

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

专题报告

2009 年大小非解禁、减持与资金预测

2008 年 12 月 24 日	蔡大贵 高级专题研究员	86-755-22627241	caidg@pasc.com.cn
	郭艳红 高羽 樊一乐	86-755-22627853	guoyanhong@pasc.com.cn
	杨 刚	86-755-22622589	yanggang@pasc.com.cn

- 在股权分置改革形成的大小非中，小非是减持的主力军。截止 11 月末，股改形成大小非共 4669 亿股，其中已经解禁的大小非为 1238 亿股，累计减持 279 亿股，减持股份数占已经解禁股份数量的 22.52%。其中大非减持比例较低，为 10.56%，小非减持比例高达 44.38%。
- 我们通过对过去减持情况的观察发现，大小非减持往往非常坚决果断。大小非一旦开始减持往往倾向于全部或大比例减持。在已经减持的大小非中，减持比例达到 50% 的占 65%，全部减持的占 33%。
- 一般来说，大小非在相对高位减持显得很活跃。大小非减持在 2007 年 5 月，2008 年 1 月和 7 月，分别形成了 3 个高峰期。2007 年 5 月和 2008 年 1 月，分别是国内股市的高点，或者被减持个股的相对高点，而 2008 年 7 月，股市预期已经发生了非常大的变化，由原来的极度乐观转化为较为悲观的预期。
- 2009 年市场将经受大小非减持的严峻考验。按 2008 年 11 月 25 日的市值计算，截至目前为止共有约 2.93 亿元市值的股改大小非。其中，2009 年解禁的市值占全部股改大小非的比例高达 52.8%，从数量上占绝大部分，是股改解禁压力最大的一年。特别是在 09 年 2、3、4、5 这 4 个月内约有 6144 亿元市值（以 12 月 22 日收盘价计算）大小非解禁流通，且其股份相对分散，将再度令市场经受严峻考验。
- 截止 2008 年 12 月 22 日，按当日收盘价计算的 2009 年大小非市值为 3.35 万亿元。其中约有 1.53 万亿元市值的股改形成的大小非，另有 1.82 万亿元的市值是新老划断之后新产生的限售股份。
- 预计 2009 年大小非减持需要消耗市场承接资金约 3900 亿元。2009 年，若资金流入与交易成本、IPO 等能够持平的话，预计资金缺口约在 3900 亿元左右。

目 录

一、股权分置改革形成的大小非及其减持情况	3
1、小非是目前市场减持的主力军	3
2、大小非减持情况分布	4
3、2009 年市场将经受股改大小非减持的严峻考验	6
二、股改与新老划断之后形成的全部大小非规模及其分布	8

图表目录

图表 1 截至 2008 年 11 月末股改形成的大小非减持情况一览	3
图表 2 2008 年 7 ~ 11 月 股改形成的大小非减持数量一览	3
图表 3 2008 年 7 ~ 11 月 股改大小非减持动态	4
图表 4 股改形成的大小非、全部大小非数量与股改大小非占比	4
图表 5 已减持大小非减持比例分布	5
图表 6 大小非减持月度分布	5
图表 7 2008 年 7 ~ 11 月 股改大小非累计减持动态	6
图表 8 股改形成的大小非历年解禁情况一览	6
图表 9 股改形成的大非、小非解禁市值月度分布	7
图表 10 股改形成的大非、小非解禁市值月度分布柱状图	7
图表 11 全部大小非各年度解禁股份数量与市值分布	8
图表 12 全部大小非各年度解禁股份数量分布	9
图表 13 全部大小非各年度解禁股份市值分布	9
图表 14 2006 ~ 2008 年历年资金流入流出情况以及流通市值与资金比率	10

所谓大小非是指限售股份,它包括两个部分。一个部分是股权分置改革形成的限售股份,即股改大小非;另一个部分是“新老划断”以后形成的限售股份。由于中央证券登记结算公司目前只披露了股改大小非减持的情况,而没有披露全部大小非的情况,因此我们主要通过分析股改大小非减持的情况,然后再推而广之,模拟整个市场大小非减持的情况及其将产生的影响。

一、股权分置改革形成的大小非及其减持情况

1、小非是目前市场减持的主力军

截止 11 月末,股改形成大小非共 4669 亿股,其中已经解禁的大小非为 1238 亿股,累计减持 279 亿股,减持股份数占已经解禁股份数量的 22.52%。其中大非(持股比例大于等于 5%)减持比例较低,为 10.56%,小非(持股比例小于 5%)减持比例高达 44.38%。

