

证券研究报告—深度报告

金融工程

数量化投资

金融工程专题研究

2012年04月24日

专题报告

相关研究报告:

《金融工程专题研究: 国信投资时钟策略指数》——2012-03-19

《金融工程专题报告: 应用相对价格数据实施指数增强》——2012-03-16

《数量化投资技术系列报告之五十三: 基于核密度估计的选股因子分布差异测度和中性策略》——2012-03-15

《金融工程专题研究: 基于三因子特征的行业分组及指数构建方法》——2012-03-15

《指数增强专题研究: 中证系列规模指数的行业中性增强研究》——2012-03-15

证券分析师: 秦国文

电话: 0755-82133528

E-MAIL: qingw@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511080001

证券分析师: 林晓明

电话: 0755-82136165

E-MAIL: linxiaom@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980512020001

证券分析师: 戴军

电话: 0755-82133129

E-MAIL: daijun@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120064

分红的理论、现状及投资价值

● 分红背后的原因

分红能促进剩余资金在公司和投资者之间有效配置; 稳定的分红能更好地体现出股票的内在价值, 成为价值投资的判断依据; 高而稳定的分红政策又是优质公司向市场传递信号的手段; 而且, 分红是股东们避免公司管理者浪费资源的代理问题的一种方法, 也是非流通股股东获取投资收益的唯一方法。因为这些原因, 尽管分红会直接减少公司价值, 却很有必要。

● 国际上的分红情况

总体而言, 发达国家相对发展中国家的股息率较高, 股利支付率较高, 股息率与国家利率差异较小。这反应了成熟市场的分红更充分, 价值投资更为重要。

● 我国上市公司的分红情况

2010年股利支付率最高的行业是公共事业、采掘(达40%), 其次有黑色金属、食品饮料(达35%); 最低的是交运设备、建筑建材和房地产。高股息率低市盈率的行业更有价值投资的意义, 采掘、黑色金属、公共事业、交通运输是相对有投资价值的。从2005年~2010年行业分红和估值情况看, 市场的分红意识是在逐渐提升的, 几乎所有行业中分红公司的占比逐年增加, 但股利支付率总体变化不大, 股息率与市场总体估值负相关。分红最多、连续性最好的是金融, 其次分别有交通运输、黑色金属、食品饮料。分红最少、持续性最差的是信息服务、餐饮旅游、电子。

● 分红的财务动因

总资产规模与分红各指标都有比较强的正相关性。行业股息率同净利润和总资产规模有比较强的正相关性, 行业的分红公司占比同股权回报率(ROE)和总资产规模有比较强的正相关性, 同非流通股比例有一定的负相关性。行业的股利支付率同总资产有比较强的正相关性。公司的每股派息同每股收益和总资产收益率(ROA)的正相关性最大, 其次是与每股净资产、净资产收益率(ROE)的正相关性, 此外, 每股派息同每股经营现金流、每股净资产增长率、销售毛利率有一定的正关系。

● 分红的投资价值传导

分红与行业/公司的基本面相关, 理论上应是比较好的价值投资参考因素。通过6个强周期行业的分红和股价走势发现, 突破性分红的发生与随后的股价表现具有相关性。大部分情况下, 突破性分红对市场的影响是真实存在的。所以, 对于投资者而言, 分红的突破性变化应是值得关注的消息面之一。

● 行业生命周期与分红

通过营业收入增长率、毛利率增长率、投资活动产生的现金流量净额增长率三个财务指标判断各行业所处生命周期阶段: 交运设备处于比较明显的加速成长区, 黑色金属、有色金属、信息服务和交通运输处于急速衰退区, 食品饮料、公共事业、轻工制造和化工处于成熟区, 其他行业没有非常明显的特征, 但都接近成熟区, 因经济形势、技术、政策等多种因素复杂的影响, 各自表现出不同的成长动力残余(或潜力)。再结合分红情况, 发现采掘、金融服务的分红水平高于我们的分析结果, 但轻工制造、化工、食品饮料、有色金属、信息服务、餐饮旅游却没有达到与行业生命周期相匹配的水平。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

内容目录

分红背后的原因.....	5
有效资金分配	5
价值投资者的需要	5
优质公司的信号释放	5
代理问题	5
国际上的分红情况.....	6
股息率对比	6
市盈率对比	7
股利支付率对比	8
利率对比	8
我国上市公司的分红情况	10
2010 年分红情况	10
2010 年行业分红与估值情况	12
2005-2010 年行业分红与估值	13
行业分红的持续性	16
分红的动因分析.....	17
财务指标选择	17
行业层面动因分析	18
公司层面动因分析	19
分红的投资价值传导.....	19
价值投资中的分红传导机制	19
分红传导机制的验证	20
行业生命周期与分红.....	23
行业生命周期判别理论基础	23
行业生命周期判断指标	23
分行业指标分析	24
行业生命周期分析结果	25
行业生命周期与分红情况对比分析	25
国信证券投资评级.....	27
分析师承诺.....	27
风险提示.....	27
证券投资咨询业务的说明	27

图表目录

图 1: 2001-2011 年 12 个国家/地区的股息率 (%)	6
图 2: 2001-2011 年 12 个国家/地区的市盈率 (%)	7
图 3: 2001-2011 年 12 个国家/地区的股利支付率 (%)	8
图 4: 2001-2006 年 12 个国家/地区的长期贷款利率 (%)	9
图 5: 2001-2006 年 12 个国家/地区的贷款利率与股息率差异 (%)	9
图 6: 2010 年盈利公司占比和分红公司占比 (%)	11
图 7: 2010 年行业盈利利润和股利支付率	11
图 8: 2010 年行业股息率 (%) 和市盈率	12
图 9: 2010 年行业股利支付率 (%) 和市盈率	13
图 10: 行业连续分红情况	16
图 11: 6 个典型行业的突破性分红	21
图 12: 交通运输突破性分红	22
图 13: 公用事业突破性分红	22
图 14: 黑色金属突破性分红	22
图 15: 金融服务突破性分红	22
图 16: 化工突破性分红	22
图 17: 房地产突破性分红	22
图 18: 行业生命周期区域划分	23
图 19: 分行业综合加权 Alpha1&2	25
表 1: 2001-2011 年 12 个国家/地区的股息率 (%)	7
表 2: 2001-2011 年 12 个国家/地区的市盈率 (%)	7
表 3: 2001-2011 年 12 个国家/地区的股利支付率 (%)	8
表 4: 2001-2006 年 12 个国家/地区的长期贷款利率 (%)	9
表 5: 2001-2011 年 12 个国家/地区的贷款利率与股息率 (%)	10
表 6: 2010 年上市公司利润分配情况	11
表 7: 2010 年上市公司分红与估值情况	13
表 8: 2005-2010 年行业分红公司占比 (%)	14
表 9: 2005-2010 年行业整体股利支付率 (%)	14
表 10: 2005-2010 年行业整体股息率 (%) 和长期贷款利率 (%)	15
表 11: 行业连续分红情况	17
表 12: 分红理论假设中的动因因子	17
表 13: 股息率、分红公司占比、股利支付率同各财务指标的相关系数	18
表 14: 股息率、分红公司占比、股利支付率同各财务指标的相关系数平均值	18
表 15: 每股派息同各财务指标的相关性	19
表 16: 分红实施公告日在各月分布 (2011 年)	20
表 17: 各行业同上证综指的相关性	20
表 18: 突破性分红的有效传导概率	22

表 19: Alpha 图区域与对应的生命周期阶段.....	24
表 20: 分行业指标的 Alpha1&2.....	24

分红背后的原因

公司每年获取净利润的一部分作为留存收益，相当于内部融资用作公司来年增加的投资，另一部分作为现金分红发放给投资者，成为投资者的阶段性收益。留存收益会增加公司价值，并成为比负债融资和股权融资成本更低的内部融资方式，但分红会导致公司价值的缩减。尽管如此，合理适当的分红却是必要的，其主要有四个方面的原因。

有效资金分配

关于是否分红以及以何种比例在两个用途之间分配净利润，公司需要根据投资回报率来权衡取舍。

一般地，公司在生命中，遵循着形成期、成长期、成熟期、衰退期的周期规律。当一个公司处于成长周期的前两个阶段时，逐步增进投资的需求很大。因为这两个阶段中的公司成长空间巨大，具有高资本回报率。但如果进入了后两个阶段，盈利能力较低，股权收益率较低，大量的留存收益最终会成为公司低效率利用的资金，甚至成为闲置资金。

而对于投资者而言，股权投资于一家公司是会有机会成本的。因为他在投入资本到某特定公司意味着他放弃了市场上其他的投资机会，所以投资者在市场上其他机会中可获得最高回报便是这一机会成本。如果公司的股权收益率不及这一机会成本，投资者应退出资金，而投入到其他更有效率的资金运用领域。

所以，分红成为了净利润带来的资金分配的调节杠杆，可以让资金得到有效配置，实现投资者高效率投资。

价值投资者的需要

投资股票市场收益来源有两种，一是通过股票市场交易价格的升值，获取资本利得；二是通过股票分红，获取股息收入。比如，DDM模型是对股票内在价值的评价模型，其依据是，如果投资者长期持有这只股票，那么投资者逐年从公司获得股利的贴现值之和就是这个股票的价值，这是标准的价值投资。对于不分红或者极少分红的公司，投资者只能通过二级市场买卖获取收益。而如果投资者通过二级市场的交易获取资本利得，很多情况下股票的价格是被不同程度的高估或低估，投资者的投资有很大的投机风险，尤其在市场热炒情况下，对这样的公司进行投资有很大的不确定性和风险。所以，只有稳定的分红政策才能更好地体现出股票的内在价值，为价值投资者的判断依据。

优质公司的信号释放

现实中因为信息不对称，公司经理们比外部股东了解企业信息。但公司可以通过股利政策向市场传递有关公司未来盈利能力的信息。一般绩优的公司往往愿意通过较高的股利支付率将自己同低质量的公司区别开来，以吸引投资者。所以分红成为了那些有良好盈利能力和盈利潜力公司的释放信号的必要方法。

代理问题

在公司经营过程中，存在两类代理问题。第一类存在于大股东与公众股东之间，另一类存在于经理与股东之间。

大股东，尤其是非流通控股股东不能通过二级市场买卖的资本利得获得回报，

所以他们倾向于利用自身的大股东控制权，通过分红取得投资收益。从这一类代理问题角度看来，分红成为了大股东获利的必要手段。

另一类由于控制权和经营权的分离，存在于股东和公司管理者之间。二者的利益目标并非完全一致，所以公司管理者在经营活动中会偏离公司价值最大化、股东利益最大化的目标，尤其是现金流充沛时，严重地浪费占用公司资源。所以，定期地分红能够防止管理者在过多盈余现金时浪费和占用资金，保证股东的利益。

