

日期：2024/7/8



超越红利：风险定价与久期匹配

——2024年中期稳定价值类投资策略

华源证券公用事业研究团队：

刘晓宁 S1350523120003

查浩 S1350524060004

请务必阅读报告末页的重要声明



- 2023年以来，以沪深300为代表的宽基指数大幅回调，而以电力/煤炭/公路/银行等为代表的“红利”资产异军突起。但是**我们认为“红利”资产走出独立行情的原因并非高股息，而是低协方差资产重估**，只不过高股息资产与低协方差资产有着一定的重叠度
- **将权益资产视为分红金额不固定的超长久期信用债，权益资产的折现率可以分解为无风险收益率，信用债收益率较无风险收益率的利差（简称信用利差）以及权益折现率较信用债收益率的利差三部分**。此轮回调始于2020年底，截至2024年6月底，10年期国债收益率从3.3%降至2.3%，收窄1 pct，背后是逆全球化以及人口老龄化下长周期资产回报率下行；10年期AA级企业债收益率从5.2%降至3.0%，信用利差从1.9%降至0.7%，收窄1.2 pct，背后是稳定收益型资产荒的扩散，与M2高增、社融需求弱有关。无风险收益率与信用利差合计收窄2.2 pct，对权益资产构成显著利好，但是宽基指数仍大幅回调，说明对于市场整体而言，权益收益率较信用债收益率的利差大幅走扩，幅度超过了2.2个百分点，我们认为市场实际上是在定价新旧动能转换期，宏观经济的波动性增加
- **然而，在权益资产内部，不同资产基本面与宏观经济波动的相关程度不同，导致不同资产第三项利差的走扩幅度分化**。只要走扩幅度低于2.2个百分点，这类权益资产就可以受益于无风险利率及信用利差收窄带来的利好，从而享受“结构性的长牛”。参考CAPM模型，影响个股折现率最重要的因素是个股基本面与宏观经济的协方差。复盘长江电力，根据市值与现金流倒算，长江电力隐含折现率从2020年的大约10%降到2024年6月的7.1%，下降2.9个百分点，隐含折现率较信用债的利差不仅没有扩张，反而收窄0.7个百分点，我们认为实际上是稳定收益型资产荒的扩散，一个重要的传导路径是险资与理财配置刚需
- **低协方差且长久期资产的财务实质是需求脱敏、成本可控或可传导，从而获得相对稳定的量价**。上述特点既可以是政策保护下的稳定收益，也可以通过市场化竞争甚至业务布局获得，常见的案例是自然垄断资产中的准许收益率法定价、终端同质化商品中的少数低成本供给以及产业链上下游布局实现业务对冲。
- 最后，我们认为在宏观环境和市场风格发生重大变化，风险再平衡过程中，市场定价力量由分子端转向分母端，传统预期差框架有效性降低。底层驱动力的变化带动市场研究范式从“预期差框架”向“资产配置框架”转变，个股思维让位组合思维，**“购买若干逻辑类似的股票”优于“精选弹性最大的股票”**，当前时点公用事业行业依然看好**水电、核电公司**，同时建议关注煤电一体化公司、发达地区高速公路铁路和电信运营商。火电公司未来随着电力市场化改革进一步推进，业绩稳定性有望提升，建议密切关注。绿电行业受益于碳中和战略，长坡厚雪赛道无疑，但是目前受困于机制，盈利能力尚不稳定，期待相关利好政策落地。
- 风险提示：所有准许收益率定价行业均存在政府下调价格的风险，水电核电公路等折现率受利率环境与风险偏好影响，煤电风险为煤价上涨超出预期

