红利选股指南：寻找三大赛道里的红利冠军 20260904

红利资产投资框架：从供给约束到 ROE 稳定

摘要

- 红利资产逻辑由增量转向存量，核心通过供给收缩与提高分红率来稳定 ROE，煤炭、家电等行业已显现此特征。
- 红利回报由股息与资本利得构成，OCF 账户（如险资）偏好股息，非 OCF 账户更关注风格偏好带来的估值溢价。
- 不可跨行业横向比股息率，应以标杆（如长江电力、中国神华）为基准，根据业绩波动率与现金流稳定性评估风险溢价。
- 公用事业类红利标杆为长江电力，核心指标为资本开支系统性降低、高现金流占比及分红比例持续提升。
- 周期类转红利关键在于“周期弱化”，需供给端严格受约束以确保盈利低波动，中国神华为该类资产的资源属性代表。
- 消费类红利资产筛选中成长性权重最高，需需求端支撑（如出口对冲）以防止利润增速下滑导致的估值下杀。
- 选股策略侧重：公用事业看股息率与现金流，周期类看供给约束下的盈利波动，消费类看业绩增速韧性。

Q&A

在当前市场环境下，红利策略的核心适用条件是什么？以煤炭行业为例，其从周期股转变为红利股的本质逻辑是什么？

红利策略当前的核心适用条件主要有三点：国内环境方面，低利率与资产荒叠加，同时央国企面临价值重估；海外环境方面，美债收益率高企压制了风险资产的久期，使得红利资产相对占优；全球地缘政治风险的上升也为红利资产提供了风险补偿。 以煤炭行业为例，其从周期股向红利股转变的本质逻辑在于，当行业增速降档后，企业为稳定净资产收益率，提高分红成为必然选择。具体来看，煤炭龙头企业通过供给侧收缩，使煤价能稳定在高位，并通过长协机制确保了价格的确定性，从而平滑了 ROE 的波动。在此基础上，企业通过提高股息支付率来补偿股东，最终实现了 ROE 的稳定。这一模式的核心在于两点：一是供给端的收缩，

二是分红率的提升。家电行业也表现出类似的特征。随着A股市场中十几个行业逐步进入成熟期，从增量经济迈向存量经济，这种通过提高分红来稳定ROE的模式具有普遍的参考意义。

投资红利资产的回报来源是什么？不同类型的投资者对此有何不同的侧重？

投资红利资产的回报主要由两部分构成：一是股息分红，二是资本利得。资本利得主要通过估值端的溢价来实现，即市场风格偏好带来的股息率下降。对于不同类型的投资者，其侧重点有所不同。例如，保险资金等OCF账户更倾向于获取稳定的股息分红。而TPL账户、绝对收益基金或公募红利产品等非OCF账户，则更关注资本利得部分的回报。这两部分共同构成了红利资产的整体超额回报。

为什么不能简单地以股息率高低来横向比较不同行业的红利资产？应采用何种方法进行评估？

不能简单地以股息率高低来横向比较不同行业的红利资产，因为市场对不同行业要求的股息率中隐含的风险溢价是不同的。股息率可以拆分为无风险收益率和风险溢价两部分。例如，电力龙头的股息率可能为3%多，而油气龙头的股息率可能在5%以上。两者之间的差异主要体现在风险溢价上。行业的业绩波动率、不确定性以及现金流的稳定性决定了风险溢价的高低。公用事业等稳定性高的行业，市场要求的风险溢价补偿较低；而周期类和消费类等稳定性较差的行业，要求的风险溢价则较高。因此，5%股息率的油气资产与3%多股息率的水电资产，其风险溢价可能相差一到两个百分点。 由于地缘政治冲突等因素导致周期品价格波动加剧，以及消费品类增长韧性受出口等因素影响存在不确定性，直接对这三类资产进行横向比较非常困难。因此，应采用退而求其次的方法：在各类资产内部，首先识别出各自的标杆企业，然后将该类别内的其他标的与此标杆进行对标分析，以此作为行业或个股比较的基础。