总之，分红是第一类代理问题的必然产物，当然也在一定程度上解决了第二类代理问题。

国际上的分红情况

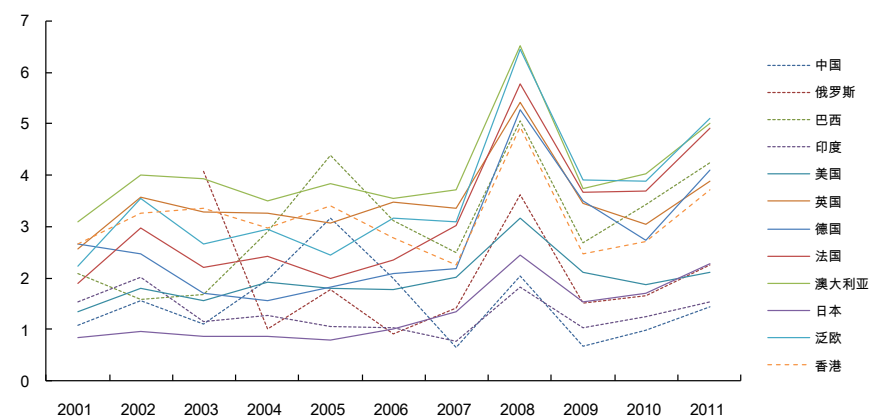
国际上的分红情况差异很大，这是因为在不同国家里，市场成熟度和政策制度都有所不同。在一些发达国家，证券市场经过多年的发展、投资者经验和知识程度足够高、机构投资者比较多，所以处于比较成熟的状态。价值投资是成熟市场里非常有效的投资方式。所以这些国家的分红大多比较稳定和理性，可以作为股票投资的重要参考。但在大多数发展中国家的新兴市场里，证券市场还在逐步成长和规范，处于不成熟状态，投机氛围浓厚，非理性情绪弥漫，公司的分红也具有非理性和不合理特征。市场上不分配的情况较严重，一些公司把股票市场作为圈钱的工具，伤害中小股东。此外，一些公司的分红政策还缺乏稳定性、甚至出现异常分红等一系列不规范的现象。股东难以判断、获取股利收益，只能通过买卖获取投资收益，造成了市场上严重的投机炒作。

这里，根据三个不同的指标来探究国际市场上的分红情况，分别是股息率、市盈率和利率。选取的国家包括金砖四国、西方工业六国以及代表欧洲整体的泛欧相应指数和代表开放性小型经济体的香港。这些指数分别有，沪深 300（中国）、MICEX（俄罗斯）、BOVESPA（巴西）、SENSEX（孟买）、S&P500（美国）、FTSE100（英国）、DAX30（德国）、CAC（法国）、S&P200（澳大利亚）、NKY225（日本）、STOXX50（泛欧）、HIS（恒生）。

股息率对比

股息率是每股派息与股票价格的比率，它反映了股东定期获取的股利收益率。下图是 12 个国家/地区从 2001 年到 2011 年实际股息率变化趋势。其中，实线对应的是西方工业六国和泛欧地区，其余皆为虚线表示。

图 1：2001-2011 年 12 个国家/地区的股息率（%）



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

从图中 1 可以看出，西方工业六国和泛欧地区的股息率普遍高于金砖四国，香港的股息率也普遍高于金砖四国。这反应了股利收益率在成熟的市场里占据的地位比在新兴市场里的地位更重要。

表 1: 2001-2011 年 12 个国家/地区的股息率 (%)

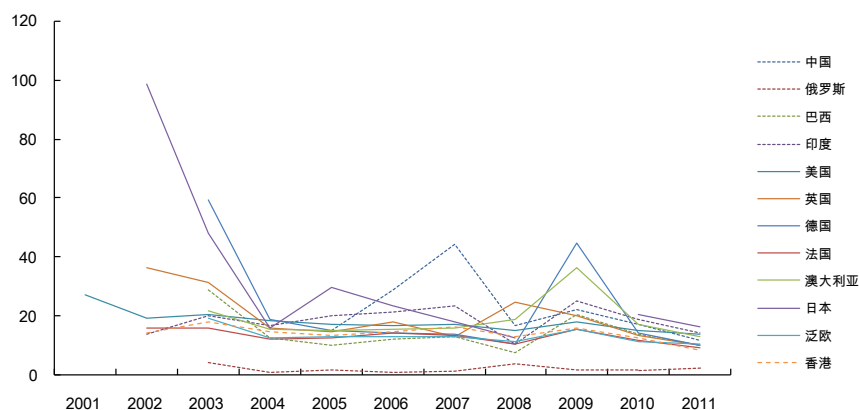
国家/地区	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
中国	1.07	1.57	1.11	1.97	3.16	1.98	0.64	2.03	0.68	0.99	1.43
俄罗斯			4.08	1.00	1.78	0.90	1.42	3.63	1.51	1.66	2.26
巴西	2.08	1.57	1.68	2.91	4.39	3.11	2.49	5.06	2.69	3.43	4.24
印度	1.52	2.02	1.16	1.28	1.07	1.04	0.78	1.82	1.03	1.24	1.53
美国	1.35	1.81	1.56	1.92	1.80	1.77	2.01	3.16	2.11	1.87	2.12
英国	2.57	3.57	3.28	3.27	3.07	3.47	3.34	5.41	3.44	3.05	3.89
德国	2.65	2.47	1.70	1.56	1.81	2.09	2.19	5.27	3.51	2.74	4.11
法国	1.90	2.97	2.20	2.41	2.00	2.35	3.01	5.78	3.65	3.70	4.91
澳大利亚	3.09	4.00	3.94	3.49	3.84	3.55	3.70	6.51	3.73	4.04	5.00
日本	0.84	0.96	0.87	0.87	0.79	1.01	1.35	2.46	1.54	1.71	2.28
泛欧	2.22	3.56	2.66	2.95	2.43	3.17	3.09	6.45	3.90	3.89	5.09
香港	2.66	3.26	3.35	2.97	3.39	2.78	2.25	4.94	2.46	2.72	3.71

资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

市盈率对比

市盈率是股价和每股收益的比值，反应了市场的估值情况。过高的市盈率很可能是股票被高估的表现，过低则很可能因为被低估。它反映了市场的热度。

图 2: 2001-2011 年 12 个国家/地区的市盈率 (%)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

在图 2 中，金砖四国中俄罗斯市盈率处于非常低的水平，印度和中国处于这 12 个国家/地区中较高水平（中国在 07 年还一度达到 40 以上）。西方工业六国和泛欧地区、香港地区的市盈率处于 20 左右的水平，而且比较平稳。

表 2: 2001-2011 年 12 个国家/地区的市盈率 (%)

国家/地区	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
中国					15.04	29.06	44.27	16.87	22.28	17.08	11.82
俄罗斯			4.08	1.00	1.78	0.90	1.42	3.63	1.51	1.66	2.26
巴西	17.18		28.73	12.56	10.02	12.28	12.83	7.74	20.64	13.66	9.98
印度		13.65	19.95	16.91	19.90	21.47	23.60	10.29	25.20	18.65	14.12
美国	27.14	19.19	20.30	18.48	17.25	16.90	17.35	15.02	18.13	14.98	13.64
英国		36.53	31.46	15.71	14.84	18.11	13.10	24.70	20.25	13.54	9.96
德国			59.27	19.03	15.00	14.25	13.74	10.36	44.65	14.38	9.91
法国		15.76	15.98	12.17	12.38	14.24	13.28	10.38	15.52	11.68	9.25

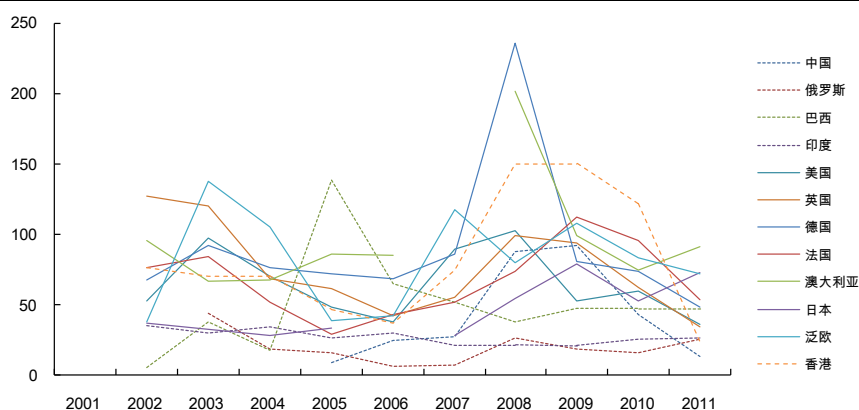
澳大利亚		21.97	15.57	15.06	15.33	15.90	18.72	36.23	17.32	12.95
日本	98.70	48.14	16.10	29.55	23.26	18.02	12.55		20.45	16.46
泛欧		19.28	12.39	12.79	13.06	12.80	11.50	15.41	11.31	10.31
香港	14.33	18.03	14.62	13.33	14.62	16.19	13.14	15.77	12.45	8.43

资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

股利支付率对比

股利支付率，也称股利支付率，是指净收益中股利所占的比重。它反映公司的股利分配政策和股利支付能力，也即对净利润带来的资金进行分配的调节杠杆。

图 3: 2001-2011 年 12 个国家/地区的股利支付率 (%)



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 3 中，金砖四国的股利支付率相比于西方工业六国和泛欧地区、香港地区，处在较低的水平。

表 3: 2001-2011 年 12 个国家/地区的股利支付率 (%)

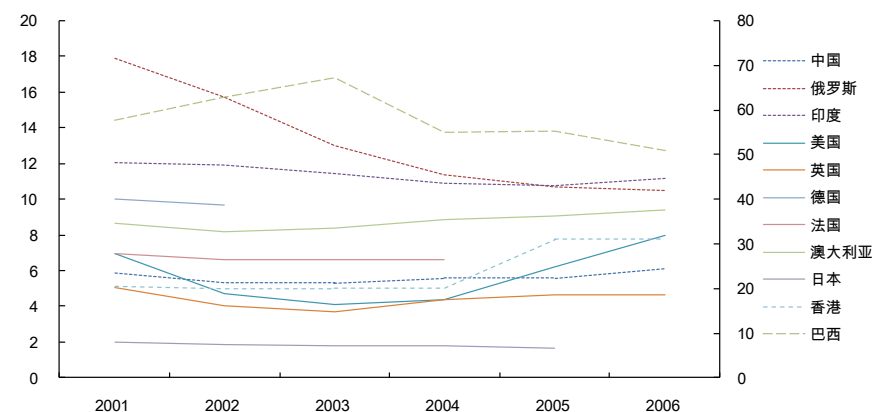
国家/地区	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
中国					8.81	24.69	27.24	87.79	92.35	42.92	13.35
俄罗斯			44.11	18.63	15.85	6.66	7.35	26.43	18.20	15.51	25.18
巴西		5.69	38.16	17.37	138.44	65.23	51.57	37.62	47.58	47.14	46.94
印度		35.53	29.99	34.64	26.75	29.96	21.48	21.24	20.71	25.91	25.97
美国		52.35	97.19	70.01	48.47	38.16	89.40	102.89	52.99	59.92	35.59
英国		126.79	120.14	68.38	61.26	42.30	55.03	98.83	93.50	62.18	34.16
德国		67.27	92.33	75.94	71.91	68.39	86.18	236.10	80.96	73.31	48.23
法国		76.75	83.90	51.35	29.21	43.43	52.14	73.64	111.95	95.47	53.69
澳大利亚		95.43	66.65	67.38	86.15	85.26		201.97	99.10	74.93	91.39
日本		37.04	32.86	28.12	33.29		28.44	54.18	78.98	52.89	72.86
泛欧		37.71	137.32	105.11	38.89	42.17	117.12	79.56	108.20	83.13	71.56
香港		76.30	69.97	70.44	46.89	37.07	74.42	149.80	150.01	121.68	23.69