图表 1 截至 2008 年 11 月末股改形成的大小非减持情况一览(亿股)

项目	大非(≥5%)	小非(<5%)	大小非合计
股改限售股份累计	3923.39	745.6	4669
解禁数量累计	800.4	437.89	1238
减持数量累计	84.55	194.32	278.87
减持比例	10.56%	44.38%	22.52%

资料来源:中央证券登记结算公司

而且在已经减持的股改大小非中,小非减持的比例占全部减持的比例一直稳定在 70% 左右。因此,小非已经成为目前市场大小非减持的主力军。

图表 2 2008 年 7~11 月 股改形成的大小非减持数量一览(单位:亿股)

时间	项目	大非(≥5%)减持 数量	小非(<5%)减持 数量	大小非合计减持 数量	其中小非减持 占比
7 月累计		78.23	180.34	258.56	69.75%
8 月累计		79.16	184.2	263.37	69.94%
9 月累计		80.63	187.26	267.89	69.90%
10 月累计		82.05	189.88	271.93	69.83%
11 月累计		84.55	194.32	278.87	69.68%

资料来源:中央证券登记结算公司

从大小非减持进程来看,7 月份(中登公司开始公布数据)大非减持比例为 17.24%,小非减持比例为 43.51%,大小非合计减持比例为 29.78%。

8 月份至 10 月份沪深股市持续下跌,但 10 月末累计小非的减持比例 43.98%,仍高于 7 月末小非的减持比例,说明小非的减持意愿仍然较强。11 月末市场小幅回升,而小非的减持比率则相应提升到 44.38%。

大非的减持比例基本呈现逐月下降的态势,主要是因为大型国企上市公司限售股份解禁占比大幅度提高而导致大非减持比例持续下降。

图表 3 2008 年 7~11 月 股改大小非减持动态

时间	项目	大非 (≥5%) 减持比例	小非 (<5%) 减持比例	大小非合计减持比例
7 月累计		17.24%	43.51%	29.78%
8 月累计		11.92%	43.90%	24.30%
9 月累计		11.98%	44.46%	24.48%
10 月累计		10.90%	43.98%	22.96%
11 月累计		10.56%	44.38%	22.52%

资料来源：中央证券登记结算公司

股改形成的大小非只是全部限售股份的一部分，实际情况却是，股改形成的大小非只占全部大小非的 32%，其余 68%都是“新老划断”以后形成的大小非，其数量比股改形成的大小非的数量要大得多。因此，市场实际面临的压力除股改大小非减持的压力之外，还面临新老划断以后通过 IPO、定向增发等形式新产生的大小非。

图表 4 股改形成的大小非、全部大小非数量与股改大小非占比

年度	全部限售股份解禁数量 (亿股)	股改限售股份解禁数量 (亿股)	股改限售股份占全部限售股份比例	全部限售股份解禁市值 (亿元)	股改限售股份解禁市值 (亿元)	股改限售股份占全部限售股份比例
2007						
2008	1618.70	846.22	52.28%	20906.02	5414.30	
2009	6852.45	2234.36	32.61%	33454.14	15469.90	46.24%
2010	3576.85	572.64	16.01%	35534.33	3866.15	10.88%
2011	939.21	434.59	46.27%	7431.77	3477.24	46.79%
2012	34.22	33.75	98.63%	279.02	276.08	98.95%
2013	14.56	14.21	97.60%	87.09	85.06	97.67%
2014	3.49	3.45	98.85%	18.14	17.76	97.91%
2015	48.07	45.12	93.86%	671.38	646.48	96.29%
2016	2.94	2.94	100.00%	24.90	24.90	100.00%
合计	13090.71	4187.28	31.99%			

