

相关研究

《港股有望重回上行趋势》2023.09.21

《筑底强基》2023.09.23

《PPT：心随幡动——A股投资者行为研究框架-20230831》2023.08.31

首席经济学家:荀玉根

Tel:(021)23185715

Email:xyg6052@haitong.com

证书:S0850511040006

分析师:郑子勋

Tel:(021)23219733

Email:z zx12149@haitong.com

证书:S0850520080001

联系人:陈菲

Tel:(021)23185707

Email:cf15315@haitong.com

三问高股息策略有效性

投资要点:

- **核心结论:** ①长期看高股息策略在海内外均有效,高股息策略收益高、风险低,相比宽基指数有超额收益。②为进一步增强高股息策略,要避免陷入高股息率陷阱,此外可以利用择时在熊市、利率下行阶段放大收益。③去年底以来高股息策略表现出色,市场或已处于阶段性底部,展望未来,分红政策重引导企业主动分红,A股分红波动望降低,高股息策略前景广阔。
- **高股息策略真的有效吗?** 从绝对收益看,高股息策略年化收益率和收益风险优于低股息策略。美股方面,在考虑股利再投资的情况下,1957-2003年间标普500高股息率等权组合的年化收益率、波动率、收益风险比均优于低股息组合,收益高而波动低。A股方面,统计发现2005年底至2023年6月,在考虑股利再投资的情况下,沪深300高股息率等权组合的风险-收益特征亦优于低股息率等权组合。从相对收益看,高股息指数与宽基指数相比有超额收益。1992年以来美股高股息指数有超额收益,1998年以来欧洲高股息指数亦跑出超额收益。A股高股息指数的超额收益更为显著,2010年以来高股息全收益指数的年化收益率基本在6-10%之间,均跑赢沪深300全收益。
- **如何进一步增强高股息策略?** 首先,避免陷入高股息率陷阱,股息率并非越高越好。为此,要确保上市公司分红兑现情况,考察上市公司历史分红方案的可信度,同时要关注企业股价表现和资产负债表,避免陷入“价值陷阱”和“杠杆高分红陷阱”。其次,利用择时放大策略收益,高股息策略在弱市和利率下行阶段更有效。从牛熊周期看,高股息策略在市场下跌或震荡时具备防御作用。一方面,高股息策略在熊市中通过股利再投资收益缓和股价下跌带来的投资损失,起到熊市保护伞的作用;另一方面,而在牛市、震荡市中的超额收益不稳定。从利率环境看,低利率背景下高股息组合更具投资价值。历史复盘发现利率下行期内高股息股大概率上涨,且上涨能持续一段时间。
- **如何看待当前的高股息行情?** 去年底以来高股息策略表现出色,市场或已处于阶段性底部。历史经验表明,高股息率股上涨往往是市场阶段性见底的信号,股债间存在“债市上涨-高股息股企稳上涨-股市上涨”的传导规律。去年底以来债市、高股息股已先后上涨或预示着市场已处于阶段性底部,未来权益或是更优的大类资产。此外,稳增长政策落地下经济有望从衰退迈向复苏,当前基本面正持续回暖,进一步印证权益市场投资价值。同时,近年来分红制度建设更重视提升企业分红主动性,A股分红波动望降低,高股息策略前景广阔。借鉴美国经验,提升上市公司分红主动性有助于降低股利波动,逐步实现“粘性股利”。事实上,近年来我国A股股息率波动已逐步降低,在此背景下,高股息策略股利收益确定性将进一步提升,未来投资前景广阔。
- **风险提示:** 稳增长政策落地进度不及预期,分红制度建设进程不及预期。

目 录

1. 高股息策略真的有效吗?	5
2. 如何进一步增强高股息策略?	6
3. 如何看待当前的高股息行情?	9

图目录

图 1	1958-2003 年标普 500 股息率前后 20%组合累计收益率	5
图 2	2006-2023 年沪深 300 股息率前后 20%组合累计收益率	5
图 3	美股高股息指数跑赢宽基指数	6
图 4	MSCI 欧洲高股息指数跑赢 MSCI 欧洲指数	6
图 5	A 股高股息全收益指数整体跑赢宽基指数.....	6
图 6	我国高股息全收益指数年化收益率高于沪深 300.....	6
图 7	美股中按股息率排名前 20-40%的组合年化收益率最高.....	7
图 8	股息率低的公司更倾向于发布“增加股息”公告	7
图 9	2022-2023 年中远海控股息率大幅跳升	7
图 10	恒大在高杠杆背景下股息率一度接近 20%	7
图 11	高股息率组合在熊市中可以充当保护伞	8
图 12	高股息率组合在熊市中的股利再投资收益仍为正	8
图 13	高股息率组合在牛市中的表现不一定最优	8
图 14	高股息率组合在震荡市中的表现不稳定	8
图 15	利率下行期内高股息股超额收益大概率上升.....	9
图 16	股息率高于国债收益率后高股息组合超额收益提升	9
图 17	13Q4 债券见底-14Q1 高股息股见底-14Q2 股市见底	9
图 18	18Q3 债券见底-18Q3 高股息股见底-19Q1 股市见底	9
图 19	今年 8 月以来债市开始下跌.....	10
图 20	去年 10 月底以来高股息个股陆续开始上涨	10
图 21	三季度经济延续温和修复.....	10
图 22	消费处于回暖趋势中	10
图 23	1950 年后美国上市公司的股息年化波动率显著降低	12
图 24	美股上市公司分红政策受短期盈利增减影响相对较小	12
图 25	A 股上市公司分红决策易受到短期盈利影响	12
图 26	2000 年以来 A 股股息率波动减小	12

表目录

表 1 A 股上市公司分红制度建设相关政策.....	11
----------------------------	----

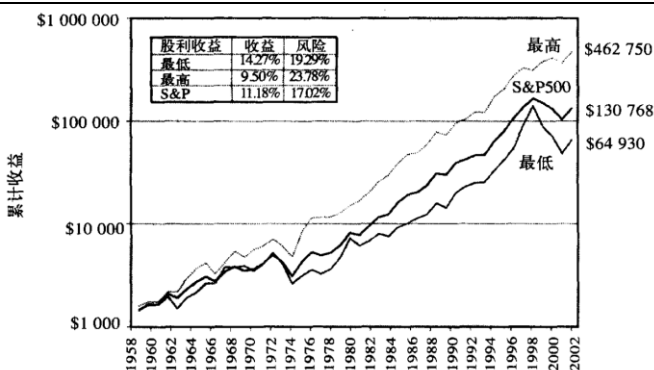
今年以来，高股息策略表现出色，中证红利全收益指数年初至今累计涨幅超 5%，而同期万得全 A、创业板指的涨跌幅为-8%、-21%。在市场整体下跌的背景下，高股息策略跑出显著超额收益，再次成为市场焦点。那么拉长长时间看高股息策略有效吗？进一步增强高股息策略的方法有哪些？如何看待当前的高股息行情？本文就此进行分析。

1. 高股息策略真的有效吗？

我们曾在《高股息策略长期有效么？-20160920》中指出，长期看高股息策略在中美股市均有效。该报告中定义的有效性主要是统计学意义上的有效，那么从其他视角看高股息策略是否还同样有效？下文我们将从绝对收益和相对收益两个不同角度再次论证高股息策略的长期有效性。

