

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

高股息策略在行业投资中的运用

——食品饮料行业专题研究

证券研究报告-行业专题研究

同步大市 (维持)

盈利预测和投资评级

发布日期: 2018年10月11日

投资要点:

- 我们将食品饮料上市公司按照 2007 至 2017 年期间的股息率高低分为三个组合: 高股息组合、中股息组合和低股息组合。其中, 每家公司的股息率以年为计, 具体地, 以当年的收盘价和股息为计算因子, 最后加总期限内所有年份的股息率。最后, 我们将食品饮料上市公司分为高股息、中股息和低股息组合, 每个股票组合包括二十只个股, 分别是以股息率计的行业的前二十、中间二十和后二十名。
- 通过比较高股息组合、中股息组合和低股息组合的收益和风险指标, 我们试图发现股息对食品饮料上市公司回报和风险的影响。具体地, 收益指标包括: 期限内的股息率和股价涨跌幅, 后者也即资本利得, 以此得出行业股票的绝对收益率; 此外, 为了计算股票组合的整体收益率, 我们以 2017 年 12 月 31 日的个股市值在组合市值中的占比作为加权, 以此得出股票组合的加权收益率。风险指标包括: 个股的期间波动率和 BETA 值, 并以股票权重得出股票组合的加权波动率和 BETA 值。
- 通过观察高股息、中股息和低股息股票组合在 2007 至 2017 年期间的收益和风险情况, 我们得出一些结论: 首先, 高股息股票组合的风险低于中股息组合; 中股息股票组合的风险则低于低股息组合。其次, 高股息股票组合的加权年均收益率高于中股息组合, 包括股息率和期间股价涨幅均是如此; 而中股息股票组合的加权年均收益率高于低股息组合, 包括股息率和期间股价涨幅均是如此。也即, 在十年持有期限下, 股票组合的股息率越高, 其收益率越高而风险越低; 股票组合的股息率越低, 其收益率越低而风险越高。

风险提示: 股息率不是判断公司的唯一标准。股息率高的上市公司的基本面未必一定良好; 股息率低的上市公司可能具备良好的基本面。

食品饮料相对沪深 300 指数表现



相关报告

- 1 《食品饮料行业 7 月月报: 下半年关注白酒、调味品和软饮料》 2018-08-08
- 2 《食品饮料行业 6 月月报: 下半年关注白酒、调味品和软饮料》 2018-07-18
- 3 《食品饮料行业月报: 看好白酒、啤酒和调味品的业绩增长》 2018-04-13

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

结论:

我们将食品饮料上市公司划分为高股息、中股息和低股息组合，观察了三个股票组合在 2007 至 2017 年期间的收益和风险情况，得出一些结论：

首先，高股息股票组合的风险低于中股息组合；中股息股票组合的风险则低于低股息组合。

其次，高股息股票组合的加权年均收益率高于中股息组合，包括股息率和期间股价涨幅均是如此；而中股息股票组合的加权年均收益率高于低股息组合，包括股息率和期间股价涨幅均是如此。

也即，在十年持有期限下，股票组合的股息率越高，其收益率越高而风险越低；股票组合的股息率越低，其收益率越低而风险越高。

我们分析原因如下：

首先，高分红的上市公司一般具有卓越的盈利能力和充沛的现金流，这类上市公司的盈利和股价受市场和经济的影响相对较小，因此股票收益率的波动性较小，抵御风险的能力较强。

其次，高分红的上市公司一般有着较为稳定的利润增长预期，每一个财年的利润增长都会抬高股票的估值中枢，因而股价长期上涨的趋势较为明确。

因此，结合目前的市场和经济环境，我们认为当前持有高股息股票组合的投资策略是一种稳健可行的投资策略。

1. 股票组合的收益-风险与股息的关系

我们将食品饮料上市公司按照 2007 至 2017 年期间的股息率高低分为三个组合：高股息组合、中股息组合和低股息组合。其中，每家公司的股息率以年为计，具体地，以当年的收盘价和股息为计算因子，最后加总期限内所有年份的股息率。最后，我们将食品饮料上市公司分为高股息、中股息和低股息组合，每个股票组合包括二十只个股，分别是以股息率计的行业的前二十、中间二十和后二十名。