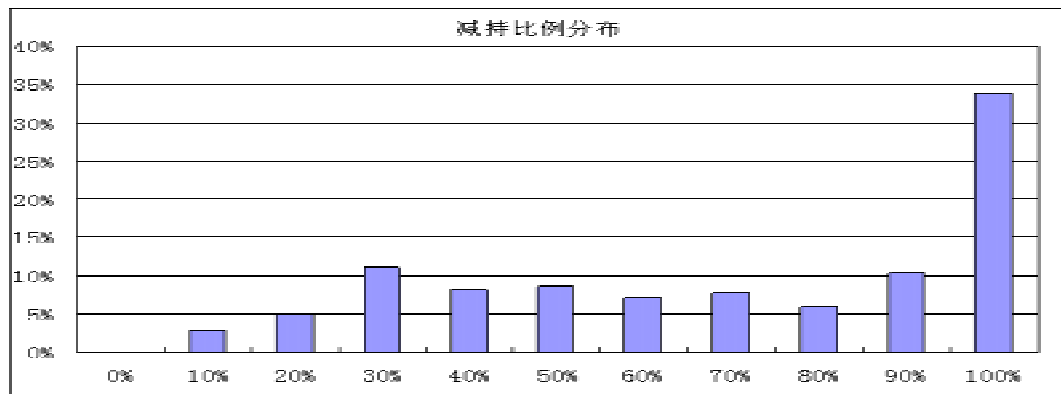
资料来源：Wind 平安证券研究所

2、大小非减持情况分布

截至 2008 年 11 月，沪深股市累计解禁 1238.29 亿股，其中大非 800.4 亿股，小非 437.89 亿股。大非实际减持量 84.55 亿股，占比 10.56%；小非实际减持量 194.32 亿股，占比 44.38%。大小非共减持 278.87 亿股，占累计解禁数量 22.52%。

实际上，我们通过对过去减持情况的观察发现，大小非减持往往非常坚决果断。大小非一旦开始减持往往倾向于全部或大比例减持。例如，在已经减持的大小非中，减持比例达到 50%的占 65%，全部减持的占 33%。

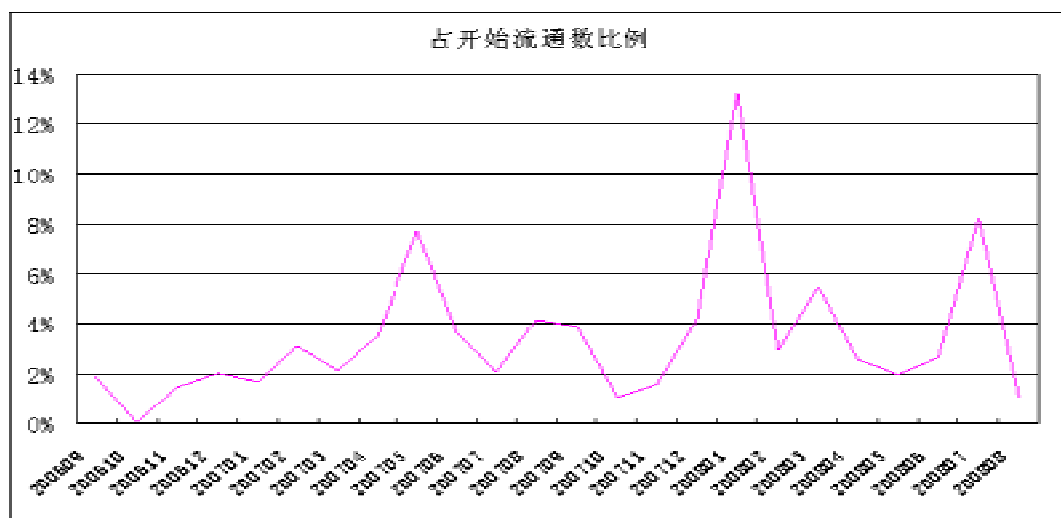
图表 5 已减持大小非减持比例分布



资料来源：平安证券研究所

一般来说，大小非在相对高位减持显得很活跃。大小非减持在 2007 年 5 月，2008 年 1 月和 7 月，分别形成了 3 个高峰期，8 月份迅速下降到 1.03% 的次低点水平。2007 年 5 月和 2008 年 1 月，分别是国内股市的高点，或者被减持个股的相对高点，而在 2008 年 7 月股市预期已经发生了非常大的变化，由原来的极度乐观转化为较为悲观的预期。

图表 6 大小非减持月度分布



资料来源：平安证券研究所

进入 2008 年 8~11 月，大小非减持的比例特别是大非下降到一个较低水平。一方面是大小非减持量在股价水平较低的时候有所降低；另一方面也是解禁股份中的大非占比提高的缘故（其比例由 52% 提高到 64%），而且该因素似乎影响更大。

