 2022/2/6-2023/4/3, 中字头高股息 20 组合相对 Wind 全 A 指数的超额收益达 36.2%.....21	21
图 24: 中字头高股息 20 组合与中字头央企指数净值差距在快速扩大后收敛, 去年 11 月开	

始继续扩大	21
图 25: 2016/7/23-2018/2/5, 中字头高股息 20 组合年化收益率达 23.26%	22
图 26: 2022/2/6-2023/4/3, 中字头高股息 20 组合年化收益率达 28.47%	22
图 27: 2023 年 4 月中字头高股息 20 组合	22

导读：我们在《价值已死？——高股息策略解析》中研究了高股息策略，其在国外和 A 股都是长期有效的价值投资策略，更是熊市盾。本篇报告探索从择时、组合优化，特别是结合中特估，对高股息策略进行优化。

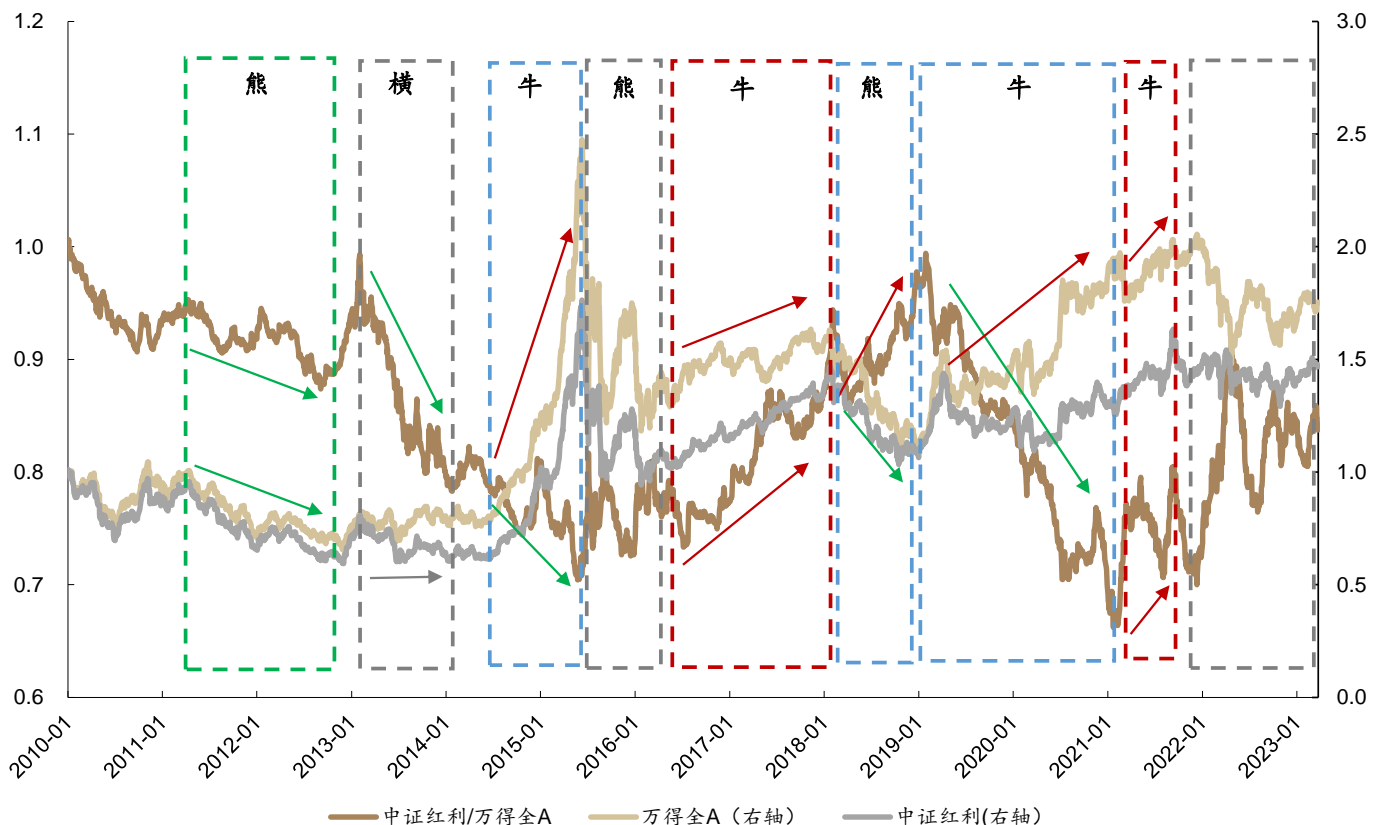
1. 高股息策略的再思考：探索一种更为直观的择时框架

高股息策略虽然长期有效，但这并不意味着高股息策略在每个阶段都相对占优。我们在《价值已死——高股息策略解析》中已经明确：高股息策略是海外长期有效的价值投资策略，在 A 股也是长期有效的投资策略。但这并不意味着高股息策略在每个阶段都相对占优，**大牛市中，高股息策略相对收益难以跑赢全 A**，例如：2014 年 6 月-2015 年 2 月、2019 年 1 月-2021 年 1 月，中证红利/万得全 A 持续下行。

高股息策略虽然被认为是熊市策略，但也并非只在熊市适用，并且，在熊市中，高股息策略也并不一定占优。在小牛市或结构性牛市中，高股息策略并不一定跑输，例如：2016 年 3 月-2017 年 12 月、2021 年 2 月-10 月，中证红利/万得全 A 明显上行。在熊市中，高股息策略也并不一定跑赢，例如：2011 年 4 月-2012 年 12 月，中证红利/万得全 A 明显下行。

在横盘期，高股息策略也可能失效。2013 年 2 月-2014 年 3 月，中证红利/万得全 A 持续下行。

图 1：高股息策略虽然长期有效，但这并不意味着高股息策略在每个阶段都相对占优



资料来源：Wind，德邦研究所

(注：标准化万得全 A、中证红利指数净值 2010 年 1 月 1 日=1)

由此可见，高股息策略和市场牛熊的关系并不是确定的，这与传统思维下将高股息策略等价于熊市策略的认知存在偏差。我们认为，高股息策略是否有效核心取决于现金股利在某段时期是否对投资者具备吸引力。资金从二级市场获得的

收益包括公司分红带来的现金股利以及股价上涨带来的资本利得，在熊市中，市场普遍下跌，通过股价上涨带来资本利得的机会占比大幅下降，因而市场更偏好具有稳定分红的公司，导致在多数情况下，高股息策略在熊市中有相对较好的表现，这也是传统认知形成的原因。

但实际上，使得投资者更偏好现金股利的因素并非只有市场的牛熊，Shefrin and Statman (1984)、Baker and Wurgler (2004)、Fuller and Goldstein (2011) 的研究发现：市场对现金股利的偏好可能与投资者对于风险的预期、投资者心理账户、后悔厌恶心理等相关，当投资者心理特征发生变化时，市场对现金股利的偏好也随之改变。因此，我们需要一个指标去度量投资者对于现金股利的偏好情绪，理想状态下我们希望找到一种纯情绪的代理变量，并且这个变量的取值最好与公司自身的其他因素关系较弱。

学术上有两种方式对此进行衡量：

其一，使用现金股利溢价，但该指标无法剥离公司自身其他因素的影响。现金股利溢价即根据公司现金股利支付与否把公司进行分组，并在此基础上求两类公司期末市值账面比的差值，差值越大，意味着投资者现金股利的偏好越强，但据此计算得出的现金股利溢价指数其实也包含了不同类型的公司在增长机会和风险方面的差异，同时也可能和盈余管理、高送转等财务决策相关，并且该指标的跟踪频率受到财务报表披露周期的限制，无法高频动态跟踪，所以该指标存在一定的缺陷；

其二，通过网络搜索量作为代理变量衡量投资者对现金股利的偏好，Kumar et al (2019) 认为，在投资者现金股利偏好情绪较强时，更倾向于频繁地搜索现金股利有关的词条，研究发现，谷歌趋势中有关于现金股利相关词条的搜索量就能有效衡量投资者的现金股利偏好情绪。

我们参考借鉴 Kumar et al (2019)、吕纤 (2019) 的做法，在百度指数提供的可搜索词条中选取了 10 个关键词作为现金股利偏好的相关词条，并对此进行了一系列处理，构建了现金股利偏好情绪指数：

- 1) 将 10 个关键词的搜索量进行加总，并进行自然对数处理；
- 2) 由于在年度财务报告披露窗口期市场对分红派息的关注度可能会提升，造成数据的季节性波动，为剔除搜索量数据的季节性影响，我们对数据进行了去季节性调整；
- 3) 相比搜索量的绝对值，搜索量的边际变化对投资者情绪的变动刻画得更为准确，同时也能削弱时间序列的趋势影响，因此我们使用最近 90 日搜索量累计边际变化。