通过比较高股息组合、中股息组合和低股息组合的收益和风险指标，我们试图发现股息对食品饮料上市公司回报和风险的影响。具体地，收益指标包括：期限内的股息率和股价涨跌幅，后者也即资本利得，以此得出行业股票的绝对收益率；此外，为了计算股票组合的整体收益率，我们以 2017 年 12 月 31 日的个股市值在组合市值中的占比作为加权，以此得出股票组合的加权收益率。风险指标包括：个股的期间波动率和 BETA 值，并以股票权重得出股票组合的加权波动率和 BETA 值。

1.1. 高股息股票组合

1.1.1 收益

2007 至 2017 年期间，食品饮料上市公司股息率最高的二十名上市公司从高向低排序为：双汇发展、泸州老窖、张裕 B、承德露露、洽洽食品、贵州茅台、五粮液、伊力特、洋河股份、张裕 A、重庆啤酒、水井坊、伊力股份、山西汾酒、古井贡 B、汤臣倍健、光明乳业、燕京啤酒、百润股份和青岛啤酒。以上二十只股票为行业的高股息组合。十年以来，高股息个股主要分布在白酒和啤酒行业；此外，葡萄酒、软饮料和零食行业中盈利卓越的龙头公司也是持续高分红的股票标的。

高股息组合的十年分红回报率分布在 10%至 40%区间，期间股息率均值为 19.1%。其中，超过 35%的有：双汇发展和泸州老窖；超过 20%的有：张裕 B、承德露露、洽洽食品、贵州茅台、五粮液和伊力特；其余，超过 15%的有七个、超过 10%的有五个（见图表 1）。

高股息组合的个股绝大部分录得了较高的股价区间涨幅，期间股价涨幅均值为 3.9 倍（见图表 2）。如：录得 1 倍以下股价涨幅的有：洽洽食品、张裕 A、燕京啤酒、重庆啤酒和百润股份；录得 1 至 2 倍股价涨幅的有：承德露露、汤臣倍健、青岛啤酒、光明乳业等；录得 3 至 4 倍股价涨幅的有：双汇发展、泸州老窖、山西汾酒、伊力特、洋河股份、水井坊等；录得 8 倍涨幅的有伊利股份；录得 10 倍以上股价涨幅的有：贵州茅台和古井贡 B。

高股息组合的期间平均年收益率为 38.73%，其中，平均年收益率分布在 10%至 20%区间的有：百润股份、青岛啤酒和光明乳业；在 20%至 30%区间的有：承德露露、张裕 B、水井坊和汤臣倍健；在 30%至 50%区间的有：双汇发展、泸州老窖、五粮液、伊力特、山西汾酒；在 50%至 100%区间的有：洋河股份、伊利股份；超过 100%的有：贵州茅台和古井贡 B（见图表 3）。

通过市值加权处理，我们发现：2007 至 2017 年期间，食品饮料行业中的高股息股票组合录得了 74.71%的组合收益率。

图表 1：高股息率组合（行业前二十；2007-2017 年）

高股息率组合	股息率(2007-2017; %)
双汇发展	36.5615
泸州老窖	35.4186
张裕 B	28.6162
承德露露	25.9113
洽洽食品	22.5218
贵州茅台	20.6642
五粮液	20.5041
伊力特	20.3846
洋河股份	19.7173
张裕 A	17.4742

重庆啤酒	16.6450
水井坊	16.0732
伊利股份	15.6616
山西汾酒	15.4530
古井贡 B	15.3426
汤臣倍健	12.2094
光明乳业	10.9964
燕京啤酒	10.9150
百润股份	10.6773
青岛啤酒	10.1715