图表 7 2008 年 7~11 月 股改大小非累计减持动态

项目	大非 (≥5%) 数量	小非 (<5%) 数量	大小非合计	大非占比
7 月累计	453.84	414.46	868.3	52.27%
8 月累计	664.21	419.56	1083.77	61.29%
9 月累计	673.26	421.14	1094.0	61.54%
10 月累计	754.34	430.11	1184.45	63.55%
11 月累计	800.40	437.89	1238.29	64.64%

资料来源：中央证券登记结算公司，平安证券研究所

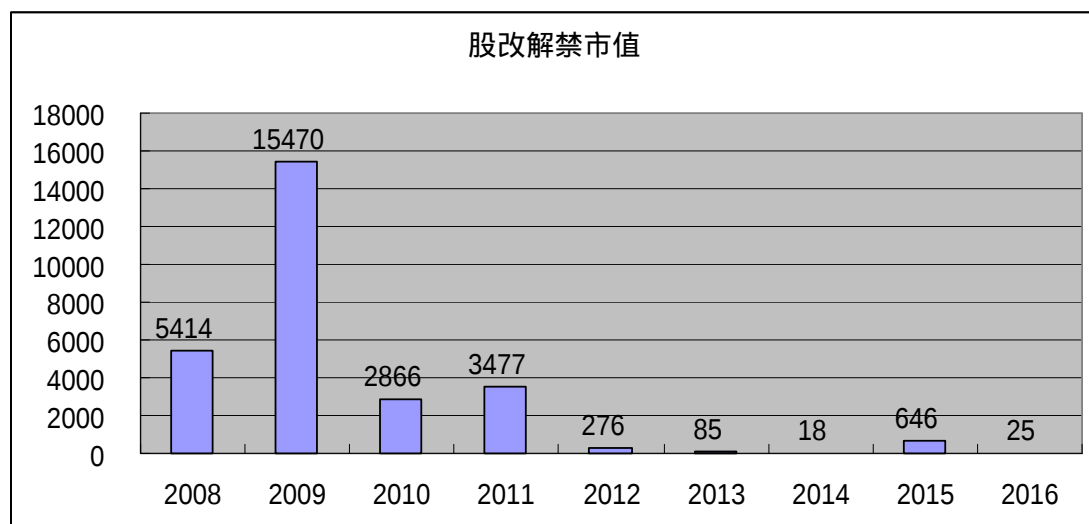
这是否意味着在目前股价相对较低的水平大小非减持意愿降低呢？我们认为，还难以武断地下结论。因为这可能是在市场短期内下跌超过 7 成之后，大小非在观望和等待一个反弹，以便以相对较高的价格减持。因此，关于大小非的减持意愿仍然需要进一步观察。

3、2009 年市场将经受股改大小非减持的严峻考验

股改形成的大小非解禁压力主要体现在 2008 年至 2011 年。按 2008 年 11 月 25 日的市值计算，截至目前为止共有约 2.93 亿元市值的股改大小非。其中，2009 年解禁的市值为 1.55 万亿元，占全部股改大小非的比例高达 52.8%，数量上占绝大部分。

2008 年已经有 4424 多亿元市值的限售股份解禁流通，未来共有 2.49 万亿市值的股份需要解禁流通。在这 2.49 万亿限售市值中，仅 2009 年就有 1.55 万亿市值解禁流通，是股改解禁压力最大的 1 年。

图表 8 股改形成的大小非历年解禁情况一览



资料来源：天相、平安证券研究所

在 2009 年内，解禁高峰分别在 2~5 月份和 10 月份，合计解禁 1.07 亿元市值的股份，占全年解禁市值的比例为 76%。特别是在 09 年 2、3、4、5 这 4 个月内约有 6144 亿元市值解禁流通，且其股份相对分散。10 月份主要是中国石化，市值占到 97%；扣除其影响，10 月份小非仅 8.1 亿元，影响几乎可以忽略不计。根据前面总结的小非减持流通意愿强烈的经验，大小非减持的主要压力在上半年。因此，09 明年上半年沪深股市将再度经历严峻考验。

