

高送配带来的超额收益研究



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师
谢江
0755 82492392 xiejiang@lhq.com

欧阳亮
0755 82125090 ouyl@lhq.com

- 高送配作为上市公司的一种利润分配方式，虽不能带来上市公司的利润和现金流量的增加，但是其释放的公司发展的乐观前景以及股票大幅除权之后价格降低的吸引力，使得股市上产生了一波高送配行情。
- 各个行业采用高送配股利政策的比例不一样：采掘业高送配股比例最高，其次有农林牧渔业和制造业（超过 10%）；比例较低的行业有：综合类、金融、保险业、电力、煤气及水的生产和供应业。
- 高送配股票获得超额收益的时间集中在股权登记日之前：预案公布前 30 个交易日，获得超额收益的概率和幅度比较大；预案公布到决议公布日之间，获取超额收益的概率和幅度降低；决议公告日到股权登记日之间，部分行业获取超额收益的概率和幅度有所上升；送股上市日之后，不再有超额收益。
- 高送配股票的超额收益受到诸多因素的影响：考察发现股票的流通市值、每股公积金规模、每股净资产规模、每股未分配利润、股价 5 个指标的低组合股票超额收益率高于高组合。其中期末流通市值的影响显著高于其他因素。
- 连续高送配不会影响超额收益的大小，但是影响超额收益产生的时间段，首次高送配的股票的超额收益在决议公布日之前比较明显，以后逐渐降低。第二次在预案公布之后相对其他两类股票有较高的超额收益。而多次高送配的股票在预案公布前、决议公布到股权登记日之间的超额收益高于其他两类高送配股。

目 录

高送配行情	3
部分行业高送配比例高	3
股权登记日前高送配股有超额收益	4
高送配股的超额收益受诸多因素影响	7
连续高送配的超额收益状况	8
结论	9

图表目录

表 1、各行业高送配情况 (%)	3
表 2、各行业高送配股的超额收益 (%)	6
表 3、高、低组合超额收益 (%)	7
表 4、连续高送配股票的超额收益 (%)	9
附表 1、2009 年度高送配股情况	11
图 1、各行业高送配股的比重	4
图 2、高送配股的获得超额收益的概率	5
图 3、各行业高送配股的超额收益 (%)	6
图 4、各指标低组合超过高组合超额收益的情况 (%)	8
图 5、连续高送配股票的超额收益 (%)	9

高送配行情

上市公司在年度报告出台后，对股东进行利润分配，分为股份分红（送股）和现金分红，也有上市公司用资本公积金对股东进行转增股本的送配行为。一般而言，超过 10 送（转）5 股的送配称为高送配。

虽然送配行为对于上市公司而言只是财务报表上的调整，并不影响其盈利能力和现金流量。但高送配显示公司扩张的乐观前景以及高送配后大幅除权使每股价格降低，往往引起股市上对“高送配概念”的追捧，形成高送配行情，此时持有高送配股将获得超额收益。

本报告观察 A 股市场上各个行业的高送配情况、高送配带来的超额收益及超额收益产生的时间、以及影响超额收益的各种因素。样本为 2005 年到 2008 年 4 年间 A 股市场上高送配的股票。比较基准为沪深 300 指数。