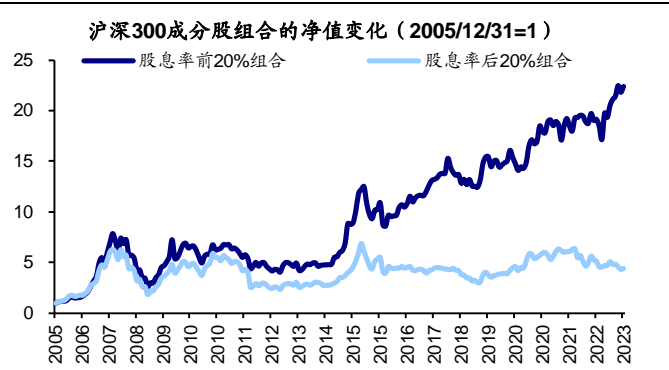
从绝对收益看，高股息策略年化收益率和收益风险优于低股息策略。学术界验证高股息策略有效性的经典方法是将股票按照高股息率划分为不同组合，通过回测不同股息率组合的风险-收益特征来判断策略在统计学意义上的有效性。例如，杰里米 J.西格尔在《投资者的未来》一书中将标普 500 指数成分股每年末按照股息率分为五组，分别计算下一年的收益，次年末重新分组，在考虑股利再投资的情况下（在派息日当天买入股票），1957-2003 年间高股息率等权组合（股息率前 20%）年化收益率/波动率/收益风险比为 14.3%/19.3%/0.7，而低股息组合（股息率后 20%）为 9.5%/23.8%/0.4，可见高股息策略具备更高的风险收益性价比，收益高，波动低，在统计学意义上确实有效。按照类似的方法，我们每年末将沪深 300 成分股按股息率分为 5 组，然后计算下一年的收益。统计发现 2005 年底至 2023 年 6 月，高股息率等权组合年化收益率/波动率/收益风险比为 19.4%/30.5%/0.6，低股息率等权组合为 8.8%/32.6%/0.3。与西格尔关于美股市场的研究结论一致，A 股市场高股息策略在统计学意义上也有效。

图1 1958-2003 年标普 500 股息率前后 20%组合累计收益率



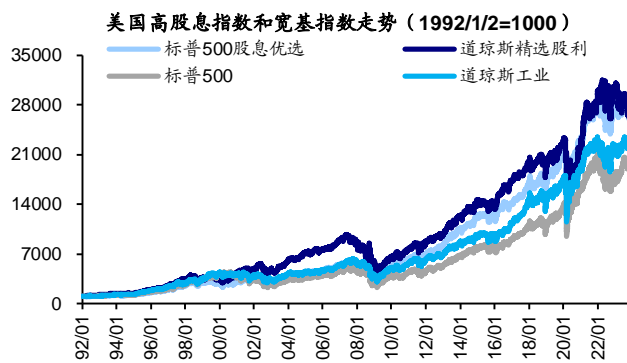
资料来源：Compustat, 杰里米 J.西格尔《投资者的未来》，海通证券研究所

图2 2006-2023 年沪深 300 股息率前后 20%组合累计收益率

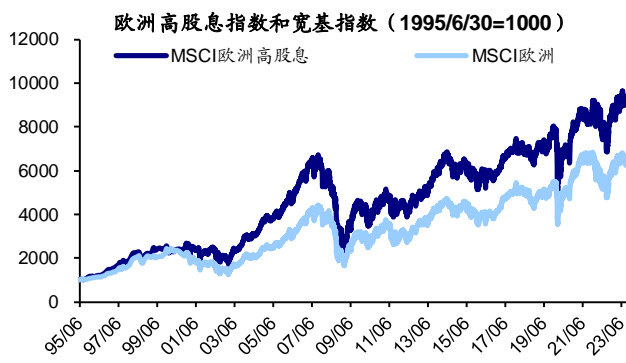


资料来源：Wind, 海通证券研究所，截至 2023/6/30

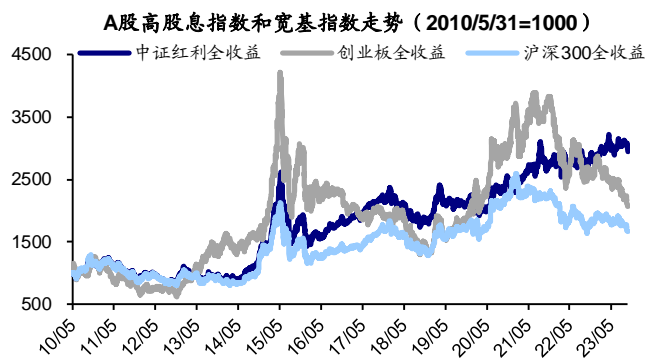
从相对收益看，高股息指数与宽基指数相比有超额收益。除了比较高低股息率组合的风险-收益差异，还可以通过比较高股息指数与宽基指数的收益率大小来验证高股息策略的有效性。海外多家国际指数编制机构均有专门针对高股息策略的指数，例如标普 500 红利优选指数、道琼斯精选股利指数、MSCI 欧洲高股息指数等。对比海外高股息全收益指数与宽基全收益指数的收益，1992 年至今（截至 2023/10/23，下同）美股高股息指数有超额收益，作为美股高股息代表指数的标普 500 红利优选指数年化收益率 10.8%，跑赢对应基准标普 500 的 9.7%，道琼斯精选股利指数年化收益率 10.8%，也跑赢对应基准道琼斯工业指数的 10.2%；1998 年至今欧洲高股息指数亦跑出超额收益，MSCI 欧洲高股息指数至今的年化收益率为 8.0%，高于 MSCI 欧洲指数的 6.6%。回到 A 股，我国股市高股息指数的超额收益更为显著。2010 年以来，随着 A 股上市公司数量快速上升，高股息指数选股范围逐渐扩大，指数收益更加显著，2010 年至今中证红利全收益指数年化收益率达 8.4%，不仅持续跑赢中证 A 股全收益指数的 4.2%，且在整体上跑赢创业板全收益指数的 5.6%。事实上，我国还有其他许多常见的高股息指数，例如上证红利、沪深 300 红利、深证红利等，2010 年以来高股息全收益指数的年化收益率基本在 6-10% 之间，均跑赢沪深 300 全收益的 3.8%。

图3 美股高股息指数跑赢宽基指数


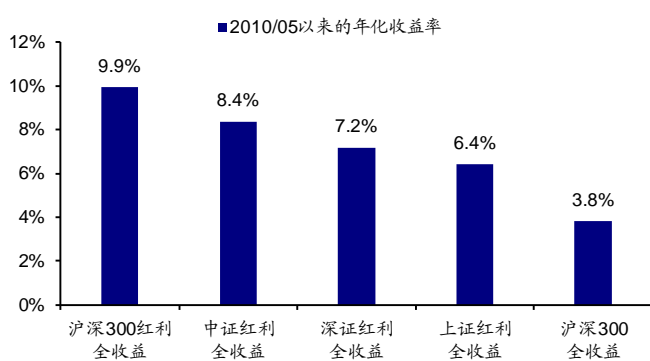
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/10/23

图4 MSCI 欧洲高股息指数跑赢 MSCI 欧洲指数


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/10/23

图5 A 股高股息全收益指数整体跑赢宽基指数


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/10/23

图6 我国高股息全收益指数年化收益率高于沪深 300


资料来源: Wind, 海通证券研究所测算, 截至 2023/10/23, 其中沪深 300 红利全收益指数自 2012/07 起开始计算

2. 如何进一步增强高股息策略?