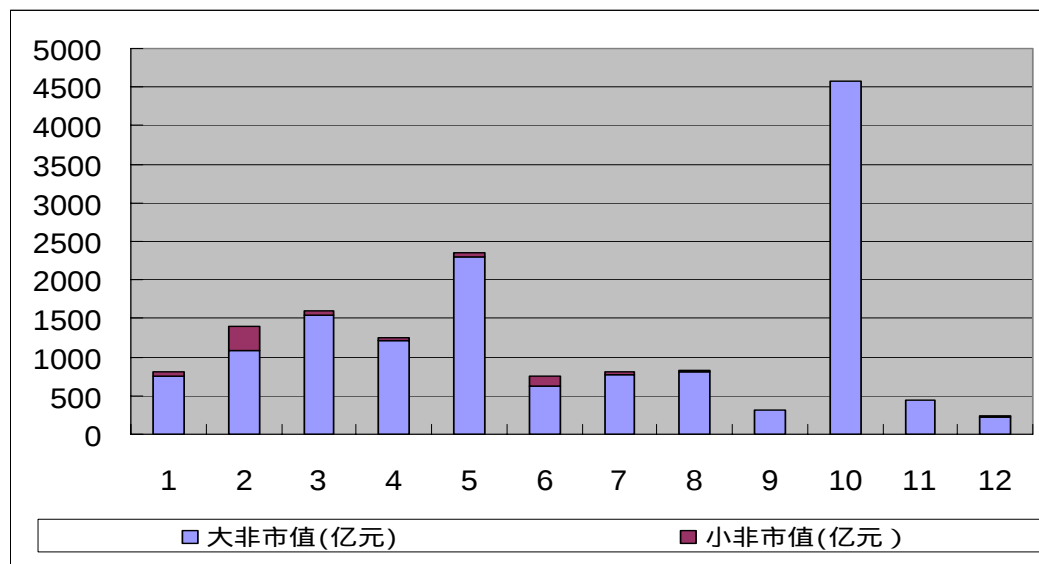
图表 9 股改形成的大非、小非解禁市值月度分布（取 12 月 22 日收市股价预计）

时间	大非（≥5%）市值（亿元）	小非（<5%）市值（亿元）	大小非合计	大非占比
1月	754.07	47.91	801.98	94.03%
2月	1085.36	315.00	1400.36	77.51%
3月	1551.69	38.73	1590.42	97.56%
4月	1213.89	37.89	1251.78	96.97%
5月	2293.40	51.84	2345.24	97.79%
6月	628.99	128.82	757.81	83.00%
7月	780.70	24.79	805.49	96.92%
8月	807.85	25.93	833.78	96.89%
9月	305.54	8.48	314.02	97.30%
10月	4577.73	8.10	4585.83	99.82%
11月	435.57	10.78	446.35	97.58%
12月	220.40	11.69	232.09	94.96%
合计	14655.19	709.96	15365.15	95.38%

资料来源：中央证券登记结算公司，平安证券研究所

根据中登公司已减持的情况来看，假定大非减持比例为 10%，小非减持比例为 44%，则 2009 年需要 1777.9 亿元资金承接大小非减持的压力。这意味着要保持市场现有的估值水平，在同样的市场预期下，2009 年市场至少需要增量资金约 1800 亿元承接股改大小非减持。

图表 10 股改形成的大非、小非解禁市值月度分布柱状图（取 12 月 22 日收市股价）



资料来源：Wind 资讯 平安证券研究所

二、股改与新老划断之后形成的全部大小非规模及其分布

截止目前，沪深两市未来共有 1.1 万亿限售股，包括股改形成的大小非和新老划断之后所产生的限售股份，将分期分批解禁，按 11 月 25 日收盘价计算的市值为 7.9 万亿元。其中约有 3 万亿元的市值的股改形成的大小非，另有 4.9 万亿元的市值是新老划断之后新产生的限售股份。

在未来 1.1 万亿限售股份中，在 2011 年 12 月 31 日之前解禁的股份数量为 10656 亿股，占比为 91.1%；市值 70725 亿元，占比未来解禁市值 79213 亿的 89.3%。由此可见，大小非的压力主要集中在 2008 年～2011 年这 3 年内。2008 年超过 2 万亿市值的大小非已经给沪深股市造成了实质性的压力，并成为导致沪深股市跌幅超过 7 成以上的重要原因之一。2009 年和 2010 年这 2 年内合计将有 6.9 万亿元市值的限售股份解禁流通，势必将对沪深股市造成较为严重的打击。

