

从股利收益率角度挖掘煤炭股的投资机会

——煤炭行业专题研究报告

分析师：任宪功

SAC NO: S1150511010012

2011 年 11 月 17 日

联系人

任宪功

010-68784237

renxiangong@hotmail.com

创新点：

- 1、以股利收益率为切入点考察煤炭股的收益情况
- 2、发现股利收益率较高的煤炭股股票收益率历史表现大幅优于行业指数和沪深 300 指数
- 3、分析了股利收益率对于煤炭股投资的指导意义

行业评级

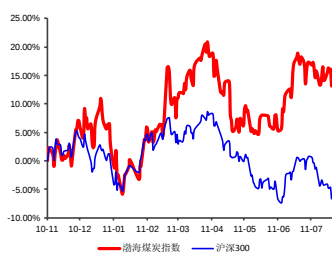
煤炭行业

看好

重点品种推荐

中国神华	推荐
盘江股份	推荐
兖州煤业	推荐
露天煤业	推荐
西山煤电	推荐

最近一年行业相对走势



相关研究报告

《寻找周期性行业中的弱周期领域——周期性行业专题报告》

投资要点：

- 以股利收益率为切入点，分析抵御煤炭行业强周期性风险的投资思路。
- 我们在 2001 年-2010 年分别选取股利收益率最高的 5 只煤炭股作为一个组合，来验证股利收益率较高的组合或个股其股票收益率情况。发现以下规律：
 - 从历史经验来看，煤炭上市公司股利收益率水平在一定期间具有一定的持续性。我们参考上一年的股利收益率来选取当年的煤炭股组合，这一表面上看似不合理但不得已的方法，实际上具有较强的内在合理性。
 - ◇ 在相邻的几个年度内，股利收益率偏高的煤炭股，倾向于连续偏高；
 - ◇ 股利收益率偏高的煤炭公司，倾向于连续发放股利。
 - 股利收益率最高的 5 只煤炭股组合，其股票收益率（=股利收益率+资本利得收益率）的表现，明显跑赢煤炭板块指数，更大幅跑赢沪深 300 指数。
 - ◇ 从各年度收益率来看，无论是采用股利再投资的方式，还是股利不投资的方式（即持有股利至年底），股利收益率最高的 5 只煤炭股组合，在 2002 年至 2011 年（截至 10 月 10 日）这 10 年中，仅有 2 年小幅跑输煤炭指数，仅有 3 年跑输沪深 300 指数（05、06 年跑输幅度较大），关键是，在 07 年、09 年牛市中，该种组合均能以很大的幅度跑赢煤炭板块指数和沪深 300 指数；同样，在 08 年熊市中，也均能小幅跑赢煤炭板块指数和沪深 300 指数。这说明股利收益率高的煤炭股，在牛市中具有收益放大器的作用，而在熊市中，有收益保护器的作用。这对我们在目前熊市中、股价偏低时，在选取煤炭股，并期望在转为牛市时有更好收益方面有重要的指导意义；
 - ◇ 从长期投资的角度来看，以 2001 年投入 10000 元为例，在股利再投资的方式下，截至 2011 年 10 月 10 日，股利收益率最高的 5 只煤炭股组合的增值至 118122 元（是初始投资额的 11.8 倍），而若 10000 元投入煤炭板块指数和沪深 300 指数，分别仅增值至 40046 元（初始投资额的 4.0 倍）和 20552 元（初始投资额的 2.1 倍），该种煤炭股组合的过去 10 年来的最后收益分别是煤炭板块指数和沪深 300 指数的 2.95 倍、5.75 倍。
- 内在逻辑分析：一方面，能够支付较高的股利，且考虑到这种支付水平在一定期间表现出一定的持续性，一定程度上表明该类煤炭公司具有较强的盈利能力；另一方面，由于股利收益率是相对概念，股利收益率较高的煤炭股，某种程度上表明其股价相对于股息在行业内很可能处于较低水平（即估值可能相对被低估），因此在熊市转为牛市之后，股价涨幅更大的概率也相应增加，即资本利得收益率将会被放大的可能性增加。
- 以上分析的应用：我们认为选取股利收益率较高的煤炭股将会一定程度上抵御煤炭股的强周期风险。根据 2011 年 1 月 1 日股价（不复权）计算的煤炭股收益率中，2011 年最高的 5 只股票分别为中国神华、盘江股份、兖州煤业、露天煤业、西山煤电，分别为 2.73%、2.35%、1.87%、1.76%、1.69%。我们认为从股利收益率角度出发，2012 年这 5 只股票组合或结合基本面分析选取其中的 1 只或几个票，获得较高超额收益的概率将会较大。

