

价值支撑与杠杆效应——2009 年度限售股投资策略

限售股解禁与减持

报告日期：2009 年 1 月 5 日

宏观策略组

联系人：天相宏观及策略组
021-58824282-816
qiuyy@txsec.com

服务热线

010-66045555
服务邮箱
service@txsec.com

本报告关注点：

- 2008年减持概况
- 解禁与减持对股价的影响

投资要点：

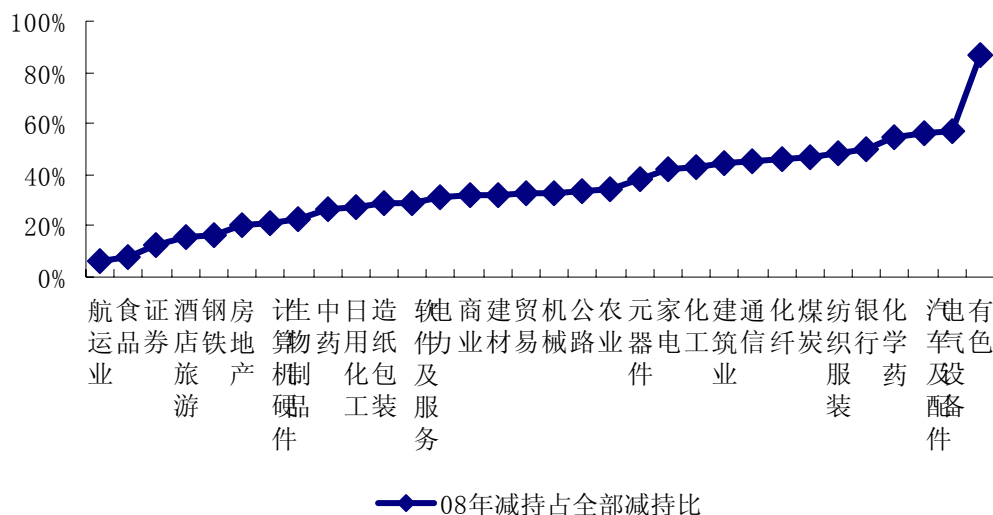
- 2008年度共有303家上市公司发布了近600批次解禁股减持公告，减持数量达32.94亿股，其中股改限售股减持数量占比为82%。我们根据收集到的资料和中登公司公布数据判断，08年全年各类解禁的限售股减持数量大约在70亿股左右。
- 从总体上看，国有股在年初和年末的减持占比较高。鉴于股市对于国有限售股减持的敏感性，我们建议进一步规范国有股大小非的解禁减持的制度安排，以减轻甚至是消除市场对大小非解禁与减持的恐惧心理。
- 从我们收集的样本看，减持承诺在中长期，起不到支撑股价上涨的作用。这说明减持承诺对股价的影响受时间的约束较大。
- 实际减持对股市并没有造成实质性影响，相比之下，解禁预期所带来的负面影响较为明显。解禁压力会提前发生作用，在解禁前期就已经在股价上有所反映。解禁后，随着解禁压力的释放，加上对前期超跌的修正，股价一般会回归到合理价位，供需将会在一个相对较低的价位上达到新的平衡。
- 2009年共有1184次限售股解禁上市，涉及1127只股票，全年解禁数量为6906亿股，解禁市值大约为3.2万亿元。剔除三家减持可能性极小的公司，我们预计减持占解禁的比例会在15%到20%之间，减持市值约在1500到2000亿元左右，加上其他类型限售股的减持，全年大约需2000至3000亿元承接解禁股减持。
- 建议关注两个投资主题，一是价值支撑主题，具体股票如：工商银行、中国石化、中国联通、大秦铁路、五粮液、国电电力、粤电力A、保利地产、葛洲坝和北大荒等；二是杠杆效应主题，具体股票如：上柴股份、本钢板材、深高速、大江股份、耀皮玻璃、双钱股份、海鸥卫浴、世博股份、深深房A和古井贡酒。

1. 2008 年减持基本情况

据天相投资分析系统统计，2008 年度共有 303 家上市公司发布了近 600 批次解限售股减持公告，减持数量达 32.94 亿股，其中股改限售股减持数量占比为 82%。我们根据收集到的资料和中登公司公布数据预计，08 年全年各类解禁的限售股减持数量大约在 70 亿股左右。

从行业上看，2008 年减持最多的行业主要是有色、化工、元器件、房地产、银行、家电和电力等，医药流通、航运业、日用品、酒店旅游医疗器械和计算机硬件等行业则减持较少。由于各行业累计产生的限售股存量和解禁数量相差很大，行业绝对减持数量不能很好地反映减持意愿上，我们考察了 08 年减持数量占累计减持数量比例这一指标，有色、电气设备、汽车及配件、化学药、银行、纺织服装和煤炭等行业的占比较大，这说明这些行业 08 年的减持意愿较为强烈；航运业、食品、证券、酒店旅游、计算机硬件中药和日用品等航运的占比较小，这些行业的解禁股减持意愿较弱。这可能受到行业景气周期的影响，在 08 年宏观经济下滑和股市大幅下跌的背景下，有色、电气设备、汽车纺织服装等行业走在景气周期的高点的右端，解禁的限售股减持动力较大，而食品等弱周期行业对经济周期不敏感，需求具有较强的刚性。在 08 年股市的寒冬季节，更具有投资价值，解禁股减持的动力也较小。

