权益量化研究

证券研究报告

2024 年 03 月 21 日

如何构建分红潜在增长的股票组合？

——红利策略全攻略系列之五

相关研究

证券分析师
杨俊文 A0230522070001
yangjw@swsresearch.com
邓虎 A0230520070003
denghu@swsresearch.com
沈思逸 A0230521070001
shensy@swsresearch.com

研究支持
杨俊文 A0230522070001
yangjw@swsresearch.com

联系人
杨俊文
(8621)23297818×
yangjw@swsresearch.com

本期投资提示：

- **在之前报告《红利指数产品全览：境外发展特征与境内产品展望》中提及：**海外多数地区的红利策略以突出“高股息”特征为主，但美国地区的红利策略相对更多样化，前五大产品跟踪的指数各不相同，目前以高股息增长策略为主，而不同高股息增长指数对连续增长年限的要求也各不相同。
- **国内红利类指数发展到现在也已相较丰富：**根据中证指数公司已发布的红利相关指数，包括有不同宽基指数内的、不同板块/行业内的、红利+其他因子、红利增长、预期红利等，但从指数挂钩产品角度来看，代表性的红利指数，比如中证红利（000922.CSI）、红利低波（H30269.CSI）已有多家基金公司发布相关产品进行跟踪，而红利增长（931056.CSI）指数暂时还没有产品跟踪。
- **在红利增长指数的编制方案上，突出的是历史分红增长，而我们尝试挖掘未来分红增长的股票构建组合。**针对如何预测分红增长，我们梳理并测试了一些逻辑：1）最近年度有分红且盈利预期增长；2）过去三年股利支付率稳定且盈利预期增长；3）过去三年现金分红连续增长且盈利预期增长；4）过去三年股利支付率连续提高且盈利预期增长；5）预期股利支付率提高且盈利预期增长。
- **在权衡了各个逻辑的预测准确率和样本数量之后，我们选取过去三年股利支付率稳定、过去三年现金分红连续增长、预期股利支付率提高三个逻辑下筛选的预期分红增长股票，取并集构成基础股票池。**
- **在基础股票池内，我们选取成长、长期动量、分析师、估值、分红五个因子来优选股票。**在 2012/4/30~2024/2/29 回测期间，每年的 4、8、10 月底，基于因子打分方式对股票进行排序，选取得分靠前的 50 只股票，按照最近年度股息率加权的方式构建红利增长组合，比较基准为中证红利全收益、红利低波全收益指数。
- **在 2013/1/1~2024/2/29 业绩比较区间，红利增长组合的年化收益为 22.46%，同期中证红利全收益、红利低波全收益指数的年化收益分别为 11.34%和 13.16%；在夏普比率上，红利增长组合也是显著高于两个比较基准指数。**
- **分年度，从最近这一轮大盘成长到小盘价值的行情周期中，红利增长组合的表现都跑赢比较基准。**在 2019、2020，包括 2021 年的大盘成长行情下，红利增长组合相对比较基准的年度超额收益均在 10%以上；在 2022、2023 年小盘价值行情下，红利增长组合依然取得超额收益，相对中证红利全收益指数的年度超额收益分别为 8.38%、6.28%。
- **风险提示：**本报告结果基于历史数据测算，未来市场结构可能发生变化，带来策略的不稳定；报告中筛选预期分红增长股票利用到分析师预期数据，当预期数据出现系统偏误的时候，可能带来组合阶段性表现较弱。

申万宏源研究微信服务号

目录

1.海外红利增长产品的发展情况.....5

2.国内红利增长产品暂时空白.....6

3.如何预期分红增长？.....8

3.1 最近年度有分红且盈利预期增长.....10
3.2 过去三年股利支付率稳定且盈利预期增长.....10
3.3 过去三年现金分红连续增长且盈利预期增长.....12
3.4 过去三年股利支付率连续提高且盈利预期增长.....12
3.5 预期股利支付率提高且盈利预期增长.....13
3.6 筛选预期分红增长股票构成样本池.....14