资料来源：中原证券 WIND

图表 2：高股息率组合的区间涨跌幅（2007-2017）

	股息率 (2007-2017; %)	区间涨跌幅 (2007-2017; %)
双汇发展	36.5615	424.5540
泸州老窖	35.4186	480.9953
张裕 B	28.6162	-4.8924
承德露露	25.9113	275.8542
洽洽食品	22.5218	26.1600
贵州茅台	20.6642	1151.3300
五粮液	20.5041	481.1600
伊力特	20.3846	401.3600
洋河股份	19.7173	413.5400
张裕 A	17.4742	17.8800
重庆啤酒	16.6450	56.7900
水井坊	16.0732	308.0700
伊利股份	15.6616	894.7800
山西汾酒	15.4530	326.7900
古井贡 B	15.3426	1871.5100
汤臣倍健	12.2094	170.9400
光明乳业	10.9964	165.7800
燕京啤酒	10.9150	53.9400
百润股份	10.6773	69.3500
青岛啤酒	10.1715	212.3800
均值	19.09594	389.913555

资料来源：中原证券 WIND

图表 3: 高股息率组合的收益率

	股息率 (2007-2017; %)	区间涨跌幅 (2007-2017; %)	平均年收益率 (%)	权重调节后的平均年 收益率 (%)
双汇发展	36.5615	424.5540	41.9196	1.6196
泸州老窖	35.4186	480.9953	46.9467	2.2329
张裕 B	28.6162	-4.8924	2.1567	0.0265
承德露露	25.9113	275.8542	27.4332	0.1249
洽洽食品	22.5218	26.1600	6.9545	0.0257
贵州茅台	20.6642	1151.3300	106.5449	45.9279
五粮液	20.5041	481.1600	45.6058	6.8034
伊力特	20.3846	401.3600	38.3404	0.1948
洋河股份	19.7173	413.5400	54.1572	4.6175
张裕 A	17.4742	17.8800	3.2140	0.0330
重庆啤酒	16.6450	56.7900	6.6759	0.0332
水井坊	16.0732	308.0700	29.4676	0.3315
伊利股份	15.6616	894.7800	82.7674	7.9675
山西汾酒	15.4530	326.7900	31.1130	0.7553
古井贡 B	15.3426	1871.5100	171.5321	2.9904
汤臣倍健	12.2094	170.9400	26.1642	0.2842
光明乳业	10.9964	165.7800	16.0706	0.1467
燕京啤酒	10.9150	53.9400	5.8959	0.0551
百润股份	10.6773	69.3500	11.4325	0.0523
青岛啤酒	10.1715	212.3800	20.2320	0.4921
高股息组合				74.7145

资料来源: 中原证券 WIND

1.1.2 风险

高股息股票组合的个股波动率主要分布在 20%至 40%区间, 经过权重调整, 组合的波动率为 31.92% (见图表 4)。

高股息股票组合的个股 BETA 值主要分布在 0.5 至 0.9 倍区间, 其中 18 只个股的 BETA 值小于 1 倍, 印证了食品饮料上市公司较好的防御性。高股息股票组合的加权 BETA 为 0.69 倍, 组合的收益率波动小于市场整体, 在多元股票组合中能够一定程度上地分散非系统风险 (见图表 4)。

