

# 一鸟在手胜百鸟在林

报告日期

2012-11-07

## 分红制度改革及高股息策略专题

### 报告关键点:

- 📖 股利制度的任何细微改革都将对原有分红体系产生深远影响
- 📖 股息率相对于债券收益率较高或改善时，高股息股票表现领先
- 📖 高股息率、低派息比率公司能兼顾收益及增长是最优选择

诸海滨  
021-68766170  
执业证书编号  
程定华  
021-68766193  
执业证书编号  
范妍  
021-68766053  
执业证书编号

高级策略分析师  
zhuhb@essence.com.cn  
S1450511020005  
首席策略分析师  
chengdh@essence.com.cn  
S14505110200035  
高级策略分析师  
fanyan@essence.com.cn  
S1450511020012

### 报告摘要:

- **历史证明分红制度的任何细微变化都将影响深远。**台湾及美国市场的案例显示，分红制度的任何细微变动都将对原有「分红体系」及「分红方式」产生重大及深远影响。如果未来加速推出健全股利政策或调整分红税收政策，将大大推进上市公司分红正常化进程。
- **过去，A股因股息率偏低及投资标的稀缺制约了高股息策略应用。**由于中国A股市场「分红连续性差、分红集中于大市值公司、分红的结构倒置、轻现金分红重送股」等不合理现象存在，所以高股息投资策略尽管在A股被证明有效，但整体股息率偏低、投资标的稀缺制约了其实际应用。
- **未来，多因素作用下这一策略在A股适应性或将增强。**随着「分红制度改革加速、市场化国际化进程加快、投资人高风险偏好趋势性回落」等因素逐渐发挥效应，预计上市公司分红行会逐步被引导回正轨。当前A股股息率已处于历史次高点，未来若市场整体分红继续提升，待结构性高估值被化解后，适合股利投资土壤将初步具备。
- **高股息策略的核心是股息率与其他大类资产配置收益率的关系。**当「股息收益率」相对「债券收益率」较高或「相对收益」改善时，高股息股票表现往往领先，反之亦然。牛熊市交替及经济环境这些外在变量并不能从根本上影响高股息策略的收益。
- **高股息策略获得系统性投资机会的案例。**日本90年代后进入低利率环境，股息率高过国债利率。在同期MSCI日本指数跌幅近60%的背景下，高股息率策略成为少数能打败市场并获取正收益的方法。另韩国市场1998年开始由「新兴」向「成熟」转轨的过程中，随着股息率相对债券收益关系改善，高股息率组合取得近7倍收益，而同期市场基准指数涨幅不足1倍。
- **高股息策略最佳构建原则是：高股息率、低派息率。**结合成长与收益的投资组合，长期来看表现更佳。在各类组合中，我们首推高股息率、低派息比率组合，因为具有较低的市盈率和低派息增长潜力。
- 按照上述标准，我们挑选高股息率组合详见正文。

### 前期研究成果

《维稳思路下的博弈》	2012-11-4
《季节的转换》	2012-10-09
《预期的错位》	2012-09-04
《南橘北枳》	2012-8-3
《抱团取暖》	2012-7-3
《望梅止渴》	2012-6-12

今年以来监管部门积极引导并鼓励上市公司现金分红，市场普遍预期 A 股市场分红政策可能迎来进一步变革。对此，我们回顾了中国上市公司过往的分红历史，并研究了高股息公司投资策略的国际经验，评估其未来在中国市场的应用。

## 1. 中国股市与分红型投资策略

尽管在过往 A 股市场中，红利型投资方法并未得到广泛应用，但研究结果显示其依然有效。

### 分红公司有明显超额收益

为了长时间考察分红公司的情况，我们选取 2002 年 1 月 1 日之前已上市，即上市满十年公司为统计样本。

数据显示，在 1085 只满足上市时间 A 股公司中有 54% 跑赢上证综指；863 家 10 年中曾有过分红的公司中，最终跑赢指数 530 家，占比为 61.42%；168 家 10 年持续分红公司中，战胜指数的有 124 家，比例高达 73.81%。

表 1 上市时间十年公司股息率者跑赢大盘比例

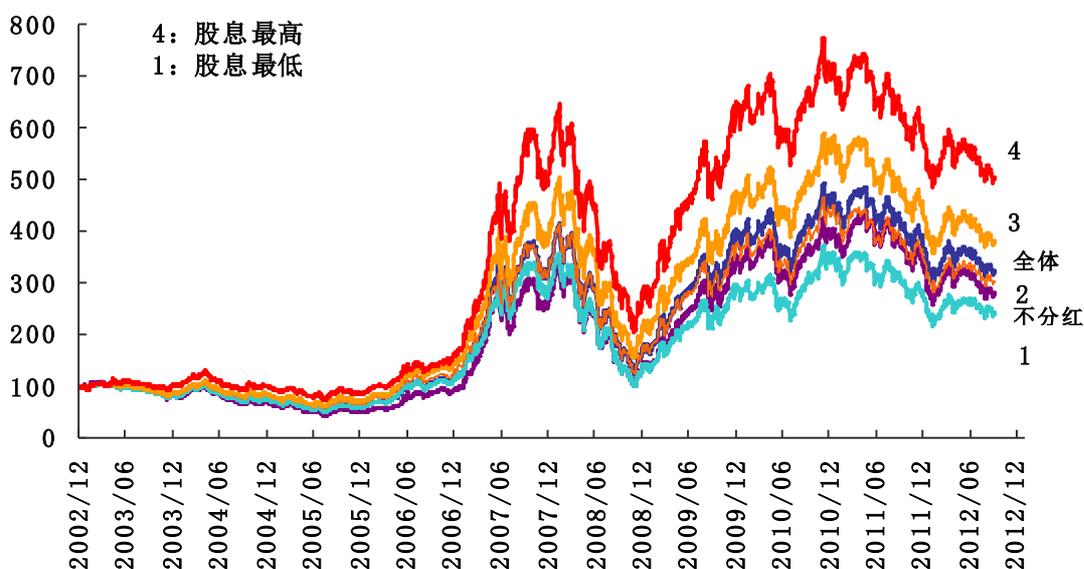
	公司数量	跑赢上证指数	跑赢占比
全样本	1085	588	54.19%
10 年从未分红	222	58	26.13%
10 年至少分红一次	863	530	61.41%
10 年全分红	168	124	73.81%

数据来源：wind，安信证券研究中心

与之形成鲜明对比是：上市 10 年却一毛不拔的“铁公鸡”公司（226 家），其跑赢比例大幅下降至 26%。（表 1）由此可见，从长时间序列来看，分红公司由于业绩优良，股价往往能跑赢大盘。尤其是持续分红公司，因其在企业经营治理、行业发展选取方面或有其过人之处，更易受到投资人青睐。

为了更好检验高股息公司在 A 股市场长期表现，我们进一步采取更为谨慎的检验方法。依据股息率高低将上市公司由低到高均分为 4 组，按等权重构建组合。结果显示：股息率最高的第 4 组取得了最优收益，股息率最低的第 1 组表现最差，同样印证了上述结论（图 1）。

图 1、按照股息率分组的 A 股上市公司分组回报 (%)



数据来源：wind, 安信证券研究中心。

备注：按照等权重方式，年内逢4月、8月、10月底即上市公司业绩公布完毕后调整组合

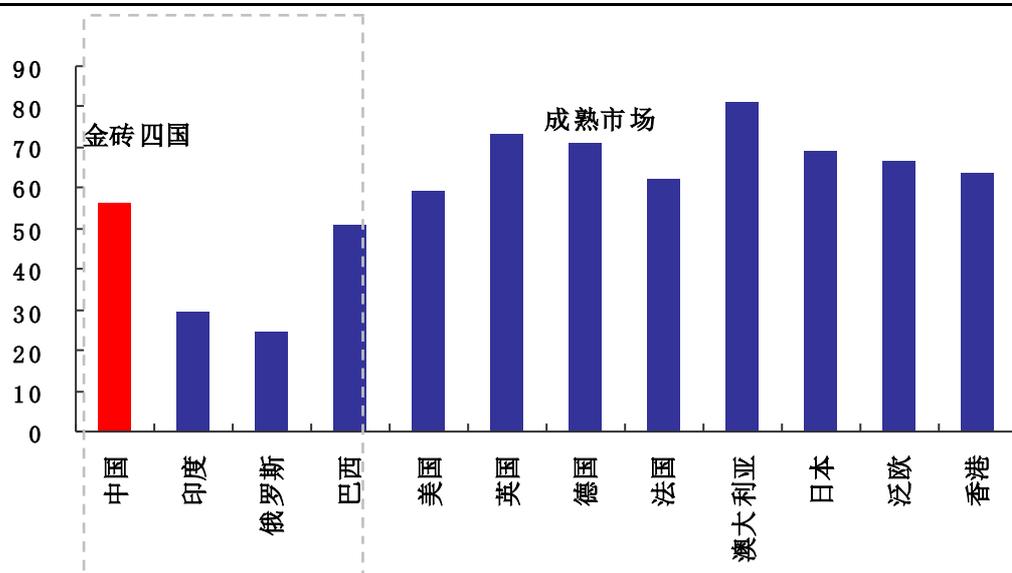
## 2. 中国分红怪现状

以上案例说明：以红利为投资为目标的价值型投资方法确实能在A股市场取得较好收益，但过去因A股自身的一些原因，缺乏适应的土壤，限制了这一方法的大规模应用。对此，我们检视了中国上市公司历史上的分红行为，并同海外市场进行了对比，结果发现中国股票市场特有的一些现象。

### 2.1. 高派息比率

与主观印象中稍有不同的是：A股市场派息比率（Payout Ratio：股息占盈利的百分比）在同国际市场横向比较中，整体水平并不低。与金砖四国为代表的新兴市场相比，还处于偏上水平（图2）。

图 2、A股与全球主要市场平均派息比率对比（%）



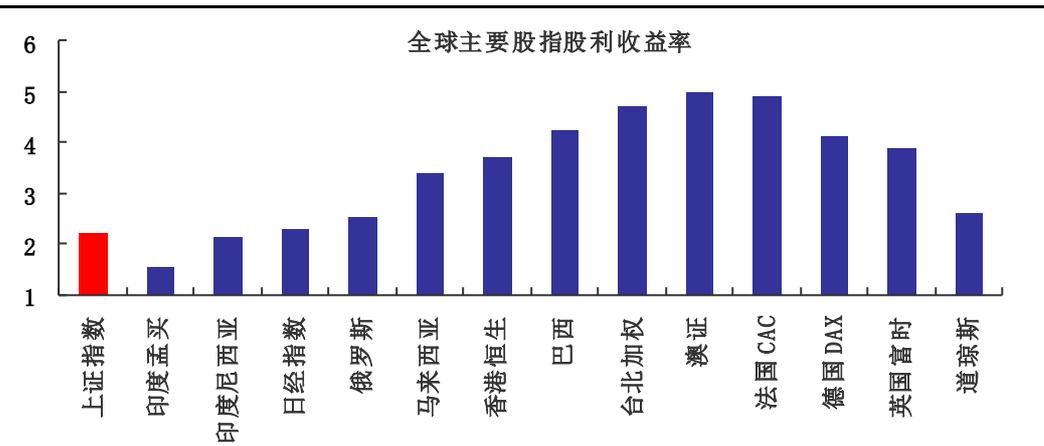
数据来源：Bloomberg, 安信证券研究中心。

2002-2011 年平均值

## 2.2. 怪现象之一：低股息率

不过，最为困扰 A 股市场的还是显著低于全球主要市场的股息率（Dividend Yield Ratio，股息与股票价格之间的比率）（图 3）

图 3、中国 A 股市场股息率处于偏低水平（2011 年）



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心。

进一步的数据显示，近 10 年来 A 股高股息率公司占全部市场平均比例不足 5%，远低于国际市场平均 26% 水平（表 2-表 3）

表 2 全球市场中高股息率比例（分区域）

区域	占比%	股票数量
欧洲	38	137
美国	35	103
亚太	13	84
新兴市场	9	62
合计	23.7	386

数据来源：RIMES; Capital Group International 安信证券研究中心

备注：MSCI 指数中市值超过 \$50 亿并且股息率超过 3%。

表 3 A 股高股息率公司的比例严重偏低

股息率分布	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	最新
4%+	12	5	7	31	28	68	129	69	1	60	4	19	131
3.00%~3.99%	17	7	16	23	48	58	84	50	5	69	16	29	102
2.00%~2.99%	41	18	43	74	103	129	128	115	15	144	47	61	239
1.00%~1.99%	203	119	169	175	243	184	173	198	114	304	202	236	557
0.50%~0.99%	172	194	183	148	128	106	68	139	229	167	331	402	384
0.01%~0.49%	81	257	128	81	68	50	44	99	406	97	343	522	202
>3%公司占比%	2.9	1.1	2.0	4.5	5.8	9.6	15.4	7.9	0.4	7.7	1.0	2.1	9.4

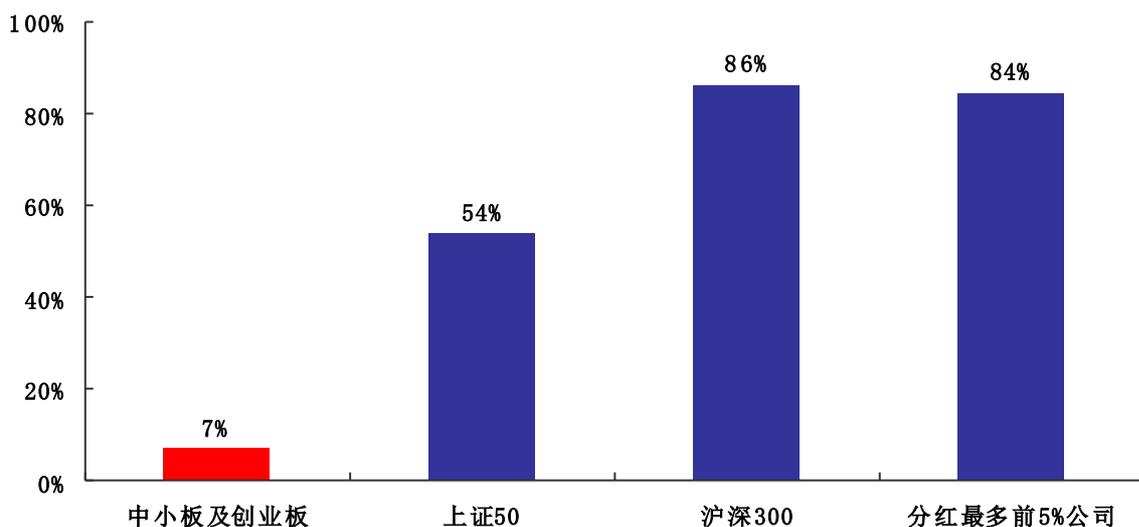
数据来源：wind，安信证券研究中心

## 2.1. 怪现象之二：分红集中度过高

在分红集中度方面，A 股市场中分红最多前 5% 公司，其分红占全市场分红总额的比例为 84%。

分板块看，上证 50 成分股的分红金额占全市场 54%。沪深 300 成分股分红占比 86%。中小板及创业板尽管公司数量已越过 1000 家，但分红占比仅有 7%。可见 A 股分红主要由沪深 300 为代表的大市值公司贡献，同时也暗示了主板市场中仍有近千家公司处于不分或微分红状态。（图 4）

