

主角与配角

——A 股股利分配策略探讨

分析师

张治

S0740210080016

021-20315180

zhangzhi@qlzq.com.cn

2012 年 1 月 19 日

联系人

罗春鹏

S0740511080003

021-20315159

luocp@qlzq.com.cn

投资要点

- 研究表明，企业盈利波动对 A 股股利分配的驱动和制约机制较为有效。并且，虽然存在大股东利益、融资需求、题材等方面的因素影响，但总体来讲，A 股股利分配方式的选择符合企业生命周期特征。
- 不过，A 股的股利分配史也表明，相对于分红派现而言，送转总是上市公司乐于优先选择的分配方式，同时也受到投资者的高度青睐，并总能在股利分配的几个关键时点，获取更多的超额收益。
- 由此带来的结果是：一方面，投资者对从企业盈利层面获得回报的重视度不及对股价波动的预期；另一方面，由于过去几年分红派现的速度落后于 EPS 的增长，部分 A 股上市公司累积了可观的未分配利润。
- 我们分析认为，送转之所以能够取得阶段性超额收益，并在每年的年报公布期间成为重要的投资题材，离不开 A 股长期相对宽松的流动性，以及对上市公司成长的预期。
- 由于我们判断，至少未来 2-3 年，A 股市场流动性都相对偏紧，且主要权重行业的盈利能力将趋势向下(参见《循环往复》，2011 年 12 月 1 日)，这将显著挤压送转题材的生存空间，因此建议投资者趋势性调低对此类标的回报预期。
- 理论上讲，在送转的想象空间压缩的背景下，分红在股利分配中的地位将因此提高。同时，我们在年度策略中也通过案例分析证明了提高分红率可作为抵御因盈利能力下降带来估值冲击的有效手段。
- 但经过历史回归分析，发现「惯性」策略是目前上市公司分红决策的主要依据。即以往年份的派现值对当年派现的影响最为显著，远超未分配利润及现金水平等因素。可见，A 股股利分配格局的转变还需要上市公司主动应时而变，派现策略由配角上升为主角难以一蹴而就。
- 最后，继年度策略中对未来可能提高分红率的行业进行了从上至下的推演后，我们依据业绩的稳定性、未分配利润、现金比例等指标，从微观层面筛选排序前 100 位的上市公司，供投资者参考、跟踪。

近期宏观策略重点报告

1. 2012 年 1 月 17 日，《回光返照》(四季度宏观数据点评)
2. 2012 年 1 月 12 日，《CPI 同比回落趋势放缓》(通胀数据点评)
3. 2012 年 1 月 10 日，《内需快速萎缩致一般贸易恶化》(数据点评)
4. 2012 年 1 月 9 日，《货币政策继续微调》(信贷数据点评)
5. 2012 年 1 月 9 日，《金融服务实体》(金融工作会议点评)
6. 2011 年 12 月 14 日，《正确的选择》(事件点评)
7. 2011 年 12 月 11 日，《出口环比意外走强》(事件点评)
8. 2011 年 12 月 9 日，《过渡还是拖延》(年度宏观报告)
9. 2011 年 11 月 25 日，《逃不开的房地产投资》(专题报告)

近期投资策略重点报告

1. 2012 年 1 月 9 日，《春光乍泄》(周策略)
2. 2012 年 1 月 4 日，《不见兔子不撒鹰》(周策略)
3. 2011 年 12 月 26 日，《仍需等待》(周策略)
4. 2011 年 12 月 13 日，《循环往复》(年度投资策略)
5. 2011 年 11 月 26 日，《资金正在回流美国》(周策略)
6. 2011 年 11 月 21 日，《流动性困扰依旧》(周策略)
7. 2011 年 11 月 3 日，《ROE 开始下降》(策略分析)
8. 2011 年 10 月 24 日，《PPI 回落，企业盈利将如何？》(策略专题)

内容目录

■股利分配方式的选择.....	3 -
■A股上市公司的股利分配特征	4 -
■超额收益的来源	7 -
■趋势性调低送转标的回报预期	8 -
■角色转换的条件	9 -