资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

利率对比

在完全理想的市场中，股利收益率应该同其他具有同样风险的投资标的有同样的回报率。如果股票被价值投资者长期持有，公司稳健经营、股利政策稳定，那理论上的股息率应该与比较稳定的低风险资产回报率相当。由于现实中，不存在这样的公司和与这样的股票风险相同的标的，所以只能以贷款利率近似地代表这样一个回报率。所以，通过比较股息率与贷款利率（接近真实股息率）的差异，则可反映分红的充分程度和价值投资在市场中的分量。

图 4: 2001-2006 年 12 个国家/地区的长期贷款利率 (%)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

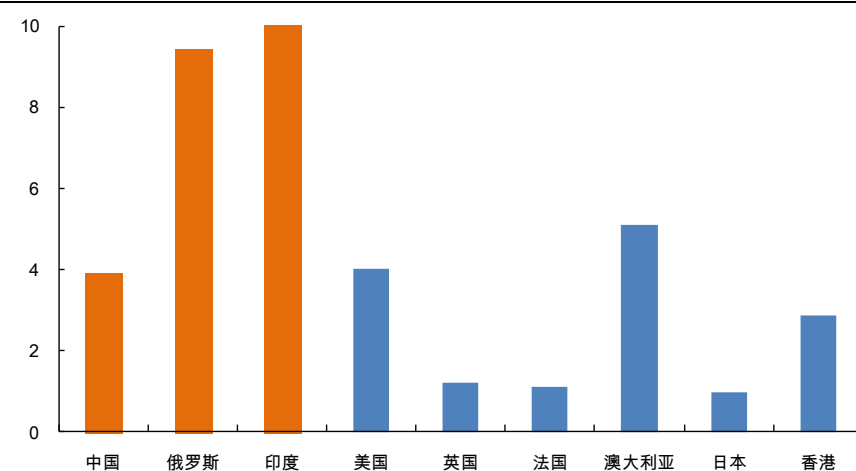
图 4 中因巴西的贷款利率水平远超过另外 11 个国家/地区, 达到了 60%左右, 所以以次坐标轴表现, 其余 11 个国家/地区的利率水平在 18%以下, 大部分都比较稳定。

表 4: 2001-2006 年 12 个国家/地区的长期贷款利率 (%)

国家/地区	2001	2002	2003	2004	2005	2006
中国	5.85	5.31	5.31	5.58	5.58	6.12
俄罗斯	17.91	15.71	12.98	11.40	10.68	10.46
巴西	57.62	62.88	67.08	54.93	55.38	50.81
印度	12.08	11.92	11.46	10.92	10.75	11.19
美国	6.92	4.68	4.12	4.34	6.19	7.96
英国	5.08	4.00	3.69	4.40	4.65	4.65
德国	10.01	9.70				
法国	6.98	6.60	6.60	6.60		
澳大利亚	8.66	8.16	8.41	8.85	9.06	9.41
日本	1.97	1.86	1.82	1.77	1.68	
香港	5.13	5.00	5.00	5.00	7.75	7.75

资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 5: 2001-2006 年 12 个国家/地区的贷款利率与股息率差异 (%)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 5 中因巴西非常高的利率水平使得该差异非常大, 不便于表示在图中。此外,

中国、俄罗斯、印度三国的差异很大而且比较明显，这表明新兴市场的分红程度还不太充分。西方六强工业国中，美国和澳大利亚的该项差异与中国接近，而英国、法国、日本，则有着很小的差异，这表明这三国家的分红程度比较充分。开放型小型经济体香港的分红程度也比较充分。

表 5: 2001-2011 年 12 个国家/地区的贷款利率与股息率 (%)

国家/地区	指标	2001	2002	2003	2004	2005	2006	平均
中国	贷款利率	5.85	5.31	5.31	5.58	5.58	6.12	3.82
	股息率	1.07	1.57	1.11	1.97	3.16	1.98	
	率差	4.78	3.74	4.20	3.61	2.42	4.14	
俄罗斯	贷款利率	17.91	15.71	12.98	11.40	10.68	10.46	9.44
	股息率			4.08	1.00	1.78	0.90	
	率差			8.90	10.40	8.90	9.56	
巴西	贷款利率	57.62	62.88	67.08	54.93	55.38	50.81	55.49
	股息率	2.08	1.57	1.68	2.91	4.39	3.11	
	率差	55.54	61.31	65.40	52.02	50.99	47.70	
印度	贷款利率	12.08	11.92	11.46	10.92	10.75	11.19	10.04
	股息率	1.52	2.02	1.16	1.28	1.07	1.04	
	率差	10.56	9.90	10.30	9.64	9.68	10.15	
美国	贷款利率	6.92	4.68	4.12	4.34	6.19	7.96	4.00
	股息率	1.35	1.81	1.56	1.92	1.80	1.77	
	率差	5.57	2.87	2.56	2.42	4.39	6.19	
英国	贷款利率	5.08	4.00	3.69	4.40	4.65	4.65	1.21
	股息率	2.57	3.57	3.28	3.27	3.07	3.47	
	率差	2.51	0.43	0.41	1.13	1.58	1.18	
法国	贷款利率	6.98	6.60	6.60	6.60			1.12
	股息率	1.90	2.97	2.20	2.41			
	率差	2.51	0.43	0.41	1.13			
德国	贷款利率	8.66	8.16	8.41	8.85	9.06	9.41	5.11
	股息率	3.09	4.00	3.94	3.49	3.84	3.55	
	率差	5.57	4.16	4.47	5.36	5.22	5.86	
日本	贷款利率	1.97	1.86	1.82	1.77	1.68		0.96
	股息率	0.84	0.96	0.87	0.87	0.79		
	率差	1.13	0.90	0.95	0.90	0.89		
香港	贷款利率	5.13	5.00	5.00	5.00	7.75	7.75	2.87
	股息率	2.66	3.26	3.35	2.97	3.39	2.78	
	率差	2.47	1.74	1.65	2.03	4.36	4.97	

资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

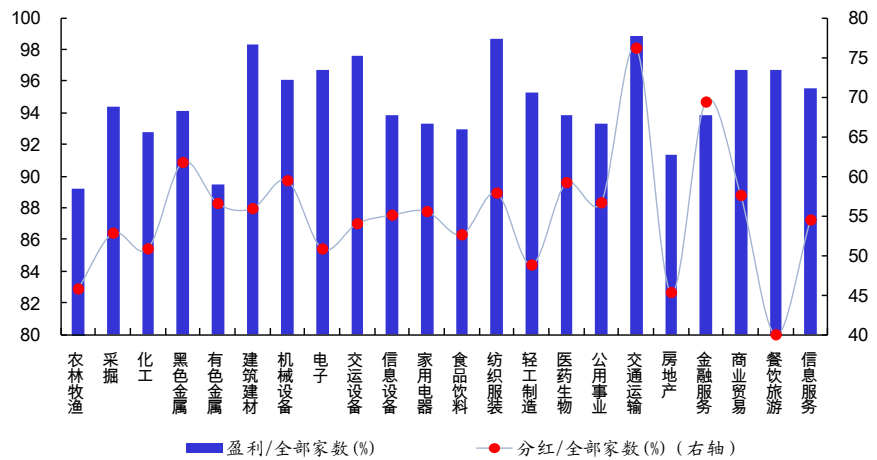
我国上市公司的分红情况

2010 年分红情况

此处的截面数据选取的观察时间点是 2010 年末，后文中涉及的分红均是指 2011 年所实施的针对 2010 年利润的分红。截面数据包含了所有上市（A 股、B 股）的 2404 家公司。

从图 6 可见，各行业盈利公司占比差异不大，其中 20 各行业都处在 90%~100% 之间。此外，对比盈利公司占比和分红公司占比可发现，交通运输行业的分红无论是盈利公司占比还是分红公司占比都显著地高于其他公司，其次是金融服务。其他的行业中餐饮旅游行业次低。

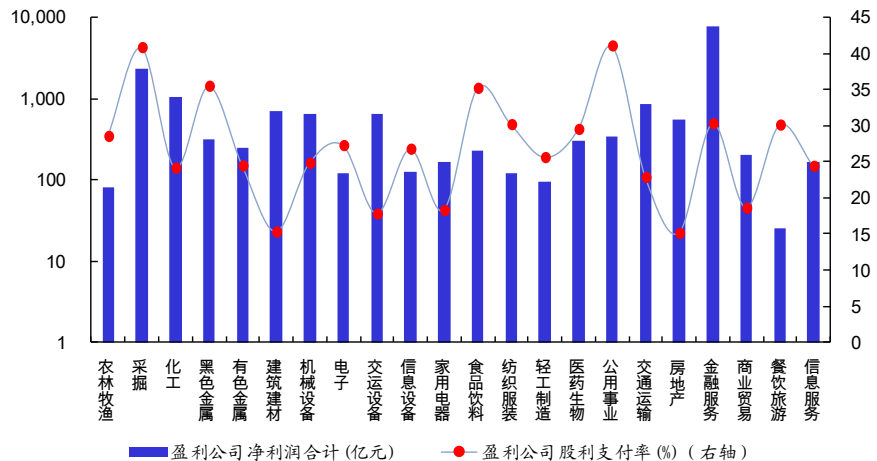
图 6: 2010 年盈利公司占比和分红公司占比 (%)



资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

从图 7 可看出，各行业的盈利和分红总额是正比的关系，净利润最多的是金融服务行业，相应的，其分红总额最多。净利润排第二的是采掘，相应的分红总额位于 22 个行业中的第二位。但通过盈利公司股利支付率（股利支付率）看来，净利润和分红总额都是最多的金融服务行业却并非最高的。公共事业的股利支付率是最高的（41.04%），其次是采掘行业（40.81%），随后依次有黑色金属（35.46%）、食品饮料（35.17%）、金融服务（30.27%）、纺织服装（30.14%）、餐饮旅游（30.08%）、医药生物（29.48%）。股利支付率最低的是交运设备（17.76%）、建筑建材（15.26%）和房地产（15.08%）。

