

## 深圳证券交易所“积极回报投资者”系列文章之二

### 把握深市 A 股现金分红特点，树立价值投资理念

分红是价值投资的重要基石。对于投资者来说，实行价值投资，不仅需要了解市场的整体分红状况，更应该把握市场分红的分布特点，找到持续稳定分红的公司。本文将对深市 A 股市场的分红概况和分布情况进行介绍，并对树立价值投资理念提出相关建议。

近年来，深市 A 股市场现金分红情况正在逐步改善，主要表现为“分红总量不断增加、分红比例逐年提高、分红连续性持续增强”；分布特点则主要体现为板块差异、行业差异、上市年限差异、企业性质差异，以及分红结果的差异。深市 A 股市场现金分红总体情况的改善有利于投资者树立价值投资的信心，而深刻认识分红分布特点则有利于投资者进行价值投资的选择。

#### 深市 A 股上市公司现金分红的总体情况及趋势

##### 1. 分红绝对数量增长较大

2009-2011 年，深市 A 股的分红绝对数额分别为 412.33 亿元、672.14 亿元和 800.21 亿元。从增加比例看，2010 年的分红总额比 2009 年增加了 63.01%，而 2011 年的分红总额又比 2010 年增加了 19.06%。

##### 2. 分红公司占比提高，越来越多的上市公司实行现金分红

2009-2011 年，深市 A 股分红公司占比分别为 57.96%、66.35%和 72.69%，上升幅度较大。

##### 3. 股利支付率相对平稳

2009-2011 年，深市 A 股的平均股利支付率(分红总额与净利润总额之比，下同)分别为 28.45%、28.05%和 27.61%，总体水平变动不大。

##### 4. 分红连续性逐步改善

近年来，深市 A 股上市公司分红的连续性逐渐改善，涌现出了万科 A、南玻 A、中兴通讯等一批连续分红的公司。截至 2009 年，深市 A 股连续 3 年分红的公司数量占上市时间满 3 年的公司数量的比例为 34.42%。而截至 2011 年财报，深市 A 股连续 3 年分红的上市公司达到了 353 家，占上市时间满 3 年上市公司总数的 42.28%，比例上升。

#### 深市 A 股上市公司现金分红的特点

##### 1. 不同板块比较

从分红绝对数额上看，主板依然是分红的主力，中小板、创业板次之。2011 年，深市 A 股主板分红总额为 368.18 亿元，占深市 A 股分红总额的 46.01%；中小板分红总额为 347.87 亿元，占深市 A 股分红总额的 43.47%；创业板分红总额为 84.16 亿元，占深市 A 股分红总额的 10.52%。但是，从趋势上看，随着中小板和创业板公司数量的不断增加，中小板和创业板分红总额以及占深市 A 股全部分红总额的比例均在上升。2009 年和 2010 年，中小板分红总额占深市 A 股全部分红总额的比例分别为 31.64%和 37.45%，同期创业板分红总额占深市 A 股分红总额的比例分别为 3.28%和 6.96%。

从分红公司占比看，创业板比例最高，中小板、主板块次之。2011 年，深市 A 股主板、中小板和创业板的分红公司占比分别为 45.13%、84.52%和 91.81%。从近三年来的趋势看，深市 A 股主板和中小板的分红公司占比都在不断提高；创业板的分红公司占比则一直处于高位。

从股利支付率看，创业板高于中小板，中小板高于深市主板。2011 年，深市 A 股主板的平均股利支付率为 22.53%，中小板和创业板的平均股利支付率分别为 33.48%和 38.85%。

对于价值投资者来说，我们应该全面、理性地看待不同板块之间分红水平的差异，在了解板块全貌的同时也要对具体个股深入分析，发掘具有投资价值的公司。

## 2. 不同行业比较

企业生命周期理论告诉我们，处在不同生命周期阶段的企业可能采取不同的股利政策。比如，处于成长期的企业，迫切需要资金去投资，而成长期企业的收入流一般不稳定，而且企业融资能力较弱，这时就需要低分红，甚至不分红，把企业利润用于再投资；与此相反，处于成熟期的企业因为投资机会较少且现金流充足稳定，就可以提高分红水平来回馈投资者。投资大师彼得·林奇认为稳定缓慢增长型的公司是最值得投资的六类公司之一，因为这类公司大都每年给投资者稳定且较高的分红，投资者可以获得较高的股息率。不同的行业可能处于不同的生命周期阶段，因此行业的差异也会体现到分红上。

从分红的普遍性看，深市 A 股市场中的采掘业、农林牧渔业、机械设备仪表业、造纸印刷业、建筑业、信息技术业 2011 年的分红公司占比均超过了 80%，分别为 90.91%、82.61%、82.33%、82.14%、81.82%和 80.88%；而综合类行业、房地产业、公用事业的分红公司占比则低于 50%，分别为 29.41%、45.31%和 48.15%。综合类上市公司的持续盈利能力相对较弱，这可能影响到该行业上市公司的分红意愿；另外房地产业因为面临宏观经济政策调控的压力，处于谨慎性需要可能会降低现金分红的意愿。