图表 4: 高股息率组合的风险

	波动率 (2007-2017; %)	波动率 (权重调节; 2007-2017; %)	贝塔值 (60 个月)	调节后贝塔值 (权重调节; 60 个月)
双汇发展	28.7300	1.1100	0.5500	0.0212
泸州老窖	37.5600	1.7864	0.8800	0.0419
张裕 B	36.5400	0.4488	0.8900	0.0109
承德露露	34.1500	0.1555	0.7600	0.0035
洽洽食品	34.9200	0.1289	0.6700	0.0025
贵州茅台	29.2400	12.6044	0.6200	0.2673
五粮液	31.4000	4.6842	0.6500	0.0970
伊力特	35.3700	0.1797	1.0600	0.0054
洋河股份	34.3300	2.9270	0.8200	0.0699
张裕 A	32.5900	0.3346	0.9900	0.0102
重庆啤酒	37.0600	0.1841	0.9500	0.0047
水井坊	44.6900	0.5027	1.0000	0.0112
伊利股份	33.1500	3.1912	0.6800	0.0655
山西汾酒	43.3500	1.0524	0.9600	0.0233
古井贡 B	34.8100	0.6069	0.8700	0.0152
汤臣倍健	38.8300	0.4218	0.8800	0.0096
光明乳业	39.4100	0.3597	0.7400	0.0068
燕京啤酒	26.5100	0.2478	0.7400	0.0069
百润股份	78.4400	0.3586	1.6700	0.0076
青岛啤酒	25.9700	0.6317	0.4900	0.0119
高股息率组合		31.9163		0.6923

资料来源: 中原证券 WIND
2017-12-31日收盘价

1.2. 中股息股票组合

1.2.1 收益

2007至2017年期间,按照股息率由高向低排列,食品饮料上市公司中的中间二十名为:恒顺醋业、今世缘、中炬高新、老白干酒、深深宝B、舍得酒业、上海梅林、金种子酒、皇氏集团、三全食品、桃李面包、燕塘乳业、口子窖、煌上煌、爱普股份、元祖股份、会稽山、*ST椰岛、得利斯、好想你。以上二十只股票为行业的中股息组合,其中个股主要分布在调味品、乳业、食品综合等行业(见图表5)。

中股息组合的十年分红回报率分布在3%至5%区间,期间的股息率均值为4.25%,较高股息组合低14.8个百分点。其中,超过5%的有:恒顺醋业、今世缘、中炬高新、老白干酒和深深宝B(见图表5)。

中股息组合的股价区间涨幅主要分布在1至3倍,期间涨幅均值为2.71倍,较高股息组合低120个百分点。其中:涨幅1至2倍的有:桃李面包、口子窖、煌上煌;涨幅2至3倍的有:

恒顺醋业、深深宝B和金种子酒；超过5倍的有：老白干酒、中炬高新、舍得酒业（见图表6）。

中股息组合的期间平均年收益率为33.44%，其中，分布在10%至20%区间的有：今世缘、深深宝B、上海梅林；在20%至30%区间的有：金种子酒、会稽山、煌上煌；在30%至50%区间的有：恒顺醋业、燕塘乳业、口子窖、元祖股份、*ST椰岛；在50%至100%区间的有：中炬高新、舍得酒业、桃李面包（见图表7）。

通过市值加权处理，我们发现：2007至2017年期间，食品饮料行业中的中股息股票组合录得了44.29%的组合收益率。

图表5：中股息率组合（行业中间二十；2007-2017年）

中股息率组合	股息率（2007-2017；%）
恒顺醋业	5.7422
今世缘	5.6823
中炬高新	5.3631
老白干酒	5.1394
深深宝B	5.093
舍得酒业	4.7134
上海梅林	4.4822
金种子酒	4.468
皇氏集团	4.2369
三全食品	4.1729
桃李面包	4.1608
燕塘乳业	4.1103
口子窖	3.8444
煌上煌	3.7619
爱普股份	3.5916
元祖股份	3.5766
会稽山	3.4024
*ST椰岛	3.3756
得利斯	3.0479
好想你	2.955

资料来源：中原证券 WIND

图表6：中股息率组合的区间涨跌幅（2007-2017）

中股息率组合	股息率（2007-2017；%）	区间涨跌幅（2007-2017；%）
恒顺醋业	5.7422	345.8735
今世缘	5.6823	64.9075
中炬高新	5.3631	854.7479
老白干酒	5.1394	1807.737
深深宝B	5.093	206.4667
舍得酒业	4.7134	756.6478
上海梅林	4.4822	123.7787
金种子酒	4.468	309.9424

