

策略专题

BSD 公式：红利为基，深挖成长机遇

核心观点

股息率大体上衡量了投资的安全垫，而仅仅关注当期股息率的投资方式会遭受未来分红行为和股息率不确定性的双重影响。市场中真正具有超额收益的公司是那些能够支付安全且持续增长股息的公司，现金流和未来利润可持续性提供高股息策略稳健性的保障。BSD 公式旨在从当期的股息水平、股息安全性和股息增长性三个维度筛选出这些公司。

在美股市场采用 BSD 公式选股回测，能够跑赢标普 500 和罗素 2000 等宽基指数。高级 BSD 公式中股利安全性维度占比 40%，股利增长指标占比 45%，技术指标占比 10%。这种筛选方法兼顾股利的收益性、安全性和增长潜力，实践中是一种更可靠的筛选方法。采用高级 BSD 公式进行回测，从 1999 年 5 月 28 日开始，美股市场样本中表现最好的一组的收益率为 1580.7%，超过阈值的所有股票的收益率为 1573.2%，同期罗素 2000 的收益率和标普 500 的收益率分别为 411.1%以及 370.0%。

A 股市场股息率和股利支付率仍有提升空间，在政策呵护下股息红利有望进一步释放。A 股市场中，拥有过高股息的公司的股息率持续性有待验证，适度的股息支付率能够在公司成长和股东回报中取得平衡。在基础 BSD 公式中，我们关注股息支付率这一核心指标，并用 ESG 评分进行负向剔除。回测结果显示，采用 BSD 基本方法选出的股票自 22Q1 以来累计收益持续超越沪深 300 指数。相较于万得红利指数，BSD 策略的优异表现主要体现在 24Q2 至 24Q3 市场下行期间的抗跌性，以及在 2024 年“9.24”市场大幅反弹中的强劲修复能力。在高级 BSD 公式中，我们构建包含股息收益性、股息安全性以及股息增长三个维度的 BSD 公式，以期发现能实现有质量成长的红利型股票。

BSD 框架为传统高股息策略提供了进可攻、退可守的思路。A 股市场实战经验显示，高级 BSD 公式实战效果不及基础 BSD 公式。说明近 3 年在 A 股市场中，股息支付率是一个最有效的变量，其余指标或多或少表现为“噪声”。基础 BSD 公式的跑赢得益于其锚定红利基本盘，在市场震荡磨低阶段具有红利避险属性，相对大盘更抗跌；在市场风格转向，股市快速上攻期间能够抓住成长风格的高弹性。

风险提示：历史复盘对于未来指导有限；美联储货币方向和贸易前景的不确定性；文中涉及的产品、指数和个股仅作为历史复盘，不作为投资推荐的依据。

策略研究 · 策略专题

证券分析师：王开

021-60933132

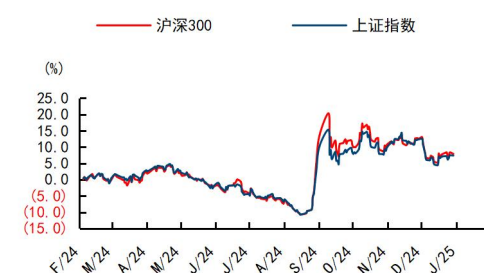
wangkai8@guosen.com.cn

S0980521030001

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	6292.67/-3.46
创业板/月涨跌幅(%)	2063.82/-6.40
AH 股价差指数	142.39
A 股总/流通市值(万亿元)	20.03/18.12

市场走势



资料来源：万得、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《资金跟踪与市场结构周观察(第五十一期)-节前成交继续攀升》——2025-01-31
- 《指数投资大时代专题-迎接指数基金和被动投资新浪潮》——2025-01-27
- 《ESG 月度观察(2025 年第 1 期)——ESG 基金增量扩容，碳中和主题领涨》——2025-01-27
- 《百年未有之大变局下的机遇和挑战(三)-如何构建应对贸易不确定因素的投资组合》——2025-01-27
- 《主题投资月度观察(2025.01)——“星际之门”催化人工智能》——2025-01-27

内容目录

一、海外案例：美股高股息标的筛选方法	4
1.1 美股高股息的 BSD 基本方法	4
1.2 Quadrix 总得分的回测结果	6
1.3 实战进阶：BSD 高级公式	7
1.4 BSD 公式隐含的价值投资理念	10
二、国内案例：如何 BSD 指标来进行选股	11
2.1 中证 800 高股息描述性统计	11
2.2 A 股高股息的 BSD 基本方法	13
2.3 A 股高股息的 BSD 进阶方法	14
三、A 股市场语境下 BSD 体系再审慎	15
3.1 基础 BSD 公式锚定红利基本盘，同时具有成长风格的弹性	15
3.2 基础 BSD 公式的机理分析	17
参考文献	18
风险提示	19

图表目录

图 1: 股市中不同类型的投资者和关注的相应投资指标	5
图 2: 美股市场实战回测: Quadrix 综合得分的表现	6
图 3: 高级 BSD 公式指标维度	7
图 4: 标普 1500 指数相关标的股息率密度图	8
图 5: 标普 1500 指数相关标的股息支付率密度图	8
图 6: BSD 排名和 Quadrix 分数的散点图	8
图 7: 股息率和股息支付率散点图	8
图 8: BSD 排名和股息率的散点图	9
图 9: BSD 排名和股息支付率散点图	9
图 10: 美股 BSD 指标体系的回测 (1999 至今)	9
图 11: 最优买入组合、达到阈值的买入组合的上行空间预测	9
图 12: 最优买入组合和达到阈值的买入组合累计收益	10
图 13: 最优买入组合和达到阈值的买入组合的净值曲线	10
图 14: 价值投资的范式示意图	11
图 15: 中证 800 股息支付率分布	11
图 16: 中证 800 股息率分布	11
图 17: 中证 800 股息率与 PE 关系	12
图 18: 中证股息率与 PB 关系	12
图 19: 22Q1 至 23Q2 中远海控股股价与股息率 (TTM)	12
图 20: 22Q1 至 23Q2 紫金矿业股价与股息率 (TTM)	12
图 21: 紫金矿业 2020 年至今主要收购项目	13
图 22: 与沪深 300 相比策略回测结果	14
图 23: 与万得红利指数相比策略收益	14
图 24: A 股市场语境下的高级 BSD 公式构建	14
图 25: 年度调仓下高级 BSD 公式筛选出的股票与沪深 300 相比策略回测结果	15
图 26: 年度调仓下高级 BSD 公式筛选出的股票与万得红利指数相比策略收益	15
图 27: 近三年红利指数持续跑赢宽基指数沪深 300 指数	16
图 28: 基础 BSD 公式策略与市场风格轮动	16
图 29: 申万一级行业市盈率估值水平分布	17
图 30: 申万一级行业市净率估值水平分布	17
表 1: 价值投资四种阶段的分类和含义阐释	10

一、海外案例：美股高股息标的筛选方法

1.1 美股高股息的 BSD 基本方法

BSD 公式，全称为 Big Strong Dividend（稳健高股息），是一种专注于筛选具有安全且可持续高股息的股票的方法。根据查尔斯·B·卡尔森《股息不说谎》，该公式的目标是识别那些股息增长稳健、风险可控的优质股票，在美股市场中，过高的股息率往往可能隐含潜在风险，如公司财务压力或不可持续的派息政策。通过 BSD 公式，我们希望筛选出那些股息增长适度、财务健康的企业，帮助投资者在追求收益的同时有效规避风险。