图表目录

图表 1: 股利分配的影响因素	3 -
图表 2: 股利分配随企业生命周期而变化 (%)	3 -
图表 3: A股不分配公司占比(%)	5 -
图表 4: A股分红与送转上市公司占比(%)	5 -
图表 5: 各行业派现公司占比及每股派现(%，元)	6 -
图表 6: 各行业送转公司占比及每股送转(%，股)	6 -
图表 7: 09-10 年各板块分红公司的平均比重(%)	6 -
图表 8: 09-10 年各板块平均每股分红(股，元)	6 -
图表 9: 每股收益与股利	7 -
图表 10: 每股未分配利润	7 -
图表 11: 派现预案公告日前后相对大盘走势	7 -
图表 12: 送转预案公告日前后相对大盘走势	7 -
图表 13: 派现股东大会公告日前后相对大盘走势	8 -
图表 14: 送转股东大会公告日前后相对大盘走势	8 -
图表 15: 派现实施公告日前后相对大盘走势	8 -
图表 16: 送转实施公告日前后相对大盘走势	8 -
图表 17: 流动性松紧对送转概念超额收益的影响	9 -
图表 18: 分红率的影响因素回归	9 -
图表 19: 排序前 100 位的上市公司	10 -

■ 股利分配方式的选择

股利分配作为公司财务的三大决策之一，在微观层面受到多种因素的影响(图表 1)。

图表 1：股利分配的影响因素

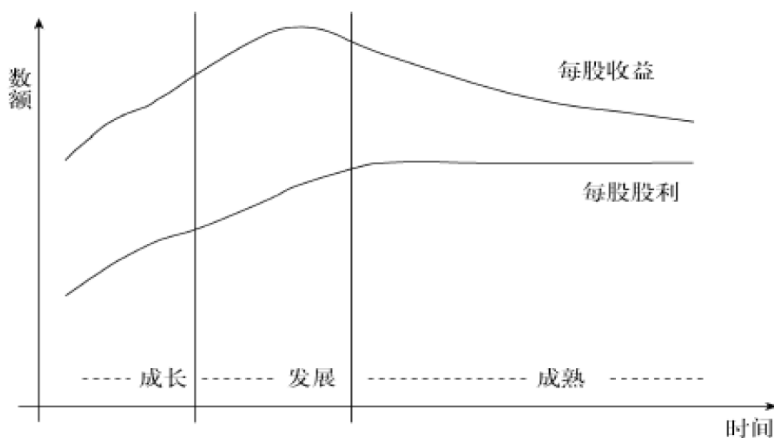
影响因素	具体内容
法律限制	公司不能用资本（包括股本和资本公积）发放股利，股利的支付不能减少法定资本；提取法定公积金后的利润净额才可以用于支付股利；如果往年出现亏损，则企业必须在弥补了以前年度亏损以后才能分配股利
盈余的稳定性	收益稳定的公司面临的经营风险和财务风险较小，筹资能力较强，这些都是其股利支付能力的保证
资产的流动性	较多地支付现金股利会减少公司的现金持有量，使资产的流动性降低
举债能力	举债能力弱的公司则不得不多滞留盈余
投资机会	有着良好投资机会的公司，需要有强大的资金支持，因而往往少发放股利
资本成本	保留盈余不需花费筹资费用，是一种比较经济的筹资渠道
债务需要	具有较高债务偿还需要的公司，将会减少股利的支付

来源：齐鲁证券研究所。

但从宏观层面考量，经典的股利分配理论仍给我们提供了探求相关行为模式的规律。

比如现金股利，随着企业生命周期而变化(图表 2)：（1）成长阶段，企业利润率高，增长快，因为新的投资机会带来的预期收益高，现金股利支付率相对较低；（2）发展阶段，新增产能使市场饱和，增长率开始下降，由于有较少的投资机会，公司能以较大的现金股利支付比率把收益转移给股东；（3）成熟阶段，公司的盈利能力开始下降，而现金股利支付率几乎停滞不前。

图表 2：股利分配随企业生命周期而变化 (%)



来源：齐鲁证券研究所

股票股利或者转增股本，虽然从理论上讲只是对股东权益科目的调整，不会影响公司的现金流、股东权益、净资产回报率等财务指标，但仍受到部分公司和投资者的青睐。

目前比较流行的理论有三种：

1、信号传递理论认为，公司发放股票股利表明管理层对企业未来的获利能力看好，股票股利是企业盈利能力增强和现金股利增加的一个“先导信号”。因此，并不是股票股利本身引起股票价格的积极反应，而是这些信号所传递的有利信息所引起的。

2、最佳价格理论认为，上市公司发放股票股利，是为了把公司的股票价格保持在某个“最佳”的范围之内。对于那些小规模的投资者的来说，过高的股票价格将影响他们的投资决策，因此，存在一个最佳的价格区间，它使得不同层次的投资者的偏好得以均衡。

