

## 吹尽黄沙始见金 ——从历年分红派息看上市公司投资价值

6月24日，股市在国务院停止国有股减持决定和增发融资门槛提高的双重利好的刺激下放出巨量一举突破1700点整数关，低价国企股等价值型股票在此轮上涨行情中表现良好，成为市场追逐的热点。对价值型股票的评判，国内外一般把分红派息能力作为价值型股票投资价值评价的重要指标。我们认为上市公司的分红派息的能力不是一朝一夕就能形成的，必然会有一个长期、渐进的过程，它们同时也是主营业务良好、公司财务一贯稳健的上市公司的典型特征。本文从历年上市公司的分红派息特点着手分析高派息公司的投资价值。时值中报发布前夕，相信本文对于投资者识别和发现价值型公司有借鉴作用。

### 上市公司分红派息趋势

我们对1997年以来历年上市公司的分红派息情况进行统计分析，发现年度分红采取派息的上市公司逐年增加，从1997年的217家上升到2001年的675家，2000年和2001年有半数以上上市公司对股东进行派息回报。我们暂且不论上市公司采用派息分红出于何种目的，客观上派息已成为上市公司年终分红的主要手段。比较上市公司不考虑自身盈利能力，为迎合公司股价在二级市场的炒作实施高比例的送转股的分红政策，派息分红无论对于公司的自身利益还是对于培育市场理性投资理念都具有积极的意义。从历年派息统计看，2000年度分红中采用派息方式的上市公司数量急速增长，2001年度派息分红公司数基本稳定在上一年水平。分析2000、2001年上市公司分红派息公司数激增的原因，主要与管理层的政策导向有关，2000年底中国证监会提出把现金分红作为上市公司再募集的必要条件，迫使一些以往一毛不拔的上市公司权衡再三，不得不把现金分红作为对公司再融资的投资。

从历年公司分红派息的能力上看，上市公司的派息能力呈现逐年下降的态势，1997年上市公司平均每10股派息1.8145元，而2001年沪深两市675家上市公司平均派息分红只为每10股派息1.181元，下降幅度达到36%。究其原因。一方面近年来上市公司经营业绩有所下滑，特别是2001年新的会计政策实施后，许多公司逐渐显露其盈利能力较弱的真实面目，造成年终分红能力的大幅下降；另一方面更为主要的原因还在于一些不具分红能力的上市公司为了维护其再融资的资格，提出低派息的分红方案，使上市公司整体派息比例被摊薄。

### 上市公司高派息中藏玄机

每年上市公司年度分红方案公布后都能迎来市场各方的争论，击掌叫好者有之，擦眼怀疑者也有之。识别上市公司高派息的意图是投资者选择价值型投资品种的基础。从历年前10位高派息公司名单看，可谓年年岁岁花不同。5年50家次的上榜公司中涉及45家上市公司，重复率不到10%，表明许多高派息公司缺乏持续分红能力或长期的分红计划，难怪市场分析人士和投资者对高派息公司疑虑多于追捧，分析上市公司采取高派息政策的原因大致可以归纳为以下几点：

#### 1. 大股东套现落袋为安

受市场大股东套现质疑的典型分红案例是上市不久的高价科技股用友软件，用友软件2001年每10股派6元的分配方案公布后，不仅没有得到市场的积极响应反而立即招来许多质疑。根据计算，用友软件出资8000多万元的大股东，控制了11.6亿元的资产，2001年分红利4500万元，回报率高达54%。这对低成本入股的国家股、法人股高派现确实带来了高回报，而对高溢价购股的社会股东而言从表面的高派现里享受的却是低回报，用友软件的高派息方案是大股东利益最大化的分配原则的充分体现。

#### 2. 新股亮相扮靓

争取市场和投资者的关注是许多上市公司乐此不疲的功课，许多新上市公司上市时公司

大都处于成长期或成熟期，经营业绩较为优良，且上市前往往多年没有进行红利分配，具备高派息的客观条件，上市公司为了在市场上赢得绩优股的美誉也经常采取高派息的分配方案。以1997年度分红为例，列前5位的高派息上市公司全部为当年发行的新股和上一年发行，1997年第一次分红的次新股。5家上市公司分红现金都超过公司当年的净利润，其中长春热缩每股0.74元的派息比例明显高于其0.357元的每股收益，这些公司的高派息分配方案显然脱离了公司经营的基本面因此也是缺乏持久性，二级市场股价昙花一现的表现也不足为怪。

### 3.以小钱换大钱

采取现金分红的方式拿出的毕竟是真金白银，对于一些货币资产和现金流并不充足的国内上市公司而言分红成本不可谓不大，然而上市公司仍能慷慨实施并乐此不疲，使投资者自然而然地对其高派息分红的目的表示怀疑。以1998年度某高派息公司为例，公司主营化学原料、保健品、制药机械、饲料及添加剂制造等，1997年上市发行新股，1998年提出每10股派5元的优厚分红方案，而1999年公司又提出每10股配3股的募集资金方案。公司共计在二级市场募集资金1.44亿元，减去向流通股股东分红的2000万元，资金净流入1.22亿元，以小钱换大钱的圈钱意图昭然于市。对流通股股东更为不公的是，公司业绩当年即大幅下滑并逐年走低，在以后的几个年度中公司没有再推出分红方案。