可以发现：

1、除大牛市外，现金股利偏好情绪指数与中证红利指数/万得全 A 的相对强弱在大部分情况下存在明显的正相关关系。如果剔除 2014 年 6 月-2015 年 12 月、以及 2020 年 3 月-2021 年 2 月这两段大牛市时期，现金股利偏好情绪指数与中证红利/万得全 A 的相关系数达 63.97%。也就是说，现金股利偏好情绪的上升与下降的变化对中证红利指数/万得全 A 的相对强弱的变化具有一定的指示作用。

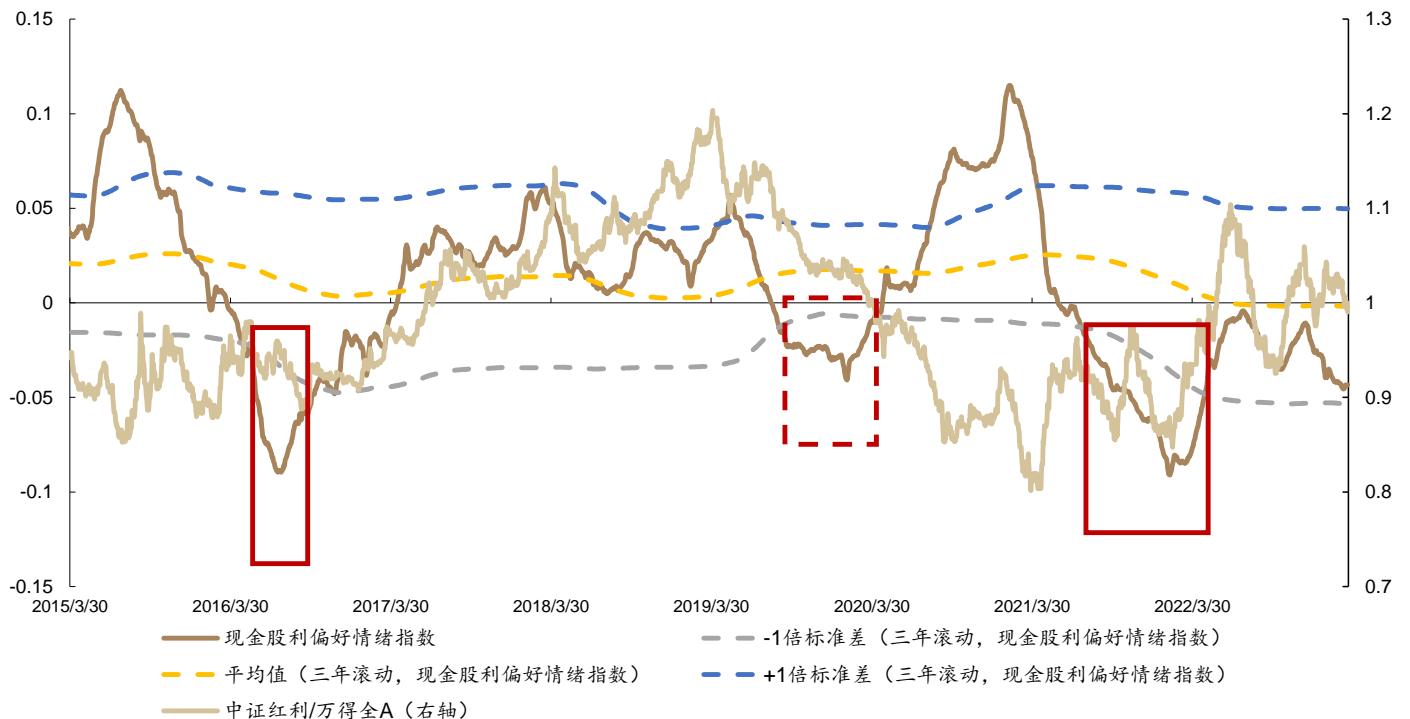
图 2：除大牛市外，现金股利偏好情绪指数与中证红利指数/万得全 A 的相对强弱在大部分情况下存在明显的正相关关系



资料来源：Wind，德邦研究所

2、非大牛市时期，在现金股利偏好情绪指数落于近三年负一倍标准差以下时配置中证红利指数，中长期往往存在超额收益。2015 年 3 月至今，现金股利偏好情绪指数共有 3 次落于近三年负一倍标准差之下，其中有 2 次为非大牛市时期，可以发现，在非大牛市期，当现金股利偏好情绪指数落入极端区间后，往往是中证红利指数的绝佳配置位置。

图 3：非大牛市时期，在现金股利偏好情绪指数落于负一倍标准差以下时配置红利指数，往往存在超额收益



资料来源：Wind，百度指数，德邦研究所（注：平均值均为 3 年移动平均，±1 倍标准差为三年移动标准差）

具体来看：

1) 2016年7月现金股利情绪偏好指数落入极端区间并触底，随后该情绪指数逐步上行至近三年+1倍标准差附近，历时月19个月，其中，中证红利指数跑赢万得全A的月数有13个，中证红利指数相对万得全A累计超额收益达23.9%；

2) 2022年2月现金股利情绪偏好指数落入极端区间并触底，随后的4个月该情绪指数逐步上行至近三年均值附近，这4个月中，中证红利指数跑赢万得全A的月数有3个，前三个月中证红利指数相对万得全A累计超额收益达13.2%，此后情绪指数在近三年-1倍标准差与均值之间震荡。2022年2月至2023年3月初，中证红利指数相对万得全A累计超额收益仍有2.63%。

图4：2016年7月现金股利偏好情绪指数触底后各指数表现

触底后第N月	中证红利涨跌幅 (%)	全A涨跌幅 (%)	中证红利相对万得全A超额收益 (%)
第1月	5.63	1.36	4.27
第2月	-2.39	-1.97	-0.41
第3月	2.76	2.73	0.02
第4月	2.71	3.02	-0.31
第5月	-2.32	-4.30	1.98
第6月	0.89	-3.24	4.13
第7月	2.97	3.64	-0.67
第8月	1.68	2.62	-0.94
第9月	1.84	-3.05	4.89
第10月	-2.38	-4.20	1.81
第11月	2.77	1.69	1.08
第12月	2.90	0.62	2.28
第13月	1.66	4.89	-3.23
第14月	2.77	4.36	-1.59
第15月	0.90	0.84	0.06
第16月	1.55	-0.32	1.87
第17月	-3.54	-4.81	1.27
第18月	5.79	2.83	2.96
第19月	-5.04	-9.48	4.44

资料来源：Wind，德邦研究所

图5：2016年7月现金股利偏好情绪指数触底后至今各指数表现

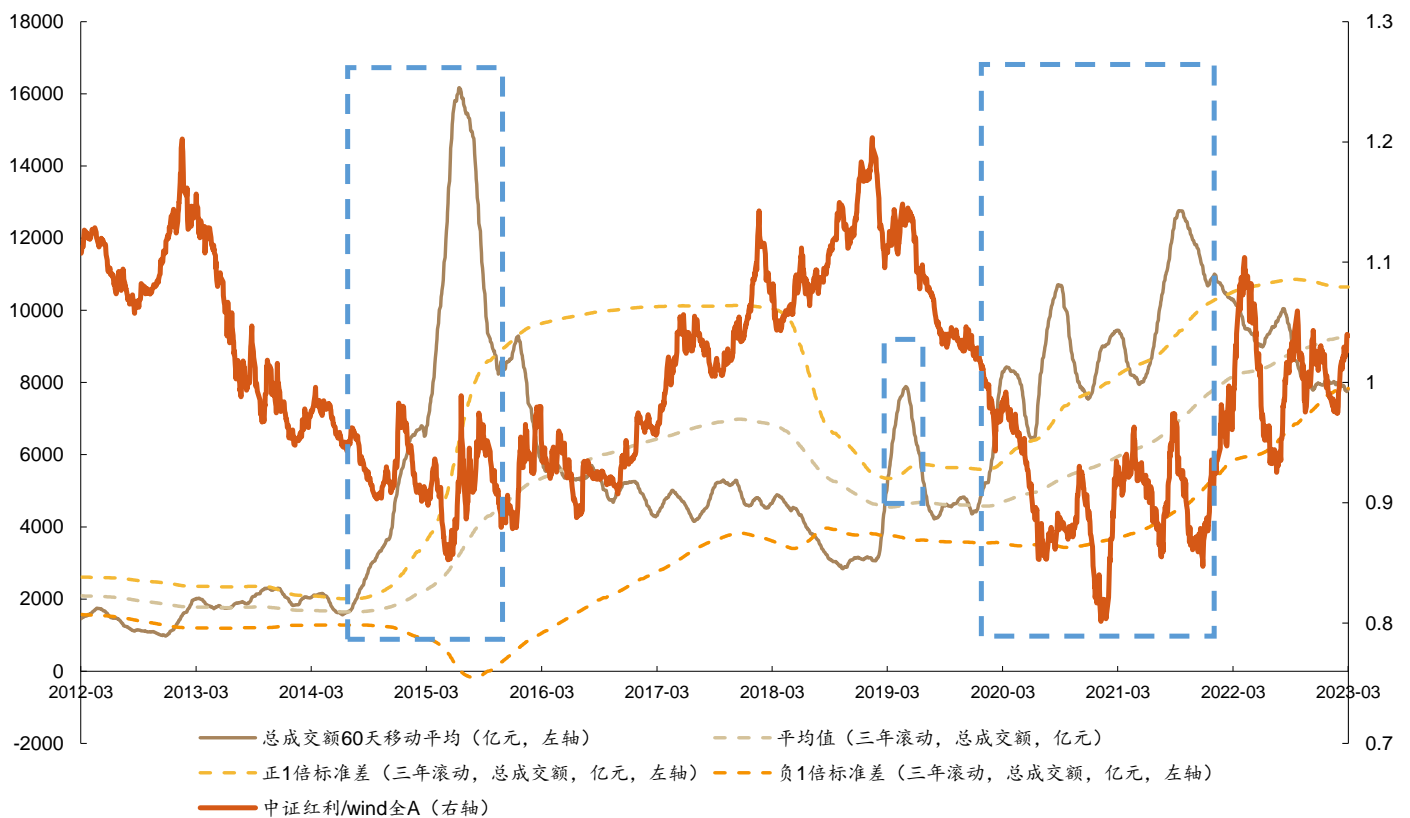
触底后N月	中证红利涨跌幅 (%)	全A涨跌幅 (%)	中证红利相对万得全A超额收益 (%)
第1月	1.60	-3.93	5.53
第2月	1.35	-4.66	6.01
第3月	-9.65	-11.32	1.66
第4月	3.07	10.30	-7.23
第5月	-0.07	7.74	-7.81
第6月	-6.87	-3.44	-3.44
第7月	5.83	-1.28	7.11
第8月	-3.38	-7.20	3.82
第9月	-4.43	1.42	-5.85
第10月	8.50	4.34	4.16
第11月	-2.98	-2.88	-0.10
第12月	3.85	8.72	-4.87
第13月	4.48	0.86	3.62