4.红利增长组合的构建.....15

4.1 组合构建及测试.....15
4.2 组合分析.....19

5.总结.....21

6.风险提示.....22

7 ．附表.....23

图表目录

图 1：红利指数的累计净值比较 7
图 2：已知分红增长组合和中证红利全收益指数的累计净值比较 9
图 3：最近年度有分红且盈利预期增长的筛选准确率 10
图 4：过去三年股利支付率稳定(5%)且盈利预期增长的筛选准确率 11
图 5：过去三年股利支付率稳定(10%)且盈利预期增长的筛选准确率 11
图 6：过去三年现金分红连续增长且盈利预期增长的筛选准确率 12
图 7：过去三年股利支付率连续提高且盈利预期增长的筛选准确率 13
图 8：预期股利支付率提高且盈利预期增长的筛选准确率 14
图 9：三个逻辑复合的筛选准确率 15
图 10：Growth 因子在基础股票池的分组表现 16
图 11：Profitable 因子在基础股票池的分组表现 16
图 12：Value 因子在基础股票池的分组表现 16
图 13：Volatility 因子在基础股票池的分组表现 16
图 14：Liquidity 因子在基础股票池的分组表现 17
图 15：Momentum 因子在基础股票池的分组表现 17
图 16：Reverse 因子在基础股票池的分组表现 17
图 17：Size 因子在基础股票池的分组表现 17
图 18：Analyst 因子在基础股票池的分组表现 17
图 19：Dividend 因子在基础股票池的分组表现 17
图 20：红利增长组合和比较基准的累计净值表现 18
图 21：红利增长组合相对比较基准的分年度超额收益 19
图 22：红利增长组合的换手率情况 19
图 23：红利增长组合相比中证红利指数有一定市值下沉 20
图 24：红利增长组合在中信一级行业上的平均配置权重 20
图 25：中证红利指数在中信一级行业上的平均配置权重 21

表 1：国内红利指数的比较 6
表 2：红利增长指数前十大和后十大权重成分股的分红差异 7

表 3：红利指数的分年度收益比较.....8
表 4：已知分红增长组合和中证红利全收益指数的分年度收益.....9
表 5：最近年度有分红且盈利预期增长在不同时点下的预测准确率.....10
表 6：过去三年股利支付率稳定且盈利预期增长在不同时点下的预测准确率.....11
表 7：过去三年现金分红连续增长且盈利预期增长在不同时点下的预测准确率 12
表 8：过去三年股利支付率连续提高且盈利预期增长在不同时点下的预测准确率 .13
表 9：预期股利支付率提高且盈利预期增长在不同时点下的预测准确率 14
表 10：三个逻辑复合在不同时点下的预测准确率 15
表 11：选股因子在基础股票池内的 RankIC 表现 16
表 12：红利增长组合和比较基准的分年度收益.....18

附表 1：申万量化选股因子库 23

1.海外红利增长产品的发展情况

在之前报告《红利指数产品全览：境外发展特征与境内产品展望》中提及，海外多数地区的红利策略以突出“高股息”特征为主，但美国地区的红利策略相对更多样化，主要包含了高股息、高股息增长两大类策略，近年来也出现了加入更多因子的复合策略。下面我们对规模较大的产品跟踪的指数的编制方案进行介绍。

S&P U.S. Dividend Growers Index

美国目前最大的红利 ETF VIG 采用高股息增长策略，跟踪标普美国股息增长指数，而在 2021 年 9 月以前产品跟踪 NASDAQ US Dividend Achievers 指数。

指数编制方法：在满足市值、流动性等条件的情况下，选择每年现金分红在过去 10 年中分红都有增长的股票，然后按照年度股息率排序，剔除前 25%的股票，然后将剩余股票按照自由流通市值加权。这一编制方案与此前的纳斯达克指数的方法基本一致。

Dow Jones U.S. Dividend 100 Index

美国规模第二的红利 ETF SCHD 实际为复合因子产品，除了高股息、高股息增长外也加入了代表质量的因子。该产品跟踪的道琼斯美国红利 100 指数采用多个标准筛选股票，主要包括自由现金流与负债比、ROE、股息率、5 年股息增长（当前股息/滚动 5 年股息均值-1），4 个项目分别打分后等权合成，前 100 只股票被选入指数。

FTSE High Dividend Yield Index

规模第三的红利产品 VYM 则为纯粹的高股息产品，跟踪富时高股息指数，编制方法如下：首先剔除 REITs、剔除在过去 12 个月没有发放股利的公司或在未来 12 个月无法预见或预期发放零股利的公司，然后将剩余公司根据 I/B/E/S 分析师一致预期 12 个月股利收益进行从大到小排序；然后根据其所在的可投资市场，对已经被纳入指数的公司，若其红利在 55 分位数以外则剔除，对于没有被纳入指数的公司，若其红利在 45 分位数以内则纳入。该指数主要使用一致预期股息率作为选股标准。