股息率大体上衡量了投资的安全垫，而仅仅关注当期股息率的投资方式会遭受未来分红行为和股息率不确定性的双重影响。从海外市场的案例中可以获得相关经验：2007 年，桑恩柏格房地产投资信托基金的股息收益率一度高达 20%，而佛罗里达电力照明公司的控股公司 FPL 集团的股息率约为 3%，同期标普 500 指数的收益率则不足 2%。在有效市场中，桑恩柏格超过 20% 的股息收益率显然是不可持续的。果然，2009 年，桑恩柏格宣告破产。相比之下，FPL 集团在 2008 年的股息率接近 9%，2009 年也维持在接近 6% 的水平。过高的股息收益率可能隐藏着巨大的风险，而适度的股息率往往更能反映企业的稳健性和长期价值。

1.2 实战演练：BSD 基础公式和 Quadr ix 因子的介绍

投资股票的最终收益来源是该股票在公司存续期内的总价值是多少。总价值的一种衡量标准是公司创造出的自由现金流，根据这一标准建立的三阶段 DCF 模型，股票价值 = $\sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \sum_{t=n+1}^m \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{FCF_{m+1}}{(r-g)} \times \frac{1}{(1+r)^m}$ 。

总价值的另外一种衡量方式是公司的股东最终能够收到多少钱，根据股东收到的红利建立的三阶段 DDM 模型，股票价值 = $\sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \sum_{t=n+1}^m \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{D_{m+1}}{(r-g)} \times \frac{1}{(1+r)^m}$ 。

无论是 DCF 模型还是 DDM 模型，股票的价值都可以从盈利、增长和贴现三个维度进行拆解。基于对这三个维度的不同侧重，股票市场中衍生出了多种投资风格。价值投资者更注重估值的安全边际，强调以合理的价格买入被低估的资产；成长投资者则更关注公司的收入和利润增速，追求高增长潜力带来的超额回报；趋势投资者倾向于从股价的动量中捕捉机会，通过技术分析寻找趋势信号；而股息投资者则更看重股息收益率的高低以及股息的稳定性和可持续性，偏好能够提供稳定现金回报的资产。

图1: 股市中不同类型的投资者和关注的相应投资指标

投资者类型	关注的主要指标
价值投资者	市盈率 (P/E Ratio)
	折现现金流 (DCF)
	市净率 (P/B Ratio)
	股息收益率 (Dividend Yield)
	企业价值/EBITDA (EV/EBITDA)
成长投资者	销售收入增长率 (Revenue Growth Rate)
	利润增长率 (Earnings Growth Rate)
	市盈增长比率 (PEG Ratio)
	研发支出 (R&D Expenditure)
	市场份额增长 (Market Share Growth)
趋势投资者	股价趋势 (Price Trend)
	相对强弱指数 (RSI)
	移动平均线 (Moving Averages)
	成交量 (Trading Volume)
	动量指标 (Momentum Indicators)
股息投资者	股息收益率 (Dividend Yield)
	股息支付率 (Dividend Payout Ratio)
	股息增长历史 (Dividend Growth History)
	自由现金流 (Free Cash Flow)
	财务稳定性 (Financial Stability)

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

股票的股息是公司支付给普通股股东的现金流, 直接来源于公司利润, 因此股息的派发和增长是公司财务健康和盈利能力的有力证明。公司只有拥有实现高利润或具备实现高利润的预期, 才能持续支付并增加股息。例如, 西维斯公司的利润和股息长期增长率保持在 6%-11% 之间, 显示出其稳定的盈利能力。此外, 股息是以现金支付的, 无法通过会计手段掩盖或粉饰, 因此公司增加股息的行为也反映了管理层对未来利润增长的信心。例如, 雅培在 2008 年和 2009 年经济危机期间仍提高了股息, 表明其对自身发展的信心和稳健的利润增长。高股息公司通常规模较大, 现金流稳定且持续增长, 如西维斯公司、FPL 集团和家乐氏公司, 上述标的能够在一段经济周期中维持高股息, 进一步证明了其财务实力和盈利能力。

股息投资者的投资理念为股票的股息来源于公司的每股收益, 在选股时综合考虑股票的总回报潜力, 而非当前的股息回报水平。股息支付率过高可能隐含着公司对于未来的极度悲观预期, 管理层预期公司经营出现问题, 选择将公司的当年利润分配给股东, 以防未来支付给债权人。

采用 Quadrix 总得分来衡量股票的总回报潜力, Quadrix 体系根据以下 6 大类指标的超过 100 个不同变量对 4000 余只股票进行了排名:

- (1) **动量指标:** 包括收益增长、现金流和销售收入。
- (2) **质量指标:** 包括投资回报率、净资产收益率和总资产收益率。
- (3) **价值指标:** 包括每股价格/每股销售收入、市盈率和市净率。
- (4) **财务实力指标:** 包括负债水平。
- (5) **盈利预测指标。**
- (6) **股价表现指标:** 包括相对股价表现。

在每一类指标中, 一些变量的权重更大, 这是以该指标过去的有效性为基础的。为计算总得分, Quadrix 体系对 6 类指标的得分进行加权平均。总得分是按百分

位数排名，所以如果一只股票的 Quadrix 总得分为 90，意味着它的得分高于 Quadrix 体系所评估股票中的 90%。Quadrix 体系的最佳推荐用法是关注得分为 75 分及以上的股票。

股息投资者的目标是找到那些股息高且安全的股票，这些股票要尽量避免股息的下降并且实现优于市场的回报。事实证明下述方法非常有效：

***过滤器 1：**关注股息支付率不超过 60%的公司；

***过滤器 2：**将股票范围缩小至 Quadrix 总得分高于 75 分的股票。

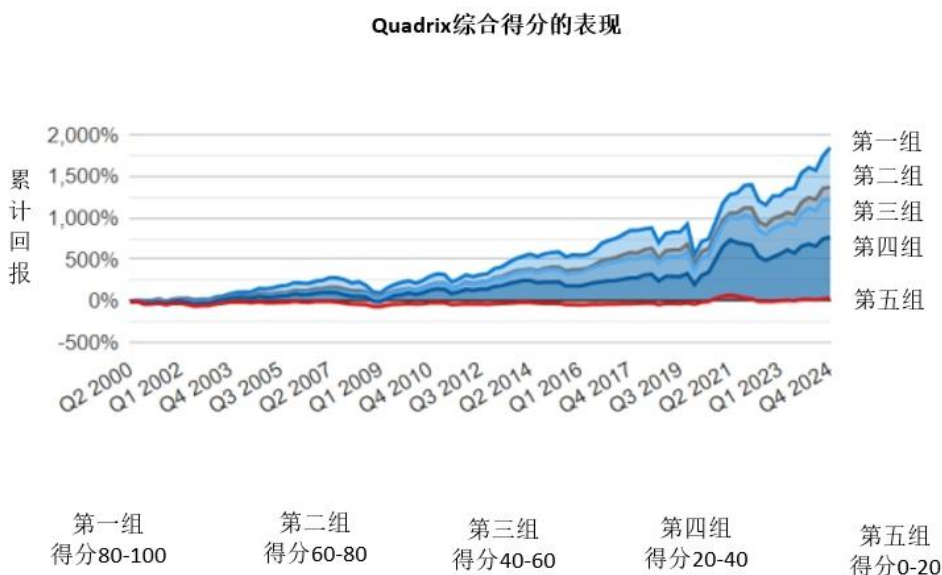
相比于已经将大部分利润用于支付股利的公司，股息支付率不超过 60%的公司，在未来更有潜力提高其股利支付水平，如果能够结合一些其他“增长型”指标，我们对于这些公司未来支付股利的能力将更有信心。

上述筛选方法会剔除掉房地产投资信托基金、业主有限合伙企业、权利金信托等股息支付率超过 90%的股票，实践中长期来看这种类型的股票体现出更多的“类债”属性，收益率无法跑赢宽基指数。