资料来源：Wind，德邦研究所

3、现金股利偏好情绪指数在大牛市的指示作用失效，可能是由于强增量市场中资金大量涌入，投资者数量的增加使得“价值”、“成长”的关注度都大幅上行，现金股利的相关搜索量也大幅提升，但由于市场对“成长”的关注度同样大幅提升、甚至提升的幅度更大，使得“价值”的相对吸引力实质性下降，现金股利偏好情绪指数失效。

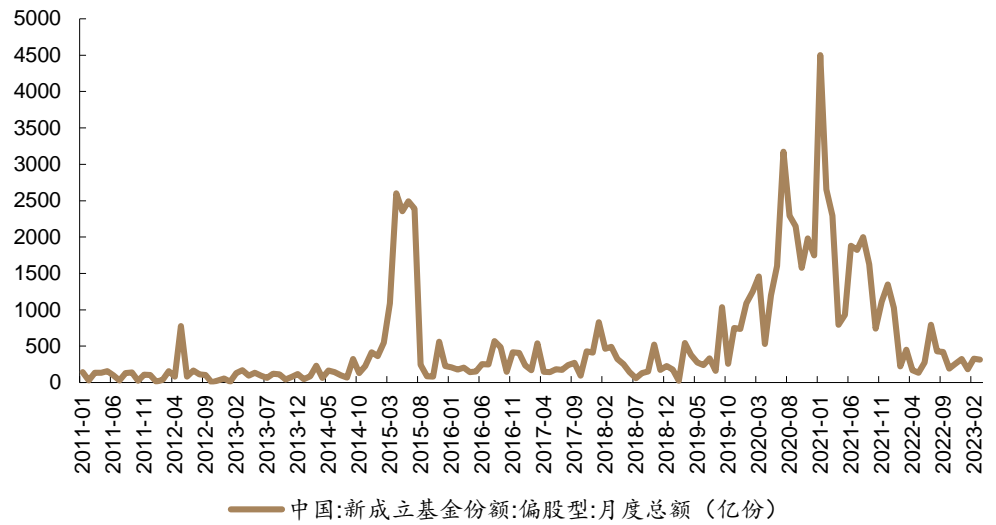
4、为了识别可能会存在偏离的情况，我们进一步使用成交额和新发基金规模的显著异常来辅助判断市场是否为强增量市场。1) 两市总成交额。两市总成交额高于近三年+1倍标准差的时期主要有三段：2014年下半年至2015年10月，2019年4月至7月，2020年3月至2022年2月，其中，2014H2-2015M10、2020M3-2022M2均对应大牛市时期，也是现金股利偏好情绪指数失效时期。2) 新发基金规模。新成立偏股型基金份额增长明显的区间为2014年底至2015年上半年、2020年初至2021年，均为大牛市，同样对应现金股利偏好情绪指数失效时期。整体上，我们可以用两市成交额及新发基金规模的显著异常来判断市场是否为强增量市场。

图 6：2012 年至今，两市总成交额高于近三年+1 倍标准差的时期主要有三段



资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：新成立偏股型基金份额增长明显区间为 2014 年底至 2015 年上半年、2020 年初至 2021 年年初



资料来源：Wind，德邦研究所

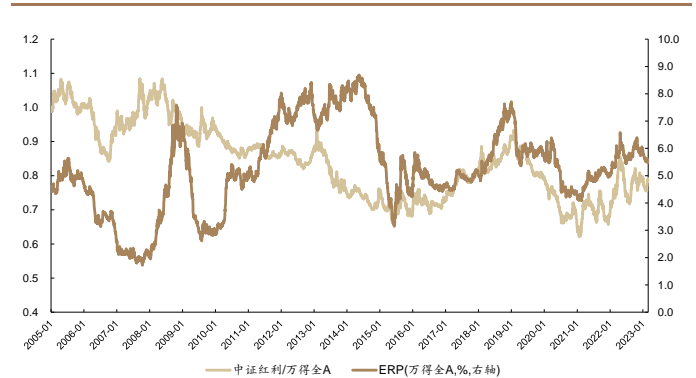
此外，还有一些指标也与中证红利/Wind 全 A 的强弱也具有一定的相关性，同样可作为辅助验证指标。1) 10 年期美债利率。中证红利相对收益与美国 10 年期名义利率及实际利率的走势呈现较强的正相关性，即美债利率上行期，高股息策略的相对表现较好，这与一般认为的利率与高股息策略存在负相关关系的认知存在一定的不同，我们认为美债利率上行期往往对应着全球经济回暖，而中证红利指数中周期、金融行业占比较高，经济回暖阶段周期及金融行业均受益。2) ERP。中证红利相对收益与万得全 A 的 ERP 在部分阶段体现出一定的正相关性（例如：2015 年后至今），即在市场风险偏好较低、股权风险溢价较高时，高股息策略的相对表现更好。

图 8：中证红利指数的相对收益与美国 10 年期名义利率呈较强的正相关关系



资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：中证红利指数的相对收益在 2015 年后与 ERP 呈现较强的正相关关系



资料来源：Wind，德邦研究所

以情绪指数为锚，其他指标辅助验证，或可实现高股息策略的底部配置。综上，我们得出一条高股息策略的择时规律，即：当现金股利情绪指数异常低迷（落

于负1倍标准差之下),且两市总成交额没有出现显著异常(未高于正1倍标准差)时,可能是高股息策略的绝佳配置窗口。

2. 高股息组合的优化：如何走出高股息“陷阱”？

高股息“陷阱”是指虽然企业发放高股息，但股票价格在除息后一直呈现贴权息状态（即股价低于除息价）。判断公司是否存在高股息“陷阱”的核心是在于判断历史上较高的股息率是否可持续，这既与公司支付股息的能力有关、也与公司支付现金股利的意愿有关。

股利支付意愿方面，我们选取两个指标：

1) **近五年累计股息率**。假定在其他条件不变的情况下，一家公司的股利支付意愿大概率具备稳定性和延续性，我们可以用过去的股利支付情况近似代理一家公司的股利支付意愿。在时间长度上，正如巴菲特在其 1983 年致股东的信中提到：“我们从未把单一年度的数字表现看得太认真，……，反而我们建议至少以五年为一周期来评断企业整体的表现”，因此，在这里我们同样以五年为维度，选取公司过去五年的累计股息率。

2) **最近一年的股息率**。最近一年的股息率最接近公司当前的经营状态以及所面临的宏观环境，具备一定的指引意义。

股利支付能力方面，我们选取 **Piotroski F-Score**：

公司未来的股利支付能力与公司未来的盈利能力、偿债能力、营运能力均相关，但由于分析师的盈利预测并非覆盖所有公司，且盈利预测中大多不包含对公司杠杆水平及运营效率的衡量，故我们在此直接使用将该三个维度均考虑在内的较为成熟财务选股指标的 Piotroski F-Score 作为代理指标。