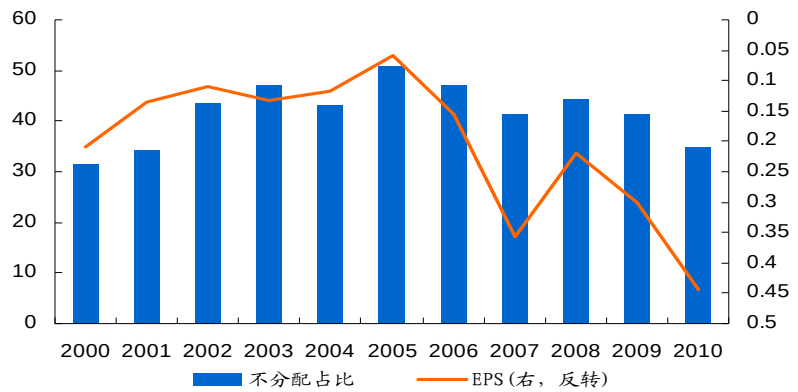
3、投资者幻觉理论认为，股票股利使原有股东的持股数量增加，并使股票价格下降，因此在一定程度上说，股票股利使投资者更容易出售部分股票而获取收入。在一些投资者的眼中，出售股票股利而得到的额外股票并不是本金的出售。所以，对他们来说，股票股利或股票分割是一笔意外之财，他们可以卖掉额外股票而仍然保持原有的股东权，这就是股票股利所引起的投资者幻觉。

■ A 股上市公司的股利分配特征

在我国，A 股上市公司的股利分配存在如下特征：

1、与企业盈利的相关性较高。

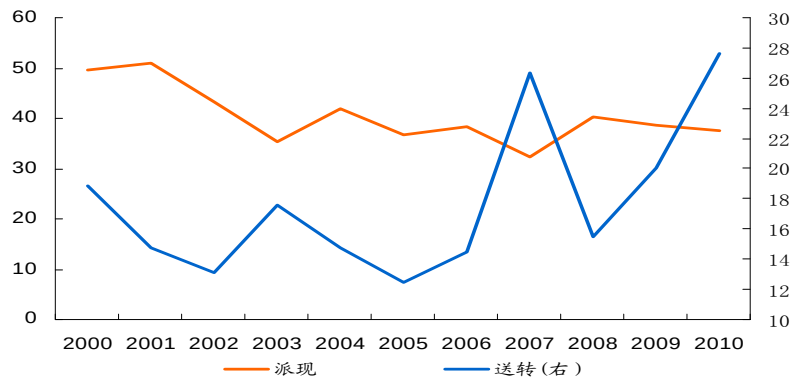
如图表 3，A 股不分配公司占比与该年度企业盈利的波动大体一致，显示盈利好坏对股利分配的驱动和制约机制在 A 股市场较为有效。

图表 3: A 股不分配公司占比(%)


来源: Wind, 齐鲁证券研究所

2、送转受青睐程度较高

2005 年后, 随盈利的趋势性好转, 选择送转的上市公司占比由显著提高, 而与此同时, 选择分红的上市公司占比基本稳定(图表 4)。

图表 4: A 股分红与送转上市公司占比(%)


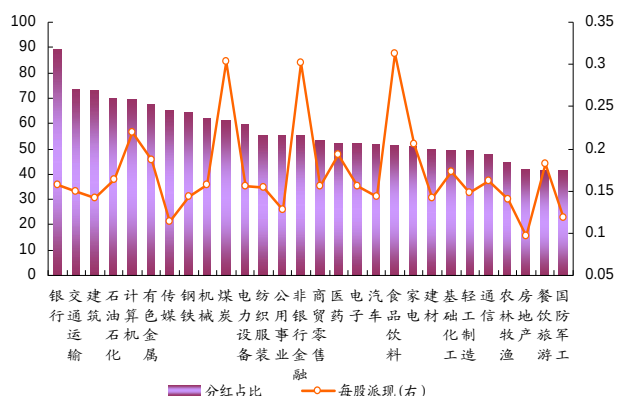
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

3、分红送转的行业属性

从行业属性来看, 选择分红为主的公司主要集中在盈利稳定的传统和权重性行业(图表 5), 每股收益的高低主导了派现金额(比如煤炭、非银行金融、食品饮料)。相反, 选择送转的公司多集中在偏成长的行业(图表 6), 也包括有色金属、煤炭等业绩增长相对较快的传统行业和军工、农林牧渔等偏题材的板块。