部分行业高送配比例高

我们统计了 2005 年以来，各个行业（按证监会行业分类）的上市公司股利分配情况，各行业高送配的上市公司数量以及占行业所有上市公司比重的情况如表 1 所示：

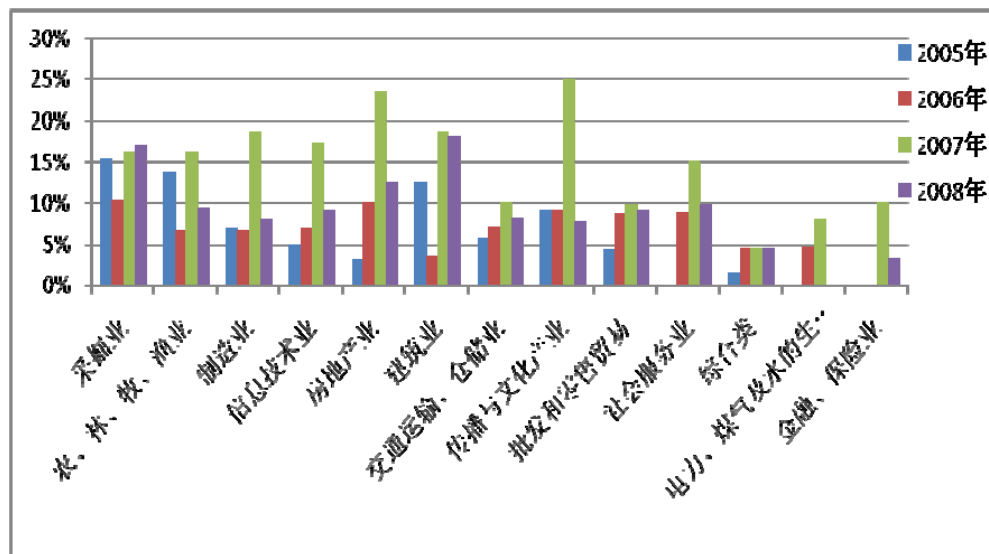
表 1、各行业高送配情况（%）

	2005		2006		2007		2008	
	数量	比例 ¹	数量	比例	数量	比例	数量	比例
采掘业	4	15%	3	10%	6	16%	7	17%
传播与文化产业	1	9%	1	9%	3	25%	1	8%
电力、煤气及水的生产和供应业	0	0%	3	5%	5	8%	0	0%
房地产业	3	3%	10	10%	24	24%	13	13%
建筑业	3	13%	1	4%	6	19%	6	18%
交通运输、仓储业	3	6%	4	7%	6	10%	5	8%
金融、保险业	0	0%	0	0%	3	10%	1	3%
农、林、牧、渔业	4	14%	2	7%	5	16%	3	9%
批发和零售贸易	4	4%	8	9%	9	10%	9	9%
社会服务业	0	0%	3	9%	6	15%	4	10%
信息技术业	4	5%	6	7%	16	17%	9	9%
制造业	51	7%	51	7%	160	19%	73	8%
综合类	1	2%	1	5%	1	5%	1	5%

数据来源：华泰联合证券研究所，天软科技

¹ 行业内占比。

图 1、各行业高送配股的比重



数据来源：华泰联合证券研究所，天软科技

从表 1、图 1 中看出，综合考虑 4 年的情况，采掘业高送配公司的比例最高，其次有农、林、牧、渔业和制造业，其他高送配比较高的行业还有信息技术业、建筑业、房地产业。