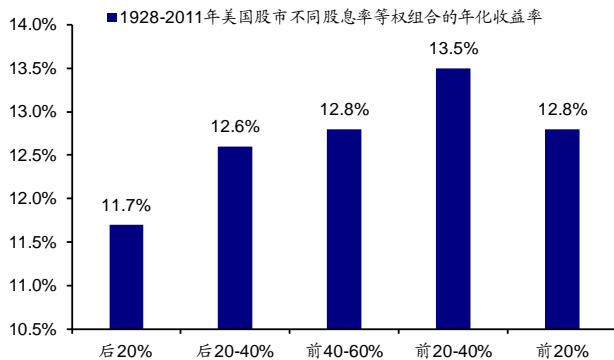
从实践结果看, 高股息策略确实具备出色的长期投资价值。但历史上高股息策略存在阶段性效果不佳的情况, 如何进一步增强高股息策略的中短期有效性? 我们认为首先要避免陷入高股息率陷阱, 其次要利用择时放大高股息策略收益。

首先, 避免陷入高股息率陷阱, 股息率并非越高越好。在回测不同股息率组成的资产组合时, 有时会出现股息率次高组收益优于股息率最高组收益的情况, 比如 Michael Clemens 在《Dividend Investing: Strategy for Long-Term Outperformance》一文中就指出, 1928-2011 年期间, 美国股市表现最好的组合不是由股息率排名前 20% 股票构成的股息率最高组合 (年化收益率 12.8%, 下同), 而是由股息率排名前 20-40% 股票构成的股息率次高组合 (13.5%)。组合的收益率不一定是股息率的单调函数, 这表明股息率并不是越高越好。那么产生上述现象的原因是什么, 如何捕捉收益率最高的股息率组合? 我们认为主要可以从以下两个角度出发:

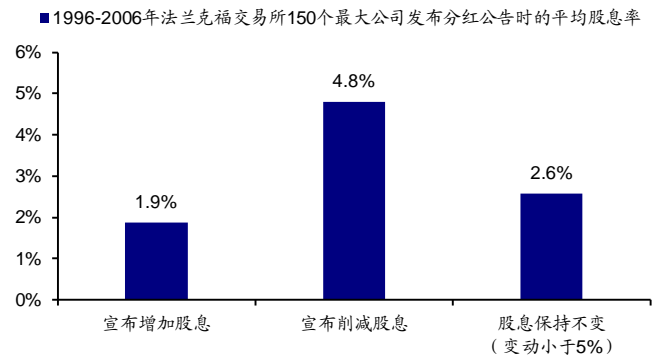
一是要确保上市公司分红兑现情况。低股息率公司更容易发布“增加股息”的公告, 导致上市公司承诺的分红方案不一定能兑现。例如 Christian Andres 等人在对德国 1996-2006 年期间股息公告的研究中发现, 宣布削减股息的公司的平均股息收益率 (4.80%) 高于宣布增加股息 (1.88%) 或保持股息不变的公司 (2.57%), 可见股息率越低的公司越倾向于宣布增加股息。为此, 应考察上市公司历史分红方案的可信度, 避免分红兑现度低的公司出现在高股息组合中。

二是要避免陷入“价值陷阱”和“杠杆高分红陷阱”。非常高的股息率可能是股价低迷、财务困境的标志, 筛选高股息个股时还要关注企业股价表现和资产负债表, 避免陷入“价值陷阱”和“杠杆高分红陷阱”。这里的“价值陷阱”指的是买入低估值高分红即

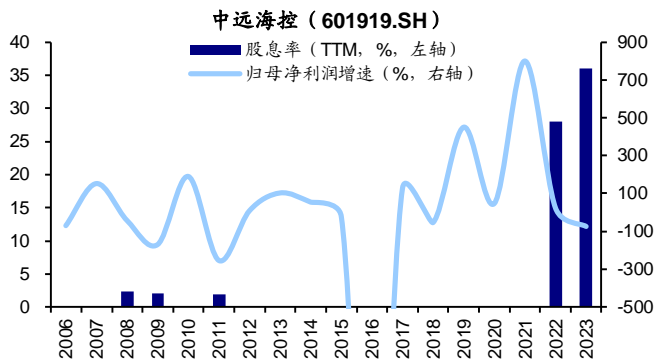
高股息率个股后股价持续下行的情况，此情况多发生于强周期股中，例如 2021-2022 年，海运龙头中远海控受益于疫情和俄乌冲突运价大幅涨价，2021 年归母净利润增长 8 倍，近两年股息率持续提升。截至 23/06，中远海控股息率（TTM）为 36.0%，远高于上次分红（2011 年）的股息率 1.9%。虽然股息率大幅提升，但公司股价自 21/07 除权日后一路下跌，目前累计跌幅已超 40%。因此，需要警惕盈利与股息率一同突升的个股，买入这类标的容易陷入“价值陷阱”的困境。“杠杆高分红陷阱”指的是部分高股息个股存在用高杠杆支撑分红的情况，由于高分红和高盈利都是由高负债支撑的，此类企业容易受到行业下行和其他负面事件的冲击。这种情况常见于地产、银行等资产负债率较高的行业，以恒大地产为例，在过去地产上行周期，恒大地产依靠高杠杆、高负债的经营模式急速扩张，彼时股息率一度接近 20%。但这种高股息率并不可持续，随着 2017 年以来地产监管持续收紧，地产行业景气边际回落，恒大无法继续维持高分红，分红次数明显减少，同时股价从 2020/07 的 27 元快速下跌至 2022/03 的 1 元。为此，在关注高股息率的同时也要综合考虑企业的资产负债情况，避免陷入“杠杆高分红陷阱”。

图7 美股中按股息率排名前 20-40%的组合年化收益率最高


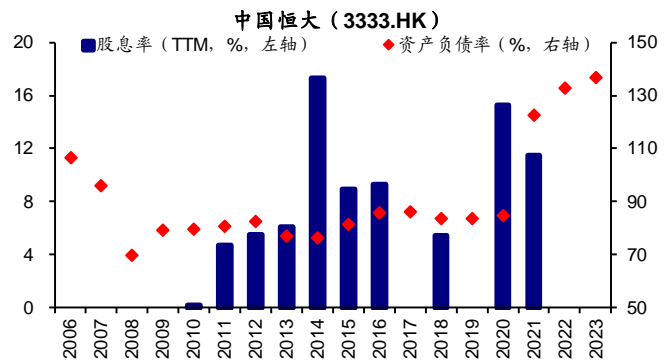
资料来源：Michael Clemens 《Dividend Investing: Strategy for Long-Term Outperformance》，海通证券研究所

图8 股息率低的公司更倾向于发布“增加股息”公告


资料来源：Christian Andres 《Dividend Announcements Reconsidered: Dividend Changes Versus Dividend Surprises》，海通证券研究所