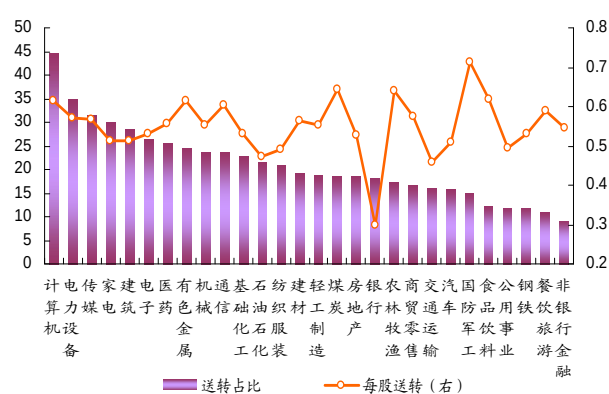
这表明, 虽然存在股东、融资、题材等方面因素的影响, 总体来讲, A 股股利分配方式的选择确实符合企业生命周期的特征。

图表 5：各行业派现公司占比及每股派现(%，元)



来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 6：各行业送转公司占比及每股送转(%，股)

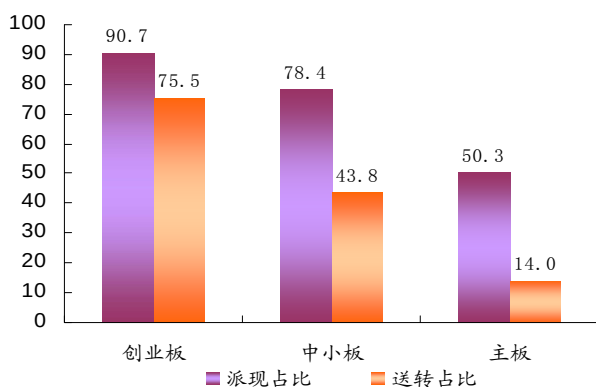


来源：Wind，齐鲁证券研究所

4、中小市值股票股利分配较为活跃

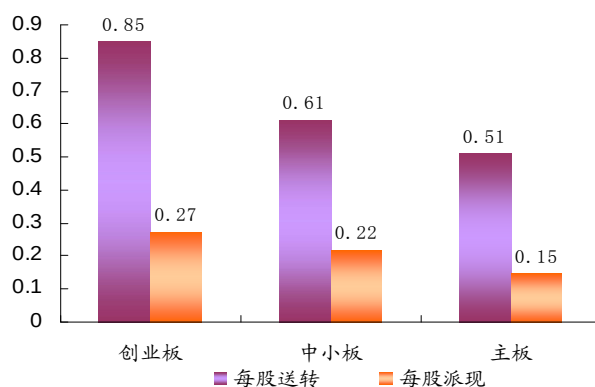
随着中小市值股票的增加，尤其创业板的扩容，非主板上是公司成为股利分配最为活跃的主体(图表 7、8)。

图表 7：09-10 年各板块分红公司的平均比重(%)



来源：Wind，齐鲁证券研究所

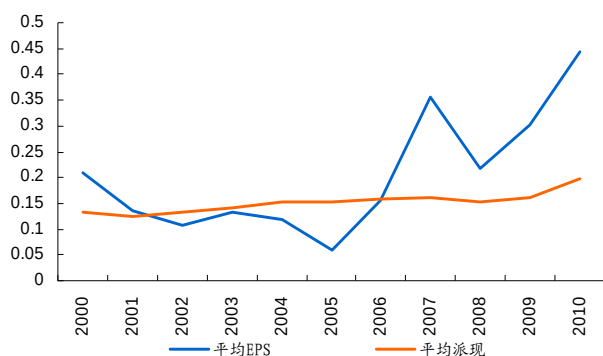
图表 8：09-10 年各板块平均每股分红(股，元)