报告内容概述

在熊市中，由于股价较低，会导致股利收益率的上升。目前受国内外负面因素综合影响，市场较为低迷，而煤炭行业属周期性较强的行业，明年经济增速回落的预期亦难免对行业构成负面影响。我们此处以股利收益率为切入点，分析能够抵御煤炭行业强周期性特征带来的负面影响的思路。

我们在 2001 年-2010 年分别选取股利收益率最高的 5 只煤炭股作为一个组合，来验证一下股利收益率较高的组合或个股其股票收益率情况。我们发现股票收益率最高的 5 只煤炭股组合（注：该组合每年年初根据上一年股利收益率的高低重新选取），**从各年度收益率的角度来看**，不仅能够过去 10 年中绝大部分年度跑赢煤炭板块指数和沪深 300 指数，而且在从熊市转为牛市的进程中往往能获得大幅的超额收益，即便在熊市中也能够小幅跑赢行业指数和沪深 300 指数，具有典型的牛市收益放大器和熊市收益保护器特征；**从长期投资的角度来看**，股票收益率最高的 5 只煤炭股组合在过去 10 年中，无论是股利再投资方式，还是股利不投资（即股利持有至年底）的方式，均能取得大幅优于行业指数和沪深 300 指数的收益（过去 10 年累计获取的收益分别接近煤炭行业指数的 3 倍和沪深 300 指数的 6 倍）。

我们分析了以上现象的原因，认为股利本身增加收益是原因之一，但不是主要或关键因素，关键因素是股利支付率高，从一定程度上表明该股票相对于行业内其他股票而言，股价很可能处于相对较低水平（即估值可能相对被低估），一旦股市从熊市转为牛市，其收益被放大的可能性也较大。这对我们在目前熊市中、股价偏低时，在选取煤炭股，并期望在转为牛市时有更好收益方面有重要的指导意义。

选取股利收益率最高的煤炭股组合进行历史验证

(1) 我们选取煤炭板块中，股利收益率最高的 5 只股票作为一个组合，计算其一年的股票收益率，即在每年的 1 月 1 日，选取股利收益率最高的 5 只煤炭股作为一个组合，计算其截至当年 12 月 31 日的股票收益率；下一年 1 月 1 日按此原则重新选取组合；

(2) 此处的股利收益率，是指选取股票组合的年度的上一年的股利收益率，即第 N_i 年 1 月 1 日选取的 5 只煤炭股，选取的是 N_{i-1} 年的股利收益率最高的 5 只煤炭股。 N_{i-1} 年的股利收益率 = $(N_{i-2}$ 年年度股利 + N_{i-1} 年中期股利) / N_{i-1} 年初的不复权股价；

(3) 参考上一年的股利收益率来选取当年的煤炭股组合，存在一定的不合理性，因为并不能保证上一年股利收益率最高的 5 只股票，下一年仍然最高，甚至下一年还存在不发放股利的可能；但是由于每年的 1 月 1 日，尚不知道上一年的股利发放方案（即不知道当年实际的派息情况），此处只能以此作为替代方式；但是实际上，我们在后文计算过程发现，这一表面上看似不合理的方法，实际上存在较强的内在合理性（详见后文分析）。

通过观察 2001-2010 年股利收益率情况以及据此选取的 2002-2011 年的煤炭股组合的收益率情况，我们发现以下规律：

(1) 在相邻的几个年度内，股利收益率偏高的煤炭股，倾向于连续偏高

首先，从表 1 中可以看出，每年选取的上一年股利收益率水平最高的 5 只股票，倾向于在未来的几年中也保持较高水平（即被选中的股票往往在相近的年度连续出现）；

其次，在图 1 中可以看出，在 2001-2010 年中，西山煤电、冀中能源、神火股份、上海能源、开滦股份这 5 只股票出现的次数，占被选中股票出现的总次数的比例高达 52%。说明每年进入股利支付率水平前 5 名的公司，具有较高的重复率。