图 7: 2010 年行业盈利利润和股利支付率



资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

表 6: 2010 年上市公司利润分配情况

行业名称	行业内公司数目	盈利公司比例 (%)	分红公司比例 (%)	盈利公司利润总计 (亿元)	分红总额 (亿元)	盈利公司股利支付率 (%)
农林牧渔	83	89.16	45.78	79.25	22.59	28.51
采掘	53	94.34	52.83	2,296.57	937.24	40.81
化工	234	92.74	50.85	1,043.14	251.37	24.11
黑色金属	34	94.12	61.76	315.89	112.00	35.46

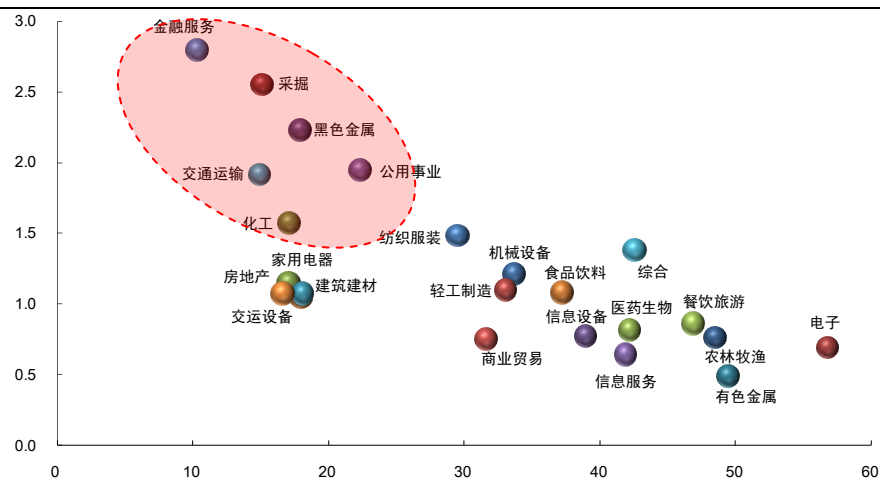
有色金属	76	89.47	56.58	244.63	59.75	24.43
建筑建材	118	98.31	55.93	706.20	107.78	15.26
机械设备	328	96.04	59.45	643.80	159.65	24.80
电子	120	96.67	50.83	118.62	32.31	27.24
交运设备	124	97.58	54.03	653.98	116.15	17.76
信息设备	98	93.88	55.10	125.50	33.56	26.74
家用电器	45	93.33	55.56	167.06	30.50	18.26
食品饮料	57	92.98	52.63	230.20	80.94	35.17
纺织服装	76	98.68	57.89	121.78	36.70	30.14
轻工制造	84	95.24	48.81	93.67	23.95	25.58
医药生物	179	93.85	59.22	302.13	88.93	29.48
公用事业	90	93.33	56.67	346.74	142.29	41.04
交通运输	84	98.81	76.19	839.85	191.77	22.83
房地产	150	91.33	45.33	559.87	84.40	15.08
金融服务	49	93.88	69.39	7,788.73	2,357.57	30.27
商业贸易	92	96.74	57.61	203.78	37.84	18.57
餐饮旅游	30	96.67	40.00	25.43	7.65	30.08
信息服务	156	95.51	54.49	164.45	40.08	24.37

资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

2010 年行业分红与估值情况

衡量分红水平可以通过股息率和股利支付率两个角度进行，前者是指相对于当前市场估值的相对水平，后者是只与盈利相关的绝对水平。图 8、图 9 则分别从两个角度来考察不同行业的分红与估值的情况。

图 8: 2010 年行业股息率 (%) 和市盈率

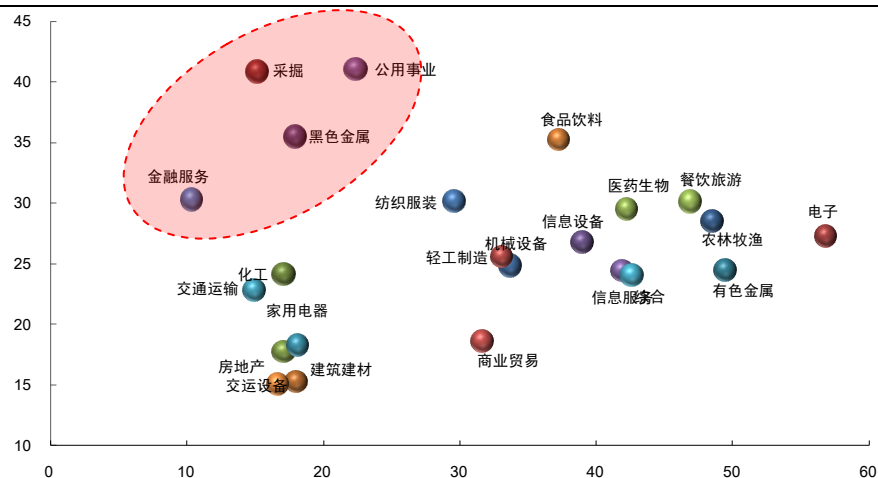


资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

图 8 列示了各行业在 2010 年的股息率和市盈率。他们总体上排布在一条反比例函数的线上，即高市盈率的行业往往股息率低，低市盈率的行业往往股息率高。不过从价值投资的角度看来，同等水平的市盈率对应的股息率越高越有价值。所以，采掘、黑色金属、交通运输、公共事业属于相对更优价值投资意义的行业。

图 9 列示了各行业在 2010 年的市盈率和股利支付率。高股利支付率和低市盈率的行业主要集中在坐标图的左上部分，比如采掘、公共事业、黑色金属和金融服务。他们属于估值很低，但绝对股利支付率很高的行业，具有比较好的投资价值。

图 9: 2010 年行业股利支付率 (%) 和市盈率



资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

表 7: 2010 年上市公司分红与估值情况

行业名称	市盈率(整体法)	股息率(%)	股利支付率(%)
农林牧渔	49	0.76	28.51
采掘	15	2.55	40.81
化工	17	1.57	24.11
黑色金属	18	2.23	35.46
有色金属	49	0.49	24.43
建筑建材	18	1.04	15.26
机械设备	34	1.21	24.80
电子	57	0.69	27.24
交运设备	17	1.15	17.76
信息设备	39	0.77	26.74
家用电器	18	1.07	18.26
食品饮料	37	1.08	35.17
纺织服装	30	1.48	30.14
轻工制造	33	1.10	25.58
医药生物	42	0.81	29.48
公用事业	22	1.94	41.04
交通运输	15	1.91	22.83
房地产	17	1.07	15.08
金融服务	10	2.79	30.27
商业贸易	32	0.75	18.57
餐饮旅游	47	0.86	30.08
信息服务	42	0.64	24.37
综合	43	1.38	24.03

资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

2005-2010 年行业分红与估值

前一部分针对 2010 年截面数据进行了行业的考察, 这里通过对各行业在过去 6 年里的分红变化做出总结和考察判断。选用 2005 年为起点, 是因为 2005 年底开始了股权分置改革, 所以自 2006 年开始制定分红方案都是受到了这一政策的影响的。2005 年到 2010 年利润的分红具有政策上的一致性。

分红公司占比, 是指行业内实施分红的公司数量与行业内盈利公司数量的对比。它的变化表征了行业内总体对于分红重视程度的变化。

通过表 8 可看出自 2005 年以来，各行业的分红公司占比总体上都呈逐年上升的趋势，不受证券市场走强、走弱的影响。这说明了市场对于分红的认识程度和重视度在逐步加深。

对比这 22 个行业，又可以发现黑色金属行业、交通运输行业里分红公司数量占比是最高的，黑色金属行业在 2006 年时最高的，近乎 80% 的盈利公司都分红，交通运输行业分红公司占比是逐年提高的，10 年也达到接近 80% 的水平。

表 8: 2005-2010 年行业分红公司占比 (%)

行业名称	2005	2006	2007	2008	2009	2010
农林牧渔	26.51	27.71	28.92	30.12	37.35	45.78
采掘	33.96	35.85	41.51	50.94	52.83	52.83
化工	25.21	28.63	35.04	35.04	32.05	50.85
黑色金属	67.65	79.41	76.47	55.88	61.76	61.76
有色金属	32.89	42.11	55.26	46.05	50.00	56.58
建筑建材	16.24	28.21	31.62	38.46	44.44	57.26
机械设备	18.96	18.96	27.83	27.52	38.23	59.63
电子	15.13	17.65	26.05	23.53	31.93	51.26
交运设备	22.76	29.27	31.71	35.77	43.09	54.47
信息设备	16.33	19.39	23.47	24.49	39.80	55.10
家用电器	20.00	26.67	22.22	26.67	28.89	55.56
食品饮料	35.71	42.86	32.14	30.36	41.07	53.57
纺织服装	28.95	32.89	30.26	31.58	36.84	57.89
轻工制造	20.24	27.38	26.19	33.33	39.29	48.81
医药生物	28.49	27.37	27.37	32.96	43.58	59.22
公用事业	51.11	54.44	50.00	43.33	43.33	57.78
交通运输	53.57	55.95	59.52	63.10	63.10	77.38
房地产	31.33	34.67	37.33	42.00	44.00	45.33
金融服务	16.33	26.53	46.94	55.10	55.10	69.39
商业贸易	36.96	44.57	43.48	53.26	57.61	57.61
餐饮旅游	33.33	33.33	36.67	33.33	36.67	40.00
信息服务	11.04	11.04	16.23	22.08	37.01	55.19

资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

虽然表 8 中的分红公司占比呈现明显的逐年上升趋势，但股利支付率却并没有这样的上升趋势。从图中可以看出，大部分行业里股利支付率在 05 年、06 年的水平是这 6 年里最高的，07 年降到最低的。22 个行业中，公共事业、黑色金属的高股利支付率是最突出的，前者的股利支付率在这 6 年里都超过了 40%（05 年和 08 年都达到了 58%），后者在 6 年里都超过了 35%（09 年达到了 55%）。

表 9: 2005-2010 年行业整体股利支付率 (%)