图 1：08 年减持占全部减持比例



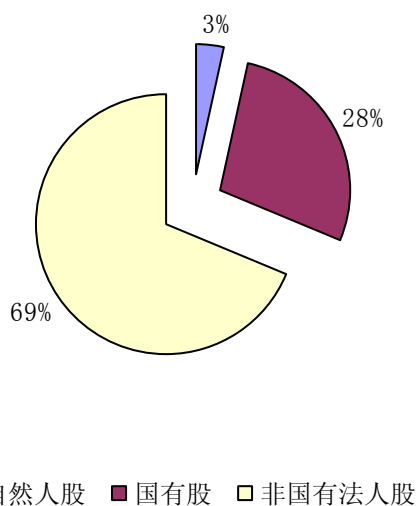
数据来源：天相投资分析系统

2. 减持股东及限售股类型分析

从减持股东类型来看，非国有法人股是减持的主力，以我们收集到的减持公告计算，08 年全年非国有法人股减持 22.56 亿股，占全年减持数量的 69%，国有股减持 9.27 亿股，占比 28%，自然人股减持数量占年度总减持量的 3%。其中国有股每月减持数量和占比波动程度较大，但是从总体上看，国有股在年初和年末的减持

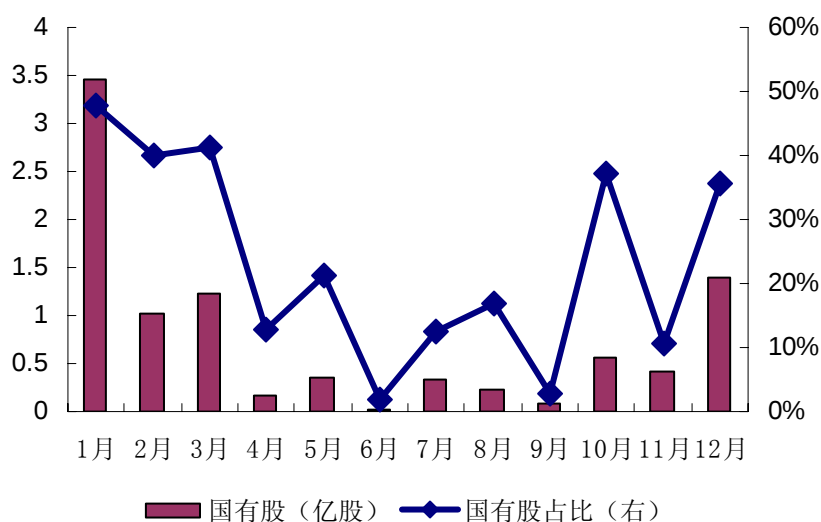
占比较高。国有股的减持动向直接关系着股市供需结构和市场信心，鉴于股市对于国有限售股减持的敏感性，我们建议进一步规范国有股大小非的解禁减持的制度安排，以减轻甚至是消除市场对大小非解禁与减持的恐惧心理。

图 2：不同类型股东减持数量占比



数据来源：天相投资分析系统

图 3：国有股减持数量及占比

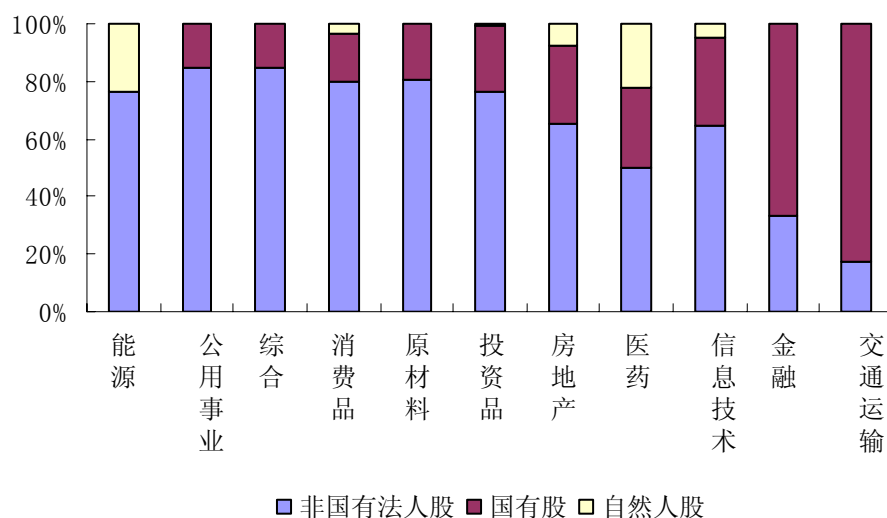


数据来源：天相投资分析系统（注：以公告日期统计）

从行业上看，公用事业、综合、消费品和原材料等行业多为非国有法人股减持；交通运输、金融和信息计算等行业的国有限售股减持比例较高；在能源、医药和房地产等行业，自然人减持比例较高。这样的布局主要和行业特点有关，如在金融行业国有股拥有绝大部分股权，国有限售股比例也高，自然减持比例较高。从这个角度上说，

规范国有大小非减持，重点在于规范国有经济占主导地位的这些行业的国有股大小非的解禁减持制度安排。

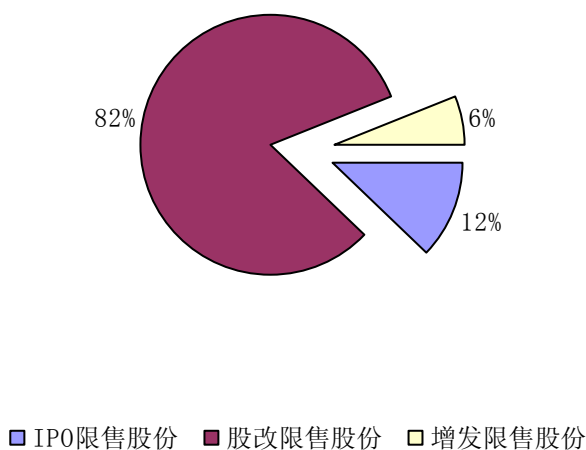
图 4：按行业分不同类型股东减持数量对比



数据来源：天相分析系统

从限售股的类型来看，股改限售股是减持的主要对象，以我们收集到的样本计算，08 年股改限售股减持 26.82 亿股，占全年减持数量的 82%，IPO 限售股和增发限售股分别减持 4.07 和 2.05 亿股，占全年减持量的比例分别为 12%和 6%。我们认为股改限售股减持数量大幅领先主要有两个原因：一方面是股改限售股低廉的成本，保证了较高收益率，另一方面是股改限售股解禁量占比较大。