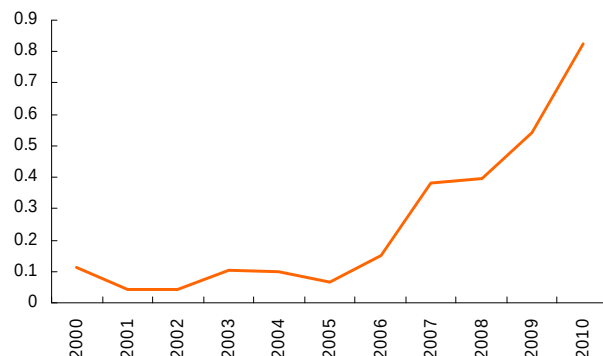
来源：Wind，齐鲁证券研究所

5、未分配利润的累积

虽然随企业盈利的增长，A 股股利分配额相应上升，但速度相对趋缓，从而导致每股未分配利润持续累积(图表 9、10)。

图表 9：每股收益与股利


来源：Wind，齐鲁证券研究所

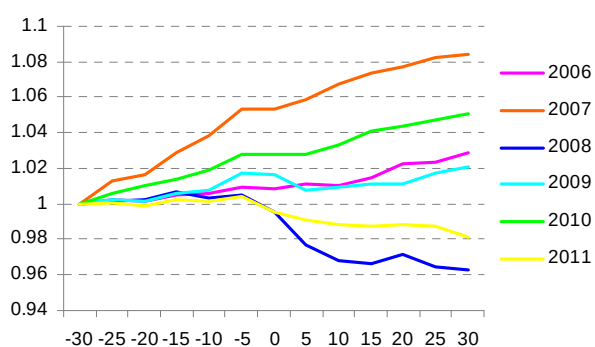
图表 10：每股未分配利润


来源：Wind，齐鲁证券研究所

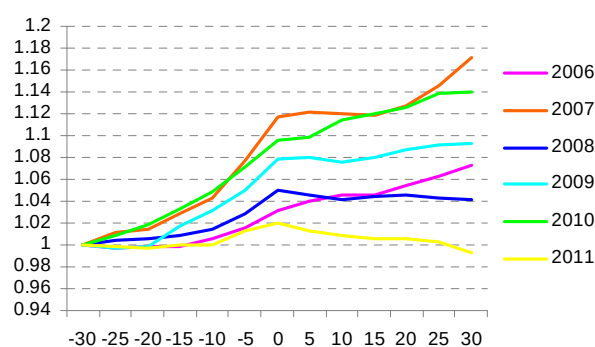
■ 超额收益的来源

我们分别统计了预案公告日、股东大会公告日、分红实施公告日三个时点前后 30 天标的股票相对沪深 300 的超额收益(图表 11-16，其中年份表示年报涵盖的时间)，发现：

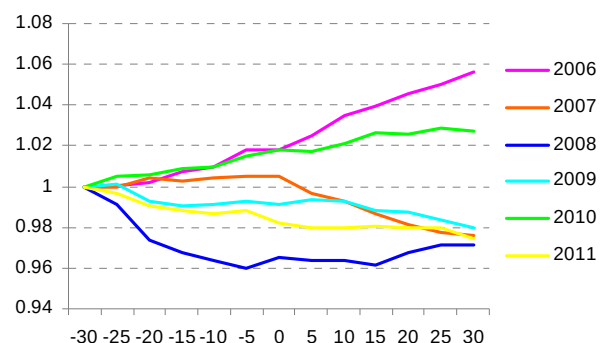
- 送转公司总的超额收益都要大于派现公司
- 公告日之前的超额收益更为显著
- 预案公告日前的超额收益最大，股东大会公告日前的超额收益最低
- 分配方案实施带来的超额收益主要体现在公告日前 5 天

图表 11：派现预案公告日前后相对大盘走势


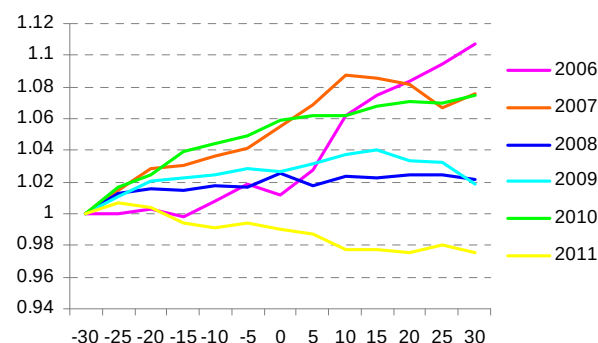
来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 12：送转预案公告日前后相对大盘走势


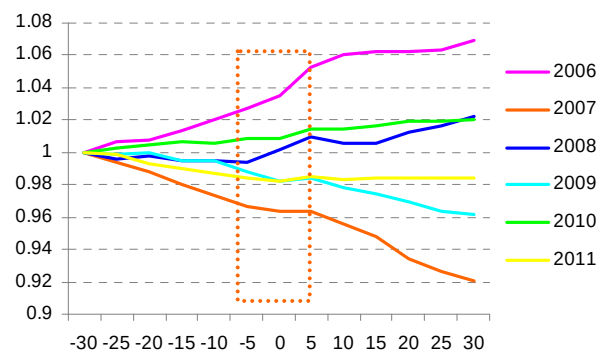
来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 13：派现股东大会公告日前后相对大盘走势