行业名称	2005	2006	2007	2008	2009	2010
农林牧渔	54.46	31.48	20.64	22.80	22.76	28.51
采掘	2.21	2.13	21.32	39.36	39.17	40.81
化工	29.07	26.25	25.01	32.10	22.94	24.11
黑色金属	43.28	44.55	39.90	37.23	54.88	35.46
有色金属	11.13	19.27	27.24	33.87	30.93	24.43
建筑建材	16.78	13.00	4.26	12.61	13.62	15.27
机械设备	24.91	18.16	15.48	13.30	12.69	26.04
电子	25.50	23.54	15.67	18.72	20.46	27.34
交运设备	38.69	28.82	19.95	17.54	17.09	17.88
信息设备	23.71	25.36	15.07	17.90	23.21	26.74
家用电器	31.16	26.73	19.93	22.14	21.08	18.26
食品饮料	41.26	55.85	34.94	36.73	31.72	35.25
纺织服装	46.62	37.80	25.10	26.02	26.92	30.14
轻工制造	21.07	22.90	15.99	15.93	28.26	25.58

医药生物	31.91	28.07	16.34	25.25	22.33	29.48
公用事业	58.36	49.90	41.75	58.14	42.16	42.04
交通运输	26.66	43.26	27.77	34.43	33.61	23.24
房地产	30.84	24.96	15.97	17.72	14.65	15.08
金融服务	1.79	11.92	29.59	36.73	26.27	30.40
商业贸易	40.69	31.07	21.74	21.70	22.73	18.57
餐饮旅游	42.16	33.73	27.13	35.94	32.20	30.08
信息服务	35.90	34.51	17.42	8.62	25.53	24.50

资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

此外，股利支付率逐年变化和不同行业的水平分布并没有明显的规律。其复杂的表现是因为股利支付率受到两方面因素的影响：

1. 经济形势的影响：经济形势的好坏影响着企业利润的高低。当企业预期经济形势正在逐渐走好，也即预期到未来利润会有增加，企业在当期不必保持太多留存收益，可以使用较高股利支付率。当企业预期到经济形势即将恶化，未来利润会有大幅下滑，为了稳定企业的现金流和经营资产，则可能不分红，或者分红但采用低股利支付率。（这可以解释表 9 中 05、06 年比较高，但 07 年突然明显降低的现象。）
2. 行业所处生命周期的影响：当行业处在扩展、发展的阶段时，较低的股利支付率有利于其内部融资和发展壮大。当行业处在成熟稳定经营的阶段时可以进行较高比率的股利支付。（这可以解释 22 个行业中，有的股利支付率在逐年提高，有的在降低，有的却持续低位，无固定的规律。）

表 10：2005-2010 年行业整体股息率（%）和长期贷款利率（%）

行业名称	2005	2006	2007	2008	2009	2010
农林牧渔	4.73	2.09	0.82	1.51	0.68	0.81
采掘	4.86	2.75	0.50	2.79	1.66	2.74
化工	2.72	1.66	0.71	1.70	1.08	1.96
黑色金属	7.78	3.97	1.59	2.84	1.21	2.19
有色金属	3.53	2.61	0.57	1.56	0.74	0.61
建筑建材	2.43	1.89	0.62	1.28	0.93	1.30
机械设备	2.69	1.62	0.64	1.22	0.66	1.08
电子	1.77	1.45	0.67	2.16	0.89	0.79
交运设备	4.53	1.98	0.84	1.49	0.75	1.20
信息设备	1.36	1.54	0.74	1.59	0.79	0.82
家用电器	3.15	1.82	0.93	1.72	1.15	1.07
食品饮料	1.83	1.19	0.75	1.53	0.88	1.00
纺织服装	4.03	2.68	1.19	2.67	1.04	1.65
轻工制造	2.54	1.08	0.70	1.47	1.66	1.44
医药生物	2.01	1.87	0.57	1.66	0.92	0.81
公用事业	3.92	2.90	1.12	1.47	1.61	2.25
交通运输	3.33	2.25	0.95	3.12	1.74	2.00
房地产	2.39	1.21	0.42	1.34	0.68	1.12
金融服务	1.54	0.42	1.20	4.20	2.81	3.49
商业贸易	3.85	2.23	0.67	1.74	0.83	0.81
餐饮旅游	2.26	1.51	0.72	2.33	1.14	0.95
信息服务	1.56	1.34	0.52	1.19	0.70	0.59
长期贷款利率	6.12	6.40	7.83	5.94	5.94	6.40

资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

在前面国际分红情况部分里使用贷款利率与股息率之差来衡量分红的充分程度，这里也通过对比股息率与贷款利率，来衡量中国不同时期的分红充分程度和价值投资的分量。

表 10 中，22 个行业的股息率表现出一致的变化规律，其总体趋势是中国 05 年是这 6 年中最高，然后连续下降 2 年，到 08 年达到一个小波峰，之后下降并保持比较稳定的水平。这样的规律与股市热度的变化是密切相关的。05 年处于这几年的低位，06、07 年是股市中的牛市，股价迅速走高，所以市盈率相应地受到影响在这 3 年里明显降低。07 年 10 月股市达到历史性的顶峰，然后泡沫的破灭和随之而来的熊市，使得 07 年的股息率在低位，08 年又有所增长。

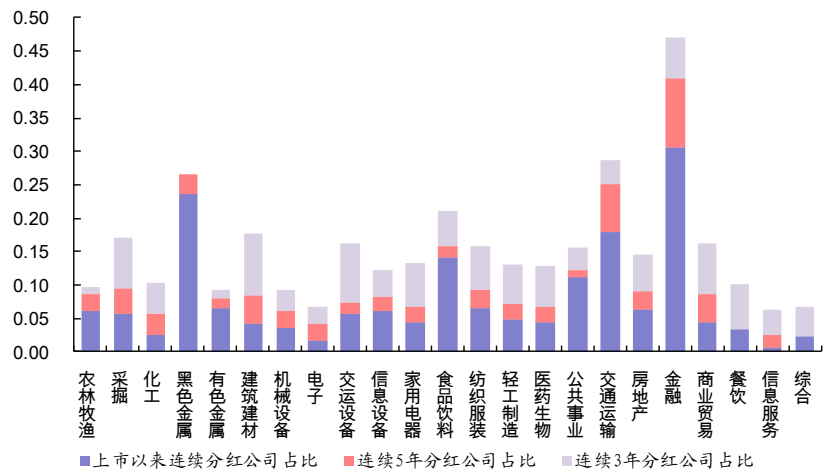
行业间对比，股息率比较高的行业有黑色金属、交通运输、公共事业、采掘业、金融服务，其中金融服务业比较特殊的是 05、06 年都处于低水平的股息率，自 07 年开始其股息率超过了很多行业，在 08、09、10 年都是 22 个行业中最高的。

通过时间的前后对比，又可以看出，贷款利率同股息率之差在 07 年最为显著，这也说明了，07 年的分红相对股价出现异常，即分红太低或者市场投机氛围太重。该差异在 05 年、08 年时最小的。

行业分红的持续性

连续分红是指公司自上市以来每年都有分红，连续 5 年分红是指 07 年到 11 年都有分红（不含前一类），连续 3 年分红是指 09 年到 11 年每年都有分红（不含前两类），其他是指不属于这三类的（即近年没有稳定分红）公司。表 11 列示截至 11 年的各行业公司连续分红的情况。

图 10: 行业连续分红情况



资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

分红很可能是优质公司发出信号的行为，但市场上也难免存在虚假信号，即异常分红现象。

当公司没有足够盈利能力或者利润较低，但为了增资圈钱（2006 年发布的《上市公司证券发行管理办法》规定，上市公司再融资须符合“最近三年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 20%”。）或是大股东为了炒高股价后变现股票赢取利益而进行不恰当的分红，这是一种虚假信号。所以公司的当期分红与否以及分红的高低，并不能直接作为公司经营优劣的判断标准。而应考察公司的分红持续性，只有持续、高分红才能说明公司真正有着很强的盈利能力和高利润。所以，这部分就针对上市公司分红的连续性进行了考察。

从图 10 中可以看出,这 22 各行业中,金融行业的分红是最多和连续性最好的,其次分别有交通运输、黑色金属、食品饮料。分红最少、持续性最差的是信息服务、餐饮、电子。

表 11: 行业连续分红情况

行业名称	上市以来 连续分红 公司数目	连续 5 年 分红公司 数目	连续 3 年 分红公司 数目	上市以来 连续分红 公司占比	连续 5 年 分红公司 占比	连续 3 年 分红公司 占比
农林牧渔	5	2	1	6.10%	2.44%	1.22%
采掘	3	2	4	5.66%	3.77%	7.55%
化工	6	7	11	2.58%	3.00%	4.72%
黑色金属	8	1	0	23.53%	2.94%	0.00%
有色金属	5	1	1	6.58%	1.32%	1.32%
建筑建材	5	5	11	4.24%	4.24%	9.32%
机械设备	9	6	8	3.61%	2.41%	3.21%
电子	2	3	3	1.67%	2.50%	2.50%
交运设备	7	2	11	5.65%	1.61%	8.87%
信息设备	6	2	4	6.12%	2.04%	4.08%
家用电器	2	1	3	4.44%	2.22%	6.67%
食品饮料	8	1	3	14.04%	1.75%	5.26%
纺织服装	5	2	5	6.58%	2.63%	6.58%
轻工制造	4	2	5	4.76%	2.38%	5.95%
医药生物	8	4	11	4.47%	2.23%	6.15%
公用事业	10	1	3	11.11%	1.11%	3.33%
交通运输	15	6	3	17.86%	7.14%	3.57%
房地产	9	4	8	6.21%	2.76%	5.52%
金融服务	15	5	3	30.61%	10.20%	6.12%
商业贸易	4	4	7	4.35%	4.35%	7.61%
餐饮旅游	1	0	2	3.33%	0.00%	6.67%
信息服务	1	3	6	0.64%	1.92%	3.85%
综合	1	0	2	2.27%	0.00%	4.55%

资料来源:同花顺、国信证券经济研究所整理

分红的动因分析

前面的第一部分分析了不同理论对于分红存在必要性的解释,第二部分是国际市场上一些代表性国家的分红表现,第三部分则描述了中国不同行业的分红情况,这里的第四部分则基于第一部分的理论和二三部分现象的反思进行动因分析。分别将行业分红(股息率、分红公司占比、股利支付率)和公司分红(每股派现额)与基本面联系起来,探索与分红紧密相关的财务指标,作为今后基于分红择股和价值投资的参考。

财务指标选择

这里选用的财务指标代表着一系列基本面特征,分别如下表所示:

表 12: 分红理论假设中的动因因子

财务指标	相应基本面	理论假设	正负效应
总资产	行业/公司规模	大公司更注重其形象和声誉,对于分红比较重视,而小公司更注重自身发展,更少于分红。	+
总资产增长率	行业/公司的成长性	总资产大幅增长的公司正在成长阶段,有很大的成长空间,少于分红,更多地进行内部融资。	-
销售毛利率	行业/公司的盈利能力	公司盈利能力越强,表明公司经营状况越良好,越有能力派发现金股利,从而提高分红的可能性和数量	+
ROE			
ROA	行业/公司的资金或现金流充裕度	高的资金\现金流入可能导致低效率使用或者闲置资金,适宜分红;低的资金\现金流入会使得公司资金紧张,较少分红。	+
净利润			
现金流	行业/公司的经营前景	净利润增长率高,说明公司经营前景越来越良好,对留存收益要求不高,可以进行较高的分红。	+
净利润增长率			