Morningstar® US Dividend Growth Index

iShares 最大的红利 ETF DGRO 同样为股息增长 ETF，主要选择至少 5 年股息持续增长、支付比例小于 75%的公司，股息率绝对水平较高的公司同样也将被剔除。相比于 VIG 跟踪的指数，该指数对股息增长持续时间的要求相对更宽松，在剔除标准上则增加了支付比例。

S&P High Yield Dividend Aristocrats Index

道富最大的红利 ETF 也为股息增长产品，该产品跟踪的指数从标普 1500 中选择市值、流动性符合要求，且过去连续 20 年每年股息都在增长的公司，然后按照年度股息率进行加权。相比于 VIG、DGRO，该指数对股息增长的要求明显更高。

美国红利产品跟踪的指数体现出了明显的多样化，前五大产品跟踪的指数各不相同，目前以高股息增长策略为主，而不同高股息增长指数对连续增长年限的要求也各不相同。而在传统的高股息指数上，预期股息已经替代历史股息成为更受关注的指标。

2.国内红利增长产品暂时空白

国内红利类指数发展到现在也已相较丰富，根据中证指数公司已发布的红利相关指数，包括有不同宽基指数内的、不同板块/行业内的、红利+其他因子、红利增长、预期红利等，但从指数挂钩产品角度来看，代表性的红利指数，比如中证红利（000922.CSI）、红利低波（H30269.CSI）已有多家基金公司发布相关产品进行跟踪，而红利增长（931056.CSI）指数暂时还没有产品跟踪。

表 1：国内红利指数的比较

	中证红利（000922.CSI）	红利低波（H30269.CSI）	红利增长（931056.CSI）
指数简介	中证红利指数选取 100 只现金股息率高、分红较为稳定，并具有一定规模及流动性的上市公司证券作为指数样本，以反映高股息率上市公司证券的整体表现。	中证红利低波动指数选取 50 只流动性好、连续分红、红利支付率适中、每股股息正增长以及股息率高且波动率低的证券作为指数样本，采用股息率加权，以反映分红水平高且波动率低的证券的整体表现。	中证红利增长指数选取 50 只历史分红增长情况良好、分红增长潜力较高的上市公司证券作为指数样本，采用过去三年平均现金分红总额加权，以反映分红连续增长上市公司证券的整体表现，为投资者提供多样化投资工具。
成分数量	100	50	50
加权方式	股息率加权	股息率加权	过去三年平均现金分红总额加权
调整频率	每年调整一次	每年调整一次	每半年调整一次
前 5 大权重之和	9.13%	15.07%	54.95%
前 10 大权重之和	16.62%	27.13%	76.74%
挂钩产品	大成中证红利、万家中证红利、招商中证红利 ETF 及其联接基金、博时中证红利 ETF、易方达中证红利 ETF 及其联接基金、汇添富中证红利 ETF 及其联接基金	创金合信红利低波动、华泰柏瑞红利低波动 ETF 及其联接基金、易方达中证红利低波动 ETF、华夏中证红利低波动 ETF	暂无

资料来源：中证指数公司，Wind，申万宏源研究，权重数据及挂钩产品信息的统计时间截至 2024/2/29

需要一提的是，红利增长指数的编制方案在 2022 年 11 月进行过调整，其中有两处变动较大：1）在最后选择 50 只股票作为样本股上，旧编制方案按照过去一年现金股息率倒序排列来筛选，新编制方案按照连续分红年数、过去 5 年分红总额年均增速两个指标的复合得分来筛选；2）在确定指数样本股权重上，旧编制方案采用股息率加权，新编制方案采用过去三年平均现金分红总额加权。

新编制方案在确定样本股权重上，基于过去三年平均现金分红总额加权，指数成分股内的大盘股由于业绩基数大，现金分红总额的绝对数一般都显著高于小盘股，所以这也就带来了权重股的权重较为集中。

