

■ 上海证券交易所红利指数专栏

# 彰扬回报 孕育价值

——上证红利指数

2004年初,在国务院发布的《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》(简称“国九条”)中明确指出,“重视资本市场的投资回报”和“改变部分上市公司重上市、轻转制、重筹资、轻回报的状况”。为贯彻落实“国九条”,证监会随即研究起草了《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》(下称“若干规定”),要求“上市公司应实施积极的利润分配办法”,对于3年不分红的上市公司不允许其进行再融资。正是在这样的政策导向下,上海证券交易所率先于2005年1月4日推出上证红利指数。因此,上证红利指数的编制和发布是上证所积极响应“若干规定”、落实“国九条”、保护投资者利益的一项重要举措。

上证红利指数是上海证券交易所成功推出上证180、上证50等指数后的又一次指数创新。上证红利指数挑选在上海证券交易所上市的现金股息率高、分红比较稳定、具有一定规模及流动性的50只股票作为样本,以反映上海证券市场高红利股票的整体状况和走势。上证红利指数每年末调整样本一次,一般情况下调整的数量不超过20%。样本股中不仅有中国石化、G宝钢、G上汽等一大批蓝筹股,也有G宇通、G北大荒、G建发等一批股息率较高的中等规模股票。

上证红利指数的推出,是对注重投资者良好回报的绩优公司的一种表彰和高分红行为的倡导,将有利于引导和促进上市公司向投资者提供现金回报,改善“重筹资、轻回报”的现象,推动证券市场的稳定发展。以上证所上市的公司为例,2003年、2004年、2005年和2006年(截至到2006年7月26日)上市公司现金分红总额分别为376.99亿元、440.62亿元、599.57亿元、555.31亿元,现金分红上市公司的比例分别为54.67%、52.53%、61.79%、46.94%。分红金额和分红比例逐渐上升,但分红回报率和持续性仍显不足,2005年例,当年共有426家公司派发现金红利的公司中有152家公司分红派现不足0.1元,高于0.3元的公司仅有50家,2003年到2005年连续3年分红的上市公司仅占33.33%。

上证红利指数将其中一批现金分红高、持续性强的上市公司作为样本,提供一个投资回报的竞技场,以优胜劣汰的方式促进和引导上市公司持续回报投资者。统计显示,2004年、2005年和2006年(截至到2006年7月26日)上证红利指数样本股现金分红总额分别为250.99亿元、310.32亿元、278.59亿元,占整个市场的比例均超过50%。上证红利指数股息率和分红比例都远远高于同期市场平均水平,据申万证券研

究所预测,2006年上证红利指数样本股平均股息率为2.54%,远高于同期上证A股股息率1.26%,其中有10%的样本股2006年的预期股息率将达到5%以上,上证红利指数与欧美成熟市场红利指数的股息率(3%左右)的差距也在迅速缩小。此外,比较上证红利指数2000年1月1日至2006年6月30日(其中2000年1月1日至2004年12月31日的为模拟回溯数据)的价格指数和收益指数,我们发现这六年半间,价格指数的收益率为11.19%,而收益指数的收益率为31.36%。由此可见,上证红利指数而言,现金股息对于股票投资的收益同样贡献非常大。

上证红利指数的推出,还有利于改善上市公司的治理结构。一家上市公司的分红能力实际上是其治理结构、盈利能力、管理水平和股东文化等多方面因素的综合体现。从这一角度来看,分红本身并不是最终目的,如何通过分红这个话题去触及决定上市公司分红能力的核心问题,推动公司治理结构的改善,提高公司经营管理的水平,切实保护投资者,特别是中小投资者的利益,这也是上海证券交易所推出红利指数的初衷所在。