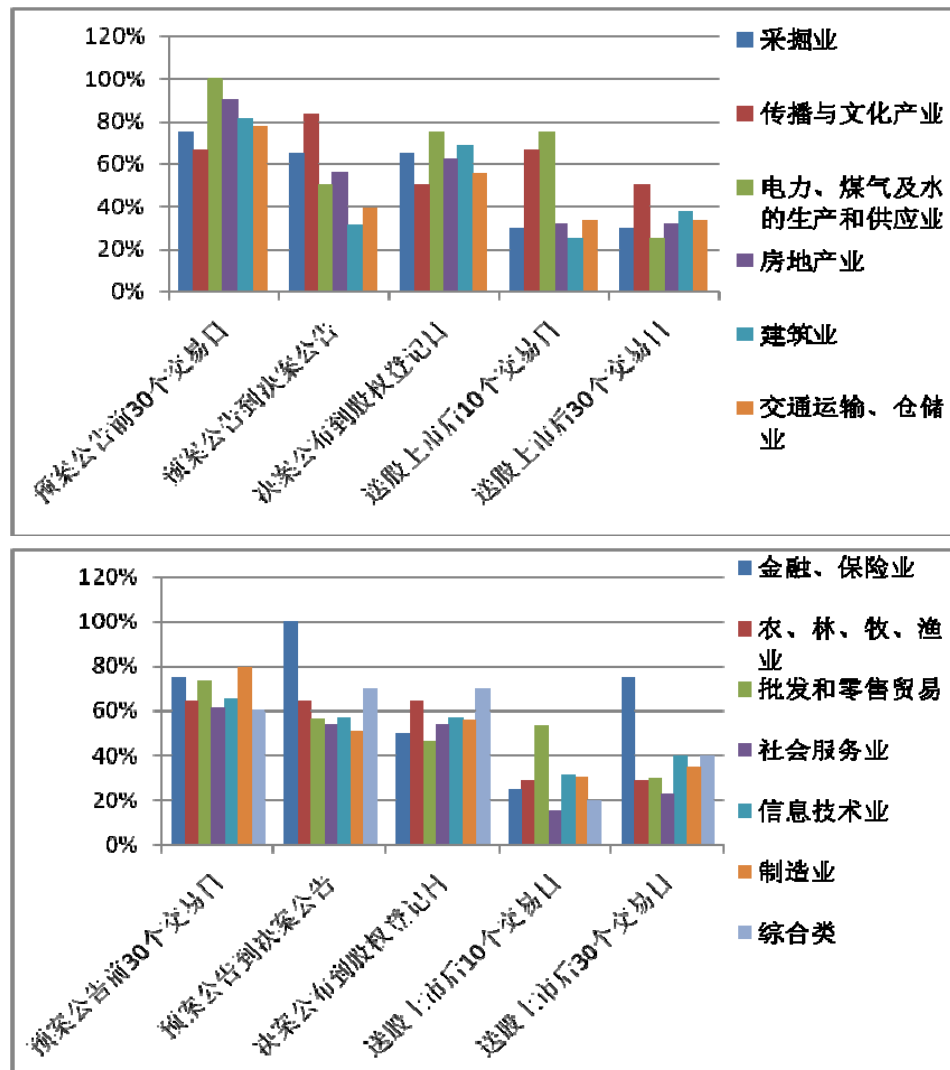
高送配比例较低的行业有：金融保险业、综合类、电力、煤气及水的生产和供应业。

股权登记日前高送配股有超额收益

一般来说，上市公司的高送配股利分配政策，会在财务报表公布前公告股利分配预案（预案公告日），正式分配方案在通过董事会和股东大会决议之后发布（决案公布日），并规定股权登记日、除权除息日以及送股上市日。

我们以上述关键的日期为坐标，考察各行业高送配股在预案公告前（30 个交易日）、预案公告到决案公告之间、决案公告到股权登记日之间的超额收益，以及送股上市日后 10 个交易日、30 个交易日的超额收益情况。首先统计了有超额收益的高送配股占全行业高送配股的比重，即高配送股获得超额收益的概率，如图 2 所示。

图 2、高送配股的获得超额收益的概率



数据来源：华泰联合证券研究所，天软科技

从图 2 中看出，在预案公布前 30 个交易日，大部分行业高送配股获得超额收益的概率在 70%至 80%之间。电力、煤气及水的生产和供应行业最高，获得超额收益的概率为 100%，地产业、建筑业和制造业获得超额收益的概率超过 80%；社会服务业、农林牧渔业、综合类行业获得超额收益的概率小，为 60%左右。

在预案公布到议案公布日之间，大部分行业获取超额收益的概率降低，预案公告前获取超额收益概率高的行业下降尤其明显：建筑业、交通运输仓储业、电力、煤气及水的生产和供应行业降低到 50%以下，其他行业获取超额收益的概率在 50%到 60%之间；但金融保险业、传播文化业获取超额收益的概率上升，其中金融保险业上升到 100%。

在议案公告日到股权登记日之间，部分行业获取超额收益的概率有所上升，但整体水平仍在 50%到 60%之间。较高的行业有：电力、煤气及水的生产和供应行业、采掘业、建筑业、综合类、农林牧渔业超过 60%；较低的行业有批发和零售贸易业，低于 50%。

在送股上市日之后，所有行业的高送配股获得超额收益的概率都大大降低（30%左右）。在送股上市后 10 个交易日内，只有电力、煤气及水的生产和供应行业、传播文化业两个行业获取超额收益的概率超过 60%；送股上市后 30 个交易日内，只有金融保险业获取超额收益的概率比较高（75%）。