### 4.降低净资产提高收益比例

对于一些经营较为稳定、盈利能力较强、现金流充沛、每股净资产高的上市公司，采用高派息的分红政策的确可以使上市公司和投资者双方得益；按照国内会计准则，上市公司提出现金分红方案的，当年净资产可以扣除分红部分现金，因此上市公司可以通过高现金分红降低每股净资产以提高当年净资产收益率，在投资者中维持其较高盈利水平的市场形象。投资者从公司的经营中也得到了较为丰厚的现金分红的实惠，可谓两全其美。持续派息上市公司是理想的长线投资品种

无论国内还是国外，采用防守性策略的投资者较多关注公司的现金流和分红能力，如果上市公司采取符合行业特点和公司经营情况的分红政策，投资者可以通过公司历年的分红状况来选择价值型投资组合。国外一些价值型投资基金把派息能力作为选择价值型投资品种的重要指标。

面对国内证券市场市盈率普遍较高的环境，高派息上市公司是否具有投资价值？实证分析认为，相对派息比例投资者更应关注派息分红的持续性，持续高派息上市公司不啻为理想的长线投资品种。我们对1997年以来连续5年年终分红派息超过2元的上市公司进行统计，发现只有8家，占1997年沪深两市上市公司总数的1.26%，再以这8家上市公司来进行模拟投资，与同期大盘表现相比较，观察投资持续分红的上市公司能否获得满意的投资收益。假设我们在1997年12月底以收盘价投资8家高派息公司，四年半中公司共分红5次，其中现金派息每次平均分红3.73元，期间有中集集团、佛山照明、春兰股份3家公司有转赠股本的行为，再假设投资者以2002年7月2日收盘价抛出所投资的股票。计算投资收益，投资者在4年多中通过公司分红派息可获得年均2.23%投资收益，二级市场股价资本利得收益为-0.09%，两项合计投资年收益达到2.14%，高于1年期银行存款利率，其中低价股表现尤好。我们若再与同期大盘相对照，投资者如果在同期投资沪市成份股，以沪深两市平均派息比例和同期沪市成份指数变化计算投资分红收益和资本利得收益，可以发现分红年收益为0.57%，资本利得年均收益为-2.91%，两项合计投资亏损2.34%。

通过模拟投资我们可以发现，投资持续派息的价值型股票在总体上能够跑赢大盘。

一般认为，在股市总体趋于牛市时，成长性股票的市场表现会好于价值型股票，而在熊市行情中价值型股票具有稳定收益和低风险的优势。当前随着市场环境的变化，价值型股票的价值正被投资者逐步认识。首先，国内证券市场在经历了网络股、科技股等的炒作后，投资者对纯概念的炒作有了切身的体验，缺乏实质性内涵的概念已不能引起投资者持久的热情，市场在经历去年以来大幅调整后投资理念越趋成熟，原先靠概念支持控盘坐庄的盈利模式渐被市场抛弃，机构在寻求新的盈利模式中已加大了对价值型股票的关注，6月24日大盘放出

巨量大幅上涨的过程中，大盘国企股表现良好的事实从另一方面印证了机构投资者在投资理念上的变化。其次，此次停止国有股减持计划的决定中关于国有股的划转和协议转让的规定值得投资者关注，决定指出社保基金可以通过划转的国有股的分红和协议转让筹集资金，可以预料的是今后划转社保基金的国有股应该具有一定的盈利和分红能力，社保基金将会持有较多的价值型国有企业的国有股，一定意义上会促进市场投资理念向价值型倾斜。另外，180指数的推出也为价值型投资提供了市场坐标。

### 高派息价值型投资品种的选择

虽然投资高派息的价值型公司也一直得到许多投资者的认同，但在实际的投资过程中常常陷入上市公司的陷阱，影响了投资者参与投资的热情。笔者认为，投资者首先应识别上市公司高派息的玄机，再选择那些行业处于成熟期，现金流充足、具有持续分红能力的上市公司，重点回避以下几类高派息公司：

#### 1.派息比例超过盈利能力的公司

公司分红派息的现金如果大于当年的净利润，即属于偶然性分红或恶性分红，从长期看企业经营业绩无力支持其高比例的分红方案，价值型投资者应予以回避。特别是一些新上市公司，在第一次分红时往往推出优厚的分配方案，对这些公司的分红能力评价不能仅建立在一次分红上，而是要注意观察公司未来几年的盈利能力和分红能力。

#### 2.高股价、高风险公司

二级市场股价较高的公司即使具有较高的分红派息能力，也不是理想的价值型投资品种。国外成熟资本市场上，上市公司分红与企业成长性关联性较大。如果公司的盈利处于高速增长阶段，盈利再投资对股东最有利，因此应送股而不分现金。而国内市场上市公司再融资门槛较低，一些成长型公司往往也采用价值型公司的高派息分红模式，公司发展资金依靠再融资，因此造成投资者如果仅凭分红派息很难判断公司的性质。这时通过股价的高低判断上市公司的性质就较为有效。虽然这些高价股公司的盈利能力和分红能力较强，但公司股价二级市场波动幅度较大，不符合价值型投资理念。从前文统计的8家连续分红的上市公司实例看，高价股公司的市场表现也明显不如低价股公司。