图9 2022-2023年中远海控股息率大幅跳升


资料来源：Wind，海通证券研究所，其中 2023 年为半年报数据

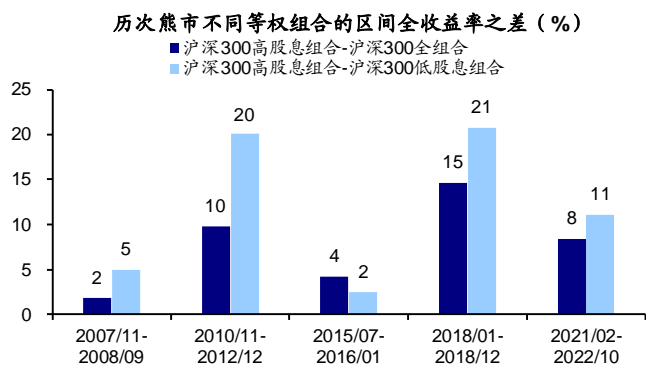
图10 恒大在高杠杆背景下股息率一度接近 20%


资料来源：Wind，海通证券研究所，其中 2023 年为半年报数据

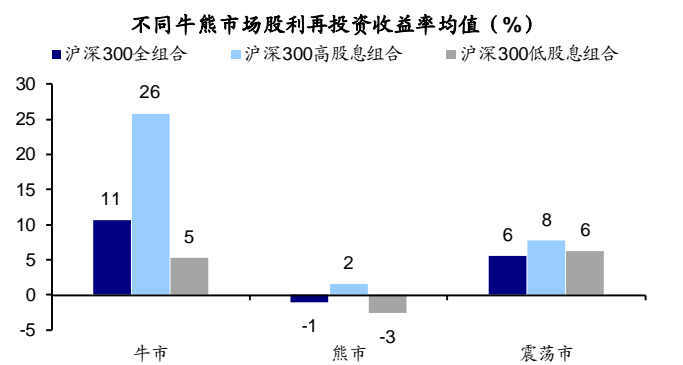
其次，利用择时放大策略收益，高股息策略在弱市和利率下行阶段更有效。在规避分红兑现度低、盈利与股息率突升、高负债支撑分红的个股后，可以进一步利用择时放大高股息策略收益。历史上高股息策略并不能在所有市场环境中跑赢大盘，做好策略择时格外重要。从牛熊周期看，高股息策略在市场下跌或震荡时具备防御作用，因此要**积极把握弱市机会**。为探究高股息策略在不同牛熊环境下的有效性，我们将 2006 年以来的市场划分为牛市、熊市、震荡市三种类型，分别计算沪深 300 所有成分股的等权组合（下文简称“沪深 300 全组合”）、沪深 300 股息率前 20% 成分股的等权组合（下文简称“沪深 300 高股息组合”）和沪深 300 股息率后 20% 成分股的等权组合（下文简称“沪深 300 低股息组合”）在三种市场背景下的收益情况。通过比较我们发现，一方面，高股息策略在熊市中通过股利再投资收益缓和和股价下跌带来的投资损失，起到熊市保护伞的作用。五轮熊市（07/11-08/09、10/11-12/12、15/07-16/01、18/01-18/12、21/02-22/10）中，沪深 300 高股息率组合每轮的区间全收益率（股价收益率与股利再投资收益率之和）均优于全组合、低股息组合，且历次熊市中沪深 300 高股息组合的股利再投资收益率均

值为正，显示高股息率组合在熊市中通过股利再投资收益起到有效的缓冲保护作用；另一方面，高股息策略在牛市、震荡市中的超额收益不稳定。五轮牛市（05/06-07/10、08/10-09/07、14/07-15/06、16/02-17/12、19/01-21/02）中，沪深300高股息率组合在第一轮牛市中的区间全收益率显著高于全组合、低股息组合，但在随后的几轮牛市中高股息率组合的超额收益有所收敛，且在最近一轮牛市中，其超额收益转为负数，此外两轮震荡市（09/08-10/10、12/12-14/06）中沪深300高股息率组合的超额收益也不稳定。综上所述，高股息率组合可以充当熊市保护伞，因此为了进一步增强高股息策略的有效性，应积极择时，发挥高股息策略在熊市中的抗跌保护作用。

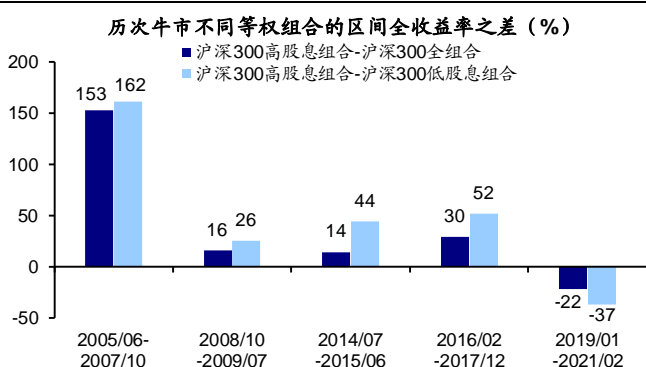
从利率环境看，低利率背景下高股息组合更具投资价值，因此要抓住利率下行机会。除牛熊周期，高股息策略在不同利率环境下的表现也有差异。通过历史复盘，我们发现利率下行期内高股息股大概率上涨。具体而言，2006年以来共经历7次10年期国债收益率下行阶段，其中08/06-08/12、11/08-12/07、13/12-16/09、18/01-20/04、21/02-22/08、23/02-23/06期间沪深300高股息率组合相对全组合的超额收益（全收益）分别为2.8%、9.1%、36.3%、5.5%、15.8%、11.2%，均为正，仅09/10-10/08（-3.7%）期间高股息率组合超额收益为负。值得注意的是，高股息率股具有类债券特征，当1年期国债收益率降至低于债券利率后，高股息组合的超额收益往往能明显提升，且这种提升具备一定可持续性。2006年以来，A股共有7次股息率接近或高于国债收益率，分别是08/12、12/06、14/03、16/06、18/12、20/03和22/09，除20/03外，其余6个时点后，A股都开始走强，且这种走强大约能持续2-4个季度。因此，需积极关注在利率下行阶段布局高股息策略机会，因为低利率环境下高股息率组合超额收益、胜率更高。

图11 高股息率组合在熊市中可以充当保护伞


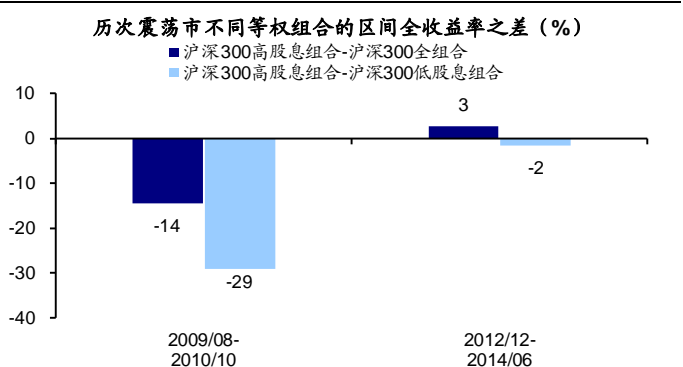
资料来源：Wind，海通证券研究所测算，全收益率为股价收益率与股利再投资收益之和

图12 高股息率组合在熊市中的股利再投资收益仍为正


资料来源：Wind，海通证券研究所测算

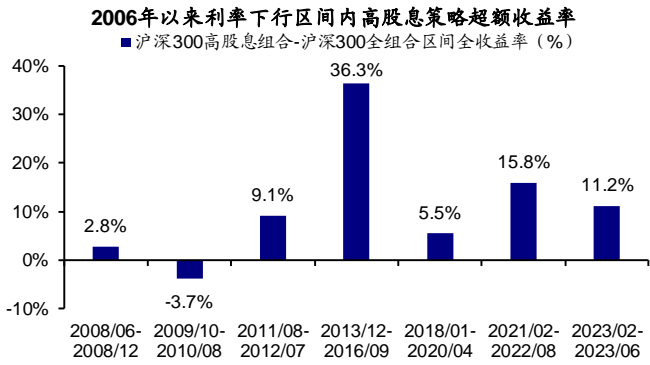
图13 高股息率组合在牛市中的表现不一定最优


资料来源：Wind，海通证券研究所测算，全收益率为股价收益率与股利再投资收益之和

图14 高股息率组合在震荡市中的表现不稳定


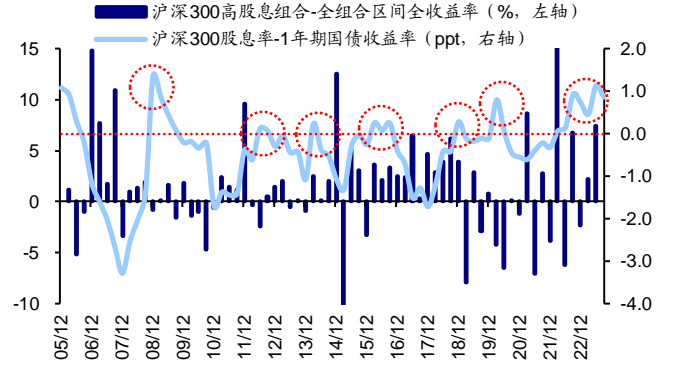
资料来源：Wind，海通证券研究所测算，全收益率为股价收益率与股利再投资收益之和