图 5 不同类型限售股的减持数量占全年减持总量的比例

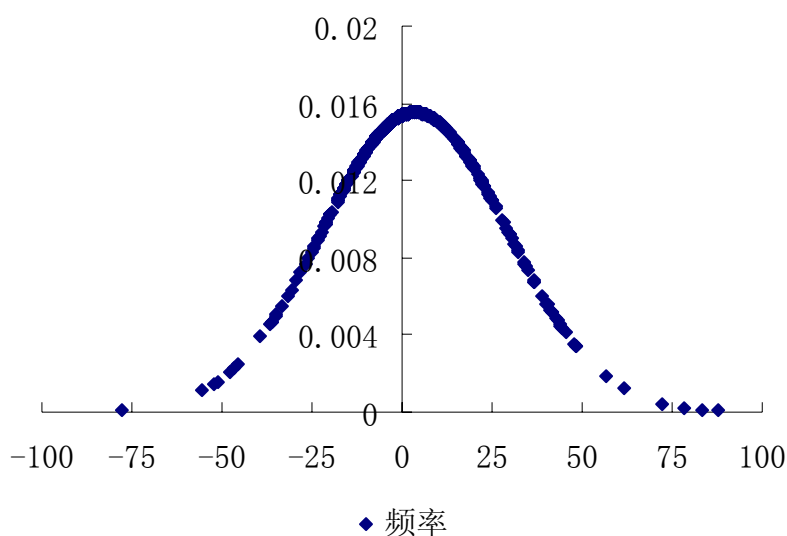


数据来源：天相分析系统

3. 减持对股价的影响

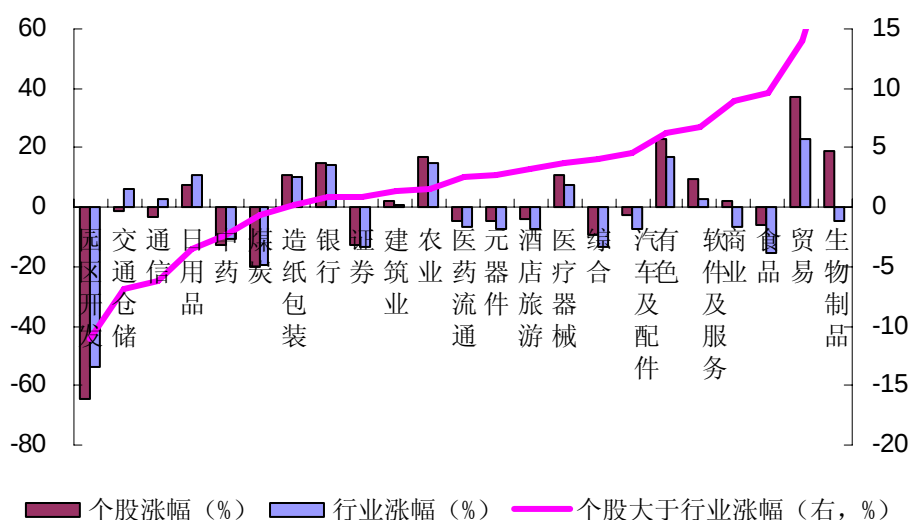
我们通过对全年减持数据统计发现，减持期间大部分个股涨幅大于行业涨幅，所有减持记录中，个股涨幅与行业涨幅差的均值为 3.55 个百分点，从总体上看，解禁股减持体现出“逢高减持”的特征。如果考虑到减持会造成个股的实际供给量增加，给股价带来冲击的因素，那么“逢高减持”的特征将会更加明显。

图 6：减持期间个股涨幅大于行业涨幅百分点及其分布频率



数据来源：天相分析系统

图 7：减持期间个股与行业涨幅对比



数据来源：天相分析系统

从行业上看，生物制品、贸易和食品等行业在减持期内，个股跑赢行业程度较大，

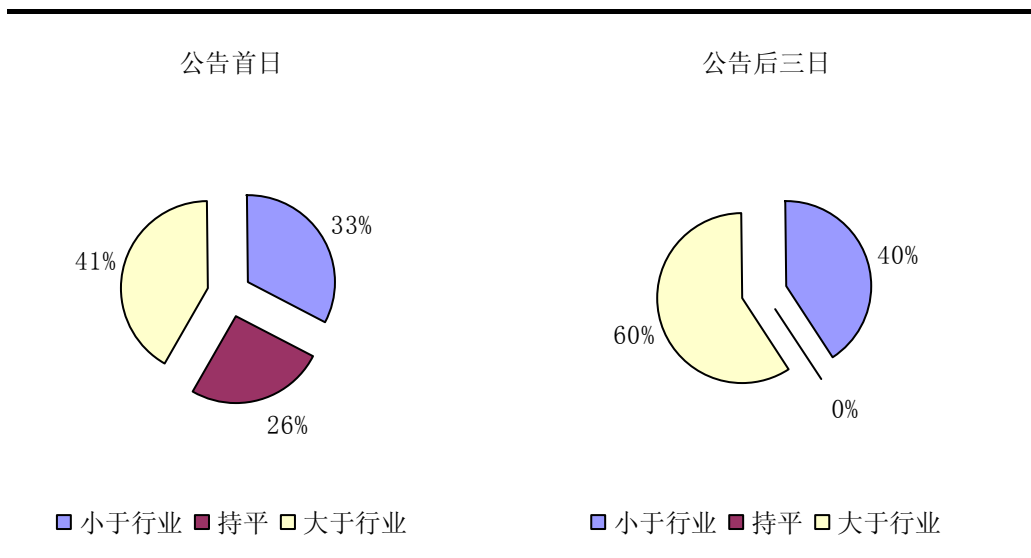
而园区土地开发、交通仓储、通信等行业的个股在减持期内明显跑输行业。我们认为决定个股与行业相对表现的因素主要有两个，一个是具体股票基本面因素，另一个是减持给股价造成的冲击因素。当个股基本面较好，股价相对行业更具吸引力时，减持对股价的负面影响处于次要地位，此时表现出个股涨幅大于行业，或者说是跌幅小于行业；当个股基本面不具吸引力甚至是差于行业时，减持对股价的冲击作用会体现的较为显著，两因素共同导致减持期内个股跑输行业。从这个意义上说，实际减持对股价的影响并不大。事实上，从上图我们可以看出，大部分行业的个股在减持期内跑赢行业。