2009 年，限售股份解禁 6852.45 亿股，市值 3.35 万亿元，占目前已经流通市值的比例为 79.15%。其中，股改形成的大小非约 1.53 万亿元，新老划断后形成的大小非约 1.82 万亿元。

前面计算过，1.53 万亿元的股改大小非，约需 1778 亿元承接资金。以此类推，全部 3.35 万亿元的大小非约需承接资金 3893 亿元。这意味着，要保持目前的估值水平，在同样的市场预期下，2009 年市场至少需要约 3900 亿元增量资金承接大小非。

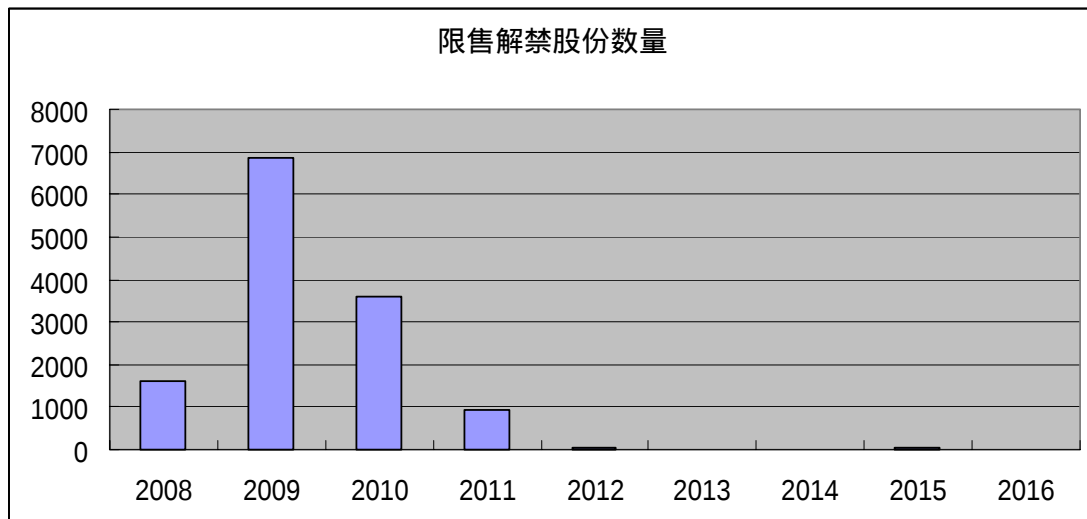
图表 11 全部大小非各年度解禁股份数量与市值分布

年度	全部限售股份解 禁数量（亿股）	占目前已流通股 份比例	限售解禁股份市 值	占目前已流通市 值比例
2008	1618.70	25.13%	20906.02	49.46%
2009	6852.45	106.39%	33454.14	79.15%
2010	3576.85	55.53%	35534.33	84.07%
2011	939.21	14.58%	7431.77	17.58%
2012	34.22	0.53%	279.02	0.66%
2013	14.56	0.23%	87.09	0.21%
2014	3.49	0.05%	18.14	0.04%
2015	48.07	0.70%	646.48	1.53%
2016	2.94	0.05%	24.9	0.06%
合计				