图15 利率下行期内高股息股超额收益大概率上升



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图16 股息率高于国债收益率后高股息组合超额收益提升



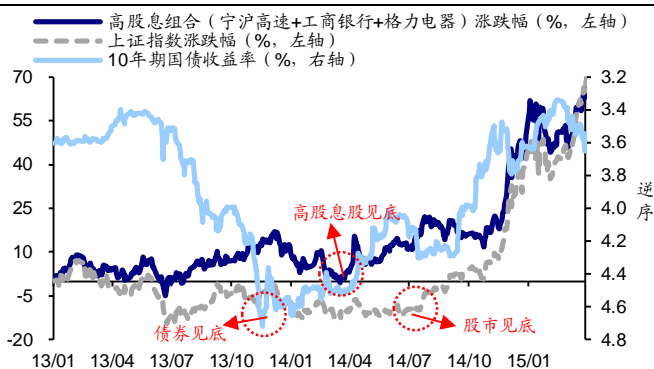
资料来源: Wind, 海通证券研究所

3. 如何看待当前的高股息行情?

去年底以来高股息策略表现出色, 市场或已处于阶段性底部。我们在《近期背离的分析: 权益终将胜出——23Q4 大类资产配置展望》中指出, 去年 10 月底以来部分高股息个股已开始上涨。中国石化、大秦铁路、中国银行等高股息个股从去年 10 月底至今(截至 2023/10/23)累计涨幅分别为 44.5%、18.4%、38.2%, 远高于同期上证指数 1.6% 的涨幅。历史经验表明, 高股息率股上涨往往是市场阶段性见底的信号, 股债间存在“债市上涨-高股息股企稳上涨-股市上涨”的传导规律。例如, 2013 年底 10 年期国债收益率见顶回落, 2014 年初宁沪高速、工商银行、格力电器等高股息标的企稳回升, 最后 14Q2 股市从底部反弹; 2018 年初 10 年期国债收益率开始下跌, 随后 2018 年下半年宁沪高速、建设银行、金地集团等高股息标的陆续企稳回升, 在债市、高股息股陆续走强后, 大盘于 2019 年初触底反弹。参考上述规律, 去年底以来债市、高股息股已先后上涨或预示着市场已处于阶段性底部, 未来权益或是更优的大类资产。

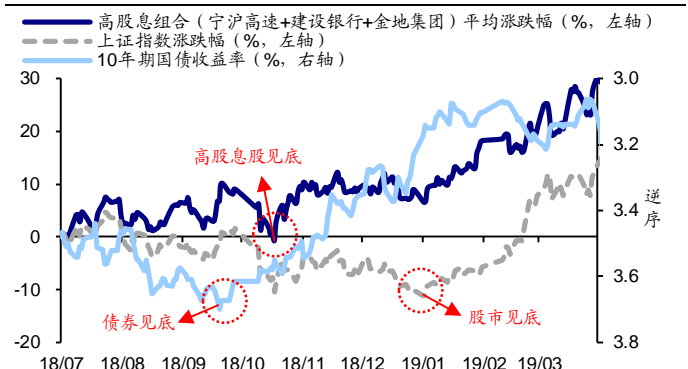
此外, 稳增长政策落地经济有望迈向复苏, 进一步印证权益市场投资价值。724 政治局会议后稳增长政策密集落地, 当前基本面正持续回暖。从最新经济增速看, 10 月 18 日公布的经济数据显示三季度 GDP 累计同比为 5.2%, 当季同比增速为 4.9%, 均好于 Wind 一致预期。近期高频数据也验证了基本面回暖趋势, 8 月以来各项经济数据回暖, 消费、出口、物价等数据均有所改善, 9 月最新数据进一步验证宏观经济修复趋势, 9 月社会消费品零售总额当月同比为 5.5%, 延续 8 月回暖态势, 9 月出口金额(人民币计价)当月同比回升至 -0.6%, 降幅连续 2 个月收窄。往后看, 随着稳增长政策继续落地, 我国经济有望持续回升, 我们预计全年 GDP 同比增速有望达 5.3%。随着经济增速不断修复, 投资时钟有望逐步完成从衰退期到复苏期的切换, 未来权益市场机会凸显。

图17 13Q4 债券见底-14Q1 高股息股见底-14Q2 股市见底

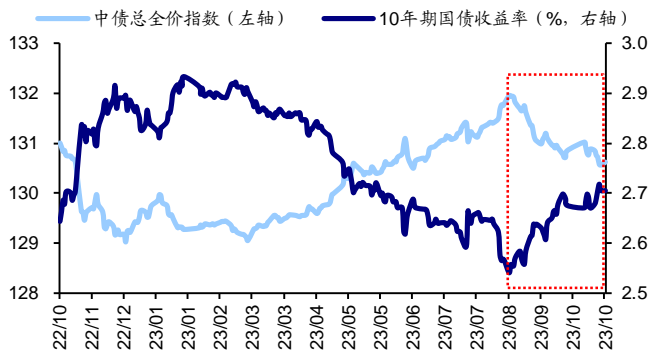


资料来源: Wind, 海通证券研究所

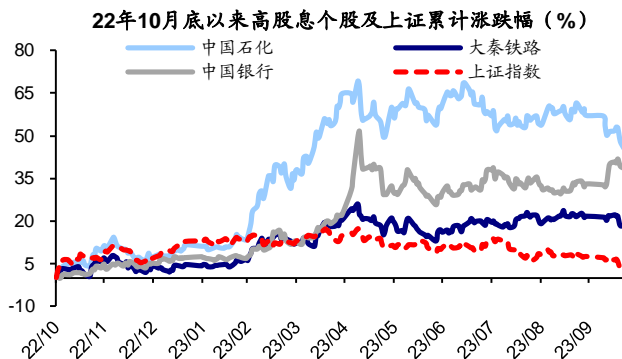
图18 18Q3 债券见底-18Q3 高股息股见底-19Q1 股市见底



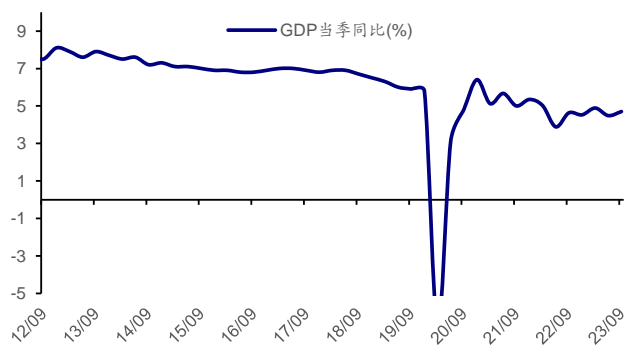
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图19 今年8月以来债市开始下跌