(2) 股利收益率偏高的煤炭公司，倾向于连续发放股利

在我们考察的 2010-2011 年这一期间中，上一年股利收益率最高的 5 家煤炭公司中，次年不发放股利的情況仅仅出现过 2 次，占比仅仅为 4%（分别是根据 2002 年股利收益率选入组合的平庄能源在 2003 年末派息，根据 2007 年股利收益率选入组合的恒源煤电在 2008 年末派息）。

以上两点至少说明，从历史经验来看，煤炭企业股利收益率水平在一定期间具有一定的持续性。而我们参考上一年的股利收益率来选取当年的煤炭股组合，这一表面上看似不合理但不得已的方法，实际上也因此具有较强的内在合理性。

表 1：2001-2010 年股利收益率最高的 5 只煤炭股组合及当年股利收益率

	2001 年股利收益率		2002 年股利收益率		2003 年股利收益率		2004 年股利收益率		2005 年股利收益率
神火股份	3.50%	冀中能源	2.72%	神火股份	4.99%	煤气化	4.04%	神火股份	9.18%
煤气化	0.76%	上海能源	1.78%	冀中能源	2.88%	上海能源	2.60%	上海能源	3.79%
西山煤电	0.69%	神火股份	1.51%	上海能源	2.71%	山西焦化	2.24%	冀中能源	3.22%
兖州煤业	0.62%	西山煤电	0.91%	西山煤电	1.31%	神火股份	1.75%	开滦股份	2.38%
平庄能源	0.60%	平庄能源	0.88%	兰花科创	1.17%	西山煤电	1.65%	阳泉煤业	2.12%
	2006 年股利收益率		2007 年股利收益率		2008 年股利收益率		2009 年股利收益率		2010 年股利收益率
西山煤电	6.38%	恒源煤电	4.51%	露天煤业	1.13%	平煤股份	7.80%	国际实业	2.40%
阳泉煤业	4.93%	西山煤电	4.02%	开滦股份	1.03%	潞安环能	7.21%	潞安环能	1.74%
开滦股份	4.58%	开滦股份	4.00%	平煤股份	0.98%	兰花科创	4.59%	盘江股份	1.38%
冀中能源	4.47%	阳泉煤业	3.96%	潞安环能	0.86%	盘江股份	4.45%	中国神华	1.37%
上海能源	3.51%	冀中能源	3.78%	兰花科创	0.77%	兖州煤业	4.37%	冀中能源	1.08%

资料来源：wind，渤海证券研究所

注 1：由于 2009 年只有一只煤炭股发放股利，所以只能从 2010 年度算起，2010 年度发放的股利实际派息日在 2011 年，所以此表中的股票组合的选取是从 2011 年开始；

注 2：07 年、09 年牛市中股利收益率偏高，而 08 年熊市股利收益率偏低，是因为计算股利收益率是以年初股票价格（不复权）为分母，即 07 年、09 年虽然是牛市，但是股价在年初较低，而 08 年是熊市，但股价在年初偏高。这实际上是说明了在股价处于熊市中（即股价偏低时）买入股票，一旦股市转为牛市，股票的股利收益率将会明显偏高。

(3) 股利收益率最高的 5 只煤炭股组合，其股票收益率 (=股利收益率+资本利得收益率) 的表现，明显跑赢煤炭板块指数，更大幅跑赢沪深 300 指数

从表 2、图 2 中可以看出：

首先，从各年度收益率来看，无论是采用股利再投资的方式，还是股利不投资的方式(即持有股利至年底)，股利收益率最高的 5 只煤炭股组合，在 2002 年至 2011 年(截至 10 月 10 日)这 10 年中，仅有 2 年小幅跑输煤炭指数，仅有 3 年跑输沪深 300 指数(05、06 年跑输幅度较大)，**关键是，在 07 年、09 年牛市中，该种组合均能以很大的幅度跑赢煤炭板块指数和沪深 300 指数**(如以股利再投资方式为例，07、09 年分别跑赢煤炭板块指数高达 120 和 98 个百分点，分别跑赢沪深 300 指数 260 和 205 个百分点)；同样，在 08 年熊市中，也均能小幅跑赢煤炭板块指数和沪深 300 指数。**这说明股利收益率高的煤炭股，在牛市中具有收益放大器的作用，而在熊市中，有收益保护器的作用。这对我们在目前熊市中、股价偏低时，在选取煤炭股，并期望在转为牛市时有更好收益方面有重要的指导意义；**