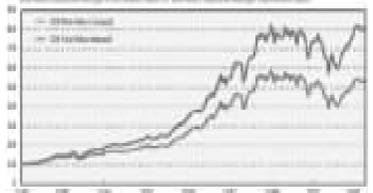
上证红利指数的推出,为整个市场提供了价值投资的一个新的参照标准,并引导市场投资向理性化投资方向转变。入选上证红利指数的上市公司所体现的“价值投资示范效应”将引导和鞭策更多的国内上市公司成为价值投资的真正源泉。以红利指数为标的的投资,代表着价值投资的一个重要方向,特别是对于保险资金、社保资金和企业年金等注重现金分红和业绩稳定的长期投资者具有极为重要的意义。根据上市公司2005年年报的统计发现,上证红利指数样本股与目前机构投资者重仓股的重合度非常高,样本股前10大流通股股东大都为投资基金、QFII、保险、社保和券商等国内主流的机构投资者。从持仓比例来看,各类机构合计持有的流通比例超过30%的有11家,超过10%的有34家,50只红利指数样本股中有45只被投资基金持有,其中26只进入了投资基金的重仓股名单。

上证红利指数作为一个重要的特色指数,它不仅进一步完善了上证指数体系和指数结构,丰富了指数品种,也为指数产品开发和金融工具创新创造了条件。上证红利指数以其较高的投资性和对机构投资者投资回报的易拟合性,适宜作为投资标的和指数衍生工具的基础,并可以满足不同目标客户群的不同投资需求。目前已有3只基金使用上证红利指数作为业绩衡量基准,1家基金正在开发上证红利ETF基金。

## 红利的价值

众所周知,股票投资的收益可分为两部分:现金分红和资本利得。但是在实际投资过程中,许多投资者并不看重股票的分红,认为与价格的上漲带来的收益相比,它是微不足道的。实际情况如何呢?

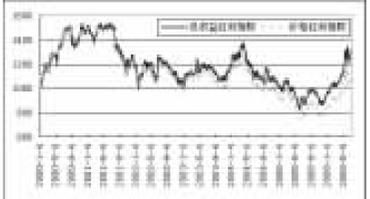
先来看看美国这个成熟市场。Dow Jones公司曾做过一项实证研究,计算表明1929年至2002年七十多年间Dow Jones工业平均指数(DJIA)的平均年收益率约为11.31%,而其中4.3%来自现金分红。现金分红对于指数总收益的贡献达到38%!下图是1987年至2003年十六年间Dow Jones工业平均指数的走势图,从图上可见,考虑现金分红收入,则指数收益(总收益指数,蓝色线)共计超过700%,远远高于价格指数(红色线)的约440%。



图表来源:《Dividends Do Matter》by Dow

Jones 再来看看国内A股的情况。根据上证红利指数的编制规则,我们模拟了2000年初至2006年6月30日的价格指数和总收益指数,可以发现这六年半间,价格指数的收益率为11.19%,而考虑了现金分红的总收益指数的收益率为31.36%,高出前者20%!

模拟分析: 总收益红利指数 vs 价格红利指数 (2000-1-4至2006-6-30)



数据来源:天相

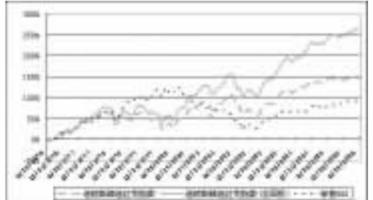
上述两项比较简单的研究均表明,无论是国际成熟市场,还是国内A股市场,现金分红在股票投资收益中占有相当的比重,而且呈现稳定上升的趋势。因此,现金分红是股票投资者绝对不能忽视的收益来源。

## 海外红利指数简介

网络泡沫破裂之后,美国上市公司的融资和利润分配行为发生了许多变化,其中之一就是现金分红的增加。2003年中期的减税法案降低了公司现金分红的联邦税率,进一步促进了上市公司增加派发现金分红的趋势。随后,就有不少指数服务商开始编制和发布红利指数,其中较为投资者熟悉的红利指数有两个,即道琼斯精选红利指数(Dow Jones US Select Dividend Index)和标普500红利经典指数(S&P 500 Dividend Aristocrats Index)。

道琼斯精选红利指数 2003年11月,美国Dow Jones公司发布道琼斯精选红利指数(Dow Jones US Select Dividend Index),由股息率最高的100只美国上市公司股票构成。根据1996年6月底至2006年6月底的指数回溯数据,十年间,标普500指数的收益率为89.40%,道琼斯精选红利指数的收益率为148.56%,如果考虑分红再投资,则道琼斯精选红利指数的十年总回报为263.69%。