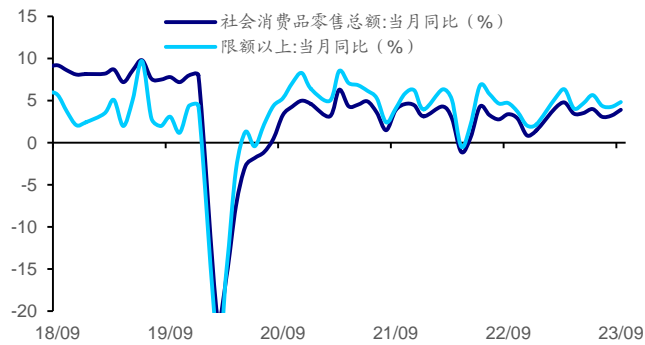
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2023/10/23

图20 去年10月底以来高股息个股陆续开始上涨


资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2023/10/23

图21 三季度经济延续温和修复


资料来源：Wind，海通证券研究所测算

图22 消费处于回暖趋势中


资料来源：Wind，海通证券研究所测算

未来分红政策注重引导企业主动分红，A股分红波动望降低，高股息策略前景广阔。借鉴海外经验，长期看高股息策略的成功还离不开分红政策制度层面的支持，那么当前A股分红制度建设的进展如何？近年来分红制度建设更重视提升企业分红主动性。我国上市公司分红制度经历了从引入、建立到细化完善的不同阶段，前期主要侧重强化信息披露及量化现金分红比例要求；随后更加重视上市公司制定分红政策的程序规范性，并着重强调国有企业分红的重要性；近年来则更偏向引导上市公司主动分红，例如2021年4月证监会提出“现金分红是实现投资回报的重要形式，更是培育资本市场长期投资理念，增强资本市场活力和吸引力的重要途径”，旨在通过引导上市公司建立正确的分红观念，提升企业分红主动性；今年8月证监会发布《证监会进一步规范股份减持行为》将分红与减持“挂钩”，将大股东与中小股东的利益“绑定”；紧接着10月，证监会就现金分红规范性文件公开征求意见，主要通过强化披露要求来督促不分红、财务投资规模较大但分红比例不高的公司分红，便利公司中期分红实施程序并鼓励公司增加现金分红频次，加强对异常高比例分红企业的约束并引导合理分红。

借鉴美国经验，提升分红主动性有助于降低股利波动，逐步实现“粘性股利”。美国作为世界上最早建立证券交易市场的国家之一，目前已形成较为成熟的上市公司分红制度体系。回顾美国分红制度建设历程，可以发现分红制度大致可以分成两个阶段：第一阶段分红监管程度不断提升，1825年美国颁布首个股利政策后，针对分红的监管政策不断升级，陆续出现过度分红限制、信息披露需求、强制分红、未分配利润税等分红规范制度，在此阶段股利波动率较高，1930-1945年股利区间标准差高达22.6%；第二阶段分红监管逐步弱化，企业主动维持长期稳定分红政策，1950年后美国出台的分红政策明显减少，但上市公司已形成了长期稳定分红的习惯，美股股利波动率不断降低，1979-2006年股利区间标准差已降至4.1%。在多年分红制度的引导下，美国上市公司与投资者间建立起一种“默契”，上市公司倾向保持稳定分红，而投资者规避低股利公司。通过这种机制，美国形成了一大批具有“粘性股利”的上市公司。

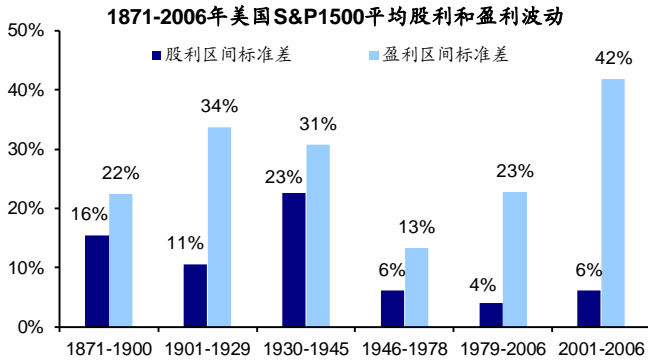
回到A股，目前A股上市公司受短期盈利波动的影响较大。根据中证指数公司数据，在利润下降情形下，A股仅有14%的上市公司继续提升股利，而美股仍有63%的上市公

司选择继续提高股利。借鉴美国经验，随着我国分红制度更加注重引导上市公司主动分红，A股分红稳定性将持续提升。事实上，近年来我国A股股息率波动已逐步降低，2011-2022年股息率标准差为36.6%，相较2000-2010年的61.2%明显下降。在A股分红波动降低的背景下，高股息策略股利收益确定性将进一步提升，未来投资前景广阔。