其次，从长期投资的角度来看，无论是采用股利再投资的方式，还是股利不投资的方式，股利收益率最高的 5 只煤炭股组合，均取得了大幅优于煤炭板块指数和沪深 300 指数的收益。以 2001 年投入 10000 元为例，在股利再投资的方式下，截至 2011 年 10 月 10 日，股利收益率最高的 5 只煤炭股组合的增值至 118122 元(是初始投资额的 11.8 倍)，而若 10000 元投入煤炭板块指数和沪深 300 指数，分别仅增值至 40046 元(初始投资额的 4.0 倍)和 20552 元(初始投资额的 2.1 倍)，该种煤炭股组合的过去 10 年来的最后收益分别是煤炭板块指数和沪深 300 指数的 2.95 倍、5.75 倍。

内在逻辑分析：

为什么股利收益率最高的 5 只煤炭股组合会大幅跑赢煤炭指数和沪深 300 指数？
我们认为股利本身增加收益是原因之一，但不是主要或关键因素，关键因素是股利支付率高，从一定程度上表明该股票相对于行业内其他股票而言，股价很可能处于相对较低水平(即估值相对被低估)，一旦股市从熊市转为牛市，其收益被放大的可能性也较大。

(1) 由于我国上市公司股利支付水平普遍不高，因此，股利再投资的作用不大

如表 2 和图 2 所示，股利再投资的方式和股利持有至年底的收益结果差距不大；因此是否进行股利再投资，在我国不是影响最后收益的关键因素。

(2) 是否支付股利本身的确是影响股票收益率的一个较为重要的因素（尤其是从长期投资的角度来看）

从表 2 可以看出，从各年度收益率来看，剔除股利之后，各年的股票组合收益率较股利再投资方式或股利不投资方式均有所下降，不过降幅不是很大。但是若从长期投资的角度来讲，是否支付股利对最终收益的影响还是较为明显，从图 2 中可以看出，在 2001-2011 年期间，含有股利收益（包括股利再投资或不投资）的总收益要比剔除股利的总收益（即只考虑资本利得收益）高出近 20% 的水平；

(3) 我们认为根据股利收益率的相对高低，选出的股票（或组合）本身才是关键

从表 2 和图 2 中可以看出，即使是剔除了股利，股利收益率最高的 5 只煤炭股组合，其收益水平（即资本利得收益）同样大幅高于煤炭板块指数和沪深 300 指数。这是因为，一方面，能够支付较高的股利，且考虑到这种支付水平在一定期间表现出一定的持续性（见前文分析），一定程度上表明该类煤炭公司具有较强的盈利能力；另一方面，由于股利收益率是相对概念，股利收益率较高的煤炭股，某种程度上表明其股价相对于股息在行业内很可能处于较低水平（即估值相对被低估），因此在熊市转为牛市之后，股价涨幅更大的概率也相应增加，即资本利得收益率将会被放大的可能性增加。这一点从表 2 和图 2 中可以看出：2007 年和 2009 年牛市中，根据上年股利收益率最高的股票选出的组合，其资本利得收益率均能够大幅度跑赢行业指数和沪深 300 指数。

以上分析的应用：

由于煤炭行业具有较强的周期性特征，通过以上对股利收益率的分析，我们认为选取股利收益率较高的煤炭股将会一定程度上抵御煤炭股的强周期风险。

根据 2011 年 1 月 1 日股价（不复权）计算的煤炭股收益率中，2011 年最高的 5 只股票分别为中国神华、盘江股份、兖州煤业、露天煤业、西山煤电，分别为 2.73%、2.35%、1.87%、1.76%、1.69%。我们认为从股利收益率角度出发，2012 年这 5 只股票组合或结合基本面分析选取其中的 1 只或几只个股，获得较高超额收益的概率将会较大。

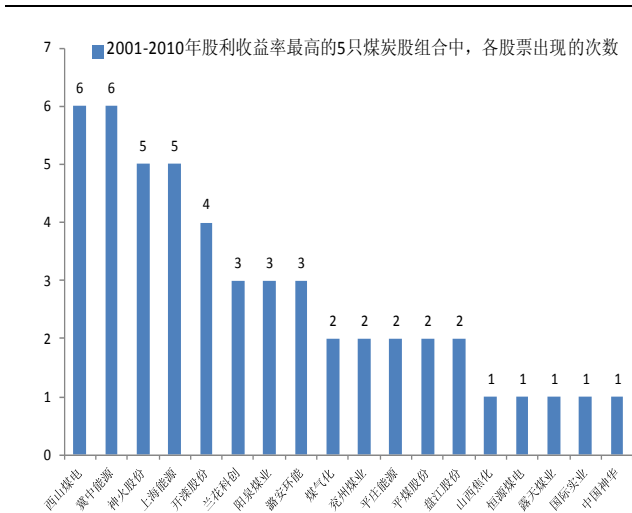
表 2: 上年股利收益率最高的 5 只煤炭股组合每年的股票收益率及煤炭板块指数、沪深 300 指数收益率对比