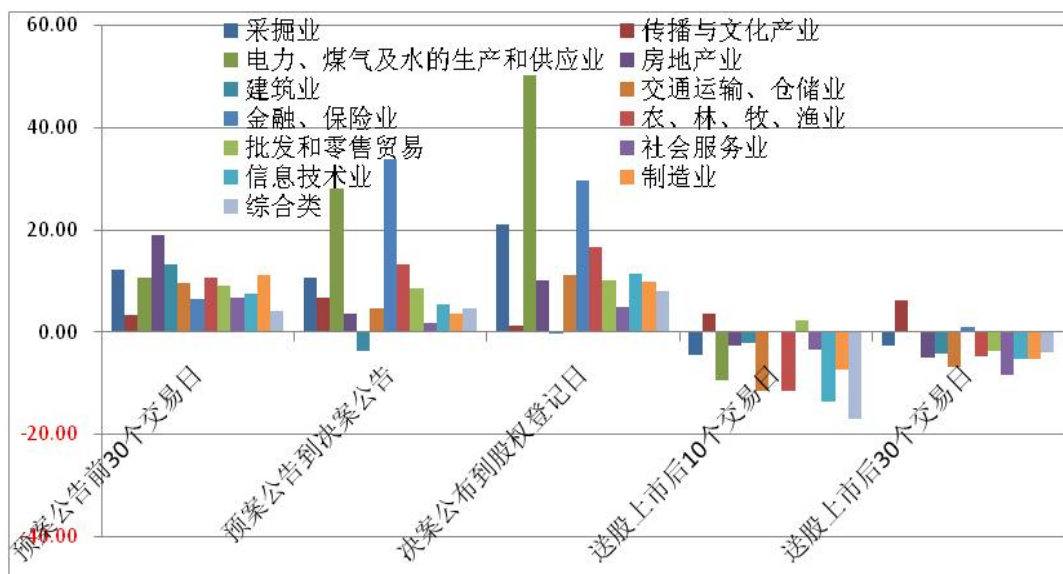
计算各个行业高送配股的平均超额收益，如表 2 所示。

表 2、各行业高送配股的超额收益（%）

	预案公告前 30 个交易日	预案公告到 决策公告	决策公布到 股权登记日	送股上市后 10 个交易日	送股上市后 30 个交易日
采掘业	11.96	10.42	20.90	-4.67	-2.83
传播与文化产业	3.17	6.60	1.11	3.43	6.00
电力、煤气及水的生产和供应业	10.48	27.96	50.20	-9.51	-0.05
房地产业	18.75	3.53	10.07	-2.73	-5.08
建筑业	13.10	-3.75	-0.30	-2.28	-4.36
交通运输、仓储业	9.37	4.47	11.10	-11.69	-6.80
金融、保险业	6.40	33.76	29.60	-0.04	0.86
农、林、牧、渔业	10.58	13.01	16.51	-11.55	-4.72
批发和零售贸易	9.08	8.38	9.89	2.31	-3.79
社会服务业	6.53	1.54	4.87	-3.53	-8.62
信息技术业	7.38	5.20	11.20	-13.63	-5.35
制造业	11.07	3.44	9.85	-7.35	-5.26
综合类	4.14	4.60	8.01	-16.99	-4.04

数据来源：华泰联合证券研究所，天软科技

图 3、各行业高送配股的超额收益（%）



数据来源：华泰联合证券研究所，天软科技

从图 3 可以看出，在预案公布前 30 个交易日，所有行业的高送配股都会产生超额收益，并且高送配比例高的行业（采掘业、制造业、农林牧渔业、房地产业、建筑业等）超额收益高，超过 10%，而高送配比例低的金融保险业、综合类行业超额收益低，小于 5%。但是电力、煤水的生产及供应业虽然高送配比例低，但高送配股的超额收益高（10.48%）。

在预案公布到决议公布日之间，电力煤炭和水的生产和供应业、金融保险业的超额收益会大幅提高，达到 30% 左右，建筑业不再有超额收益，其他行业虽然还有超额收益，但超额收益比预案公告前 30 个交易日低。总体来看，预案公告到决议公告之间的超额收，与预案公告前的超额成反比。

决议公告到股权登记日之间，所有行业都能获得超额收益，大部分行业比前一段（预案公告到决议公告）有所上升。超额收益超过 10% 的行业有：电力、煤气及水的生产和供应业、金融保险业、采掘业、农林牧渔业。

在送股上市日后，除了金融保险业和传播文化业有小幅的超额收益之外，其他行业的高送配股不再获得超额收益。很多行业在送股上市后的 10 天里，高送配跑输大盘的幅度超过 10%，随时间推移，差异有所缩小，但仍没有超额收益。

高送配股的超额收益受诸多因素影响

在股市里，高送配股带来的超额收益高低不一，有的高送配股甚至没有超额收益，因为投资者在选择高送配股时，还会考虑股票的其他性质，比如：股票的流通市值、每股公积金规模、每股净资产规模、每股未分配利润、股价等，我们观察了上述指标对高送配股票的超额收益的影响。