图 4、A 股分红主要由沪深 300 为代表的大市值公司贡献（2011 年）

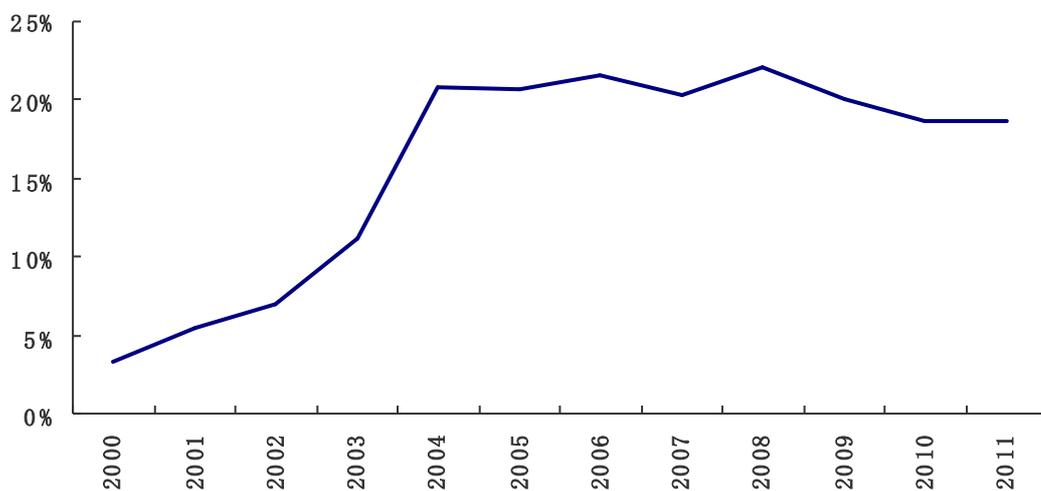


数据来源：Wind，安信证券研究中心。

## 2.2. 怪现象之三：分红的不稳定

分红稳定性则是另一个困扰高股息投资策略应用的障碍。数据显示，A 股上市公司能够持续 5 年分红的公司比例不足 20%（图 5），能持续 10 年分红比例不足 13%。

图 5、连续 5 年分红的公司占比%



数据来源：Wind，安信证券研究中心。

## 2.3. 怪现象之四：分红的结构性倒置

另外相对海外市场，A 股独有的一个特征是分红结构严重倒置。其体现为越是上市年限短的公司，分红积极性及派息比率越高。随着上市时间延长，分红动力、力度呈现迅速递减趋

势（图 6-图 7）。

图 6、上市年限与分红公司占比



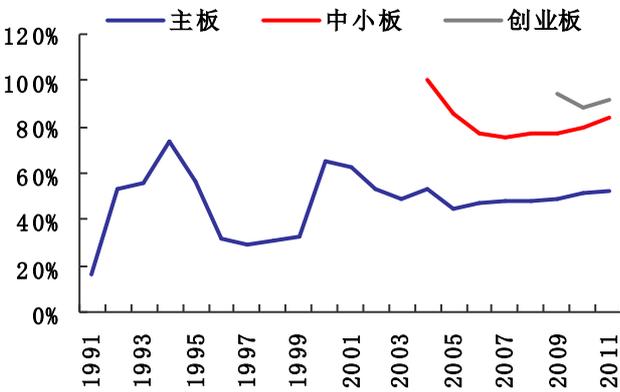
数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 7、上市年限与派息比率



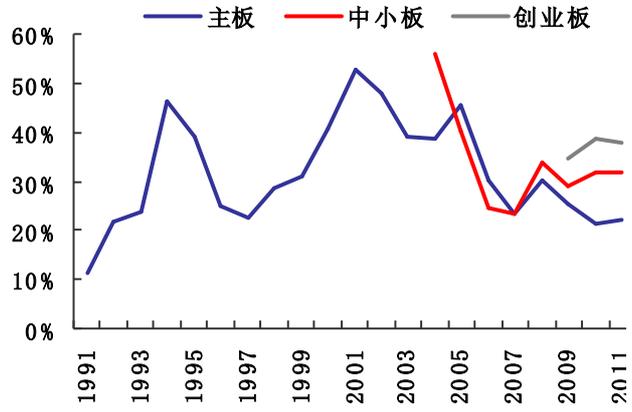
数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 8、分红公司的数量占比



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 9、分市场派息比率



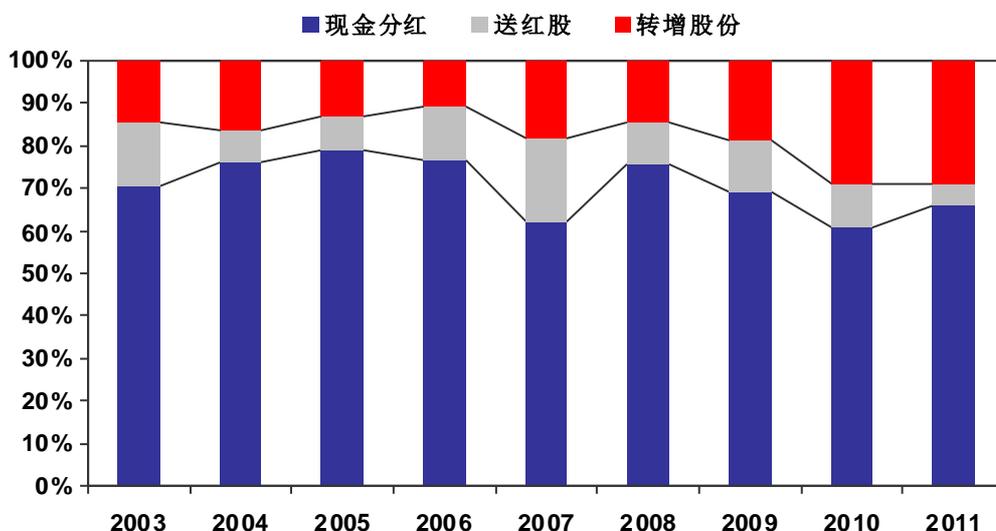
数据来源: Wind, 安信证券研究中心

按市场来看，中小板及创业板上市公司分红积极性及分红力度则远高于主板市场（图 8-图 9）。考虑到这批公司上市时间较短，在刚进行完融资活动后立即进行大力分红。我们认为，除了不符合上市融资的初衷外，考虑到红利税造成的资本损耗，也严重损害了股东利益最大化原则。

#### 2.4. 怪现象之五：轻现金，重送股

通常来说，上市公司的股利分配主要包括现金分红和送红股两种。在海外市场，上市公司主要选择现金股利作为利润分配方式，并且连续、稳定地实施这种方式以便维护控制权和保持每股收益的稳定增长。但 A 股公司相对现金分红更加偏好分红股，有些上市公司方案中还常常搭配有高比例的公积金转增。（图 10）

图 10、A 股公司不同类型分红方式 (%)



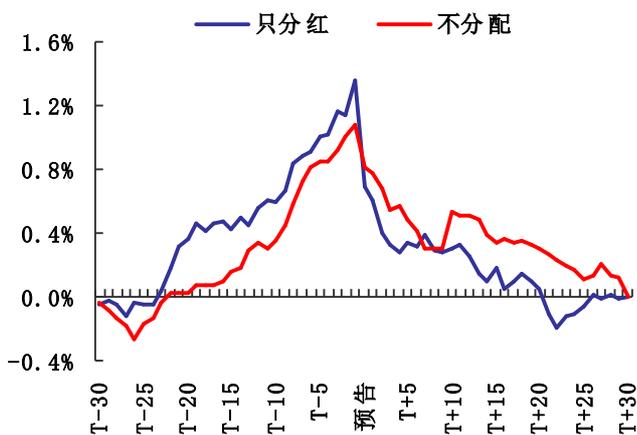
数据来源: wind, 安信证券研究中心。

需要强调的是: 转增根本不属于利润分配的范畴。因为现金分红和送股是对盈余(利润)的分配, 而转股是用资本公积金来扩张股本, 只是把资本公积和盈余公积转化为股本。由于 A 股上市公司绝大部分是通过高溢价发行, 致使公司形成了大量的资本公积金, 这为高比例公积金转增提供了条件。

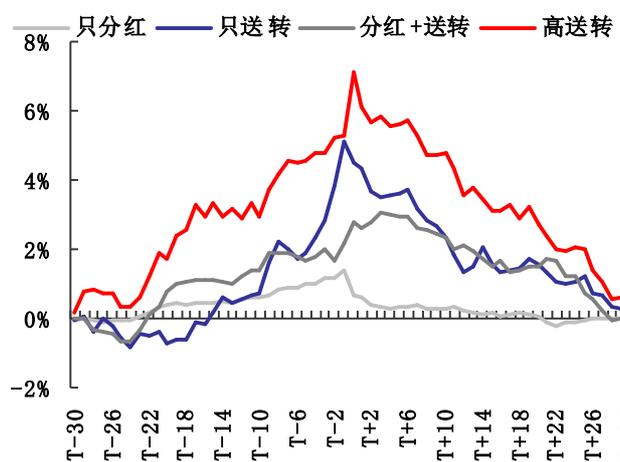
我们认为导致 A 股公司轻现金, 重高送转的两个核心原因是:

第一, 从市场参与者角度来看, A 股市场投资人高风险偏好的特点决定其更看重送转股的“填权效应”, 这直接促使上市公司的投其所好。如(图 11-图 12)所示, 如将上市公司股利分配方案划分为: “不分配、只分红、只送股、既分红又送股、高送转”等五组, 结果显示 A 股投资人更偏好送股事件, 尤其是高送转组别获得最高超额收益。

图 11、2011 年分红与不分红公司市场反映 (CAR)      图 12、2011 年不同分红方式的市场反映 (CAR)



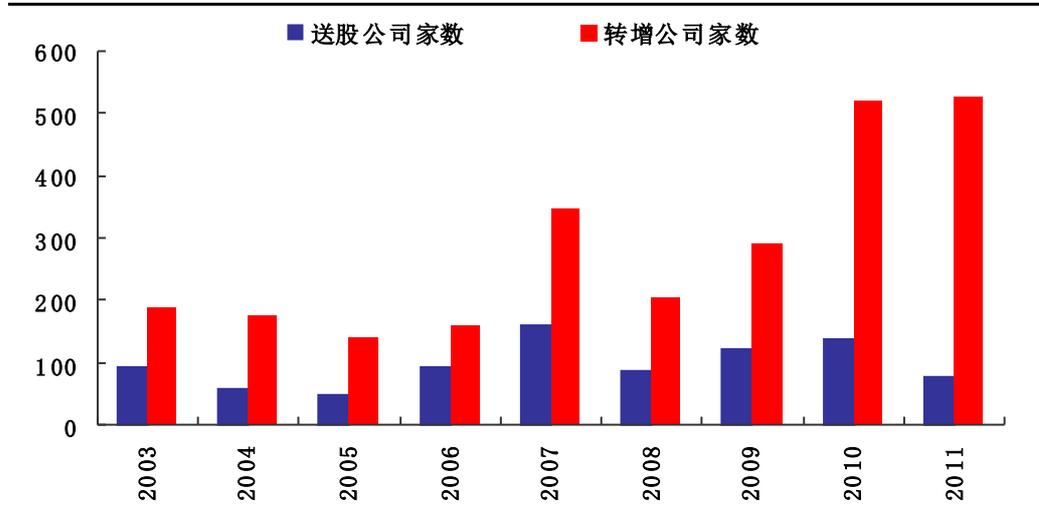
数据来源: Wind, 安信证券研究中心



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

第二, 从上市公司自身角度来, 除了会考虑通过高送转后除权有利于降低股价、增加股票流动性外, 另 A 股一直缺乏有效的分红监管及强制规定, 也间接促成这种不良风气。而近年来, 不少公司以转增股份偷梁换柱来替代分红, 特别是 2008 年后有逐年扩散趋势(图 13)。

图 13、A 股上市公司送红股及转增家数



数据来源：Wind，安信证券研究中心。

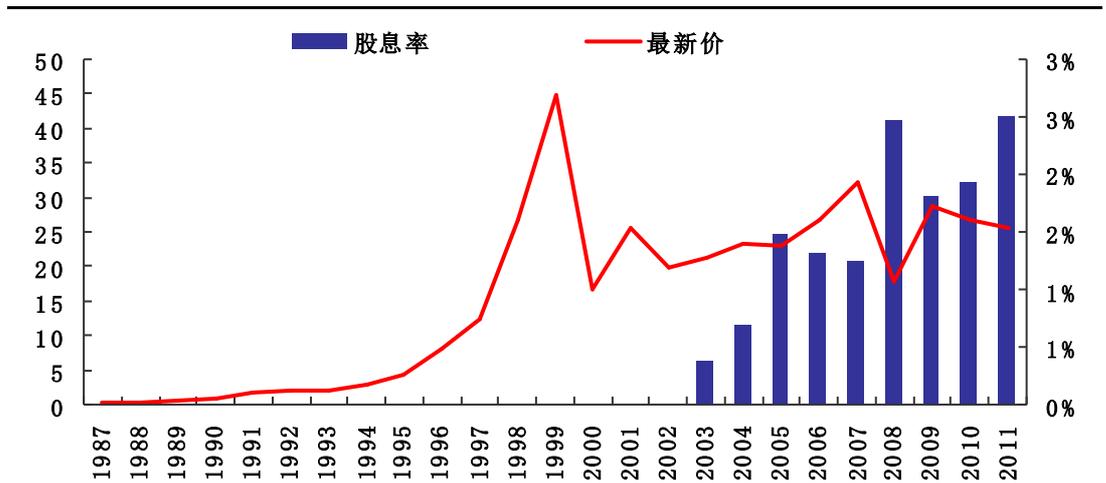
### 3. 股利政策与生命周期

对于上述 A 股市场分红的种种怪像，我们需要进一步讨论上市公司股利政策的本质，并借以分析什么样的公司需要分红。从理论上讲，上市公司在一定时期实现的利润只有两个用途：要么作为股利支付给股东满足股东的股利要求权，要么留存公司作为内部融资进行再投资满足公司未来发展的需要。为了说明公司需要何种股利政策，我们从一个经典的案例说起。

#### 3.1. 从微软分红说起：增长与分红

美国微软公司于 1986 年在美国纳斯达克市场上市，从上市时股价不到 0.1 美元到 2000 年接近 50 美元，上涨近 500 倍。不过这一期间微软从不进行分红，直到 2003 年 3 月才首次分发红利，其后开始持续向股东派息及回购股票（图 14）。