1.2 Quadrix 总得分的回测结果

在不考虑交易成本及费用的情况下，同时纳入股票股利和其他收益的再投资因素，我们采用以下方法计算 Quadrix 得分：首先，基于 90 种变量对超过 3500 只股票进行综合评分，各变量的权重可能每期根据市场情况进行动态调整。根据 Quadrix 综合得分从高到低将股票分为 5 组。每个季度对不同组别中的股票进行动态调整和再平衡，并追踪从 2000 年二季度至 2024 年四季度期间每个五分位组的季度表现，进行历史回测以评估分组表现的有效性。

图2：美股市场实战回测：Quadrix 综合得分的表现



资料来源：Horizon Publishing Company，国信证券经济研究所整理 注：数据基于超过 3500 只股票在 2000 年第二季度至 2024 年第四季度期间的回测表现。

回测发现从 2000Q2 至 2024Q4，得分 80-100 的组别累计收益为 1842.3%，得分 60-80 的组别累计收益为 1367.1%，得分 40-60 的组别累计收益为 1216.9%，得分 20-40

的组别累计收益为 765.6%，得分 0-20 的组别累计收益仅为 32%。Quadrix 总得分与股票的回报大体上成正比。

1.3 实战进阶：BSD 高级公式

高级 BSD 公式使用 10 个因素来评估股息的稳定性和增长性，BSD 得分高的公司通常具有极好的股息增长前景，我们在公式中纳入了对股息增长的重大影响因素，包括现金流增长（5%），股息支付率（30%），利息保障倍数（10%），股息收益率（5%），6 个月相对强度（10%），一年账面价值的显著变动（10%），预期长期利润的增长率（10%），三年现金流增长率（5%），三年股息增长率（10%），三年收益增长率（5%）。其中股息支付率占据主导因素，其含义为公司利润中用于支付股息的部分所占的比例。

图3：高级 BSD 公式指标维度

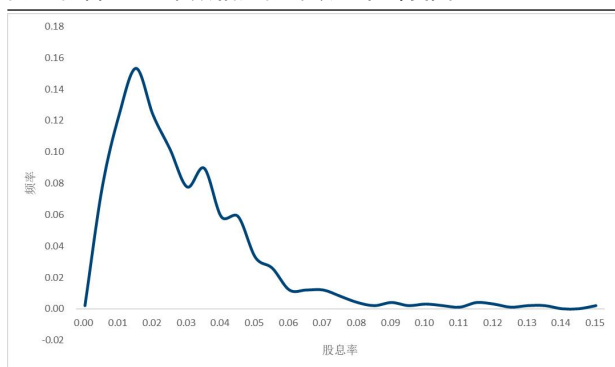
维度	指标	权重	指标方向	分析
股利收益率	股息收益率	5%	正向指标	DDM模型分母端
股利安全性	利息保障倍数	10%	正向指标	确保公司持续经营
股利安全性	股息支付率	30%	负向指标	股息支付率过多会透支未来股利
股利增长潜力	现金流增长	5%	正向指标	短期可供分配现金增长
股利增长潜力	三年现金流增长率	5%	正向指标	中期可供分配现金增长
股利增长潜力	一年账面价值的显著变动	10%	正向指标	短期公司盈利能力增长的代理变量
股利增长潜力	三年收益增长率	5%	正向指标	公司可供分配股息增长的衡量
股利增长潜力	三年股息增长率	10%	正向指标	股息增长的直接衡量
股利增长潜力	预期长期利润的增长率	10%	正向指标	长期股息增长的衡量
技术指标	6个月相对强度	10%	负向指标	衡量市场情绪强弱

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

相比简易版 BSD 公式，高级 BSD 公式考量角度更为全面，股利收益率维度占比 5%，股利安全性维度占比 40%，股利增长维度指标占比 45%，技术指标占比 10%。这种筛选方法兼顾股利的收益性、安全性和增长潜力，实践中是一种更可靠的筛选方法。通过高级 BSD 公式，我们旨在发现那些在未来能够支付安全且持续增长股利的公司。

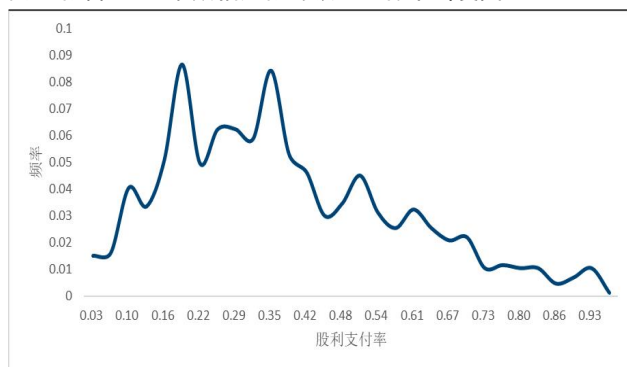
通过对 2025 年 1 月 29 日美国股票超过 3500 支股票进行观察，发现股息率和股息支付率的算数平均数为 2.75%和 36.25%，中位数分别为 2.2%和 32%，股息率和股息支付率均呈现右偏分布，其偏度系数分别为 2.33 和 0.71，均明显大于 0。各个公司的股息股息率比股息支付率更集中，股息率和股息支付率的峰度系数分别为 7.96 和-0.02。这说明市场通过价格机制对各种差异化股息支付率的公司，给与不同定价，最终使股息率的差异远小于股息支付率的差异。

图4: 标普 1500 指数相关标的股息率密度图



资料来源: Horizon Publishing Company, 彭博, 国信证券经济研究所整理

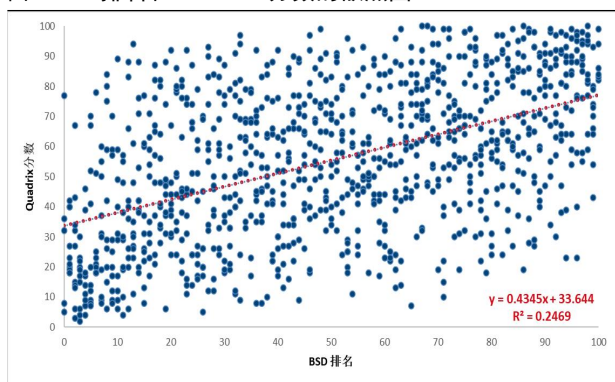
图5: 标普 1500 指数相关标的股息支付率密度图



资料来源: Horizon Publishing Company, 彭博, 国信证券经济研究所整理

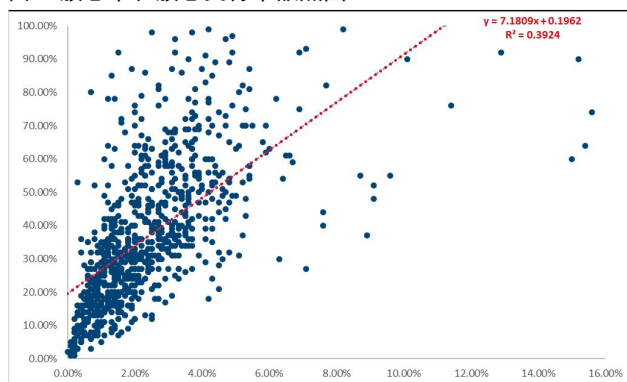
股息支付率呈现双峰分布的特征, 左侧峰值对应的是一大批低股息支付率的成长性公司, 右侧峰值对应的是一些高股息支付率的价值型公司。成长型股票和价值型股票的分化明显。