如何根据业绩波动率和分红水平对不同类型的红利资产进行分类？各类资产的核心特征是什么？

根据业绩波动率和分红水平，可将红利资产划分为四个象限，其中三个象限是关注的焦点：

1. 高分红、高波动的资源类资产。
2. 高分红、低波动的公用事业类资产。
3. 低分红、低波动的银行类资产。

第四象限是低分红、高波动的资产，其股息率通常是因行业景气度快速下滑、估值被动下杀而抬升，不属于真正的红利资产。 这三类核心红利资产的特征如下：

1. 公用事业类：具有牌照、垄断等护城河优势，现金流稳定，主要通过收费模式运营。

2. 周期类：核心在于从周期属性向资源属性转变，即供给端受到约束，从而具备成为红利资产的潜力。
3. 消费类：行业步入成熟期，终端需求并未衰退，仍具备一定的增长潜力。

在公用事业类红利资产中，筛选优质标的的标准是什么？以长江电力为例，其具备哪些典型特征？

在公用事业类红利资产中，筛选的核心标准是稳定的现金流和高分红。这类资产通常具备牌照、资源或垄断优势。理想情况下若能提价则更优，但这并非必要条件。 以长江电力作为该领域的标杆，其最典型的特征是在资本开支系统性降低后，通过不断提升分红比例来维持并提升其 ROE 水平。具体表现为：尽管资本开支收缩后业绩增速并未显著提升，但由于分红比例的上升，其 ROE 中枢并未大幅下降。财务数据上，长江电力展现出高股息率、高现金流占比、低业绩波动率和相对收缩的资本开支。这种“停止扩张、转为分红”的模式是公用事业红利资产的理想范本。与长江电力相比，其他公用事业标的（如三大运营商、公路、铁路、港口）若在资本开支、分红率或现金流稳定性等方面较弱，则其股息率必须更高，以弥补这些方面的不足。

周期类资产转变为红利资产的关键是什么？以中国神华为例，其作为周期类红利冠军的核心优势体现在哪些方面？

周期类资产转变为红利资产的关键在于“周期弱化”，即其盈利波动性显著降低。核心要求是现金流趋于稳定，而这根本上依赖于供给端受到严格约束。如果供给约束被打破，其作为红利资产的估值溢价就会被压缩。因此，并非所有高股息的周期股都能成为红利股，只有那些供给受限、行业格局出清的龙头企业，如部分银行、煤炭、油气公司，才能实现这种转变。 以中国神华作为周期类红利资产的代表，其核心优势与长江电力类似，即资本开支系统性降低，同时 ROE 中枢和分红率中枢得到提升。具体财务指标上，中国神华的 ROE 波动率和现金流波动率相对较低，资本开支占折旧摊销的比例也处于较低水平，而 ROE 中枢、业绩中枢和股息率则相对较高。这些特征使其成为资源类红利股的冠军。其他周期类标的若想具备吸引力，必须在部分财务指标上优于中国神华，或者用更高的股息率来弥补其在盈利稳定性等方面的不足。

消费类红利资产面临的主要挑战是什么？筛选此类资产时，应将哪个维度放在更重要的位置？

消费类红利资产过去两年整体表现不及公用事业和周期类红利，主要挑战在于其利润增速和 ROE 中枢仍处于下行通道，导致持续面临估值压力。要成为合格的消费类红利资产，其需求端必须有支撑，例如外需能够对冲内需下滑，或者行业内部已经完成了出清。如果增速持续下滑，仅靠股息率是无法弥补估值下杀带来的

损失的。 因此，在筛选消费类红利资产时，成长性是需要被置于更重要位置的考量维度。市场对此类资产的业绩要求更为苛刻，如果成长性不达预期，其红利属性将难以维持。

针对公用事业、周期和消费这三类不同的红利资产，选股策略的侧重点应有何不同？

针对这三类红利资产，选股策略的侧重点各不相同：

1. 公用事业类：核心关注点是股息率的吸引力以及现金流的稳定性。对其他维度的要求相对不高。
2. 周期类：最基础也是最核心的要求是盈利的低波动性，这取决于供给端是否持续受到约束。一旦供给约束的逻辑被破坏，其红利属性便难以为继。
3. 消费类：关键在于成长性，即业绩增速不能下滑过快。如果增速大幅下滑，其股息率将无法弥补估值下调带来的负面影响。

人在草木间