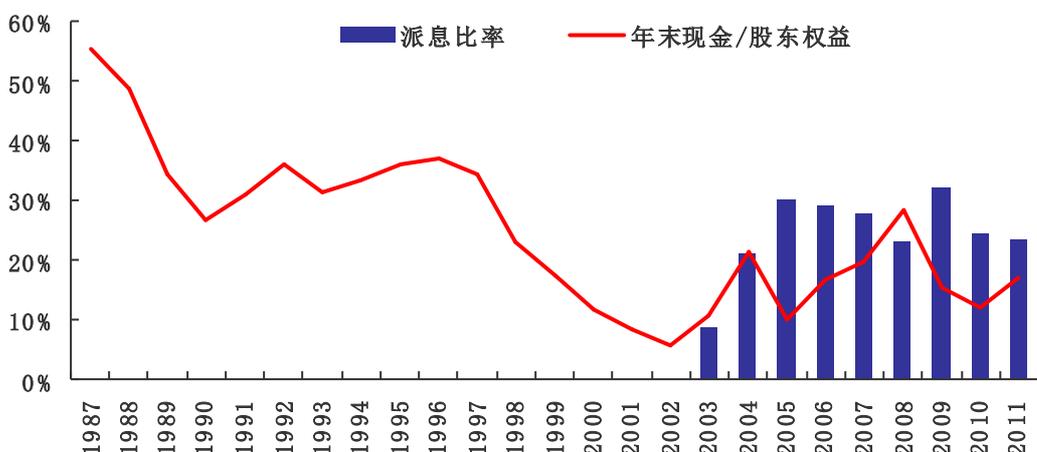
图 14、微软股价与股息率



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心。

2003 年后微软一反常态分发红利，我们认为促使微软分红原因并不是其所声称的希望能够通过分发红利来扩大股东层，也不是市场投资人所猜测的因为在手现金过多，因为 2003 年微软在手现金占股东权益的比例处于上市以来最低水平（图 15）

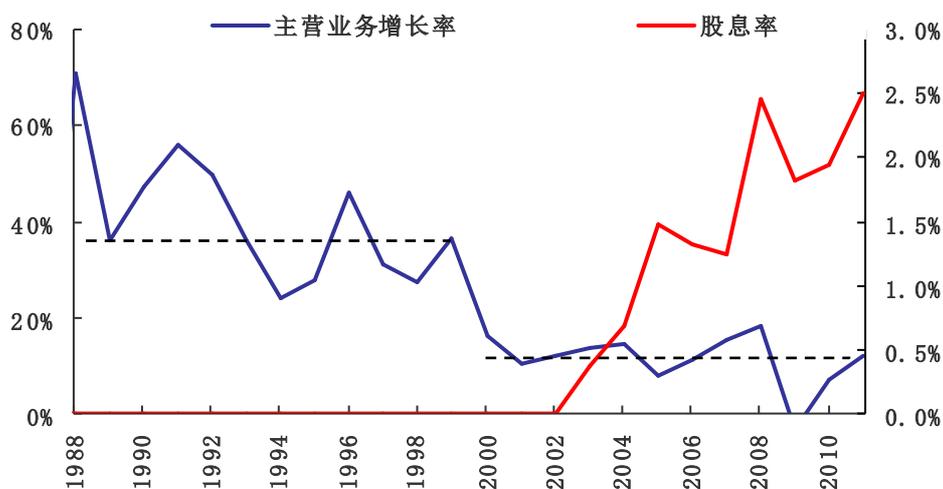
图 15、微软收入增速及分红 (%)



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心。

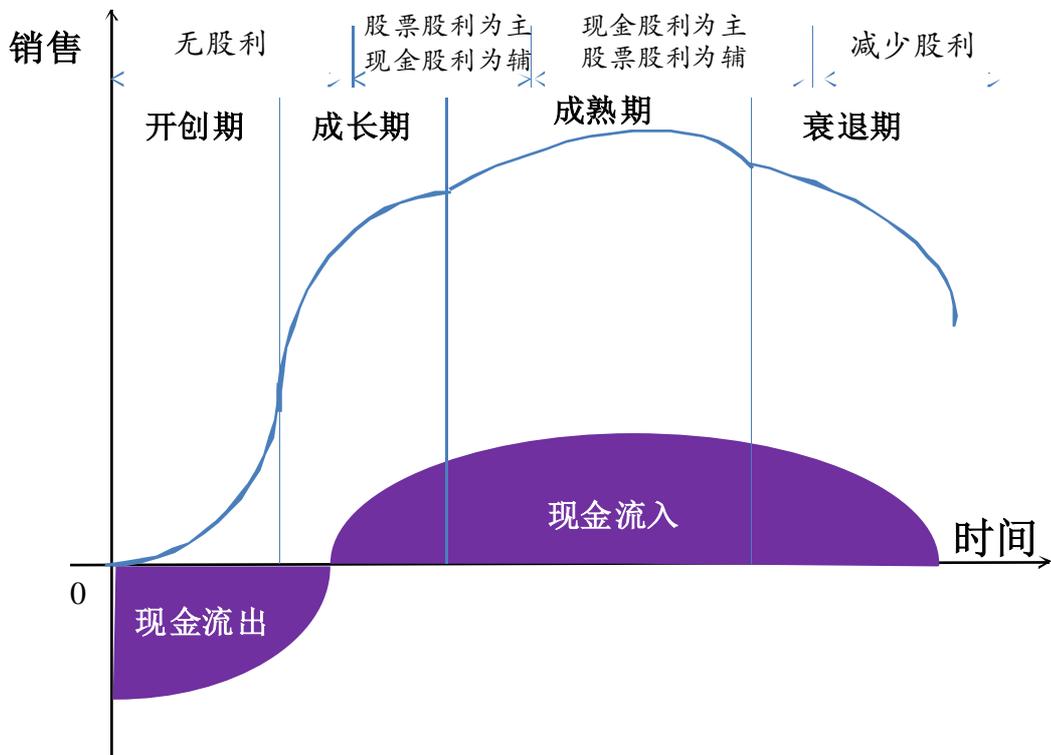
实际上,真正促使微软分红原因是:经过了连续多年快速成长,微软自身体量已经变得非常庞大。而继续通过收购来提升增速,在当时反垄断诉讼压力下已变得日益困难。因此,2000年后微软增长步伐明显开始放缓,从之前年均40%-50%高速增长平台回落至20%以下(图16)。在自身增长变慢的情况,微软分红行为更多反映出其已进入了企业生命周期的成熟阶段。

图 16、微软收入增速及分红 (%)



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心。

图 17、企业生命周期与股利政策 (%)



数据来源：安信证券研究中心。

上述案例说明公司的股利分配与生命周期密切相关，体现为初创期以及成长期的企业高股息一般不能与高成长并存(图 17)，因成长型企业规模扩张要求强烈，也面临投资机会较多。如果此时能获得充足资本，企业发展速度就能加快，利润额就能快速增长。这本身也同股东角度的利益最大化保持了一致，即当投资人选择了成长性较好的上市公司时，愿意暂时放弃股息，希望在未来获得更好的收益。但进入成熟期之后公司在手现金流变得丰富，而此时如没有更好的投资项目，上市公司就应该加大分红。

### 3.2. 资本成本与分红

其次，我们认为上市公司分红数还需要衡量投资机会和资本成本之间关系（ROIC 与 WACC）。

根据经济增加值的定义（公式 1）只有 ROIC[资本回报率]超出 WACC[加权平均资本成本]的时候，财务杠杆才能产生正效用，也只有这个时候才能为股东创造了超过资本成本的价值。反之，若  $ROIC < WACC$  企业则应将留存收益通过股利形式分配给股东，否则将造成效率低下及股东价值的毁损。

$$\text{公式 1: } \text{EVA [经济增加值]} = \text{IC} \times (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

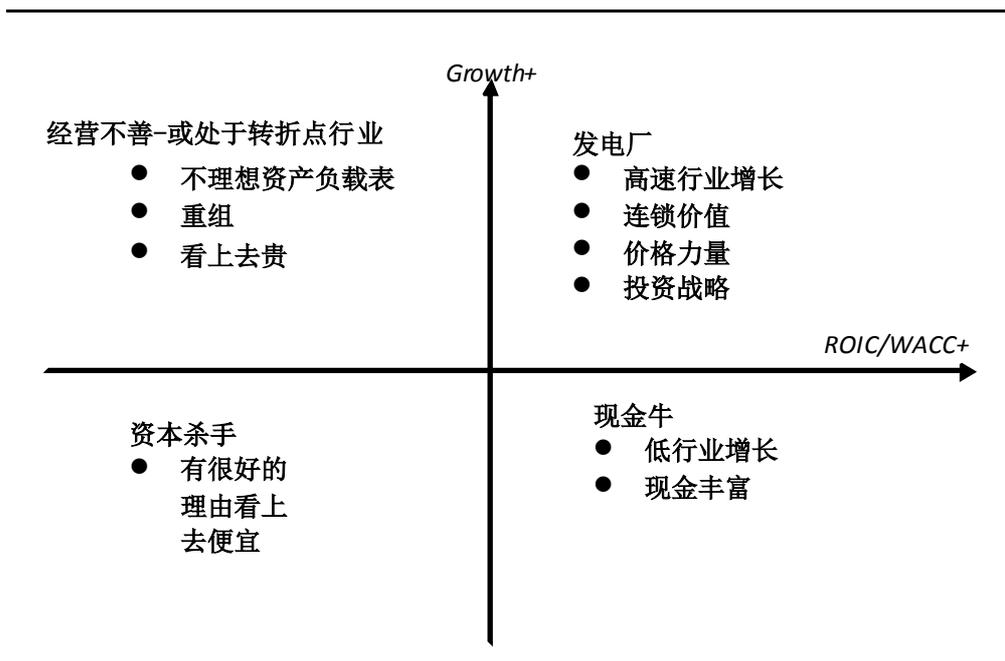
### 3.3. 分红价值矩阵？

根据上述结论，我们构建了价值矩阵进行划分。指标的核心是根据过往 3 年的主营收入的复合增长率及 ROIC/WACC 将 A 股公司划分为：发电厂（第一象限），经营不善（第二象限），资本杀手（第三象限）现金牛（第四象限）。

从价值矩阵分类来看，处在「发电厂」（第一象限）类别公司，其不仅再投资回报远远大于资金成本，同时持续高增长也表明行业需求旺盛，因此这一类型的公司，从股东利益最大化的角度应该将利润留存下来再投资。但处在第四象限的「现金牛」类公司分红能力最足，

当其没有合适投资机会时，则应该提高分红比例。而剩下二个象限的公司剩余利润更应该进行分红，否则都将是对股东价值的毁损（图 18）。

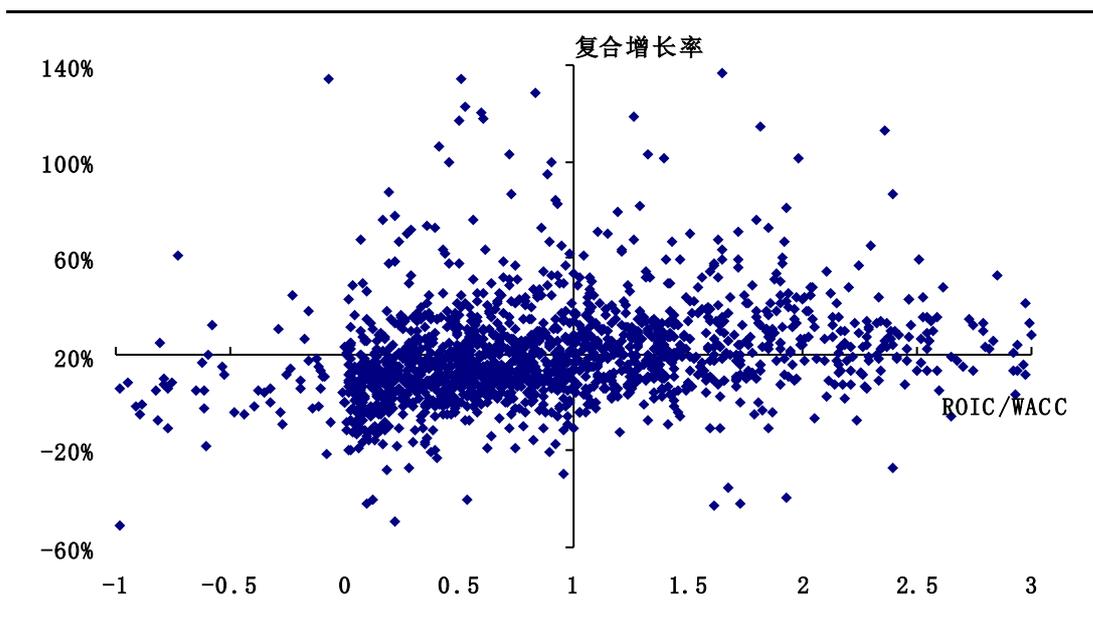
图 18、价值矩阵——股票种类



数据来源：安信证券研究中心。

按照上述标准，以 2011 年年报数据为基准，理论上 A 股只有约 25% 的公司不需分红（图 19）。换言之，A 股剩余 75% 公司需要通过分红来实现股东利益，这与 A 股实际分红公司数量仍有很大差距。（表 4）

图 19、A 股上市公司价值矩阵分布（2011 年报数据）



数据来源：wind，安信证券研究中心

备注：Rm=7%

表 4 A 股上市公司

单位	发电厂 (第一象限)	转折点 (第二象限)	资本杀手 (第三象限)	现金牛 (第四象限)
----	---------------	---------------	----------------	---------------

公司数量	426	361	765	284
占比	23.20%	19.66%	41.67%	15.47%

数据来源: wind, 安信证券研究中心

#### 4. 红利时代或将开启

过往中国 A 股市场因上市公司治理不完善、投资者高风险偏好导致轻分红、重送股的现象存在导致整体股息率偏低, 但未来我们判断由于以下几个因素的变化, 将可能从提高分红和降低估值两个方面来提高市场整体股息率水平。

##### 制度变革的动力

在各类影响力中, 「红利制度改革」将是最为直接和重要的推动力。通过回顾海外证券市场关于股利分配制度的历史, 我们发现制度变革对原有分红体系及分红方式有着深远的影响。

##### 案例 1: 台湾地区股息及税收制度的演变

以台湾为例, 台湾地区证券市场在 90 年代同 A 股市场当前情况比较类似, 也一度出现上市公司只送转而不愿现金分红。不过从 1998 年开始, 台湾监管层推出「两税合一政策」(表 5), 要求上市公司除了正常的营业所得税外还需负担「保留盈余税」, 这一税种出现直接促使上市公司分红积极性增强 (图 20);