道琼斯精选红利指数收益率(1996-6-28至2006-6-30)



数据来源: http://www.djindexes.com, http://www.2standardandpoors.com

在道琼斯精选红利指数公开发布的同时,巴克莱全球投资公司(Barclays Global Investor)就以其为标的开发了ETF产品,即iShares Dow Jones Select Dividend Index Fund (DVY),并在美洲交易所(American Stock Exchange)上市交易。该产品成为近年来增长最快的基金产品之一,基金资产规模至2006年6月底达60.81亿美元。



数据来源: http://www.2standardandpoors.com

除了标普500红利经典指数之外,标普公司还发布了标普欧洲350红利经典指数(S&P Europe 350 Dividend Aristocrats Index)。

# 上证红利指数历史实证分析

申银万国证券研究所 檀向球

## 一、分析背景

上证红利指数挑选在上交所上市的现金股息率高、分红比较稳定、具有一定规模及流动性的50只股票作为样本,以反映上海证券市场高红利股票的整体状况和走势。该指数是上证所继成功推出上证180、上证50等指数后的又一次指数创新,是满足市场需求、服务投资者的重要举措。上证红利指数是一个重要的特色指数,它不仅进一步完善了上证指数体系和指数结构,丰富指数品种,也为指数产品开发和金融工具创新创造了条件。

本文从财务指标、估值指标、历史收益等方面对上证红利指数进行实证分析,并与其他几个主要的交易所成份股指数进行比较。上证红利指数是2005年1月4日正式发布的,为了更好地开展研究工作,我们根据上证红利指数编制方法,模拟编制了2000.1.4至2006.7.6期间的上证红利指数。

## 二、现金分红最多

从股息率来看,以2005年年报公布的2006年股息数据可以看出,上证红利指数的股息率远高于上证50指数、上证180指数和深证100指数。今后随着优质蓝筹股的增多和证券市场的逐渐发展和成熟,上证红利指数的股息率长期表现必然会与国际同类指数接轨,相对于其他主要指数而言,其股息率长期表现优势将会更加明显。

表1: 上证红利指数、上证50指数、上证180指数和深证100指数股息率对比

指数名称	股息率
上证红利指数	2.62%
上证180指数	1.20%
上证50指数	1.22%
深证100指数	1.94%

(注:截止日2006年7月6日,税后股息数据采用2005年年报公布,2006年实施的数据)

## 三、盈利能力较强

从下面表2和图1、图2中可以看出,相对于上证50指数、上证180指数和深证100指数,上证红利指数盈利能力存在一定优势:

从反映盈利能力的每股收益和净资产收益率来看,上证红利指数净资产收益率比其他三个指数都要高,每股收益比上证50指数和深证100指数略低一点,但比上证180指数要高。这说明上证红利指数样本股的整体盈利能力是相当不错的。

表2: 上证红利指数、上证50指数、上证180指数和深证100指数样本股盈利能力对比

指数名称	每股收益 (2006一季)	净资产收益率(2006一季)
上证红利指数	0.0821	3.18
上证180指数	0.0766	2.62
上证50指数	0.0844	2.94
深证100指数	0.0953	2.73

(注:截止日2006年7月6日,财务数据采用2006年第一季度的数据计算。)

## 图1: 2006年一季度指数每股收益对比图

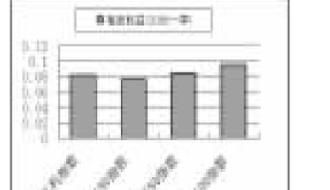
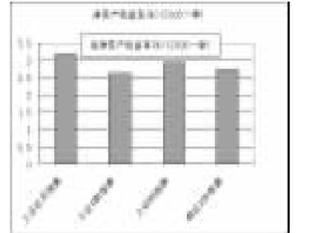


图2: 2006年一季度指数净资产收益率对比图



## 四、估值优势显著

从表3和图3、图4中可以看出,相对于上证50指数、上证180指数和深证100指数,上证红利指数的估值优势明显:

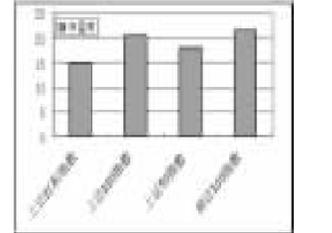
从市盈率和市净率两个指标来看,上证红利指数的估值显著地低于其他三个指数。从另一个角度看,上证红利指数具有相对较大的上涨空间和潜力。

表3: 上证红利指数、上证50指数、上证180指数和深证100指数样本股估值水平对比

指数名称	市盈率	市净率
上证红利指数	15.13	1.84
上证180指数	20.3	2.11
上证50指数	18.16	2.03
深证100指数	21.54	2.28

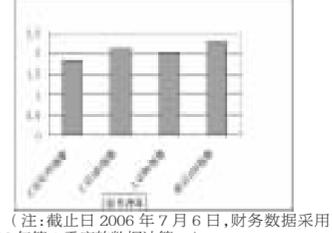
(注:截止日2006年7月6日,财务数据采用2006年第一季度的数据×4计算。)

图3: 指数的市盈率对比图



(注:截止日2006年7月6日,财务数据采用2006年第一季度的数据×4计算。)

图4: 指数的市净率对比图



(注:截止日2006年7月6日,财务数据采用2006年第一季度的数据计算。)

五、机构青睐上证红利样本股

表4给出了上证红利指数样本股与目前机构投资者重仓股重合度,从中可以看出,这种重合度是比较高的。上证红利指数前5大权重股的十大流通股股东几乎全是基金、QFII、保险、社保和券商,而占权重70.39%的前16家公司也几乎都是这些机构投资者的重仓股。可见,机构投资者是比较认同上证红利指数样本股的投资价值的。如果能以上证红利指数为标的开发指数基金或ETF,应该能得到机构投资者的认同。

表4: 上证红利指数与机构投资者重仓股重合度

证券代码	股票简称	前10大流通股中基金、QFII、保险、社保和券商家数	前十大流通股股东持股数量合计(亿股)(06.3.31)	权重(06.6.30)
600019	G宝钢	10	9.05	13.81%
600028	中国石化	9	3.49	10.55%
600104	G上汽	10	2.37	5.79%
600005	G武钢	10	10.69	5.37%
600015	G华夏	10	1.29	4.57%
600642	G申能	9	0.83	4.28%
600177	G雅戈尔	7	2.33	4.07%
600001	G邯钢	7	3.13	3.93%
600688	上海石化	7	0.82	3.65%
600008	G首创	7	1.78	2.60%
600098	G广汽	4	2.62	2.28%
600418	G江汽	9	2.55	2.18%
600383	金地集团	9	0.86	2.07%
600011	G华能	5	1.50	1.97%
600761	G合力	10	0.49	1.63%
600808	G马钢	6	0.81	1.63%
600151	G航天	1	0.14	1.60%
600236	G桂冠	8	0.80	1.48%
600569	G安钢	4	0.37	1.47%
600066	G宇通	10	0.50	1.40%
600210	G紫江	5	0.51	1.37%
600598	G北大荒	7	0.17	1.34%
600508	G上能	3	0.07	1.24%
600675	G中企	8	0.56	1.24%
600718	G东软	9	0.19	1.22%
600282	南钢股份	6	0.75	1.08%
600020	G中原	7	0.53	1.05%
600153	G建发	8	0.38	0.94%
600102	莱钢股份	8	0.48	0.91%
600307	G酒钢	2	0.31	0.85%
600323	G南海	6	0.11	0.84%
600357	G承钢	0	0.06	0.81%
600059	G龙山	7	0.19	0.75%

## 上证红利指数的编制方法

(1) 过去两年内连续现金分红而且每年的现金股息率(税后)均大于0;

(2) 过去一年内日均流通市值排名在上海A股的前50%;

(3) 过去一年内日均成交金额排名在上海A股的前50%。

2. 样本股数量:50只股票;