现金流增长率	否则，前景堪忧状态下需要更多的留存收益。									
非流通股比例	行业/公司的股权集中度	股权越集中，第二类代理问题越显著。大股东，尤其是非流通大股东倾向于通过高分红获取收益。								+
资产负债率	公司的财务风险	资产负债率越高，公司的财务杠杆（风险）越大，越注重留存收益而少分红								-

资料来源：国信证券经济研究所整理

行业层面动因分析

表 13 是不同年份里，行业的股息率和行业相关财务指标的相关系数。表 14 是相应数据在这 6 年的数据的平均值。

表 13：股息率、分红公司占比、股利支付率同各财务指标的相关系数

财务指标	销售毛利率	ROE	ROA	净利润	净利润增长率	总资产	总资产增长率	现金流	现金流增长率	非流通股比例
2005 年										
股息率	-0.09	0.38	0.51	0.15	-0.08	-0.20	0.64	-0.15	-0.08	0.30
分红公司占比	0.11	0.38	0.49	0.09	0.10	-0.17	0.56	-0.18	-0.38	0.35
股利支付率	0.54	0.14	0.27	0.20	0.14	0.00	-0.01	0.09	0.04	-0.05
2006 年										
股息率	0.14	-0.51	-0.42	-0.14	-0.25	0.20	-0.32	0.25	0.22	0.17
分红公司占比	-0.01	0.41	0.37	0.11	-0.27	0.20	0.37	-0.08	-0.23	-0.36
股利支付率	0.27	-0.04	0.06	-0.09	0.04	0.20	0.15	-0.05	0.16	-0.20
2007 年										
股息率	-0.21	0.16	0.25	0.29	-0.47	0.32	0.14	0.29	-0.06	-0.35
分红公司占比	-0.05	0.54	0.43	0.35	-0.35	0.32	0.40	0.22	-0.04	-0.42
股利支付率	0.03	0.25	0.06	-0.10	-0.18	0.32	0.35	-0.13	-0.09	-0.21
2008 年										
股息率	0.06	0.27	0.33	0.71	-0.32	0.68	-0.05	0.64	-0.20	-0.17
分红公司占比	0.05	0.64	0.53	0.55	-0.22	0.68	0.41	0.34	-0.16	-0.62
股利支付率	0.00	0.31	0.22	-0.02	-0.24	0.71	0.20	-0.13	0.25	0.03
2009 年										
股息率	0.09	0.11	0.09	0.77	0.20	0.75	-0.10	-0.71	-0.33	-0.17
分红公司占比	-0.18	-0.04	-0.02	0.32	-0.05	0.75	-0.22	-0.18	-0.44	-0.62
股利支付率	-0.23	-0.28	-0.15	-0.25	-0.14	0.78	-0.42	0.20	-0.04	0.03
2010 年										
股息率	0.03	0.25	0.16	0.60	-0.03	0.63	0.16	0.63	0.04	0.08
分红公司占比	-0.06	0.40	0.16	0.33	-0.68	0.63	0.39	0.35	0.29	-0.31
股利支付率	-0.26	-0.16	0.01	-0.36	-0.08	0.71	-0.09	-0.31	-0.26	0.38

资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

表 14：股息率、分红公司占比、股利支付率同各财务指标的相关系数平均值

财务指标	销售毛利率	ROE	ROA	净利润	净利润增长率	总资产	总资产增长率	现金流	现金流增长率	非流通股比例
股息率	0.00	0.11	0.15	0.40	-0.16	0.40	0.08	0.16	-0.07	-0.06
分红公司占比	-0.02	0.39	0.33	0.29	-0.24	0.40	0.32	0.08	-0.16	-0.26
股利支付率	0.06	0.04	0.08	-0.10	-0.08	0.45	0.03	-0.06	0.01	-0.01

资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

深色色块标出的数据表明有较强相关性，浅色色块表明有一定相关性。可以看出：

1. 行业的股息率同净利润和总资产规模有比较强的正相关性。
 2. 行业内分红公司占比同行业总体股权回报率（ROE）水平和总资产规模有比较强的正相关性。同非流通股比例有一定的负相关性。
 3. 行业的股利支付率水平同总资产有比较强的正相关性。
- 总资产规模同这三个指标都有比较强的正相关。

公司层面动因分析

从表 15 中的结果可以看出：每股派息同每股收益和总资产收益率（ROA）的正相关性最大，其次是与每股净资产、净资产收益率（ROE）的正相关性，此外，每股派息同每股经营现金流、每股净资产增长率、销售毛利率有一定的正关系。

1. 每股派息同每股收益和总资产收益率正相关性非常大。每股收益代表着经标准化（摊至每股）的收益的绝对水平。总资产收益率代表着公司运用总资产的盈利能力。
2. 每股派息同每股净资产和净资产收益率正相关性很大。每股净资产代表着经标准化（摊至每股）的净资产水平，净资产收益率代表着公司运用权益资产的盈利能力。
3. 每股派息同每股净资产增长率、每股经营现金流、销售毛利率有较大的正相关性。其中每股经营现金流的影响与每股收益的影响是类似的，但从结果看来远远不如每股收益的影响显著。销售毛利率反映了公司的营运能力。每股净资产增长率，反映了公司的成长需求。
4. 每股派息同资产负债率有一定的负相关关系，同总资产增长率和限售股占全部股本比率有一定的正相关关系。

表 15: 每股派息同各财务指标的相关性

年份	每股收益	每股收益增长率	每股经营现金流	每股经营现金流增长率	每股净资产	每股净资产增长率	资产负债率	资产负债率增长率	总资产	总资产增长率	销售毛利率	ROE	ROA	限售股占全部股本比
2005	0.56	0.04	0.24	-0.04	0.33	0.06	-0.15	0.00	-0.02	0.08	0.21	0.45	0.49	
2006	0.65	0.07	0.23	-0.03	0.42	0.26	-0.08	-0.04	-0.04	0.02	0.21	0.56	0.57	0.08
2007	0.56	-0.05	0.28	-0.04	0.37	0.15	-0.07	-0.03	-0.01	0.06	0.21	0.43	0.41	0.11
2008	0.62	0.11	0.11	-0.01	0.28	0.16	-0.12	-0.05	0.06	0.10	0.17	0.34	0.38	0.13
2009	0.66	-0.01	0.30	-0.02	0.46	0.29	-0.24	-0.15	0.01	0.24	0.35	0.45	0.52	0.23
2010	0.67	-0.02	0.22	-0.01	0.58	0.41	-0.29	-0.26	-0.01	0.40	0.30	0.31	0.45	0.25
平均	0.62	0.02	0.23	-0.02	0.40	0.22	-0.16	-0.09	0.00	0.15	0.24	0.42	0.47	0.16

资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

总之，每股派息同公司总体的盈利能力关系最大（上表中的每股收益和总资产收益率），而同权益资产挂钩的净资产相关财务指标关系次之。

值得注意的是，每股派息与限售股占全部股本比和资产负债率的相关性正负是符合预期的，但数值很小。这表明其相关性不大。

分红的投资价值传导

价值投资中的分红传导机制

在前一个部分中，通过相关性检验得知，分红在一定程度上反映着行业/公司的财务情况，一般盈利能力好的公司更倾向于分红，现金流充沛的公司更倾向于分红，而且如第一部分所说的分红能降低代理成本，这意味着分红与行业/公司基本面之间存在着联系。

一般的，公司都是在第 N+1 年宣告和实施对第 N 年的利润的分红政策，不同的公司分红实施公告日差别很大。根据 A 股上市公司在 2011 年实施公告日（对于 2010 年利润的分红）的分布情况来看，在不同月份实施公告的公司数量如

下表所示，其中主要发生在 5、6 月份。

表 16: 分红实施公告日在各月分布 (2011 年)

月份	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	其他月	合计
	13	54	231	488	399	149	33	2	1369

资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

所以,对第 N 年利润的分红方案对投资者决策的影响主要集中在第 $N+1$ 年的 5、6 月后,考虑到行业/公司的基本面消息也在影响着投资者的判断,所以行业/公司的经营状况主要通过以下三条路径传导给价值投资者:

1. 基本面: 部分投资者能够准确跟踪行业/公司基本面,当利好面在第 N 年出现时便做出投资决策,价格做出相应的反应,出现超额收益,反之亦然。
2. 分红信号: 部分投资者没有及时准确跟进基本面,但通过分红的信号释放功能发现绩优股,做出投资决策,价格做出相应的反应,出现超额收益。反之亦然。(但因为实施公告日主要集中在中期,所以该影响也主要集中在第 $N+1$ 年的中后期)
3. 信息的消化: 当市场已消化信息(基本面信息,和分红信息),以及形成了对于分红的预期之后,超额收益将会消失。

所以,能引起超额收益的是突发性的基本面信息,以及突破性(突破性有两种情况:打破之前分红的平稳状态发生大幅度的升降、连续发生较明显地升降)的分红方案。

分红传导机制的验证

由于不同公司关于分红的实施公告日差别太大,所以不便于之间比较。考虑到不同行业都有离散的分红实施公告日的分布,所以这里仅仅以行业为整体进行验证。通过观察有突破性分红的行业在次年是否有相对于上证综指的超额收益来验证分红传导机制是否有效。

但由于不同行业对市场具有不同的敏感度,比如周期型行业和防御型行业的敏感度差别很大,所以不能直接将各行业相对于市场(上证综指)的超额收益表现作为它们对突破性分红的反应程度,而是应该选取本身波动与市场波动非常接近的行业进行超额收益的考察。由于参照标准是上证综指,所以这里选取跟上证综指相关系数接近 1 的行业,考察它们的超额收益则是可比的。下表列示了 22 个行业跟上证综指的相关系数,色块标记出了相关系数在 0.9 或者以上的行业。