表 5 台湾市场股息政策及税收政策的调整

时间	事件	内容
1973 年	采取平衡股利政策	1973 年台湾地区证券监管机构多次发函, 敦促上市公司采取平衡股利政策, 但 2000 年以前台湾上市公司偏好只发放股票股利。
1998 年	两税合一政策	1998 年起实施两税合一政策, 公司除了营业所得税外, 尚需负担保留盈余税, 而个人股东的综合所得税可扣抵公司已缴纳的营利事业所得税。
2000 年	“健全股利政策”	2000 年 1 月 3 日, 台湾地区发布“健全股利政策”, 要求上市上柜公司若无特殊理由必须同时发放现金股利和股票股利, 并辅之以强化股利政策信息披露来引导上市上柜公司发放股利。
2007 年	对未分配盈余加征 10% 营利事业所得税	2007 年 12 月 23 日, 台湾地区通过税法修正案, 修正案规定对未分配盈余加征 10% 营利事业所得税, 这一税收制度也促使股票股利呈现减少趋势

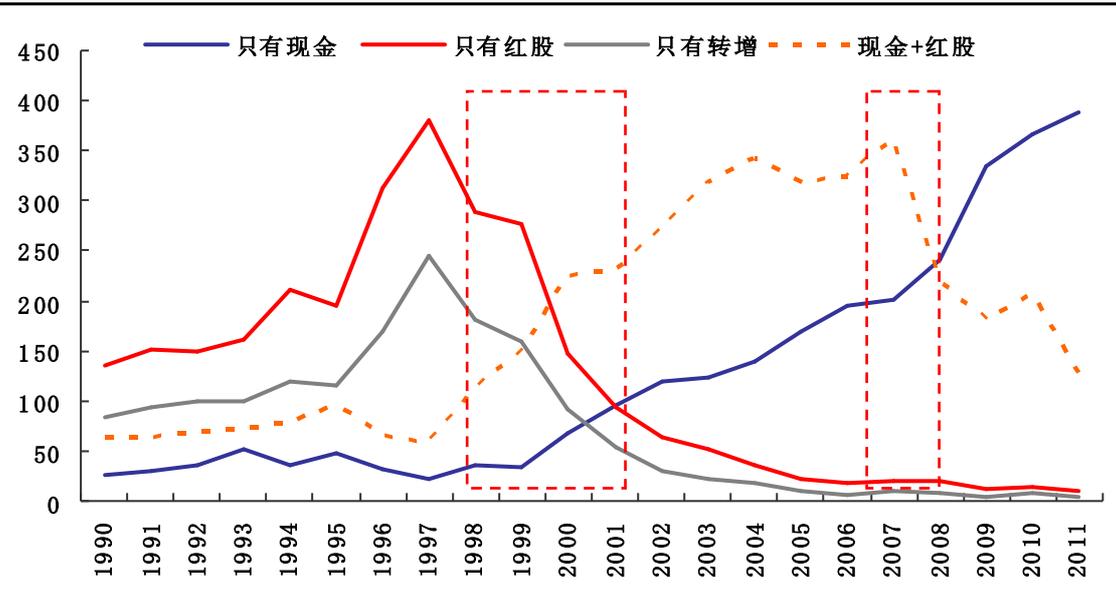
数据来源: 台湾金融监督管理委员会, 安信证券研究中心

无独有偶, 2000 年台湾地区证券监管机构继续出台「健全股利政策」, 要求上市上柜公司若无特殊理由必须同时发放现金股利和股票股利, 并辅之以强化股利政策信息披露来引导上

市上柜公司发放股利。

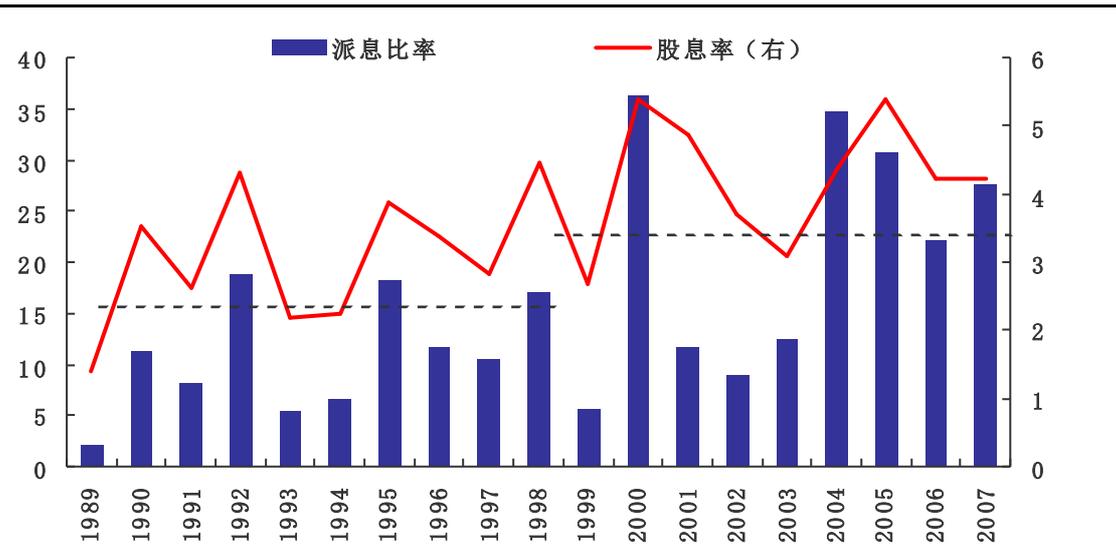
上述二大制度推进，直接改变了台湾上市公司股利分配偏好。其后，发放现金股利公司比例快速上升，转增和红股占比迅速下降，市场整体股息率也明显提升（图 20-图 21）。

图 20、台湾股利及税收制度推动现金分红占据主导地位



数据来源：DEG，安信证券研究中心

图 21、制度变革推动台湾派息率和股息率明显提升



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

### 案例 2: 美国股息制度的演进历史

美国证券市场历史悠久，从发展经历来看其股利政策经历了『先强制，后市场机制为主导』的发展历程。在 1950 年以前，美国证券市场主要采取强制分红制度，并在此基础上对公司累积留存收益征收「累积盈余税」，这些制度对上市公司过少的分红进行持续性制约。(表 6)。

表 6 美国股利政策及股利税收的调整

时间	事件	内容
1825-1900 年	强制分红制度	规定股份公司每年必须拿出盈余的

		一定比例进行现金分红。
1900-1950 年	未分配利润税	1936 年《税法》将未分配利润(包括公司间的股息税, UPT) 税率定为 7-27%, 但同时也把公司所得税税率降到了 8% 的低水平。 <b>通过对未分配利润收税来强制分红。</b>
1982 年	Rule 10b-18 的采用	Rule 10b-18 的采用, 放宽了股票回购的管制, 公司股票回购不再根据 1934 年的证券交易法案被视为市场操纵。
1986 年	《税制改革法案》	《税制改革法案》规定现金股息被当作普通收入“全部课征”, 不再享受“部分豁免”。边际最高税率由 1954 年的 91% 减少到只有 33% 左右。与此同时, 股东从公司回购股票中所取得的收入, 则被当作资本利得课税, 资本利得适用的边际税率从之前的 20% 提高到 28%, 到 1988 年 1 月 1 日, 二者的税率都变为 33%。相对于股息税, 资本利得税的边际税率长期较低。
2003 年	《就业与增长税收减负调节法案》	该法案对公司支付给个人的股息和个人的资本利得使用相同的税率, 都是 15%。低税率只适用于“合格的股息税率”, 即对纳税年度来自国内公司的股息实行优惠税率

数据来源: 公开资料, 安信证券研究中心

但 1950 年以后, 因机构投资者开始迅速壮大, 其对上市公司分红政策的市场约束机制开始发挥作用。与此同时, 税收方面的改革(如 1986、2003 年税改)也在一定程度上影响了公司的分红决策, 促进了上市公司分红政策的长期稳定性。因此上世纪 50 年代后美国证券市场关于股票分红政策的行政监管开始弱化, 市场机制转而逐渐起主导作用。

特别值得一提的是: 美国证券市场的历史经验表明, 任何细微的制度变化都会对上市公司股利政策产生深远的影响。Gustavo Grullon 和 Roni Michaely 等人的研究显示<sup>1</sup>。1986 年美国 Rule 10b-18 规则采用, 其放宽了股票回购管制。公司股票回购不再根据 1934 年的证券交易法案被视为市场操纵。另外由于当时美国「资本利得税」(20%) 低于「股息税」(33%), 因此这一法案直接促成这一时期美国上市公司, 纷纷改换为股票回购来替代现金分红。(图 22)

图 22、美国-税收制度对上市公司分红方式产生很大影响

<sup>1</sup> Rule 10b-18 定义:

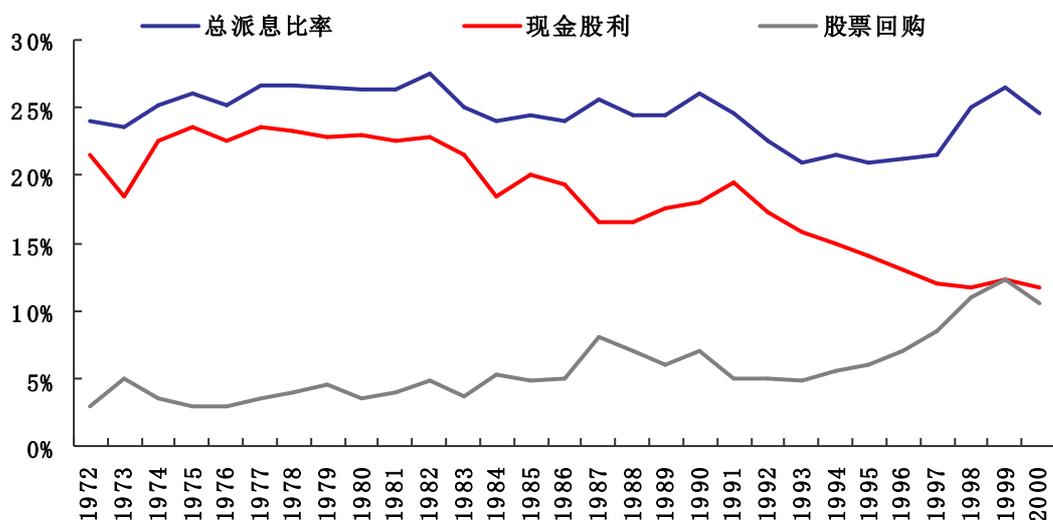
证监会为公司回购股票提供的避风港条款, 即公司股票回购不再根据 1934 年的证券交易法案被视为市场操纵。这项条款包括了回购方式, 回购时间, 价格和回购股票总量。

1、 回购方式: 公司单日必须从一个交易商或者一笔交易中回购所有的股票。

2、 时间: 平均交易量低于一百万美金每天的公司或者公众持股量价值低于 1.5 亿的公司最后 30 分钟内不得交易。具有更高的平均交易量或者公众持股量的公司可以持续交易直到最后 10 分钟。

3、 价格: 公司回购价格不得高于最高独立报价或者上一次交易价格。

4、 交易量: 公司不得回购超过平均日交易量的 25%。

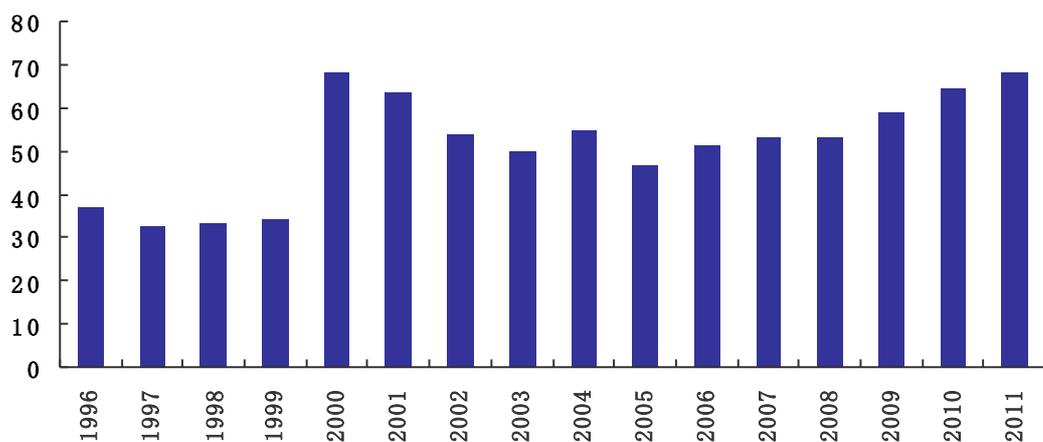


数据来源: Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis, 安信证券研究中心

### 中国股利制度的改革历程

回到中国证券市场的分红制度建设, 经过多年以来的发展, 目前仍处在不断完善过程中。但回顾过去, 历史上也曾出现过由政策强制规范分红行为的先例。例如, 2000 年前后, A 股上市公司分红数量曾有过一次性大幅提高, 其原因就是 2001 年证监会颁布的《上市公司发行新股管理办法》, 其中将分红派息作为再融资时条件 (图 23)。

图 23、分红的 A 股上市公司占比逐年上市 %



数据来源: wind, 安信证券研究中心。

不过, 由于很多上市公司对再融资需求减弱或因自身经营失去了再融资的条件, 因此其后几年上市分红公司比例连续下降, 直到 2005 年后中小板和创业板公司大规模发行后才改变了这一状况。由此看来, 通过『规范再融资』进行分红规范, 存有一定适用范围和时效性, 并不能从根本上解决上市公司忽视股东回报问题。

我们注意到, 今年以来无论从政策出台频率及力度来看 (表 7), 监管机构都积极推进分红制度的改革。我们判断, 随着中国金融市场国际化及市场化进程推进, 一旦监管机构加速推出更有针对性的“股利指导政策”, 或联手财政部门降低红利税或出台“累计盈余税”等, 预计将对 A 股市场分红行为产生巨大影响。

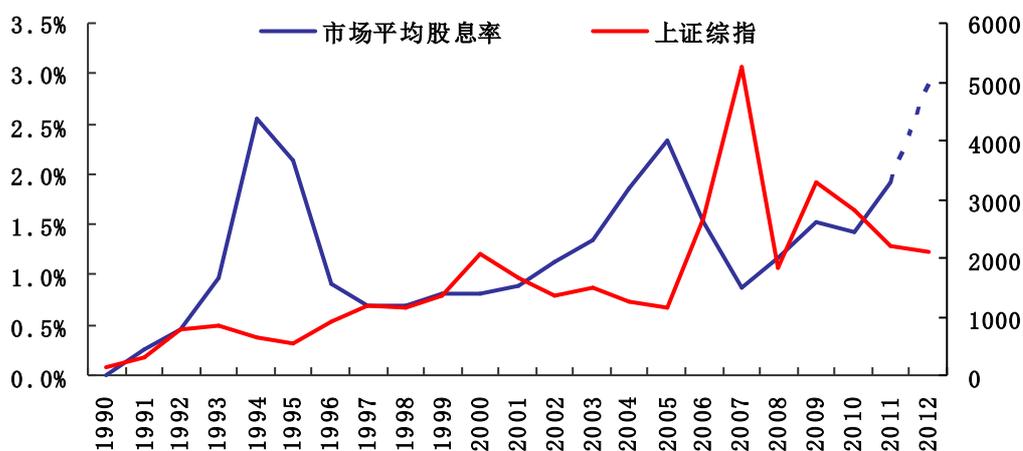
表 7 A 股市场股利政策变化:

时间	政策	内容
2001 年	融资行为与分红政策挂钩	《上市公司发行新股管理办法》中将上市公司分红派息作为再融资时的重点关注事项，当年证监会发布的《中国证监会股票发行审核委员会关于上市公司新股发行审核工作的指导意见》中也提出应当关注公司上市以来最近三年历次分红派息情况，特别是现金分红占可分配利润的比例以及董事会对于不分配所陈述的理由。
2004 年	加强公众股股东权益规定	2004 年发布的《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》要求上市公司应实施积极的利润分配办法。
2006 年	证券发行管理办法	中国证监会 2006 年发布的《上市公司证券发行管理办法》第八条第（五）项要求，上市公司公开发行证券需符合“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百分之二十”。
2008 年	修改现金分红若干规定	2008 年 10 月 9 日，证监会发布《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》，将《上市公司证券发行管理办法》第八条第（五）项修改为：“最近三年以现金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百分之三十”。
2012 年	分红新政	<p><b>1. 新股细化分红政策</b> 从首次公开发行股票公司开始，在公司招股说明书中细化回报规划、分红政策和分红计划，并作为重大事项加以提示，提升分红事项透明度。</p> <p><b>2. 加强监管上市公司利润分配决策和执行情况</b> 细化监管内容，监管机构对分红问题应作全面和重点的检查、监督，对不当行为和合理情形，要严肃予以处理。</p> <p><b>3. 上市公司需采取措施完善分红政策及决策机制</b> 上市公司要科学决定公司的分红政策，要对分红安排进行具体规划，红利分配的政策确定后，不得随意调整而降低对股东的回报水平。</p> <p><b>4. 上市公司需牢固树立回报股东意识</b> 公司红利是投资者回报的最重要的组成部分，是公司股票价值的决定性因素，是资本市场正常运转的基石。</p> <p><b>5. 发布《上市公司员工持股计划管理暂行办法》鼓励回购</b> 与 2006 年出台的股权激励有关管理办法相比，员工持股计划的股票来源不能来自新发股份，而只能采取向二级市场回购。</p> <p><b>6. 《建议取消：红利税》</b> 中国上市公司协会向监管部门和税收主管部门上报了“关于推动完善上市公司有关税收政策的建议”的报告。</p>

数据来源：安信证券研究中心

除了分红不足外，我们认为导致 A 股市场股息率过低、高股息公司数量偏少的另一个重要原因是估值结构性偏高问题。正如上文所示，A 股股息率偏低，但派息比率与境外市场差异不大，根据财务理论，股息率=分红比率/市盈率，因此股息率偏低的原因在于相对于境外市场，中国股市部分股票估值结构性偏高（图 24），预计未来在中国市场和国际化进程加快背景下，国内外估值将逐步靠拢，估值对股息率不利影响也将减弱。（详见《一江春水向东流》2012-10-10）

图 24、估值过高是导致 A 股股息率偏低的重要原因



数据来源：wind，安信证券研究中心。

## 5. 高股息投资策略

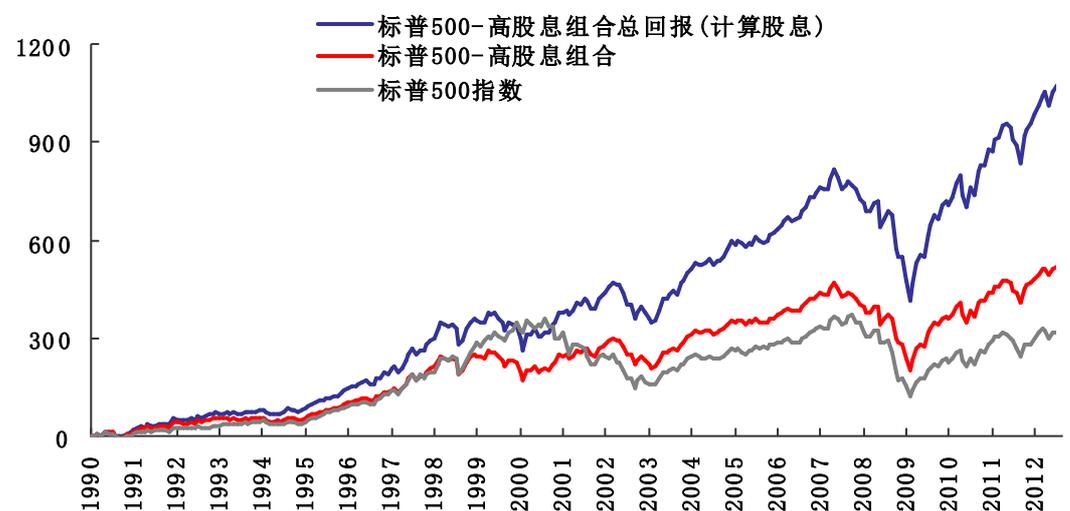
如果未来随着『分红制度改革加速、市场化国际化进程加快、投资人高风险偏好趋势性回落、企业部门去杠杆化』等因素逐渐发挥效应，上市公司分红逐步会被引导回正轨，待市场结构性高估值被化解后，适合高股息策略投资的土壤或将初步具备。

### 5.1. 海外应用经验：成熟市场中高股息策略能大幅战胜指数

高股息投资策略的应用方面，海外成熟市场大量实证案例显示，长期来看高股息率公司能带来超越市场指数的高回报率。

典型案例是：美国标普公司提供的标普 500 高股息经典 (The S&P 500 Dividend Aristocrats) 指数，其选取标普 500 成分股中高股息率并且连续多年派息及股息稳定增长的公司构建组合。从 1990 年至今的 22 年，高股息经典指数累计获得 1125% 回报，而同期标普 500 指数涨幅仅为 342%，高股息策略大幅超越基准指数（图 36）。

图 25、1990-2012 年 SPX500 指数与标普 500 高股息组合收益率 (%)

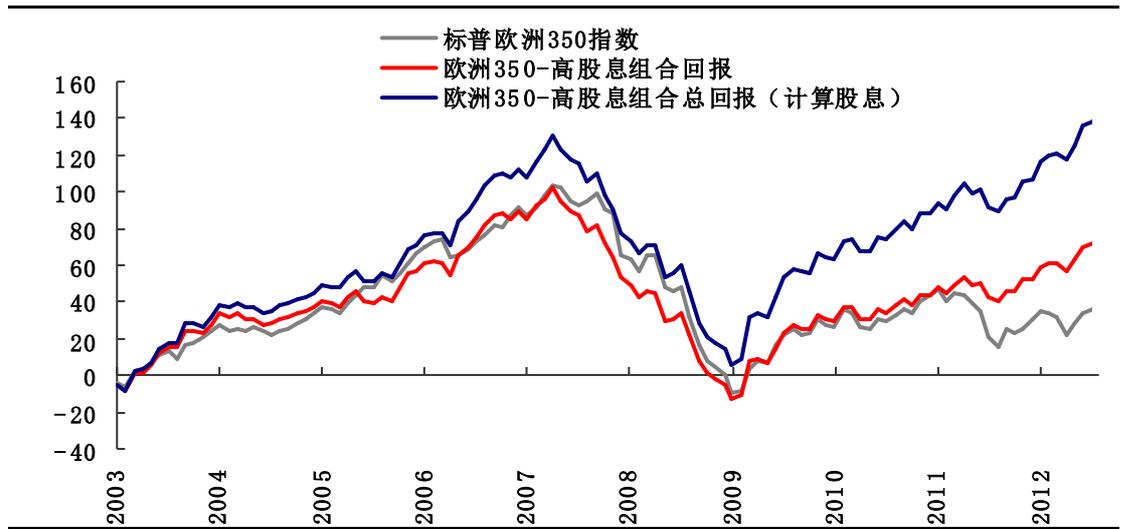


数据来源：BLOOMBERG，安信证券研究中心。

在欧洲及亚太市场，高股息率策略也同样被证明长期应用能获得可观的超额收益（图 37-

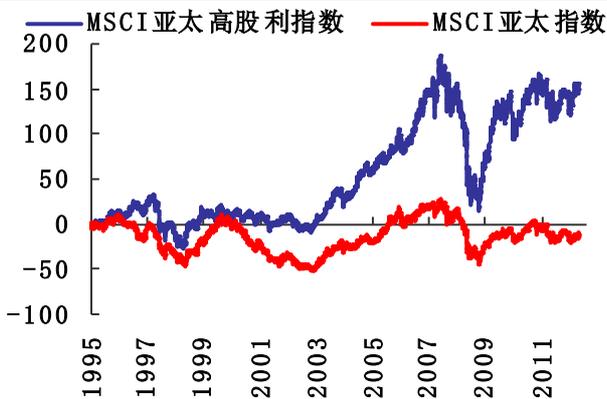
图 39)。

图 26、欧洲 350 指数与高股息组合收益率比较 (%)



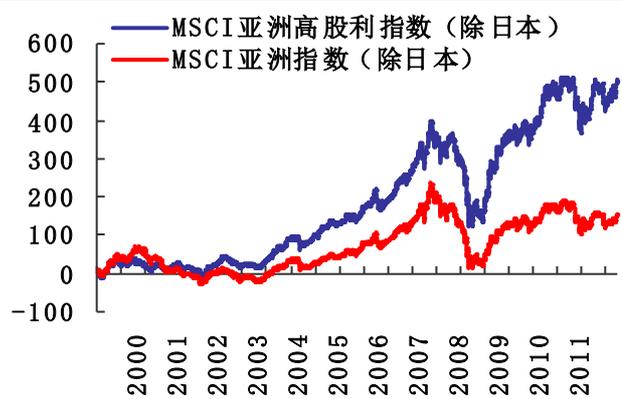
数据来源：BLOOMBERG，安信证券研究中心。

图 27、高股息率组合大幅跑赢亚太市场



数据来源：Bloomberg；安信证券研究中心

图 28、高股息率组合大幅跑赢亚太市场 (除日本)

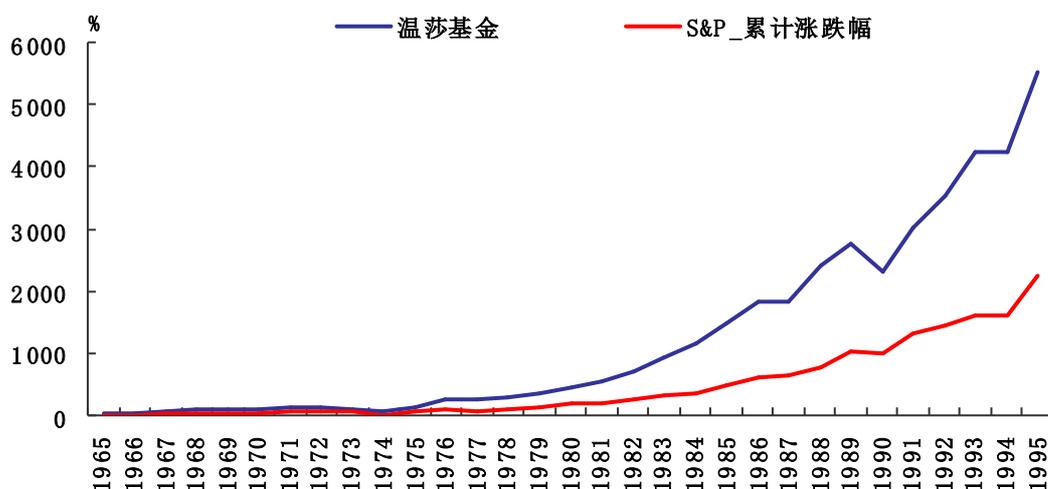


数据来源：Bloomberg；安信证券研究中心

### 实战投资的成功代表

在实战投资方面，高股息投资策略也有典型代表人物为约翰·聂夫。他是比肩彼得林奇、巴菲特的传奇投资大师。在他执掌温莎基金 31 年期间，22 次跑赢市场，投资增长 55 倍，年平均收益率超过市场收益率达 3% 以上，累计平均年复利回报率达 13.7% (图 40)。约翰聂夫还曾义务为宾州大学管理校产基金，16 年间成果显赫，基金规模从最初的 1.7 亿美元增长到了 18 亿美元。

图 29、约翰聂夫执掌温莎基金期间收益 (%)



数据来源: bloomberg, 安信证券研究中心。

从温莎基金历史表现看, 股息回报在总组合投资收益中占有重要地位(表 9), 股息收益贡献占组合收益 30%-40%。特别是在熊市中, 股息收益的安全垫作用非常明显。

表 8 温莎基金 VS 标准普尔 500

时间	总投资回报			
	温莎基金			标准普尔 500
	资本回报 (%)	股息回报 (%)	总回报 (%)	总回报 (%)
1964	3.6	0.7	4.3	5.4
1965	27.6	1.5	29.1	12.5
1966	-4.8	1.5	-3.3	-10
1967	28.8	2.7	31.5	23.9
1968	18.9	2.5	21.4	11
1969	-5.7	1.9	-3.8	-8.4
1970	3.4	3	6.4	-3.9
1971	4.3	3.2	7.5	14.2
1972	6.9	3.3	10.2	19
1973	-28	3	-25	-14.7
1974	-20.9	4.1	-16.8	-26.3
1975	48	6.5	54.5	37.1
1976	40.7	5.7	46.4	23.8
1977	-3	4	1	-7.2
1978	3.8	5	8.8	6.5
1979	16.4	6.2	22.6	18.4
1980	15.7	6.9	22.6	32.4
1981	9.9	6.9	16.8	-4.9
1982	14.8	6.9	21.7	21.5
1983	23	7.1	30.1	22.5
1984	12.4	7.1	19.5	6.2
1985	21.1	6.9	28	31.6
1986	14.3	6	20.3	18.6
1987	-4.7	5.9	1.2	5.2
1988	22.6	6.1	28.7	16.5
1989	9.2	5.8	15	31.6
1990	-20.8	5.3	-15.5	-3.1

<b>1991</b>	22.7	<b>5.9</b>	28.6	30.4
<b>1992</b>	12	<b>4.5</b>	16.5	7.6
<b>1993</b>	16.3	<b>3.1</b>	19.4	10.1
<b>1994</b>	-3.3	<b>3.2</b>	-0.1	1.3
<b>1995</b>	23.5	<b>1.7</b>	25.2	29.3

数据来源：《约翰聂夫的成功投资》

约翰聂夫取得这样的成绩，并未用任何高深投资技巧或数学模型。实际上，他采用低市盈率搭配股息率方法。他认为：“股息率在投资总收益中占很重要的一部分，而高股息率和低市盈率往往是相辅相成的。例如低市盈率和股息率通常不可分割，两者就像一张唱片的两面，低市盈率常常意味着高股息率，高市盈率往往暗示了低股息率。

同时，他并不单纯追求低市盈率，也追求增长率。只是和追求高增长不同，聂夫追求的是稳健的、可控制的增长率，他认为高增长率是无法长期持续的。所以将股票分为 4 类：1、高知名度成长股；2、低知名度成长股；3、慢速成长股；4、周期成长股，他极为推崇低知名度成长股。

