

上市公司发放现金红利研究

●针对目前市场可能面对的股指期货推出这一新环境,我们对现金红利这一课题的研究是基于三个因素的考虑:红利是衍生品定价的基础要素之一;红利发放时间的预测能够有效规避股指期货套利时红利发放的密集期间,使套利更加准确;股指套利的上下限需要涉及红利的大小计算,红利大小预判为套利区间提供更高的精确度。

●依据2003年到2005年的数据建模,我们得到每股收益、经营能力、上期红利、流通股比例等四个核心指标来衡量上市公司对红利发放与否的预测,对模型的拟合正确率达到了80%以上。此外,我们依据所建立的模型对2006年的样本数据进行判断,该预测精度可以达到83.5%的水平。

●公司发放现金红利的时间有两类影响因素,一是公司操作流程和发放习惯,二是发放红利的制约性因素。我们认为,公司操作流程和发放习惯决定了当年上市公司发放现金红利的发放时间。

●现金红利的发放大小是指跟踪和计算套利上下限的必要考虑因素。我们利用每股收益、上两期发放红利大小、上年度未分配利润、自由现金流量、上期负债率水平等七个指标,能够在把握关键因素下对红利大小进行量化分析。

○长江证券研究所

一、红利研究的意义及目的

1. 红利研究的意义
股利政策作为三大财务金融问题之一,受到从传统经济学到行为金融学理论等各方面的关注。从开创性的MM定理(建立在完全完美市场假设之上)开始,不断有学者进行补充研究;进入上世纪80年代后,行为金融学更是将其的研究推向高潮,为股利实际发放提供了不少研究资料。针对目前A股市场面对股指期货即将推出的新环境,我们关注该课题乃基于下面三个因素的考虑:

· 红利作为衍生品定价的基础要素之一,是衍生品定价研究的必备课题。

· 股指套利的上下限需要涉及红利大小的计算,红利大小预判为套利区间提供更高的精确度。同时红利亦能够跟踪提供定量数据,可以使得红利发放后(发放多少)能够及时调整跟踪策略,并提前做好准备。

· 红利发放时间的统计性规律能够有效规避股指套利的密集期间,使得套利更加准确,避免红利密集发放的影响。

以上三个方面的意义同样决定了我们的研究方向和目的。

2. 红利研究需要解决的三个问题
鉴于现金红利在金融工程中的作用,我们希望通过红利研究解决以下几个方面的问题:

第一,上市公司当年度是否发放股利?
我们希望通过历史数据来寻找过去股利发放的关键因素,并且在较高的预测准确率水平上,能够预测某一家上市公司是否会在当年发放股利。

第二,上市公司决定发放现金红利的时间(月份度量)?
上市公司固定的操作流程、习惯,行业发放红利的共性等为我们解决这个问题提供了一定的可行性。研究具体的时间,一方面能够对投资组合在某个月份可能产生的现金流提前作出预测,另一方面也能够使我们规避红利集中发放期进行套利,有效减少红利发放的干扰。

第三,如果上市公司分红,其现金红利是多少?
由于现金红利在决定套利的上下限及其指数跟踪中的干扰作用,能够在较高解释水平上得到现金红利的数值是我们关注的另外一个重点话题。

二、现金红利的分配现状

1. 上市公司现金分红比例有限
我们对1999至2006年期间上市公司发放现金红利进行的统计表明,虽然上市公司发放现金红利数

额稳中有升,但是所占比例依然有限。除了2000年,2001年因为政策原因导致分红数额突然提高外,其它年份大多在0.5以下。

2. 上市公司连续发放现金红利逐步成为常态
虽然上市公司整体发放比例尚不是特别突出,但是在已经发放现金红利公司中,越来越多的公司选择保持连续的现金红利政策。从2000年开始,上市公司连续发放现金红利逐渐成为市场的主要选择,从侧面体现出市场的逐步成熟。

3. 上市公司现金分红的股利支付率相对稳定,但仍然不高
股利支付率衡量的是上市公司发放现金股利所占收益的比例。统计数据表明,从1999年到2006年,已发放现金红利的上市公司平均股利支付率维持在0.5水平。但是由于这其中包括了部分超过股利支付率的公司(>1),因此实际的平均股利支付率依然小于成熟市场。

4. 上市公司发放现金股利的股利收益率稳中有升,平均维持在1.5%左右
股利收益率为每股股利与每股市价之比,股利收益率反映股东通过现金股利形式所获得的投资回报率的高低。结合1999年到2006年的数据,发放现金股利的上市公司平均股利支付率呈小幅稳定增长态势,达到1.5%左右的水平。