主要内容

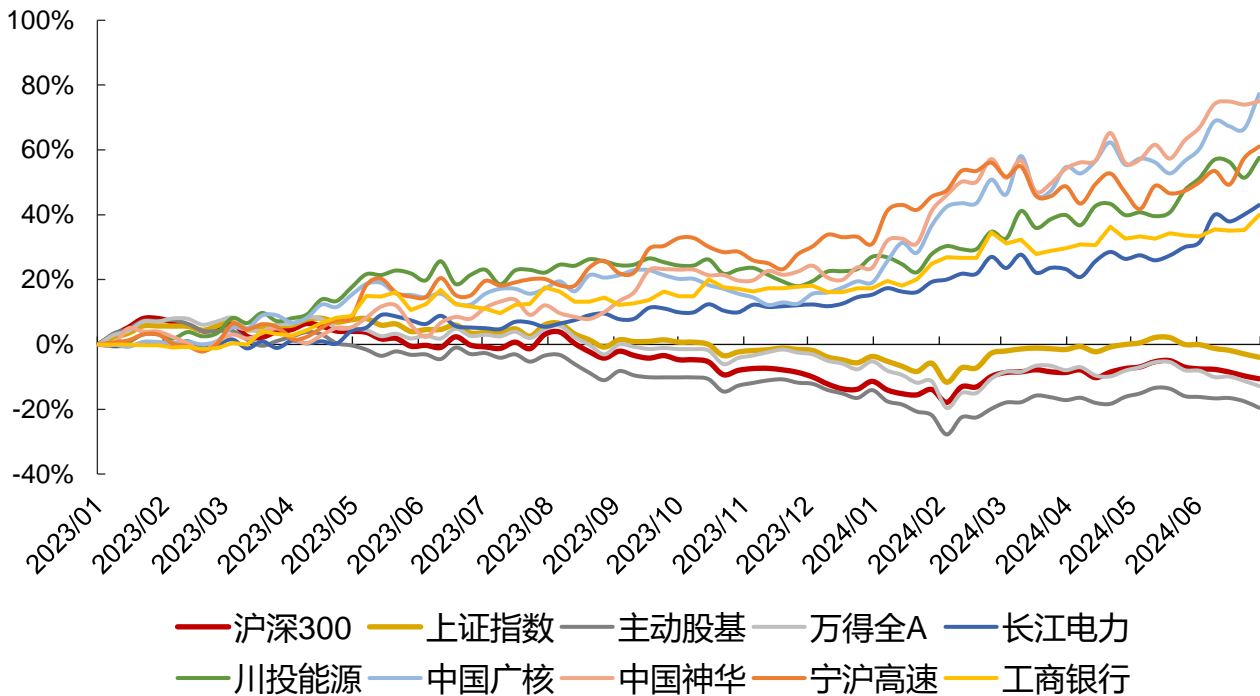
1. 超越红利：稳定价值类资产重估的底层逻辑
2. 警惕价值陷阱：寻找低协方差且长久期资产
3. 配置思维上位预期差思维：组合优于个股
4. 重点公司估值表

1.1 共识与博弈：权益资产大分化与稳定价值类资产异军突起

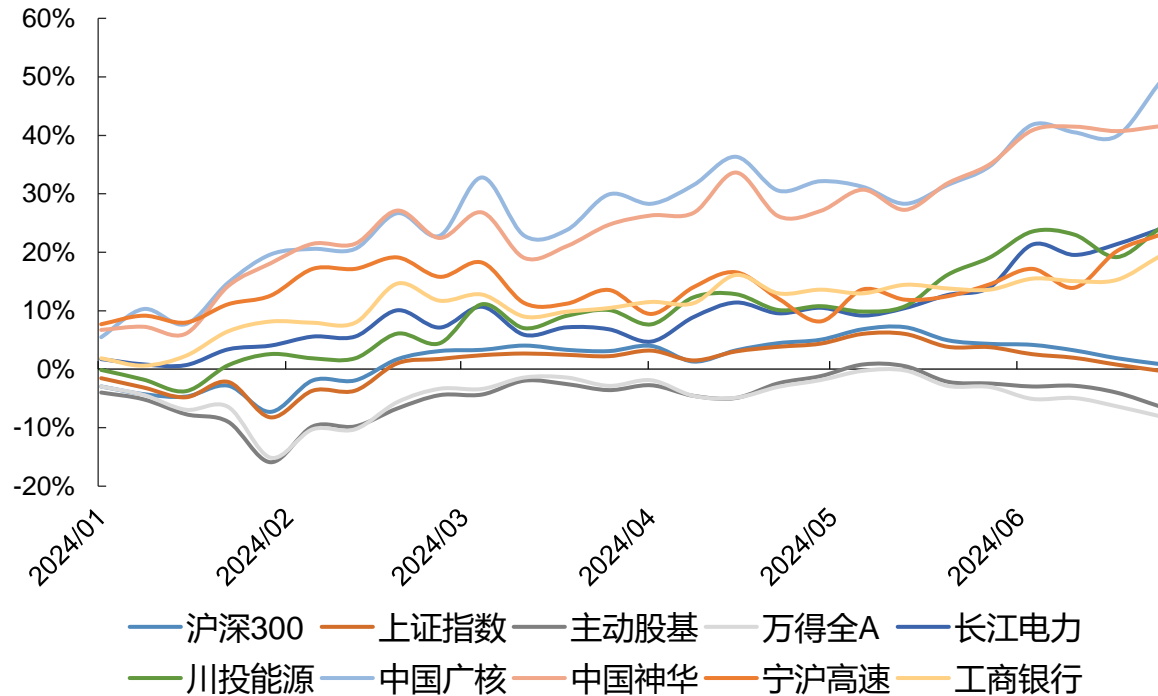
■ 2023年以来，以沪深300为代表的宽基指数大幅回调，而以电力/煤炭/公路/银行等为代表的“红利”资产异军突起