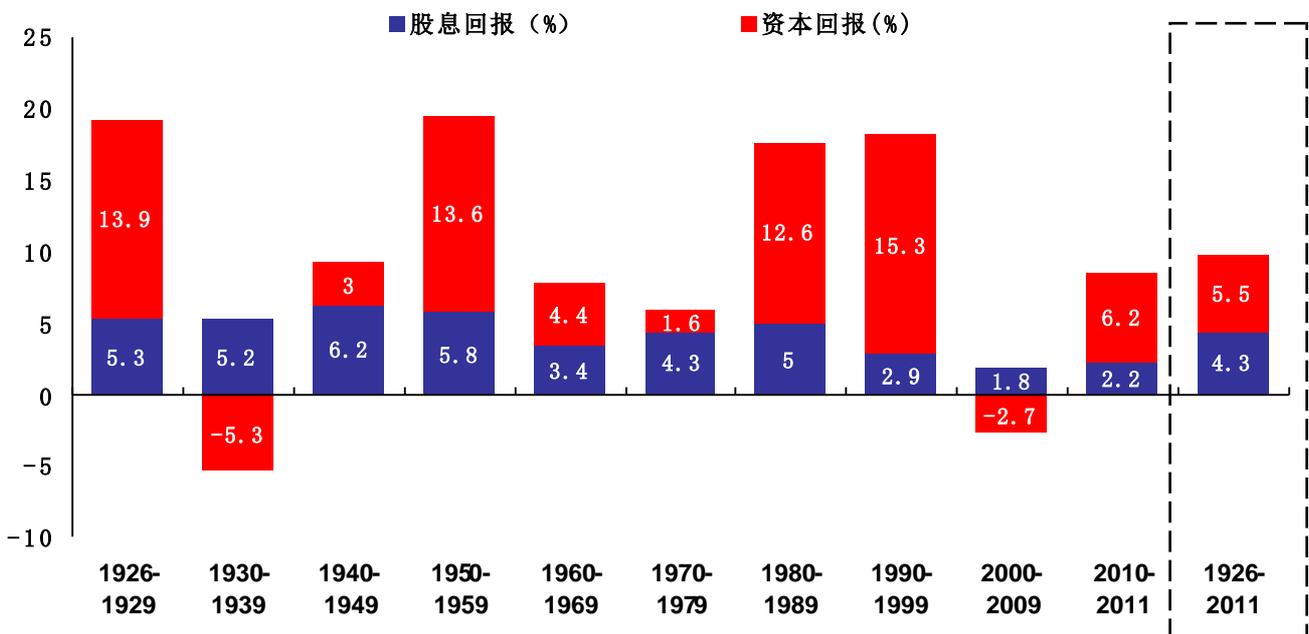
此外，约翰·聂夫也采取一种循环投资方法。当一只股票分红很好时候开始买进，然后它在市场中演化和走向成熟，股息率也会变得更加趋近于平均水平，就把它卖出，并重新用新的高分红股票代替它们。

我们认为高股息投资策略在长期能超越市场的原因，主要来自两个方面：

#### 首先，股息回报在长期总投资回报中占重要地位

一般来说，投资股票通常有两种获利来源。一种是「资本利得」，也就是「低买高卖」后的价差收益；另一种则是「股息收入」，也就是股票发行公司的配股、配息。根据晨星公司统计，整体来看美国 SPX500 指数从 1926 年至 2011 年的 85 年间，来自于资本回报年均收益率为 5.5%，来自股息收入投资年均回报为 4.3%，股息平均贡献了总投资回报 40% 以上（最低有 16%，最高曾有 70% 的水平），股息已经成为投资年报酬中的重要组成（图 41）。

图 30、标普 500 公司-股息回报、资本回报在总投资回报中所占比重（年化收益率）



数据来源：Standard & Poor's, Ibbotson, 安信证券研究中心。

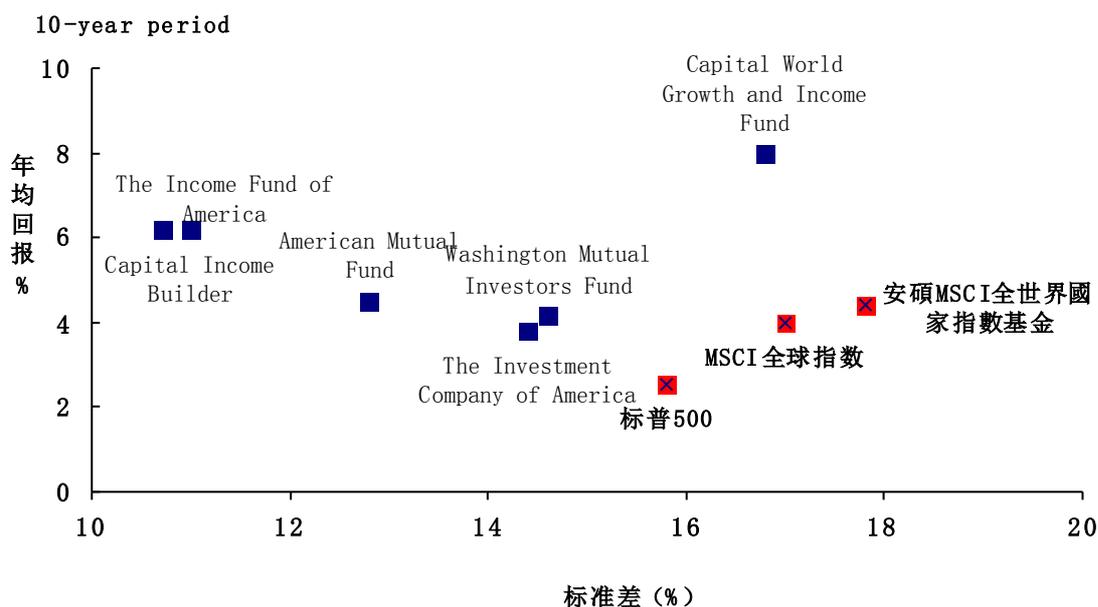
备注：总回报中假设收益再投资

### 其次，高股息组合在高回报同时也能提供较小的波动

高股息股票相对于其它股票防御性更强，特别在市场波动时候，基于高股息公司多数是进入成熟期、业绩优良、有稳定可靠的现金流并且内在价值低估，因此这一组合波动性较小。

海外市场的长时间序列数据也很好的证明了这点，在美国有多家投资风格偏好高股息的开放式基金，其过去 10 年业绩显示，年均回报在超过基准的同时波动也明显小（图 42）。

图 31、以股息为目标的开放式基金能提供相对较高的回报和低波动率（10 年间）



数据来源：Capital Group International, Inc.，安信证券研究中心。

备注：选取的基金存在超过 5 年以上，标准差计算依据月回报率计算

## 5.2. 高股息策略应用的核心要素

上述案例表明在成熟市场中，高股息策略的长期应用可以长期跑赢市场。但在新兴经济体的股票市场中，也有一些案例表明其并非最优策略，特别是在高利率环境中。实际上，我们认为高股息策略应用有其最佳环境，过去研究在这方面存在一些误区，其中特别是关于对“何为高股息”的定义。

我们认为在高股息策略中关于“高股息”的定义，存在二点需要强调的地方：

### 1: 高股息不单指股息率的绝对高低，还要同大类资产比较相对收益率

我们强调，高股息策略的核心不单纯是挑选市场中股息率最高的公司，更为重要的是对比股息率相对其他大类资产之间关系，研究显示当股息率相对债券收益率优势改善的时候高股息表现较好。

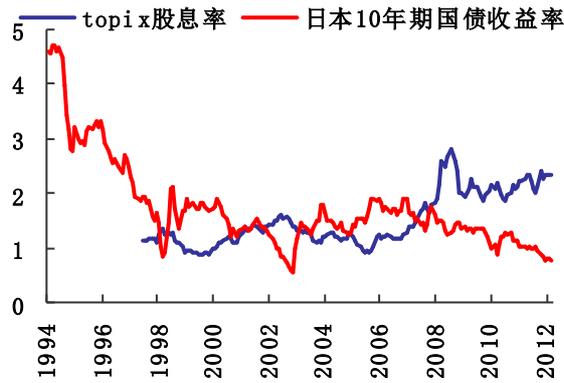
#### 案例 1-日本：债券收益率低于股息率

首先，高股息策略尤其适应在低利率环境。

典型的案例是上世纪 90 年代末，日本 10 年期国债收益率跌至 2% 以下，并长期维持在这一

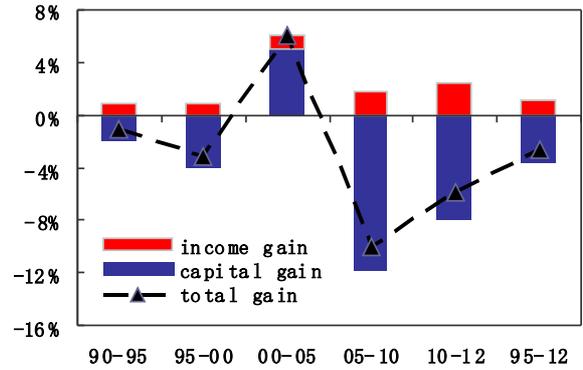
低位(图 43)。这一时期尽管日经指数表现也不佳,但由于股息率明显高于市场核心利率国债利率。因此 2000 年后,在日本市场的整体投资回报中,股息回报贡献不断上升(图 44)。如果以 2000 年为基点,在 MSCI 日本指数跌幅近 60%背景下,高股息率策略成为这一时期少数能打败市场并获取正收益的方法(图 45)

图 32、日本股息收益率及 10 年期国债收益率对比



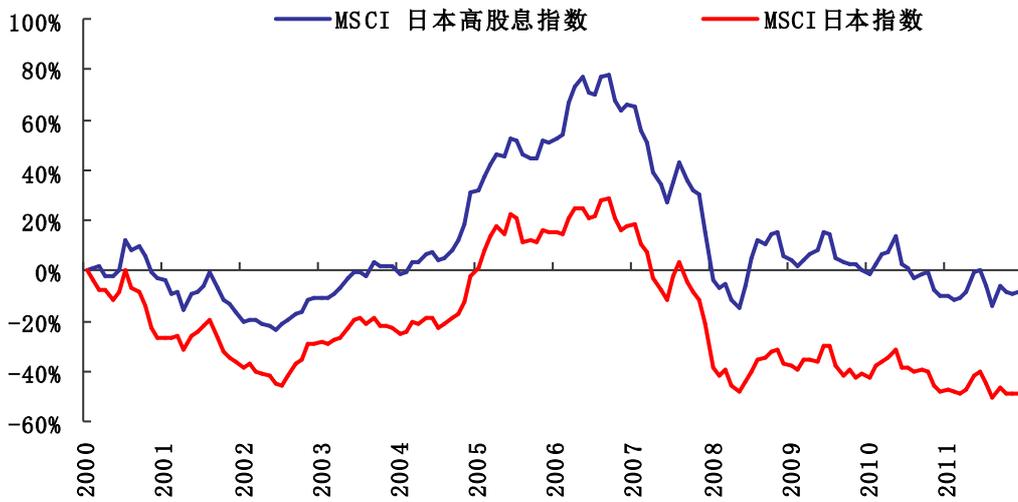
数据来源: Bloomberg; 安信证券研究中心

图 33、日本市场红利在资本回报中贡献



数据来源: Astra Manager; 安信证券研究中心

图 34、日本低利率环境下高股息率策略打败市场



数据来源: BLOOMBERG, 安信证券研究中心。

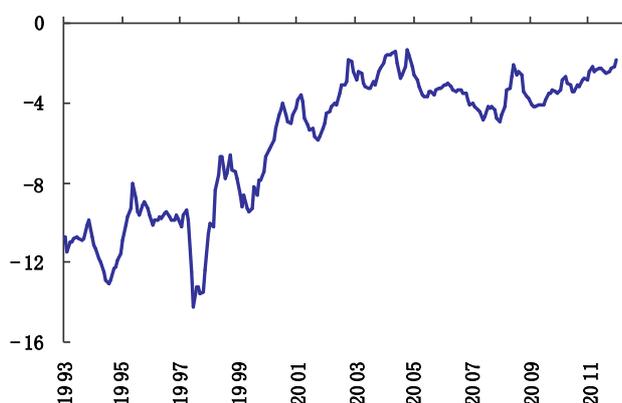
### 案例 2-韩国: 股息相对债券收益率的改善

其次, 高股息策略应用环境并非一定要股息率要高于市场核心利率才适用。

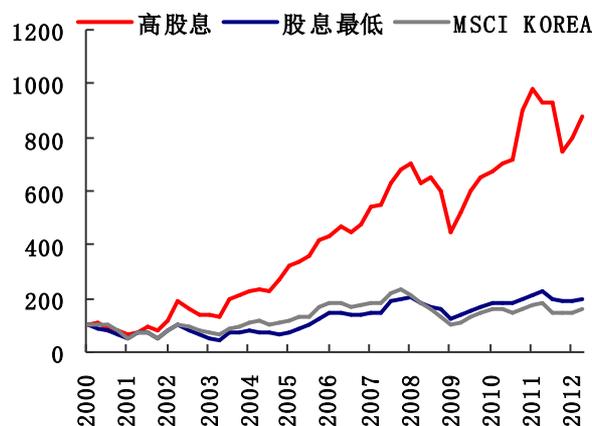
韩国市场是很好的案例。韩国由于具有较高的分红税, 上市公司更倾向采取回购方式, 造成了股息率水平偏低, 韩国股息率相对于债券收益率也因此一直处于明显不利的地位。不过 1995 年后, 韩国开始加快国际化进程。随着海外投资人占比提升, 上市公司逐渐增强分红, 1998 年后债券收益率又大幅回落, 在二者共同作用下股息率相对不利情况显著改善(图 46)。因此从 2000 至今, 高股息率组合在韩国取得接近 7 倍以上收益, 而同期市场基准指数涨幅不足 1 倍(图 47)。