注：截止 11 月 25 日，沪深股市流通股份 6440.88 亿股，流通市值 42267.65 亿元。各年度的比较基数均为以上数据。

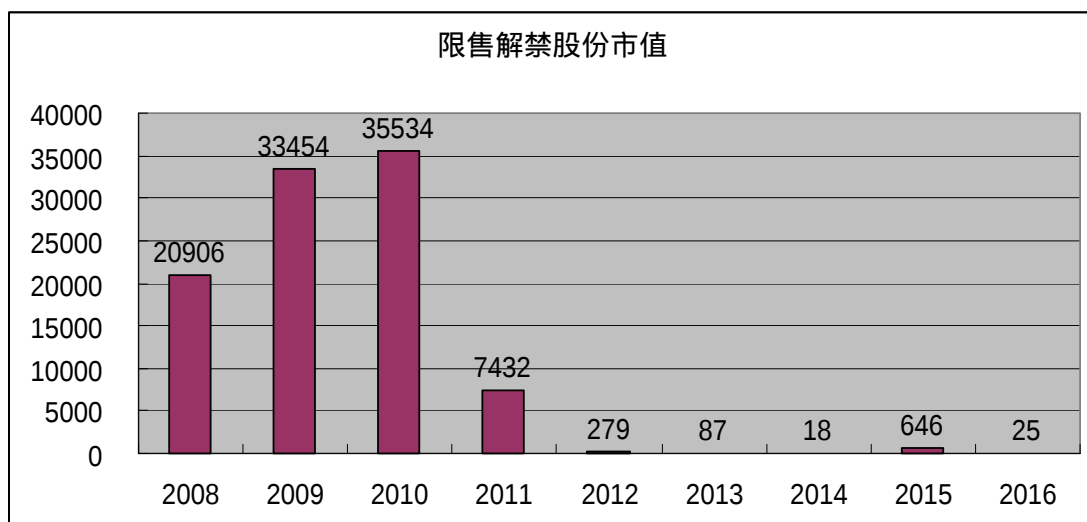
资料来源：天相、平安证券研究所

图表 12 全部大小非各年度解禁股份数量分布（亿股）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 13 全部大小非各年度解禁股份市值分布（亿元）



资料来源：Wind，平安证券研究所

而通过我们的观察，2008 年 1~11 月，市场资金流入约 1937 亿元，IPO 与交易成本等流出的资金约 2926 亿元，资金净流出 990 亿元。全年只有 2 月、4 月、5 月、7 月、11 月五个月为资金小幅净流入，其余六个月份均为资金净流出，尤其 1 月、3 月、6 月、8 月、9 月呈现较大幅度的资金净流出。

如果 2009 年新增资金流入能够与交易成本、IPO 等资金流出持平的话，要维持目前市场的估值水平，在同样的市场预期下，则 09 年市场资金缺口约为 3900 亿元。显而易见，2009 年市场面临较大的资金压力。

图表 14 2006~2008 年历年资金流入流出情况以及流通市值与资金比率(单位:亿元)

项目	资金流入	新股流出	税佣金	净流量	保证金存量	A 股流通市值	市值资金比
Jan-06	130	0	20	110	2350	10790	4.59
Feb-06	221	0	21	200	2550	11132	4.37
Mar-06	-27	0	23	-50	2500	11354	4.54
Apr-06	120	0	40	80	2580	12630	4.90
May-06	714	0	64	650	3230	15078	4.67
Jun-06	1484	232	57	1195	4425	15673	3.54
Jul-06	1737	189	48	1500	5925	14942	2.52
Aug-06	-329	66	30	-425	5500	15955	2.90
Sep-06	24	85	39	-100	5400	16806	3.11
Oct-06	760	421	39	300	5700	17741	3.11
Nov-06	393	132	61	200	5900	20218	3.43
Dec-06	551	159	92	300	6200	23545	3.80
Jan-07	839	189	150	500	6700	28871	4.31
Feb-07	480	426	104	-50	6650	32369	4.87
Mar-07	1612	21	191	1400	8050	37271	4.63
Apr-07	2474	431	293	1750	9800	50228	5.13
May-07	710	10	340	360	10160	57196	5.63
Jun-07	589	156	533	-100	10060	53561	5.32
Jul-07	1268	203	325	740	10800	64934	6.01
Aug-07	2798	57	541	2200	13000	76919	5.92
Sep-07	3649	1490	459	1700	14700	82917	5.64
Oct-07	2939	692	347	1900	16600	86436	5.21
Nov-07	1733	284	249	1200	17800	75943	4.27
Dec-07	991	514	277	200	18000	90501	5.03
Jan-08	466	303	463	-300	17700	82056	4.64
Feb-08	563	243	210	110	17810	88439	4.97
Mar-08	-172	3.7	284	-460	17350	74480	4.29
Apr-08	542	216	226	100	17450	77605	4.45
May-08	437	91	176	170	17620	74201	4.21
Jun-08	-4	56	100	-160	17460	58139	3.33
Jul-08	376	36	140	200	17660	60524	3.43
Aug-08	-253	97	70	-420	17240	52068	3.02
Sep-08	-115	12	63	-190	17050	49124	2.88
Oct-08	-8	0	52	-60	16990	37086	2.18
Nov-08	105	0	85	20	17010	42254	2.48

资料来源：上海证券报、平安证券

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2008版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田南路大中华国际交易广场裙楼 8 楼

邮编：518048

电话：4008866338

传真：（0755）82449257