皇氏集团	4.2369	32.7024
三全食品	4.1729	23.4691
桃李面包	4.1608	101.1541
燕塘乳业	4.1103	92.8816
口子窖	3.8444	104.2114
煌上煌	3.7619	156.2635
爱普股份	3.5916	-12.9727
元祖股份	3.5766	39.6944
会稽山	3.4024	89.4441
*ST 椰岛	3.3756	358.108
得利斯	3.0479	-24.8088
好想你	2.955	-1.0897
均值	4.246	271.458

资料来源：中原证券 WIND

图表 7：中股息率组合的收益率

	股息率 (2007-2017; %)	区间涨跌幅 (2007-2017; %)	平均年收益率 (%)	权重调节后的平均年 收益率 (%)
恒顺醋业	5.7422	345.8735	31.9651	1.1717
今世缘	5.6823	64.9075	17.6475	1.7712
中炬高新	5.3631	854.7479	78.1919	7.9556
老白干酒	5.1394	1807.737	164.8070	11.5332
深深宝 B	5.093	206.4667	19.2327	0.6681
舍得酒业	4.7134	756.6478	69.2147	5.6190
上海梅林	4.4822	123.7787	11.6601	0.4580
金种子酒	4.468	309.9424	28.5828	0.6301
皇氏集团	4.2369	32.7024	3.3581	0.0946
三全食品	4.1729	23.4691	2.7642	0.0939
桃李面包	4.1608	101.1541	52.6575	4.9816
燕塘乳业	4.1103	92.8816	32.3306	0.7243
口子窖	3.8444	104.2114	36.0186	5.1334
煌上煌	3.7619	156.2635	26.6709	1.1679
爱普股份	3.5916	-12.9727	-3.1270	-0.0638
元祖股份	3.5766	39.6944	43.2710	1.0821
会稽山	3.4024	89.4441	23.2116	0.7033
*ST 椰岛	3.3756	358.108	32.8621	0.6207
得利斯	3.0479	-24.8088	-2.7201	-0.0621
好想你	2.955	-1.0897	0.2665	0.0083
中股息率组合				44.2909

资料来源：中原证券 WIND

1.2.2 风险

中股息股票组合的个股波动率主要分布在 30%至 60%区间，普遍高于高股息股票组合。经过权重调整，组合的波动率为 41.94%，较高股息组合高 10 个百分点（见图表 8）。

中股息股票组合的个股 BETA 均值 1.02 倍，其中 10 只个股的 BETA 值大于 1 倍，个体风险明显大于高股息股票。中股息股票组合的加权 BETA 为 1.02 倍，组合的收益率波动大于市场整体，风险高于高股息组合（见图表 8）。

图表 8：中股息率组合的风险

	波动率 (%)	波动率 (权重调节; %)	公司贝塔值(60个月; 2017年12月31日收 盘价)	公司贝塔值 (权重调整;60个月)
恒顺醋业	38.878	1.4251	0.9243	0.0339
今世缘	35.3806	3.5510	1.2766	0.1281
中炬高新	43.2985	4.4054	0.905	0.0921
老白干酒	56.6311	3.9631	1.4478	0.1013
深深宝 B	36.3921	1.2641	0.7906	0.0275
舍得酒业	48.8421	3.9651	1.1169	0.0907
上海梅林	43.4052	1.7048	0.8944	0.0351
金种子酒	38.7668	0.8546	1.1414	0.0252
皇氏集团	62.8527	1.7706	1.2623	0.0356
三全食品	49.0822	1.6665	0.9842	0.0334
桃李面包	33.5644	3.1753	0.2377	0.0225
燕塘乳业	45.6856	1.0234	1.4103	0.0316
口子窖	34.1072	4.8610	1.2916	0.1841
煌上煌	67.9587	2.9759	1.0748	0.0471
爱普股份	33.8502	0.6912	1.4233	0.0291
元祖股份		0.0000		0.0000
会稽山	31.0664	0.9413	1.1962	0.0362
*ST 椰岛	45.3132	0.8559	0.9122	0.0172
得利斯	49.9194	1.1401	0.9795	0.0224
好想你	54.6923	1.7021	0.8626	0.0268
中股息率组合		41.9365		1.0198