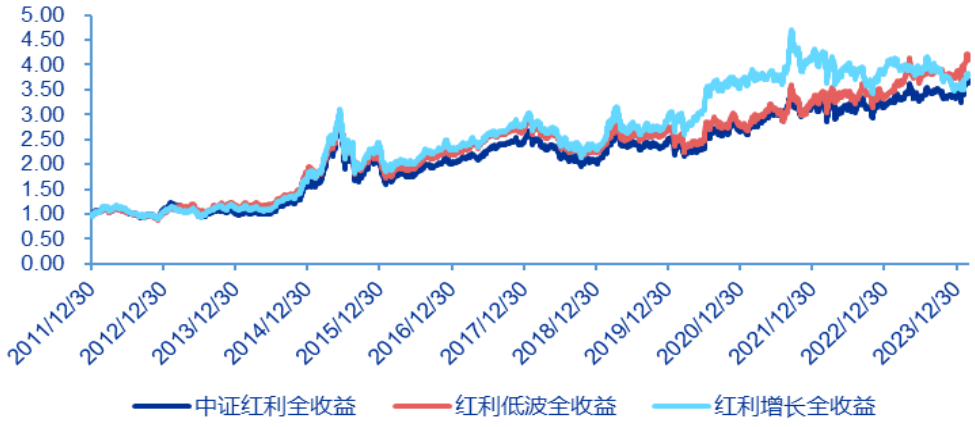
表 2：红利增长指数前十大和后十大权重成分股的分红差异

证券代码	证券名称	权重(%)	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)	现金分红总额(亿元)
600036.SH	招商银行	16.42	8,080	1,380.12	438.32
600519.SH	贵州茅台	13.93	21,293	627.16	325.49
600438.SH	通威股份	9.89	1,193	257.26	128.67
600015.SH	华夏银行	8.54	1,009	250.35	60.95
000568.SZ	泸州老窖	6.17	2,587	103.65	62.19
601899.SH	紫金矿业	5.62	3,451	200.42	52.64
600690.SH	海尔智家	4.98	2,274	147.11	52.98
600039.SH	四川路桥	4.75	711	112.13	56.65
600985.SH	淮北矿业	3.37	470	70.10	26.05
600153.SH	建发股份	3.06	313	62.82	24.04
……					
600765.SH	中航重机	0.18	244	12.02	2.43
600976.SH	健民集团	0.14	86	4.08	1.53
000988.SZ	华工科技	0.12	319	9.06	1.01
002328.SZ	新朋股份	0.12	39	3.11	1.00
300035.SZ	中科电气	0.11	65	3.64	1.08
603998.SH	方盛制药	0.11	42	2.86	1.15
002135.SZ	东南网架	0.11	56	2.91	1.15
300244.SZ	迪安诊断	0.11	120	14.34	1.25
002046.SZ	国机精工	0.07	53	2.33	0.94
002096.SZ	易普力	0.03	131	0.48	0.37

资料来源：Wind，申万宏源研究，成分股权重和总市值数据统计截至 2024/2/29

进一步，对中证红利、红利低波、红利增长三只红利指数作业绩比较，选取 2012/1/1~2024/2/29 为业绩比较区间。

图 1：红利指数的累计净值比较



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 3：红利指数的分年度收益比较

	中证红利全收益	红利低波全收益	红利增长全收益
2012	10.32%	3.98%	5.75%
2013	-6.74%	14.56%	7.99%
2014	57.59%	57.78%	55.96%
2015	29.89%	16.06%	32.95%
2016	-4.30%	0.08%	-3.34%
2017	21.34%	23.57%	22.42%
2018	-16.15%	-16.39%	-17.30%
2019	20.88%	20.94%	26.47%
2020	8.18%	1.99%	21.86%
2021	18.19%	16.34%	16.17%
2022	-0.37%	3.46%	-7.05%
2023	6.34%	12.23%	-6.77%
2024/2/29	9.02%	10.05%	6.20%
整个区间年化收益率	11.25%	12.38%	11.64%