具体来说，Piotroski F-Score 是 Joseph D. Piotroski (2000) 在发表于 Journal of Accounting Research 上的文章《Value Investing: The use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers》中提出的，Piotroski 选取 9 个财务指标信号构建了 F-Score 模型，其实证结果表明高 F-Score 的股票组合调整后的平均年化收益率显著高于同期低 F-Score 的股票组合，F-Score 模型能够有效区分出未来表现较好公司与表现较差公司，即：基于历史的财务数据能够有效识别企业价值。

F-Score 包括 3 个维度的 9 个财务指标：

盈利能力方面：1) 资产收益率：扣非归母净利润 TTM/平均总资产；2) 资产收益率的边际变化：本期资产收益率-上期资产收益率；3) 经营活动产生的现金流量净额/总资产：经营活动产生的现金流量净额 TTM/平均总资产；4) 经营活动产生的现金流量净额/总资产与资产收益率的差值：经营活动产生的现金流量净额 TTM/平均总资产-扣非归母净利润 TTM/平均总资产。

偿债能力方面：1) 长期负债率边际变化：当期长期负债率-上期长期负债率；2) 短期负债率边际变化：当期流动比率-上期流动比率；3) 总股本边际变化：当

期总股本-上期总股本（即是否增发）。

营运能力方面：1) 毛利率边际变化：当期毛利率 TTM-上期毛利率 TTM；2) 总资产周转率边际变化：当期总资产周转率 TTM-上期总资产周转率 TTM。

图 10：F-Score 构建方式

维度	指标	具体算法	评分规则
盈利能力	资产收益率	扣非归母净利润 TTM/平均总资产	指标 > 0，则评分为 1；否则评分为 0
	资产收益率的边际变化	本期资产收益率-上期资产收益率	指标 > 0，则评分为 1；否则评分为 0
	经营活动产生的现金流量净额/总资产	经营活动产生的现金流量净额 TTM/平均总资产	指标 > 0，则评分为 1；否则评分为 0
	经营活动产生的现金流量净额/总资产与资产收益率的差值	经营活动产生的现金流量净额 TTM/平均总资产-扣非归母净利润 TTM/平均总资产	指标 > 0，则评分为 1；否则评分为 0
偿债能力	长期负债率边际变化	当期长期负债率-上期长期负债率	指标 < 0，则评分为 1；否则评分为 0
	短期负债率边际变化	当期流动比率-上期流动比率	指标 > 0，则评分为 1；否则评分为 0
	总股本边际变化	当期总股本-上期总股本（即是否增发）	本期增发，则评分为 0；否则评分为 1
营运能力	毛利率边际变化	当期毛利率 TTM-上期毛利率 TTM	指标 > 0，则评分为 1；否则评分为 0
	总资产周转率边际变化	当期总资产周转率 TTM-上期总资产周转率 TTM	指标 > 0，则评分为 1；否则评分为 0

资料来源：Joseph D. Piotroski (2000)，德邦研究所

此外，我们同样需关注公司当前的估值性价比，我们选取 **EV/EBIT**：

不同公司之间的 PE 可能相同，但是达到相同 PE 的路径可能不同，PE 无法剥离杠杆的作用，对偏好投资稳定分红的“类债券”公司的投资者来说，EV/EBIT 可以比较不同债务与税率公司之间的估值性价比，可以将高负债的公司甄别出来。

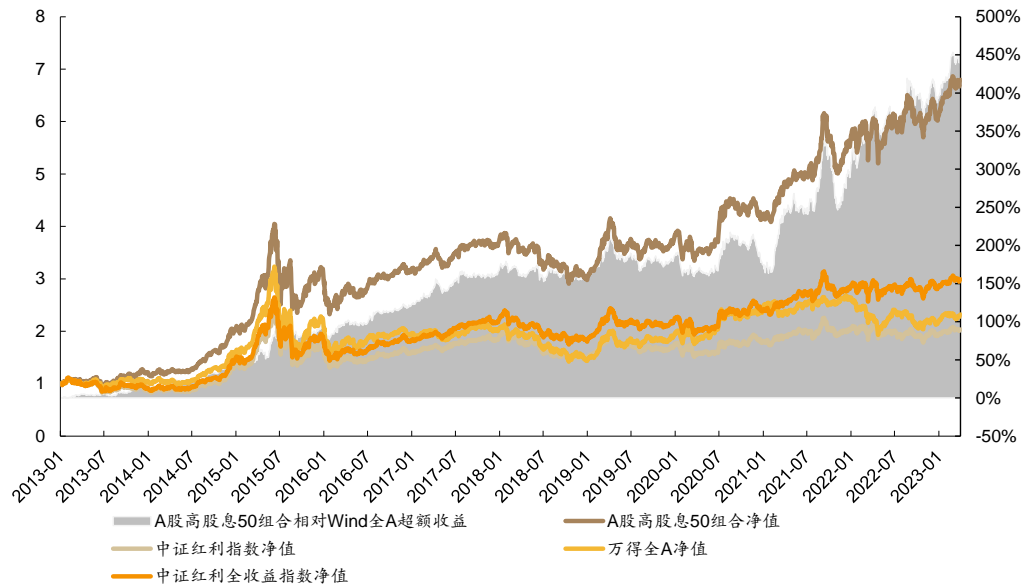
基于上述指标，我们按照以下方式构建“A 股高股息 50”组合：

- 1) 估值性价比维度：选取 EV/EBIT 最低的前 600 家公司；
- 2) 股利支付意愿维度-1：在 1) 中选取近五年累计股息率最高的前 50%；
- 3) 股利支付意愿维度-2：在 2) 中选取近一年股息率最高的前 50%；
- 4) 股利支付能力维度：在 3) 中选取 F-Score 最高的前 1/3 公司。

以月度为频率进行调仓，等权配置。

我们对 A 股高股息 50 组合的表现进行回测，从 2013 年 1 月 1 日至 2023 年 4 月 3 日，组合收益率达 579.85%，年化收益率 21.23%，最大回撤 42.59%，夏普率 0.736，A 股高股息 50 组合相对中证红利指数、Wind 全 A 的超额年化收益率分别为 13.84%、12.42%。

图 11：2013 年至今 A 股高股息 50 组合年化收益率达 21.22%



资料来源：聚宽，Wind，德邦研究所
(注：标准化 2013 年 1 月 1 日净值=1，数据区间为 2013 年 1 月 1 日-2023 年 4 月 3 日)

图 12：A 股高股息 50 组合年化收益率显著高于其他指数

指数	A股高股息50组合	中证红利指数	Wind全A指数	中证红利全收益指数
回溯区间	2013/1/1-2023/4/3			
年化收益率	21.23%	7.39%	8.81%	11.63%
年化波动率	23.49%	22.29%	24.67%	22.25%
最大回撤	42.59%	46.51%	55.99%	45.66%
夏普率	0.736	0.154	0.197	0.345

资料来源：聚宽，Wind，德邦研究所

3. 当中特估遇上高股息：中特估+优化后的高股息=安全边际+强贝塔

3.1. 为什么要重视央国企业的价值重估？

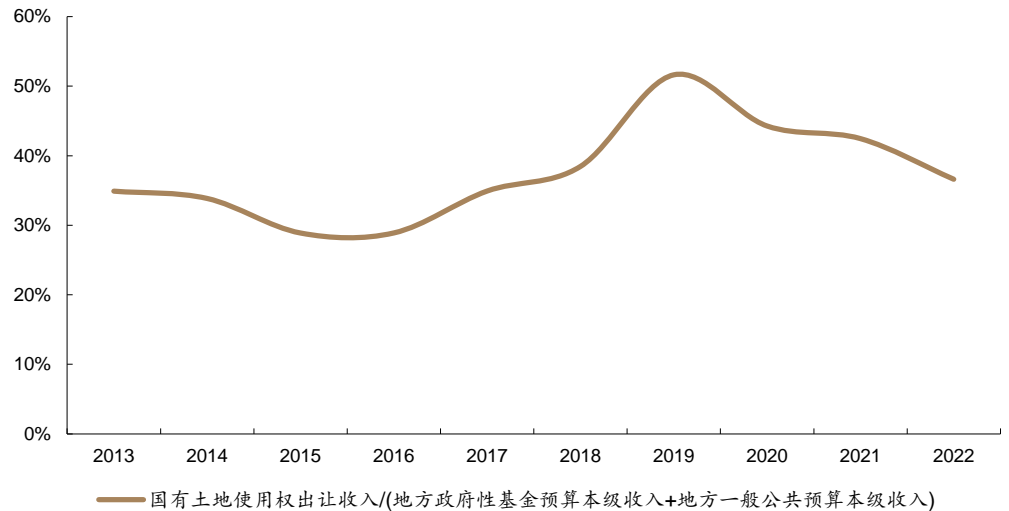
2022年11月，证监会主席易会满在2022金融街论坛年会首次提出“探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥”、同时提到“目前国有上市公司和上市国有金融企业市值占比将近一半，体现了国有企业作为国民经济重要支柱的地位”；2023年2月2日，中国证监会召开2023年系统工作会议，其中提到要“推动提升估值定价科学性有效性，深刻把握我国的产业发展特征、体制机制特色、上市公司可持续发展能力等因素，推动各相关方加强研究和成果运用，逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系，更好发挥资本市场的资源配置功能”。