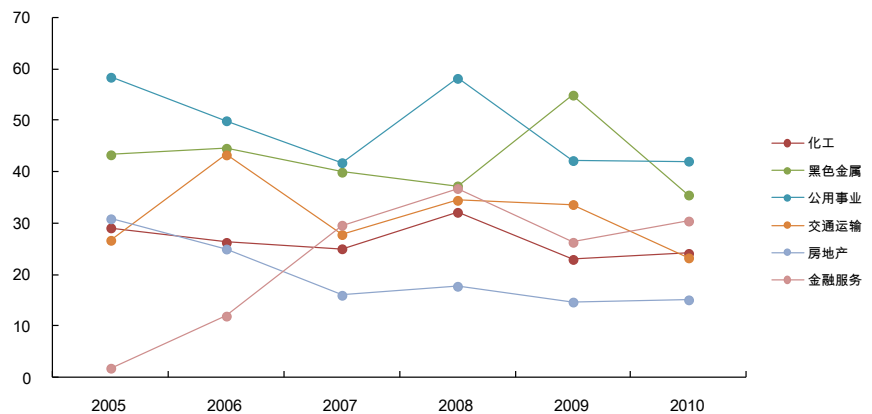
表 17: 各行业同上证综指的相关性

行业	农林牧渔	采掘	化工	黑色金属	有色金属	建筑建材	机械设备	电子
ρ	0.4424	0.7523	0.9202	0.9602	0.8092	0.6870	0.5033	0.5168
行业	交运设备	信息设备	家用电器	食品饮料	纺织服装	轻工制造	医药生物	公用事业
ρ	0.6924	0.5325	0.4368	0.4243	0.6930	0.7848	0.2674	0.9131
行业	交通运输	房地产	金融服务	商业贸易	餐饮旅游	信息服务		
ρ	0.9661	0.8992	0.9593	0.6617	0.7958	0.7521		

资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

为了找出这 6 个行业里的突破性分红年度,图 11 列示了这 6 个行业的股利支付率(盈利公司的股利支付率)在 6 年里的变化。

图 11: 6 个典型行业的突破性分红



资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

通过图 11 可以看出：

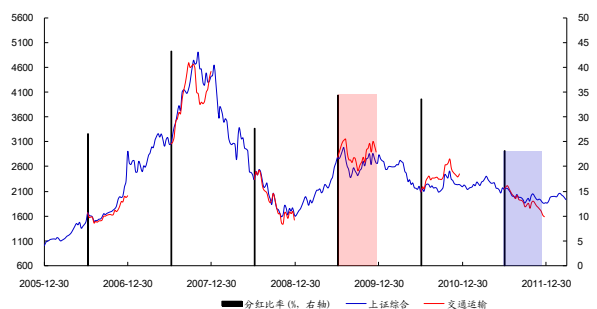
1. 化工行业股利支付率整体波动不大，其中，08 年的有明显的突破性增长，09 年出现明显的突破性降低。
2. 黑色金属行业的股利支付率在 09 年有突破性的增长，10 年出现突破性的降低。
3. 公共事业行业的股利支付率在 07 年出现第二次明显降低，08 年又突破性增长，09 年再度突破性降低。
4. 交通运输行业的股利支付率在 06 年出现突破性的增长，07 年和 10 年出现突破性的分红减少。
5. 房地产的股利支付率在 07 年出现第二次明显降低，其他时候波动很小。
6. 金融服务的股利支付率在 06、07、08 年相继出现突破性的增长，09 年出现明显下跌。

基于这里对股利支付率的突破性变动的判断，下面的图显示了 6 个行业在每年主要公告时点的中后期（7 月~12 月）相对大盘的表现，可以通过考察在分红率发生突破性变动的时点之后半年内，行业指数相对综指的表现，来验证分红传导机制。

需要说明的是，蓝色曲线表示综合指数的走势。红色曲线则被分成了 6 段，分别对应各年里对上半年（第 N 年）的利润分红方案出台之后（近似地认为行业在第 N+1 年中时出台方案），将行业指数与大盘当前值（第 N+1 年 7 月初）靠齐之后，行业指数在半年内（第 N+1 年 7 月~12 月）的表现。（二者之差就是根据相对于综指的累计超额收益）箭头表示相应的股利支付率。

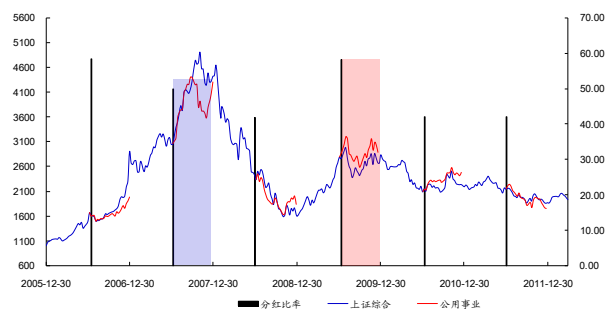
淡红色方块表示股利支付率突破性增长后行业指数确实有比较明显的正的超额收益，淡蓝色方块表示股利支付率突破性降低后行业指数确实有比较明显的负的超额收益。它们表示突破性分红发生了有效的传导，市场在半年内对消息或是基本面进行了有效的反应。

图 12: 交通运输突破性分红



资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

图 13: 公用事业突破性分红



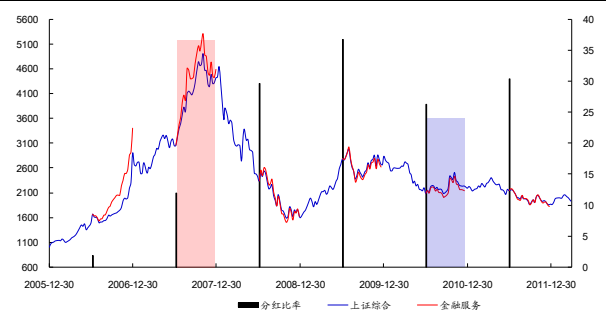
资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

图 14: 黑色金属突破性分红



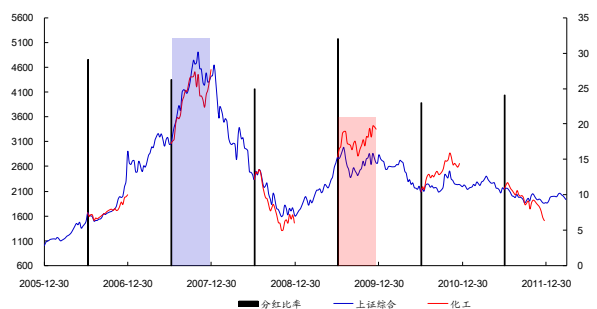
资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

图 15: 金融服务突破性分红



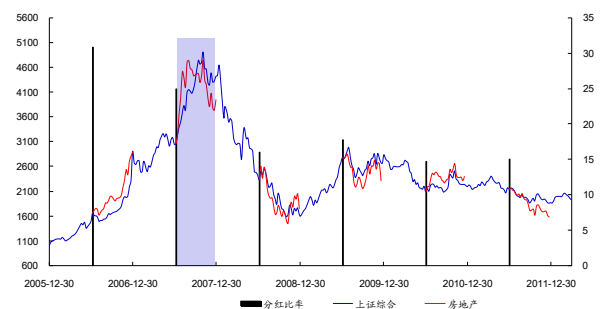
资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

图 16: 化工突破性分红



资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

图 17: 房地产突破性分红



资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

表 18 对结果进行总结，有效概率是指，在直观判断出突破性分红时点之后市场确实进行相应的反应，产生了超额收益的次数与突破性分红次数的比率。

表 18: 突破性分红的有效传导概率

行业	化工	黑色金属	公共事业	交通运输	房地产	金融服务
有效概率	2/3	2/2	2/3	2/3	2/3	2/4

资料来源：国信证券经济研究所整理

由表 18 的结果可以看出，大部分情况下，突破性分红对市场的影响是真实存在的。所以，对于投资者而言，分红的突破性变化应是值得关注的消息面之一。

行业生命周期与分红

前面章节对于分红的财务动因和价值投资传导进行了详细的讨论，本章则主要依托财务指标探讨行业生命周期与分红之间的关系。

行业生命周期判别理论基础

营业收入增长率

当行业处于其形成期与成长期阶段时，市场潜力巨大，行业表现出明显的高成长性，于是营业收入有较快增速。进入成熟期之后，成长性将会开始明显放缓，市场供求达到比较平衡的阶段，营业收入同比增速将会遇到拐点后逐渐消退。一旦行业进入了衰退期，由于产品遭替代或是市场需求发生了转移，营业收入不再增加，反而发生明显的下降。

毛利率增长率

在行业的形成期和成长阶段，其成长性必然处于高速扩展阶段，也必然处于高盈利阶段，所以毛利率逐渐提高。在行业进入成熟期，行业内竞争激烈，所以毛利率会开始缓慢的下降。一旦进入衰退期，行业的毛利率将会迅速下降。

投资活动产生的现金流量净额增长率

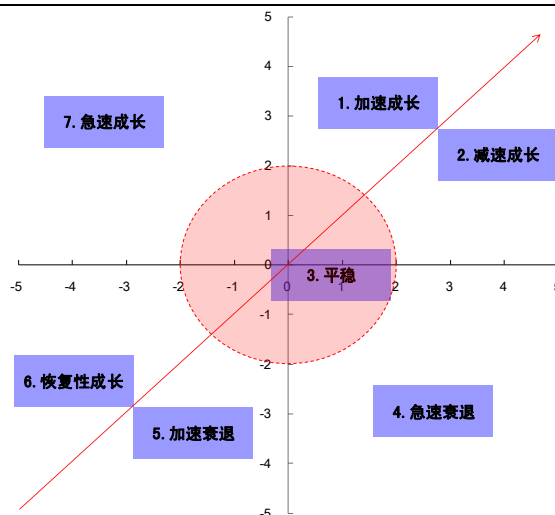
投资活动产生的现金流量净额反应了公司的成长性需求。在形成期和生长期的行业一定伴随着大量的投资活动现金净流出，而且越处于高速生长的阶段，投资活动相应的现金流出越增长率越高。而进入成熟期的行业，增长率应降至很低。进入衰退期的行业，该增长率甚至为负。

行业生命周期判断指标

考虑行业的表现除了受到行业自身生命周期发展的影响，还受到宏观经济波动的影响，所以后面的分析所基于的指标是各行业在所有行业中所处的相对水平，而不是绝对水平。故引入 α 指标，代表一段时间内，上述三个财务指标在 22 个行业中的相对于平均水平并经过 σ 标准化后的值，公式如下：

$$\alpha_i = \frac{Index_i - \overline{Index}}{\sigma_{index}}$$

图 18: 行业生命周期区域划分



资料来源：国信证券经济研究所整理

高 α 值表示，行业 i 的指标 $Index_i$ 在 22 个行业中处于偏高水平，相对于行业平均水平而言，行业 i 成长性较高；低 α 值表示行业 i 的指标 $Index_i$ 在 22 个行业中处于偏低水平，相对于行业平均水平而言，行业 i 成长性较低。

考虑到各个行业受到 2007 年金融危机的不同程度的影响，国内经济可能发生结构性调整，所以将 2000 年到 2011 年划分为两个时间区间，即 2007 年之前平均和之后平均分别得到 α_1 值和 α_2 值。基于 α_1 与 α_2 值的结果可以得到图 18 中的 α 图，若进一步考虑 α_1 与 α_2 的变动方向，可以将其分成 7 个区域，不同的区域表征了行业所处生命周期阶段以及发展趋势。