资料来源：Wind，申万宏源研究

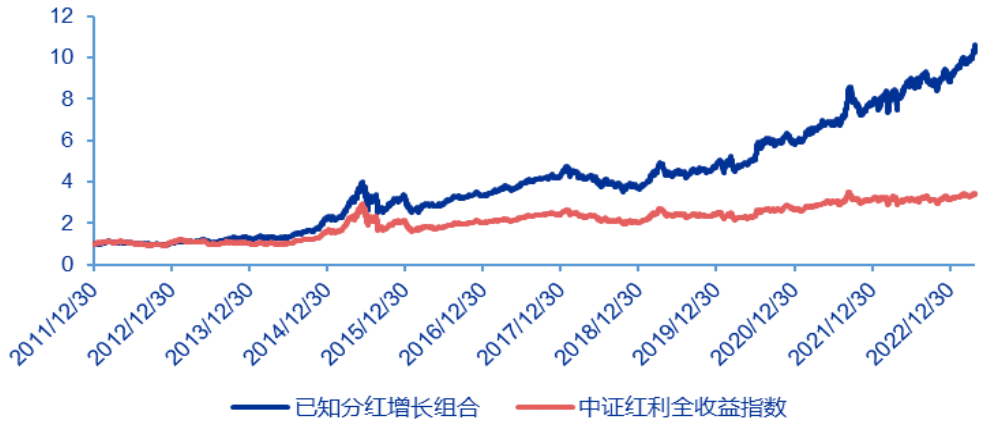
从历史业绩来看，回测期间，红利增长全收益指数的年化收益为 11.64%，与同期中证红利全收益指数 11.25%、红利低波全收益指数 12.38%的年化收益差异不大；但分年度来看，红利增长全收益指数在 2019、2020 年的收益较为明显高于其他两个红利指数，而在 2022、2023 年的收益又显著跑输。

3.如何预期分红增长？

在红利增长（931056.CSI）指数的编制方案上，突出的是历史分红增长，而我们尝试挖掘未来分红增长的股票构建组合。

我们进行一个已知未来数据的验证测试：在中证全指内，每年 4 月底，根据最近年度和未来一年年度现金分红总额，筛选出已知分红增长的股票，然后根据最近年度股息率降序排列，筛选出前 100 只股票构建组合，组合内个股依据最近年度股息率加权。回测期间为 2011/4/30~2023/4/30，我们截取 2012/1/1~2023/4/30 作为业绩比较区间，比较基准为中证红利全收益指数。

图 2：已知分红增长组合和中证红利全收益指数的累计净值比较



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 4：已知分红增长组合和中证红利全收益指数的分年度收益

	已知分红增长组合	中证红利全收益指数
2012	6.20%	10.32%
2013	22.54%	-6.74%
2014	74.64%	57.59%
2015	44.77%	29.89%
2016	0.78%	-4.30%
2017	29.79%	21.34%
2018	-13.93%	-16.15%
2019	30.78%	20.88%
2020	21.98%	8.18%
2021	31.79%	18.19%
2022	14.45%	-0.37%
2023/4/30	18.98%	10.07%
整个区间年化收益率	23.16%	11.62%

资料来源：Wind，申万宏源研究

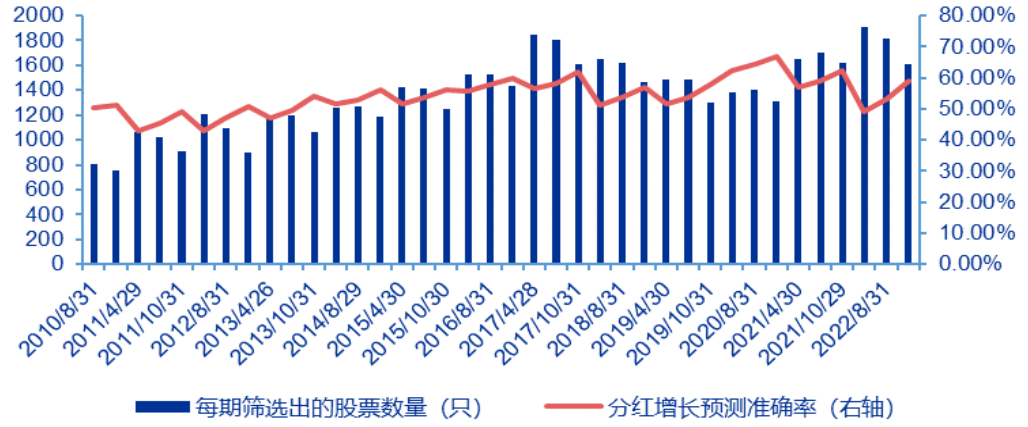
在业绩比较区间，已知分红增长组合的年化收益为 23.16%，同期中证红利全收益指数的年化收益率为 11.62%；分年度看，在 2012~2022 年完整的 11 个年度，除去 2012 年之外，已知分红增长组合都取得超额收益。

已知分红增长组合的业绩表现突出，但需要明确的是，这是一个利用了未来数据构造的组合，是一个理想化的组合。接下来，针对如何预测分红增长，我们梳理并测试了一些逻辑。

3.1 最近年度有分红且盈利预期增长

预期分红增长的逻辑一：最近年度有分红且盈利预期增长，具体测试上，每年 4、8、10 月底，筛选出上一年度有现金分红，且当前时点分析师对今年的一致预期净利润高于上一年度归母净利润的股票，针对每期筛选出来的股票，统计其今年的现金分红确实高于上一年度现金分红的比例，回测区间为 2010/8/31~2022/10/31。

图 3：最近年度有分红且盈利预期增长的筛选准确率



资料来源：Wind，申万宏源研究

考虑到上市公司披露完季度财报后，分析师较大概率会调整自己对公司的盈利预测，所以我们采取每年 4、8、10 月底三个时点，分别检验该逻辑下分红增长的预测准确率。

表 5：最近年度有分红且盈利预期增长在不同时点下的预测准确率

不同时点	准确率
所有时点下预测准确率的均值	54.21%
4 月底预测准确率的均值	51.60%
8 月底预测准确率的均值	54.00%
10 月底预测准确率的均值	57.56%

资料来源：Wind，申万宏源研究

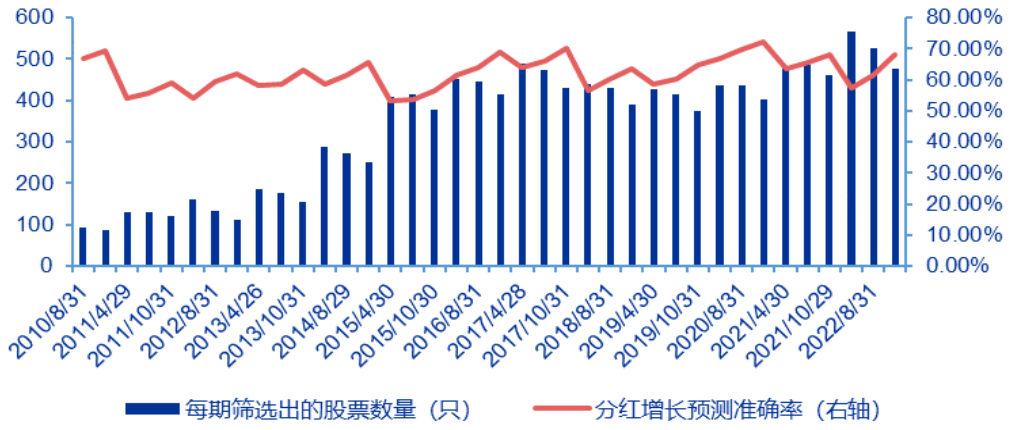
在整个回测区间 最近年度有分红且盈利预测增长的预测准确率均值为 54.21%，分三个预测时点来看，越临近年报的披露日，分析师对当年的盈利预测也越准确，该逻辑筛选出来的分红增长的股票比例也越高。

3.2 过去三年股利支付率稳定且盈利预期增长

预期分红增长的逻辑二：过去三年股利支付率稳定且盈利预期增长，考虑到现金分红 = 归母净利润 × 股利支付率，因此，在股利支付率稳定的情况下，盈利预期增长，那么现金分红也将提高。

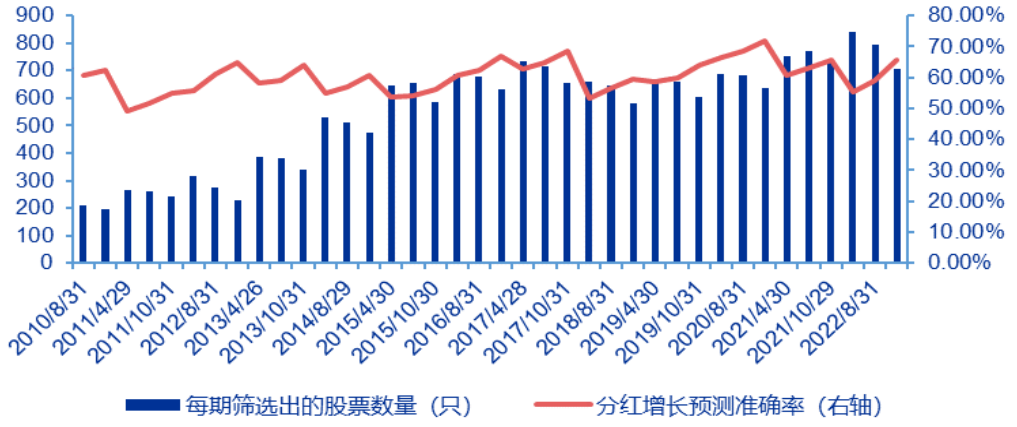
在股利支付率稳定的刻画上，我们定义过去三年股利支付率偏离过去三年平均股利支付率的绝对值不能超过某个阈值 threshold；此外，为了排除过去三年均不分红的情况，我们要求过去三年股利支付率均大于 0。在阈值 threshold 方面，我们分别测试了 threshold=5%和 10%两组参数下的结果。