图 35、韩国市场股息率与 10 年期国债收益率比较

图 36、高股息率组合大幅跑赢亚太市场



数据来源: Bloomberg; 安信证券研究中心

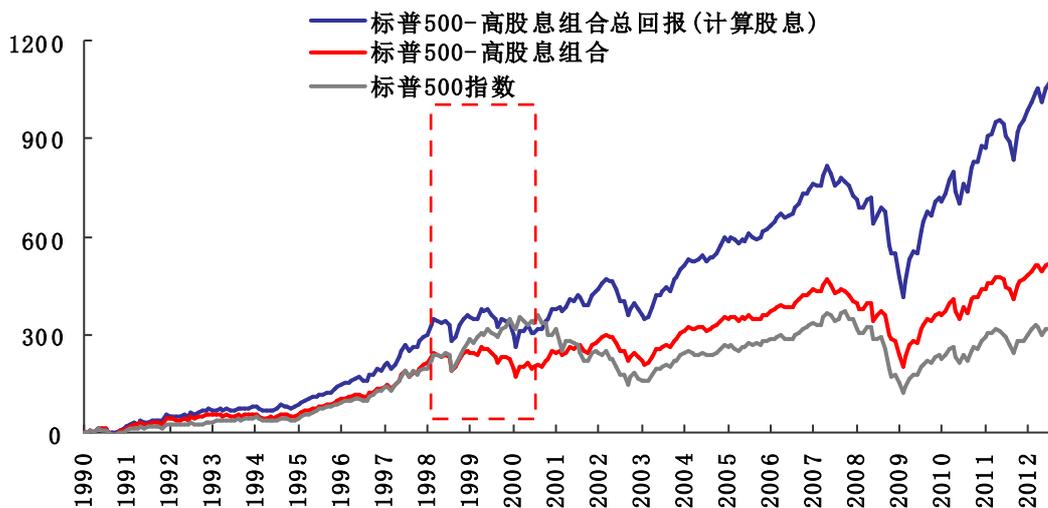


数据来源: Bloomberg; 安信证券研究中心

### 案例 3-美国: 高股息策略的短期适用环境

股息率同债券收益相对收益率的变化也对高股息策略的短期应用产生影响。我们仍以美国 SPX500 高股息经典指数为例。如图 48 中标示, 我们注意到该高息经典组合在 1998 年-2000 年期间明显弱于同期 SPX 指数 (图 35)。

图 37、1990-2012 年 SPX500 指数与标普 500 高股息组合收益率 (%)

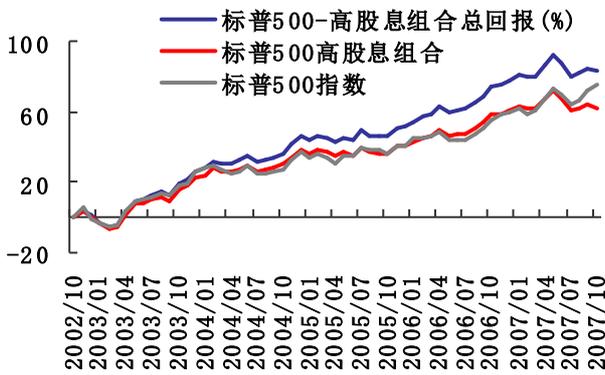


数据来源: BLOOMBERG, 安信证券研究中心。

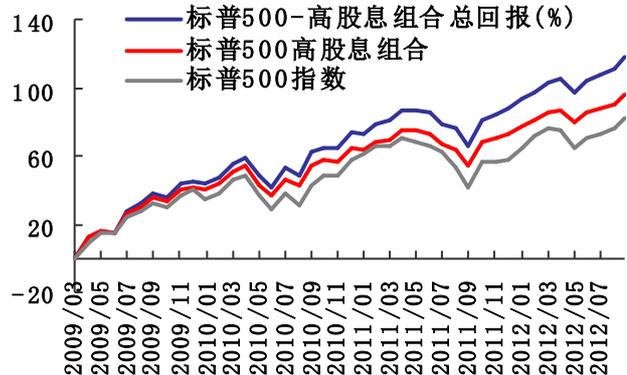
对于这一段时间高股息组合表现偏弱, 很多研究从牛熊市角度出发, 例如以当时所处牛市后期背景为依据, 以高股息公司多为价值型公司难以跑赢牛市最后阶段进行解释。但这样的解释很容易被证伪并找到相反案例, 因为在 2002-2007 年及 2009-2012 另两段美国牛市中, 高股息策略轻松跑赢牛市全程 (图 49-50)。

图 38、牛市环境-2002-2007 美国市场表现

图 39、牛市-2009-2012 美国市场表现



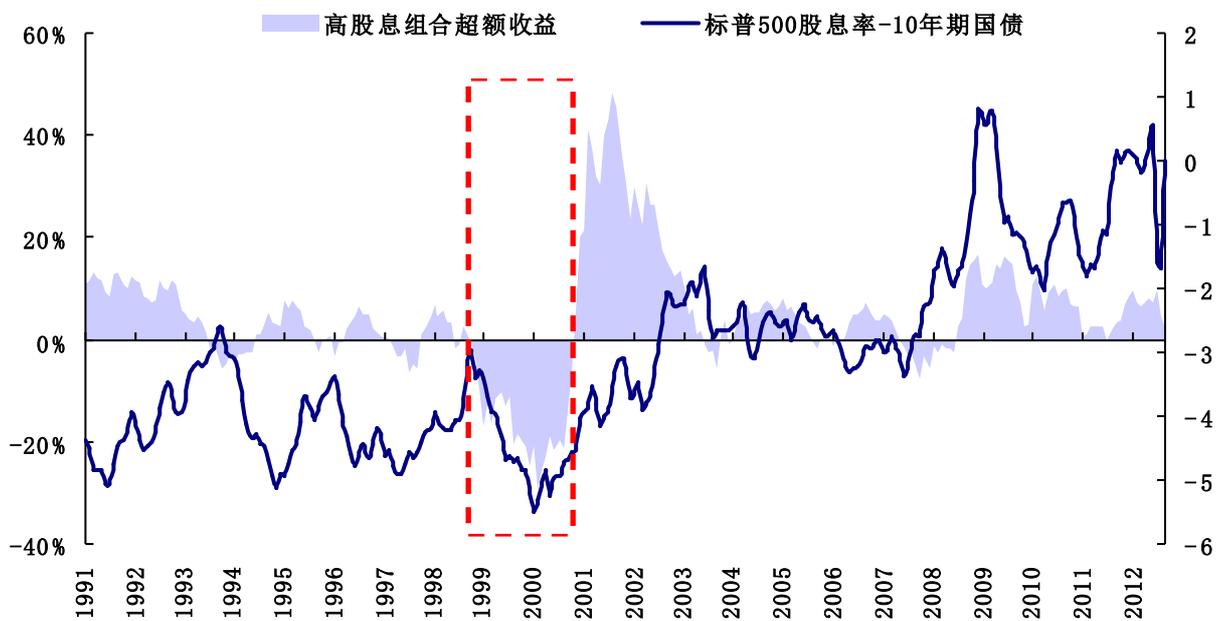
数据来源: Bloomberg; 安信证券研究中心



数据来源: Bloomberg; 安信证券研究中心

实际上, 我们认为 1998 年-2000 年股息率水平相对同期国债收益率的优势减弱是造成这一现象的真正原因 (如图 51 所示)。事实上, 高股息策略能否取得超额收益和牛熊市本身并不相关, 高股息组合的超额收益只与股息率相对债券相对收益率的变化相关, 当股息收益率 (相对于债券收益率) 较高或相对收益率改善时, 高股息股票的表现往往领先, 反之亦然。

图 40、股息收益率 (相对于债券收益率) 较高时, 高股息收益率股票表现领先



数据来源: BLOOMBERG, 安信证券研究中心。

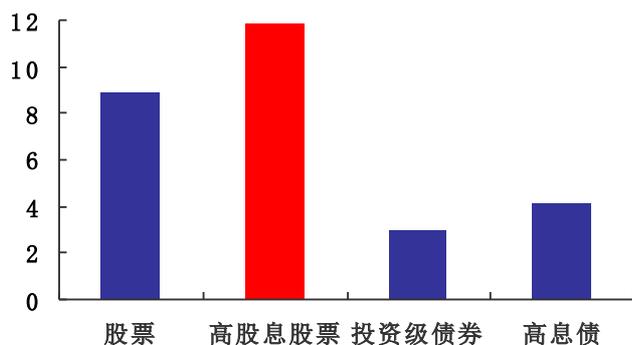
另外, 还有研究将高股息策略表现与经济环境进行联系。例如 BlackRock<sup>2</sup>将美国从 1988 年至 2010 年期间, 按 GDP 低速增长、高速增长、负增长等阶段进行划分, 分别统计不同阶段股票、高股息股票、投资级债券、高息债等资产收益表现, 并得出结论: 在经济『低增长』阶段, 高股息股票往往优于其他资产; 而在经济『高速增长』高股息股票表现弱于其他普通股票。

我们同样也认为, 其背后本质上还是股息率与利率中枢之间相对关系。例如在经济高增长阶段通常具有较高的利率, 而经济慢速增长的阶段会维持相对较低利率。股息率相对于利

<sup>2</sup> 负增长阶段回报时间范围: 10/90-6/91, 6/00-1/02, 9/07-6/09。低增长阶段时间范围: 1/86-10/90, 6/91-9/93, 2/95-2/96, 8/02-9/07。高增长阶段时间范围: 9/93-2/95, 2/96-6/00, 1/02-8/02, 7/09-9/10

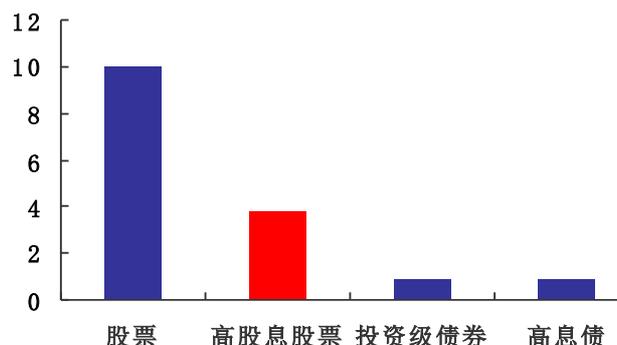
率水平的高低，决定其而在不同经济环境下表现（图 52-图 54）。例如由日本过去 20 年高股息跑赢大盘的案例中可以看出，核心因素还是持续通缩背景下的低利率环境。

图 41、低增长时期-高股息与大类资产年化收益%



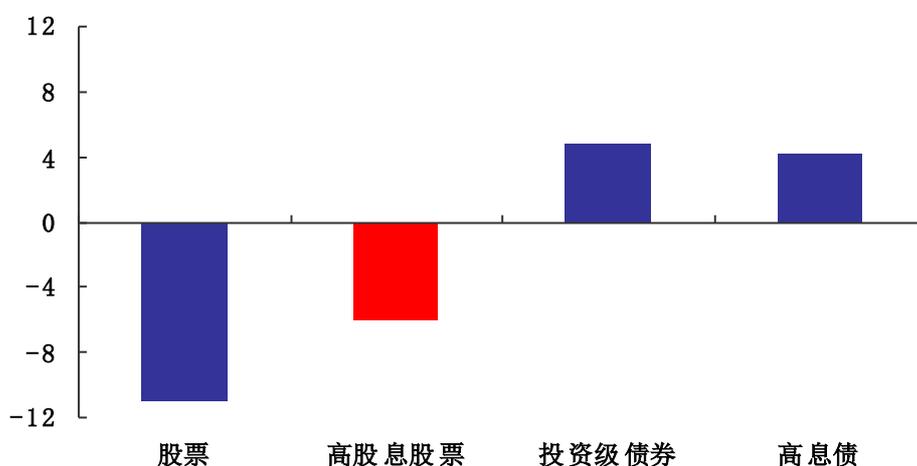
数据来源：BlackRock, Barclays and Bloomberg

图 42、高速增长时期-高股息与大类资产年化收益%



数据来源：BlackRock, Barclays and Bloomberg

图 43、负增长时期-高股息与大类资产年均收益率 (%)



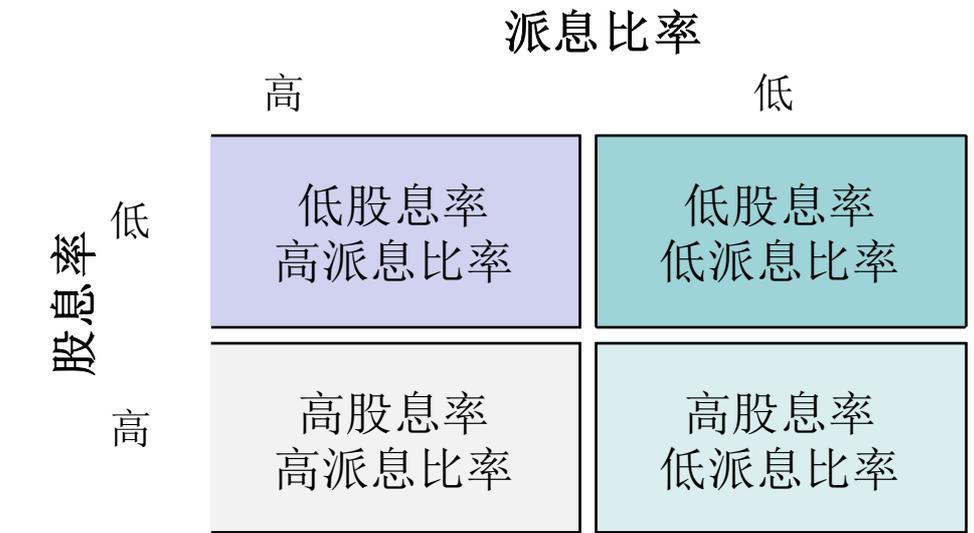
数据来源：BlackRock, Barclays and Bloomberg, 安信证券研究中心。

## 2: 高股息率策略还需追求股息增长

在高股息投资策略中，我们认为分红的稳定增长是另一个不可或缺因素。研究显示，结合分红成长与高股息收益的投资组合长期表现最佳。

按照股息率和派息比率，将公司划分为四个象限（图 55）。其中，我们最为推荐是高股息率和低派息比率组合。因为具有高股息率和低派息比率，暗示着这些公司具有较低的市盈率（参见公式 2）。此外，低派息比率也意味着未来公司的股息增长仍有空间。

图 44、股息率和派息率的分类



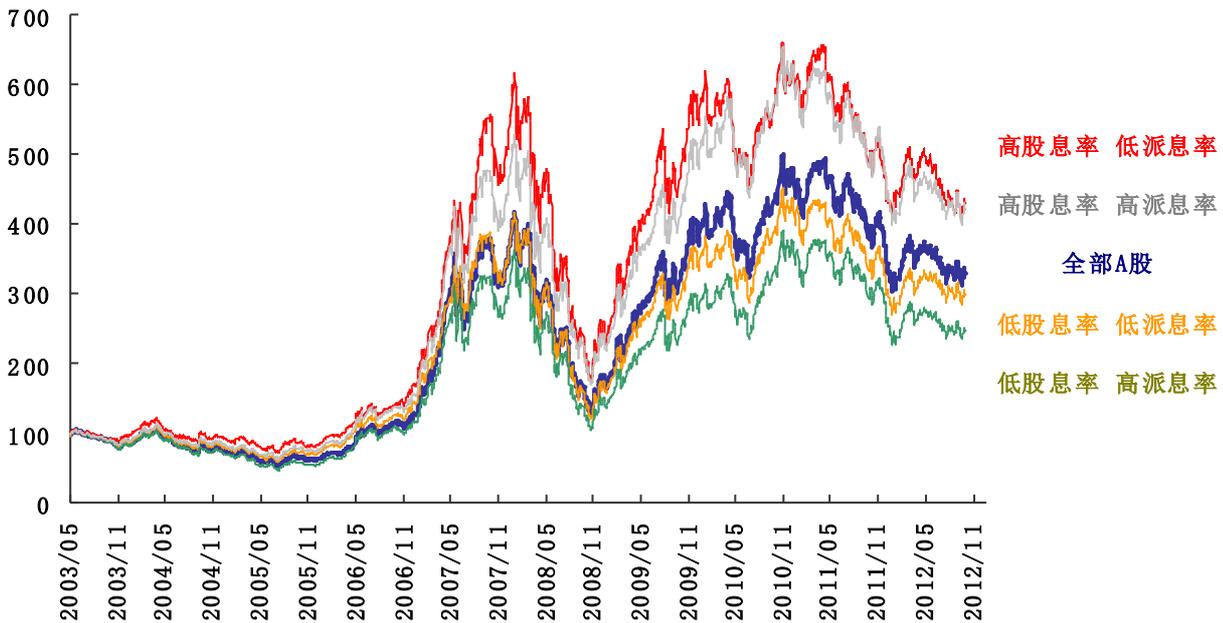
数据来源：安信证券研究中心。

### 公式 2:

$$\text{股息率} \left( \frac{\text{DPS}}{\text{P}} \right) = \frac{\text{派息比率} \left( \frac{\text{DPS}}{\text{EPS}} \right)}{\text{市盈率} \left( \frac{\text{P}}{\text{EPS}} \right)}$$