表 1 A股上市公司分红制度建设相关政策

时间	机构	政策文件/会议名称	上市公司分红政策相关表述
2001/3/28	证监会	《上市公司新股发行管理办法》	第十一条 担任主承销商的证券公司应当重点关注下列事项，并在尽职调查报告中予以说明：(七) 公司最近3年未有分红派息，董事会对于不分配的理由未作出合理解释。
2004/12/7	证监会	《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》	要求上市公司的利润分配应重视对投资者的合理投资回报； 上市公司应当将其利润分配办法载明于公司章程 ；上市公司董事会未做出现金利润分配预案的，应当在定期报告中披露原因，独立董事应当对此发表独立意见。
2006/5/6	证监会	《上市公司证券发行管理办法》	第八条第(五)项 拟公开发行证券的上市公司需满足， 最近3年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近3年实现的年均可分配利润的20% 。
2008/10/9	证监会	《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》	上市公司可以进行中期现金分红。拟公开发行证券的上市公司需满足， 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 。上市公司应当披露利润分配预案，对盈利但未提出预案的公司要求详细说明未分红的原因、未分红资金的使用情况。公司还应披露本报告期内现金分红政策的执行情况、公司前三年现金分红的数额与比率。
2012/5/4	证监会	《进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》	强化了上市公司利润分配政策的信息披露，要求在定期报告中详细披露现金分红政策的制定及执行情况、分红标准和比例、未分配利润的使用安排情况，并作“重大事项提示”。 上市公司制定现金分红政策时，应当履行必要的决策程序，通过多种渠道充分听取独立董事以及中小股东的意见。 调整或变更现金分红政策需经出席股东大会的股东所持表决权的2/3以上通过。
2013/11/30	证监会	《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》	第四条 上市公司应当在章程中明确现金分红相对于股票股利在利润分配方式中的优先顺序。 第五条 上市公司董事会应当综合考虑所处行业特点、发展阶段、自身经营模式、盈利水平以及是否有重大资金支出安排等因素，按照公司章程规定的程序， 提出差异化的现金分红政策。
2015/8/31	证监会	《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》	上市公司应建立健全现金分红制度，明确现金分红在利润分配方式中的有优先顺序。 鼓励上市公司结合本公司所处行业特点、发展阶段和盈利水平，增加现金分红在利润分配中的占比，具备分红条件的， 鼓励实施中期分红。完善鼓励长期持有上市公司股票的税收政策，降低上市公司现金分红成本。 国有控股上市公司、上市商业银行是现金分红的重要力量。
2017/3/9	国资委	十二届全国人大五次会 议记者会	推动国有控股的上市公司，进一步完善分红机制 ，上市公司要关心股价，更关心分红，要建立完善分红机制，符合价值投资的理念，要做切实的分红方案，不断提高各个资本投资者的回报。上市公司就应该分红，就应该多赚取利润，然后为股东包括国有资本在内的所有股东提供更多的回报。
2019/4/17	证监会	《上市公司章程指引》 (2019年修订)	公司应当在公司章程中明确现金分红相对于股票股利在利润分配方式中的优先顺序，并载明公司董事会、股东大会对利润分配尤其是 现金分红事项的决策程序和机制 ，以及为 充分听取独立董事和中小股东意见 所采取的措施。
2020/3/1	人大	修订后的《中华人民共和国证券法》	新证券法第九十一条文明确提出， 上市公司章程设置中必须引入现金分红条款，并如实缴行税后利润分配义务。 具体表述为“两个应当”：上市公司应当在章程中明确分配现金股利的具体安排和决策程序，依法保障股东的资产收益权；上市公司当年税后利润，在弥补亏损及提取法定公积金后盈余的，应当按照公司章程的规定分配现金股利。
2020/4/9	国务院	《中共中央国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	完善股票市场基础制度。制定出台完善股票市场基础制度的意见。坚持市场化、法治化改革方向，改革完善股票市场发行、交易、退市等制度。 鼓励和引导上市公司现金分红。
2020/10/9	国务院	《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》	鼓励上市公司通过现金分红、股份回购等方式回报投资者，切实履行社会责任。
2021/4/16	证监会	证监会新闻发布会	随着上市公司的成长和发展，给予投资者合理的投资回报，为投资者提供分享经济增长成果的机会，是上市公司应尽的责任和义务。 现金分红是实现投资回报的重要形式，更是培育资本市场长期投资理念，增强资本市场活力和吸引力的重要途径。
2022/1/5	证监会	《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红（2022年修订）》	新增现金分红比例计算规则的内容和及上市公司再融资方案中利润分配政策的披露要求： 第五条 现金分红在本次利润分配中所占比例应不低于现金股利除以现金股利与股票股利之和。第九条 拟发行证券的上市公司应制定对股东回报的合理规划，对经营利润用于自身发展和回报股东要合理平衡，要重视提高现金分红水平，提升对股东的回报。上市公司应当在募集说明书或发行预案中增加披露利润分配政策尤其是现金分红政策的制定及执行情况、最近三年现金分红金额及比例、未分配利润使用安排情况，并作“重大事项提示”，提醒投资者关注上述情况。
2022/5/27	国资委	《提高央企控股上市公司质量工作方案》	支持上市公司综合考虑行业特点、经营模式、所处发展阶段、盈利水平、资金需求等因素，制定合理持续的利润分配政策， 鼓励符合条件的上市公司通过现金分红等多种方式优化股东回报。
2023/8/27	证监会	《证监会进一步规范股份减持行为》	上市公司存在破发、破净情形，或者 最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近三年年均净利润30%的，控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持本公司股份。
2023/10/20	证监会	《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红（2023年修订）》等现金分红规范性文件公开征求意见	本次现金分红规则修订主要思路是在坚持公司自治的基础上，鼓励公司在章程中制定明确的分红政策，稳定投资者分红预期，对不分红、财务投资规模较大但分红比例不高的公司，通过 强化披露要求督促分红；便利公司中期分红实施程序 ，鼓励公司增加现金分红频次； 加强对异常高比例分红企业的约束 ，引导合理分红。

资料来源：证监会，上海证券交易所，财政部，中国政府网，新华网，中国证券报官网，国资委官网，海通证券研究所

图23 1950年后美国上市公司的股息年化波动率显著降低


资料来源: Credit Suisse Quantitative Equity Research, 海通证券研究所

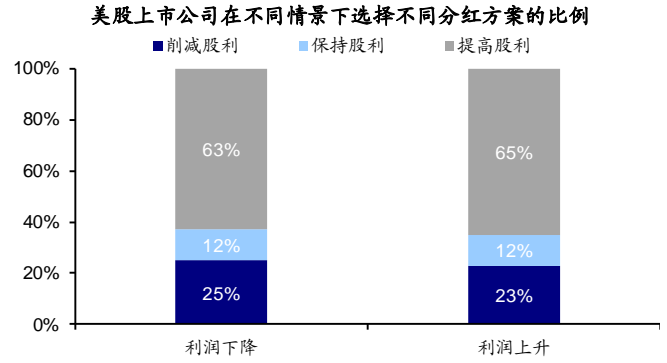
图24 美股上市公司分红政策受短期盈利增减影响相对较小

 资料来源: 中证指数公司, Refinitiv, 海通证券研究所, 仅统计 T-1 年进行现金分红的公司, 为降低分类误差, 对削减或提高股利的判定采取 $\pm 1\%$ 的缓冲区间

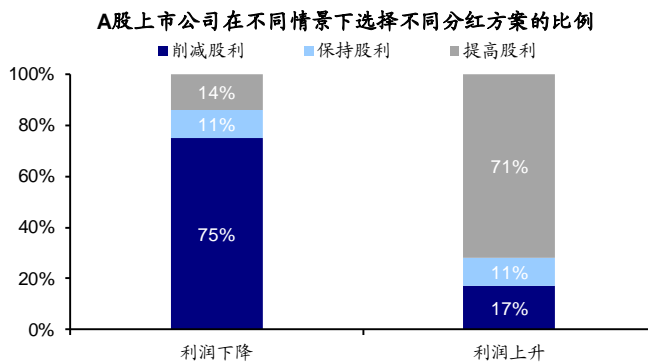
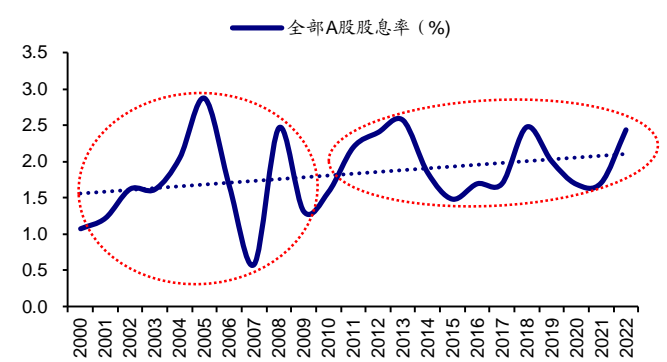
图25 A股上市公司分红决策易受到短期盈利影响

 资料来源: 中证指数公司, Refinitiv, 海通证券研究所, 仅统计 T-1 年进行现金分红的公司, 为降低分类误差, 对削减或提高股利的判定采取 $\pm 1\%$ 的缓冲区间

图26 2000年以来A股股息率波动减小


资料来源: Wind, 海通证券研究所

风险提示: 稳增长政策落地进度不及预期, 分红制度建设进程不及预期。

信息披露

分析师声明

荀玉根 策略研究团队
郑子勋 策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23185717 luying@haitong.com邓勇 副所长
(021)23185718 dengyong@haitong.com荀玉根 副所长
(021)23185715 xyg6052@haitong.com余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@haitong.com汪立亭 所长助理
(021)23219399 wanglt@haitong.com孙婷 所长助理
(010)50949926 st9998@haitong.com涂力磊 所长助理
021-23185710 tll5535@haitong.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com
应稼娟(021)23185645 yjx12725@haitong.com
李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com
侯欢(021)23185643 hh13288@haitong.com
联系人
李林芷(021)23185646 llz13859@haitong.com
王宇晴(021)23185641 wyq14704@haitong.com
贺媛(021)23185639 hy15210@haitong.com