样本为 2005 年到 2008 年 4 年里的高送配股票。对以上考察的指标由高到低进行排序，分别选取每个指标排名靠前的 30% 的股票和靠后 30% 的股票，构成指标高组合和指标低组合两个组合，计算两个组合在观察周期内的超额收益的差异。观察期为预案公布前 30 天、预案公布日到决议公布日之间、决议公布到股权登记日之间、以及送股上市日之后 10 个交易日、30 个交易日。

对各指标选取的两个组合的超额收益计算结果表明，低组合的超额收益大于高组合的超额收益，如下表所示：

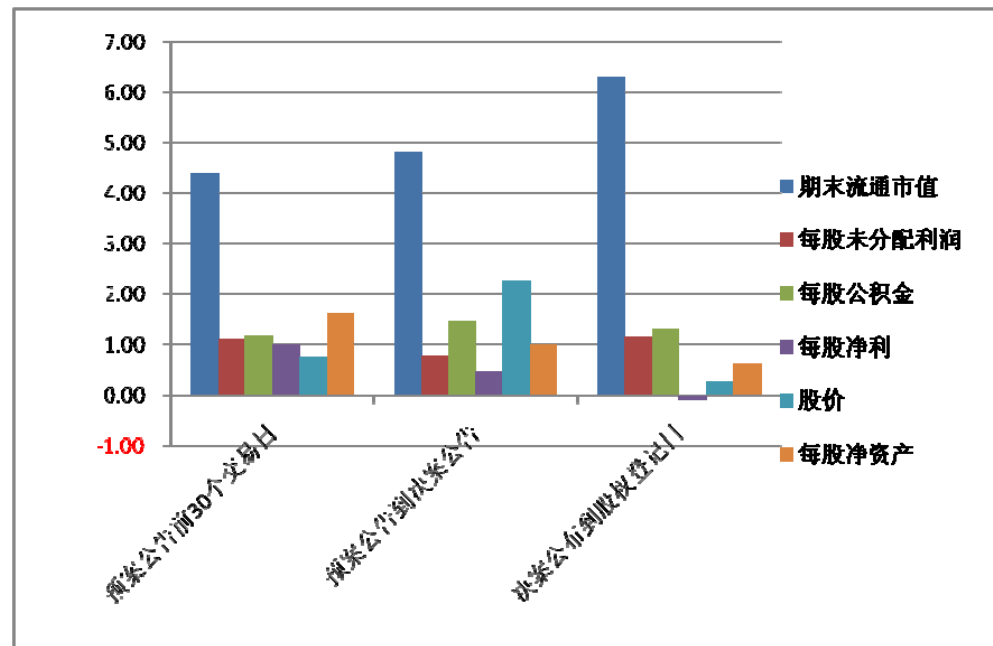
表 3、高、低组合超额收益（%）

	预案公告前 30 个交易日	预案公告到 决议公告	决议公布到 股权登记日	送股上市后 10 个交易日	送股上市后 30 个交易日
高组合					
期末的流通市值	8.93	1.98	2.68	-3.37	-4.50
每股未分配利润	9.59	2.95	2.60	-4.97	-7.81
每股公积金	9.45	4.31	3.86	-5.02	-7.84
每股净利	10.30	3.88	3.72	-4.89	-7.79
股价	8.94	0.49	2.34	-4.44	-6.29
每股净资产	8.79	4.24	4.28	-5.65	-8.44
低组合					
期末的流通市值	13.33	6.79	9.00	-3.31	-5.22

每股未分配利润	10.71	3.75	3.76	-3.98	-5.41
每股公积金	10.64	5.78	5.18	-4.01	-5.38
每股净利	11.31	4.36	3.66	-3.80	-5.63
股价	9.72	2.76	2.62	-3.81	-5.22
每股净资产	10.42	5.24	4.92	-3.78	-5.43

数据来源：华泰联合证券研究所，天软科技

图 4、各指标低组合超过高组合超额收益的情况（%）



数据来源：华泰联合证券研究所，天软科技

从图 4 看出，期末流通市值的影响力明显高于其他因素。

在预案公告前，影响力较大的指标有期末流通市值、每股净资产，影响力最小的是每股股价。

在预案公告到议案公告日之间，期末流通市值的影响大，其次有股价和每股公积金。影响力小的是每股净利。

在议案公布日到股权登记日之间，影响力最大的是期末流通市值、每股未分配利润和每股公积金，每股净资产和股价的影响非常小。

连续高送配的超额收益状况

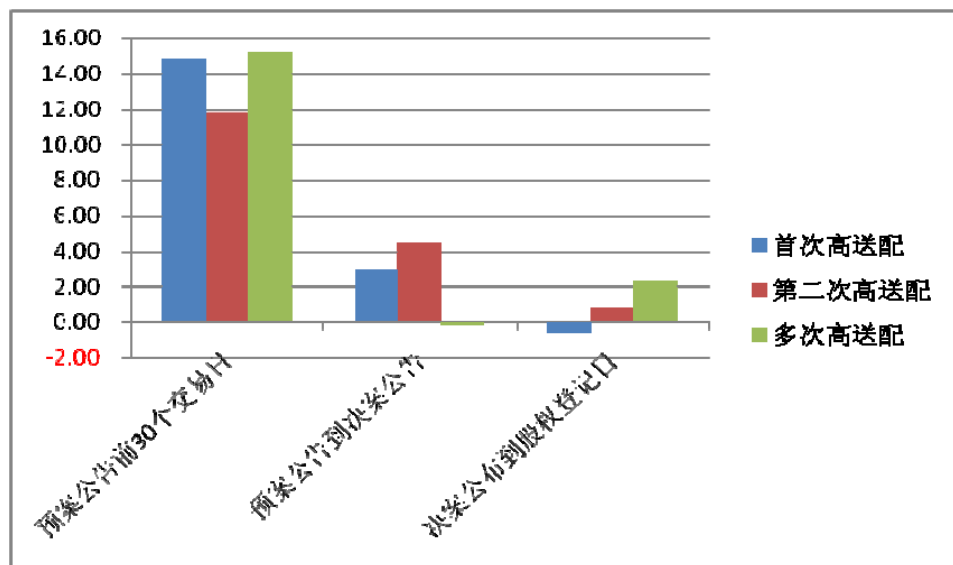
我们观察 2005 年到 2008 年间，连续高送配股相对于首次高送配股超额收益的状况，将样本分成首次高送配、第二次高送配和多次（三次及以上）高送配三个集合，结果发现连续高送配并没有获得比首次高送配更高的超额收益，而只是影响获得超额收益的时间段。

表 4、连续高送配股票的超额收益 (%)

	预案公告前 30 个交易日	预案公告 到决策公告	决策公布到 股权登记日	整体超额收益
首次高送配	14.78	2.99	-0.62	17.16
第二次高送配	11.78	4.48	0.80	17.05
多次高送配	15.16	-0.11	2.32	17.37

数据来源：华泰联合证券研究所，天软科技

图 5、连续高送配股票的超额收益 (%)



数据来源：华泰联合证券研究所，天软科技

从图 5 中可以看到，在预案公告前，首次高送配和多次高送配的股票超额收益比较高(15%左右)，而第二次高送配的股票，超额收益不到 12%。

在预案公告到决策公告之间，多次高送配的股票无超额收益最，而第二次高送配的股票超额收益最高。

在决策公布日到股权登记日之间，首次高送配的股票无超额收益，多次高送配股票超额收益最高。

结论

高送配作为上市公司的一种利润分配方式，虽然不能带来上市公司利润的和现金流量，但是其释放的公司发展的乐观前景以及股票大幅除权之后价格降低的吸引力，使得股市上产生了一波高送配行情。

各个行业采用高送配股利政策的比例不一样，采掘业高送配公司的比例最高，其次有农林牧渔业和制造业（超过 10%），其他高送配比较高的行业还有信息技术业、建筑业、房地产业（超过 5%）。高送配比例比较低的行业有：综合类、金融、保险业、

电力、煤气及水的生产和供应业。

高送配股票获得超额收益的时间集中在股权登记日之前：预案公布前 30 个交易日，获得超额收益的概率和幅度比较大；预案公布到决策公布日之间，获取超额收益的概率和幅度降低；决策公告日到股权登记日之间，部分行业获取超额收益的概率和幅度有所上升；送股上市日之后，不再有超额收益。

高送配股票的超额收益受到诸多因素的影响，我们观察了股票的流通市值、每股公积金规模、每股净资产规模、每股未分配利润、股价 5 个指标，发现这些指标的低组合股票的超额收益率高于高组合。在不同的阶段，各种因素的影响能力有区别，但期末流通市值的影响一直显著高于其他因素。

连续高送配不会影响超额收益的大小，但是影响超额收益产生的时间段，首次高送配的股票超额收益在决策公布日之前比较明显，以后逐步降低。第二次高送配的股票在预案公告前超额收益相对小，在预案公布之后相对其他两类股票有较高的超额收益。而多次高送配的股票在预案公布前超额收益明显，在预案公布后没有超额收益，决策公布到股权登记日之间的超额收益大于其他两类股票。

附表 1、2009 年度高送配股情况

代码	名称	行业	预案公布日	每 10 股 送配	历年送配情况	财务指标排名（降序）			
						期末流 市值	股价	每股公 积金	每股净 资产
						2009-12-31		09 年 3 季度数据	
000939.SZ	凯迪电力	采掘业 电力、煤气 及水的生产 和供应	1 月 20 日	6	首次高送配	572	506	1099	274
000690.SZ	宝新能源	农林牧渔业	2 月 2 日	5	多次高送配	216	1128	1327	1279
002069.SZ	獐子岛	农林牧渔业	2 月 23 日	10	第二次高送配	283	105	477	599
002310.SZ	东方园林	农林牧渔业	2 月 11 日	5	首次高送配	1353	3	1578	81
600683.SH	京投银泰	批发和零售 贸易	2 月 11 日	5	首次高送配	699	839	527	714
002264.SZ	新华都	批发和零售 贸易	2 月 26 日	5	首次高送配	1349	125	127	177
600118.SH	中国卫星	信息技术业	2 月 10 日	10	首次高送配	599	283	235	349
600406.SH	国电南瑞	信息技术业	1 月 28 日	10	首次高送配	180	44	1441	975
600990.SH	四创电子	信息技术业	2 月 10 日	10	首次高送配	771	35	393	618
002093.SZ	国脉科技	信息技术业	2 月 27 日	5	多次高送配	657	467	1651	1223
002296.SZ	辉煌科技	信息技术业	2 月 26 日	7	首次高送配	1476	16	22	30
600159.SH	大龙地产	制造业	1 月 28 日	10	首次高送配	311	495	697	1051
600173.SH	卧龙地产	制造业	1 月 15 日	8	首次高送配	870	748	1687	1185
600208.SH	新湖中宝	制造业	2 月 11 日	5	第二次高送配	58	1088	1603	1402
600435.SH	中兵光电	制造业	1 月 30 日	5	多次高送配	562	307	204	284
600595.SH	中孚实业	制造业	2 月 11 日	8	第二次高送配	191	247	890	652
600703.SH	三安光电	制造业	2 月 8 日	10	首次高送配	629	31	46	102
600844.SH	丹化科技	制造业	2 月 12 日	10	首次高送配	769	195	83	94
002118.SZ	紫鑫药业	制造业	2 月 3 日	7	第二次高送配	1581	417	491	278
002165.SZ	红宝丽	制造业	2 月 27 日	6	第二次高送配	968	205	766	590
002167.SZ	东方锆业	制造业	1 月 28 日	10	首次高送配	1432	136	88	127
002168.SZ	深圳惠程	制造业	2 月 27 日	5	多次高送配	1357	394	1076	456
002241.SZ	歌尔声学	制造业	1 月 21 日	5	第二次高送配	1205	208	145	153
002271.SZ	东方雨虹	制造业	1 月 30 日	10	第二次高送配	1322	41	118	124
002290.SZ	禾盛新材	制造业	1 月 19 日	8	首次高送配	1474	50	12	24
002309.SZ	中利科技	制造业	2 月 27 日	8	首次高送配	1213	19	200	78
300018.SZ	中元华电	制造业	2 月 27 日	10	首次高送配	1623	47	672	296
300019.SZ	硅宝科技	制造业	2 月 10 日	10	首次高送配	1671	65	700	334
300024.SZ	机器人	制造业	2 月 26 日	12	首次高送配	1520	11	201	47
600133.SH	东湖高新	综合类	1 月 20 日	8	首次高送配	1080	973	795	758

数据来源：华泰联合证券研究所，天软科技

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhqz.com