我们认为，目前在 A 股挑选高股息率股票的最佳区间为处于 3% - 5%。此区间包含了能够维持高股息并仍然能保持股利增长的公司。这些公司因派息率更低，杠杆化程度往往留下一点余地以及现金资产比率能提供缓冲盈利冲击，因此兼顾了收益的安全性与稳定增长。在 A 股市场中的实证检验中，这一结论同样也得到了证实（图 56）

图 45、A 股上市公司-股息率与派息比率分组回报 (%)



数据来源：wind，安信证券研究中心。

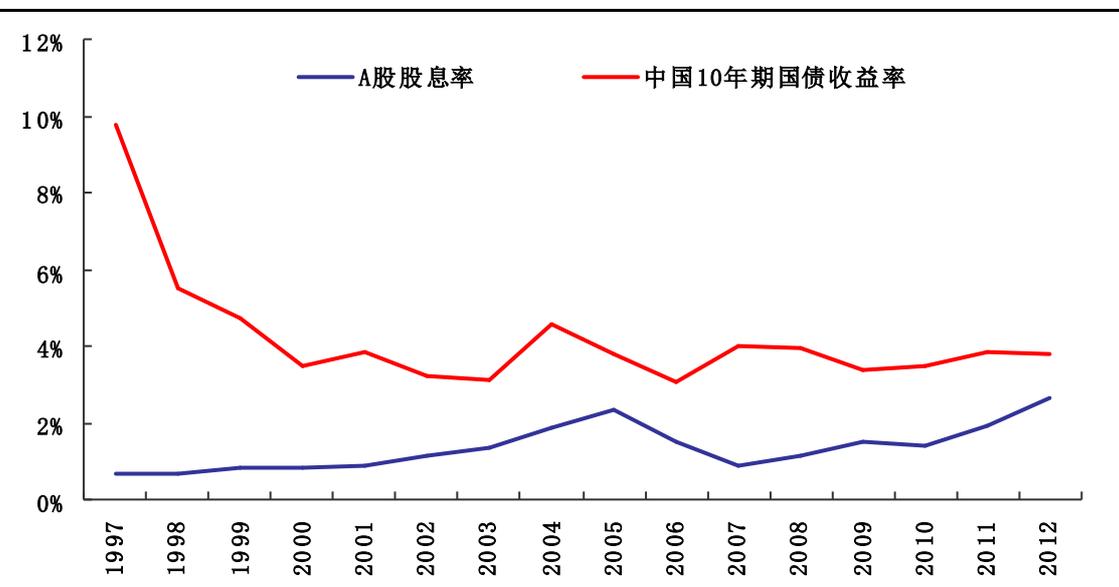
## 6. 高股息率策略在 A 股应用

综上，过去由于中国 A 股市场『、分红连续性差、分红集中于大市值公司、分红的结构倒置、轻现金分红重送股』等不合理现象存在，加之较高利率环境下，高股息投资策略因缺乏适用环境。

但是，我们预计随着『分红制度改革加速、市场化国际化进程加快、投资人高风险偏好趋势性回落、企业部门去杠杆化』等因素逐渐发挥效应，将会从提高分红和降低市场估值两方面促进 A 股整体股息率提升。

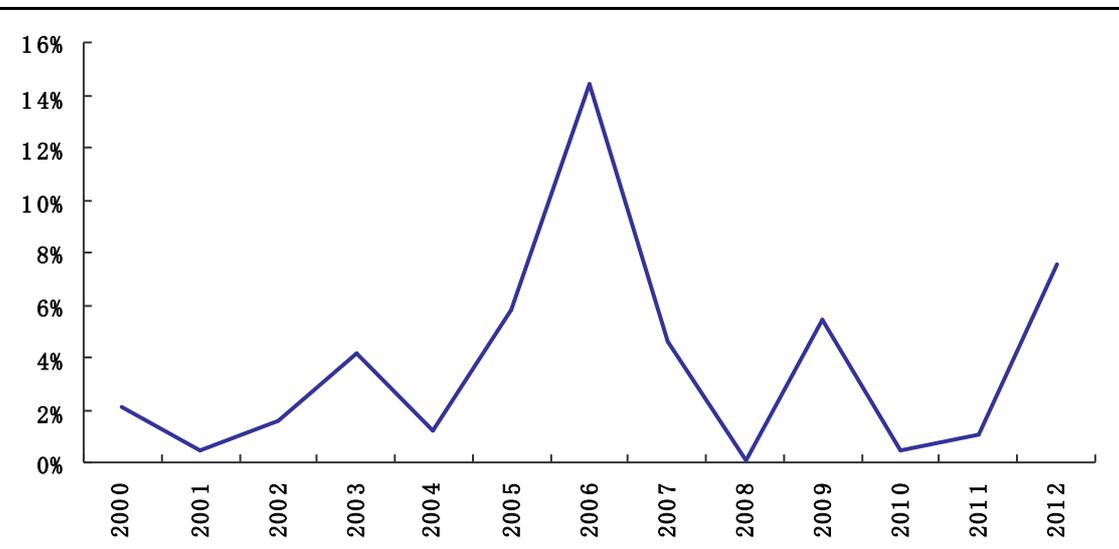
从股息率来看，当前 A 股股息率已处于历史上的次高点，未来如果市场整体的分红继续提升及估值的适当修正，其相对债券劣势将继续改善(图 57-图 58)。我们预计在这一进程中，适宜高股息率投资策略的土壤已初步具备，预计在 A 股市场中众多投资策略中国年也将占有一席之地。

图 46、中国 A 股市场股息率相对与国债收益率对比



数据来源：wind，安信证券研究中心。

图 47、股息率超过 10 年国债收益率的 A 股公司数量占比



数据来源: wind, 安信证券研究中心。

最后, 根据高股息率投资策略的理论基础和实践, 我们将投资风格要素总结如下(表 10):

表 9 构成高股息率投资风格的要素:

编号	要素	内容
1	低市盈率	低市盈率股票的市盈率通常须低于市场平均值 40%-60%
2	高股息率	大多数情况下股息率在 2.5%以上最好接近长期国债收益率。
3	基本面好	所属行业易于理解和分析, 增长率在 10%-20%之间, 并且可以预测。现金流稳定, 营业利润率、净资产收益率均处于中等以上水平。
4	总回报率相对于支付的市盈率两者关系绝佳	总回报率(收益增长率加上股息率)描述了一种成长预期。为了衡量投资是否值得, 总回报率和市盈率关系匹配的公司就是首选。
5	除非从低市盈率得到补偿, 否则不买周期性股票	只购买那些预计市盈率就要跌倒底部的周期股。
6	关注成长行业中稳健公司	将股票划分为四类: 1、高知名度成长股; 2、低知名度成长股; 3、慢速成长股; 4、周期成长股, 建议关注其中的低知名度成长股。

数据来源: 《约翰聂夫的成功投资》

并根据上述标准, 我们挑选出的高股息率公司如下:

表 10 高股息率公司组合:

代码	简称	股息率 (2011年 报+2012 中报)	派息比 率%(3 年平均)	主营业务 增速(3 年平均)	市盈率 (TIM)	近5年分 红次数	ROE (2011)
000778.SZ	新兴铸管	8.04%	31.37	36.73%	8.96	4	13.22%
600016.SH	民生银行	7.21%	17.22	32.99%	4.94	5	23.89%
002003.SZ	伟星股份	7.19%	45.73	9.38%	14.13	5	13.81%
002206.SZ	海利得	7.01%	55.25	30.58%	19.35	5	12.79%
600578.SH	京能热电	6.51%	42.89	22.25%	14.32	5	9.84%
601006.SH	大秦铁路	6.33%	53.12	25.82%	7.77	5	19.63%
000550.SZ	江铃汽车	5.74%	39.90	26.68%	8.10	5	27.84%
601939.SH	建设银行	5.69%	38.86	14.07%	5.43	5	22.45%
601988.SH	中国银行	5.66%	38.80	12.86%	5.92	5	18.16%
600660.SH	福耀玻璃	5.65%	49.01	19.23%	10.23	4	25.06%
600012.SH	皖通高速	5.51%	44.79	9.47%	7.82	5	14.25%
600183.SH	生益科技	5.40%	54.78	10.83%	21.12	5	13.38%
600177.SH	雅戈尔	5.33%	43.24	2.29%	9.72	5	13.52%
002085.SZ	万丰奥威	5.32%	50.07	39.64%	13.68	4	18.63%
601398.SH	工商银行	5.19%	38.59	15.33%	5.98	5	23.44%
600004.SH	白云机场	5.15%	57.17	11.60%	10.06	5	10.39%
600350.SH	山东高速	5.08%	31.26	17.51%	6.69	5	14.81%
600009.SH	上海机场	5.07%	35.05	11.23%	15.35	5	10.20%
000527.SZ	美的电器	4.90%	20.28	27.13%	8.15	5	22.88%
600018.SH	上港集团	4.78%	49.90	6.28%	12.78	5	11.71%
600375.SH	华菱星马	4.56%	9.95	54.00%	7.88	3	29.00%

600019.SH	宝钢股份	4.40%	49.59	3.56%	6.74	5	6.97%
601158.SH	重庆水务	4.36%	57.03	16.80%	16.20	3	14.26%
000726.SZ	鲁泰 A	4.31%	36.86	15.73%	10.05	5	17.88%
600309.SH	烟台万华	4.24%	53.37	21.04%	15.71	5	27.64%
000987.SZ	广州友谊	4.14%	43.65	19.39%	12.51	5	22.29%
600795.SH	国电电力	4.13%	39.12	45.42%	10.54	5	13.99%
600036.SH	招商银行	4.02%	23.61	20.24%	5.33	5	24.17%
600000.SH	浦发银行	3.96%	13.24	25.26%	4.46	5	20.07%
601998.SH	中信银行	3.88%	17.32	24.21%	5.10	4	20.92%
601088.SH	中国神华	3.86%	38.29	24.79%	9.32	5	21.34%
601009.SH	南京银行	3.81%	20.63	32.29%	6.21	5	15.87%
601766.SH	中国南车	3.59%	34.05	31.16%	15.80	4	18.49%
600835.SH	上海机电	3.46%	31.79	11.55%	11.22	5	12.46%
600509.SH	天富热电	3.33%	57.32	20.98%	12.00	5	19.00%
600395.SH	盘江股份	3.25%	56.40	22.07%	14.61	5	25.71%
600741.SH	华域汽车	3.21%	29.44	112.82%	7.44	4	19.25%
600270.SH	外运发展	3.20%	33.29	5.77%	12.74	5	9.02%
002299.SZ	圣农发展	3.18%	43.88	33.92%	23.80	3	17.33%
002001.SZ	新和成	3.18%	34.04	4.70%	13.15	5	22.24%
600031.SH	三一重工	3.15%	18.53	54.59%	9.86	5	55.78%
000731.SZ	四川美丰	3.15%	36.81	15.15%	10.96	4	14.27%
600008.SH	首创股份	3.07%	57.65	26.83%	18.85	5	9.94%
002050.SZ	三花股份	3.02%	36.81	19.66%	16.75	5	13.98%
601166.SH	兴业银行	2.98%	16.17	26.30%	4.35	5	24.62%
600015.SH	华夏银行	2.96%	16.94	23.96%	5.27	5	18.56%
600895.SH	张江高科	2.95%	54.71	0.72%	21.99	5	7.47%
601107.SH	四川成渝	2.92%	36.40	33.84%	6.96	3	14.77%
600461.SH	洪城水业	2.91%	52.34	73.49%	24.43	5	6.22%
600143.SH	金发科技	2.81%	39.50	17.22%	19.55	5	24.14%
000157.SZ	中联重科	2.78%	28.59	50.65%	7.66	5	25.66%
600418.SH	江淮汽车	2.75%	30.64	27.44%	13.86	5	11.14%
600827.SH	友谊股份	2.72%	26.51	22.52%	8.21	4	20.35%
600271.SH	航天信息	2.71%	37.30	24.84%	15.67	5	21.99%
600987.SH	航民股份	2.68%	34.62	9.21%	9.99	5	17.63%
002109.SZ	兴化股份	2.65%	37.00	18.61%	14.44	5	14.98%
600533.SH	栖霞建设	2.65%	58.47	9.88%	13.61	5	7.71%
601899.SH	紫金矿业	2.56%	36.81	32.79%	17.50	5	24.39%
601668.SH	中国建筑	2.56%	16.46	33.68%	6.62	3	16.28%
002032.SZ	苏泊尔	2.53%	35.05	25.30%	16.35	4	18.19%
601991.SH	大唐发电	2.53%	54.82	25.25%	28.85	5	5.49%
600500.SH	中化国际	2.52%	39.28	26.36%	15.77	5	12.78%
300047.SZ	天源迪科	2.49%	49.14	23.94%	24.47	3	7.93%
600642.SH	申能股份	2.49%	30.23	20.92%	14.39	5	7.82%
002367.SZ	康力电梯	2.49%	38.46	32.43%	19.87	3	10.95%
600743.SH	华远地产	2.45%	24.71	5.04%	9.49	4	20.78%
600216.SH	浙江医药	2.45%	27.95	8.67%	12.21	5	24.55%

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

## 分析师简介

诸海滨，10年证券研究经验，2007年5月加盟安信证券研究中心，从事策略、行业组合研究。

程定华，上海社会科学院经济学博士，11年证券投资与研究经验，曾担任光大证券投资决策委员会委员，获得上海市第五届哲学社会科学优秀著作一等奖。2007年4月加盟安信证券研究中心。

范妍，复旦大学企业管理学士，复旦大学金融工程硕士。2008年9月加入安信证券研究所，从事策略研究。

## 分析师声明

诸海滨、程定华、范妍分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
 邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
 邮编: 200123

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
 邮编: 100034