收益率单位: %	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
煤炭开采 II (SW) 指数收益率	-24.7	25.0	14.5	-23.5	55.8	300.9	-68.4	204.0	-8.3	-11.7
沪深 300 指数收益率	-16.2	8.3	-16.3	-7.7	121.0	161.6	-66.0	96.7	-12.5	-13.5
上年股利收益率最高 5 只煤炭股组合收益率-股利再投资	-24.2	19.7	24.9	-24.1	78.4	421.2	-65.3	301.9	12.2	-5.6
跑赢煤炭板块指数 (百分点)	0.5	-5.3	10.3	-0.6	22.6	120.3	3.1	97.9	20.5	6.1
跑赢沪深 300 指数 (百分点)	-8.0	11.4	41.2	-16.5	-42.6	259.6	0.7	205.2	24.7	8.0
上年股利收益率最高 5 只煤炭股组合收益率-股利不投资	-24.0	19.5	24.7	-24.0	77.7	418.0	-64.9	300.6	11.4	-5.3
跑赢煤炭板块指数 (百分点)	0.7	-5.4	10.1	-0.6	21.9	117.1	3.5	96.6	19.8	6.4
跑赢沪深 300 指数 (百分点)	-7.8	11.3	41.0	-16.4	-43.4	256.5	1.1	203.9	24.0	8.2
上年股利收益率最高 5 只煤炭股组合收益率-剔除股利	-24.8	17.2	23.0	-27.2	73.6	414.4	-65.5	296.0	10.4	-6.9
跑赢煤炭板块指数 (百分点)	-0.1	-7.8	8.5	-3.7	17.9	113.5	2.9	91.9	18.8	4.8
跑赢沪深 300 指数 (百分点)	-8.6	8.9	39.3	-19.6	-47.4	252.8	0.4	199.3	22.9	6.6

资料来源: wind, 渤海证券研究所

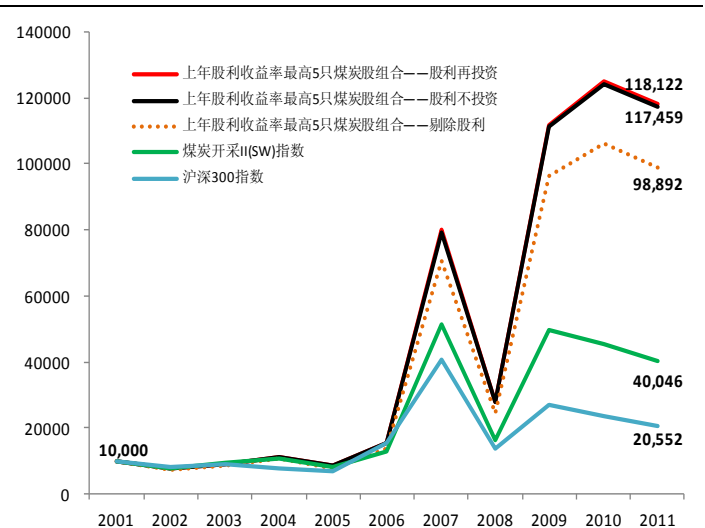
注: 2011 年截至 10 月 10 日

图 1: 历年煤炭股组合中各股票出现的频率



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 2: 各种情形下, 初始投入 1 万元的投资结果对比



资料来源: wind, 渤海证券研究所

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

渤海证券研究所机构销售部经理

华南区销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: zhuyan.jun@bhq.com

吴慧

渤海证券研究所机构销售部

华东区销售经理

座机: 86-10-68784269

手机: 13811199719

邮箱: wuhuihui09@gmail.com

刘啸

渤海证券研究所机构销售部

华北区销售经理

座机: 86-10-68784275

手机: 13810427284

邮箱: helen.newday@gmail.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn