

[2009.01.07]

限售股研究 I：整体形势与近期分析

✍ 蒋瑛琨

☎ 21-38676710

✉ jiangyingkun@gtjas.com

何苗

21-38676647

hemiao@gtjas.com

本报告导读：

- 分析维度全面
- 数据翔实

摘要：

- 我们从多维度详细分析了限售股问题，后续将以月报或专题形式持续跟踪研究。此外，限售股定价、基于结构化产品的限售股解决方案等问题，我们还将陆续进行研究。
- **2008-2010 解禁规模：**2008-2010 年是限售股解禁高峰，其中，2009 年 7 月和 10 月、2010 年 11 月为月度解禁高峰期。**2008-2010 解禁类型：**2008 年限售股解禁类型主要为大非，而 2009、2010 年巨量限售股解禁以首发原股东限售股和大非居多。**2008 年 12 月解禁概况：**12 月解禁数量是本年度的次高峰，而解禁市值仅排年度第 4 位，本月解禁以大非、首发原股东限售、定向增发机构配售为主。**2009 年 1 月解禁概况：**无论是解禁数量还是市值，是 2009 年各月中解禁较小的月份，解禁量仅高于 9 月和 11 月。
- **2008-2010 年大小非解禁规模：**2009 年为解禁高峰期，10 月、3-5 月的月度解禁规模较高，而 2010 年解禁则呈锐减之势。**2008 年 12 月大小非解禁概况：**从解禁数量看，12 月为全年次高峰；从解禁市值看，12 月为年度第 3 位。**2008-2010 小非解禁规模：**2009 年 2 月、6 月的小非解禁规模也较高，而在 2009 年 7 月至 2010 年 12 月期间，小非解禁量已很小。**2008 年 12 月小非解禁概况：**12 月的解禁数量及市值在 2008 年各月中位列第 3。
- **各期分行业限售股分析：**2008 年 12 月，考虑所有类型限售股解禁，交通运输和证券行业分别在解禁数量和市值上位列第 1；如果仅考虑股改限售股，交通运输行业在解禁数量和市值上都占据绝对优势。**2009 年 1 月，**化工行业解禁数量最高，但解禁市值最高的行业为建筑建材行业。解禁“大非”、“小非”市值最多的行业是建筑建材、房地产等行业。**2009 年 1 季度，**银行、建筑建材、食品饮料行业的解禁市值居前三；银行业的“大非”、“小非”解禁市值均居各行业之首。**2009 全年，**银行业限售股解禁占据绝对优势；化工行业“大非”、银行业“小非”解禁市值最高。
- **解禁、减持与市场涨跌之间的关系：**当月解禁限售股并不一定在当月被减持。各月减持数量与解禁数量之间存在一定负相关性，与上证综指月涨跌幅之间存在一定正相关。**累计解禁与减持对比：**“大小非”累计解禁占比稳步攀升；相比之下，已解禁“大小非”的累计减持占比却在下降。**增持与减持规模的对比：**5-7 月市场减持大于增持，8-10 月减持小于增持，11-12 月减持大于增持。
- **大宗交易规模与上证指数的涨跌幅具有较高的正相关性。大宗交易加权溢价率与上证综指月涨跌有一定正相关性。**
- **个股解禁价量表现：**就解禁当日的成交量而言，除 12 月 29 日解禁个股成交情况不甚一致外，多数个股在解禁当日的成交均放出巨量。**从个股的绝对走势而言，**个股的走势基本与本月市场的走势保持了较强的一致性。**从个股相对于所在行业的走势来看，**不同个股存在差异。

相关报告

1、新规则实施后限售股解禁对沪深 300 等指数定期调整的影响，20080303

目 录

1. 限售股历年解禁概况（2008-2010）	3
1.1. 限售股月度解禁概况（2008.01—2010.12）	3
1.2. “大小非”月度解禁概况（2008.01-2010.12）	5
1.3. 限售股各期行业解禁概况	7
1.3.1. 2008 年 12 月行业解禁概况(2008.12)	7
1.3.2. 2009 年 1 月行业解禁概况(2009.1)	8
1.3.3. 2009 年 1 季度行业解禁概况（2009.1-3）	9
1.3.4. 2009 年行业解禁概况（2009.01-12）	11
1.4. 限售股各期分类型解禁概况	12
1.4.1. 2008 年 12 月分类型解禁概况（2008.12）	12
1.4.2. 2009 年 1 月分类型解禁概况（2009.01）	12
1.4.3. 2009 年一季度分类型解禁概况（2009.01-03）	13
1.4.4. 2009 年分类型解禁概况（2009.01-12）	13
2. 限售股近月减持及增持（2008.06-2008.11）	14
3. 近月大宗交易概况（2008.05-2008.11）	17
4. 2008 年 12 月巨额解禁个股市场表现	19
附录：限售股解禁列表（2009.1）	22

本报告共 22 页，图 38 张，表 3 张

1. 限售股历年解禁概况（2008-2010）

1.1. 限售股月度解禁概况（2008.01—2010.12）

A股市场以65%的跌幅走完了2008年，海外次贷危机、国内“大小非”等限售股抛售等因素成为下跌助推力。回望2008年，限售股解禁对市场形成了沉重的抛压；在未来的2009和2010年，市场前行的道路上仍面临限售股解禁的巨大挑战。

2008-2010 解禁规模：从年度解禁规模看，2008-2010年是限售股解禁高峰，这三年限售股解禁股数分别为1622、6865、3557亿股，解禁市值分别为19311、32292、33529亿元（2008年以实际值计算，2009、2010年按2008年12月29日不变价格计算，下同），2011年以后限售股解禁大为降低。从月度解禁规模看，2009年7月和10月、2010年11月成为月度解禁高峰期，月度解禁股数分别为1864.3131、1669亿股，月度解禁市值分别高达6185、13411和16826亿元，流通市值占已流通市值的比重将分别高达10.5%、17.8%和15.8%（远高于2008年月度最多不超过5%的水平），流通市值占总市值的比重分别为5.1%、10.9%和13.7%。由此，2009年、2010年限售股解禁压力可见一斑。

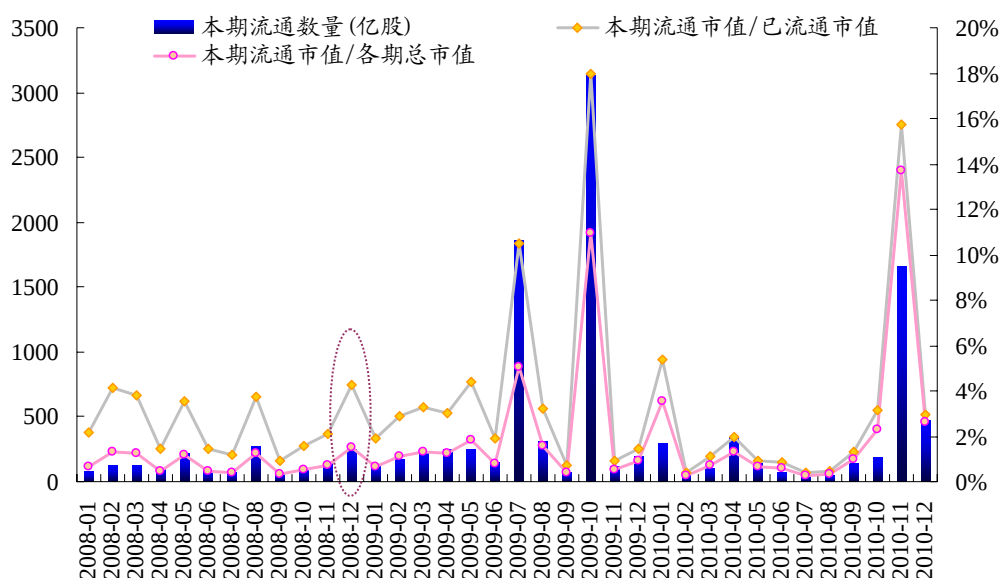
2008-2010 解禁类型：2008年限售股解禁类型主要为大非，而2009、2010年巨量限售股解禁主要以首发原股东限售股和大非居多。2009年两类解禁的市值占比分别为53.1%、43.3%，而小非的市值占比为1.4%；2010年两类解禁市值占比分别86.1%、11.2%，而小非市值占比为0.08%。

从月度来看，以2009年限售股解禁量较大的7月和10月为例，7月首发原股东限售股和大非解禁市值分别占当月解禁总市值的87.2%和11.8%，10月这两种类型的解禁市值占比分别为68.1%、31.6%。而小非解禁规模相对较大则出现在2009年2月，该月小非解禁市值约263亿元，占月度解禁总量的19.8%。

2008年12月解禁概况：相对于2008年前11个月份，从解禁数量看，12月解禁数量（247亿股）是本年度的次高峰，仅略少于8月份的273亿股。从解禁市值看，12月解禁市值（18867亿元）仅排年度第4位，究其原因，与2、3月指数4000-5000点的水平相比，12月的市场估值水平已大幅下跌。本月解禁类型以大非、首发原股东限售、定向增发机构配售为主。

2009年1月解禁概况：本月无论是解禁数量（123亿股）还是解禁市值（843亿元），是2009年各月中解禁较小的月份，解禁量仅高于9月和11月。从解禁类型来看，本月以大非占据绝对优势，其解禁市值占比达86.78%，而解禁小非为16亿元，解禁市值占比仅为1.95%。

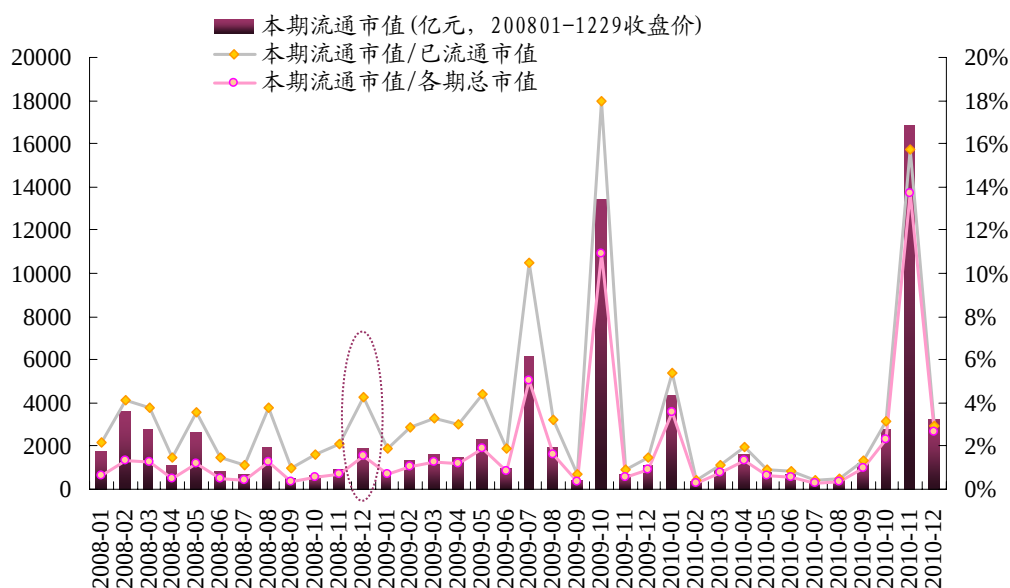
图1 12月限售股解禁数量是2008年月度次高峰，2009年7月和10月、2010年11月迎来更大解禁潮（2008.01-2010.12）



数据来源：国泰君安证券研究所，WIND

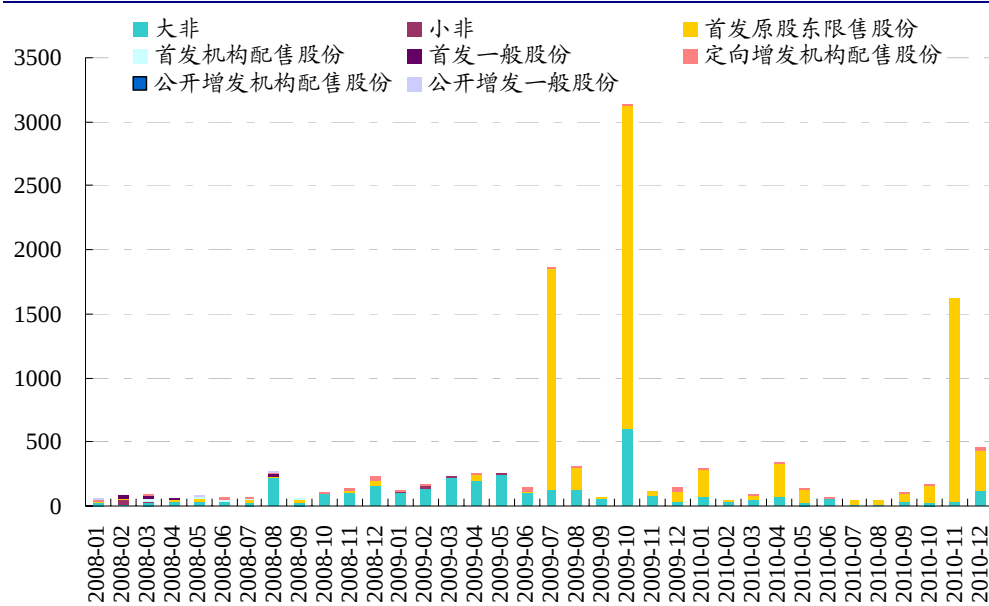
注：2008年12月前的流通市值和总市值取月底实际值，其后则以12月29日不变价格计算。下同。

图2 12月限售股解禁市值居2008月度第4位，2009年7月和10月、2010年11月为月度解禁高峰期（2008.01-2010.12）



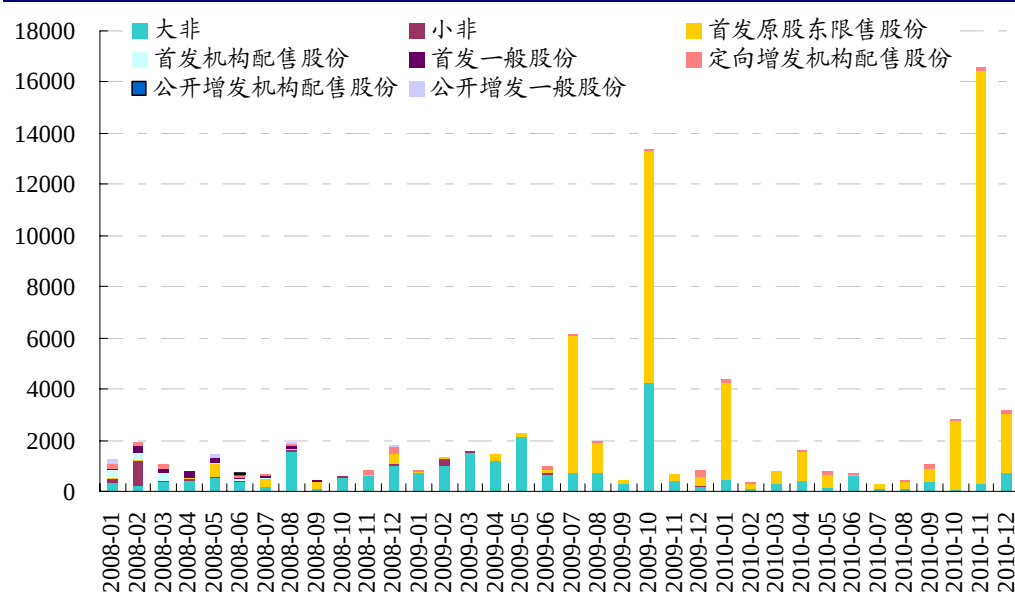
数据来源：国泰君安证券研究所，WIND

图 3 2008 年限售股解禁以大非为主、多种类型并存，2009 和 2010 年限售股解禁以首发原股东限售和大非为主（2008.01-2010.12，亿股）



数据来源：国泰君安证券研究所，WIND

图 4 2008 年限售股解禁以大非为主、多种类型并存，2009 和 2010 年限售股解禁以首发原股东限售和大非为主（2008.01-2010.12，亿元）



数据来源：国泰君安证券研究所，WIND

1.2. “大小非”月度解禁概况（2008.01-2010.12）

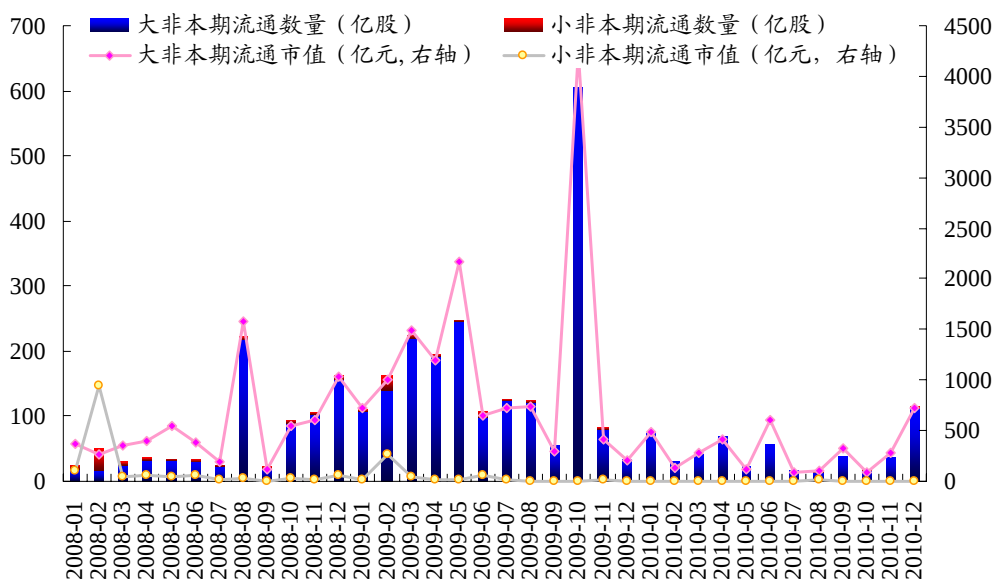
考虑到减持动机的差异，我们对由股改导致的限售股解禁——“大小非”进行单独考察。

2008-2010 年大小非解禁规模：从年度大小非解禁规模看，2008-2010 年解禁股数分别为 845、2077、532 亿股，解禁市值分别为 7782、14271、3692 亿元。其中，2009 年为解禁高峰期，10 月、3-5 月的月度解禁规模较高，而 2010 年解禁则呈

锐减之势（仅 12 月规模有所增大）。这一特征，与全部限售股解禁的月度特征有所不同。

2008 年 12 月大小非解禁概况：从解禁数量看，2008 年 8 月（222 亿股）仍是全年的解禁最高峰，12 月为次高峰，与针对所有类型限售股的解禁分析类似。从解禁市值看，8 月仍为解禁最高峰，2 月跃居至第 2，12 月（1062 亿元）为年度第 3 位。

图 5 各期“大非”解禁远超“小非”，居统治地位，2009 年（如 10 月、5 月等）为大小非解禁高峰期，2010 年则锐减（2008.01-2010.12）

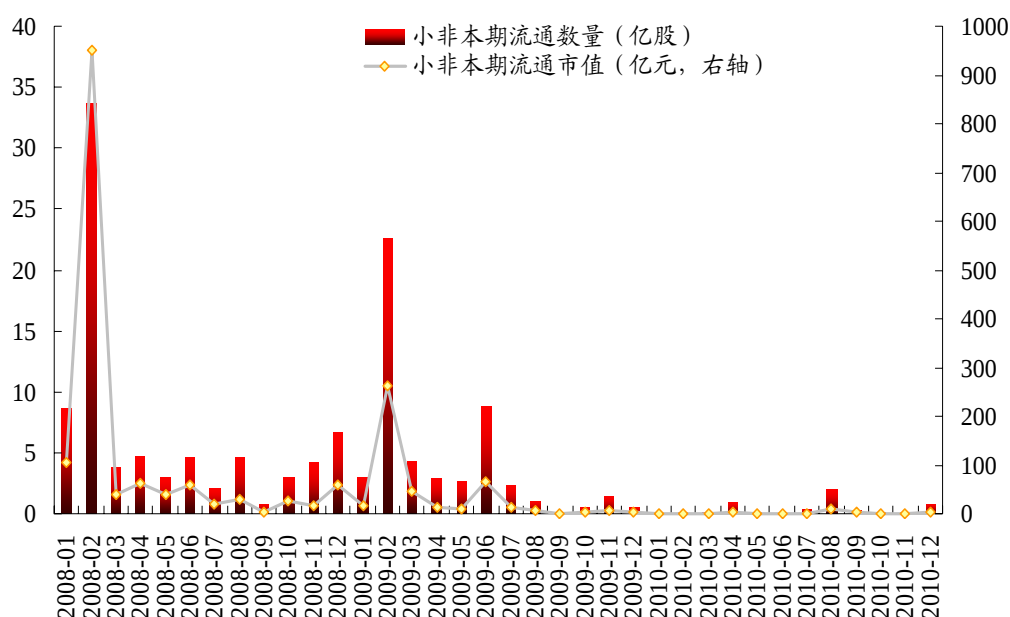


数据来源：国泰君安证券研究所，WIND

2008-2010 小非解禁规模：市场普遍认为“小非”解禁后的抛售意愿更强烈。2008 年“小非”解禁市值显著高于 2009、2010 年。其中，2008 年 2 月“小非”解禁市值为三年内的月度最高峰。2009 年 2 月、6 月的小非解禁规模也较高，而在 2009 年 7 月至 2010 年 12 月期间，小非解禁量已很小。

2008 年 12 月小非解禁概况：考察 2008 年，12 月的解禁数量（6.7 亿股）及市值（58 亿元）在各月中位列第 3，仅次于 2 月和 1 月。

图 6 2008 年 12 月解禁的“小非”数量及市值显著少于 1 月、2 月，列本年度第 3（2008.01-2010.12）



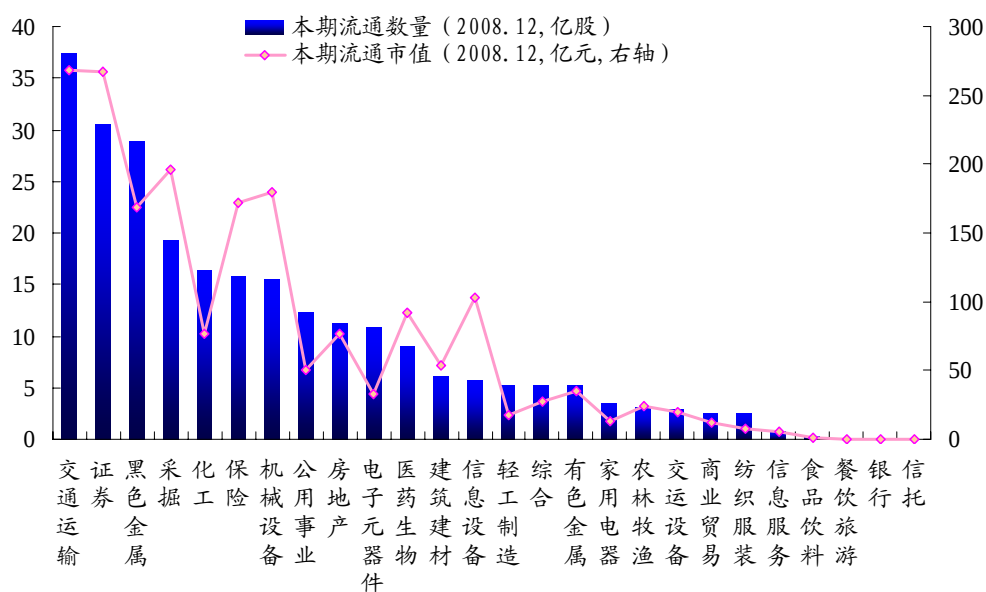
数据来源：国泰君安证券研究所，WIND

1.3. 限售股各期行业解禁概况

1.3.1. 2008 年 12 月行业解禁概况(2008.12)

所有类型限售股解禁的行业分布：2008 年 12 月，考虑所有类型的限售股解禁，交通运输和证券行业分别在解禁数量和解禁市值上位列第 1，银行和信托行业则无限售股解禁。

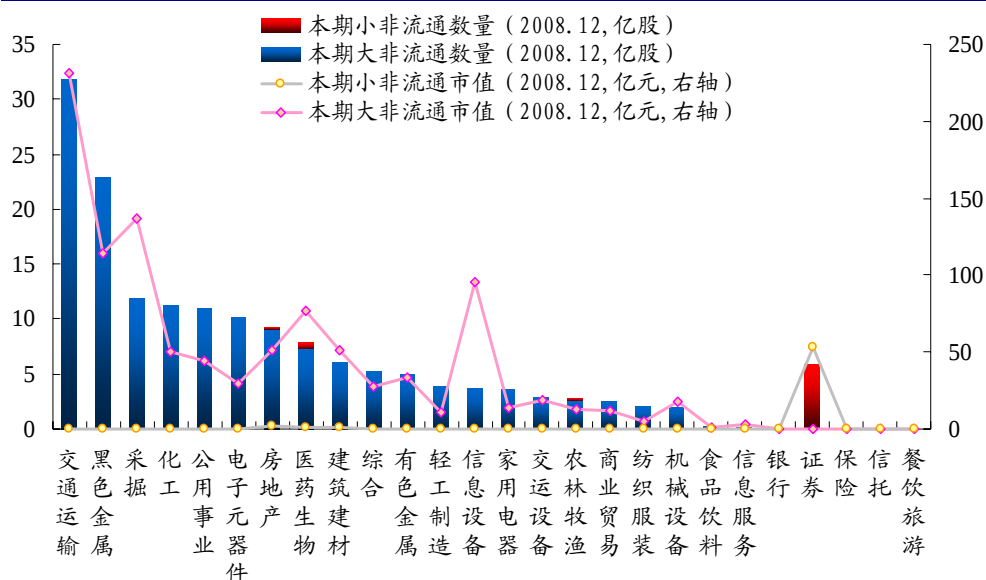
图 7 2008 年 12 月交通运输行业解禁数量居第一，而证券行业占据解禁市值首位(2008.12)



数据来源：国泰君安证券研究所，WIND

大小非限售股解禁的行业分布：如果仅考虑股改限售股，交通运输行业在解禁数量和市值上都占据绝对优势，除银行、信托行业外，保险和餐饮旅游行业也无“大小非”解禁。值得注意的是，在所有类型限售股中，证券行业解禁市值居第1，但仅考察“大小非”时，该行业并无“大非”解禁，只有长江证券较多“小非”解禁，而海通证券本月22日和29日的解禁皆属于定向增发机构配售股。

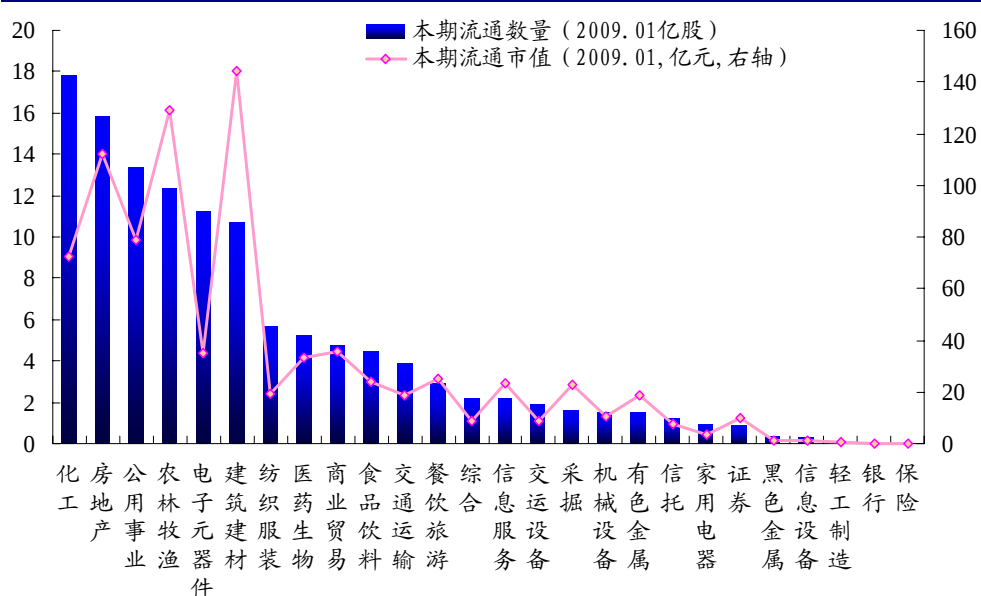
图8 2008年12月交通运输行业大非解禁较多，其次是采掘与黑色金属行业，而证券行业小非解禁最高(2008.12)



数据来源：国泰君安证券研究所，WIND

1.3.2. 2009年1月行业解禁概况(2009.1)

图9 2009年1月化工和建筑建材行业分列解禁数量及市值的第1，农林牧渔与房地产行业的解禁量也较大(2009.1)

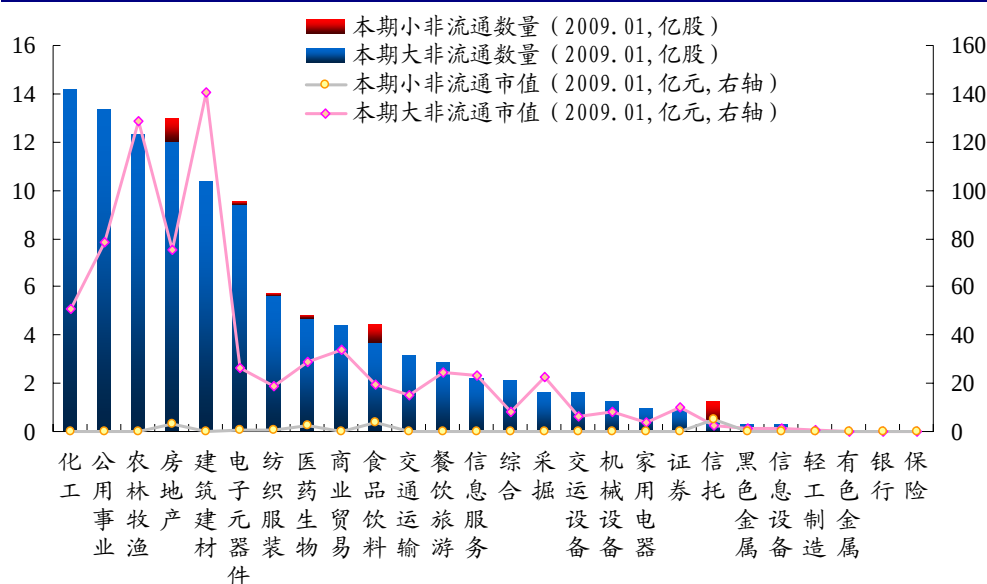


数据来源：国泰君安证券研究所，WIND

所有类型限售股解禁的行业分布：2009 年 1 月，化工行业解禁数量最高，但解禁市值最高的行业为建筑建材行业，农林牧渔、房地产行业解禁规模也较大。银行和保险行业则无限售股解禁。

大小非限售股解禁的行业分布：解禁“大非”股数最多的行业是化工、公用事业和农林牧渔行业，解禁“大非”市值最多的行业是建筑建材、农林牧渔和公用事业行业。解禁“小非”规模最多的是房地产、食品饮料和信托行业，这三个行业的部分股票下月或将面临较沉重的抛压。

图 10 2009 年 1 月建筑建材、农林牧渔和公用事业行业解禁的“大非”较多，房地产、食品饮料、信托解禁的“小非”相对较多(2009.1)

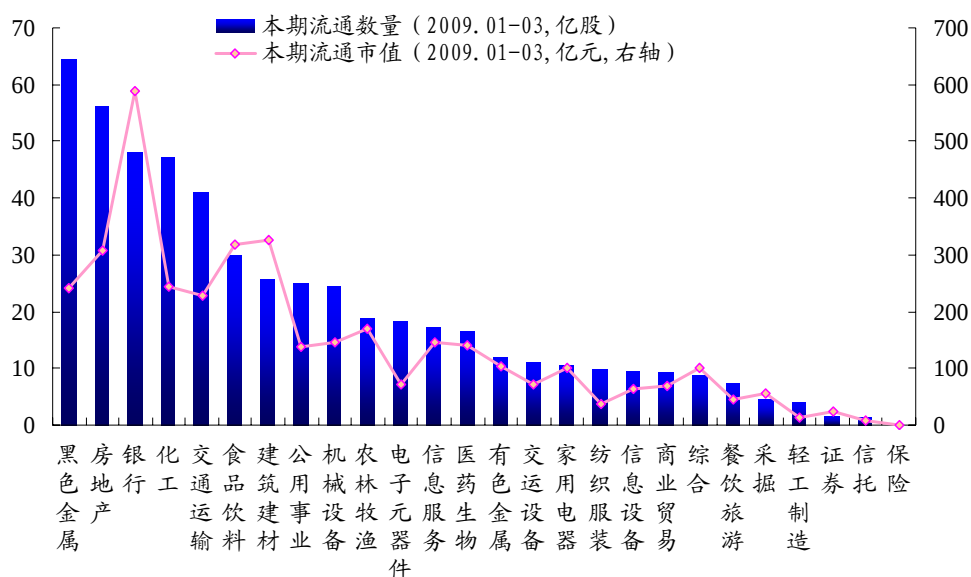


数据来源：国泰君安证券研究所，WIND

1.3.3. 2009 年 1 季度行业解禁概况（2009.1-3）

所有类型限售股解禁的行业分布：2009 年 1 季度，黑色金属、房地产、银行行业解禁规模居前三。银行、建筑建材、食品饮料行业的解禁市值居前三。保险行业无限售股解禁。

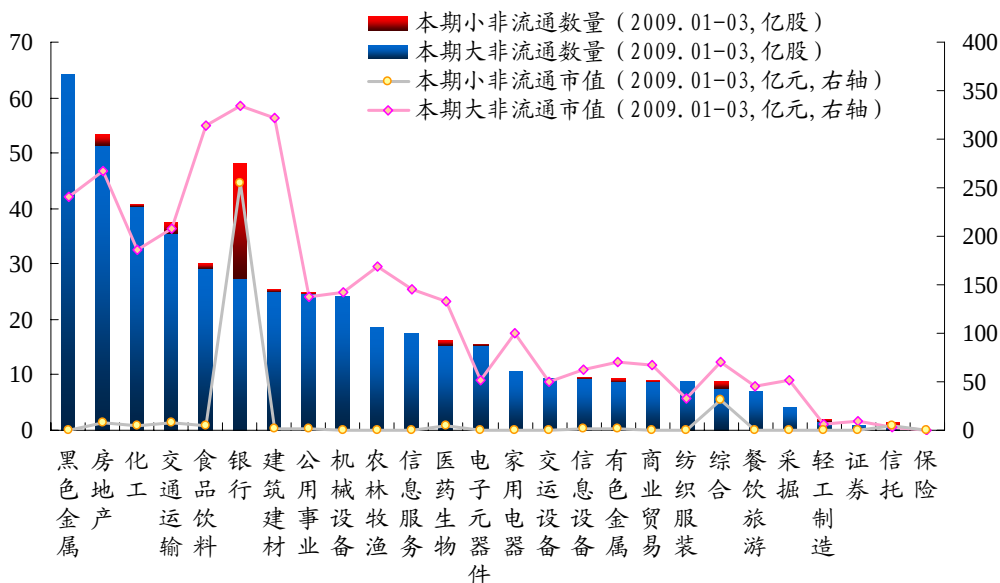
图 11 2009 年 1 季度银行、建筑建材、食品饮料行业解禁市值居前三，黑色金属、房地产、银行行业解禁股数居前三（2009.1-3）



数据来源：国泰君安证券研究所，WIND

大小非限售股解禁的行业分布：银行业的“大非”、“小非”解禁市值均居各行业之首，这主要是招商银行 2 月 27 日的解禁引致。此外，大非解禁规模较大的行业还有食品饮料与建筑建材行业。而综合行业小非解禁市值较高，主要是由于 ST 盐湖在 3 月 11 日的解禁。该股票在 2008 年 6 月即开始停牌，规避了下半年大跌，虽然 12 月 26 日复牌至今（12 月 29 日）连续两个跌停，股价仍维持在相对高位，在一定程度上虚增了本次计算的当期解禁市值。

图 12 2009 年 1 季度银行、食品饮料与建筑建材行业的大非解禁居前三，银行业“小非”解禁压力突出（2009.1-3）

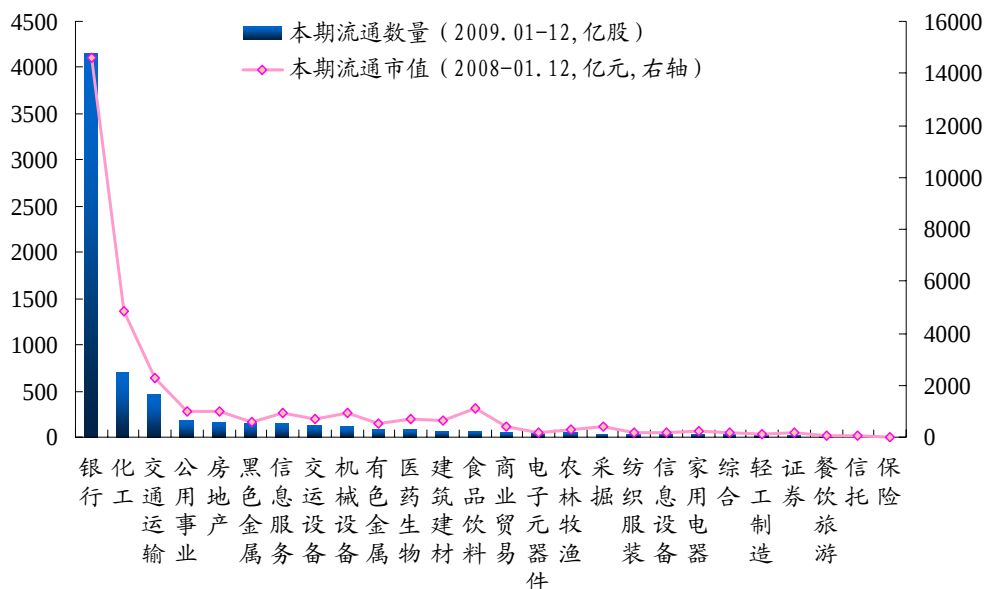


数据来源：国泰君安证券研究所，WIND

1.3.4. 2009 年行业解禁概况 (2009.01-12)

所有类型限售股解禁的行业分布：2009 全年，在所有行业中，银行业限售股解禁占据绝对优势，其中 10 月 27 日解禁的工商银行可谓“功不可没”，届时工商银行有超过现有流通股数 15 倍的股票上市流通。保险行业本期无限售股解禁。

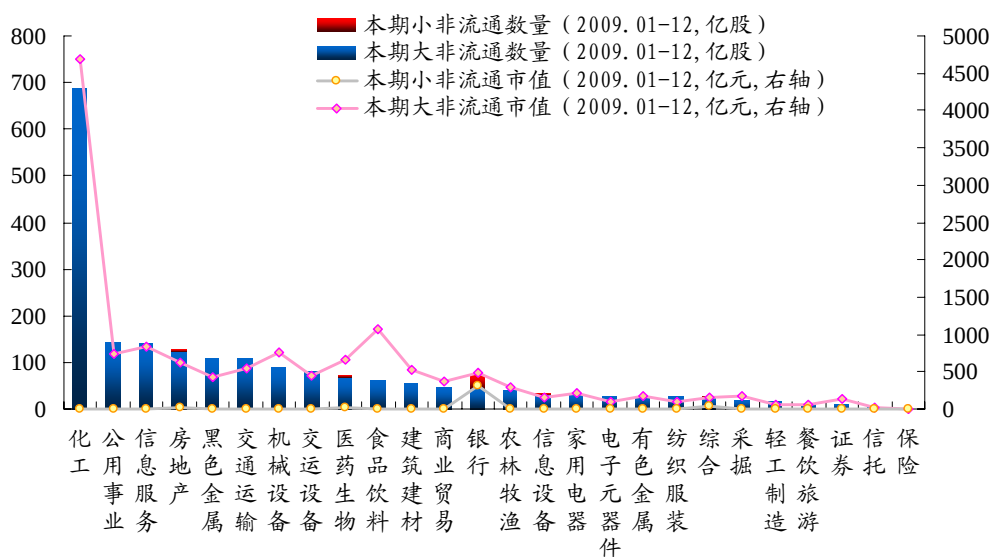
图 13 2009 年银行业解禁规模超过其余各行业的总和 (2009.01-12)



数据来源：国泰君安证券研究所，WIND

大小非限售股解禁的行业分布：2009 年化工行业“大非”解禁市值远超其它行业，这主要是由于 10 月 10 日中国石化将有高达 4053 亿元的“大非”解禁。年度“小非”解禁最多的行业当属银行业，2 月 27 日招商银行、6 月 6 日华夏银行均有大量“小非”解禁。保险行业个股均为股改后上市，因此无“大小非”解禁。

图 14 2009 年化工行业解禁压力最大，“小非”解禁压力则属银行业突出 (2009.01-12)

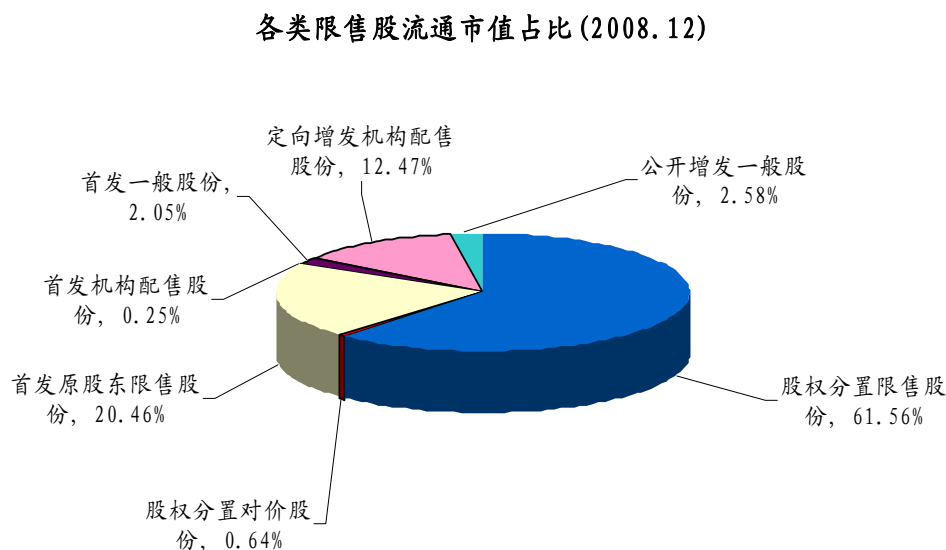


数据来源：国泰君安证券研究所，WIND

1.4. 限售股各期分类型解禁概况

1.4.1. 2008 年 12 月分类型解禁概况（2008.12）

图 15 2008 年 12 月股改、首发及定向增发机构配售类限售股解禁占比超 90%（2008.12）

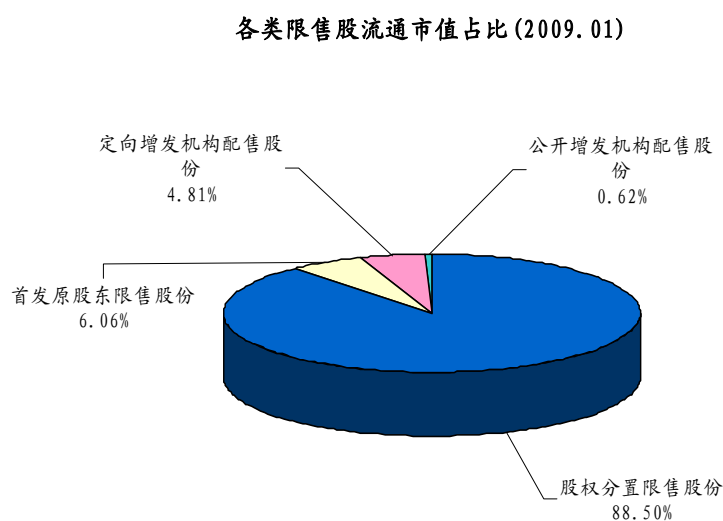


数据来源：国泰君安证券研究所，WIND

各类解禁类型：2008 年 12 月，股改限售股占比最大，达 61.6%，其次是首发原股东限售和定向增发机构配售股，占比分别达到 20.5%和 12.5%。这三类限售股占比总和超过 90%，其余几类的占比均较小。

1.4.2. 2009 年 1 月分类型解禁概况（2009.01）

图 16 2009 年 1 月解禁限售股只有四类，股改限售股占比接近 90%（2009.01）

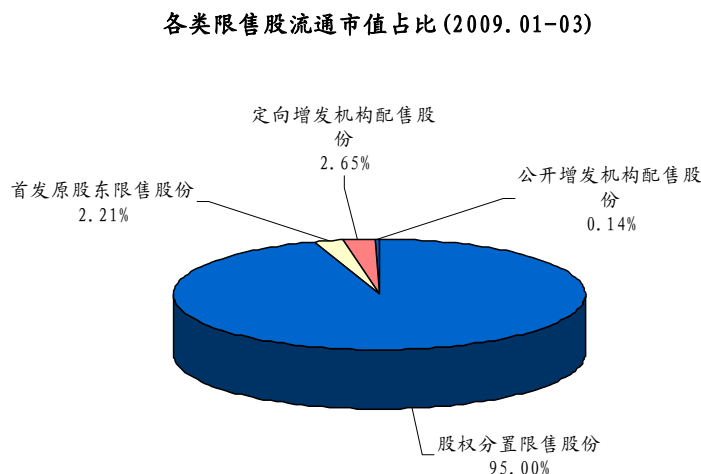


数据来源：国泰君安证券研究所，WIND

各类解禁类型：2009年1月解禁限售股只有四类：股改、首发原股东限售、定向增发机构配售和公开增发机构配售股份。其中，股改限售股份占比进一步扩大，达88.5%，占比最小的是公开增发机构配售股份0.6%。

1.4.3. 2009年一季度分类型解禁概况（2009.01-03）

图 17 下一季度股权分置限售股解禁占比进一步扩大（2009.01-03）



数据来源：国泰君安证券研究所，WIND

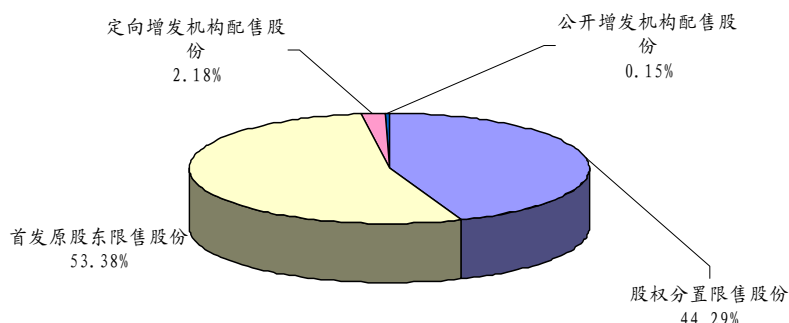
各类解禁类型：2009年1季度限售股解禁的类型和2009年1月类似，仅含四类限售股。但股改限售股占比进一步扩大，高达95%，定向增发机构配售股占比略超首发原股东限售股份。

1.4.4. 2009年分类型解禁概况（2009.01-12）

各类解禁类型：2009年全年的限售股解禁也仅包括四类：股改、首发原股东限售、定向增发机构配售和公开增发机构配售股份。但与1月份和第一季度的占比发生较大的变化，股改限售股已不再是占比第1的类型，首发原股东限售股以52.9%的占比取而代之。究其原因，2009年下半年有几只大盘股的巨额首发原股东限售股份解禁，包括工商银行10月27日8591亿元、中国银行7月6日5174亿元等，其总量超过了中国石化10月10日4053亿元的股改限售股解禁。

图 18 2009 年首发原股东限售股占比超过一半，股改限售股占比 44%
(2009.01-12)

各类限售股流通市值占比(2009.01-12)



数据来源：国泰君安证券研究所，WIND

2. 限售股近月减持及增持 (2008.06-2008.11)

根据证监会 27 日正式发布的“关于修改《上市公司收购管理办法》第六十三条的决定”，大股东豁免要约收购的申请由事前调整到了事后，从而使上市公司控股股东的增持行为具有灵活性。根据决定，如果股东在一个上市公司中拥有权益的股份达到或者超过该公司已发行股份的 30%，而且自上述事实发生之日起一年后，每 12 个月内增加其在该公司中拥有权益的股份不超过该公司已发行股份的 2%，那么其在增持行为完成后 3 日内应当就股份增持情况做出公告，并向中国证监会提出豁免申请。

以下我们根据 wind 提供的公告数据进行减持与增持分析，为不完全统计。但根据相关信息披露的规定，增持行为只有在发生的首次、或增持数达到总股本的 1% 时，或超过 1% 但在 12 月内增持总量达到 2% 时，才需要履行披露义务。此外，在上市公司年报披露期间，上市公司发布重大业绩预告或重大敏感信息披露期间，控股股东不能进行增持。因此，仅根据公告统计得出的增持数据，可能低于期间内发生的实际增持额。

增持更能体现产业资本眼中的股权价值，在很大程度上说明了产业资本对于低估和高估的判断。金融资本通常对行业周期看得短一些，而产业资本对行业的认识可能更为长远。2008 年新规实施后“茂业系”对渤海物流、深国商、商业城等上市公司不断举牌，“银泰系”举牌中兴商业、“宝安系”举牌深鸿基也与产业投资紧密相关。很多产业资本的大股东通过增持新规发布的机会提高控股比例，或二股东等尚未获得控股权的股东通过增持旨在成为大股东。产业资本群体性的进入，或将引发市场估值方法和对公司价值判断的改变。

解禁、减持与市场涨跌之间的关系：针对 2008.06-11 月的月度分析表明，当月解

禁限售股并不一定在当月被减持。各月减持数量与解禁数量之间存在一定负相关性，与上证综指月涨跌幅之间存在一定正相关。这一现象看似矛盾，实则有其内在的原因。小非各月的减持占比远超过大非，甚至在个别月份小非减持占比甚至超过了 100%，如在 9 月底指数大幅反弹之时，大量的解禁限售股遭到抛售，当月大非、小非减持占比均显著超过其余各月。也就是说，在前几个月的震荡行情中，每逢限售股集中解禁，市场存在恐慌情绪、指数也表现较差时，大小非的减持动机并不十分强烈。而当市场在利好消息刺激下稍有反弹，就会引致大小非借反弹减持。其中，相较于大非的战略性持有，小非减持获利的动机更加强烈。

累计解禁与减持对比：除个别股票外，A 股市场的股权分置改革大多已结束。随着“大小非”的不断解禁，“大小非”累计解禁占比稳步攀升；相比之下，已解禁“大小非”的累计减持占比却在下降。究其原因，虽然“大非”和“小非”的累计解禁占比都在逐月上升，较之“小非”稳定的累计减持水平，“大非”的累计减持水平却呈现下降的趋势。

2008 年 12 月减持分析¹：分行业看，遭减持市值排前三的行业分别为机械设备、公用事业以及信息服务。特别是，机械设备以 14.4 亿元的减持市值遥居各行业榜首。这一现象背后的原因是，减持市值前 5 的个股中，特变电工和中联重科分别以 11.5 亿元和 2.1 亿元的减持市值分列第 1 和第 5 位。

2008 年 12 月增持分析²：分行业看，综合行业获增持第 1，公用事业、信息服务增持也较多。个股中，皖能电力、华闻传媒及冠城大通则位列前 3。

增持与减持规模的对比：考察 2008 年 5-12 月份的两类交易行为对比，5-7 月市场减持大于增持，8-10 月减持小于增持，11-12 月减持大于增持。对于 11 月份增持额相对 9 月、10 月下降幅度较大的情况，这一方面与敏感期有关（根据规定，在上市公司年报披露期间、上市公司发布重大业绩预告或重大敏感信息披露期间，控股股东不能进行增持），另一方面，11 月的市场上涨在很大程度上提高了大股东增持的成本。而 12 月增持远小于减持额的原因，很大程度上是由于巨量限售股解禁。由此，在市场估值较低时，市场增持行为能在很大程度上减弱市场解禁减持压力。

¹ 减持时间的确定以发布公告日期为准，因此该统计为不完全统计。

² 增持时间的确定以发布公告日期为准，因此该统计为不完全统计。

图 19 当月解禁大小非不一定在当月被减持，
各月减持占比与上证综指涨跌幅正相关（2008.06-11）

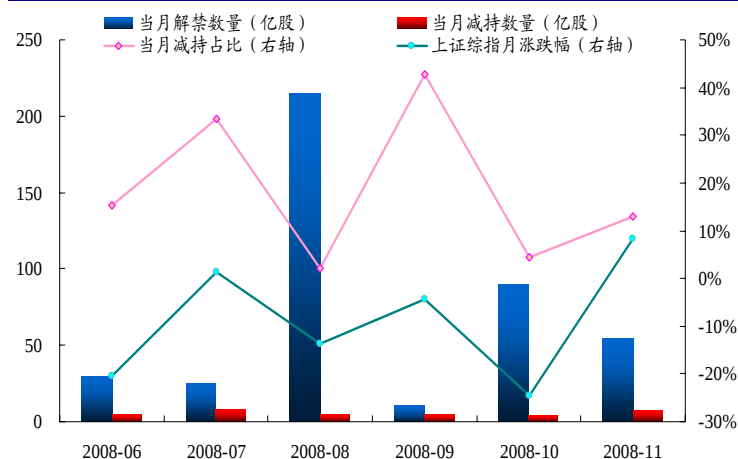


图 20 11 月大小非减持势头再次抬升，
小非减持占比远超大非（2008.06-11）

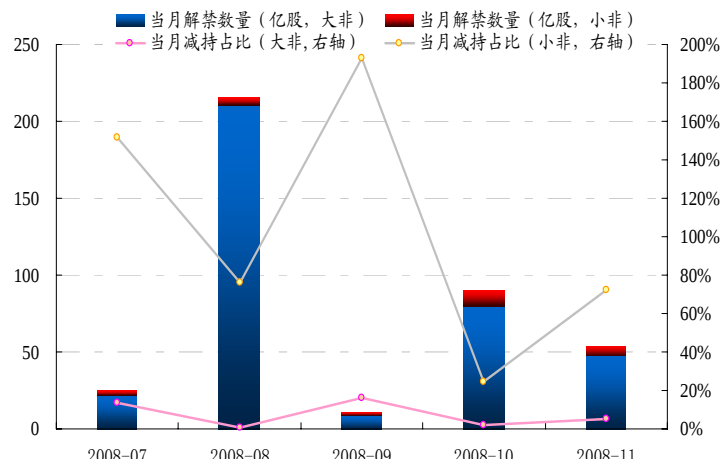


图 21 股改限售股月度累计解禁占比攀升，
而累计减持占比减少（2008.06-11）

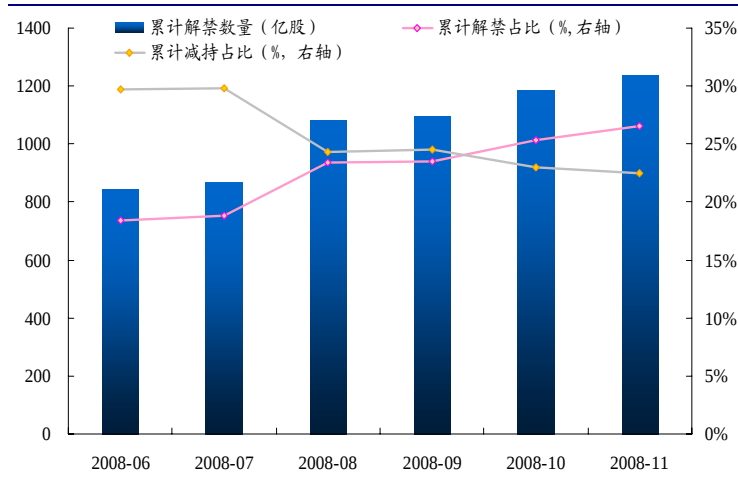


图 22 大非、小非月度累计解禁和减持占比保持稳定
（2008.06-11）

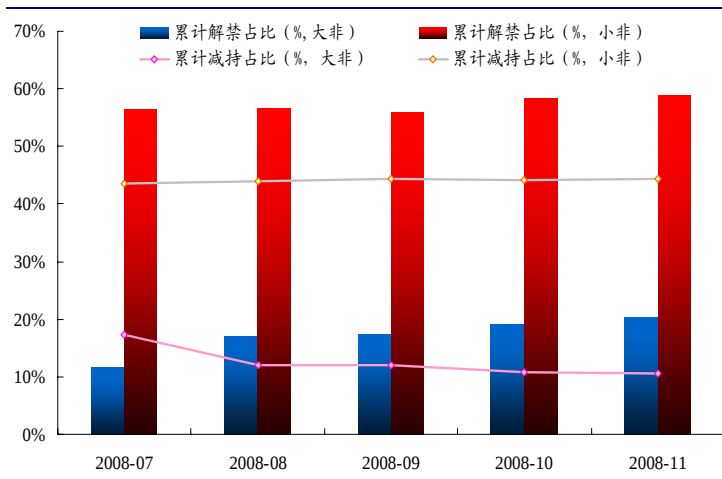


图 23 减持市值排名前 20 的个股中，
特变电工居第 1，皖能电力等随后（2008.12）

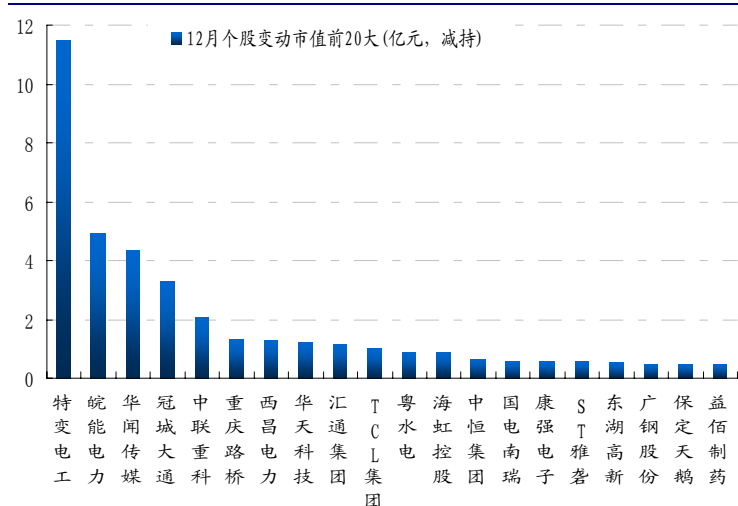


图 24 各行业减持市值排名中，
机械设备行业居第 1，公用事业、信息服务随后（2008.12）

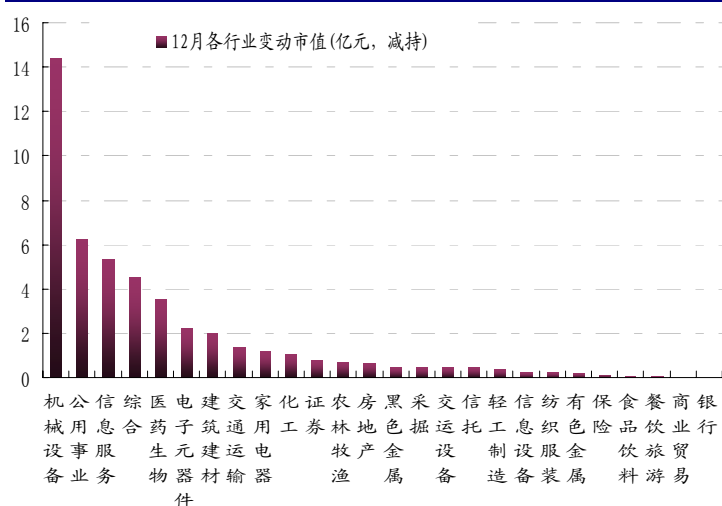
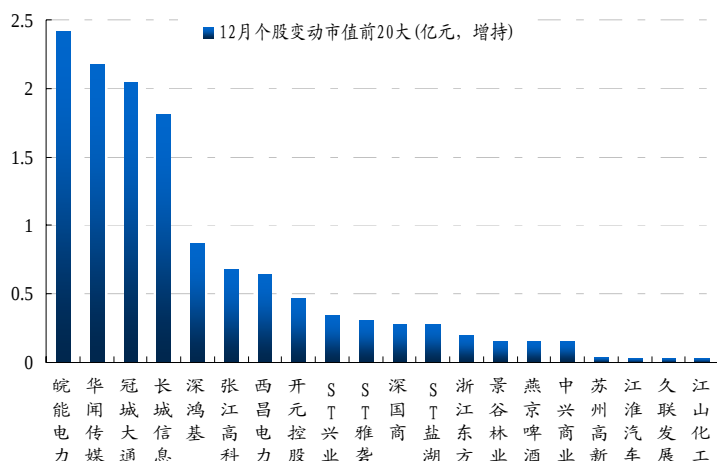
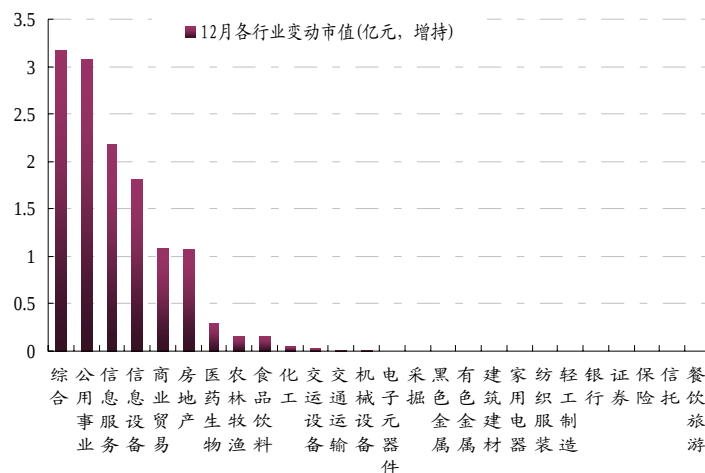


图 25 增持市值排名前 20 的个股中，
皖能电力、华闻传媒等居前列 (2008.12)



数据来源：国泰君安证券研究所，WIND

图 26 各行业增持市值排名中，
综合、公用事业、信息服务等行业居前列 (2008.12)



数据来源：国泰君安证券研究所，WIND

表 1 二级市场增持与减持 (2008.5-12): 5-7 月市场减持大于增持, 8-10 月减持小于增持, 11-12 月减持大于增持

	月增持金额 (万元)	月增持数量 (笔数)	月减持金额 (万元)	月减持数量 (笔数)
2008-05	40442	17	294653	78
2008-06	148476	27	183010	41
2008-07	88420	16	310303	77
2008-08	384436	33	181550	47
2008-09	425916	139	319221	47
2008-10	112878	116	108786	29
2008-11	83499	121	360984	63
2008-12	134111	78	410425	175

数据来源：国泰君安证券研究所，WIND

3. 近月大宗交易概况 (2008.05-2008.11)

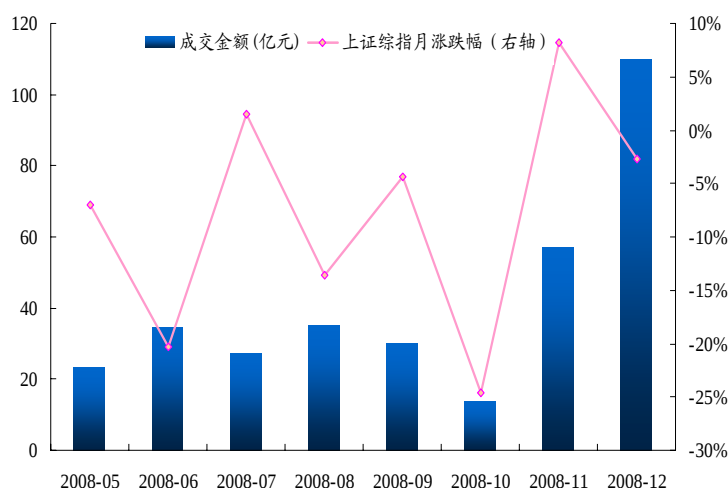
大宗交易的供求方有多种进行交易的理由，从卖出方的角度，包括限售股过桥转让、资本退出、融资等。随着市场估值水平的下降，近期产业资本纷纷希望通过大宗交易受让股权，以折扣价格购入小非股份，已成为现时环境中很多产业资本的迫切需求。

大宗交易规模与上证指数的涨跌幅相关性：考察 2008 年 5-11 月沪深两市大宗交易的数量与上证指数的涨跌幅，我们发现两者具有较高的正相关性。其中，11 月上证指数录得 7 个月以来最高的涨幅，大宗交易的数量也显著增加，超过以往各月的交易量，12 月大宗交易成交金额更是大幅攀升。虽然大宗交易的供求双方有多种交易动机，但攀升的成交额在一定程度上说明，随着市场估值水平的降低，一些认为股权成本已很便宜的投资者希望通过大宗交易以较低价格介入产业资本、或在预期上涨的后市中获利。

大宗交易加权溢价率与上证综指月涨跌相关性：大宗交易溢价率利用大宗交易价格相对于个股当日收盘价的折溢价幅度测算，然后利用成交金额加权得到月度大宗交易加权溢价率。测算发现，大宗交易月度加权溢价率与上证综合指数月涨跌幅有一定正相关性。2008年5-12月期间，除11月为正溢价外，其余各月的溢价率均为负。12月大宗交易的月均溢价率趋于0，就个股而言，以负溢价率成交的大宗交易占比55.6%。

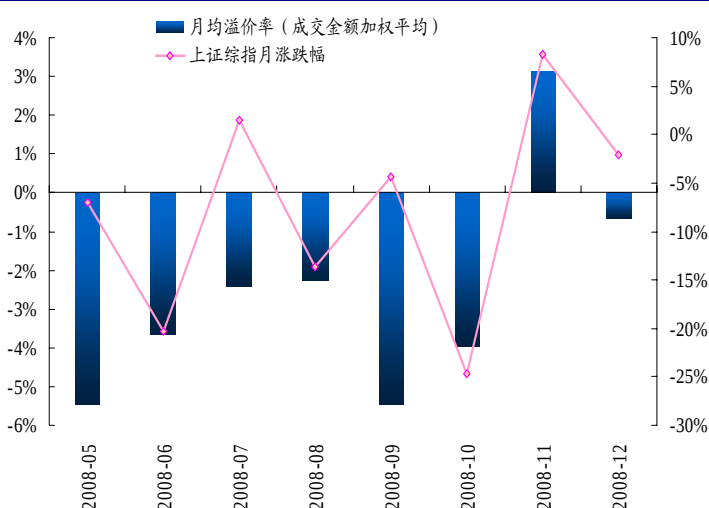
当然，上述数据是针对所有大宗交易的整体分析。我们认为，针对限售股的大宗交易价格折价幅度更大，市场普遍认为折价在10%左右是交易双方可以接受的订价水平。我们考察了2008年12月部分巨额解禁个股的大宗交易数据（这些大宗交易可能并非全部针对限售股的交易）发现，中国太保、海通证券确有部分折价在10%左右的交易，结合解禁时间判断，这些交易很有可能是针对解禁股进行的。

图 27 11 月伴随指数反弹，大宗交易的金额显著增加，12 月成交金额大幅攀升（2008.05-12）



数据来源：国泰君安证券研究所，WIND

图 28 大宗交易月均加权溢价率大多为折价，12 月折价率缩窄（2008.05-12）



数据来源：国泰君安证券研究所，WIND

表 2 部分巨额解禁个股的大宗交易数据 (2008.12)

名称	交易日期	折溢价率	成交金额 (万元)	名称	交易日期	折溢价率	成交金额 (万元)
鞍钢股份	20081202	0.9%	1559	中国太保	20081203	-2.1%	914
	20081204	3.0%	800		20081208	-1.6%	584
	20081208	-1.2%	468		20081215	0.0%	990
	20081212	0.0%	778		20081222	0.9%	1079
	20081222	-0.1%	861		20081224	2.4%	493
	20081224	1.8%	397		20081225	-4.4%	10020
海通证券	20081201	-6.8%	612	中国远洋	20081226	-15.3%	519
	20081205	-9.6%	1000		20081229	-8.1%	902
	20081205	-9.6%	2749		20081201	-1.7%	2216
	20081208	-12.6%	995	中海发展	20081203	-2.5%	1086
	20081209	-5.4%	2818		20081208	-1.3%	718
	20081209	-5.4%	427		20081212	0.0%	509
	20081212	-0.2%	4388		20081222	0.3%	1216
	20081217	-4.5%	4388		20081224	1.4%	567
	20081229	-14.3%	5410	中兴通讯	20081202	-3.7%	316
	20081231	-1.4%	10400		20081203	-2.2%	413
金风科技	20081231	-0.1%	29970		20081215	0.0%	430
	20081229	-6.5%	4086	中兴通讯	20081219	1.5%	555
	20081231	-2.6%	1427		20081202	2.0%	3593
	20081231	-2.6%	492		20081204	4.8%	1814
	20081231	-5.0%	4327		20081208	0.1%	1063
	20081231	-2.6%	1230		20081215	0.0%	1889
	20081231	-2.6%	2460		20081222	0.6%	2195
中国太保	20081231	-2.6%	341		20081224	0.0%	1003
	20081202	-0.1%	403		20081229	-2.3%	500

数据来源：国泰君安证券研究所，WIND

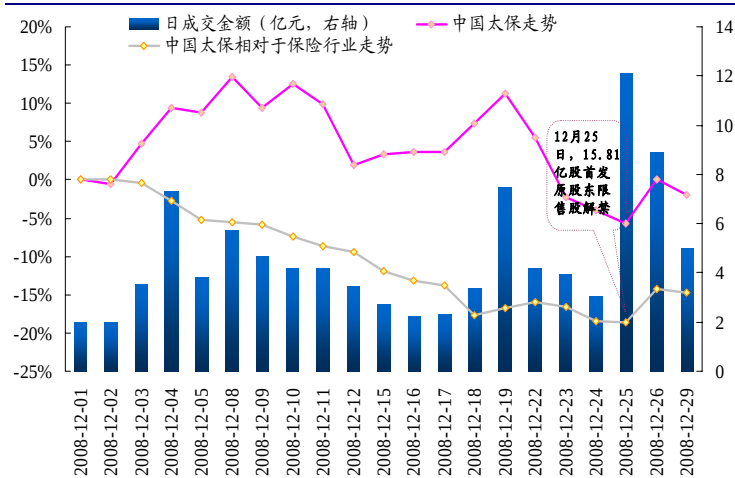
4. 2008 年 12 月巨额解禁个股市场表现

考虑到个股解禁的类型和市场环境的差异,我们在本月解禁个股中选择了 10 个样本进行分析。选择样本为当期解禁市值超 50 亿元, 或为沪深 300 指数成分股前 50 大的个股。

个股解禁价量表现: (1) 就解禁当日的成交量而言, 除 12 月 29 日解禁个股成交情况不甚一致外, 多数个股在解禁当日的成交均放出巨量。(2) 从个股的绝对走势而言, 个股的走势基本与本月市场的走势保持了较强的一致性。(3) 从个股相对于所在行业的走势来看, 不同个股存在差异。同属于“大非”解禁的中海发展、中兴通讯以及金牛能源, 其相对于行业的走势并未显著受到解禁因素的影响; 而“小非”集中解禁的长江证券走势显著强于行业平均走势; 中国太保和金风科技同于首发原股东限售股, 但是两者相对于行业的走势却截然相反, 中国太保本月呈现出一路下跌之势, 而金风科技则是凯歌高奏; 本月定向增发机构配售限售股解

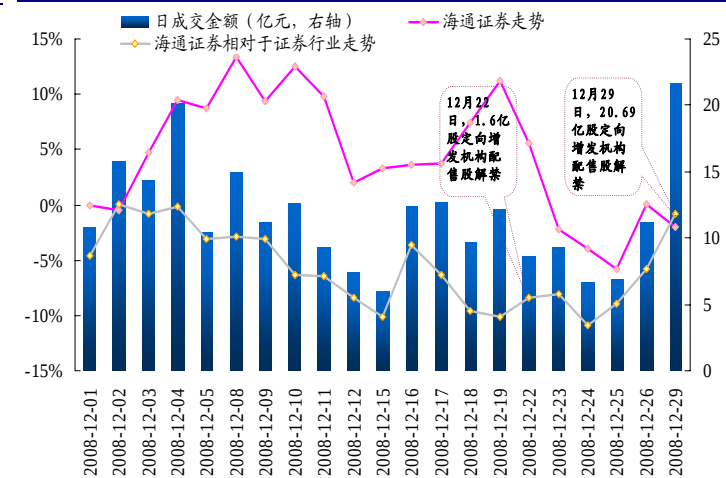
禁不少，如海通证券、鞍钢股份、中国远洋等，这类限售股解禁前个股走势并未呈现出较为一致的规律性，与市场、行业走势较为一致。

图 29 中国太保首发解禁日放巨量，其后两日走强



数据来源：国泰君安证券研究所，WIND

图 30 海通证券 29 日定向增发解禁前夕走强，解禁日放巨量



数据来源：国泰君安证券研究所，WIND

图 31 中海发展大非解禁日略显走弱

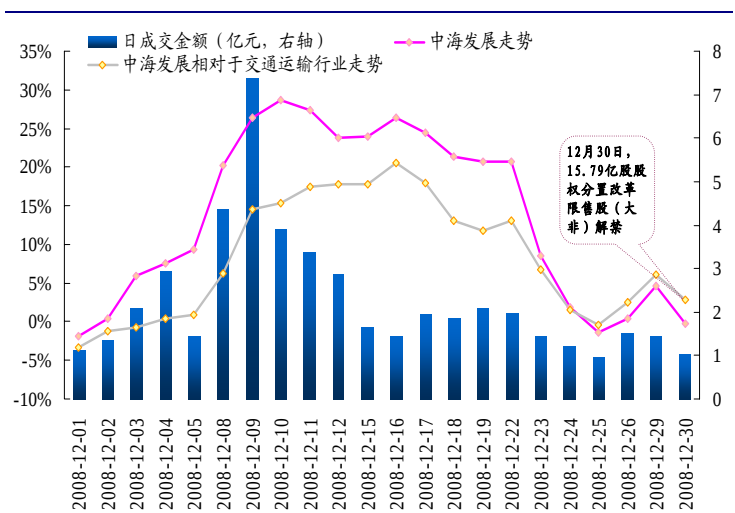


图 32 中兴通讯大非解禁日及前夕强于行业板块

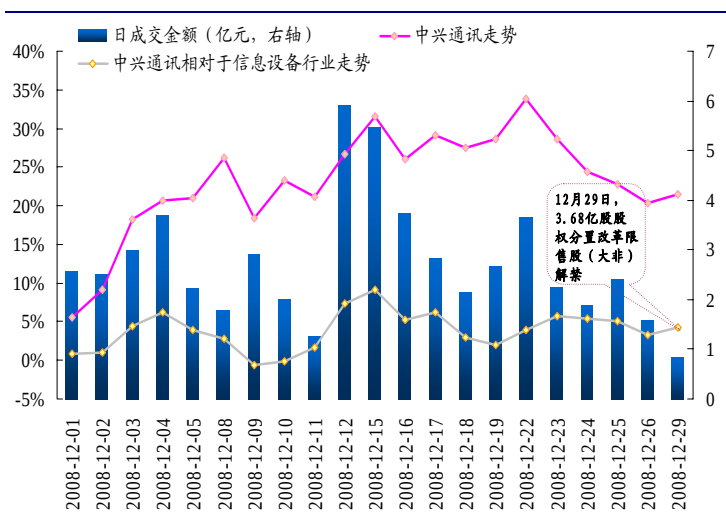


图 33 金风科技首发解禁日及次日放巨量，大幅强于行业

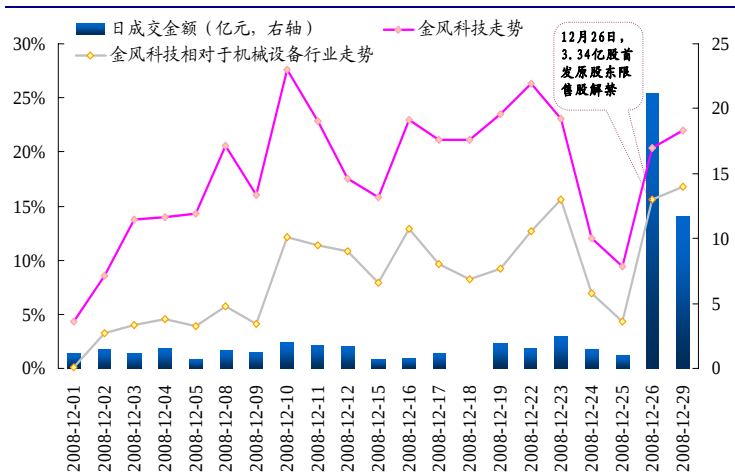


图 34 金牛能源大非解禁日走势与成交平稳

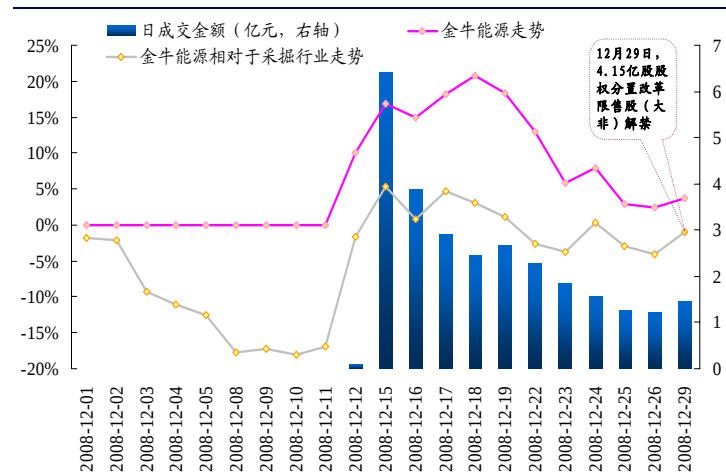


图 35 国阳新能股改限售股解禁日走势平稳，成交量低

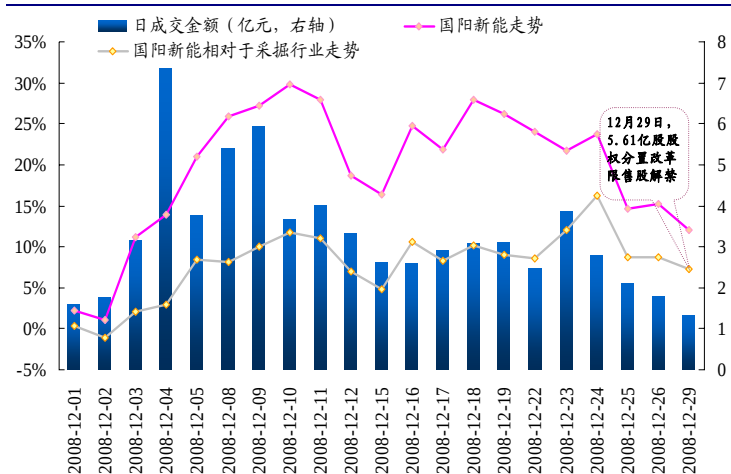


图 36 长江证券小非解禁日走势强于行业，成交增加

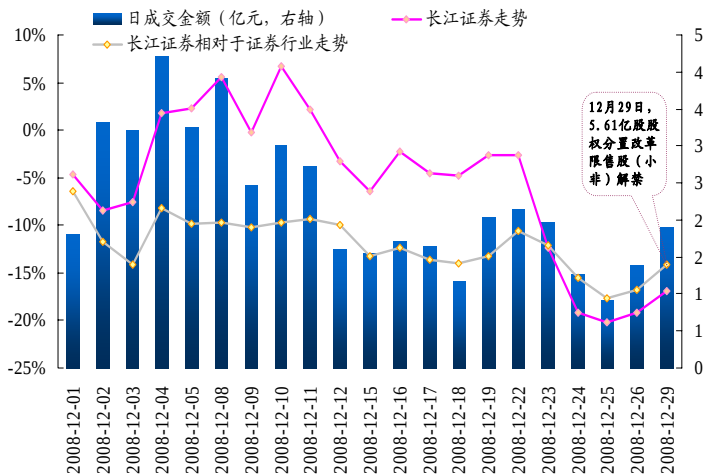


图 37 鞍钢股份股改、定向增发解禁日后走势与行业持平

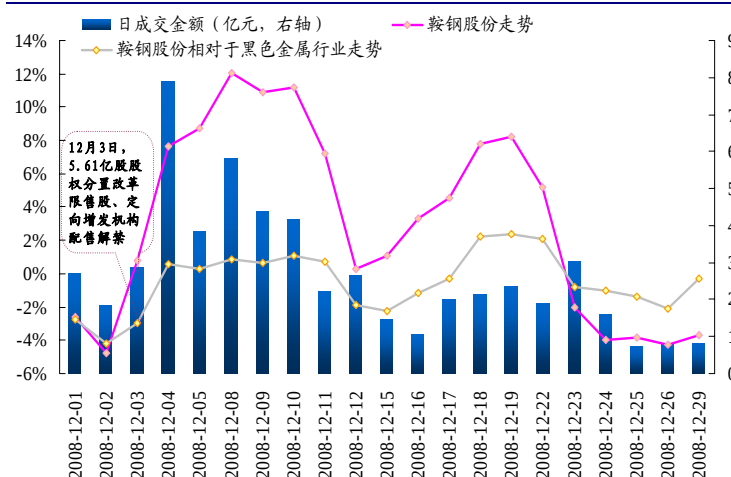
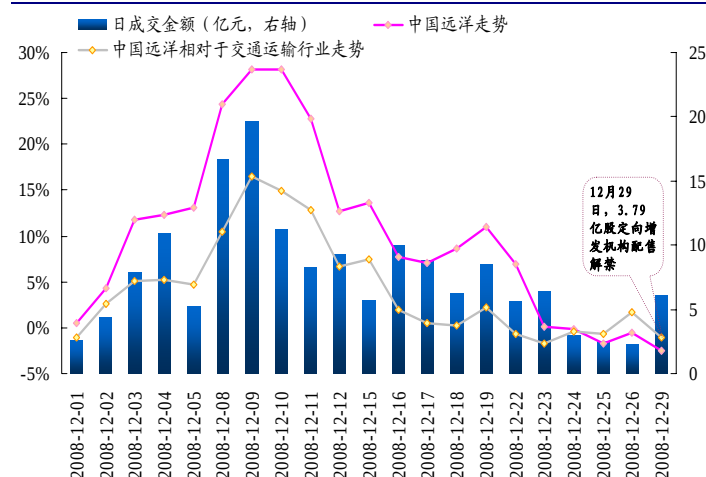


图 38 中国远洋定向增发解禁日与行业持平，成交量放大



数据来源：国泰君安证券研究所，WIND

数据来源：国泰君安证券研究所，WIND

附录：限售股解禁列表（2009.1）

股票代码	股票简称	可流通时间	本期流通数量 (万股)	已流通数量 (万股)	本期流通市值 (亿元)	本期流通数量/ 已流通数量	流通股份类型
000025	特力 A	2009-01-04	14587.056	19388.16	5.50	75.24%	股权分置限售股份
600119	长江投资	2009-01-04	9295.7391	25740	3.46	36.11%	股权分置限售股份
600673	东阳光铝	2009-01-04	460.8702	23771.3776	0.16	1.94%	股权分置限售股份
000731	四川美丰	2009-01-05	2499.2	40886.1386	1.55	6.11%	股权分置限售股份
600067	冠城大通	2009-01-05	10401.6627	50325.5699	4.25	20.67%	股权分置限售股份
600242	S*ST 华龙	2009-01-05	756.4543	9552.4343	0.33	7.92%	股权分置对价股份
600535	天士力	2009-01-05	24074.0553	48800	29.25	49.33%	股权分置限售股份
600598	北大荒	2009-01-05	107017.74	165148.3108	122.64	64.80%	股权分置限售股份
600644	乐山电力	2009-01-05	208.8219	24595.1835	0.14	0.85%	股权分置限售股份
000056	深国商	2009-01-06	724.8833	11889.2232	0.44	6.10%	股权分置限售股份
000069	华侨城 A	2009-01-06	11112.0524	143377.0196	9.22	7.75%	股权分置限售股份
600129	太极集团	2009-01-06	12811.7994	32838	6.75	39.02%	股权分置限售股份
600493	凤竹纺织	2009-01-06	5727.6	17000	1.86	33.69%	股权分置限售股份
600663	陆家嘴	2009-01-06	106773.6437	135808.4	149.27	78.62%	股权分置限售股份
000757	*ST 方向	2009-01-07	3078.0873	25524.3804	1.18	12.06%	股权分置限售股份
600360	华微电子	2009-01-07	4960	38669.3876	1.80	12.83%	定向增发机构配售股份
600039	四川路桥	2009-01-08	1520	22559.056	0.88	6.74%	股权分置限售股份
600284	浦东建设	2009-01-08	2033	34600	1.83	5.88%	公开增发机构配售股份
600667	太极实业	2009-01-08	3253.0328	31534.8236	0.99	10.32%	股权分置限售股份
600729	重庆百货	2009-01-08	77.1562	13524.0894	0.11	0.57%	股权分置限售股份
600880	博瑞传播	2009-01-08	30.1793	23349.3911	0.04	0.13%	股权分置限售股份
000421	南京中北	2009-01-09	2521.0448	28103.861	0.84	8.97%	股权分置限售股份
000806	银河科技	2009-01-09	11889.4844	69921.4962	2.65	17.00%	股权分置限售股份
000931	中关村	2009-01-09	15017.7825	58500.0275	5.12	25.67%	股权分置限售股份
600425	青松建化	2009-01-09	1386.9563	24290.2154	0.96	5.71%	股权分置限售股份
600798	宁波海运	2009-01-09	5900	33738.8991	2.71	17.49%	定向增发机构配售股份
000070	特发信息	2009-01-10	12284.1186	24997.1306	4.95	49.14%	股权分置限售股份
000502	绿景地产	2009-01-10	1620.857	14131.4726	1.33	11.47%	股权分置限售股份
000594	国恒铁路	2009-01-10	17553.7709	56110.866	7.06	31.28%	股权分置限售股份
000909	数源科技	2009-01-10	9420	19600	3.60	48.06%	股权分置限售股份
000933	神火股份	2009-01-10	13570.5283	50000	19.20	27.14%	股权分置限售股份
600081	东风科技	2009-01-10	1567.8	14110.2	0.53	11.11%	股权分置限售股份
600538	北海国发	2009-01-10	5348.812	27921.6	1.49	19.16%	股权分置限售股份
000090	深天健	2009-01-11	7351.3992	29063.3921	3.24	25.29%	股权分置限售股份
000799	酒鬼酒	2009-01-11	4452.2471	17320.3841	2.59	25.71%	股权分置限售股份
600618	氯碱化工	2009-01-11	48371.4232	74983.9976	15.29	64.51%	股权分置限售股份
600820	隧道股份	2009-01-11	21624.1428	73352.1347	22.88	29.48%	股权分置限售股份
000006	深振业 A	2009-01-12	2339.0842	48599.0176	1.24	4.81%	股权分置限售股份
002103	广博股份	2009-01-12	430.7489	7754.4111	0.19	5.55%	首发原股东限售股份
002106	莱宝高科	2009-01-12	6262.464	22033.8678	4.51	28.42%	首发原股东限售股份

600175	美都控股	2009-01-12	7861.6491	24963.12	2.63	31.49%	股权分置限售股份
600479	千金药业	2009-01-12	3366.5012	15092.6539	6.70	22.31%	股权分置限售股份
600639	浦东金桥	2009-01-12	37001.0037	59695.35	29.23	61.98%	股权分置限售股份
600755	厦门国贸	2009-01-12	1030.5288	36846.9998	0.93	2.80%	公开增发机构配售股份
000153	丰原药业	2009-01-13	3704.9882	21636.0748	1.25	17.12%	股权分置限售股份
000158	常山股份	2009-01-13	36051.4011	61489.7974	10.71	58.63%	股权分置限售股份
000608	阳光股份	2009-01-13	383.8547	37965.2364	0.14	1.01%	股权分置限售股份
600375	星马汽车	2009-01-13	5761.4793	18748.125	2.39	30.73%	股权分置限售股份
600602	广电电子	2009-01-13	35274.2238	87957.2617	8.75	40.10%	股权分置限售股份
600822	上海物贸	2009-01-13	11552.5792	18617.0298	7.34	62.05%	股权分置限售股份
600997	开滦股份	2009-01-13	2806	33021.9528	3.31	8.50%	股权分置限售股份
000059	辽通化工	2009-01-14	32300	98621.928	17.28	32.75%	定向增发机构配售股份
000068	赛格三星	2009-01-14	18344.5792	51199.58	4.44	35.83%	股权分置限售股份
000504	赛迪传媒	2009-01-15	1557.8695	18762.8098	0.50	8.30%	股权分置限售股份
000856	唐山陶瓷	2009-01-15	372.0579	13207.0579	0.14	2.82%	股权分置限售股份
600582	天地科技	2009-01-15	3372	32441.4294	4.44	10.39%	股权分置限售股份
600599	熊猫烟花	2009-01-15	630	7258.386	0.60	8.68%	股权分置限售股份
600807	天业股份	2009-01-15	1079.208	9281.55	0.41	11.63%	股权分置限售股份
600865	百大集团	2009-01-15	1880.0882	19509.0458	0.78	9.64%	大股东增持股份
000035	ST 科健	2009-01-16	2250.0984	10786.7894	0.70	20.86%	股权分置限售股份
000823	超声电子	2009-01-16	5250	28823.1114	2.31	18.21%	定向增发机构配售股份
000973	佛塑股份	2009-01-16	18455.3608	61230.5281	5.50	30.14%	股权分置限售股份
002203	海亮股份	2009-01-16	9207.8824	14707.8824	6.25	62.61%	首发原股东限售股份
600300	维维股份	2009-01-16	39899.2	66000	21.23	60.45%	股权分置限售股份
600869	三普药业	2009-01-16	3652.3734	12000	2.92	30.44%	股权分置限售股份
600317	营口港	2009-01-17	11602.0262	34878.5813	7.37	33.26%	股权分置限售股份
600831	广电网络	2009-01-17	7362.4034	30683.5584	5.43	23.99%	股权分置限售股份
600131	岷江水电	2009-01-18	6063.3343	37284.3803	2.18	16.26%	股权分置限售股份
600258	首旅股份	2009-01-18	2314	12692.7844	2.34	18.23%	股权分置限售股份
600749	西藏旅游	2009-01-18	1429.5911	14727.628	0.53	9.71%	股权分置限售股份
600842	中西药业	2009-01-18	9721.6777	21550.9628	6.80	45.11%	股权分置限售股份
000539	粤电力 A	2009-01-19	123207.7947	198667.67	74.79	62.02%	股权分置限售股份
000627	天茂集团	2009-01-19	4100	53579.4933	1.43	7.65%	定向增发机构配售股份
000661	长春高新	2009-01-19	656.6329	10954.9377	0.60	5.99%	股权分置限售股份
600126	杭钢股份	2009-01-19	3414.0112	41107.9987	1.40	8.30%	股权分置限售股份
600292	九龙电力	2009-01-19	3253.3742	24881.2803	1.04	13.08%	股权分置限售股份
600626	申达股份	2009-01-19	14712.834	47349.5211	6.09	31.07%	股权分置限售股份
600826	兰生股份	2009-01-19	1402.141	16123.882	0.87	8.70%	股权分置限售股份
000987	广州友谊	2009-01-20	18626.6107	35829.7225	20.81	51.99%	股权分置限售股份
600481	双良股份	2009-01-21	292.5	41366.9376	0.12	0.71%	公开增发机构配售股份
600369	*ST 长运	2009-01-22	3376.7204	24030.0204	2.47	14.05%	股权分置限售股份
600711	ST 雄震	2009-01-22	794.664	4367.844	0.38	18.19%	股权分置限售股份
000606	青海明胶	2009-01-23	3909.5608	21562.233	1.39	18.13%	股权分置限售股份
000677	山东海龙	2009-01-23	28632.3903	80405.3764	8.07	35.61%	股权分置限售股份
000990	诚志股份	2009-01-23	5808.8464	24197.4348	3.65	24.01%	股权分置限售股份

002205	国统股份	2009-01-23	1436	3436	1.69	41.79%	首发原股东限售股份
002206	海利得	2009-01-23	3210	6410	4.06	50.08%	首发原股东限售股份
600120	浙江东方	2009-01-23	11690.658	50547.3454	4.16	23.13%	股权分置限售股份
600171	上海贝岭	2009-01-23	17872.8296	67380.7773	5.67	26.53%	股权分置限售股份
600466	ST 迪康	2009-01-23	804.35	11679.2342	0.30	6.89%	股权分置限售股份
600523	贵航股份	2009-01-23	3000	14051.6626	2.68	21.35%	定向增发机构配售股份
600533	栖霞建设	2009-01-23	26237.952	98440.512	8.50	26.65%	股权分置限售股份
600557	康缘药业	2009-01-23	136.4248	26644.0186	0.24	0.51%	公开增发机构配售股份
600737	中粮屯河	2009-01-23	4028.0211	48684.5448	3.66	8.27%	股权分置限售股份
600754	锦江股份	2009-01-23	22837.1687	44646.074	21.01	51.15%	股权分置限售股份
000975	科学城	2009-01-24	7541.5246	41751.4663	2.27	18.06%	股权分置限售股份
600180	*ST 九发	2009-01-24	12040.7961	24934.0569	2.59	48.29%	股权分置限售股份
600227	赤天化	2009-01-24	13185.2009	30627.4882	8.90	43.05%	股权分置限售股份
600583	海油工程	2009-01-24	78623.8252	190080	115.97	41.36%	股权分置限售股份
600721	ST 百花	2009-01-24	2583.1005	7707.0993	1.01	33.52%	股权分置限售股份
600739	辽宁成大	2009-01-24	5674.3231	90048.5544	7.51	6.30%	股权分置限售股份
600811	东方集团	2009-01-24	735.7142	101877.7325	0.32	0.72%	大股东增持股份
600160	巨化股份	2009-01-25	26181	55680	10.73	47.02%	股权分置限售股份
600645	ST 望春花	2009-01-25	2400	23558.6284	0.96	10.19%	股权分置限售股份
600547	山东黄金	2009-01-26	1788	17298	8.74	10.34%	定向增发机构配售股份
600048	保利地产	2009-01-27	19954.0956	125142.5098	29.71	15.95%	首发原股东限售股份
000759	武汉中百	2009-01-28	528.9622	53663.849	0.49	0.99%	配股原股东限售股份
000982	中银绒业	2009-01-28	800	8600	0.35	9.30%	股权分置限售股份
002208	合肥城建	2009-01-28	2370	6375	1.58	37.18%	首发原股东限售股份
000609	绵世股份	2009-01-29	2719.1454	22409.3888	2.25	12.13%	股权分置限售股份
600533	栖霞建设	2009-01-29	6559.488	105000	2.13	6.25%	公开增发机构配售股份
600643	爱建股份	2009-01-29	12525.2776	72654.0475	7.39	17.24%	股权分置限售股份
600888	新疆众和	2009-01-29	4400	20930.9432	3.56	21.02%	定向增发机构配售股份
002209	达意隆	2009-01-30	2773.55	5673.55	2.25	48.89%	首发原股东限售股份
002210	飞马国际	2009-01-30	960	4460	0.75	21.52%	首发原股东限售股份
000863	*ST 商务	2009-01-31	1761.5635	13320.5077	0.62	13.22%	股权分置限售股份

数据来源：国泰君安证券研究所，WIND

注：1) 绿色部分表示本月解禁量较大的股票

2) 解禁流通市值按照 12 月 29 日收盘价计算

3) 已流通数量包括本期流通数量

作者简介:

蒋瑛琨: 吉林大学数量经济学博士, CPA, 金融工程研究负责人, 06—08年入围新财富最佳分析师。从事股指期货、权证等金融衍生品以及金融工程研究。

何 苗: 武汉大学金融工程专业硕士毕业, 目前从事金融衍生品以及金融工程研究。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.com

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com