图6: BSD 排名和 Quardix 分数的散点图



资料来源: Horizon Publishing Company, 彭博, 国信证券经济研究所整理

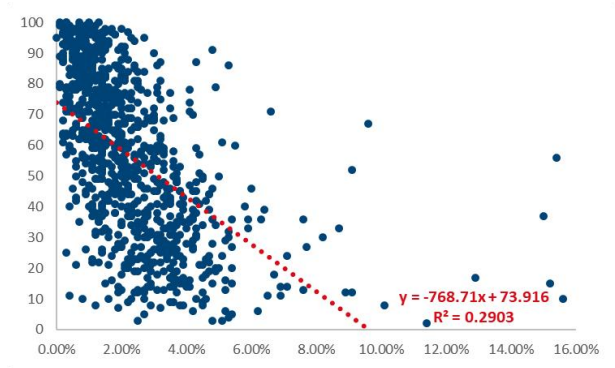
图7: 股息率和股息支付率散点图



资料来源: Horizon Publishing Company, 彭博, 国信证券经济研究所整理

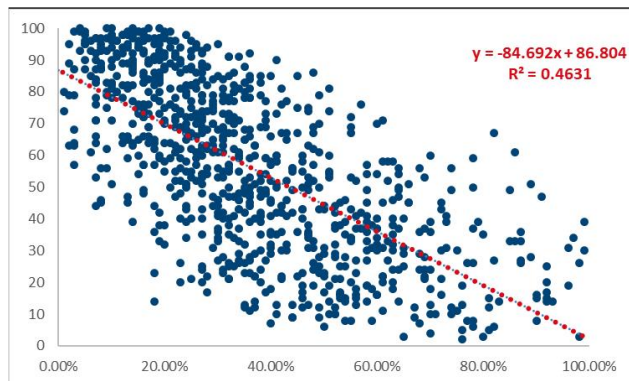
通过绘制 BSD 和 Quardix 分数的散点图可以发现, 两者成正相关关系, 相关系数为 0.25, 说明通过股息支付水平、股息安全性、股息增长性筛选出来的股票也往往是 Quardix 得分高的股票, 这些股票多具有较好的基本面。绘制股息率和股息支付率的散点图发现, 两者相关系数达到 0.39, 说明高股息的公司也往往是一些股息支付率较高的公司。

图8: BSD 排名和股息率的散点图



资料来源: Horizon Publishing Company, 彭博, 国信证券经济研究所整理

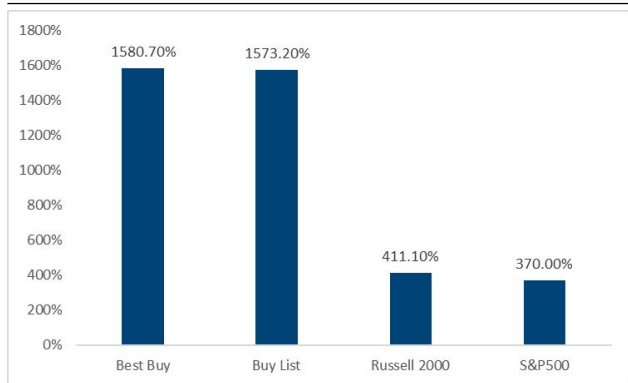
图9: BSD 排名和股息支付率散点图



资料来源: Horizon Publishing Company, 彭博, 国信证券经济研究所整理

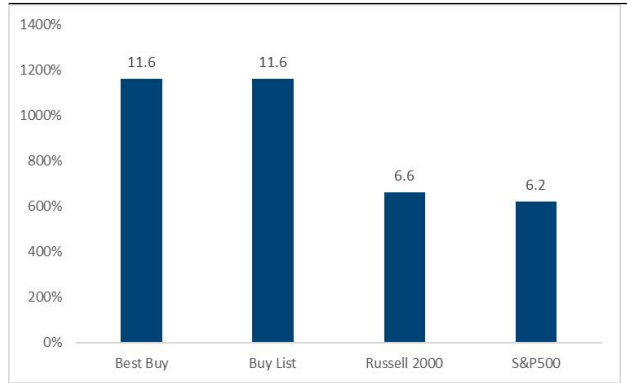
美股经验显示, 股息支付率越高, BSD 排名往往越低, 两者间拟合优度为 0.46。这种现象主要是因为过高的股息支付率通常反映了股票背后公司在透支未来持续分红和经营的能力。BSD 模型将股息支付率设定为负向指标, 因此当股息支付率过高时, 会导致 BSD 评分相应降低。这种评分机制的设计逻辑在于, 过高的股息支付率可能预示着公司正在透支其未来分红能力。Horizon Publishing Company 按照 BSD 指标将美股投资标的分为多组, 在不考虑股息和交易成本, 从 1999 年 5 月 28 日开始, 表现最好的一组的收益率为 1580.7%, 超过阈值的所有股票的收益率为 1573.2%, 同期罗素 2000 的收益率和标普 500 的收益率分别为 411.1%以及 370.0%。

图10: 美股 BSD 指标体系的回测 (1999 至今)



资料来源: Horizon Publishing Company, 彭博, 国信证券经济研究所整理 注: 测算时间区间为 1999. 5. 28-2025. 1. 23 年初。

图11: 最优买入组合、达到阈值的买入组合的上行空间预测



资料来源: Horizon Publishing Company, 彭博, 国信证券经济研究所整理 注: 预测时间点为 2025 年 1 月 23 日。

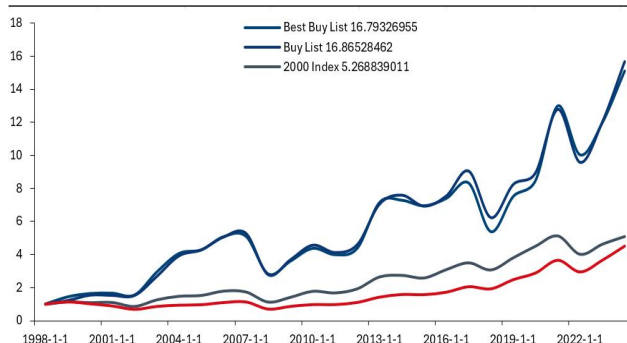
按照 BSD 模型对投资组合进行推演: 假如在 1999 年 5 月 28 日投资 10000 美金, 那么到了 2025 年 1 月 23 日, 最佳买入组合获得盈利 168070 元, 所有达到阈值的买入组合获得盈利 167316 元, 同期如果买入罗素 2000 指数获利 51109 元, 如果买入标普 500 指数获利 46995 元。如果按照 BSD 方法, 对历史中最优买入组合、超过阈值的一揽子股票组合进行回测, 则明显跑赢罗素 2000 指数、标普 500 指数等基准情形。

图12: 最优买入组合和达到阈值的买入组合累计收益



资料来源: Horizon Publishing Company, 彭博, 国信证券经济研究所整理; 注: 测算区间截至 2025 年 1 月 23 日。

图13: 最优买入组合和达到阈值的买入组合的净值曲线



资料来源: Horizon Publishing Company, 彭博, 国信证券经济研究所整理; 注: 测算区间截至 2025 年 1 月 23 日。

1.4 BSD 公式隐含的价值投资理念

高级 BSD 公式旨在发现一些成长型红利股票，实际上是更高阶的价值投资理念。在《价值投资：从格雷厄姆到巴菲特的头号法则》中，清算价值、重置价值、特许经营价值和有效成长是评估公司内在价值的四个关键概念。