3. 选择样本股:对所有备选股票按过去两年的平均现金股息率(税后)进行排名,挑选排名最前的50只股票组成样本股(市场表现异常并经专家委员会认定不宜作为样本的股票除外)。

上证红利指数采用派许加权方法,按照样本股的调整股本数为权重进行加权计算。计算公式为:

报告期指数 = 报告期成份股的调整市值 / 基期 × 1000

其中,调整市值 = Σ(市价 × 调整股数),调整股本数采用分级靠档的方法对成份股股本进行调整。

上证红利指数的样本股调整 1、调整周期:上证红利指数每年末调整样本一

600130	G波导	1	0.17	0.75%
600475	G华光	6	0.21	0.71%
600231	G凌钢	0	0.06	0.70%
600548	G深高速	9	0.53	0.68%
600563	G法拉	10	0.36	0.67%
600300	G维维	0	0.16	0.65%
600621	G金陵	0	0.19	0.64%
600087	G水运	4	0.08	0.64%
600126	G杭钢	3	0.07	0.61%
600510	G黑牡丹	7	0.27	0.56%
600626	G申达	0	0.05	0.54%
600581	G八一	0	0.10	0.53%
600207	G安彩	2	0.12	0.52%
600894	G广钢	0	0.35	0.48%
600303	G耀光	6	0.10	0.48%
600302	G标准	8	0.24	0.47%
600135	乐凯胶片	1	0.03	0.39%

## 五、走势良好,收益可观

图5给出了上证红利指数(总收益)与上证指数的走势对比情况,从中可以看出,上证红利指数(总收益)走势要强于上证指数。

从表5中可以看出,从长周期来看,2000.1.4-2006.7.6期间,上证红利指数(总收益)涨幅为28.31%,比上证指数期间涨幅20.69%高出7.62%。2002.1.4-2006.7.6期间,上证红利指数(总收益)涨幅为2.82%,也高于上证指数期间涨幅1.59%。可见,上证红利指数(总收益)的市场表现相当不错。

注:在进行上证红利指数(总收益)和上证指数的走势图分析时,不同指数的绝对数值比较的效果比较差,需要把指数的绝对数值转化为百分比数值。具体转换为:以指数2000年1月4日收盘价为基准,把后面指数收盘价转换为与基准的百分比值。

图5: 上证红利指数(总收益)与上证指数走势对比图

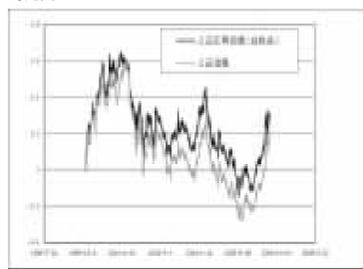
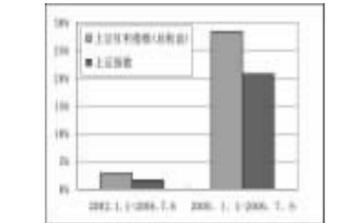


表5: 上证红利指数(总收益)与上证指数涨幅对比

年份	上证红利指数(总收益)	上证指数
2002.1.4-2006.7.6	2.82%	1.59%
2000.1.4-2006.7.6	28.31%	20.69%

图6: 上证红利指数(总收益)与上证指数历年收益对比图



## 六、小结

通过上面的分析我们知道,上证红利指数相对于上证50指数、上证180指数和深证100指数相比,在现金分红、估值水平方面有显著的优势,在盈利能力、历史收益方面也有很好的表现。从长期来看,随着股改进程的完成,上市公司利润分配行为的进步,蓝筹大盘和盈利能力强上市公司的现金分红会越来越来多,这些公司会逐步地进入上证红利指数样本股,这将进一步强化上证红利指数的投资价值,提升上证红利指数的投资潜力。因此,机构投资者可以以上证红利指数成份股或基于上证红利指数的指数基金(或ETF)作为重要的资产配置品种。

另外,在指数期货推出后,投资者可通过积极的空头套期保值,既分享上证红利指数中长期的投资机会,又通过套期保值规避部分时段股市下跌的系统风险。

(上证红利指数的详细编制方法请查看上证所网站http://www.sse.com.cn)