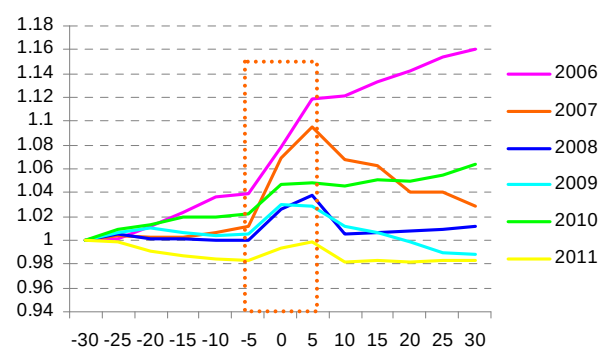
来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 14：送转股东大会公告日前后相对大盘走势


来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 15：派现实施公告日前后相对大盘走势


来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 16：送转实施公告日前后相对大盘走势


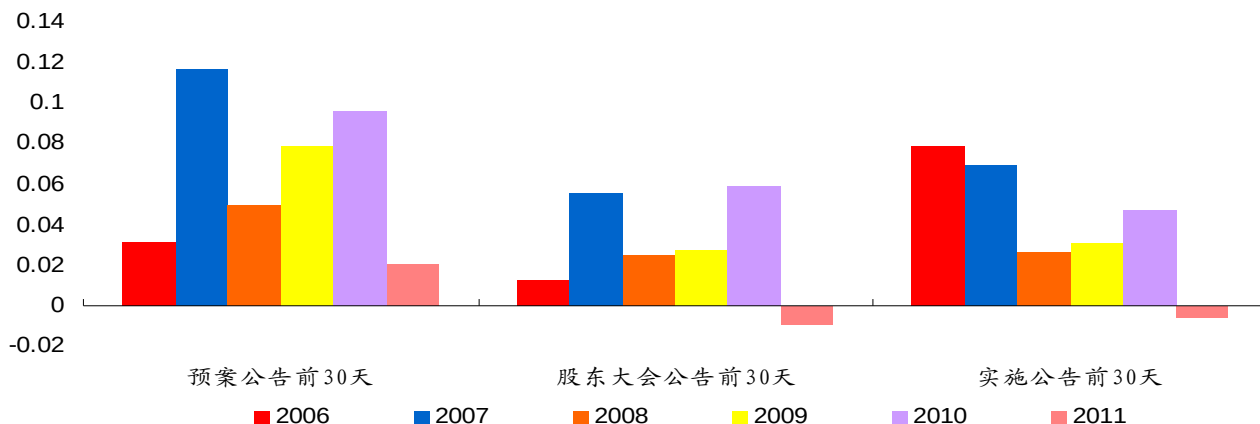
来源：Wind，齐鲁证券研究所

■ 趋势性调低送转标的的回报预期

既然送转本身并不能提高公司的盈利能力，为什么还能比派现能获得更多的超额收益呢？

对此可能存在多种解释，但我们判断，无论哪种解释都需要两个必要条件：(1)流动性相对充裕；(2)对上市公司成长的预期。

每年一季度年报公布期间，资金至少在环比层面是全年较为宽松的时期，因此有利于送转概念的投资。而且，通过对不同年份的比较，我们发现流动性相对紧张的 2008 年和 2011 年超额收益均处于较低水平(图表 17)。由此可见流动性对送转概念超额收益的影响。

图表 17：流动性松紧对送转概念超额收益的影响


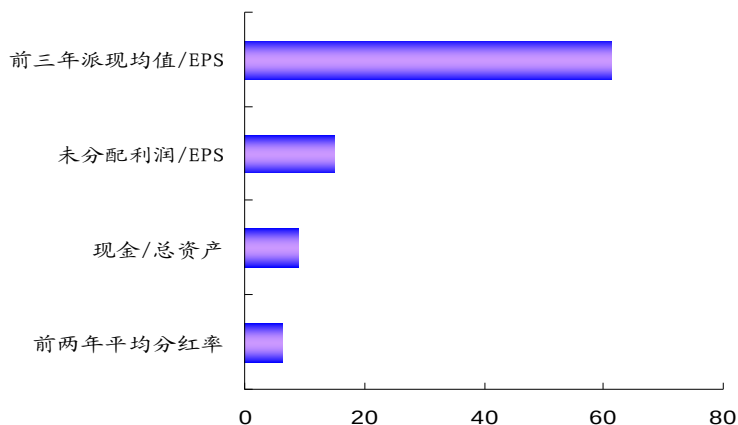
来源：Wind，齐鲁证券研究所

由于我们判断，至少未来 2-3 年，A 股市场流动性都相对偏紧，且主要权重行业的盈利能力将趋势向下(参见《循环往复》，2011 年 12 月 1 日)，这将显著挤压送转题材的相对收益，因此建议投资者调低对此类标的回报预期。