我们认为，中国特色估值体系的提出，或有助于促进以央国企为代表的上市公司价值重估。以下从必要性及可行性两方面来阐述央国企价值重估的内在意义及实现路径。

3.1.1. 必要性：土地财政亟待转型，央国企对财政体系的重要性大幅提升

政府层面，土地财政的不可持续使得央国企的重要性大幅提升。过去一段时间，政府财政收入对国有土地使用权出让收入的依赖度较高，从数据上来看，过去十年，国有土地使用权出让收入在地方政府性基金及地方一般公共预算本级收入中的占比基本在30%以上，自2019年达到52%高点后，近年来呈现出下降趋势，但2022年仍超过35%，地方政府对土地财政仍有较强的依赖度。然而，土地财政的过快增长同时也导致了一系列的负面效应，例如房价过快上涨、地方债务潜在风险提升、拉大社会贫富差距等，并且，土地财政属于有限资源，随着可利用土地面积总量逐步减少，地方政府的财政收入可能失去保障，此外，随着人口红利的消退以及“房住不炒”的政策定调，房地产行业在需求端及供给端均表现出下行趋势，进一步削弱土地财政的可持续性。因此，虽然土地财政在城镇化发展初期的特定阶段起到了关键的历史作用，但随着社会的发展，土地资源的核心地位将逐步被其他要素取代，土地财政必然会逐步退出，政府需要从其他方向寻找财政收入增量，从而对土地财政下滑带来的收入缺口进行补充。

图 13：2022 年国有土地使用权出让收入占地方政府收入比重仍超 35%



资料来源：财政部，德邦研究所

此背景下，提升国有资本回报率具有重要意义。目前，我国财政收支包括三块：全国一般公共预算收支、政府性基金预算收支、全国国有资本经营预算收支。其中，一般公共预算收入由税收和非税收入构成，非税收入则包括行政事业性收费收入、政府性基金收入、罚没收入、国有资源（资产）有偿使用收入、国有资本收益等十二项。而在全中国国有资本经营预算收支中，国有资本经营预算收入包括：（1）国有独资企业按规定上交的利润；（2）国有控股、参股企业中国有股应分得的股息、红利和股利；（3）企业国有产（股）权转让净收入；（4）国有独资企业清算净收益，国有控股、参股企业清算净收益中国有股应分享的净收益；（5）其他按规定应上交的国有资本经营收益。

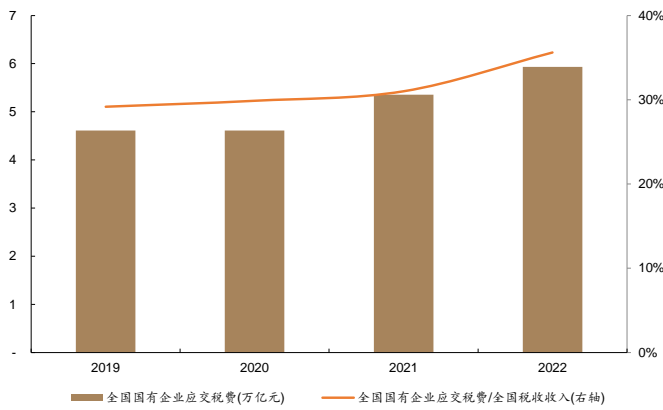
在税收收入上，近几年全国国有企业应交税费占全国税收收入比重均超 30%，是财政收入的重要来源。2022 年全国国有企业应交税费达 5.9 万亿元，略低于 6.7 万亿元的国有土地使用权出让收入。

在国有资本经营预算收入上，近年来我国中央及地方国有资本经营预算收入保持增长，但与土地财政收入相比仍存在量级差异。2022 年，全国国有资本经营预算收入为 5689 亿元，同比增长 10%。其中，中央国有资本经营预算收入为 2343 亿元，同比增长 17%；地方国有资本经营预算收入为 3346 亿元，同比增长 5%。

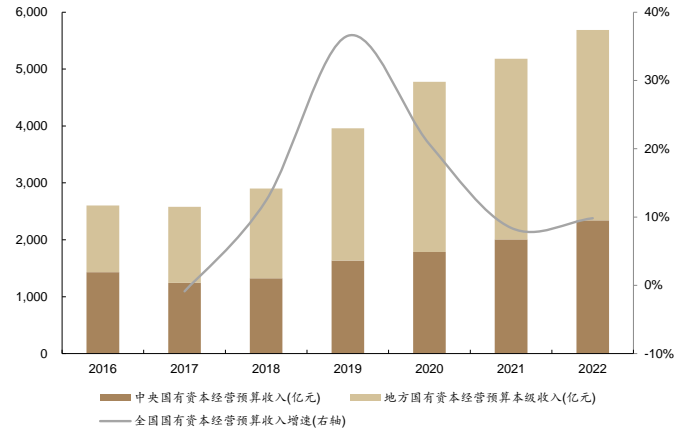
在此背景下，实现央国企的提质增效、提升国有资本回报率尤为重要。一方面，国有企业通过扩大经营利润，可以提供更多税收收入；另一方面，随着国有企业盈利能力的提升、分红率的提升以及股权价值的提升，国有资本经营预算收入有望提升。

图 14：全国国有企业应交税费及其占税收收入比重

图 15：中央及地方国有资本经营预算收入情况



资料来源：财政部，德邦研究所



资料来源：财政部，德邦研究所

3.1.2. 可行性：内外兼修——提高内在效率、重塑外在估值

央企价值重估可以通过内外两条路径实现。一方面，通过提升国有企业经营效率及盈利水平，实现每股盈利的增长；另一方面，基于中国特色估值体系框架、通过增进上市公司市场认同、加强投资者交流等方式，实现估值重塑。

从内部看，国有企业业务较多布局于传统行业，存在成长动能较弱的问题，并且由于体量较大，业务布局较多，存在资源分配较为分散，业务不够聚焦等问题，对盈利能力的提升产生了一定的约束。另外，国有企业在社会责任方面承担更多责任，也会对其资源产生一定分散。从经营效率的角度来看，国有企业层级较多，组织结构较为复杂，决策流程耗时长，对经营效率有一定拖累。激励机制方面，国有企业也存在激励方式较为单一、中长期激励较为欠缺、激励手段创新不足等问题。上述问题都对国有企业的每股盈利增长产生了限制。

新一轮国企改革有望让国企继续提质增效。今年以来，“新一轮国企改革”出现在多次会议及报告中，第4期《求是》杂志发表的《当前经济工作的几个重大问题》提到“提高国企核心竞争力和增强核心功能”，3月，学习贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想 and 党的二十大精神研讨班提到“着力打造现代新国企”。在“新一轮国企改革”的引导下，核心业务方面，国有企业将优化资本布局结构，一方面加大战略性新兴产业重点产业的布局力度，如新一代信息技术、人工智能、集成电路等，另一方面通过市场化的方式推进整合重组，整合优势资产，提高核心业务整体实力。通过核心业务布局调整，国有企业能够将资源聚焦于更有发展动能的行业，有望打开盈利成长空间。此外，推动国有企业数字化转型、公司治理现代化市场化改革、加大市场化选人用人机制推行力度及探索多样灵活高效的激励方式也将助力国有企业提升经营效率。考核机制方面，从“两利四率”到“一利五率”的转变优化了中央企业经营考核指标体系。从净利润到净资产收益率、从营业收入利润率到营业现金比率的转变，体现出从追求总量到追求效率的转变、以及对现金流情况的重视。考核机制的转变将引导企业更加重视投入产出效率，对企业业绩提升及可持续增长形成良好带动。

图 16：近期提及“新一轮国企改革”会议及报告相关内容

时间	会议/报告	具体内容
2023年1月5日	中央企业负责人会议	乘势而上组织开展新一轮国企改革深化提升行动，坚持社会主义市场经济改革方向，以更大力度打造现代新国企，着力完善中国特色国有企业现代公司治理，更好发挥中央企业核心功能。
2023年1月12日	地方国资委负责人会议	着力抓好新一轮国企改革深化提升行动，深化完善中国特色国有企业现代公司治理，落实市场化机制，积极稳妥深化混合所有制改革，持续强化新一轮国企改革的组织领导，不断提高国有企业核心竞争力和增强核心功能。
2023年2月23日	“权威部门话开局”系列主题新闻发布会	坚持党的全面领导、加强企业党的建设，着力推进新一轮国企改革，加强国有资产监管，为国有企业高质量发展、加快建设世界一流企业提供坚强的政治保证和重要体制机制保障。
2023年2月27日	国企改革三年行动经验成果交流会议	要永不停歇扎实做好国企改革重点工作，围绕提高核心竞争力和增强核心功能抓好重点改革任务，切实推进改革有效做法制度化长效化，强化典型经验总结推广应用，抓紧研究谋划新一轮深化国企改革行动。

资料来源：国资委官网，德邦研究所

在中国特色估值框架体系下，通过增进市场认同将有助于国有企业估值的提升。国有企业存在市场互动较为缺乏、投资者关系管理较弱等问题，针对该问题，国资委发布的《提高央企控股上市公司质量工作方案》提到“增进上市公司市场认同和价值实现”，鼓励中央企业将价值实现因素纳入上市公司绩效评价体系。一方面，通过常态化业绩说明会、增强投资者互动等途径提升投资者关系管理主动性，通过与市场的良性互动传递公司价值，增强市场认同感；另一方面，发挥稳定盈利及现金流充足的优势，在合理范围内通过增加分红的方式提升投资者的资本回报率，也有利于对投资者形成吸引力，促进估值水平的提升。

图 17：《提高央企控股上市公司质量工作方案》要点整理

目标	<ul style="list-style-type: none"> 以实际行动推动央企控股上市公司高质量发展走深走实、行稳致远 坚持做优存量与做精增量结合
指导原则	<ul style="list-style-type: none"> 坚持价值创造与价值实现兼顾 坚持依法合规与改革创新并重
工作内容	<ul style="list-style-type: none"> 推动上市平台布局优化和功能发挥：加强顶层设计，建立资本运作规划制定机制；分类推进上市平台建设，形成梯次发展格局；充分发挥上市平台功能，支持主业发展 促进上市公司完善治理和规范运作：完善中国特色现代企业制度，健全国有控股上市公司治理机制；调整优化股权结构，引入积极股东完善治理；持续提高信息披露质量，提升上市公司透明度；贯彻落实新发展理念，探索建立健全ESG体系；坚持依法合规经营，防范化解重大风险 强化上市公司内生增长和创新发展：深化提质增效，提高综合经营管理水平；提升自主创新能力，当好科技创新国家队；健全激励约束机制，加强人才队伍建设 增进上市公司市场认同和价值实现：强化投资者关系管理，建立多层次良性互动机制；推动业绩说明会常态化召开，使高质量业绩说明会成为央企标配；树立科学市场价值观，合力打造价值实现新局面
组织保障	<ul style="list-style-type: none"> 加强组织领导；强化督导考核；形成工作合力

资料来源：国资委官网，德邦研究所

3.2. “中特估”遇上高股息：应用优化后的高股息策略

从上述分析中可知，提高分红率也是提升国有资本经营预算收入的重要路径之一，结合高股息策略探索带来的启发，我们把优化后的高股息策略应用于中字头央企中：

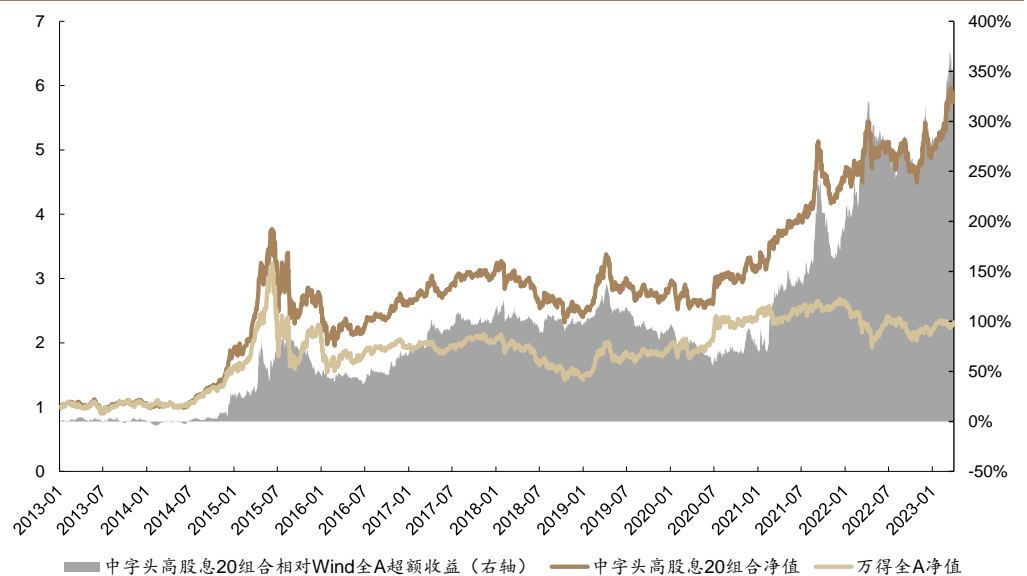
- 1) 估值性价比维度：选取 EV/EBIT 最低的前 50 家公司；
- 2) 股利支付意愿维度-1：在 1) 中选取近五年累计股息率最高的前 40 家公司；
- 3) 股利支付意愿维度-2：在 2) 中选取近一年股息率最高的前 30 家公司；
- 5) 股利支付能力维度：在 3) 中选取 F-Score 最高的前 20 家公司。

以月度为频率进行调仓，等权配置。

我们对中字头高股息 20 组合的表现进行回测，从 2013 年 1 月 1 日至 2023 年 4 月 3 日，组合收益率达 488.59%，年化收益率 19.49%，最大回撤 48.12%，夏普率 0.628，中字头高股息 20 组合相对 Wind 全 A 的超额年化收益率为 10.63%。

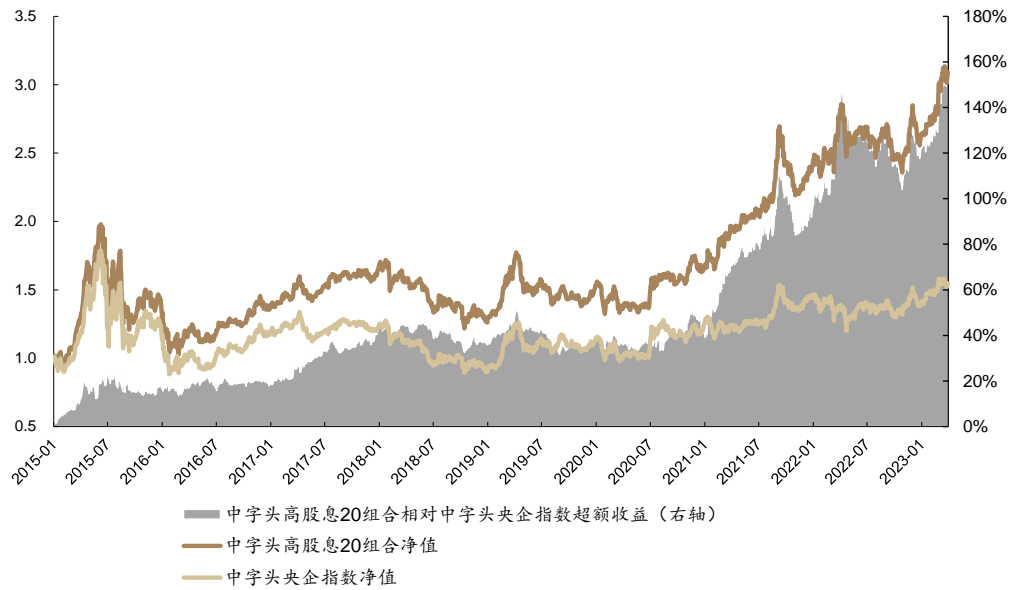
进一步地，我们将中字头高股息 20 组合净值与中字头央企指数(884992.WI)进行对比，由于中字头央企指数从 2015 年 1 月 1 日开始编制，我们回测区间取 2015 年 1 月 1 日至 2023 年 4 月 3 日。该期间内，中字头高股息 20 组合收益率达 209.13%，年化收益率 15.09%，最大回撤 48.12%，夏普率 0.436，中字头高股息 20 组合相对中字头央企指数的超额年化收益率为 9.51%。

图 18：2013 年至今中字头高股息 20 组合年化收益率达 19.49%



资料来源：聚宽，Wind，德邦研究所
(注：标准化 2013 年 1 月 1 日净值=1，数据区间为 2013 年 1 月 1 日-2023 年 4 月 3 日)

图 19：2015 年至今中字头高股息 20 组合相对中字头央企指数的超额年化收益率为 9.51%



资料来源：聚宽，Wind，德邦研究所
(注：标准化 2015 年 1 月 1 日净值=1，数据区间为 2015 年 1 月 1 日-2023 年 4 月 3 日)