金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com
罗蕾(021)23185653 ll9773@haitong.com
余浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com
袁林青(021)23185659 ylq9619@haitong.com
黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com
张耿宇(021)23183109 zgy13303@haitong.com
联系人
郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com
曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com
卓泮莹(021)23183938 zyx15314@haitong.com
马毓婕 myj15669@haitong.com
付欣都 02123183940 fxy15672@haitong.com

金融产品研究团队

倪韵婷(021)23185605 niyt@haitong.com
唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com
徐燕红(021)23185600 xyh10763@haitong.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com
谭实宏(021)23185676 tsh12355@haitong.com
江涛(021)23185672 jt13892@haitong.com
张弛(021)23185673 zc13338@haitong.com
吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com
滕颖杰(021)23185669 tyj13580@haitong.com
章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com
联系人
陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com
魏玮(021)23185677 ww14694@haitong.com
舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com

固定收益研究团队

王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com
孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com
张紫睿(021)23185652 z zr13186@haitong.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@haitong.com
联系人
王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com
方欣来(021)23185651 fxl13957@haitong.com
藏多(021)23185647 zd14683@haitong.com

策略研究团队

杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com
余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com
王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com
荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com
高上(021)23185662 gs10373@haitong.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com
联系人
刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com
陈菲(021)23185707 cf15315@haitong.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com
潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com
王园沁(021)23185667 wyq12745@haitong.com

政策研究团队

李明亮(021)23185835 lml@haitong.com
吴一萍(021)23185838 wuyiping@haitong.com
朱蕾(021)23185832 zl8316@haitong.com
周洪荣(021)23185837 zhr8381@haitong.com
李姝醒(021)23185833 lsx11330@haitong.com
联系人
纪尧(021)23185836 jy14213@haitong.com

石油化工行业

邓勇(021)23185718 dengyong@haitong.com
朱军军(021)23185963 zjj10419@haitong.com
胡歆(021)23185616 hx11853@haitong.com
联系人
张海榕(021)23185607 zhr14674@haitong.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com
郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com
梁广楷(010)56760096 lqk12371@haitong.com
孟陆 010-58067975 ml13172@haitong.com
周航(021)23185606 zh13348@haitong.com
联系人
彭婷(021)23185619 pp13606@haitong.com
肖治健(021)23185638 xzj14562@haitong.com
张澄(010)58067988 zc15254@haitong.com
江珅 js15833@haitong.com

汽车行业

王猛(021)23185692 wm10860@haitong.com
房乔华(021)23185699 fqh12888@haitong.com
张觉尹(021)23185705 zjy15229@haitong.com
刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com
联系人
石佳艺 sjy15440@haitong.com
潘若婵 prc15750@haitong.com

公用事业

吴杰(021)23183818 wj10521@haitong.com
傅逸航(021)23185698 fyf11758@haitong.com
联系人
阎石(021)23185741 ysh14098@haitong.com
胡鸿程(021)23185962 hhc15605@haitong.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com
高瑜(021)23185683 gy12362@haitong.com
曹蕾娜 cln13796@haitong.com
联系人
张冰清(021)23185703 zbk14692@haitong.com
李艺冰 lyb15410@haitong.com
王逸欣 wyx15478@haitong.com

互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com
康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com
联系人
崔冰睿(021)23185690 cbr14043@haitong.com

有色金属行业

陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com
陈晓航(021)23185622 cxh11840@haitong.com
甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com
联系人
张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com
梁琳(021)23185845 ll15685@haitong.com

房地产行业

谢盐(021)23185696 xiey@haitong.com
涂力磊 021-23185710 tll5535@haitong.com
联系人
曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com
陈昭颖(021)23183953 czy15598@haitong.com

电子行业 张晓飞 zxf15282@haitong.com 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com 薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com 文 灿(021)23185602 wc13799@haitong.com 联系人 酆奕滢 lyy15347@haitong.com 张 幸 zx15429@haitong.com	煤炭行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 王 涛(021)23185633 wt12363@haitong.com 联系人 朱 彤(021)23185628 zt14684@haitong.com	电力设备及新能源行业 吴 杰(021)23183818 wj10521@haitong.com 房 青(021)23185603 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@haitong.com 马天一(021)23185735 mty15264@haitong.com 胡惠民 hhm15487@haitong.com 余致翰(021)23185617 ywh14040@haitong.com 联系人 姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com 马菁菁(021)23185627 mj14734@haitong.com 吴志鹏 wzp15273@haitong.com 罗 青 lq15535@haitong.com 孔淑媛(021)23183806 ksy15683@haitong.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com 张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com 孙维容(021)23185389 swr12178@haitong.com 李 智(021)23185842 lz11785@haitong.com 李 博(021)23185642 lb14830@haitong.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com 杨 林(021)23183969 yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com 洪 琳(021)23185682 hl11570@haitong.com 联系人 杨 蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com 夏思寒(021)23183968 xsh15310@haitong.com 杨昊翔(021)23185620 yhy15080@haitong.com	通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 于一铭 021-23183960 yym15547@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23185681 xf13728@haitong.com 徐 卓 xz14706@haitong.com
非银行金融行业 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com 联系人 肖 尧(021)23185695 xy14794@haitong.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com 陈 宇(021)23185610 cy13115@haitong.com 罗月江(010)58067993 lyj12399@haitong.com 联系人 吕春雨 lcy15841@haitong.com	纺织服装行业 梁 希(021)23185621 lx11040@haitong.com 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com 联系人 王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23183846 fcy10886@haitong.com 潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com 申 浩(021)23185636 sh12219@haitong.com	机械行业 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com 毛冠锦 021-23183821 mgj15551@haitong.com 联系人 刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com 丁嘉一 021-23180000 djy15819@haitong.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com
建筑工程行业 张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com 联系人 曹有成(021)23185701 cyc13555@haitong.com 郭好格 010-58067828 ghg14711@haitong.com	农林牧渔行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 巩 健(021)23185702 gj15051@haitong.com 冯 鹤 fh15342@haitong.com 联系人 蔡子慕(021)23183965 czm15689@haitong.com	食品饮料行业 颜慧菁(021)23183952 yhj12866@haitong.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com 程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com 联系人 张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com 苗 欣 mx15565@haitong.com
军工行业 张恒暄 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23155626 hsj14606@haitong.com 李雨泉 lyq15646@haitong.com	银行行业 林加力(021)23154395 ljl12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23185609 xnb14607@haitong.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com 王祎婕(021)23185687 wj13985@haitong.com 联系人 毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com 李 阳(021)23185618 ly11194@haitong.com 刘 璐(021)23185631 ll11838@haitong.com 联系人 吕浦源(021)23183822 lpy15307@haitong.com	造纸轻工行业 郭庆龙 gql13820@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com 吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com	环保行业 戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com 联系人 杨寅琛(021)23188562 yyc15266@haitong.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com
欧阳梦楚 (0755)23617160
oymc11039@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com
黄 诚(021)23219397 hc10482@haitong.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com
黄 毓(021)23219410 huangyu@haitong.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com
马晓男 mxn11376@haitong.com
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com
杨伟昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com
谭德康 tdk13548@haitong.com
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com
张歆钰 zxy14733@haitong.com
周之斌 zzb14815@haitong.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com
董晓梅 dxm10457@haitong.com
郭 楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com
郭金垚(010)58067851 gjy12727@haitong.com
高 瑞 gr13547@haitong.com
上官灵芝 sglz14039@haitong.com
姚 坦 yt14718@haitong.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com