三、红利发放与否的判断

1. 影响红利发放的可能因素
依据我们所做的统计型规律给出的启迪,同时在参考大量文献基础上,结合一些可能的假设,我们认为有可能对红利发放产生影响的因素有:惯性(趋势)、公司盈利能力、公司现金流状况、公司负债水平与资产质量、公司成长能力与经营能力、股权结构、公司规模、其它分红可能的考虑指标、市场指标以及哑变量。

2. 红利发放与否的初始假设
假设一:上市公司盈利能力越强,分配股利的可能性越大;反之,则越小。

假设二:上市公司负债水平越低,分配股利的可能性越大;反之,则越小。

假设三:上市公司资产质量越高,分配股利的可能性越大;反之,则越小。

假设四:上市公司成长性越好,分配股利的可能性越大;反之,则越小。

假设五:上市公司规模越大,分配股利的可能性越大;反之,则越小。

假设六:上市公司经营能力越强,分配股利的可能性越大;反之,则越小。

假设七:上市公司现金流越充裕,分配股利的可能性越大;反之,则越小。

假设八:上市公司流通比例越高,分配股利的可能性越小;反之,则越大。

假设九:上市公司前期发放红利,则这种趋势会在下年度继续体现。

3. 结论分析及规律

A. 假设部分
实证检验的结果表明,除了假设三即公司资产质量在统计上不显著之外,其它因素在统计上都较显著,并且在符号上能够保持一致。

B. 影响因素及规律
我们通过4个因素来实现比较高的准确率水平上的判断,其分别为:上年度的红利发放、年度每股收益、主营业务利润/总资产、流通股比例,也即从分配习惯、盈利能力、经营能力、大股东利益(分红意愿)等四个角度来对是否分红进行判断。这四个因素的重要性如下:首先是盈利能力,也即每股收益在最大程度上决定了一个公司是否分红;其次是经营能力,公司经营能力的高低直接决定了当年分红概率;流通股比例是考虑分红的另外一个重要因素;分红习惯是需要另外重点考虑的一个因素。

四、现金红利发放时间的统计性描述

1. 上市公司现金股利的发放时间相对集中
我们对2003至2006年期间上市公司发放现金红利进行的统计表明,有80%的上市公司选择在5、6、7三个月份发放现金股利;而98%的公司则集中在4-8月这5个月时间内,这说明了上市公司的操作流程可能是决定发放时间的主要因素。

2. 上市公司发放现金股利登记日与公告日、股东大会日之间间隔稳定
现金股利的发放由年度预案、股东大会日批准、发布公告、登记、除息等几个阶段构成。2003-2006年的数据表明,登记日与公告日之间的平均间隔保持相对稳定的态势为4-5天,而股东大会日期则在很大程度上决定了现金股利发放的时间。

3. 影响红利发放时间的可能因素
根据我们统计性描述的规律及参考大量的文献基础,再结合一些可能的假设,有可能对红利发放时间产生影响的因素有:惯性(趋势)、公司的操作流程、现金流量约束、公司规模、哑变量。

4. 红利发放时间的假设
假设一:上市公司上期股权登记日时间越长,则本期越长;反之,则越早。

假设二:上市公司上期股权登记日与股东大会日期间隔时间越长,则本期发放时间越长;反之,则越早。

假设三:上市公司本期预案公告日越早,发放时间越早;反之,则

越迟。

假设四:上市公司本期股东大会日越早,发放时间越早;反之,则越迟。

假设五:上市公司现金流量越多,发放越早;反之,则越迟。

假设六:上市公司规模越大,发放越早;反之,则越迟。

5. 结论分析及规律

A. 假设部分
实证检验的结果表明,假设一到假设七在统计上都是显著的。但是有公司规模假设符号相反,即规模越大,也早发现现金红利,一个可能的解释是规模越大的公司其操作流程也相对规范。则当其股东大会后,会按照预定流程很快进行红利发放,以免给市场传递不良信号;而现金流问题,则由于公司现金流充足,其可以随时选择发放时间。

B. 影响因素及规律
我们通过两个因素来实现比较高的准确率水平上的判断,其分别为:上年度红利发放时间间隔、本年度股东大会日期,即从操作流程及公司习惯两个角度来对现金红利发放时间进行判断。这两个因素的重要性如下:首先是本年度股东大会日期,也即公司操作流程在最大程度上决定了一个公司分红的

时间,可见分红和其它经营性指标关联不大;其次是上年度红利发放时间间隔,公司上年度发放时间给本年度发放给出了一个参考,实际也是公司操作流程的另外一个方面的反应。

五、现金红利发放大小的决定因素

对于现金红利的大小,一方面其是套利上下限的一个组成部分,另一方面,现金红利对于跟踪指数的投资组合具有比较好的意义。但是由于预测现金红利大小随其绝对值的变化较大,而股利支付率相对稳定,因此我们采用衡量股利支付率方式来构建模型。同时2005-2006年市场环境的变化对于股利支付率的影响是存在的,因此我们会针对不同年份进行回归比较。