资料来源：中原证券 WIND

1.3. 低股息股票组合

1.3.1 收益

2007至2017年期间，行业中的低股息股票主要分布在食品综合和次新股领域，股息率在0.5%至3%区间，期间的股息率均值为2.04%，较中股息组合低2.2个百分点，较高股息组合低17个百分点（见图表9）。

2007至2017年期间，低股息组合的股价期间涨幅均值1.39倍，较中股息组合低，较高股息组合低130个百分点，较高股息组合低250个百分点（见图表10）。

低股息组合中个股的平均年收益率分布在10%至35%区间，均值为24.22%（见图表11）。

通过市值加权处理，我们发现：2007至2017年期间，食品饮料行业中的低股息股票组合录得了22.11%的组合收益率（见图表11）。

图表9：低股息率组合（行业最末二十；2007-2017年）

股息率（2007-2017；%）	
金字火腿	2.8275
黑芝麻	2.8071
深深宝 A	2.6841
龙大肉食	2.5744
珠江啤酒	2.4424
海欣食品	2.4137
双塔食品	2.2043
来伊份	2.1546
金徽酒	2.1020
西藏发展	2.0273
广州酒家	1.7866
酒鬼酒	1.6929
桂发祥	1.6688
惠发股份	1.2723
绝味食品	1.2177
星湖科技	1.1682
安井食品	1.1605
千禾味业	1.1574
安记食品	0.8996
科迪乳业	0.7925

资料来源：中原证券 WIND

图表10: 低股息率组合 (剔除无效数据; 2007-2017年)

	股息率 (2007-2017; %)	区间涨跌幅 (2007-2017; %)
金字火腿	2.8275	44.3425
黑芝麻	2.8071	236.9544
深深宝 A	2.6841	351.6428
龙大肉食	2.5744	180.2805
珠江啤酒	2.4424	-25.4293
海欣食品	2.4137	36.7765
双塔食品	2.2043	107.0384
西藏发展	2.0273	171.1197
酒鬼酒	1.6929	209.6976
星湖科技	1.1682	100.9696
安记食品	0.8996	170.4543
科迪乳业	0.7925	80.4558
均值	2.0445	138.6919

资料来源: 中原证券 WIND

图表11: 低股息率组合的区间涨跌幅 (2007-2017; %)

	股息率 (2007-2017; %)	区间涨跌幅 (2007-2017; %)	平均年收益率 (%)	权重调节后的平均年 收益率 (%)
金字火腿	2.8275	44.3425	6.7386	0.7429
黑芝麻	2.8071	236.9544	23.9762	1.1578
深深宝 A	2.6841	351.6428	35.4327	2.7179
龙大肉食	2.5744	180.2805	45.7137	5.3787
珠江啤酒	2.4424	-25.4293	-2.8734	-0.5113
海欣食品	2.4137	36.7765	6.5317	0.2377
双塔食品	2.2043	107.0384	13.6553	1.2037
西藏发展	2.0273	171.1197	17.3147	0.8551
酒鬼酒	1.6929	209.6976	21.1391	2.5665
星湖科技	1.1682	100.9696	10.2138	0.4132
安记食品	0.8996	170.4543	85.6770	5.4695
科迪乳业	0.7925	80.4558	27.0828	1.8829
低股息率组合				22.1146