- 2023年下半年开始，“红利”资产与宽基指数的股价走势急剧分化，2019-2021年小牛市期间的“核心资产”普遍出现大幅回调
- 2024年上半年A股市场波动加剧，“红利”资产延续上涨趋势，超额收益进一步扩大。但是“红利”资产内部不同板块股价走势趋同，截至6月30日，沪深300与上证指数较年初基本收平，长江电力/川投能源/宁沪高速/工商银行涨幅均在20%左右

稳定价值类标的与宽基指数2023年初-2024年6月涨幅



稳定价值类标的与宽基指数2024年初-2024年6月涨幅



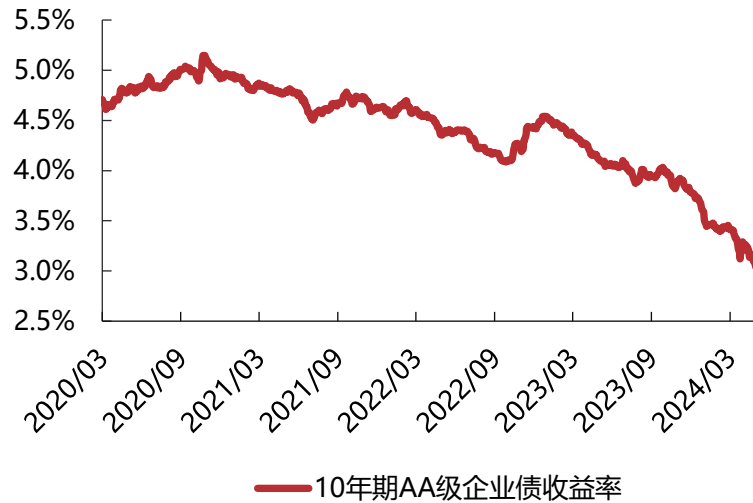
■ 市场资金配置需求依然强烈，无风险收益率与信用利差极致压缩，但是两项利好并未带来宽基指数的长牛

- 从DCF模型出发，权益资产的价格从根本上取决于盈利能力、无风险利率与风险溢价三个要素的组合，其中后两者合称折现率（必要收益率），是影响宽基指数涨跌最重要的因素。进一步的，可以**将权益资产视为分红金额不固定的超长久期信用债**，权益资产的折现率可以分解为无风险收益率，信用债收益率较无风险收益率的利差（简称信用利差）以及权益折现率较信用债收益率的利差三部分
- 此轮大级别回调始于2020年底，截至2024年6月底，10年期国债收益率从3.3%降至2.3%，收窄1 pct，背后是长周期资产回报率预期下行，更底层的逻辑是逆全球化加剧以及人口老龄化。10年期AA级企业债收益率从5.2%降至3.0%，信用利差从1.9%降至0.7%，收窄1.2 pct，背后是稳定收益型资产荒，与M2高增、社融需求偏弱有关。**无风险收益率与信用利差合计收窄2.2 pct**