图 4：过去三年股利支付率稳定(5%)且盈利预期增长的筛选准确率



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：过去三年股利支付率稳定(10%)且盈利预期增长的筛选准确率



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 6：过去三年股利支付率稳定且盈利预期增长在不同时点下的预测准确率

不同十点	准确率（threshold=5%）	准确率（threshold=10%）
所有时点下预测准确率的均值	62.15%	60.27%
4 月底预测准确率的均值	58.90%	57.44%
8 月底预测准确率的均值	61.36%	59.72%
10 月底预测准确率的均值	65.18%	63.47%

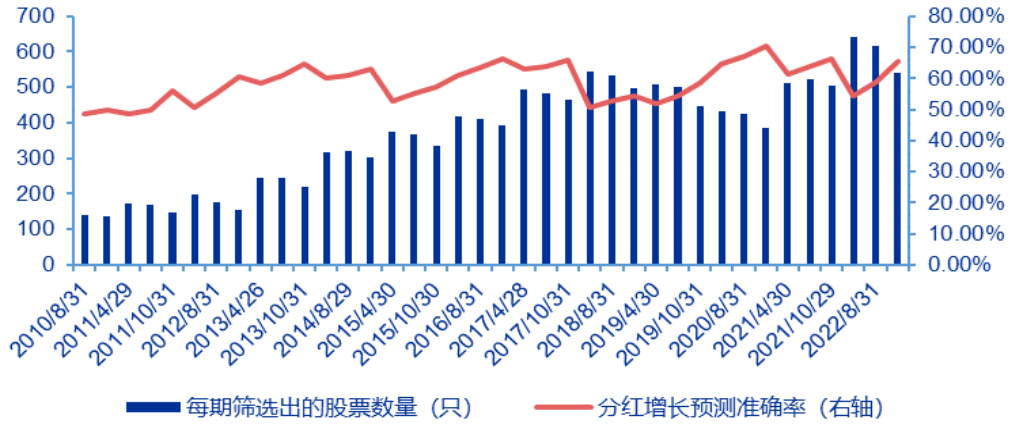
资料来源：Wind，申万宏源研究

可以看到，阈值 threshold=5%的预测准确率要高于 threshold=10%，即对过去三年股利支付率稳定性要求更高，该逻辑下筛选的预测准确率也更高。同样，分不同时点来看，越临近年报披露日，预测准确率也越高。

3.3 过去三年现金分红连续增长且盈利预期增长

预期分红增长的逻辑三：过去三年现金分红连续增长且盈利预期增长，考虑到盈利预期增长，且历史分红具有增长连续性，测试其分红增长是否具有动量效应。

图 6：过去三年现金分红连续增长且盈利预期增长的筛选准确率



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 7：过去三年现金分红连续增长且盈利预期增长在不同时点下的预测准确率

不同时点	准确率
所有时点下预测准确率的均值	58.66%
4 月底预测准确率的均值	56.44%
8 月底预测准确率的均值	58.79%
10 月底预测准确率的均值	62.34%

资料来源：Wind，申万宏源研究

在整个回测区间，过去三年现金分红连续增长且盈利预期增长的预测准确率均值为 58.66%；并且分三个时点来看，也是越临近年报披露日，该逻辑筛选出来的分红增长的股票比例越高，10 月底的预测准确率均值为 62.34%。

3.4 过去三年股利支付率连续提高且盈利预期增长

预期分红增长的逻辑四：过去三年股利支付率连续提高且盈利预期增长，测试历史股利支付率的连续提高，是否可以线性外推未来股利支付率的提高，叠加盈利预期增长，来筛选出预期分红增长的股票。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：https://d.book118.com/645322343003011130