4. 追加减持承诺对股价的影响

自6月18日以来，一些公司股东陆续承诺自愿延长限售期或者为减持设定最低价格，截止12月29日，已经有93家上市公司的141家股东追加了减持承诺。我们通过研究发现减持承诺在短期内对股价有重大的影响，从长期来看，没有明显的影响。

我们统计了有股东宣布减持承诺的股票的不同时期的走势，发现股东承诺延长限售期或为减持设定最低价格后，在短期内股票价格上涨明显，在个股与所在行业的走势比较中，我们发现公告首日和之后三日，个股表现普遍强于所在行业。

图8：减持承诺公告后短期个股涨与行业涨幅比较

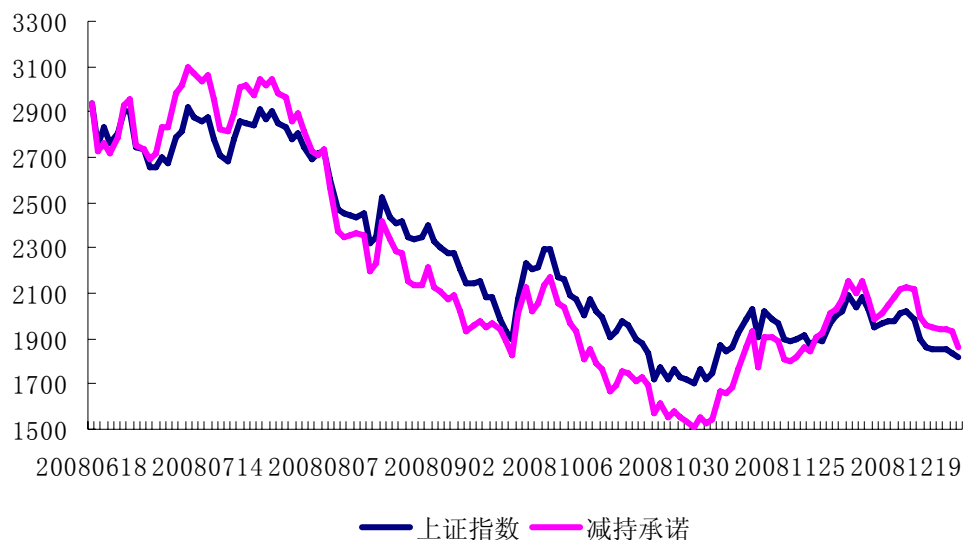


数据来源：天相分析系统

从长期看，减持承诺对股价的影响微小。我们收集了6月18日至12月29日期间，这141家股东追加减持承诺所涉及到的93只股票作为样本，建立了减持承诺指数，在8月1日以前，减持承诺指数的走势明显好于上证指数，但是进入8月份以来，减持承诺指数的走势开始偏离上证指数，并为之保持了相当大的距离，从11月开始，减持承诺指数走势强于上证指数。我们认为这有两个方面的原因，从指数的组成样本上看，6月下旬和7月是减持承诺的高峰期，受减持承诺效应的影响，减持承诺指数表现较好；进入8月份后，在减持承诺公告密度减小和前期超涨因素的双重作用下，减持承诺指数走势弱于上证指数；进入11月份以来，随着减持承诺公告的再次相对密集，加上对前期走势的修正，减持承诺指数超过了上证指数的涨幅。从我们收集的

样本来看，减持承诺在中长期，起不到支撑股价上涨的作用。

图 9：减持承诺指数与上证指数走势比较

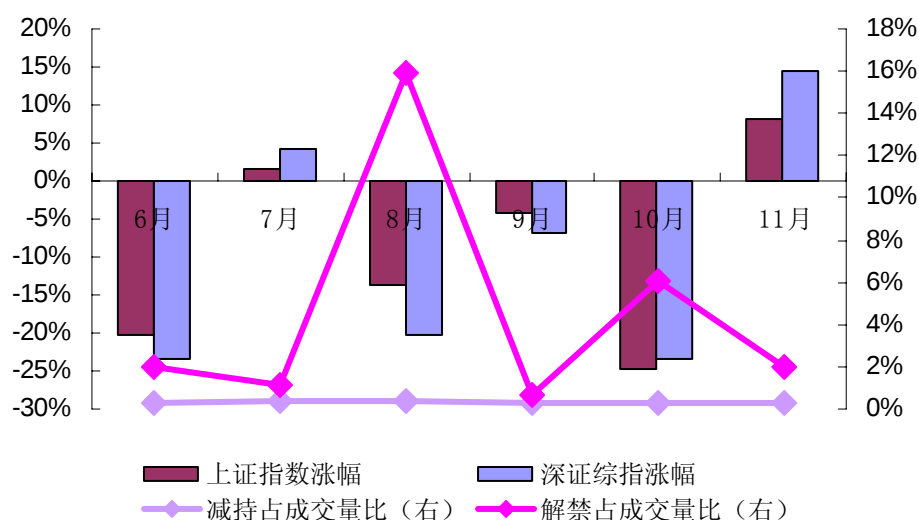


数据来源：天相分析系统

5. 解禁预期对股价的影响

我们通过对解禁与减持数据以及大盘涨跌情况进行研究，我们发现，实际减持对股市并没有造成实质性影响，相比之下，解禁预期所带来的负面影响较为明显。

图 10：解禁比减持更能影响股市



数据来源：中登公司、天相整理

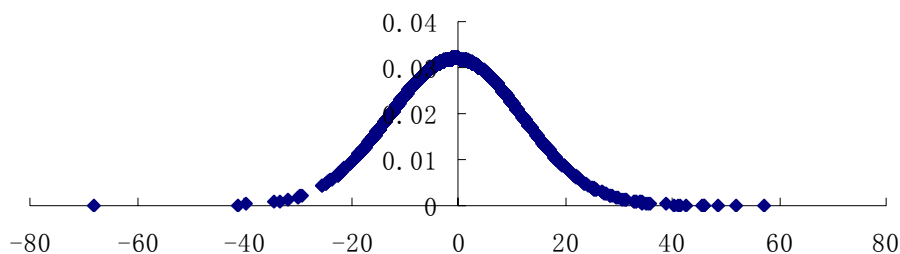
我们引用了中登公司开始公告股改限售股解禁与减持以来的 6 个月的数据，对解

禁数量、减持数量、月度成交量和股市涨跌程度进行研究。虽然我们采用的只是股改限售股的解禁与减持数据,但是由于股改限售股减持量占全部类型限售股减持量的比例超过 80%,我们认为这可以定性地说明问题。从减持数量占两市成交量的比例来看,6 个月的数值都在 0.26%和 0.38%之间,数据波动较小,但是上证指数和深圳综指的波动幅度较大,减持占成交量比例与股市涨幅并没有明显关系。6 个月里不同月份解禁数量占月度成交量比例波动剧烈,取值范围在 0.70%和 15.94%之间,而且该数值与股市涨幅表现出负相关的特征,虽然股价涨跌受多方面因素影响,不能完全用解禁数量的多少来解释,但是相对于减持而言,解禁预期更能造成股价的下跌。

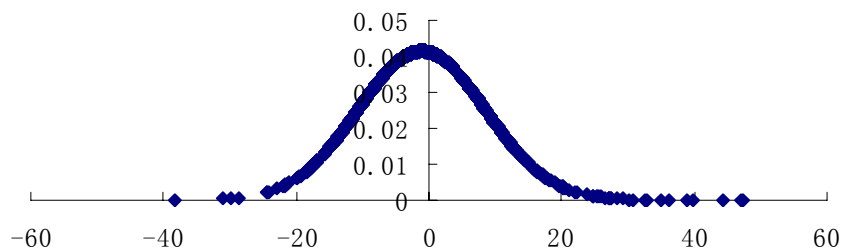
单就解禁对股价的影响来看,由于解禁增加了供给量,改变了股市的供需结构,理论上会造成股价的下跌,如果大家一致认为股价将会受到解禁的影响,那么这种解禁预期就会变成现实的冲击力,造成股价下跌,而且解禁压力会提前发生作用,在解禁前期就已经在股价上有所反映。解禁后,随着解禁压力的释放,加上对前期超跌的修正,股价一般会有所上涨,直到回归到合理价位。这个过程实际上是市场对解禁的消化过程,在不考虑其他因素的前提下,供需将会在一个相对较低的价位上达到新的平衡。

我们以 2008 年 1300 多个批次的解禁股为样本,研究了每只股票解禁前后 20 个交易日和 10 个交易日的累计涨幅与行业涨幅偏差情况,发现在解禁前 20 天(交易日)到解禁当日,个股累计涨幅普遍小于行业累计涨幅,而解禁前 10 天到解禁当日的累计涨幅更加明显地小于行业涨幅;解禁后 10 天内,个股累计涨幅普遍大于行业涨幅,解禁后 20 天内,个股累计涨幅更加明显地大于行业涨幅。

图 11: 解禁前 20 日和 10 日个股累计涨幅大于行业累计涨幅频率分布



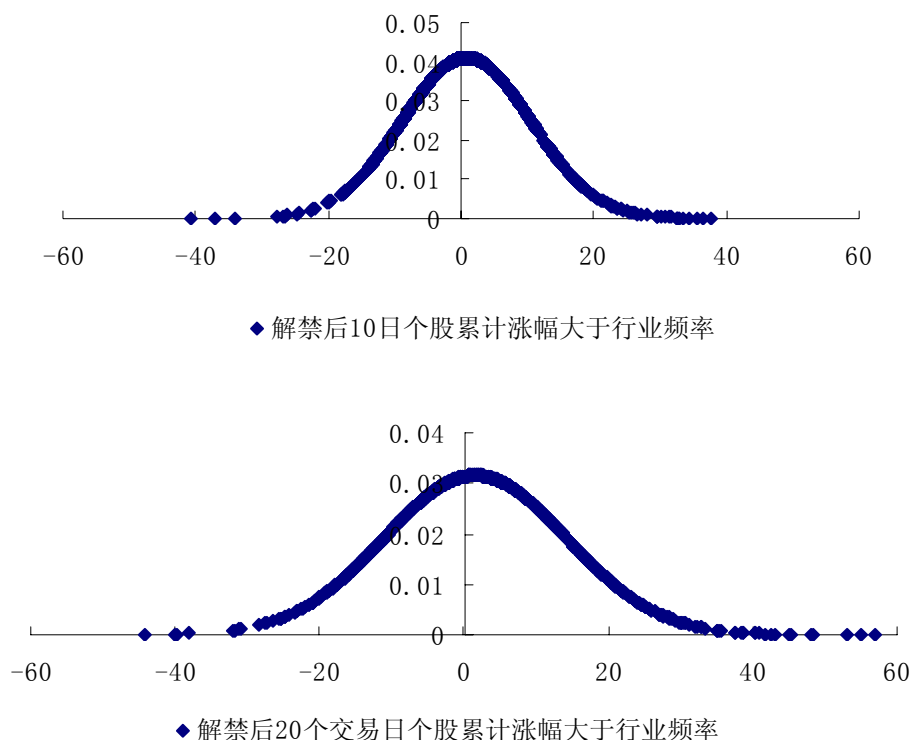
◆ 解禁前20个交易日个股累计涨幅大于行业频率



◆ 解禁前10个交易日个股累计涨幅大于行业频率

数据来源: 天相投资分析系统 (注: 横轴单位为%)

图 12：解禁后 10 日和 20 日个股累计涨幅大于行业累计涨幅频率分布



数据来源：天相投资分析系统（注：横轴单位为%）

从解禁前后 20 个交易日和 10 个交易日个股累计涨幅与行业累计涨幅差的频率分布的统计指标来看，越是临近解禁日，个股的表现越是差于行业，解禁前 10 日涨幅差的均值的绝对值明显变大，而且变异系数也显著变小，这说明随着解禁日的到来，股价对解禁的反映更加强烈；解禁后 20 日涨幅差的均值明显变大，而且变异系数也变小，这说明随着解禁日的远去，个股股价更加普遍地修正了前期的超跌，而表现好于行业。

表 1：解禁前后个股与行业涨幅差频率分布的统计指标

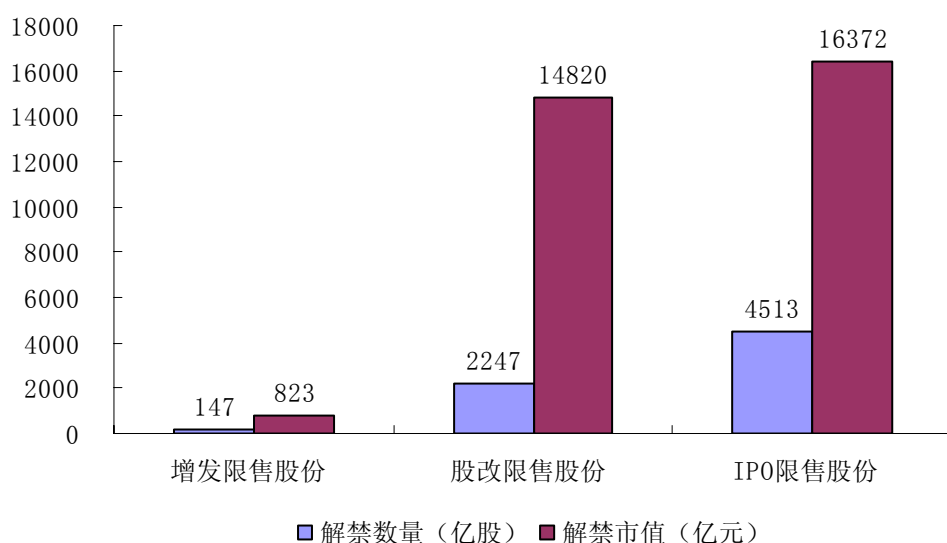
	20 日前	10 日前	10 日后	20 日后
均值	-0.44	-1.09	0.84	1.56
标准差	12.47	9.63	9.72	12.63
变异系数	28.56	8.80	11.60	8.08

数据来源：天相整理

6. 2009 年解禁跟踪

天相系统显示，2009 年共有 1184 次限售股解禁上市情况，涉及 1127 只股票，全年解禁数量为 6906 亿股。以 2008 年 12 月 31 日收盘价计算，2009 年全部解禁市值大约为 3.2 万亿元。按限售股类型分，其中股改限售股，为 2247 亿股，增发限售股为 147 亿股，解禁最多的是 IPO 限售股有 4513 亿股，占全年解禁股的 65.35%，股改限售股占全年解禁数量的 32.53%。

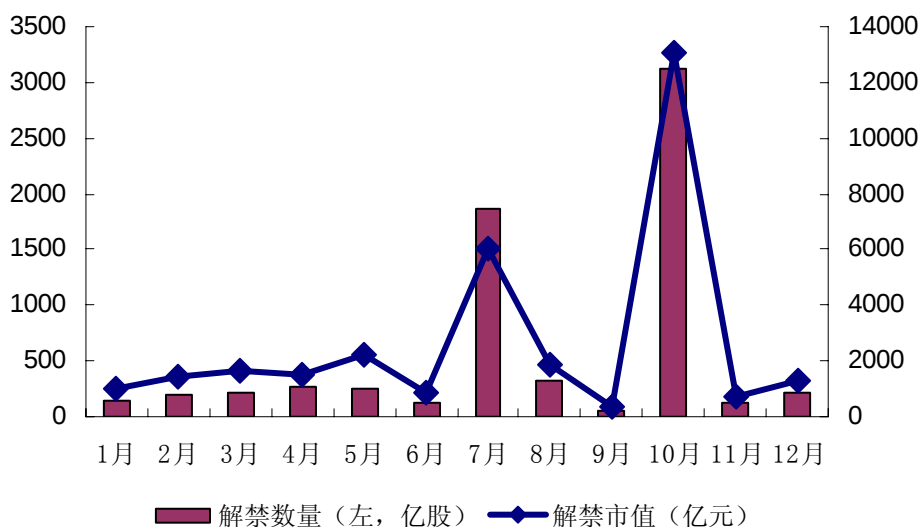
图 13: 2009 年全年解禁数量及市值



数据来源: 天相投资分析系统

从解禁月份上看, 全年解禁数量和市值分布极为不均, 其中 10 月份和 7 月份的解禁数量最多, 两月解禁数量总计占全年解禁数量的 72%。

图 14: 按月份分解禁数量及市值

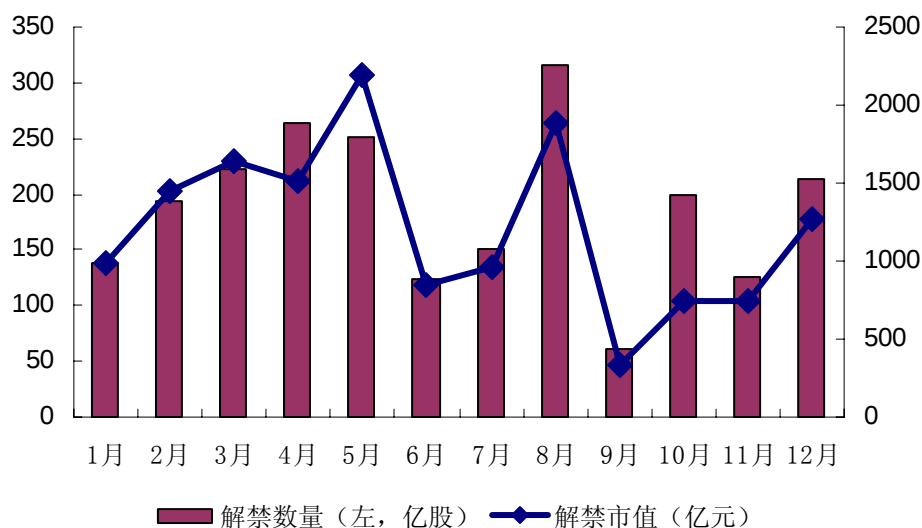


数据来源: 天相投资分析系统

2009 年解禁的上市公司中, 工商银行、中国银行和中国石化的解禁量分别为 2360、1713 和 571 亿股, 三家合计解禁规模大约为全年解禁总量的三分之二。从这三家上市公司的解禁股东性质来看, 他们基本上没有减持的可能, 剔除这三家公司后, 2009 年全部解禁数量大约为 2262 亿股, 其中 IPO 限售股为 440 亿股, 股改限售股为 1676 亿股。以 2008 年 12 月 31 日收盘价计算, 减持意愿较强的股改限售股的解禁市

值大约为 1.08 万亿元。剔除以上三家上市公司后，2009 年全年月度解禁数量较为平均。

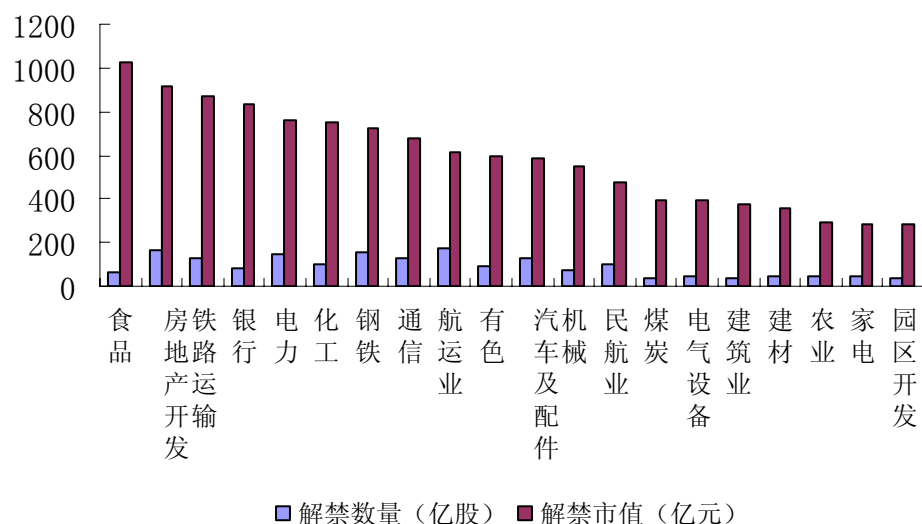
图 15：剔除三家公司后月度解禁数量及市值



数据来源：天相投资分析系统

从行业上看，如不考虑工商银行、中国银行和中国石化的影响，食品、房地产、铁路运输和银行等行业的解禁数量和市值都很大，这些行业受解禁的影响也会较为显著。

图 16：剔除三家公司后按行业分解禁数量及市值



数据来源：天相投资分析系统

尽管 2009 年新增解禁数量很大，但是我们并不认为实际减持会对股市造成太大的冲击。在剔除工商银行、中国银行和中国石化后，IPO 限售股和股改限售股分别剩下 440 亿股和 1676 亿股。根据 08 年减持情况来看，股改限售股的减持占全年减持量

的 82%，可以说是减持的主力。从中登公司公布的数据看，随着股改限售股中减持意愿强烈的小非的解禁高峰的离去，减持占解禁股的比例也呈现出逐渐减小的趋势，截止 2008 年 11 月底，累计减持量占解禁量的比例已经由 08 年 6 月份的 29.67% 下降到 22.52%，考虑到 09 年股改限售股中大小非组成结构和 09 年股市的行情，我们预计减持占解禁的比例将会在 15% 到 20% 之间，减持市值大约在 1500 到 2000 亿元左右，加上其他类型限售股的减持，全年大约需 2000 至 3000 亿元承接解禁股减持，平均下来每月用于承接限售股减持的资金大约为 200 亿元，这占每月成交额的比例并不大。

事实上，资金供求是上次牛市启动与结束的契机，IPO 和增发上市占用资金占资金需求的绝大部分，基金发行断档、大规模 IPO 发行是牛市终结的主要原因。与 IPO 和增发占用资金相比，限售股减持需要资金较小，对市场冲击远远小于首发增发融资。

7. 投资策略

我们认为，解禁股的实际减持对股市的冲击并不大，相比之下，解禁会给投资者信心造成负面影响，当大家一致认为股价会因为解禁而下跌时，那么这种解禁预期就会变成现实的冲击力，造成股价下跌，而且解禁压力会提前发生作用，在解禁前期就已经在股价上有所反映，甚至是导致股价的超跌。解禁后市场会对股价进行修正，使其回归到合理价位，特别是一些处于景气上升周期的行业中的优质股票或者是价值被严重低估的股票，会在基本面的支撑下，率先实现反弹。在这个股价波动过程中，蕴含着较好的投资机会。例如海通证券在 2008 年 12 月底的一次解禁时，股价不跌反涨，就是解禁压力与价值支撑的博弈所带来的投资机会的体现。

我们也注意到，某些股票的解禁市值占目前流通市值的比例很大，甚至是几倍以上，一些机构会利用杠杆原理，在解禁前用较少的资金拉高股价，以换得尚未流通的股份的高市值。例如金风科技在 2008 年 12 月 26 日解禁后，连续五个交易日拉出阳线，其中两次收于涨停。如果一只股票的价格很低，市值又很小，那么炒作也就会很容易，特别是当这只股票将要解禁的股份占目前流通股比例很大时，机构利用杠杆操纵股价的动机也会较强。

根据我们的策略思想，建议关注的投资主题有两个，一个是价值支撑主题，具体来说就是关注那些解禁数量大、基本面优秀的个股在解禁压力与价值支撑的博弈过程中体现出的投资机会，具体股票如：工商银行、中国石化、中国联通、大秦铁路、五粮液、国电电力、粤电力 A、保利地产、葛洲坝和北大荒等；一个是杠杆效应主题，具体是指关注那些价格低、流通市值小而且解禁数量大的股票，这些股票很容易在解禁前被操纵，用较小的资金投入取得较大的收益，具体股票如：上柴股份、本钢板材、深高速、大江股份、耀皮玻璃、双钱股份、海鸥卫浴、世博股份、深深房 A 和古井贡酒。

有些股东在持有的限售股解禁前已经取得了较高的收益，但是这些股票的基本面较差，上市公司的业绩不足以支撑股价上涨，那么这些股东会有强烈的抛售意愿，他们在持有的限售股解禁后减持的风险较大，我们会在后期的月度和周报告中具体关注。



附录：大额解限售一览（以解禁日期排序）

名称	代码	上市批次	预计上市日期	解禁数量 (万股)	当前解禁市 值(万元)	解禁量占 流通股比 例	解禁量占 总股本比 例	限售股类型
北大荒	600598	2	2009-1-4	107,018	1,148,300	64.80%	64.80%	股改限售股份
陆家嘴	600663	2	2009-1-6	106,774	1,417,954	367.74%	57.17%	股改限售股份
粤电力 A	000539	4	2009-1-19	123,946	762,267	164.25%	46.61%	股改限售股份
招商银行	600036	2	2009-2-27	479,923	5,835,868	66.23%	32.63%	股改限售股份
深高速	600548	1	2009-2-28	121,540	535,991	558.03%	55.73%	股改限售股份
ST 盐湖	000578	1	2009-3-11	87,735	2,215,314	1141.63%	28.60%	股改限售股份
马钢股份	600808	2	2009-3-31	383,056	1,237,271	179.23%	49.74%	股改限售股份
五粮液	000858	3	2009-3-31	174,877	2,332,865	85.44%	46.07%	股改限售股份
首创股份	600008	2	2009-4-19	135,929	596,729	161.68%	61.79%	股改限售股份
江西铜业	600362	2	2009-4-19	122,504	1,222,585	346.76%	40.53%	股改限售股份
紫金矿业	601899	2	2009-4-25	492,497	2,363,984	351.78%	33.87%	IPO 限售股份
葛洲坝	600068	4	2009-5-17	87,959	777,559	111.93%	52.82%	股改限售股份
中国联通	600050	4	2009-5-19	1,075,466	5,409,594	102.99%	50.74%	股改限售股份
安阳钢铁	600569	2	2009-5-25	101,031	305,114	100.24%	42.21%	股改限售股份
华夏银行	600015	3	2009-6-6	155,680	1,131,794	70.75%	31.20%	股改限售股份
宏源证券	000562	4	2009-6-21	92,549	1,082,818	172.77%	63.34%	股改限售股份
中国银行	601988	4	2009-7-5	17,132,540	50,883,646	2638.41%	67.49%	IPO 限售股份
福建高速	600033	2	2009-7-14	93,644	457,917	172.40%	63.29%	股改限售股份
一汽夏利	000927	1	2009-7-26	126,905	483,507	389.13%	79.56%	股改限售股份
保利地产	600048	4	2009-7-31	120,092	1,729,322	114.17%	48.97%	IPO 限售股份
大秦铁路	601006	5	2009-8-1	946,545	7,591,295	269.57%	72.94%	IPO 限售股份
华电国际	600027	3	2009-8-1	314,810	1,202,575	218.32%	52.28%	股改限售股份
中国国航	601111	3	2009-8-18	620,668	2,544,738	378.69%	50.66%	IPO 限售股份
民生银行	600016	3	2009-8-23	92,820	377,777	5.19%	4.93%	增发限售股份
本钢板材	000761	1	2009-8-28	200,000	820,000	919.12%	63.78%	增发限售股份
国电电力	600795	3	2009-8-31	131,452	732,186	31.80%	24.13%	股改限售股份
海南航空	600221	3	2009-9-29	178,142	555,804	145.72%	50.46%	股改限售股份
中国石化	600028	3	2009-10-10	5,708,780	40,075,636	444.81%	65.84%	股改限售股份
北辰实业	601588	3	2009-10-16	116,000	325,960	77.33%	34.45%	IPO 限售股份
工商银行	601398	4	2009-10-27	23,601,235	83,548,370	1578.68%	70.66%	IPO 限售股份
上港集团	600018	1	2009-10-27	1,299,829	4,302,433	162.63%	61.92%	股改限售股份
攀钢钢钒	000629	3	2009-11-7	131,337	1,205,677	50.04%	32.63%	股改限售股份
东风汽车	600006	1	2009-11-13	120,200	352,186	150.63%	60.10%	股改限售股份
新潮中宝	600208	1	2009-11-29	211,200	853,248	337.63%	74.84%	增发限售股份
招商轮船	601872	3	2009-12-1	185,655	716,630	117.74%	54.07%	IPO 限售股份
上海汽车	600104	1	2009-12-4	327,503	1,755,416	99.97%	49.99%	增发限售股份
上海电气	601727	1	2009-12-5	150,965	872,576	245.06%	12.07%	IPO 限售股份
大唐发电	601991	3	2009-12-20	405,160	2,617,333	91.82%	34.50%	IPO 限售股份
广深铁路	601333	3	2009-12-22	290,425	1,077,477	105.69%	41.00%	IPO 限售股份

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014