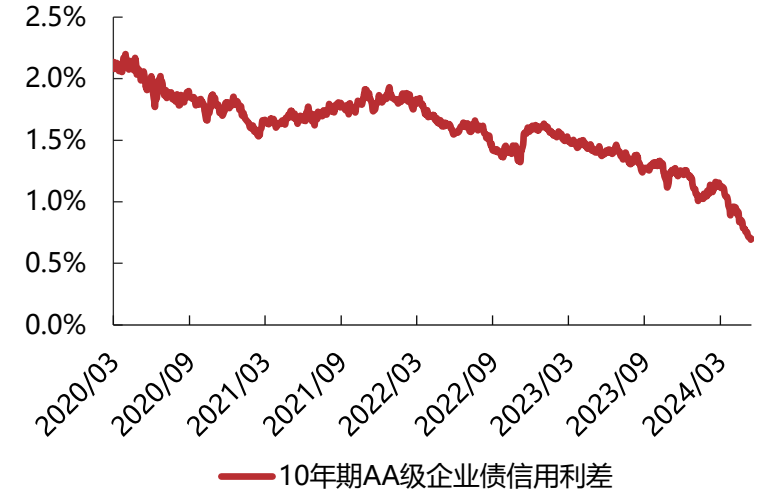
无风险利率变化情况①



AA级企业债收益率变化情况②



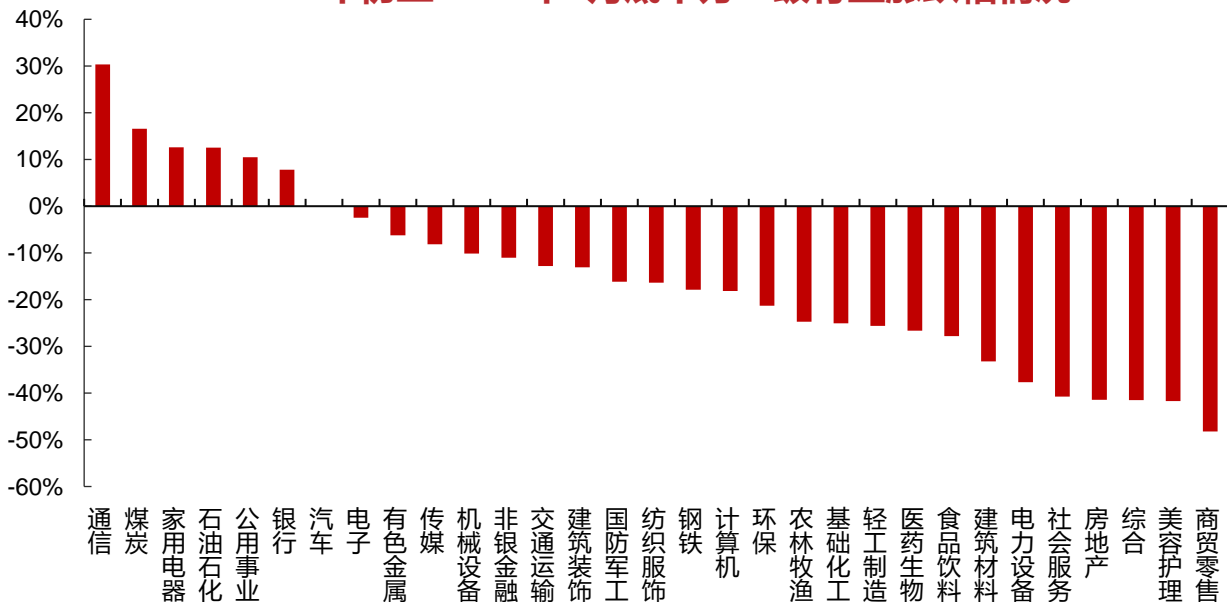
信用利差变化情况 (=②-①)



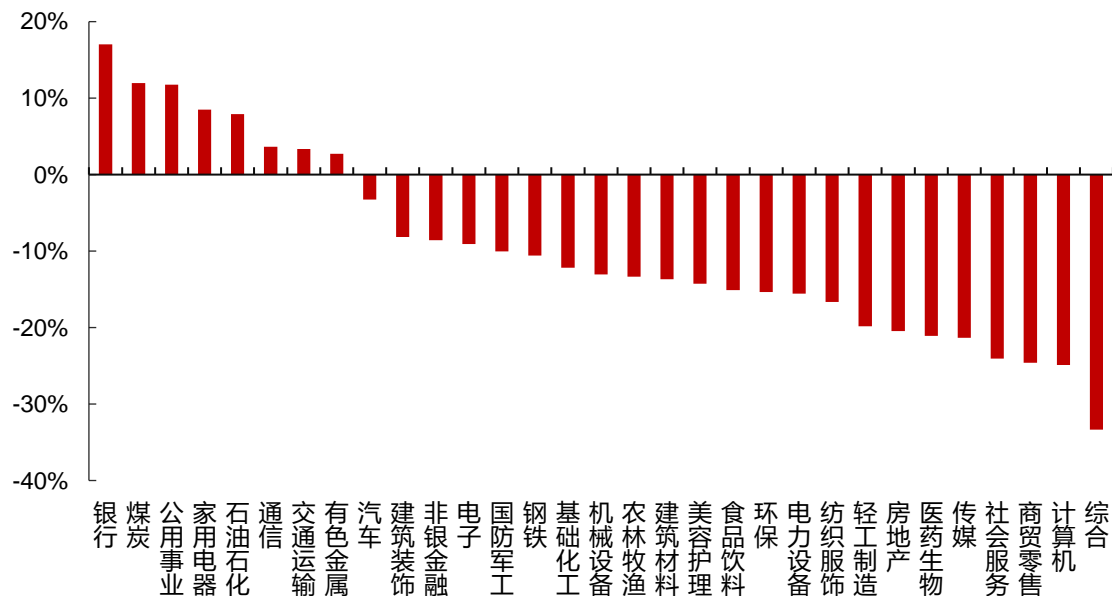
■ 宽基指数回调的直接归因是第三项利差（权益折现率较信用债收益率的利差）走扩，淹没了前两项利差收窄的利好