从股利支付率看，各行业将多大比例的净利润以现金红利的方式分配给投资者。2011 年，木材家具业、农林牧渔业、造纸印刷业、交通运输仓储业分红力度最大，这些行业的平均股利支付率均超过了 40%，分别为 61.10%、44.63%、44.43%、41.90%；而其他制造业、建筑业、房地产业、金融保险业和社会服务业的行业平均股利支付率则低于 20%，分别为 12.08%、12.71%、13.62%、15.72%、18.84%。

## 3. 不同上市年限比较

从分红公司占比看，2009-2011 年，超过 90%的公司上市当年即进行分红，其中，2011 年上市的公司中有 95.06%的公司进行了现金分红；相反地，上市时间越长分红公司占比越低。2011 年，深市 A 股上市年限超过 5 年的公司中，只有 51.13%的公司进行了现金分红，远低于新上市公司。

从股利支付率看，新上市公司的平均股利支付率高于上市时间久的公司，以 2009-2011 年为例，当年上市公司的平均股利支付率都超过了 35%，其中，2011 年上市公司平均股利支付率为 36.68%；而上市时间超过 5 年的公司，2009-2011 年间，其平均股利支付率都低于 30%，其中，2011 年上市时间超过 5 年上市公司的平均股利支付率为 23.72%，远远低于当年新上市公司 36.68%的平均股利支付率。

如何看待不同上市年限公司的分红水平差异呢？一方面，上市年限久的公司业绩出现分化，虽然总体分红水平较低，但确实有一批连续稳定分红的蓝筹公司，这些公司大都经历了时间的考验，能够满足价值投资的需要。另一方面，我们要从这些新上市公司中挑选出能够在未来连续稳定分红的公司。

## 4. 不同所有制性质比较

按上市公司不同的实际控制人类型，我们比较了深市 A 股市场上的中央国企、地方国企、民营企业和外商投资企业在现金分红方面的所有制差异。

从分红公司占比看，国企分红普遍性不及民企和外商投资企业，具体地，民营企业高于外商投资企业，外商投资企业高于中央国企，地方国企最低。2011 年，中央国企、地方国企、民营企业和外商投资企业的分红公司占比分别为 61.59%、58.53%、78.66%和 73.33%。

从股利支付率看不同所有制企业分红的“慷慨”程度，民营企业最为“慷慨”，其次为中央国企和地方国企，外商投资企业则最为“吝啬”。2011 年，中央国企、地方国企、民营企业和外商投资企业的股利支付率分别为 25.57%、23.93%、31.87%和 14.94%。

## 5. 分红结果：个人投资者到底分到了多少？

从分红结果看，投资者之间存在“市值份额与红利份额不对等”现象，个人投资者当中存在“获得红利非均匀分布”现象。深交所综合研究所曾对深市 A 股进行研究，以 2009 年和 2010 年为例，个人投资者持股市值占市场总市值比例为 36.31%、39.80%，但现金分红金额占比仅为 29.29%、36.37%。造成这种现象的主要原因有两个：一方面，个人投资者的持股偏好导致他们分红较少。与机构投资者相比，个人投资者更愿意持有和交易小盘股、低价股、绩差股、高市盈率股、ST 股，而这些股票分红公司占比及股息支付率均较低。与之相反，机构投资者偏好持有大盘股，而我国上市公司的分红主要集中于规模大的公司。另一方面，个人投资者的频繁交易和短期行为进一步减少了上市公司分红的受众面。我国市场中投资者的持有期限较短，这造成了大部分的投资者虽然参与过交易但没有享受到分红。据深交所综合研究所统计，深市 A 股市场 2009 年参与过交易的个人投资者的数量为 2504.96 万，其中 62.06% 的个人投资者没有获得分红，2010 年则有 64.34% 的个人投资者没有获得分红。

### 什么样的公司将成为投资者青睐的对象？

投资者购买股票的投资收益由两部分构成，分别为股息收入（通过分红而获得的收入）和资本利得收入（通过股价上涨而获得的收入）。如果股息收入水平过低或者不可预期，那么投资者会转向只关注股价的涨跌，进而助长市场的投机氛围；当股息收入较高且较稳定时，投资者会在股息收入和资本利得二者中进行权衡，追求稳定收益并奉行价值投资理念的投资者会选择持续高股息率的股票，放弃单一对股价的过度关注。所以，资本市场上存在一批分红水平较高且能够连续分红的公司，是实现价值投资的重要基础。

作为新兴的资本市场，深市 A 股公司的总体规模相对不大，且以成长型企业和创新型企业为主，随着证监会鼓励、引导和督促上市公司完善现金分红政策的出台，加上深交所从制度上严格要求深市上市公司审视分红的决策机制是否完备、调整现金分红政策的条件和程序是否合规和透明、现金分红的信息披露是否满足相关要求，我们欣喜地看到，已有大量深市上市公司按照要求修改了公司章程，出台了《未来三年股东回报规划》，确定了在符合现金分红条件下未来三年的最低现金分红比例，准备通过稳定、持续、可预期的现金股利回报投资者。