■ 角色转换的条件

理论上讲，在送转的想象空间压缩的背景下，分红在股利分配中的地位将因此提高。同时，我们在年度策略中也通过案例分析证明了提高分红率可作为抵御因盈利能力下降带来估值冲击的有效手段。

但经过历史回归分析，发现「惯性」策略是目前上市公司分红决策的主要依据。即以往年份的派现值对当年派现的影响最为显著，远超未分配利润及现金水平等因素(图表 18)。可见，A 股股利分配格局的转变还需要上市公司主动应时而变，派现策略由配角上升为主角难以一蹴而就。

图表 18：分红率的影响因素回归


来源：Wind，齐鲁证券研究所

最后，继年度策略中对未来可能提高分红率的行业进行了从上至下的推演后，我们依据业绩稳定性、未分配利润、现金占比等指标，从微观层面筛选排序前 100 位的上市公司，供投资者参考、跟踪(图表 19)。

图表 19：排序前 100 位的上市公司

所属中信行业	证券代码	证券简称	5 年利润均值/波动率	未分配利润/5 年利润均值	现金/5 年利润均值	所属中信行业	证券代码	证券简称	5 年利润均值/波动率	未分配利润/5 年利润均值	现金/5 年利润均值
传媒	600037.SH	歌华有线	8.40	4.77	9.61	建筑	600820.SH	隧道股份	1.85	5.26	12.33
传媒	601801.SH	皖新传媒	3.87	4.64	9.16	建筑	600853.SH	龙建股份	1.99	5.19	18.86
公用事业	600982.SH	宁波热电	2.02	4.62	7.43	建筑	600512.SH	腾达建设	2.49	4.44	6.93
电力设备	600526.SH	菲达环保	2.56	10.76	41.70	交通运输	600575.SH	芜湖港	1.87	15.45	132.32
电力设备	600268.SH	国电南自	4.92	4.78	11.36	交通运输	600106.SH	重庆路桥	5.05	7.88	10.80
电力设备	600580.SH	卧龙电气	2.61	4.65	5.41	交通运输	600368.SH	五洲交通	2.38	7.20	6.89
电子元器件	000970.SZ	中科三环	2.84	6.69	5.91	交通运输	600279.SH	重庆港九	2.77	4.93	6.07
电子元器件	600288.SH	大恒科技	2.94	5.17	5.88	交通运输	600787.SH	中储股份	2.41	4.57	8.29
电子元器件	000733.SZ	振华科技	11.87	5.12	14.73	交通运输	000507.SZ	珠海港	2.77	4.65	5.69
电子元器件	600478.SH	科力远	2.02	5.08	33.73	煤炭	600121.SH	郑州煤电	3.79	5.99	6.85
房地产	600687.SH	刚泰控股	2.02	21.31	48.84	农林牧渔	600978.SH	宜华木业	4.23	5.40	8.38
房地产	600696.SH	多伦股份	1.91	11.97	5.54	农林牧渔	000860.SZ	顺鑫农业	2.90	4.88	8.07
房地产	600638.SH	新黄浦	3.70	6.54	5.71	汽车	000957.SZ	中通客车	2.11	7.90	12.83
房地产	000024.SZ	招商地产	2.05	6.13	8.59	汽车	000913.SZ	钱江摩托	1.82	6.10	6.26
房地产	000402.SZ	金融街	2.12	6.10	9.14	汽车	600303.SH	曙光股份	2.25	5.36	9.88
房地产	600082.SH	海泰发展	2.74	5.57	11.50	汽车	600006.SH	东风汽车	4.72	5.12	7.43
房地产	600665.SH	天地源	2.15	4.92	9.30	汽车	000700.SZ	模塑科技	2.69	4.69	10.81
房地产	600325.SH	华发股份	2.01	4.46	7.56	轻工制造	600337.SH	美克股份	4.35	8.27	5.93
纺织服装	600398.SH	凯诺科技	3.40	7.49	6.83	轻工制造	600356.SH	恒丰纸业	2.13	5.44	5.68
纺织服装	600400.SH	红豆股份	2.44	7.34	5.66	商贸零售	600250.SH	南纺股份	4.32	12.66	38.66
纺织服装	600884.SH	杉杉股份	5.90	6.22	7.05	商贸零售	600811.SH	东方集团	2.15	10.90	13.70
纺织服装	000158.SZ	常山股份	2.46	5.25	12.68	商贸零售	600247.SH	成城股份	1.99	7.27	14.04
纺织服装	600128.SH	弘业股份	2.27	5.18	9.77	商贸零售	600827.SH	友谊股份	2.87	6.90	20.77
钢铁	600399.SH	抚顺特钢	3.57	13.77	41.09	商贸零售	600278.SH	东方创业	5.92	6.27	16.25