- 在折现率三分法下，考虑到DCF模型估值结果对分母端异常敏感，无风险收益率和信用利差合计收窄2.2个百分点对权益资产构成显著利好，但是宽基指数仍大幅回调，**说明对于市场整体而言，权益收益率较信用债收益率的利差大幅走扩，走扩幅度超过了2.2个百分点**
- 权益利差走扩就是风险溢价增加，部分投资者将其归因为经济复苏不及预期，但是该说法并不准确。经济复苏高于预期也好，低于预期也罢，影响的更多是DCF模型的分子端。分母端反映的是风险，市场实际上是在定价新旧动能转换期，宏观经济的波动性增加
- 然而，在权益资产内部，**不同资产基本面与宏观经济波动的相关程度不同**，导致不同资产第三项利差的走扩幅度分化。只要走扩幅度低于2.2个百分点，这类权益资产就可以受益于无风险利率及信用利差收窄带来的利好，从而享受“结构性的长牛”

2023年初至2024年6月底申万一级行业涨跌幅情况



2024年上半年申万一级行业涨跌幅情况



■ **参考CAPM模型，影响个股折现率最重要的因素是个股基本面与宏观经济的协方差，红利行情的本质是低协方差资产重估**

- 威廉夏普的CAPM模型给出了个股折现率的定量表达，在均衡状态下，个股折现率由无风险利率 r_f 、市场平均预期回报 r_M 、市场波动率 σ_M^2 以及个股基本面与宏观经济的协方差 $\sigma_{i,M}$ 共同决定。不同资产的折现率不同，归根结底是基本面与宏观经济的协方差 $\sigma_{i,M}$ 不同
- 因此，我们认为**“红利”资产走出独立行情的原因并非高股息，而是协方差重估**，只不过高股息资产与低协方差资产有着一定的重叠度
- 有趣的是，“红利龙头”长江电力由于股息率不高，反而不在主流高股息指数中。单纯按照股息率筛选出的标的，股价走势并不理想

CAPM模型的推导过程

对于任意股票（下面式①用下标 j 表示另一只股票），个股的风险溢价与其和市场协方差的比值都相等，都等于全市场平均的风险溢价 $(r_M - r_f)$ 与全市场方差 σ_M^2 的比值，即：

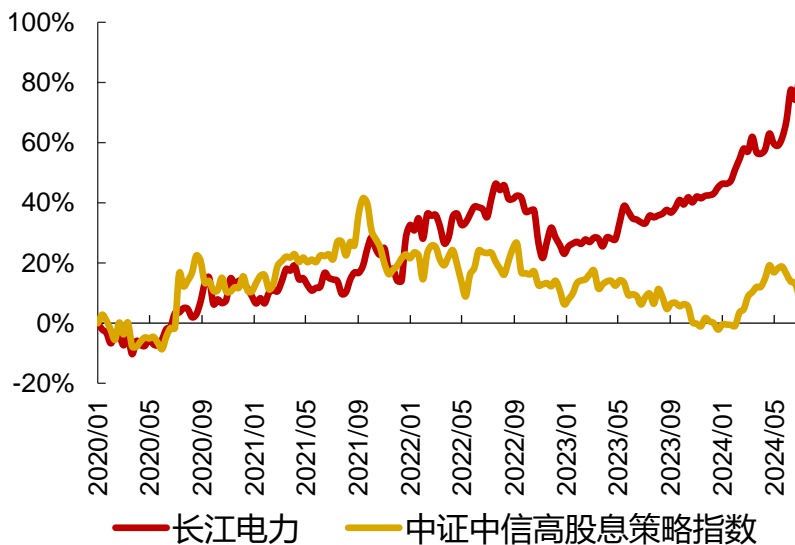
$$\frac{w_i \cdot (r_i - r_f)}{w_i \cdot \sigma_{i,M}} = \frac{w_j \cdot (r_j - r_f)}{w_j \cdot \sigma_{j,M}} = \frac{r_M - r_f}{\sigma_M^2} \quad \text{①}$$

将①式化简后，可得： $r_i = r_f + \frac{\sigma_{i,M}}{\sigma_M^2} \cdot (r_M - r_f)$ ②

定义 $\beta = \frac{\sigma_{i,M}}{\sigma_M^2}$ ，上式即可简化为 $r_i = r_f + \beta(r_M - r_f)$ ③