同时，通过 2011 年深市 A 股的分红数据，我们发现，深市 A 股市场的现金分红总额和分红公司占比都有较大幅度的提高。具体地，深市 A 股市场 2011 年的分红总额达到了 800.21 亿元，比 2010 年增加了 19.05%；2011 年的分红公司占比达到了 72.69%，不仅比 2010 年提高了 6.34 个百分点，而且已经赶上或超过发达市场的水平。

数据也显示，深市 A 股市场已有一部分上市公司基本实现了持续分红，投资者进行价值投资时“备选项”的数量正在逐渐增加。2011 年，深市 A 股连续 3 年分红的上市公司达到了 353 家，占上市时间满 3 年上市公司总数的 42.28%；

在对市场进行价值投资充满信心、满怀希望的同时，投资者接下来关注的问题就是，究竟投资于什么样的公司才能实现价值投资的目的？我们建议至少从以下四个方面进行考量。

1. 投资者要挑选能赚钱的公司，即公司应该具有良好的盈利能力，因为只有会赚钱的公司才有钱可分。任何时候，利润都是公司进行分红基础，只有持续创造利润的企业才具备充足的现金流，才有能力进行分红。如果把企业的净利润比作一个蛋糕，那么现金分红就是在这个蛋糕上进行切割分配，在切割比例一定时，蛋糕越大，投资者获得的现金分红就越多。在股利支付率和股票的买入价格一定时，公司盈利能力越强，股息率就会越高。在深市 A 股市场上，我们也会发现一些公司，其分红意愿较强，股价水平也不高，

但是其股息率却并不高，究其原因，就在于这些公司的盈利能力有限，在蛋糕没有做大的情况下，即便切割的比例较大，投资者得到的分红数额也比较少。

2. 在挑选了会赚钱的公司之后，要甄别它是否愿意分红，以及分红的比例是否合理。公司只有愿意和投资者一起分享企业创造的利润，具有较强的支付意愿（愿意分红）和较高的支付水平（股利支付率较高，以较大比例分红），公司赚的钱才会以现金分红的形式流入投资者的口袋。市场上不分红的公司我们称作“铁公鸡”，“铁公鸡”只“啄米”不“下蛋”，重融资轻分红；支付水平低的公司我们称作“吝啬鬼”，“吝啬鬼”分红的数量极其有限。二者的区别在于，前者是完全不分红，后者虽然分红，但也仅是象征性的。同时，对于另外一种情况也要格外提高警惕，即上市公司的高额现金分红。2009-2011年，深市A股分红总额超过当年净利润的公司数量分别有17家、25家和40家。如某公司，2011年的分红总额是当年净利润的10倍以上，更有甚者，在净利润为负值的情况下进行“慷慨”分红。要弄清这种分红超过净利润的情况，需要仔细分析上市公司如此分红的目的何在：究竟是上市公司为了恪守分红的承诺，真心实意回馈投资者；还是大股东为了一己私利，为了“套现”而从公司获取现金。如果公司实行了固定金额的分红政策，由于短期利润的下降而导致的分红总额超过净利润，是可以理解的；然而，如果公司没有实行固定金额的分红政策，在盈利状况不佳的情况下依然实行超比例分红，尤其是当大股东的持股比例高，而且其股份处于限售状态时，则应当引起投资者的特别关注。

3. 要特别关注分红的持续性和稳定性。分红只有保证持续性和稳定性，才有利于投资者形成稳定的预期。所以在挑选投资对象时，价值投资者应尽量避免对分红“三天打鱼两天晒网”的公司。

4. 在挑选了会赚钱的公司、愿意分红且连续稳定分红的公司之后，投资者还应尽量避开盘价虚高的公司。股票价格代表着投资成本，在公司盈利能力和支付意愿都相同的前提下，股票买入价格越高，股息率越低。例如，两只股票A和B，每股盈余都为0.4，股利支付率都为0.5；但A的买入价格为10元每股，B的买入价格为20元每股。从而，虽然两家公司都发放每股0.2元的股利，但是A公司的股息率为2%，而B公司的股息率却只有A公司的一半，仅为1%。在深市A股市场上，每股分红比别的公司多但股息率却不及别的公司的例子屡见不鲜。比如甲公司每股分红（每10股派15.2元）高于乙公司的每股分红（每10股派15元），但由于甲公司的股价远远高于乙公司，导致甲公司的股息率（仅为1.41%）大大低于乙公司（5%）的股息率。

总之，价值投资的对象，既要满足良好的盈利能力，又要具备较强的分红意愿和较高的分红水平，也要保证良好的分红持续性和稳定性，而且股票的价格也不能太高。