国防军工	600343.SH	航天动力	3.42	5.35	21.28	商贸零售	000419.SZ	通程控股	2.98	6.22	11.48
国防军工	600118.SH	中国卫星	2.14	4.93	8.60	商贸零售	600858.SH	银座股份	6.58	5.53	6.10
机械	600566.SH	洪城股份	7.18	11.49	7.79	商贸零售	000715.SZ	中兴商业	6.46	4.86	6.30
机械	601989.SH	中国重工	2.58	8.64	60.62	商贸零售	600361.SH	华联综超	1.87	4.82	36.97
机械	600243.SH	青海华鼎	3.06	6.06	8.19	商贸零售	000564.SZ	西安民生	2.50	4.62	31.72
机械	600499.SH	科达机电	2.03	5.48	6.03	商贸零售	600785.SH	新华百货	1.86	4.47	6.64
机械	000816.SZ	江准动力	1.89	5.27	15.65	石油石化	000059.SZ	辽通化工	2.04	7.34	9.60
机械	600765.SH	中航重机	2.12	5.17	8.91	食品饮料	600543.SH	莫高股份	1.96	6.71	15.58
机械	600992.SH	贵绳股份	4.65	4.48	10.94	食品饮料	600600.SH	青岛啤酒	1.90	5.33	8.08
基础化工	600328.SH	兰太实业	4.38	7.33	5.58	通信	600797.SH	浙大网新	1.82	6.61	6.02
基础化工	000523.SZ	广州浪奇	3.19	6.61	46.31	通信	600345.SH	长江通信	1.81	6.21	5.84
基础化工	000936.SZ	华西村	1.85	5.99	6.11	通信	600487.SH	亨通光电	2.27	6.12	6.20
基础化工	000830.SZ	鲁西化工	3.82	5.91	5.81	通信	600289.SH	亿阳信通	4.23	5.55	8.45
基础化工	600078.SH	澄星股份	2.12	5.72	16.69	通信	600485.SH	中创信测	2.05	5.13	5.75
基础化工	600409.SH	三友化工	1.84	5.66	5.65	通信	000063.SZ	中兴通讯	2.05	4.93	6.40
基础化工	600227.SH	赤天化	6.57	5.37	7.44	医药	600297.SH	美罗药业	1.81	8.42	22.32
基础化工	600470.SH	六国化工	3.04	5.33	13.01	医药	000705.SZ	浙江震元	2.51	8.25	6.52
基础化工	600486.SH	扬农化工	2.28	4.87	9.25	医药	600488.SH	天药股份	2.34	8.19	12.57
基础化工	600260.SH	凯乐科技	2.50	4.82	6.98	医药	000990.SZ	诚志股份	2.35	8.16	19.09
计算机	600756.SH	浪潮软件	7.65	12.54	12.70	医药	600587.SH	新华医疗	2.06	7.12	9.51
计算机	600601.SH	方正科技	2.68	6.48	10.24	医药	600267.SH	海正药业	1.89	6.30	6.94
建材	600172.SH	黄河旋风	3.43	8.90	12.12	医药	600222.SH	太龙药业	3.32	5.44	7.70
建材	000055.SZ	方大集团	2.33	6.98	12.77	医药	000739.SZ	普洛股份	2.56	4.60	6.56
建材	600881.SH	亚泰集团	1.83	4.38	9.60	医药	600085.SH	同仁堂	3.98	4.44	6.22
建筑	600263.SH	路桥建设	2.78	7.10	13.92	有色金属	000962.SZ	东方钨业	3.00	9.02	8.88
建筑	600491.SH	龙元建设	4.66	5.56	6.24	有色金属	600531.SH	豫光金铅	3.01	5.78	6.16

来源：Wind，齐鲁证券研究所

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-20315181
手机:13641659577
传真:021-20315125
邮编:200120
地址:上海市花园石桥路 66 号
东亚银行金融大厦 18 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-20315187
手机:18621368050
传真:021-20315125
邮编:200120
地址:上海市花园石桥路 66 号
东亚银行金融大厦 18 楼

济南
联系人:阴红星
电话:0531- 68889520
手机:13969199716
传真:0531- 68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308