③式就是 CAPM 模型，**简单来说，协方差越低的资产越贵。**

长江电力与中证中信高股息策略指数涨幅对比



数据源：wind，华源证券研究

中证中信高股息策略指数 (931053.CSI) 编制方法：

从沪深 A 股中选取 80 只流动性好、盈利稳定且预期股息率较高的股票作为指数样本股，采用预期股息率调整市值加权。

按照一定标准剔除部分股票后，对剩余股票计算其预期股息率增加值并按降序排列，选取排名靠前的 80 只股票作为指数样本股。若上一期指数成份股在新一期指数成份股调整日处于停牌状态，则保留停牌股票同时选取预期股息率增加值最高的股票，使得样本股数量达到 80 只。

长江电力等水电公司、中国神华乃至主流银行都不在该指数中

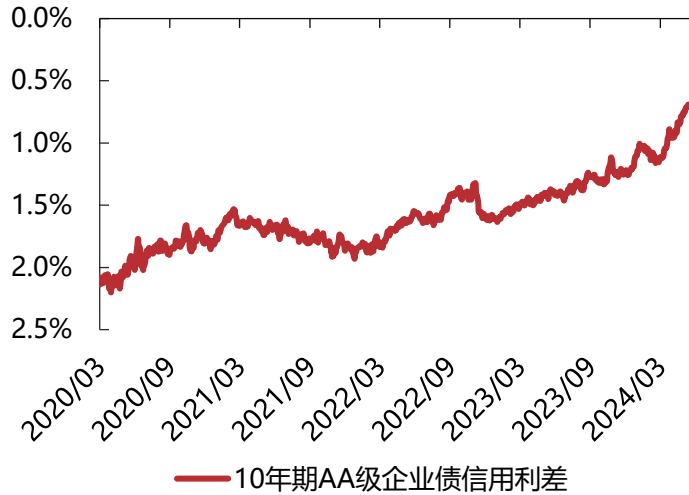


1.5 长江电力复盘：资产特性带来的权益风险溢价收窄

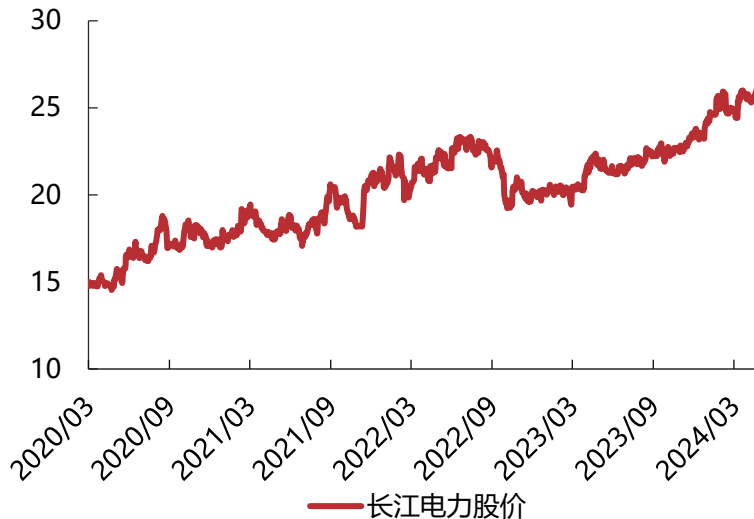
■ 水电是最典型的低协方差资产，近年来持续上涨是无风险收益率、信用利差以及权益折现率较信用债利差同步收窄带来的

- 对于水电而言，由于“宏观经济波动不会影响降雨波动”，因此在宽基指数风险溢价扩张的背景下，水电风险溢价不存在扩张的基础。更进一步的，根据市值和权益现金流倒算隐含折现率，长江电力隐含折现率从2020年的大约10%降到2024年6月的7.1%（500亿量级权益现金流/7000亿市值），下降2.9个百分点。由此计算长江电力隐含折现率较信用债的利差不仅没有扩张，反而收窄0.7个百分点
- 从三重利差收窄量级来看，信用利差收窄贡献了最主要的动能，水电隐含折现率较信用债利差收窄提供边际弹性。对信用利差采用逆序刻度，与长江电力股价走势对比，可以看出两图高度一致，水电公司2024年上半年的加速上涨有着非常坚实的“基本面”支撑

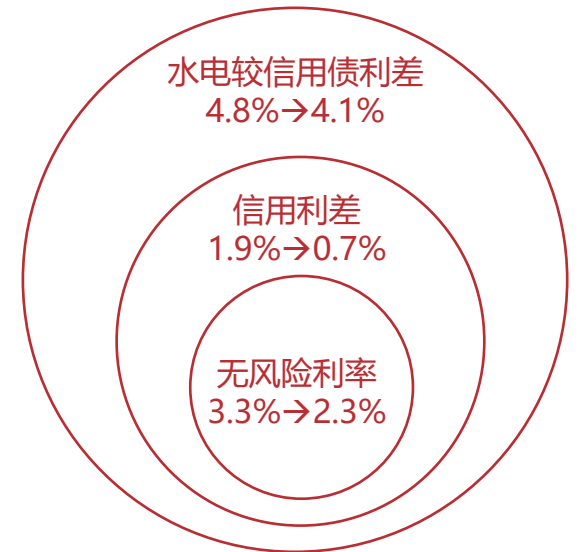
信用利差变化情况（逆序）



长江电力股价走势（元/股）



长江电力隐含折现率变化
(2020年底-2024年6月)



数据源：wind，华源证券研究

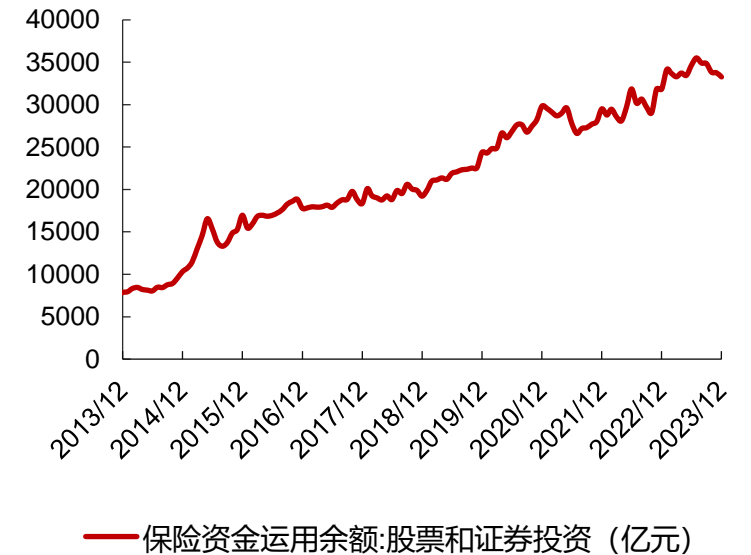
- **类债资产与真正债券之间的利差压缩，实际上是稳定收益型资产荒的扩散，一个重要的传导路径是险资与理财配置刚需**
 - 在市场风险偏好较弱的背景下，居民资产搬家并没有带来权益资产的大时代，而是流向了低风险理财产品乃至分红储蓄险
 - 然而，无风险收益率下行、信用利差收窄以及权益市场的波动显著增加了银行理财以及保险资金的资产端收益率压力，近年来保险公司投资收益率持续下行。在负债相对刚性以及久期匹配的要求下，增加低风险、长久期权益资产配置成为了这类资金的必然选择
 - 本质是稳定收益型资产荒的扩散，从国债到信用债，再到类债权益资产，最终导致类债权益资产与真正债券之间的利差得以压缩

表：上市险企近年投资收益率情况

	年平均十年国债收益率	净投资收益率	总投资收益率	超额收益-来自信用风险	超额收益-来自市场风险
	①	②	③	②-①	③-②
2014	4.16%	5.13%	5.59%	0.97%	0.46%
2015	3.37%	5.05%	7.21%	1.68%	2.16%
2016	2.86%	5.28%	5.04%	2.42%	-0.24%
2017	3.58%	5.30%	5.44%	1.72%	0.14%
2018	3.62%	4.94%	4.05%	1.32%	-0.89%
2019	3.18%	4.88%	5.61%	1.70%	0.73%
2020	2.94%	4.69%	5.73%	1.75%	1.04%
2021	3.03%	4.45%	5.15%	1.42%	0.70%
2022	2.77%	4.40%	3.74%	1.63%	-0.66%
2023	2.72%	3.84%	2.52%	1.12%	-1.32%

数据来源：公司公告，华源证券研究。注：取中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险算数平均

保险资金用于股票和证券投资的金额

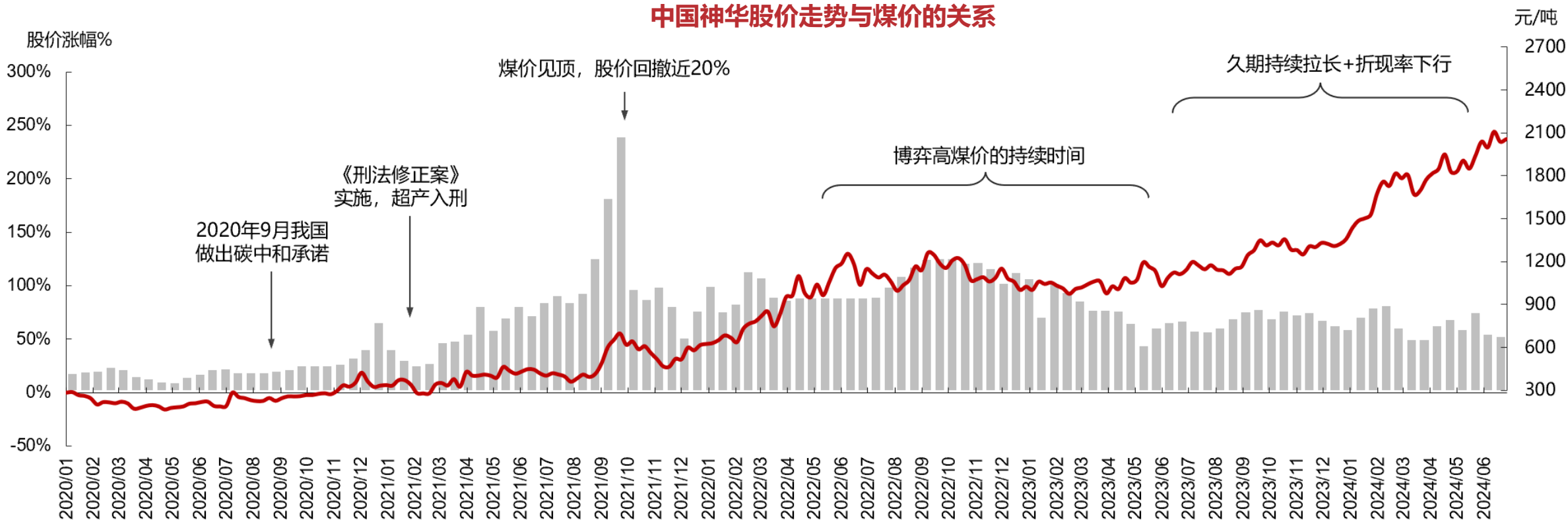


数据源：wind，华源证券研究

■ 久期长度对判断稳定价值类资产价值至关重要，中国神华2024年以来跑赢水电及银行，我们分析核心驱动力是久期重估

- 2020年下半年煤价高位回落后，市场对煤炭板块的博弈焦点已从煤价绝对值变成高煤价的持续时间。中国神华2024年以来股价涨幅超过水电、公路及主流银行，除分母端逻辑外，我们分析核心驱动力是能源转型惯性超预期，煤炭资产久期持续拉长
- 由此，久期长度成为低协方差资产重估逻辑之外的第二条线索，**低协方差且长久期资产或为未来一段时间的投资主线**

中国神华股价走势与煤价的关系



数据源：wind，华源证券研究

— 中国神华股价涨幅 (左轴) — 榆林5500大卡动力煤车板价 (元/吨, 右轴)

主要内容

1. 超越红利：稳定价值类资产重估的底层逻辑
2. 警惕价值陷阱：寻找低协方差且长久期资产
3. 配置思维上位预期差思维：组合优于个股
4. 重点公司估值表



■ **DCF模型下，股息率不影响股价涨跌，甚至不影响收益率。股价上涨的驱动力是折现率，当折现率变化时，久期提供弹性**

- 从DCF模型来看，当参数预期准确时（不存在预期差），股价涨幅取决于折现率，即下式②/①，与分红率无关
- 静态高分红很可能是价值陷阱，DCF模型必须考虑资产的久期。一方面很多高股息资产之所以拥有较高的股息，本质是久期过短，盈利能力无法持续，收到的股息可能无法弥补本金的下跌；另一方面，当折现率发生变化时，久期长度决定股价上涨的弹性。

$$\textcircled{1} \quad P_0 = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} \dots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

$$\textcircled{2} \quad P_1 = CF_1 + \frac{CF_2}{(1+r)^1} + \frac{CF_3}{(1+r)^2} + \frac{CF_4}{(1+r)^3} \dots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^{t-1}}$$

- 此外，静态分红率并没有给没有分红的钱估值，而这部分钱往往用于还债或对外投资，变成了未来的利润以及股息的增长。从FCFF法现金流折现来看，还债既不减损也不增厚企业价值，对权益所有者的影响等价于分红。同时，如果认为企业遵循股东利益最大化原则，增量资本开支全投资回报率不低于加权资本成本，那么对外投资优于分红。因此**更应关注公司“投资、还债、分红前的可支配现金流”**

$$\textcircled{3} \quad \text{股权价值 (FCFF法)} = \text{对自由现金流折现} - \text{债务余额} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+r_{wacc})^t} - \text{债务余额}$$

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/825331242120011300>