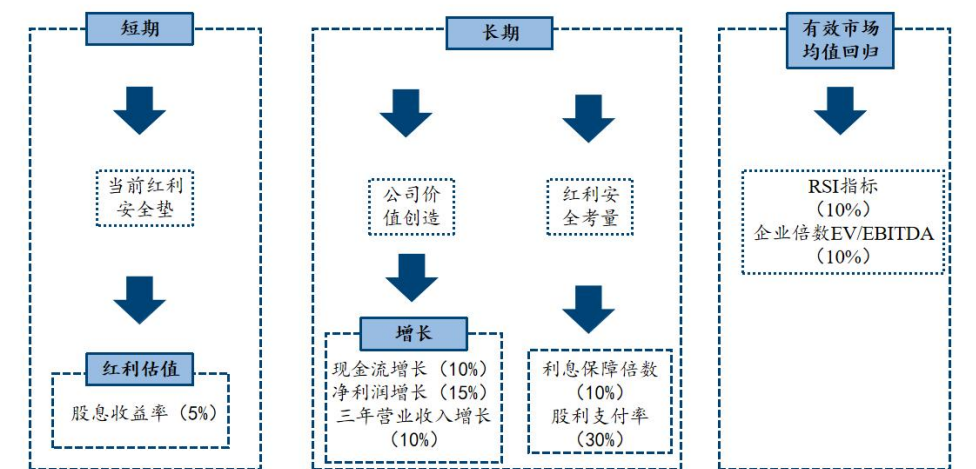
表1: 价值投资四种阶段的分类和含义阐释

内容/阶段	清算价值 (Liquidation Value)	重置价值 (Replacement Value)	特许经营价值 (Franchise Value)	有效成长 (Sustainable Growth)
含义	清算价值是指公司如果立即停止运营并出售所有资产（包括固定资产、库存、应收账款等），在偿还所有债务后，股东能够获得的价值。	重置价值是指重新建立一个与目标公司相同规模和业务的企业所需的成本，包括购买设备、建设工厂、开发品牌等。	特许经营价值是指企业因其独特的竞争优势（如品牌、专利、市场份额、客户忠诚度等）而获得的超额盈利能力。	有效成长是指企业在不依赖过度融资或牺牲盈利能力能力的情况下，通过内生增长（如提高效率、扩大市场份额、创新等）实现的可持续增长。
计算方法	清算价值 = 资产的市场价值 - 负债。	重置价值通常基于资产的当前市场价值，而非账面价值。	特许经营价值通常体现在企业的长期现金流折现中，难以精确量化。	有效成长通常通过收入增长率、利润增长率和资本回报率（ROIC）等指标衡量。
适用场景	通常用于评估陷入困境或破产的企业，判断其资产是否足以覆盖债务并为股东提供剩余价值。	适用于评估重资产行业（如制造业、房地产等）的企业。	适用于拥有强大护城河的企业（如可口可乐、苹果等）。	适用于评估成长型企业，尤其是那些能够将增长转化为股东价值的企业。
投资意义	如果市场价格低于清算价值，可能存在安全边际，投资者可以以低于资产价值的价格买入，符合格雷厄姆提出的“捡烟蒂法则”。	如果市场价格低于重置价值，说明公司可能被低估，因为购买股票比重新建立企业更划算。	特许经营价值高的企业通常能够长期保持高利润率，是价值投资者青睐的对象。	有效成长的企业能够为股东创造长期价值，是价值投资中“成长与价值结合”的重要体现。
特点	保守估值，适合风险厌恶型投资者。	反映公司资产的当前市场价值，适合评估资产价值被低估的公司。	反映公司的长期盈利能力，适合评估具有持续竞争优势的公司。	反映公司的长期增长潜力，适合评估具有高质量盈利和良好管理能力公司。

资料来源: 布鲁斯·C.N. 格林沃尔德（2020）《价值投资：从格雷厄姆到巴菲特的头号法则》[M]，中国人民大学出版社，国信证券经济研究所整理

在 A 股市场中，对价值投资的传统理解更多体现在前两部分，而特许经营和有效成长多被归因为高景气投资逻辑，实则是更高阶的价值投资。高级 BSD 公式借鉴“有效成长的红利”理念，构建了一种更高维度的股票价值筛选方式。将“成长型红利”拆解成短期性价比、长期股息支付水平、市场计入预期三个维度，旨在深挖具有 alpha 的成长型红利股票。

图14: 价值投资的范式示意图



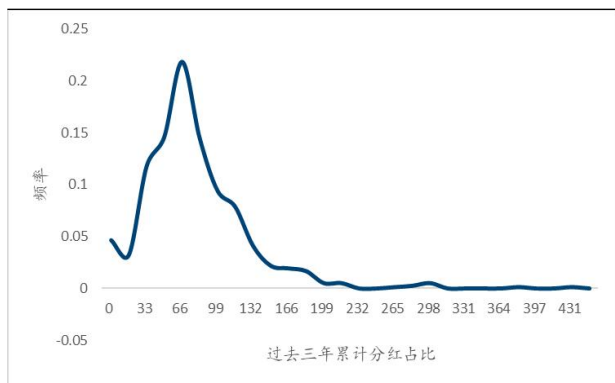
资料来源：布鲁斯·C.N. 格林沃尔德（2020）《价值投资：从格雷厄姆到巴菲特的头号法则》[M]，中国人民大学出版社，国信证券经济研究所整理

二、国内案例：如何 BSD 指标来进行选股

2.1 中证 800 高股息描述性统计

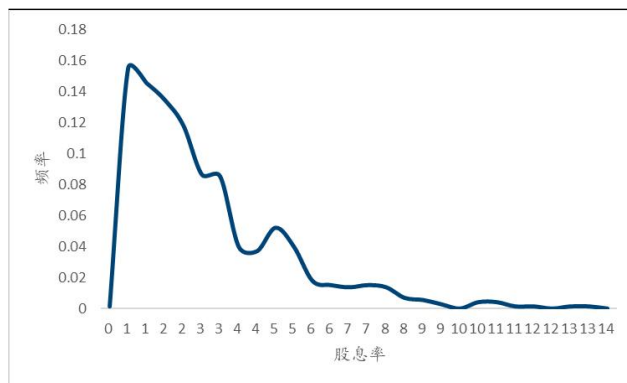
与美国股票市场不同，中证 800 股息支付率没有呈现明显的双峰分布，年化股利支付率的平均数为 23%，低于美国的 36.25%。股息率平均数为 2.46%，低于美股的 2.75%。这说明国内的股票市场相比美股计入了更多的成长预期。

图15: 中证 800 股息支付率分布



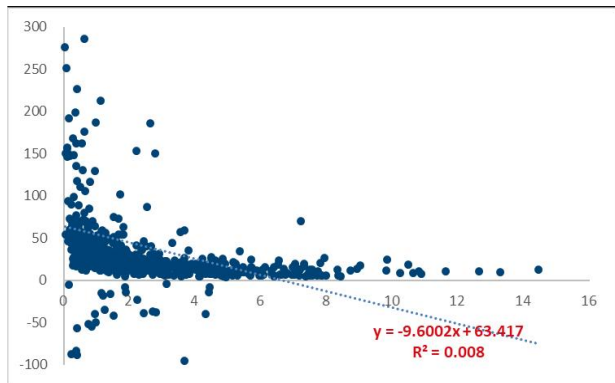
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：测算区间截至 2025 年 1 月 27 日。

图16: 中证 800 股息率分布



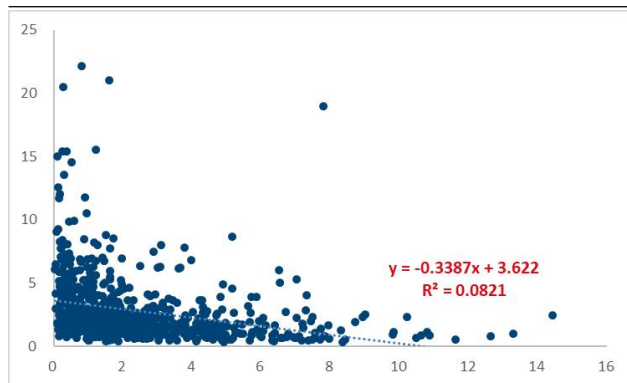
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：测算区间截至 2025 年 1 月 27 日。

图17: 中证 800 股息率与 PE 关系



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：测算区间截至 2025 年 1 月 27 日。

图18: 中证股息率与 PB 关系



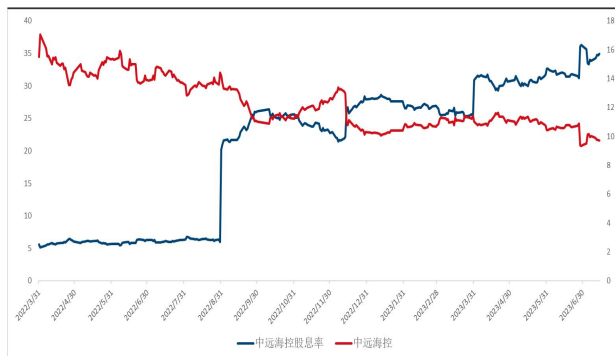
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：测算区间截至 2025 年 1 月 27 日。

中证 800 的股息率与估值呈现负相关关系，这反映了市场普遍交易隐含的信息是**高股息股票的增长潜力有限，因此不愿给予其过高的估值**。不同行业 and 公司的 PE 水平存在显著差异，这实际上隐含了市场对这些行业和公司未来盈利增长的不同预期。通常，高增长的成长型股票会被赋予较高的 PE，而高分红的价值型股票则对应较低的 PE，具备风格扩散特征。PE 的本质是市场对无风险利率、股权风险溢价以及盈利增长预期共同定价的结果。这也是为什么市场一贯采用股债性价比（ERP，即 PE 的倒数减去债券收益率）来衡量市场情绪的原因。

鉴于国内股市的成长与价值风格分化不如美股市场极致，选取标的目标是在中国**市场深度挖掘兼具成长性的红利机会**。通过这一策略，我们不仅能够**在债市低利率期间获取高股息、低波动资产的胜率优势**，还能在市场风格切换时把握成长风格的赔率优势，实现双重收益。

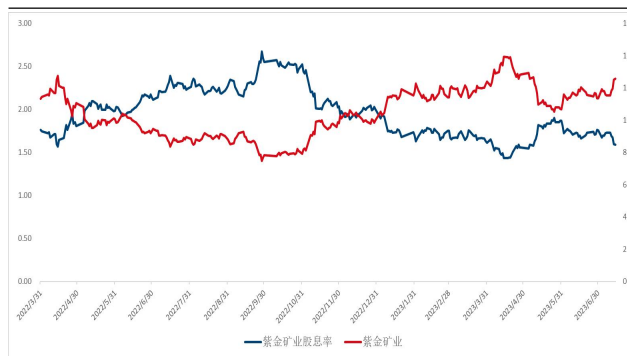
在国内市场，股息率的提升与股价走势通常呈现负相关关系，这也是**高股息策略时长被认定为“熊市策略”**的原因。这一现象可以从两个方面来解释：首先，股息率是每股股息与每股股价的比值，当股价下跌时，即使每股股息保持不变，股息率也会因分母的减小而上升，形成“高股息悖论”，股价上涨会稀释股息率，而股价的下跌会增厚股息率。其次，市场往往会提前反映公司的预期盈利情况，将这些预期交易环节纳入股价中。因此，当股息分配方案正式实施后，公司价值会因除权除息而相应下降，从而影响股价表现。

图19: 22Q1 至 23Q2 中远海控股股价与股息率（TTM）



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：文中个股仅作为历史梳理，不作为任何投资推荐的依据。

图20: 22Q1 至 23Q2 紫金矿业股价与股息率（TTM）



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：文中个股仅作为历史梳理，不作为任何投资推荐的依据。

两个典型案例可以作为高股息标的上涨经验的证据：其一，中远海控是全球领先的集装箱运输公司，由于疫情对全球供应链的扰动，从 21Q1 到 22Q3，该公司保持着营业总收入和净利润同比超过 20% 的增长。股价底部领先业绩底部 2 个季度，股价从 20Q2 年的每股 1.68 上涨到 21Q2 的每股 14.76，一年内涨幅达到 7.78 倍。到 22Q3，股价跌至每股 7.35 元，从最高点回落幅度达到近 50%，之后开启横盘震荡的过程，直到 23Q3 开启新一轮行情。后视镜视角下，22Q1 至 23Q2 中远海控营业收入同比增长分别为 62.75%、51.36%、36.75%、17.19%、-55.13%、-56.43%，净利润同比增长 82.91%、78.89%、47.62%、26.40%、-73.65%、-74.38%。22Q1 至 23Q2 期间，股票业绩承压导致股价下跌，在此期间，公司选择将前期积累的大量利润分配给股东，滚动股息率口径数值从 5% 飙升到 35%，而市场当时对集装箱运输景气度可持续性的担忧仍造成股价波动。

其二，紫金矿业是国内生产黄金和铜的龙头企业，其综合开采成本处于行业领先地位。22Q1 至 23Q2 紫金矿业的股息率中枢为 2%，股息的支付没有影响到紫金矿业对优质矿山的逆周期收购计划，股息率和股息支付率均较为健康。2020 年至今，金价持续上涨，铜矿供应偏紧，紫金矿业从 2020Q2 每股 4.02 元上涨到 2025 年 1 月 27 日 16.24 元，这一趋势得益于其健康的股息政策与金、铜周期启动的双重利好。

综上，高股息标的股价上涨的前提，是股息的支付不能影响到公司的正常 Capex 支出和公司的最优资本结构。

图 21：紫金矿业 2020 年至今主要收购项目

年份	收购项目/资产	目的
2020	武里蒂卡金矿	增加金矿资源储备
2020	西藏巨龙铜业 50.1% 权益	布局铜矿资源
2020	圭亚那奥罗拉金矿 100% 权益	扩大金矿资产规模
2021	阿根廷 3Q 锂盐湖	进军新能源金属赛道，布局锂资源
2022	西藏拉果错盐湖锂矿 70% 权益	增加锂资源储备
2022	湖南厚道矿业有限公司 71.14% 股权	获得湘源锂多金属矿采矿权 100% 权益
2022	“两湖一矿”项目（锂资源）	锂资源量达 1215.21 万吨，全球第 9，国内第 3
2022	海城金矿项目权益	增加金矿资源
2022	南美 Rosebel 金矿项目	收购南美最大在产金矿之一
2022	安徽全球储量最大单体铜矿	布局铜矿资源
2022	招金矿业 20% 股权及海城金矿 30% 权益	扩大金矿资产规模
2022	江南化工 11.99% 股份，增至 21.81%	增加化工领域布局
2023	天齐盛合锂业 20% 股份及雅江措拉锂矿少数权益	获得川西核心锂矿资源
2023	中汇实业 48.591% 股权（西藏朱诺铜矿相对控股权）	布局国内未开发超大型铜矿资源

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

2.2 A 股高股息的 BSD 基本方法

第一步，对于风险过高的股票进行过滤，保证我们筛选出的股票池相对安全

*过滤器 1：关注股息支付率不超过 60% 的公司

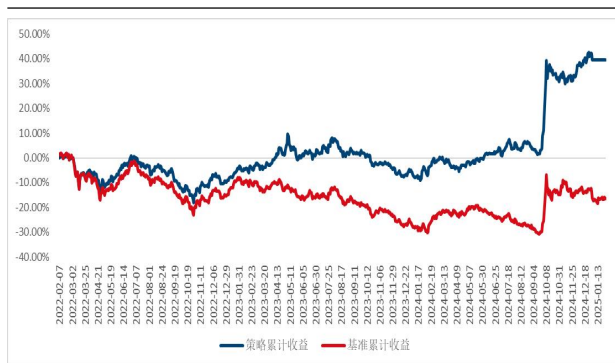
*过滤器 2：万得 ESG 综合评分大于 7 分

*过滤器 3：排除 ST 股票

基于安全性角度考虑，该策略删除 ST 股票，并采取类似信评的筛选思路，将 ESG 指标用于负向剔除可以防止选股面临的尾部风险、规避价值陷阱，获得较好的回测效果。本文选择 2022 年 2 月 7 日至 2025 年 1 月 27 日全部 A 股交易数据进行回

测，每季度进行调仓，不考虑交易成本和费用以及红利再投资。

图22: 与沪深 300 相比策略回测结果



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图23: 与万得红利指数相比策略收益



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

回测结果显示，采用 BSD 基本方法选出的股票自 22Q1 以来累计收益持续超越沪深 300 指数。相较于万得红利指数，BSD 策略的优异表现主要体现在 24Q2 至 24Q3 市场下行期间的抗跌性，以及在 2024 年的“9.24”市场大幅反弹中的强劲修复能力。

2.3 A 股高股息的 BSD 进阶方法

在上述基础指标构建策略基础上，本部分试图筛选出更加符合 A 股语境中安全且持续增长的股票资产，构建包含股息收益性、股息安全性以及股息增长的 BSD 指数。

图24: A 股市场语境下的高级 BSD 公式构建

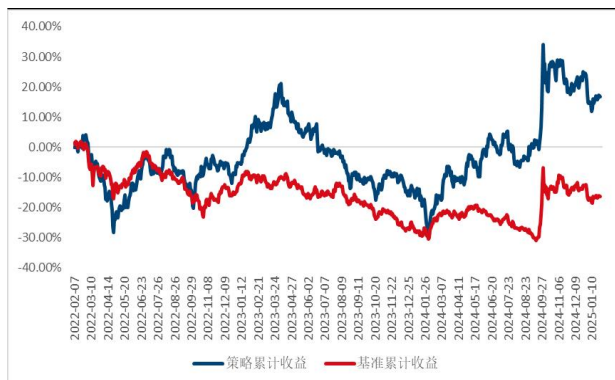
维度	指标	权重	指标方向	分析
股利收益率	股息收益率	5%	正向指标	DDM模型分母端
股利安全性	利息保障倍数	10%	正向指标	确保公司持续经营
股利安全性	股息支付率	30%	负向指标	股息支付率过高会透支未来股利
股利安全性	企业倍数	10%	正向指标	EV/EBITDA，反应股票价格对利润的透支
股利增长潜力	现金流增长	5%	正向指标	短期可供分配现金增长
股利增长潜力	三年现金流增长	5%	正向指标	中期可供分配现金增长
股利增长潜力	一年净利润增长率	10%	正向指标	短期可供分配利润增长
股利增长潜力	三年净利润增长率	5%	正向指标	中期可供分配利润增长
股利增长潜力	三年营业总收入增长率	10%	正向指标	行业扩容、市场份额占有率提升均会提高公司未来股息
技术指标	6个月相对强度	10%	负向指标	衡量市场情绪强弱

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

首先，本部分关注的是股票生命期内全部股息的贴现值之和，而非当期股息收益率，因此仅仅将当期的股息收益率权重设置为 10%。本文用利息保障倍数、股息支付率、企业倍数来衡量股息的“安全性”。利息保障倍数可以避免公司破产的风险；股息支付率过高往往意味着公司未来增长乏力，相比于“纯红利”类型的股票，此处更青睐“红利成长”类型的股票；企业倍数用来衡量所选择的股票“贵不贵”，分子端用公司市场价值减去企业的现金来衡量“收购”该股票所需付出的成本，息税折旧摊销前利润反应公司作为一个整体创造利润的能力，两者相除的结果可以表示公司的投资回收期。对于股利增长潜力部分，此处用营收增速、利润增速、现金流增速三个维度五大指标来衡量，尽可能保证利润的真实性以及利润的质量。此外，此处选取股价经过后复权调整的六个月相对强弱指标来衡量

股票当前存在多少情绪透支预期。

图25: 年度调仓下高级 BSD 公式筛选出的股票与沪深 300 相比策略回测结果



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图26: 年度调仓下高级 BSD 公式筛选出的股票与万得红利指数相比策略收益



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

高级 BSD 公式筛选出的股票在 22Q2 至今能够跑赢沪深 300 指数和万得红利指数。同时，高级 BSD 公式筛选出的股票波动幅度相较宽基指数更大。

三、A 股市场语境下 BSD 体系再审慎

3.1 基础 BSD 公式锚定红利基本盘，同时具有成长风格的弹性

高级 BSD 公式筛选出的股票收益并未超过基础 BSD 公式，这说明近 3 年在 A 股市场中，股息支付率是一个最有效的变量，其余指标或多或少表现为“噪声”。除了股息支付率外的指标在 A 股市场中近三年几近失效。

基础 BSD 公式的跑赢得益于其锚定红利基本盘，在市场震荡磨低阶段具有红利属性，相对大盘更抗跌；在市场风格转向，股市快速上攻期间能够抓住成长风格的高弹性。近三年中国市场红利指数持续跑赢沪深 300 指数，在经济结构转型期间，战新经济发展速度迅速但占比仍有提升空间，传统经济需求不足是最近三年宏观经济面临的主要矛盾，中证 800 的 ROE 水平从 2021 年的 10.7% 回落至 2024 年第三季度的 7.7%，受到旧经济拖累较少的成熟期龙头企业 ROE 回落幅度低于市场整体，这些成熟期龙头企业往往偏好更高的红利支付率，表现出高分红的特征，在宽基指数下行期间表现出更强的韧性，表现为红利指数占优。

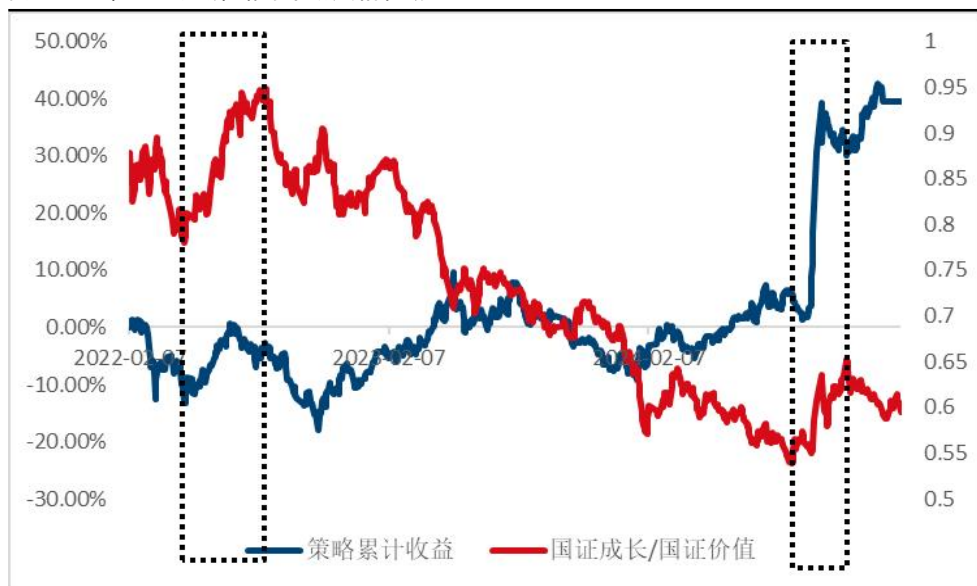
图27: 近三年红利指数持续跑赢宽基指数沪深 300 指数



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

假设一个公司每年的净资产收益率 ROE 保持不变，则股票净利润增长率 $g = ROE * (1 - b)$ 。直观上来讲，股利支付率越高，则 ROE 不变的情况下净利润增速越低。

图28: 基础 BSD 公式策略与市场风格轮动



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

近 3 年价值风格总体优于成长风格，成长风格仅在 22Q2、24Q3 阶段性、脉冲性反弹。基础的 BSD 公式核心是股息支付率这一个指标，且该指标越小越好。这种筛选方式能够实现成长和红利之间一种合乎中道的平衡。表现为在 22Q2 和 24Q3 成长风格占优期间基础 BSD 公式筛选出的股票更多表现出成长属性，因为理论上更低的股息支付率意味着更高的净利润增速。而在其余价值风格整体占优期间，

基础 BSD 公式筛选出的股票则能够有更多的红利风格暴露，表现为基础 BSD 公式累计收益的温和上涨。

3.2 基础 BSD 公式的机理分析

将股利支付率设置为 60%在美国市场上作为选股的阈值实践效果较好。简单的通过回测调参来选出最优的阈值是错误的，历史数据和未来数据的分布未必相同，导致历史经验对未来的指引作用有限。我们更希望能够从机理层面对 BSD 公式做出解释，一种方法是分析 BSD 公式中的隐含预期，来观察倒推出的指标是否明显“不合理”。

在 A 股市场，我们假设公司实行固定的股利支付率政策，公司的 ROE 水平不变，由于股价：

$$P = \frac{E * d * (1 + g)}{r - ROE * (1 - d)}$$

公司利润增速 $g = ROE * (1 - d)$ ，目前中证 800 的 ROE 中枢水平为 10%左右，市盈率 14，则 60%的股息支付率隐含的股权成本为 8.45%。

我们认为套用 $g = ROE * (1 - d)$ 测算出的中证 800 的永续增速为 4%，该增速水平偏高，假设股权成本为 8.45%，公司的永续增速为 3%，对应的 P/E 水平为 18.89。基础 BSD 公式要求股息支付率低于 60%，这意味着我们在 P/E 水平高于 18.89 的股票中进行选择。即对于银行、建筑工程、交通基础设施、石油天然气等低估值板块进行负向剔除，选择更加有质量的红利。

图29：申万一级行业市盈率估值水平分布

申万一级行业	市盈率PE (TTM)	申万一级行业	市盈率PE (TTM)
计算机(中万)	67.39	基础化工(中万)	23.11
国防军工(中万)	63.32	社会服务(中万)	22.78
综合(中万)	57.69	农林牧渔(中万)	21.86
电子(中万)	54.42	环保(中万)	19.68
传媒(中万)	37.52	纺织服饰(中万)	19.62
房地产(中万)	34.53	食品饮料(中万)	19.48
商贸零售(中万)	33.34	有色金属(中万)	19.30
通信(中万)	32.68	公用事业(中万)	16.69
美容护理(中万)	31.99	交通运输(中万)	16.43
机械设备(中万)	30.95	石油石化(中万)	15.87
电力设备(中万)	30.01	非银金融(中万)	15.71
医药生物(中万)	29.59	家用电器(中万)	15.09
钢铁(中万)	26.31	煤炭(中万)	11.57
汽车(中万)	25.72	建筑装饰(中万)	9.23
建筑材料(中万)	24.38	银行(中万)	6.01
轻工制造(中万)	24.15		

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：数据截至 2025 年 1 月 27 日

图30：申万一级行业市净率估值水平分布

申万一级行业	市净率	申万一级行业	市净率
食品饮料(中万)	4.11	商贸零售(中万)	1.66
计算机(中万)	3.60	轻工制造(中万)	1.64
电子(中万)	3.54	纺织服饰(中万)	1.62
美容护理(中万)	2.95	综合(中万)	1.53
国防军工(中万)	2.86	公用事业(中万)	1.47
社会服务(中万)	2.76	环保(中万)	1.35
通信(中万)	2.73	交通运输(中万)	1.29
家用电器(中万)	2.50	煤炭(中万)	1.27
汽车(中万)	2.41	非银金融(中万)	1.25
传媒(中万)	2.40	石油石化(中万)	1.22
医药生物(中万)	2.38	建筑材料(中万)	1.09
机械设备(中万)	2.35	钢铁(中万)	0.92
电力设备(中万)	2.30	建筑装饰(中万)	0.72
农林牧渔(中万)	2.23	房地产(中万)	0.68
有色金属(中万)	2.09	银行(中万)	0.54
基础化工(中万)	1.75		

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：数据截至 2025 年 1 月 27 日

借助 PB-ROE 框架，我们可以推导出 60%的股息支付率水平对应的 ROE 水平，假设公司实行固定的股利支付率政策，公司的 ROE 水平不变，由于股价 $P = \frac{ROE * B * d}{r - ROE * (1 - d)}$ ，目前中证 800 指数的股权风险溢价中枢为 7%，市净率中枢为 1.4，则隐含 ROE 水平 $\text{Implied ROE} = \frac{r}{\frac{d}{PB} + (1 - d)}$ 为 8.4%。对这一隐含 ROE 水平展开分析，将公式变形为 $\text{Implied ROE} = \frac{r}{(\frac{1}{PB} - 1) * d + 1}$ ，对于 PB 大于 1 的股票，股息支付率大于 60%意味着隐含 ROE 大于 8.4%；而对于 PB 小于 1 的“烟蒂股”，股息支付率大于 60%意味着隐含 ROE 小于 8.4%，对于破净公司而言，将剩余利润分配给股东相较于将其转化为留

存收益，通常是更为明智的选择。目前破净的股票主要集中在钢铁、建筑装饰、房地产和银行，这些行业存在不同程度的产能过剩以及信用风险，对破净股票来说，运用分红这一市值管理手段相比于继续补库存和扩产能是更明智的选择。在新“国九条”、上市公司市值管理 10 号文等多重政策呵护下，深度破净行业和公司有望扭转现状，通过持续分红等形式回馈投资者，是未来 A 股市场结构行情的主线。

综上，基础 BSD 公式作为一种筛选高股息股票的方法，在过去三年中显示出其在 A 股市场上的有效性。该公式的核心在于通过限制股息支付率来平衡成长与红利之间的关系，从而实现稳健的投资回报。特别是在价值风格占优的时期，BSD 公式能够帮助投资者识别出具有较高红利暴露的股票，而在成长风格短暂反弹期间，则更倾向于选择那些具备成长潜力的标的。进一步分析表明，将股息支付率设定在 60% 以下不仅有助于规避潜在的财务风险，而且在当前市场环境下，还能筛选出估值更具吸引力、质量更高的公司。结合 PB-ROE 框架，BSD 公式还能够有效应对破净公司的投资挑战，提供了一种通过持续分红回馈股东的市值管理策略。高级 BSD 公式结合当前股息水平、股利安全性、股利成长性三大维度，旨在挖掘出“效率型成长”的价值型红利。

参考文献

- [1] 布鲁斯·C.N. 格林沃尔德（2020）《价值投资：从格雷厄姆到巴菲特的头号法则》[M]，中国人民大学出版社
- [2] 卡尔森（2010）.《股息不说谎》[M]，中信出版社
- [3] 凯利·赖特（2011）.《选股，一定要看股息》[M]，中信出版社

风险提示

- (1) 历史复盘对于未来指导有限；
- (2) 美联储货币方向和贸易前景的不确定性；
- (3) 文中涉及的产品、指数和个股仅作为历史复盘，不作为投资推荐的依据。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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、建议及推测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、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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