图 20：中字头高股息 20 组合与其他指数回溯表现对比

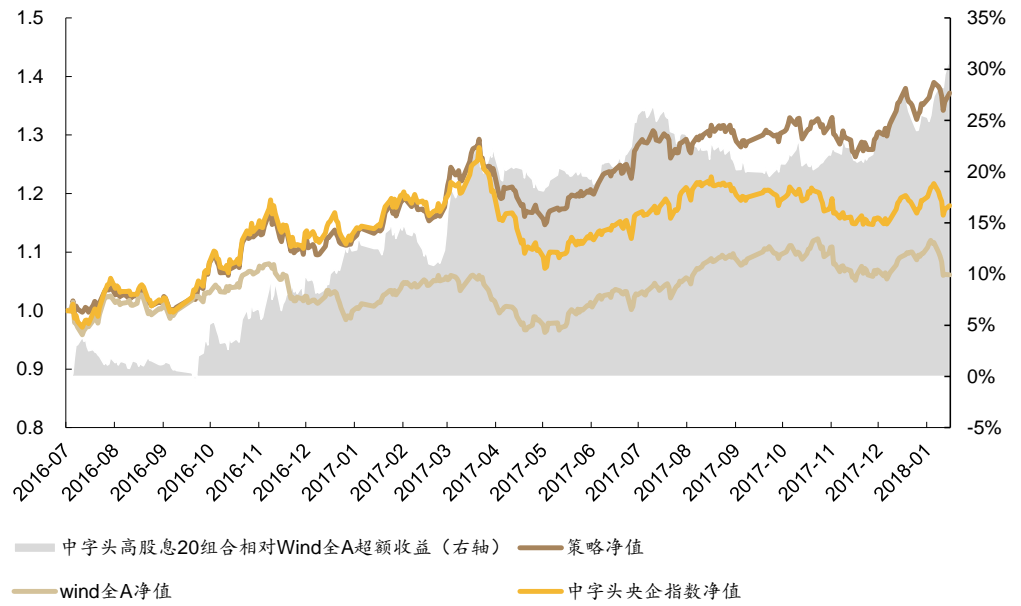
指数	中字头高股息20组合	Wind全A指数	中字头高股息20组合	中字头央企指数
回溯区间	2013/1/1-2023/4/3		2015/1/1-2023/4/3	
年化收益率	19.49%	8.81%	15.09%	5.58%
年化波动率	24.73%	24.67%	25.56%	26.34%
最大回撤	48.12%	55.99%	48.12%	50.65%
夏普率	0.628	0.197	0.436	0.062

资料来源：聚宽，Wind，德邦研究所

进一步地，若我们将高股息策略的择时框架纳入考量，即分别在 2016 年 7 月 23 日、2022 年 2 月 6 日开始配置中字头高股息 20 组合：

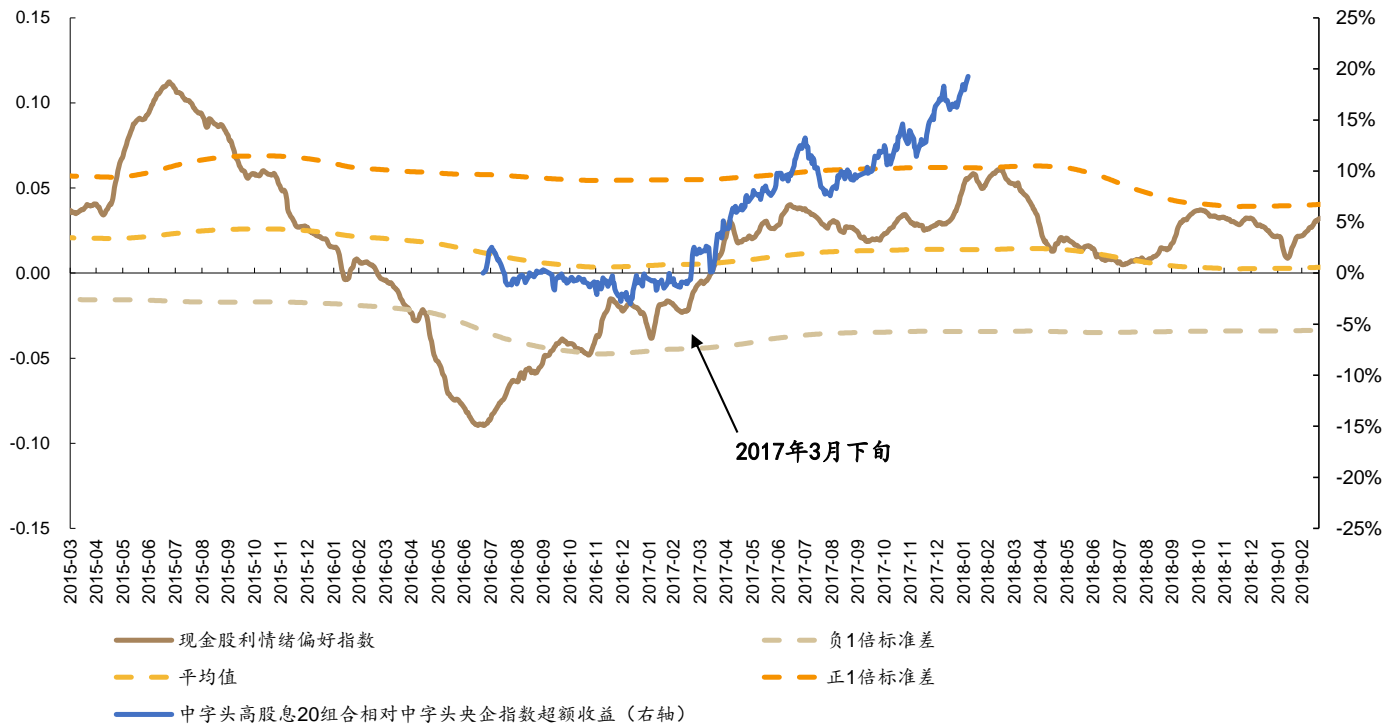
1) 2016/7/23-2018/2/5：期间现金股利情绪偏好指数从近三年负一倍标准差之下的最低点回升至近三年正一倍标准差附近，中字头高股息 20 组合相对 Wind 全 A 指数的超额收益达 31.08%，对应超额年化收益率为 19.26%，且超额收益基本呈增长趋势；期间中字头高股息 20 组合相对中字头央企指数的超额收益率达 19.26%，两者的净值走势在 2017 年 3 月下旬前基本保持一致，但 2017 年 3 月下旬开始两者净值逐步拉开差距，2017 年 3 月下旬则恰好对应现金股利情绪偏好指数突破负一倍标准差、且震荡企稳后继续向上的启动点附近。

图 21：2016/7/23-2018/2/5，中字头高股息 20 组合相对 Wind 全 A 指数的超额收益达 31.08%



资料来源：聚宽，Wind，德邦研究所
(注：标准化 2016 年 7 月 23 日净值=1，数据区间为 2016/7/23-2018/2/5)

图 22：中字头高股息 20 组合与中字头央企指数净值开始拉开差距的时间，恰好对应现金股利情绪偏好指数突破负一倍标准差、且震荡企稳后继续向上的启动点附近

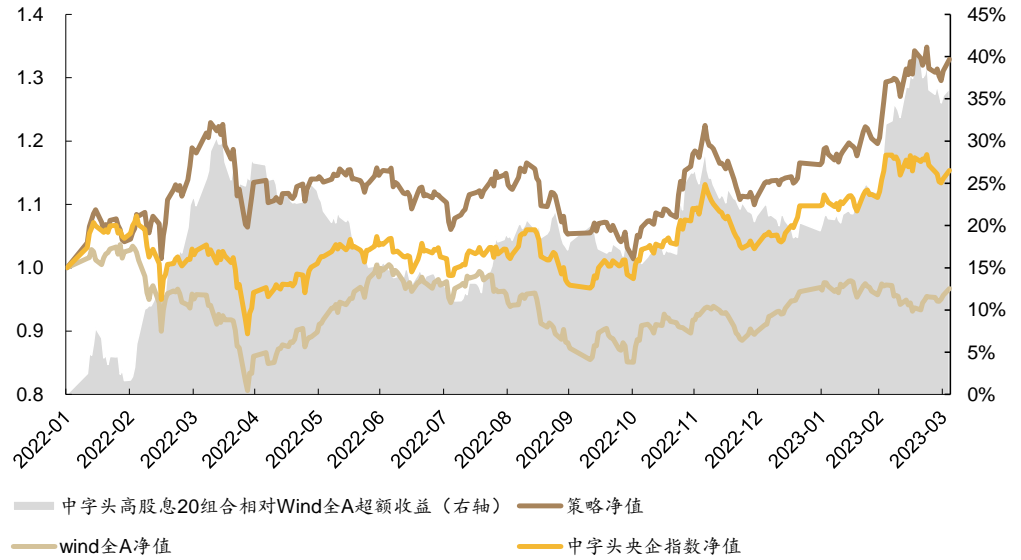


资料来源：百度指数，聚宽，Wind，德邦研究所
(注：中字头高股息 20 组合与中字头央企指数超额收益统计区间为 2016/7/23-2018/2/5)