资料来源: 中原证券 WIND

2017-12-31日收盘价

1.3.2 风险

低股息股票组合的个股波动率主要分布在 40%至 60%区间，普遍高于中股息股票组合。经过权重调整，组合的波动率为 47.07%，较中股息组合高 2.35 个百分点（见图表 12）。

低股息股票组合中，六只个股的 BETA 值大于 1 倍，占组合的 50%，个体风险明显大于中股息股票。低股息股票组合的加权 BETA 为 1.06 倍，组合的收益率波动大于市场整体，也高于中股息股票组合（见图表 12）。

图表 12：低股息率组合的风险

	年化波动率 (%)	年化波动率 (权重调整; %)	公司贝塔值 (60 个月)	公司贝塔值 (权重调整; 60 个月)
金字火腿	64.6467	7.1273	1.2869	0.14188
黑芝麻	42.9739	2.0753	0.7135	0.034456
深深宝 A	59.5185	4.5654	1.2721	0.097578
龙大肉食	39.1662	4.6083	1.2096	0.142323
珠江啤酒	43.5278	7.7456	0.7356	0.130898
海欣食品	67.4374	2.4539	1.0224	0.037203
双塔食品	42.235	3.7228	0.9514	0.083862
西藏发展	39.3654	1.9440	0.9972	0.049246
酒鬼酒	40.5199	4.9195	0.6279	0.076232
星湖科技	37.6513	1.5232	0.6817	0.027578
安记食品	44.5736	2.8455	1.7858	0.114003
科迪乳业	50.9424	3.5418	1.83	0.127231
低股息率组合		47.0726		1.06249

资料来源：中原证券 WIND
 2017-12-31日收盘价

1.4. 高、中、低股息组合的收益风险比较

高、中、低股息股票组合的加权平均年收益率分别为 74.71%、44.29%和 22.11%，之间分别相差 30 和 22 个百分点（见图表 13）。

其中，高、中、低股息股票组合的个股平均股息率分别为 19.1%、4.25%和 2.04%，之间分别相差 14.8 和 2.2 个百分点；高、中、低股息股票组合的个股平均涨幅分别为 3.9、2.7 和 1.4 倍，之间分别相差 120 和 150 个百分点（见图表 14）。

由此可得出结论：以十年持有期计，股息率较高的股票组合的收益率高于股息率较低的股票组合，较高的收益率同时包括了较高的股息率和较高的资本利得。

图表13: 高、中、低股息组合比较——收益率比较

	权重调节后的平均年收益率 (%)
高股息率组合	74.7145
中股息率组合	44.2909
低股息率组合	22.1146

资料来源：中原证券 WIND

图表14: 高、中、低股息组合比较——一个股的平均股息率和涨跌幅

	个股平均股息率 (2007-2017; %)	个股平均涨跌幅 (2007-2017; %)
高股息率组合	19.09594	389.913555
中股息率组合	4.245995	271.45796
低股息率组合	2.0445	138.6919

资料来源：中原证券 WIND

高、中、低股息组合的期间加权波动率分别为 31.92%、41.94%和 47.07%；加权贝塔值分别为 0.69、1.02 和 1.71 倍。可以得出结论：较高股息的股票组合的波动率和贝塔值低于较低股息组合。尤其地，高股息组合的贝塔值远远低于 1 倍，与经济风险之间的互动性低，是分散资产风险的良好标的；低股息组合的贝塔值高达 1.7 倍，个股收益率受到市场和经济环境的密切影响，表现为收益率较低且不稳定。

图表15: 高、中、低股息组合比较——风险比较

	波动率 (2007-2017; 2017-12-31 日收盘价; 权重调节; %)	贝塔值 (60 个月; 2017-12-31 日收盘价; 权重调节)
高股息率组合	31.9163	0.6923
中股息率组合	41.9365	1.0198
低股息率组合	47.0726	1.7121

资料来源：中原证券 WIND

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。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征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。