1. 可能影响现金红利发放大小的因素
惯性(趋势)、公司盈利能力、公司现金流状况、公司负债水平与资产质量、公司成长能力与经营能力、股权结构、公司规模、其它分红可能的考虑指标、市场指标以及哑变量。

2. 假设条件
假设一:现金股利分配有惯性,上两期分配越多,其本期分配越大。

假设二:现金股利和盈利能力成正相关关系,盈利能力越强,分配现金股利越高。

假设三:现金股利和资产质量成正相关关系,资产质量越高,分配现金股利的可能性越大。

券商研究机构首次关注上市公司追踪

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	报告类型	发布时间	2007报告预期		2008报告预期		2007一致预期		2008一致预期		目标价	2月26日收盘价
						EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE		
600087	长航海运	中金公司	审慎推荐	深度报告	2-26	0.440	52.864	0.770	30.208	0.382	60.886	0.703	33.110	--	23.26
600814	杭州解百	兴业证券	推荐	点评报告	2-22	0.200	48.000	0.270	35.556	0.200	48.000	0.263	36.456	--	9.60
600391	成发科技	长江证券	谨慎推荐	点评报告	2-22	--	--	0.690	51.551	0.498	71.468	0.763	46.635	36.00	35.57
600888	新疆众和	民族证券	中性	点评报告	2-22	--	--	0.740	30.757	0.342	66.585	0.747	30.471	25.90	22.76
600426	华鲁恒升	招商证券	推荐	点评报告	2-21	--	--	0.930	32.763	0.646	47.162	0.938	32.501	34.00	30.47
000968	煤化工	天相投顾	增持	点评报告	2-21	--	--	1.030	31.699	0.677	48.249	1.163	28.077	--	32.65
600888	新疆众和	兴业证券	推荐	点评报告	2-21	--	--	0.720	31.611	0.342	66.585	0.747	30.471	26.00	22.76
600089	特变电工	兴业证券	推荐	点评报告	2-21	--	--	0.880	32.841	0.631	45.829	0.773	37.405	35.20	28.90
000528	柳工	长江证券	谨慎推荐	点评报告	2-20	--	--	1.550	23.871	1.197	30.901	1.599	23.134	--	37.00
000301	丝绸股份	中信证券	持有	一般报告	2-20	--	--	0.220	45.227	0.119	83.430	0.220	45.227	--	9.95
000024	招商地产	上海证券	大市同步	点评报告	2-20	--	--	2.180	22.890	1.370	36.410	2.184	22.843	65.40	49.90
600391	成发科技	中投证券	推荐	深度报告	2-19	0.490	72.592	0.630	56.460	0.498	71.468	0.763	46.635	38.00	35.57
002008	大族激光	上海证券	大市同步	一般报告	2-19	--	--	0.690	40.870	0.443	63.722	0.671	42.028	27.59	28.20
600468	百利电气	西南证券	无	点评报告	2-13	--	--	--	--	0.101	149.533	0.384	39.450	--	15.16
600970	中材国际	中投证券	强烈推荐	深度报告	2-13	1.510	39.272	2.150	27.581	1.486	39.906	2.329	25.458	86.00	59.30
002033	丽江旅游	广发证券	持有	点评报告	2-05	--	--	0.625	40.944	0.672	38.059	0.638	40.085	28.13	25.59
002083	丽日股份	中金公司	推荐	深度报告	2-04	0.270	53.704	0.430	33.721	0.258	56.177	0.406	35.689	17.80	14.50
600518	康美药业	天相投顾	增持	点评报告	2-01	--	--	0.510	32.961	0.287	58.630	0.477	35.259	--	16.81

说明:
“首次关注”品种由于市场认知度不高往往非对称信息体现得较为

明显,在知情者交易向公众化交易过渡过程中黑马频出。我们从两个角度追踪它们的动向,一是利用机构研究

报告明示出具的“首次关注”为筛选逻辑,但应注意到的某机构出具的

首次关注品种可能已是其他机构早已纳入关注范畴的品种;二是从全部卖方机构的研究成果中筛选出一个

周期内第一次被机构纳入研究关注

范畴的品种(即首篇报告)。
(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)

■信息评述

1月份企业商品价格同比上涨8.4%

中国人民银行26日发布的1月份企业商品价格数据显示,1月份企业商品价格较上月上涨1.1%,较上年同期上涨8.4%。

海通证券:

央行发布的企业商品价格是反映企业间商品交易价格变动趋势和程度的综合物价指数,调查的价格是企业间在最初批发环节的集中交易价格。数据显示,1月份企业商品价格上涨主要表现在农产品、食品和能源原材料等领域。企业商品价格的大面积上涨将提高企业成本,对普通商品价格上涨形成压力。考虑到价格上涨的翘尾因素和预期因素,我们预计价格水平处于高位局面将一直延续到2008年中期。

第二批8家基金公司获专户理财资格

包括交银施罗德、华安、华夏、建信等在内的8家基金公司第二批获准开展特定客户资产管理业务。还有消息人士透露,第三批专户理财资格也将在不久后出炉,其中包括华宝兴业等5家基金公司。

海通证券:

自《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》于今年1月1日起正式施行以来,本月中旬鹏华、国泰、中海、易方达、南方、汇添富、嘉实、工银瑞信与诺安等9家基金管理公司获得了首批专户理财资格。从市场情况来看,各方对此项业务格外热衷。在资格获批不到一周时间内,首批9家基金公司就表示已完成了基金专户理财的组织架构搭建、产品设计等后台工作,并进入市场开拓阶段。来自客户的反响同样热烈。按照试点办法,在基金专户理财试点阶段允许基金管理公司开展5000万元以上“一对一”的单一客户理财业务。与公募基金不同,专户理财业务可以并行收取固定管理费用和业绩报酬。在一个委托投资期间内,业绩报酬的提取上限为该期间净收益的20%。证监会批准第二批基金公司专户理财资格再次显示出政策面的偏暖迹象,但市场对利好似乎已经出现审美疲劳。

中小板公司2007年业绩披露情况统计

截至2月26日,深市中小企业板已有134家上市公司陆续通过公司业绩快报、2007年年报、上市公司公告等方式对其2007年的经营业绩进行了公告。

天相投顾:

作为样本的133家公司2007年共实现营业收入1261.75亿元,同比增长30.2%;实现营业利润135.86亿元,同比增长29.3%;实现净利润114.20亿元,同比增长41.4%。总体来看,截至2月26日,已公布2007年全年经营业绩的133家中小企业板上市公司的加权平均每股收益为0.51元,与2006年基本持平;2007年加权平均净资产收益率为12.5%,较2006年下降了2.4个百分点;2007年营业利润率为10.8%,与2006年基本持平;2007年净利润率为9.1%,较2006年提高了0.8个百分点。

■行业评析

2008年第一批“双高”产品名录发布

国家环保总局副局长潘岳26日向新闻界通报了环保总局2008年第一批“高污染、高风险”产品名录,共涉及6个行业的141种“双高”产品。

兴业证券:

在本次通报的141种“双高”产品中,包含24种农药产品;39种建议取消出口退税的产品中,包含14种农药产品。这些产品都属于高毒或高污染农药,其中甲胺磷等5种有机磷高毒农药根据国家发展改革委和农业部等6部委通知已于2008年1月起停止生产、流通和使用,此外有少数农药行业上市公司生产其余的个别产品。

总体而言,环保总局的“双高”产品目录和建议对存在高毒、高污染品种的部分农药上市公司有负面影响。但对生产高效低毒农药的上市公司而言,“双高”产品的受限将为其产品带来更大的市场空间,构成利好。我们重点跟踪的华星化工、新安股份和扬农化工生产的农药均为高效低毒品种,因此环保总局的建议对它们的经营有正面影响。此外随着环保政策的日趋严格,由于产品具备高效低毒和环保优势,这些企业的竞争优势将日益明显。维持对华星化工“强烈推荐”、新安股份和扬农化工“推荐”的评级。

七部门联合稳定化肥价格

2月26日,国家发展改革委、财政部、农业部、商务部、工商总局、质检总局、供销社等七部门联合召开了全国化肥供应工作电视电话会议,部署保障春耕生产用肥,稳定化肥价格工作。

申银万国:

化肥:尽管政府对化肥管制政策阻碍了春耕期间化肥价格上行空间,但由于中国化肥产能是全球供给的重要组成部分,难以改变国际化肥价格长期趋势。此外,政府出口管理、限价等政策执行效果仍需观察。国内化肥供应和价格将在国际价格、关税、限价、成本上涨中寻求动态平衡;纯碱:行业的高集中度将减少2009年新产能释放时纯碱价格波动幅度;PVC:产能过剩并无预期中严重,电石原料瓶颈限制产量增长,资源优势及产业链完整企业将受益。

维持对优势化肥公司的推荐评级,维持云天化买入评级,维持四川美丰、华鲁恒升、湖北宜化、柳化股份、盐湖钾肥、六国化工等公司增持评级;继续看好纯碱行业景气度,建议关注双环科技、山东海化、三友化工等公司;在PVC公司中,建议增持英力特。