2) 2022/2/6-2023/4/3：期间现金股利情绪偏好指数从近三年负一倍标准差之

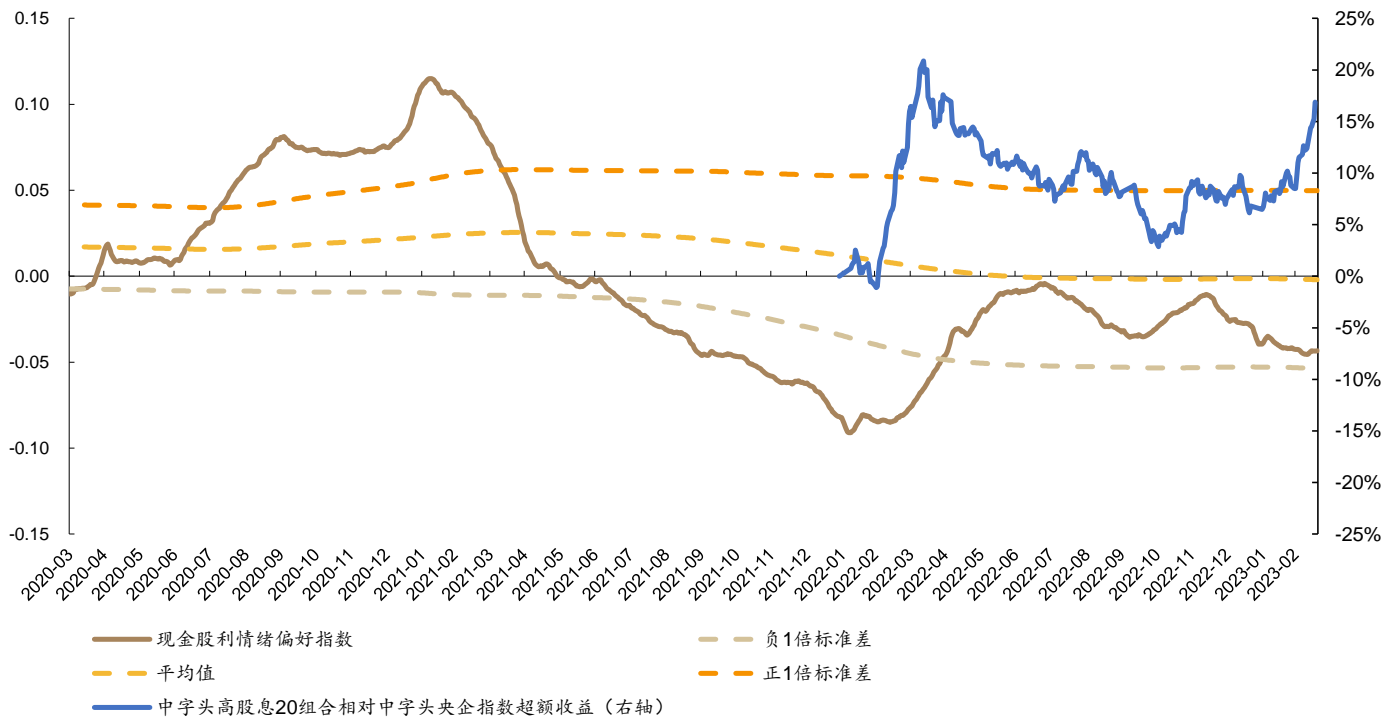
下的最低点回升，并在负一倍标准差与均值之间震荡，期间中字头高股息 20 组合相对 Wind 全 A 指数的超额收益达 36.20%，中字头高股息 20 组合相对中字头央企指数的超额收益率达 17.58%，两者的净值差距在快速扩大后收敛，去年 11 月开始继续扩大。

图 23：2022/2/6-2023/4/3，中字头高股息 20 组合相对 Wind 全 A 指数的超额收益达 36.2%



资料来源：聚宽，Wind，德邦研究所
(注：标准化 2022 年 2 月 6 日净值=1，数据区间为 2022/2/6-2023/4/3)

图 24：中字头高股息 20 组合与中字头央企指数净值差距在快速扩大后收敛，去年 11 月开始继续扩大



资料来源：百度指数，聚宽，Wind，德邦研究所
(注：中字头高股息 20 组合与中字头央企指数超额收益统计区间为 2022/2/6-2023/4/3)

我们发现，加入择时后的中字头高股息 20 组合夏普率相对不择时阶段显著

提升。此外，不论是相对 Wind 全 A 指数还是中字头央企指数，中字头高股息 20 组合均存在显著超额收益，且超额年化收益较不择时阶段提升。高股息策略的择时框架仍然有效。

图 25：2016/7/23-2018/2/5，中字头高股息 20 组合年化收益率达 23.26%

指数	中字头高股息20组合	Wind全A指数	中字头央企指数
回测区间	2016/7/23-2018/2/5		
年化收益率	23.26%	4.00%	11.53%
年化波动率	14.48%	12.24%	14.61%
最大回撤	11.30%	10.88%	16.14%
夏普率	1.334	0.005	0.519

资料来源：聚宽，Wind，德邦研究所

图 26：2022/2/6-2023/4/3，中字头高股息 20 组合年化收益率达 28.47%

指数	中字头高股息20组合	Wind全A指数	中字头央企指数
回测区间	2022/2/6-2023/4/3		
年化收益率	28.47%	-2.90%	13.39%
年化波动率	21.72%	19.27%	19.56%
最大回撤	17.49%	22.26%	17.22%
夏普率	1.129	-0.355	0.483

资料来源：聚宽，Wind，德邦研究所

3.2.1. 最新一期的中字头高股息 20 组合

我们梳理了截至 2023 年 4 月 3 日的中字头高股息 20 组合。

图 27：2023 年 4 月中字头高股息 20 组合

代码	公司	所属行业	近一年股息率 (%)	PE (TTM)	ROE(TTM, %)	归母净利润增速 2023E (%)	PE 2023E
600489.SH	中金黄金	有色金属	2.20	24.4	8.09	38.55	16.4
600050.SH	中国联通	通信	1.82	24.2	4.81	25.26	19.3
601898.SH	中煤能源	煤炭	3.77	5.8	14.92	24.85	4.7
600970.SH	中材国际	建筑装饰	1.75	13.6	15.90	22.38	11.1
000928.SZ	中钢国际	建筑装饰	3.40	15.4	8.85	20.85	12.7
601800.SH	中国交建	建筑装饰	1.91	9.0	7.05	14.16	7.9
601186.SH	中国铁建	建筑装饰	2.68	4.7	9.53	12.55	4.2
601668.SH	中国建筑	建筑装饰	4.27	4.3	16.30	11.75	3.9
601985.SH	中国核电	公用事业	2.34	12.6	11.56	10.76	11.0
601858.SH	中国科传	传媒	1.30	32.8	10.52	10.24	29.4
000719.SZ	中原传媒	传媒	2.99	11.1	10.54	7.52	10.4
601088.SH	中国神华	煤炭	9.11	8.0	18.07	4.52	7.6
600028.SH	中国石化	石油石化	8.49	10.1	8.50	4.06	9.7
600328.SH	中盐化工	基础化工	2.70	8.2	24.57	3.71	7.7
000930.SZ	中粮科技	农林牧渔	2.88	13.7	10.00	2.80	13.5
601766.SH	中国中车	机械设备	2.83	15.7	7.68	-10.92	17.6
601857.SH	中国石油	石油石化	4.98	7.4	11.34	-13.24	8.5
601866.SH	中远海发	交通运输	9.16	8.5	12.74	-	-
600020.SH	中原高速	交通运输	3.10	19.3	2.89	-	-
601949.SH	中国出版	传媒	2.05	17.5	8.66	-	-

资料来源：Wind，德邦研究所

注 1：数据均截至 2023 年 4 月 3 日，各类预测数据均为 Wind 一致预测；

注 2：对于已披露 2022 年年报的公司，ROE(TTM)截至 2022Q4，否则截至 2022Q3。

4. 风险提示

历史数据预测未来能力有限；海外通胀超预期；流动性收紧超预期。

信息披露

分析师与研究助理简介

吴开达，德邦证券研究所副所长、总量大组长、首席策略分析师（兼中小盘、新股研究），复旦大学、上海财经大学金融专硕导师。曾任国泰君安策略联席首席，拥有超过 10 年资本市场投资及研究经历，同时具备一级市场、二级市场买方投资及二级市场卖方研究经验。践行“自由无用、策略知行”，主要研究市场微观结构。吴开达策略知行团队成员大多具有买方工作经验，细分为：大势研判、行业比较、公司研究、微观流动性、新股研究五个领域，落地组合策略+增强策略，较传统卖方策略更具买方思维、更重知行。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。