如图 18 所示，指标 α 图被坐标以及中心圆圈和直线分成 7 个区域，对应生命周期如表 19 所示。

表 19: α 图区域与对应的生命周期阶段

形成期、生长期	成熟期	衰退期	二次生长期
1 区, 2 区	3 区	4 区, 5 区	6 区, 7 区, 1 区, 2 区

资料来源：国信证券经济研究所整理

此外，原点代表了行业平均水平。行业处于成长中的哪个阶段还与分布位置对原点的偏离有关，只有比较大幅度地偏离原点，才能显著地说明其正在发生生长或者衰退过程，否则也可能并不是衰退而只是动力不足的成长或者成熟阶段。

分行业指标分析

分别考察 3 个行业指标可以得到三组 α_1 ， α_2 ，然后根据 0.6:0.2:0.2 的权重分配得到一个综合加权 α ，如下表所列：

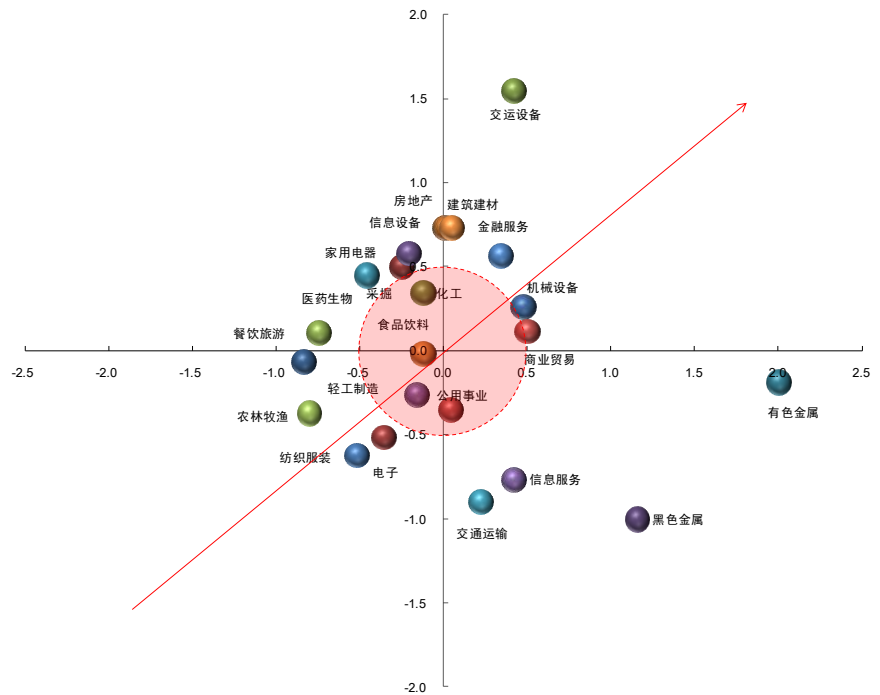
表 20: 分行业指标的 α_1 与 α_2

行业名称	营业收入角度		毛利率角度		现金投资角度		综合加权	
	α_1	α_2	α_1	α_2	α_1	α_2	加权 α_1	加权 α_2
农林牧渔	-0.81	0.22	-0.71	-0.40	-1.03	-0.61	-0.83	-0.06
采掘	-0.39	1.45	-0.04	-1.52	-0.02	-0.35	-0.25	0.49
化工	0.30	0.20	-0.76	1.61	-0.73	-0.49	-0.12	0.35
黑色金属	1.38	-0.50	0.23	-1.97	1.45	-1.56	1.16	-1.01
有色金属	2.96	0.32	0.81	-1.77	0.35	-0.16	2.01	-0.18
建筑建材	0.32	1.18	-1.89	-0.03	0.99	0.14	0.01	0.73
机械设备	0.91	0.33	-0.16	-0.08	-0.16	0.37	0.48	0.26
电子	-0.35	-1.64	-0.04	1.05	-0.68	1.26	-0.35	-0.53
交运设备	0.65	2.42	0.43	-0.07	-0.27	0.52	0.42	1.51
信息设备	-0.37	0.58	0.90	0.55	-0.80	0.59	-0.20	0.58
家用电器	-0.65	-0.30	0.60	0.60	-0.92	2.54	-0.45	0.45
食品饮料	-0.15	-0.17	0.42	-0.38	-0.57	0.77	-0.12	-0.02
纺织服装	-1.02	-1.10	0.41	0.76	0.10	-0.60	-0.51	-0.63
轻工制造	0.50	-0.21	-0.73	-0.38	-0.54	-0.77	0.05	-0.35
医药生物	-0.37	-0.11	-1.25	0.12	-1.32	0.72	-0.74	0.11
公共事业	-0.24	0.00	-0.96	-0.38	0.87	-0.97	-0.16	-0.26
交通运输	0.10	-1.03	0.24	-0.68	0.59	-0.77	0.23	-0.91
房地产	-0.89	0.97	3.10	1.03	-0.19	-0.29	0.05	0.73
金融服务	-0.24	0.86	-0.66	1.83	3.10	-1.60	0.35	0.56
商业贸易	0.52	0.26	1.04	-0.48	-0.07	0.26	0.51	0.12
餐饮旅游	-1.43	-0.89	-0.36	1.31	0.64	-0.54	-0.80	-0.38
信息服务	0.94	-1.62	0.12	-0.55	-0.80	1.54	0.42	-0.79

数据来源：同花顺，国信证券经济研究所整理

根据表 20 中的综合加权 $\alpha_{1&2}$ 值，作图 19。红色线上或附近表明两个时间区间的增长状态一致，沿箭头的方向表明有更高的成长力。

图 19: 分行业综合加权 $\alpha_{1&2}$



资料来源：国信证券经济研究所整理

行业生命周期分析结果

通过各行业指标综合加权 $\alpha_{1&2}$ 的分布可以看出：

分布 3 区行业有食品饮料、公共事业、轻工制造和化工，他们在两个时间区间内的 α 值均处于行业平均水平附近（偏离行业均值 0.5 个标准差之内）。它们的经营比较稳定，没有明显的成长或是衰退的表现，处于比较平稳的成熟期。

比较明显地处于加速成长 1 区的有交运设备。

比较明显地处于急速衰退 4 区的有黑色金属、有色金属、信息服务和交通运输。

其余 14 个行业没有非常明显的区位，主要分布在平稳 3 区附近以外。这说明了这 14 个行业也处于或许接近成熟期，但因经济形势、技术、政策等多种因素复杂的影响，各自表现出不同的成长动力残余（或潜力）。相比较而言，这 14 个行业中，成长力比较稳定且较强（一象限中红色直线附近）的有金融服务；成长能力比较稳定且较弱（三象限中红色直线附近）的有电子、纺织服装、餐饮旅游。成长能力有进步的有信息设备、建筑建材、房地产。

行业生命周期与分红情况对比分析

在前面 2010 年分红情况中提到，就分红公司占比（反映了行业的分红意识），交通运输是最高的，其次是金融服务，而餐饮旅游最低。 α 分析结论中也提到交通运输处在急速衰退 4 区，其高分红意识跟行业发展情况一致。但 α 分析得知金融服务只能算作成长能力比较稳定且较强，其分红公司占比却是次

高，这样的不一致是财政部政策所致。不过餐饮旅游的成长能力稳定且较弱，其分红公司占比却较低，这里存在不一致。

就股利支付率而言，公共事业最高，这与 *Alpha* 分析结论中公共事业所处成熟期是一致的。其次有采掘、黑色金属、食品饮料、金融服务、纺织服装、餐饮旅游、医药生物。其中，在 *Alpha* 分析里面，采掘行业并没有到达稳定成熟或是衰退起步的阶段，但却有意外的高股利支付率。其他行业的较高分红都与 *Alpha* 分析中行业所处区间一致的。此外，轻工制造、化工，尤其是食品饮料处于较稳定的成熟阶段，应有非常高分度的分红，但目前的分红情况与此并不匹配，即股利支付率不够。此外，有色金属、信息服务处于增速衰退期，但没有与此相应的分红水平，股利支付率不够。股利支付率最低的是交运设备、建筑建材和房地产。*Alpha* 分析交运设备处于加速成长阶段，建筑建材、房地产有成长能力的进步和潜力，所以股利支付率很低属于正常现象。

所以，得出结论主要是当前的分红情况下，采掘行业、金融服务有高于 *Alpha* 分析预期的分红水平，但轻工制造、化工、食品饮料、有色金属、信息服务、餐饮旅游却没有达到与行业生命周期相匹配的分红水平。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧梯	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
张 娜	0755-82133259	赵 婧	021-60875168	闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	区瑞明	0755-82130678
陈建生	0755-82133766	黄 飙	0755-82133476	黄道立	0755-82133397
岳 鑫	0755-82130432				
周 俊	0755-82136085				
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010-66025270
常 伟	0755-82131528				
机械		基础化工及石化		医药	
郑 武	0755-82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755-82139908
杨 森	0755-82133343	吴琳琳	0755-82130833-1867	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	罗 洋	0755-82150633	胡博新	0755-82133263
		朱振坤	010-66025229	刘 勍	0755-82133400
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	龙 飞	0755-82133920
电力及公共事业		非银行金融		轻工	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755-82130468	李世新	0755-82130565
		田 良	0755-82130470	邵 达	0755-82130706
		童成墩	0755-82130513		
家电及通信		建筑工程及建材		计算机及电子元器件	
王念春	0755-82130407	邱 波	0755-82133390	段迎晟	0755-82130761
		刘 萍	0755-82130678	高耀华	0755-88005321
		马 彦	010-88005304	刘 翔	021-60875160
				欧阳仕华	0755-82151833
纺织服装		食品饮料		新兴产业	
方军平	021-60933158	黄 茂	0755-82138922	陈 健	010-88005308
旅游		数量化投资产品		量化投资策略	
曾 光	0755-82150809	周 琦	0755-82133568	郑 云	021-60875163
钟 潇	0755-82132098	邓 岳	0755-82150533	毛 甜	021-60933154
				李荣兴	021-60933165
				郑亚斌	021-60933150
量化交易策略与技术		基金评价与研究		数据与系统支持	
戴 军	0755-82133129	杨 涛	0755-82133339	赵斯尘	021-60875174
林晓明	0755-82136165	康 亢	010-66026337	徐左乾	0755-82133090
黄志文	0755-82133928	李 腾	010-88005310	陈爱华	0755-82133397
秦国文	0755-82133528	刘 洋	0755-82150566	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833-1379	潘小果	0755-82130843		
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱 晶	0755-82130833-1367		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 戡	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com	
甄 艺	010-66020272 18611847166		崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn	
杨 柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn		李 佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn		颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
			刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
			汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn		赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
			梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn				