

2009.2.16

减持高峰——限售股月报

✍ 蒋瑛琨 何苗
☎ 21-38676710 21-38676647
✉ jiangyingkun@gtjas.com hemiao@gtjas.com

本报告导读：
➢ 分析维度全面
➢ 数据翔实

摘要：

- **招行带领银行股再掀解禁小高潮。**(1) **解禁规模：**2月A股市场解禁限售股市值约1500亿元(占09年全年限售股解禁市值的4.4%)，其中小非占比为20%。(2) **重点股票及影响：**2月27日招行解禁小非280亿元、大非370亿元解禁，招行进入全流通时代，成为沪深A股市场中流通市值最大的股票。招商银行解禁前后将呈现何种走势？我们认为，如果市场继续强势，则招行对市场影响不大；如果届时市场调整，则招行解禁前后可能对市场形成一定影响。招行解禁前的走势很可能弱于行业，但解禁后如超跌，可能吸引投资者介入。(3) **市场全流通进程：**截至2月底、及09年全年，全流通上市公司家数(及占沪深市场的比重)分别为114(7%)、487(31%)。
- **减持仍为主旋律。**(1) **小非力度不减：**08年10月以来，伴随市场有回暖迹象，大小非减持量逐渐攀升，其中，小非各月的减持占比、及波动幅度远超大非。在前期振荡下跌市中，大小非通常在市场上受利好刺激反弹时减持。(2) **二级市场净减持(减持-增持)增大：**08年11月以来减持行为不减，而增持行为近期显著降低。两者相减的净减持行为有上升态势。可观察到在市场最差阶段(08.8-10)增持最多、在市场转好阶段(08.11-09.1)减持最多的现象。2月以来的指数反弹背景下，市场减持热情再现而增持之声渐消，大非减持似有增多迹象。(3) **板块分布：**1月有色遭大量减持，交运增持显著，分别主要由西部矿业、重庆路桥贡献。
- **大宗交易骤降打破了“市场价升，大宗量增”规律？**1月市场反弹而大宗交易骤降，规模锐减而折价率提高。进入2月以来，伴随市场快速反弹，频繁的大宗交易再现。
- **解禁股强势现象显著。**(1) **交易量：**多数限售股解禁当日较解禁前后交易量显著增加，解禁日后交易量较解禁前显著放大。(2) **限售股解禁相对于行业的走势：**大多数个股显著强于行业。
- **目前市场很多投资者关心限售股解禁带来的交易机会。**我们认为，机会包括大宗交易套利、二级市场套利、长期战略介入。这涉及解禁股的合理定价、及套利机会出现的可能性，取决于市场环境、投资者预期、个股基本面等因素。

我们认为，随着市场环境、投资者预期的变化，限售股套利的机会仍在存在。当然，在强势与弱势的不同市场阶段，此类套利具有机会大(而风险大)、机会小(而风险小)两种特征。

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，2008.3.3
- 2、限售股研究 I：整体形势与近期分析，2009.2.9

目 录

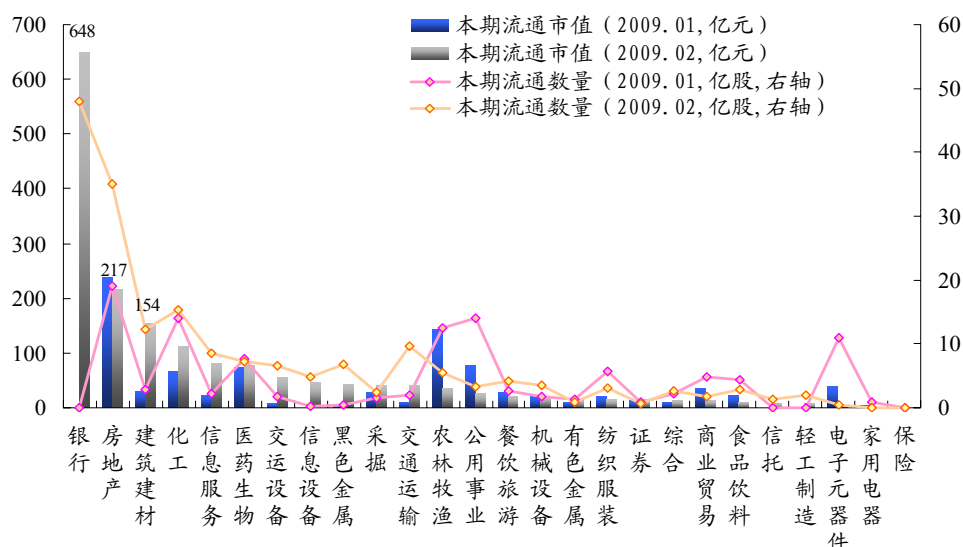
目 录	2
1. 招行带领银行股再掀解禁小高潮	3
2. 小非影响力增强	7
3. 减持仍为主旋律	8
3.1. 大小非减持力度不减	8
3.2. 反弹阶段市场减持压力增大	9
3.3. 1月有色金属遭大量减持，交运商贸增持显著	10
4. 大宗交易骤降打破了“市场价升，大宗量增”规律	13
5. 解禁股强势现象显著	15
6. 结语	18
附录 1 限售股解禁列表（2009.2）	20
附录 2 限售股月度解禁数量/市值（2008.1 - 2010.12）	23
附录 3 限售股月度解禁类型数量/市值（2008.1 - 2010.12）	24
附录 4 大小非月度解禁数量/市值（2008.1 - 2010.12）	25

本报告正文共 24 页，图 41 张，表 6 张

1. 招行带领银行股再掀解禁小高潮

09年2月A股市场解禁限售股市值达1504亿元（以09年1月23日不变价格计算），占09年限售股解禁市值的4.39%。尽管2月限售股解禁市值相比09年其余月份偏少，但相比1月环比增加了60.95%，究其原因银行业可谓功不可没。银行业1月无限售股解禁，而2月解禁市值高达648亿元，全部由招商银行贡献，远高于排名二、三位的房地产和建筑建材。

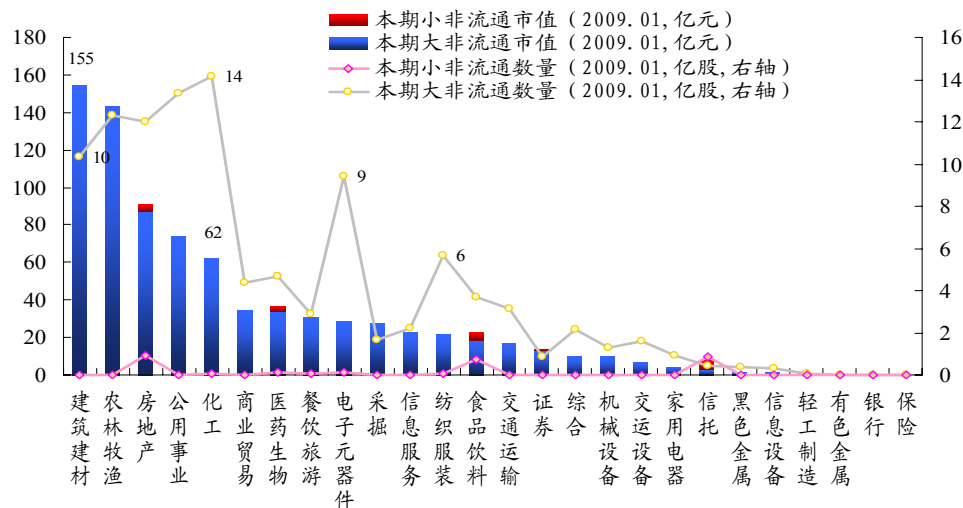
图1 招商银行带动银行业问鼎2月各行业解禁规模龙头



数据来源：国泰君安证券，WIND

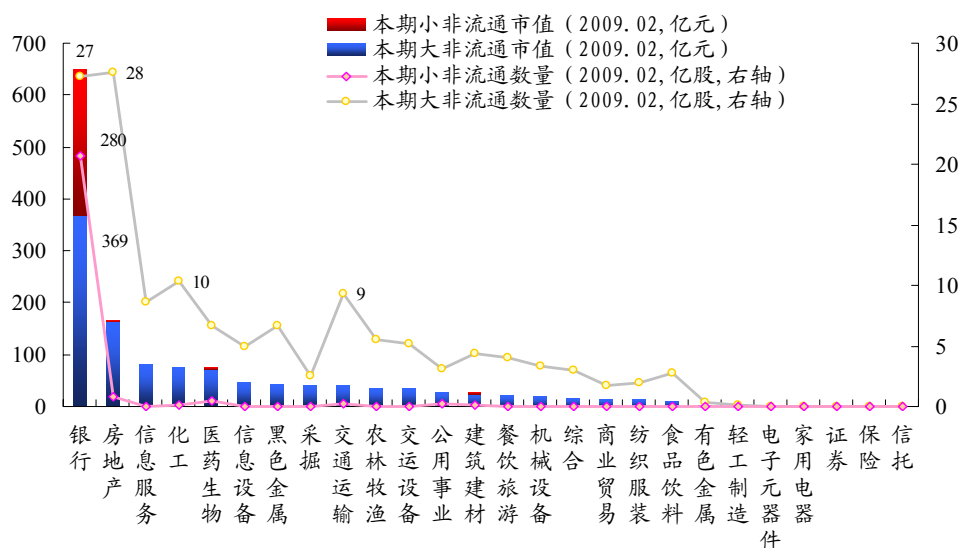
从大小非解禁规模看，本期大小非解禁市值为1437亿元，其中大非占比为80%，小非占比为20%。1月房地产、医药生物、食品饮料和信託均有一定量的小非解禁，而2月解禁小非由银行业的招商银行独领风骚——2月27日招商银行解禁为小非280亿元，同时还有大非370亿元。值得注意的是，本次解禁后，招行进入全流通时代，成为沪深A股市场中流通市值最大的股票。

图2 1月大非解禁在各行业中占据主导，建筑建材拔得头筹



数据来源：国泰君安证券，WIND

图3 2月招商银行小非解禁将成为市场关注焦点



数据来源：国泰君安证券，WIND

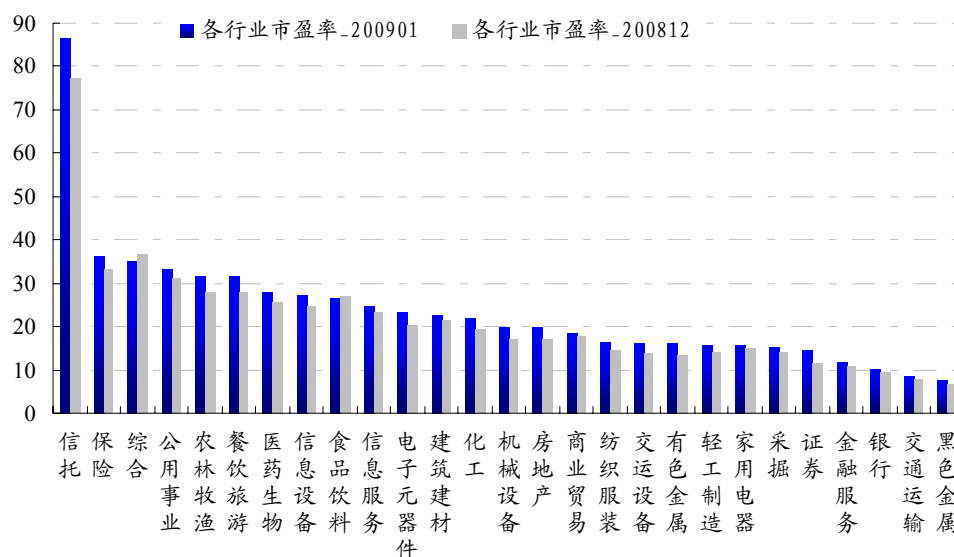
招商银行解禁前后将呈现何种走势？这既关系到是否对市场有供给压力（648亿元的解禁量已相当于牛市中单月的IPO供给），也关系到招商银行解禁股权的利益与套利者的机会。

- 首先看一下招商银行本次解禁的股权结构。大非（招商局轮船、中国远洋运输（集团））占本次解禁的比例为37%、20%（解禁370亿元），而包括广州海运、深圳晏清投资、深圳楚源投资、中国交建、中国海运、中交广州航道局、上海海运在内的小非占比为43%（解禁280亿元）。小非解禁压力并不小，而2月初以来大非减持愿望似乎有增强趋势。不过，在目前流动性充裕情况下，如果市场延续向好态势，这一解禁压力并不算大。
- 股东心态如何？一方面，根据行业研究员与媒体信息，招行方面表示全流通对招行股价的影响不大。股东整体上都很有信心，大股东招商局更是有绝对信心。只有极小部分股东有点进退两难：不想出股票，但公司资金链面又有点紧张。另一方面，近期大宗交易数据显示，前期已解禁限售股东存在对招行解禁前后走势的担忧，导致其在1月市场反弹时，以较大折价进行大宗交易（见本文后面分析）。我们判断，在本次解禁前招行的大宗交易仍可能出现，解禁当日会以巨量成交。
- 08年11月20日海通证券大量解禁前后几日大跌，对券商板块、大盘形成拖累，但在12月初以后，海通证券走出较强行情。事实上，从08年12月以来的解禁案例来看，部分当月解禁量较大的个股在解禁前后的走势已趋于乐观（如金风科技等，详见《限售股研究I：整体形势与近期分析》，09.1.7）。因此，个股解禁前后走势与其解禁量、个股基本面、市场行情阶段密切相关。
- 招行具有一定安全边际。银行业在所有行业板块中估值较低，从本轮反弹来看，银行股走势持平于指数，涨幅不大决定了银行业具有一定安全边际。从09年2月16日AH股价看，其A股价格（15.93元）略高于H股价格（12.62元），有一定溢价但压力不大，属于溢价率较低的个股。当然，由于其解禁后流通盘巨大，其短期相对于市场与行业的走势也不容乐观；但

如届时市场行情较强、而招行的相对跌幅较大，可能是介入机会。

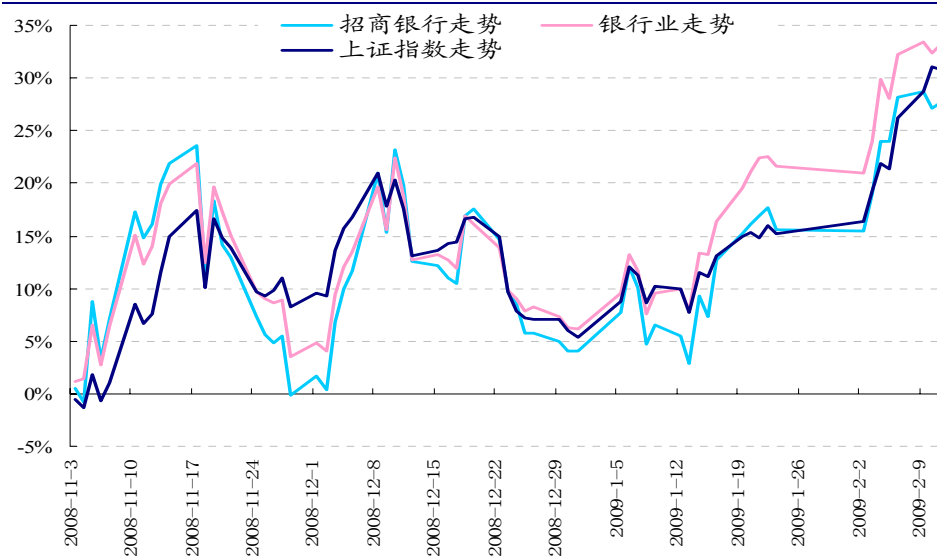
- 近期国泰君安行业研究员对银行股为增持评级（上调评级），对招行为谨慎增持评级（但弱于深发展等的增持评级）。本次上调评级实际上是对前期“中性评级+反弹”的微调。基于对 09 年银行信贷投放增速加快、保经济成功可能性较大导致银行资产质量好于预期（不良贷款增加低于预期）、流动性增加使银行股受大资金青睐等因素，认为本波银行股反弹行情的时间长度和幅度均将超出预期。上市银行 09 年第一季度净利润有可能获得微小正增长。银行股合理估值水平上调至 2.3PB、13.5PE。因此，认为银行股在未来 1-2 个月内仍可能保持震荡上行态势，若有调整仍为买入机会，本轮行情可先看到 3 月中旬。
- 最后，最关键的问题是届时的市场走势与投资者预期。我们认为，在市场乐观阶段，各种利好刺激会被放大、而利空刺激会弱化（如近期的板块轮动、概念四起的强势反弹行情），该阶段限售股对市场的压力可望大幅减轻（降低为对市场的较次要影响因素）。但在市场悲观阶段，限售股解禁与减持因素（加之舆论报导）可能成为影响市场的最主要因素。那么招行解禁最终对市场的影响多大？如果市场继续强势，则招行对市场影响不大。但目前来看，届时的短期市场走势存在变数，可能取决于市场阶段性反弹调整，以及两会将召开、创业板与 IPO 预期等因素，如果届时市场调整，则招行解禁前后可能对市场形成一定影响。从招行自身走势来看，其解禁前很可能弱于行业，但解禁后如超跌，可能吸引投资者介入。

图 4 沪深 A 股各行业估值



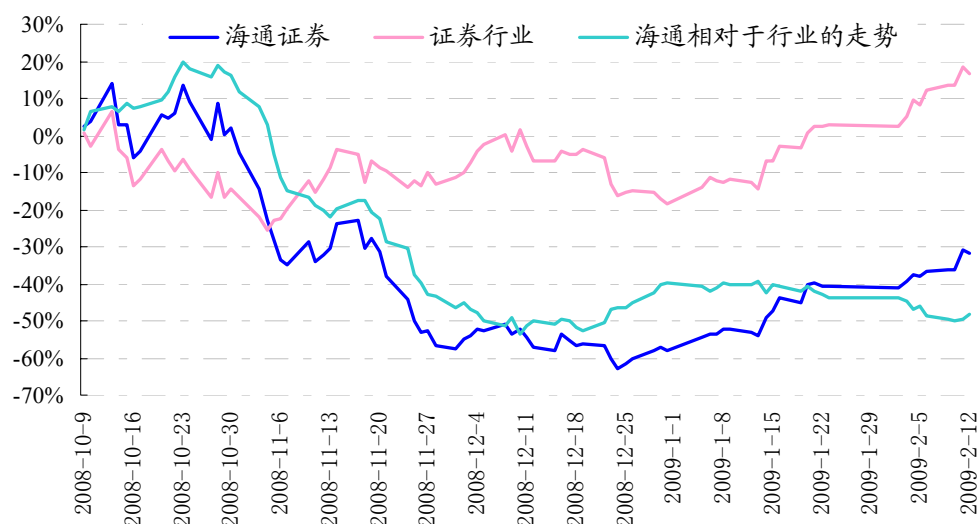
数据来源：国泰君安证券，WIND

图 5 本轮反弹以来，招行走势弱于行业，银行股与市场持平、近期弱于市场



数据来源：国泰君安证券，WIND

图 6 08 年 11 月 21 日海通证券解禁前后短期大跌，12 月初企稳并逐步强于行业



数据来源：国泰君安证券，WIND

表 1 国泰君安行业研究员对银行股的目标价及评级(09.2.16)

名称	EPS			BVPS			PE			PB			评级	目标价
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009		
招行	1.037	1.534	1.566	4.623	5.878	6.984	14.28	9.65	9.46	3.20	2.52	2.12	谨慎增持	21.0
浦发	1.263	2.211	2.416	6.498	7.293	9.70	17.91	7.87	7.20	3.48	2.39	1.79	增持	25.0
民生	0.438	0.540	0.559	3.466	3.152	3.662	14.90	9.30	8.98	1.88	1.59	1.37	谨慎增持	7.0
华夏	0.500	0.730	0.766	3.108	5.502	6.099	19.14	13.11	12.49	3.08	1.74	1.57	中性	13.0
深发展	1.155	0.203	1.673	5.671	5.152	6.699	15.32	67.04	8.14	3.12	2.64	2.03	增持	19.0
兴业	1.717	2.300	2.427	7.78	9.84	11.84	11.36	8.48	8.04	2.51	1.98	1.65	增持	29.0
中信	0.212	0.370	0.381	2.156	2.473	2.761	21.60	12.38	12.02	2.12	1.85	1.66	中性	5.8
交行	0.419	0.551	0.562	2.620	2.700	3.136	14.32	10.89	10.68	2.29	2.22	1.91	谨慎增持	8.0

中行	0.222	0.288	0.335	1.673	1.948	2.133	15.18	11.70	10.06	2.01	1.73	1.58	中性	4.3
工行	0.243	0.352	0.363	1.614	1.845	2.015	16.34	11.28	10.94	2.46	2.15	1.97	谨慎增持	5.3
建行	0.295	0.417	0.423	1.796	2.241	2.586	14.95	10.58	10.43	2.46	1.97	1.71	谨慎增持	5.8
南京	0.495	0.819	0.897	5.413	6.095	6.678	22.44	13.57	12.39	2.05	1.82	1.66	谨慎增持	14.3
宁波	0.380	0.544	0.584	3.209	3.607	3.966	24.37	17.02	15.86	2.89	2.57	2.33	中性	10.0
北京	0.538	0.853	0.968	4.282	5.015	5.793	20.54	12.95	11.42	2.58	2.20	1.91	中性	14.5

数据来源：国泰君安证券

表 2 近 1 个月机构对招行的评级以推荐居多

预测机构	发布时间	机构评级	报告 EPS		预期净利润	
			2008E	2009E	2008E	2009E
国泰君安	2009-2-13	谨慎增持	1.534	1.566	2256660	2303535
兴业证券	2009-2-6	推荐	1.64	1.92	2411978	2823779
招商证券	2009-2-3	强烈推荐	1.5	1.5	2206078	2206078
上海证券	2009-1-23	跑赢大市	1.59	1.64	2338442	2411978
申银万国	2009-1-23	中性	1.496	1.489	2200000	2190000
渤海证券	2009-1-16	买入	1.35	1.18	--	--

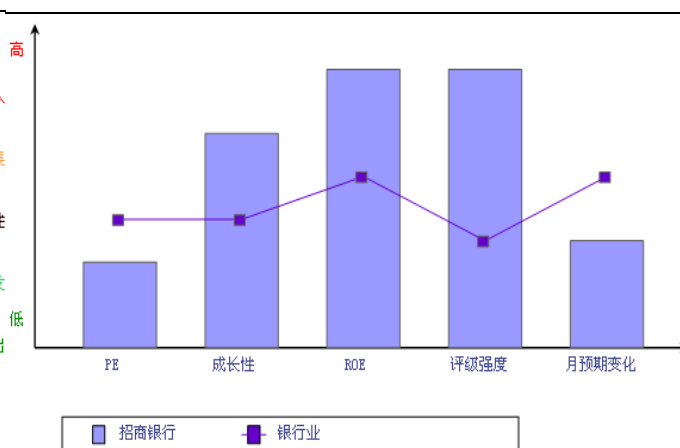
数据来源：国泰君安证券，朝阳永续一致预期

图 7 招行距按研究员给出的目标涨幅仍有上涨空间



数据来源：国泰君安证券，朝阳永续一致预期

图 8 招行在 08 年银行业中估值位序居中



数据来源：国泰君安证券，朝阳永续一致预期

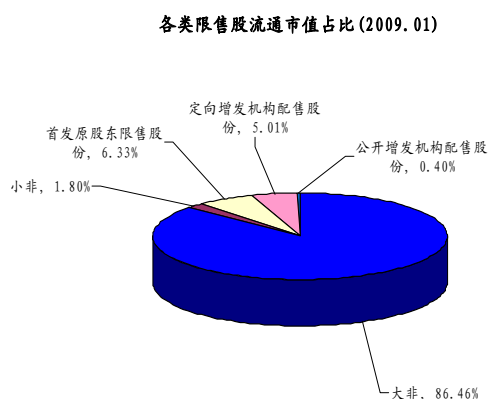
招行全流通带来另一个市场关心的问题：全流通进程有多快？截至 2 月 13 日，全流通上市公司家数为 95 家，占沪深市场的比重为 6%；2 月底、及 09 年全年，这一数字为 114（7%）、487（31%）。

2. 小非影响力增强

考虑到不同类型限售股的持股成本、减持动机不尽相同，我们将各月解禁的限售股分为八类：大非、小非、首发原股东限售股份、首发机构配售股份、首发一般股份、定向增发机构配售股份、公开增发机构配售股份、公开增发一般股份。

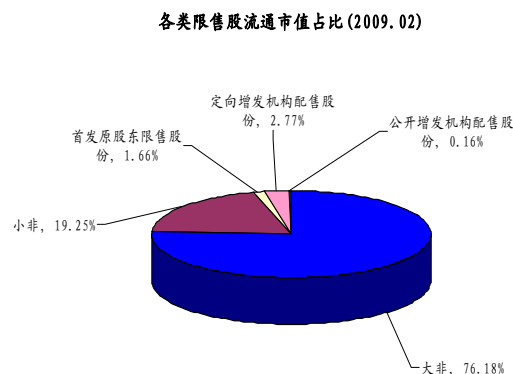
相比 1 月，2 月因股改（包括大非和小非）产生的限售股占比进一步增加达 95.58%，其中，小非占比由 1 月的 1.80% 迅速扩大到 2 月的 19.25%，大非的相对占比略有缩减。2 月份还有少量的首发原股东、定向增发机构配售和公开增发机构配售股解禁。考虑到市场反弹背景，2 月解禁规模显著超 1 月，小非解禁占比升高，预计 2 月市场减持压力将比 1 月进一步增强。

图 9 1 月解禁大非占比近九成



数据来源：国泰君安证券，WIND

图 10 2 月解禁小非占比约两成，大非占比略有缩减



数据来源：国泰君安证券，WIND

3. 减持仍为主旋律

3.1. 大小非减持力度不减

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。由于增持（减持）达到规定线时才进行信息披露，因此，仅根据公告统计得出的增持（减持）数据，可能低于期间发生的实际增持额。

针对 08 年 6 月至 12 月的分析表明，当月解禁限售股并不一定在当月被减持，另外，当月减持股可能为前期解禁股票。各月减持比例（减持量/解禁量）与解禁量之间存在负相关，这是由于在各月解禁量差异较大的情况下，大小非减持量保持了相对稳定（介于 4-8.5 亿元之间，原有解禁股在不同时期的减持起到了平滑作用）。08 年 10 月以来，伴随市场有回暖迹象，大小非减持量逐渐攀升，08 年 12 月减持量高达 8.23 亿股（仅次于统计期间 08 年 7 月），当然，从减持占解禁比重看，12 月 6.53% 的比重并不高。

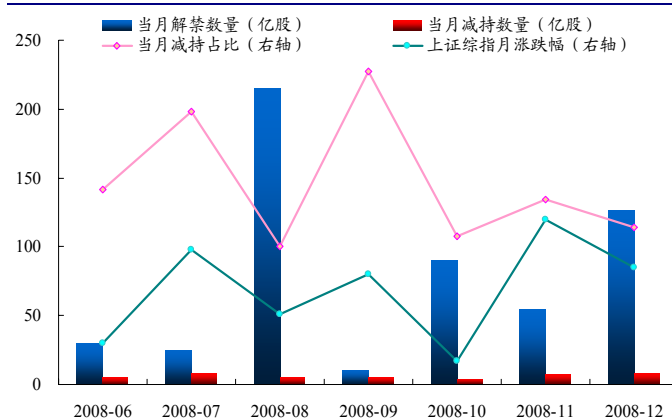
当月减持与市场涨跌幅存在一定正相关，表明在前期振荡下跌市中，大小非通常在市场上受利好刺激反弹时减持、而在市场处于低迷阶段的减持动机则较弱（尤其在限售股集中解禁时）。在弱市，限售股解禁—市场下跌—减持动机弱化存在正反馈过程，当然在强市反弹阶段（如 09 年元旦后至今的行情中），限售股解禁对市场的影响在弱化，而市场行情对减持动机的影响仍在持续，市场反弹阶段减持意愿增强。

小非各月的减持占比、及波动幅度远超大非。大非的减持占比比较低（08 年 7 月、

9月市场走势相对平稳时减持占比超过10%，大多月份低于5%）。而非小非减持行为波动很大（介于25% - 194%之间；其中08年7月、9月比重高达152%、194%，表明前期解禁股票在当月被大量减持），表明相对于大非的战略性持有，小非减持获利的动机更加强烈。08年12月，大非、小非的减持比例均有所下降，除市场下跌原因外，还源于该月解禁量大（因此基数较高）。

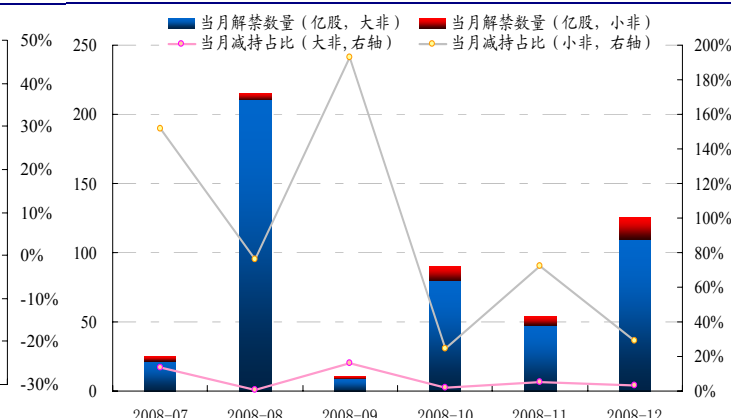
伴随解禁潮的继续，累计解禁与累计减持量呈剪刀差趋势。大小非累计解禁占比稳步攀升，而已解禁大小非的累计减持占比逐渐下降。原因在于，小非累计减持占比稳定，而大非累计减持占比却呈现下降趋势。

图 11 08 年 12 月大小非大量解禁，但减持比例显著降低，当然减持绝对额保持了相对稳定



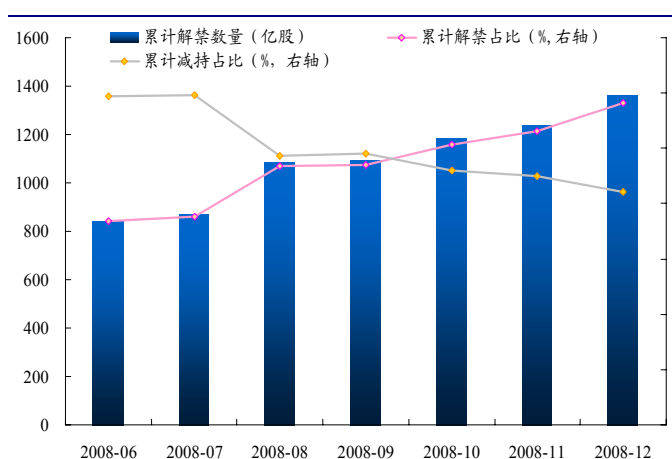
数据来源：国泰君安证券，WIND

图 12 08 年 12 月小非减持占比降幅远超大非，小非行为更为敏感



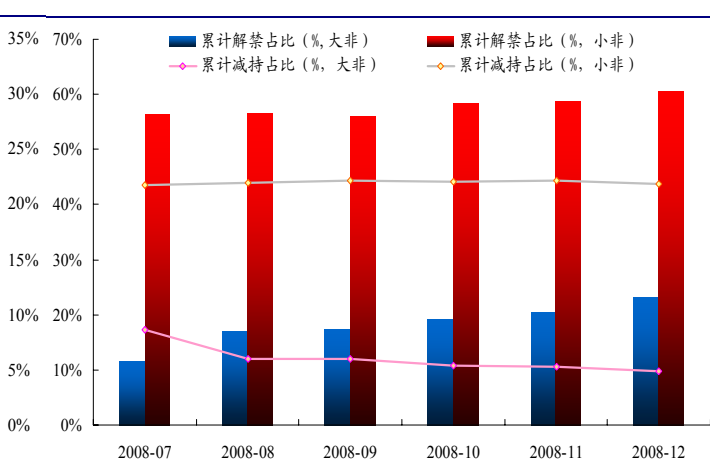
数据来源：国泰君安证券，WIND

图 13 股改限售股累计解禁占比攀升，而累计减持占比下降



数据来源：国泰君安证券，WIND

图 14 大非、小非累计解禁和减持占比保持稳定



数据来源：国泰君安证券，WIND

3.2. 反弹阶段市场减持压力增大

考察二级市场上各类增减持行为，08年11月以来减持行为不减，而增持行为在经历08年12月的大幅上升后、近期显著降低。两者力量对比反映出08年11月以来的净减持行为有上升态势。而我们注意到，在市场最低迷阶段（08

年8-10月), 市场是呈现净增持的。

增减持行为的群体与动机不同, 增持行为通常发生在市场低迷阶段(投资成本低), 减持行为主要视市场是否反弹、未来预期是否走好等因素确定(套现价格最高), 市场信贷环境、自身流动性需求等因素也对减持造成影响, 此外, 两类行为的力量对比也受期间限售股解禁量大小的影响。由此可观察到在市场最差阶段(08.8-10)增持最多、在市场转好阶段(08.11-09.1)减持最多的现象。

表3 1月伴随市场反弹, 减持意愿不减而增持锐减(近8月来新低), 净减持上升

月份	增持			减持			减持-增持
	金额(万元)	变化率	笔数	金额(万元)	变化率	笔数	金额(万元)
08-05	40442		17	294653		78	254211
08-06	148476	267%	27	183010	-38%	41	34534
08-07	88420	-40%	16	310303	70%	77	221884
08-08	384436	335%	33	181550	-41%	47	-202886
08-09	425916	11%	139	319221	76%	47	-106696
08-10	112878	-73%	116	108786	-66%	29	-4092
08-11	83499	-26%	121	360984	232%	63	277485
08-12	134111	61%	78	410425	14%	175	276314
09-01	69153	-48%	54	397376	-3%	114	328223
截至 09-02-13	1508		9	356134		72	354626

数据来源: 国泰君安证券, WIND

进入2月以来, 随着指数不断上涨, 已解禁限售股的减持热情再现, 而增持之声渐消(2月5日后甚至再无上市公司增持公告, 除2月11日方大A股东因操作失误)。截止2月11日, 相关减持公告72个, 涉及上市公司39家, 累计减持金额达35.61亿元; 相关增持公告9个, 涉及上市公司3家, 累计增持金额0.18亿元。2月至今(仅10个交易日), 市场净减持金额已达354626, 创新08年5月以来的各月新高。

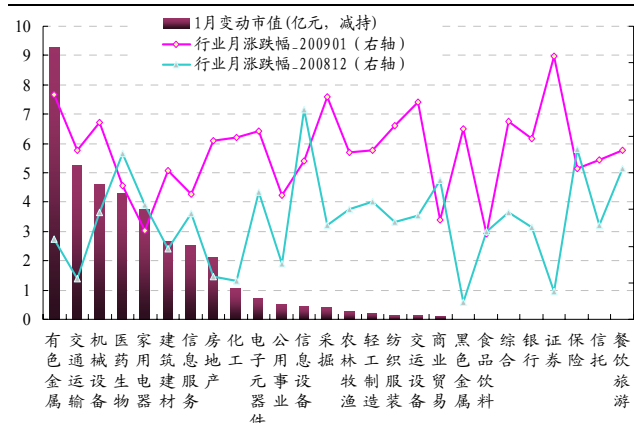
值得注意的是, 2月似乎有大非减持增多的现象。出现大非公告减持的上市公司有25家(减持公告共38个), 甚至有9家上市公司是第一大股东减持。我们认为出现该现象的原因是, 近期指数快速拉升, 逼近市场普遍关注的敏感点位, 多数股票较前期低位累计获利较多, 因而引发了部分投资者的减持套现; 而随着个股股价的不断攀升, 上市公司增持成本不断增加导致了该行为的减少。

3.3.1 月有色金属遭大量减持, 交运商贸增持显著

1月有色金属成为减持最多的行业。而我们发现, 无论统计口径为所有限售股或大小非, 与其他行业相比, 本月(以及上月、2月以来)有色行业的解禁量并不大。有色在所有行业中估值并不高(见图4), 在09年以来A股市场持续反弹、国际与国内大宗商品价格企稳反弹的背景下, 前期超跌过度的有色板块在1月表现突出, 这成为市场减持有色板块的主要原因。此外, 减持量较大的行业为交运、机械、医药、家电。

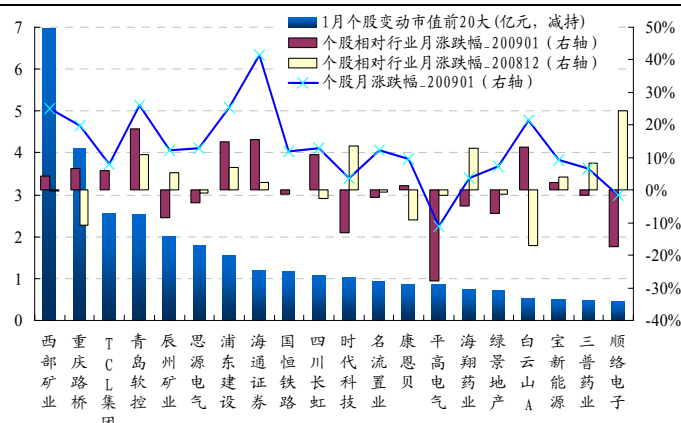
从减持较大的个股来看，西部矿业、辰州矿业对有色行业减持第一的排名作出了主要贡献。重庆路桥成为交运行业的主要减持力量。这些被减持个股不仅在1月大多取得了正收益，而且减持量较大的个股近期也大多跑赢了各自行业。

图 15 1月有色遭大量减持，商品市场企稳、股票市场反弹或为主因



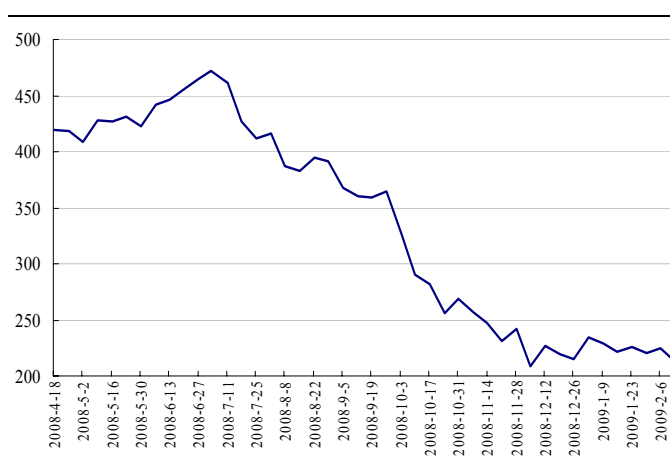
数据来源：国泰君安证券，文华财经

图 16 1月减持市值排名前20的个股中，西部矿业辰州矿业减持对有色第一排名作出主要贡献



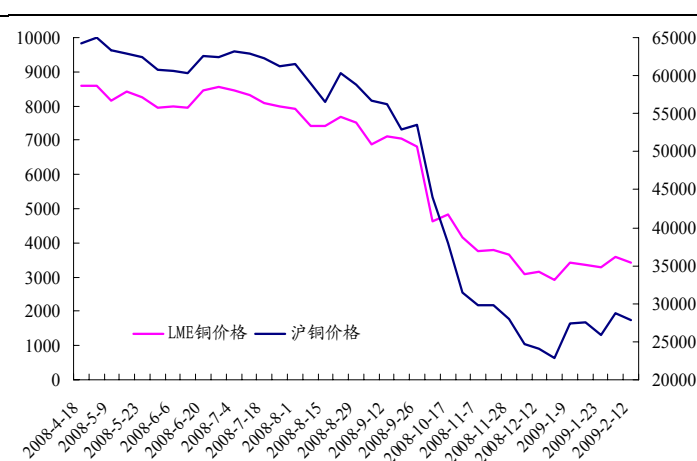
数据来源：国泰君安证券，文华财经

图 17 08年12月以来CRB指数企稳



数据来源：国泰君安证券，文华财经

图 18 08年12月以来LME铜、沪铜企稳



数据来源：国泰君安证券，文华财经

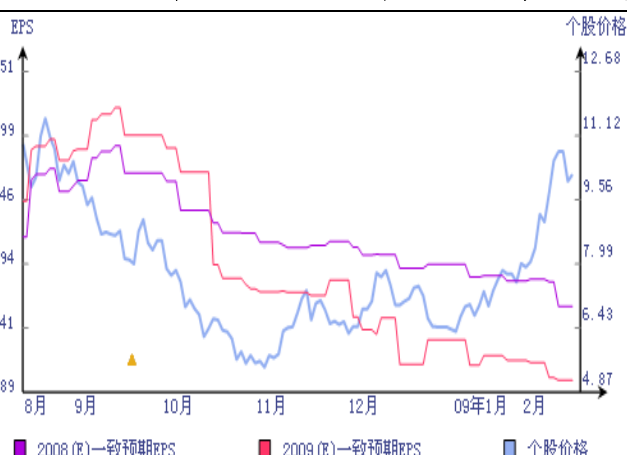
西部矿业的减持行为主要由公司及其股东进行。而根据近两月券商研究员评级，对西部矿业一直为中性评级，由此1月出现了集中减持行为。而其在2月以来的大幅上涨，加剧了股东对其进一步减持。

图 19 1 月西部矿业价格逼近目标价，2 月后超目标价



数据来源：国泰君安证券，朝阳永续一致预期

图 20 近 2 月西部矿业股价与 09 年一致预期净利润走势背离



数据来源：国泰君安证券，朝阳永续一致预期

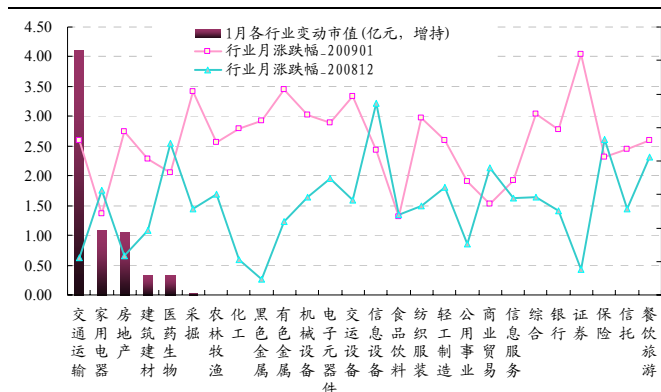
表 4 近 1 个月相关机构对西部矿业的评级为中性

预测机构	发布时间	机构评级	报告 EPS		预期净利润	
			2008E	2009E	2008E	2009E
招商证券	2009-2-8	中性	0.3	0.2	71490	47660
天相投顾	2009-1-19	中性	0.43	0.27	102469	64341

数据来源：国泰君安证券，朝阳永续一致预期

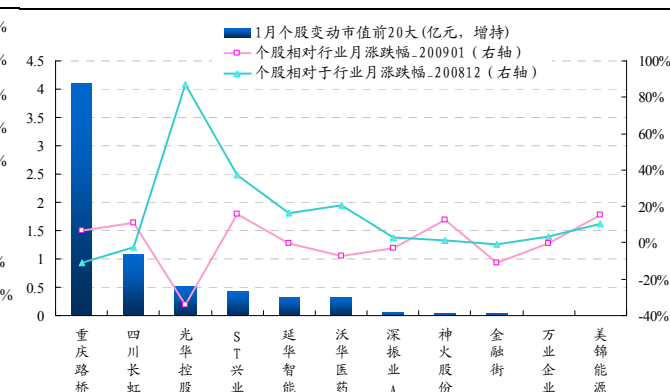
在 1 月的增持排行榜上，交运行业异军突起，超过其他所有行业增持量，重庆路桥大量被增持起到决定作用（由于近期无研究员分析与评级，我们未作进一步分析）。此外，家电、地产、建筑建材、医药行业也获得了一定增持。值得注意的是，增持最多的重庆路桥也是被减持较多的个股，这说明市场存在较大分歧。另外，本月增持行业与上月增持（综合、公用事业、信息服务）分布差异较大，在市场增持行为尚未普遍展开情况下，个股增持差异很大程度上决定了行业差异。

图 21 1 月交运被大量增持，其余包括家电、地产、建筑建材、医药



数据来源：国泰君安证券，WIND

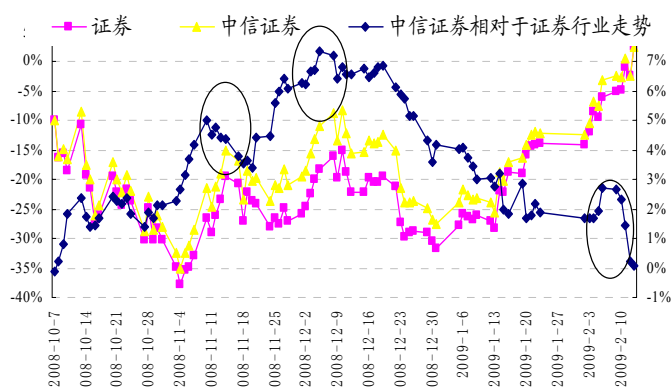
图 22 1 月增持市值排名前 20 的个股中，重庆路桥增持最多



数据来源：国泰君安证券，WIND

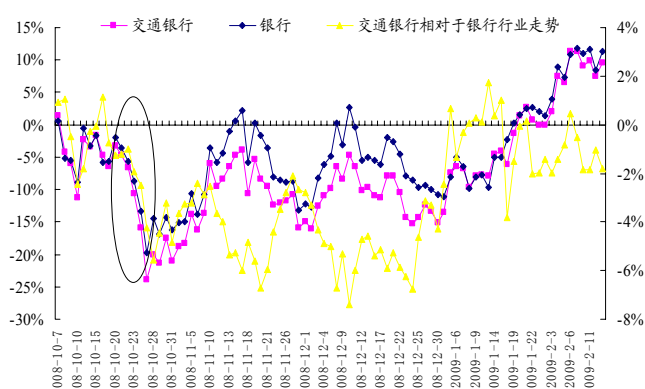
产业资本(对企业价值的判断可能更为准确)等在特定时点的减持行为，是否预示了个股的短期未来走向?证据表明，从个股角度看，很难做到这一点。下图列举了几个较大规模被减持个股的走势，当然还有更多证据可以说明这一问题。

图 23 中信证券在不同阶段减持有不同走势



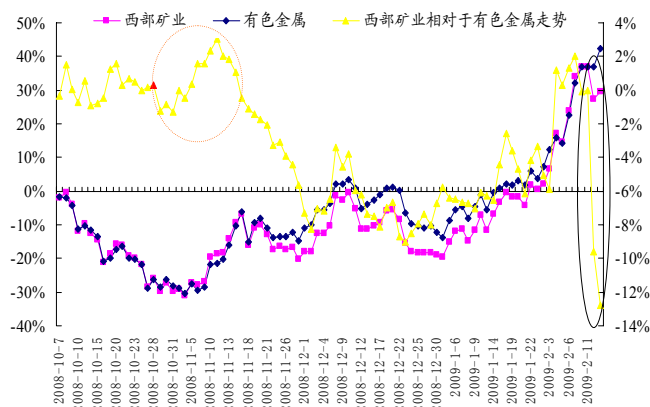
数据来源：国泰君安证券，WIND

图 24 交行在 08 年 11 月 18 日减持后下跌



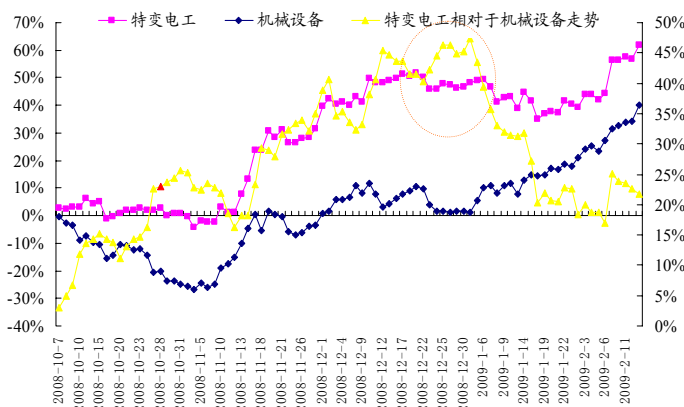
数据来源：国泰君安证券，WIND

图 25 西部矿业在不同阶段减持后有不同走势



数据来源：国泰君安证券，WIND

图 26 特变电工在 08 年 12 月减持后基本与行业持平

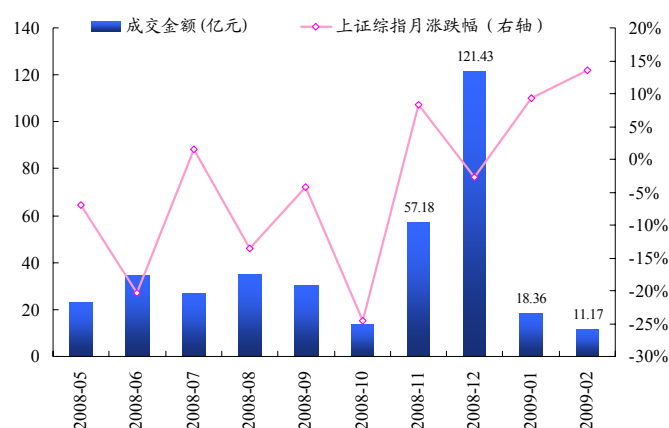


数据来源：国泰君安证券，WIND

4. 大宗交易骤降打破了“市场价升，大宗量增”规律

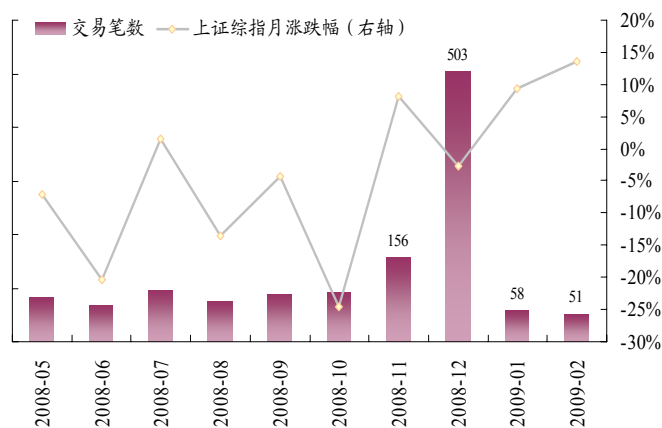
1 月市场反弹而大宗交易骤降，逆转了我们前期（考察 08 年 5-11 月期间）得到的“沪深两市大宗交易规模与市场走势正相关”的结论。对此的解释是：众多需求方希望折价受让股权（产业资本、投资者、套利者等），而供给方惜售或提高溢价幅度，导致了成交锐减。

图 27 1 月指数反弹而大宗交易金额锐减, 2 月后有上升迹象



数据来源：国泰君安证券，WIND

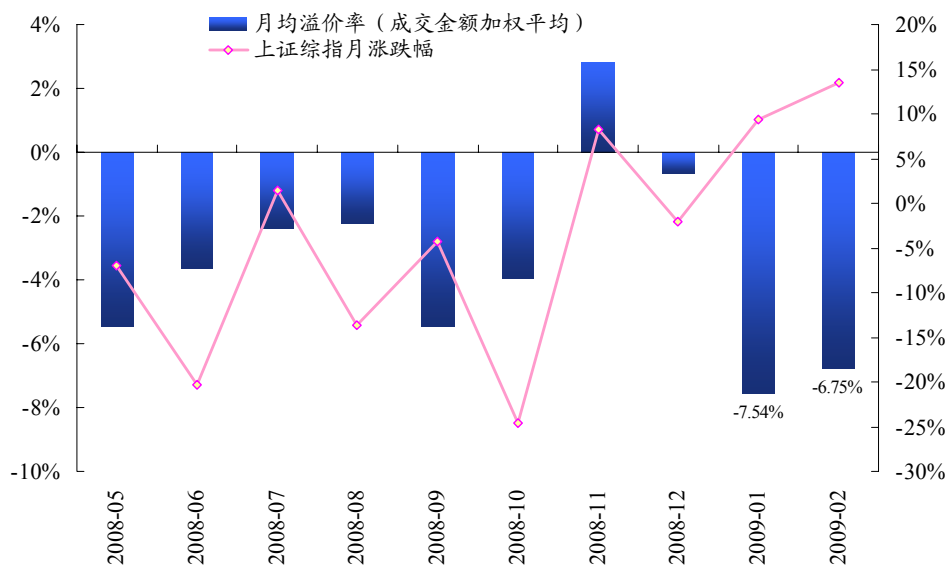
图 28 指数反弹而大宗交易笔数锐减, 2 月后显著上升



数据来源：国泰君安证券，WIND

但另一个值得注意的现象是，大宗交易的加权折价率再创新高，说明尽管大宗交易不活跃，但对买方仍存在折价交易的机会。这与前期我们得出的结论“大宗交易加权溢价率与市场走势有一定正相关”有违背，更低的交易规模、卖方的谨慎预期或可解释 1 月出现的这种现象。

图 29 1 月大宗交易规模虽锐减、但折价率大幅攀升，为近 9 月来新低



数据来源：国泰君安证券，WIND

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。1 月数据显示，一些以较高折价成交的个股为前期解禁个股如中信证券、海通证券、兴业银行等，而招商银行的较大折价交易则由于其将在 2 月 27 日大量解禁(解禁 648 亿元，占已流通数量的比例为 40%)、从此步入全流通，对其解禁以后走势的不确定性的担忧可能成为诱发大幅折价进行大宗交易的原因。

表 5 部分大宗交易数据（针对交易规模较大个股，09.1）

个股 (最新解禁日)	交易日期	折溢价率	成交金额 (万元)	个股 (最新解禁日)	交易日期	折溢价率	成交金额 (万元)
辽通化工 (09.1.14)	090121	-4.11%	1260		090107	-2.65%	9680
中信证券 (08.8.15)	090123	0.00%	329	海通证券 (08.12.29)	090120	-11.76%	20400
苏宁电器 (08.8.11)	090116	-10.35%	599		090122	-4.68%	6820
招商银行 (08.2.27, 09.2.27 将大量解禁)	090122	0.23%	328		090122	-4.68%	7480
	090116	-2.69%	1126	四川长虹 (08.4.14)	090116	1.39%	10800
	090109	-11.49%	2579	兴业银行 (08.2.5)	090106	-12.95%	4113
	090114	-15.27%	2543		090112	-3.99%	1187
	090119	-11.89%	1298	西部矿业 (08.9.18)	090112	-3.99%	558
	090106	-12.17%	505		090112	-3.99%	524
海通证券	090107	-9.96%	1628		090112	-3.99%	1396

数据来源：国泰君安证券，WIND

进入 2 月以来，伴随市场快速反弹，频繁的大宗交易再现（见图 26-28）。截至 2 月 11 日（仅 8 个交易日），大宗交易笔数逼近 1 月（15 个交易日）的水平，而交易金额也占到 1 月的 60% 以上。除市场反弹的影响外，2 月较 1 月解禁量大、小非解禁规模也较高也对 2 月大宗交易规模的攀升有一定影响。

我们注意到，2 月部分大宗交易的股票为当月或上月解禁（如辽通化工、国金证券、中体产业），部分为大宗交易“热门股”（如海通证券、西部矿业）。2 月（或近月）解禁、2 月减持的现象较明显。

表 6 部分大宗交易数据（针对交易规模较大个股，09.2）

个股 (最新解禁日)	交易日期	折溢价率	成交金额 (万元)	个股 (最新解禁日)	交易日期	折溢价率	成交金额 (万元)
	090203	-3.95%	328.5	国金证券	090205	-4.99%	1447
	090204	-15.69%	618	中体产业 (09.2.1)	090204	0.00%	4980
辽通化工 (09.1.14)	090204	-3.55%	1060.5		090206	-0.48%	4960
	090205	-3.23%	345		090205	8.17%	3445.55
	090205	-0.42%	497	ST 贤成 (08.11.27)	090206	0.00%	2527.84
	090210	-1.04%	380		090206	0.00%	317.2
	090211	0.00%	5657.5		090209	1.79%	1187.84
天津普林 (08.5.16)	090210	-10.71%	6350.4	中路股份 (08.12.13)	090209	-10.76%	5953.5
	090210	-10.71%	618.03		090209	-10.76%	6213.58
辰州矿业 (08.8.18)	090211	-14.84%	1090		090209	-10.76%	5953.5
	090211	-14.84%	4360	海通证券 (08.12.29)	090206	-12.19%	2162
国金证券 (09.2.2)	090204	-5.01%	1705.8	西部矿业 (08.9.18)	090205	-8.02%	3469.2
	090204	-5.01%	8529		090209	-16.68%	3496
	090205	-4.99%	2315.2				

5. 解禁股强势现象显著

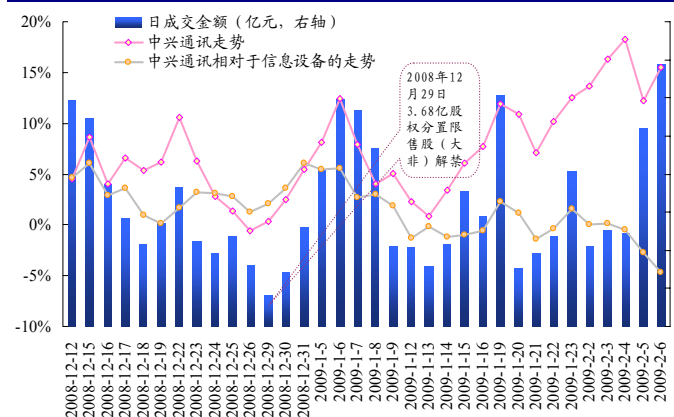
我们选取 09 年 1 月的当期解禁市值超 50 亿元、或为沪深 300 指数前 50 大权重股的个股、同时考虑 08 年 12 月 25-30 日大规模解禁的重点股票(便于对前期解禁股走势的持续跟踪)作为考察样本。

从限售股解禁当日的成交量来看，多数限售股解禁当日较解禁前后交易量显著增加，但也有例外（如 09 年 2 月 2 日解禁的海油工程，08 年 12 月 29 日解禁的中兴通讯和国阳新能，12 月 30 日解禁的中海发展，1 月解禁限售股东均为减持意愿较弱的大非）。当然，并非所有大非解禁股在解禁当日都不会放量（如 09 年 1 月 19 解禁的粤电力 A）。总体来看体现了大非减持意愿较弱的特征。另外，在解禁日后，较多个股（如中海发展、金风科技、海通证券、中国太保、陆家嘴）的交易量较解禁前显著放大，原因可能包括流通盘放大、解禁股减持、解除解禁担忧的投资者介入。

从限售股解禁后相对于行业的走势来看，不同类型和行业的限售股在解禁后的走势不尽相同，总的来看，大多与行业走势差异不大，大多数个股显著强于行业。大非解禁股在解禁后的走势大多强于行业（如 1 月解禁的中兴通讯、中海发展、粤电力和陆家嘴、北大荒，以及 08 年 12 月底解禁的国阳新能），但也有解禁前后持续走弱的个股（如 2 月初解禁的海油工程）。定向增发限售股解禁后走势或强于行业（如 12 月底解禁的海通证券）、或与行业持平（如 12 月底解禁的中国远洋）。而同属于首发原股东限售的金风科技和中国太保则在解禁后走出了显著强于行业的走势。全部是小非解禁的长江证券走了解禁前弱于行业、解禁后持平而后强行业的走势。

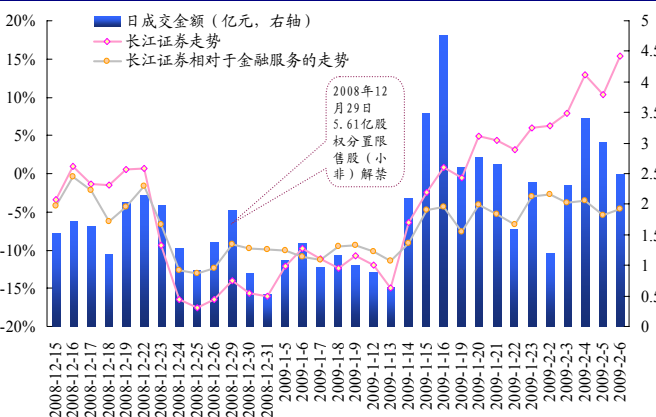
究竟哪些因素影响各类型解禁个股走势？其一，09 年 1 月以来市场明显处于一波升势之中，良好市场环境或将改变大小非持有者的市场预期，进而影响其在二级市场的操作；其二，个股基本面在很大程度上决定个股走势，如部分走势强个股具有一定炒作题材（如金风科技、国阳新能、陆家嘴），或者超跌个股（如海通证券）。其三，在不同阶段，限售股类型（如相对于其他股东，小非对解禁股的影响相对不利）也对解禁个股走势产生显著影响。

图 30 中兴通讯解禁后短期强于行业、而后有所回落



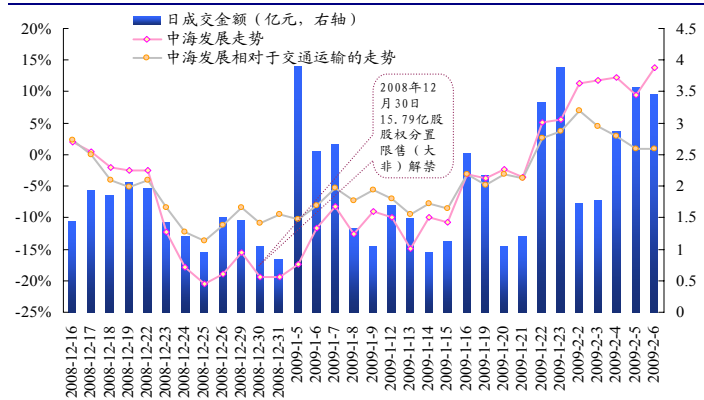
数据来源：国泰君安证券，WIND

图 31 长江证券解禁前弱于行业，解禁后持平、而后强



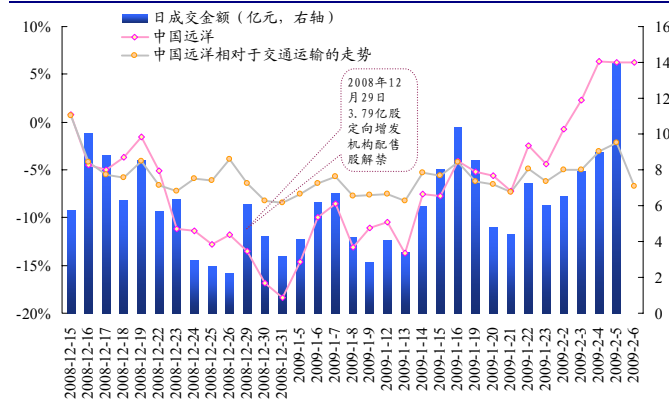
数据来源：国泰君安证券，WIND

图 32 中海发展解禁后相对行业呈走强态势



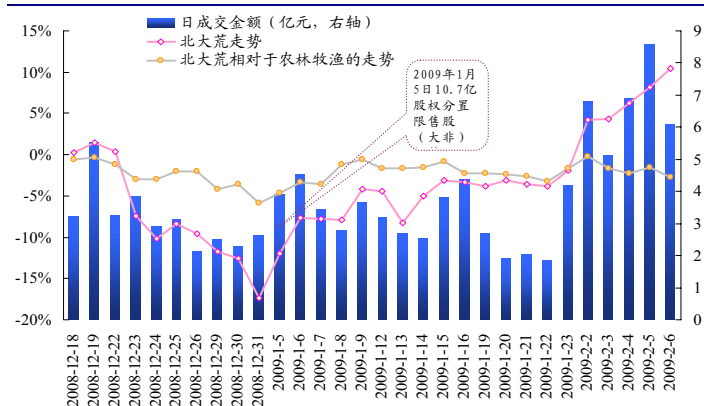
数据来源：国泰君安证券，WIND

图 33 中国远洋解禁后走势与行业持平



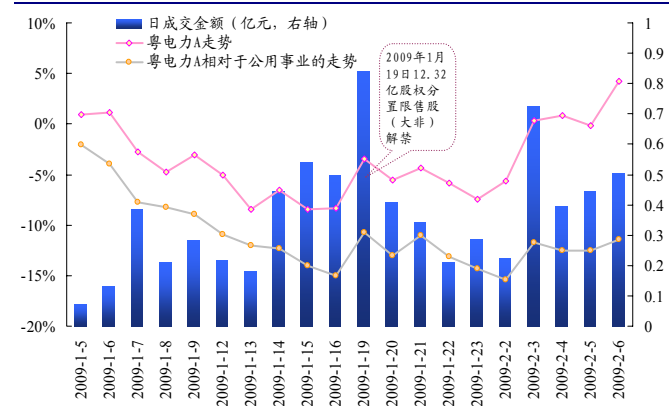
数据来源：国泰君安证券，WIND

图 34 北大荒解禁前后略强于行业



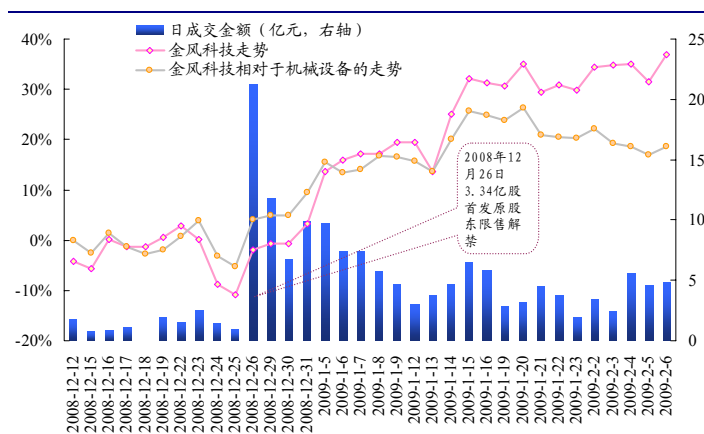
数据来源：国泰君安证券，WIND

图 35 粤电力 A 解禁日强于行业



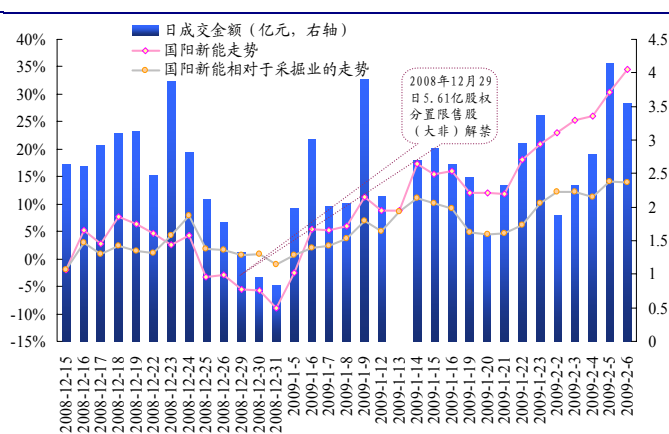
数据来源：国泰君安证券，WIND

图 36 金风科技解禁后放量，走势显著强于行业



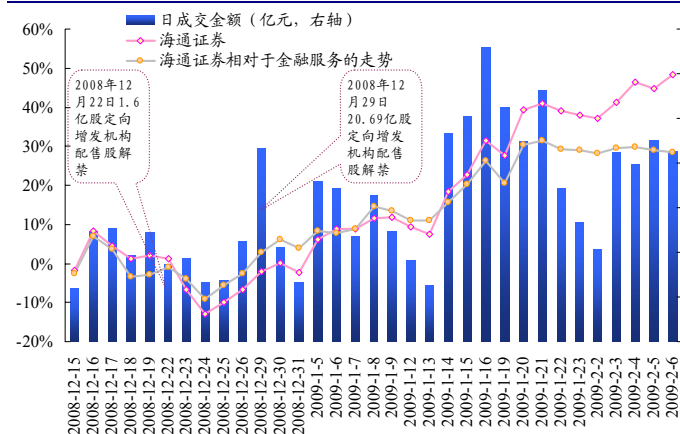
数据来源：国泰君安证券，WIND

图 37 国阳新能解禁后一路上扬显著优于行业



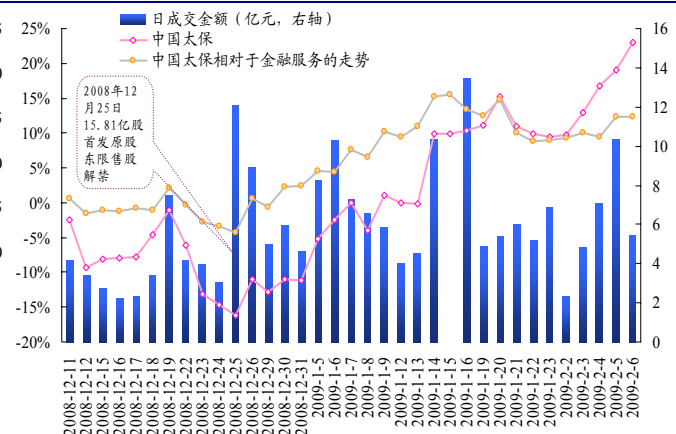
数据来源：国泰君安证券，WIND

图 38 海通证券 08 年 12 月第 2 次解禁后领涨行业



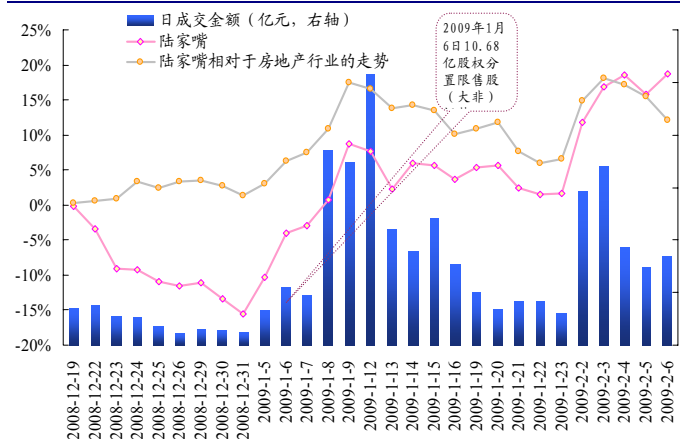
数据来源：国泰君安证券，WIND

图 39 中国太保解禁前弱于行业，解除后明显好于行业



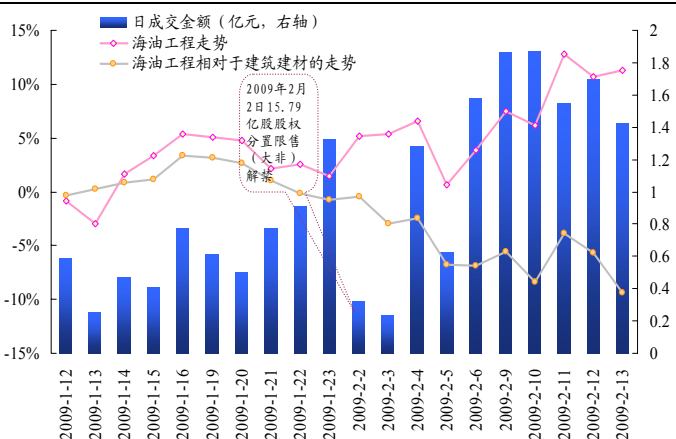
数据来源：国泰君安证券，WIND

图 40 陆家嘴解禁后放量，保持优于行业的走势



数据来源：国泰君安证券，WIND

图 41 海油工程解禁日缩量，解禁前后持续走弱



数据来源：国泰君安证券，WIND

6. 结语

近几个月以来，市场很多投资者愈发关心限售股解禁带来的市场交易机会。我们认为大家关心的角度主要为以下几方面：

- 是否存在大宗交易折价购入并套利机会。一旦通过大宗交易购入“便宜”的股票，可适时在二级市场卖出，赚取套利空间。
- 二级市场上是否存在套利机会。对于基本面不错的股票，如果由于巨大的解禁压力而产生定价偏差，则可适时介入，在其股价回归价值时完成套利。
- 除短中期套利者外，也存在以便宜价格介入并长期持有的产业资本或战略投资者。

这涉及解禁股的合理定价、及套利机会出现的可能性。而这将取决于多种因素：

- 市场环境。弱市中，大规模解禁可能成为影响市场走势的重要因素（甚至是最主要因素），一些较大规模解禁、以及大量减持的个股对自身、甚至对行业或市场都会存在不利影响。而强市中，这一因素可能被很大程度弱化（如近期反弹行情）。
- 投资者预期。包括解禁股东、市场各方的判断与博弈。股东解禁包括多种

可能动机，如套现、解决流动性等。但在 09 年至今流动性大幅改善的情况下，减持行为不减反增的现象说明了市场反弹下的股东兑现冲动。减持时点的选择主要基于股东对当前与未来股价的判断，而一些股票在被减持后的走势表明，产业资产或许更了解企业价值，但并无法准确估测股票走势的变化。

- 个股基本面尤为重要。套利机会简单来看是基于市场价格与合理价值的判断（当然，大市走势、个股题材概念也在特定阶段产生重要影响）。在基本面隔离判断的解除上，结合市场表现的判断，才可捕捉机会。

限售股解禁与减持的相关市场影响的变化趋势如何？通过跟踪研究，我们发现如下现象：

- 减持力度增强。经历 08 年 12 月大量解禁后，09 年前 5 个月呈现解禁规模逐渐小幅增长的过程中。1 月市场减持力量较强。2 月是小非解禁相对规模较大的月份，从目前数据看，减持力度超 1 月，而且大非减持冲动有抬升趋势。
- 相比之下，增持力度杯水车薪。限售股供给压力由净减持（减持—增持）决定。
- 2 月大宗交易规模似乎较 1 月的较小规模大幅反弹的迹象。虽然各月均有折价较大的大宗交易出现，但在市场反弹阶段，其规模要小很多。
- 相对于 08 年底前数月中解禁前后个股走弱的现象，09 年 1 月以来，解禁股强势现象显著，这与市场阶段有关，当然这将导致不合理定价出现的机会减少。

我们认为，随着市场环境、投资者预期的变化，限售股套利的机会仍在存在，当然，在强势与弱势两种市场阶段，此类套利存在机会大(而风险大)、机会小(而风险小)两种特征。

附录 1 限售股解禁列表 (2009.2)

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	本期流通 数量/已 流通数量	流通股份类型
000591	桐君阁	2009-02-01	980.825	10841.0615	0.54	9.05%	股权分置限售股份
000683	远兴能源	2009-02-02	1500	30589.5221	1.02	4.90%	股权分置限售股份
000931	中关村	2009-02-02	4049.4948	47531.7398	1.42	8.52%	股权分置限售股份
000975	科学城	2009-02-02	4426.8961	38636.6128	1.39	11.46%	股权分置限售股份
002209	达意隆	2009-02-02	1805.1875	4705.1875	1.69	38.37%	首发原股东限售股份
002211	宏达新材	2009-02-02	1423.1937	7523.1037	1.01	18.92%	首发原股东限售股份
002212	南洋股份	2009-02-02	9.8875	3809.8875	0.01	0.26%	首发原股东限售股份
002213	特尔佳	2009-02-02	1647.6152	4247.6152	1.24	38.79%	首发原股东限售股份
600048	保利地产	2009-02-02	19954.0956	125142.5098	32.94	15.95%	首发原股东限售股份
600109	国金证券	2009-02-02	5644.332	13382.8414	14.96	42.18%	定向增发机构配售股份
600158	中体产业	2009-02-02	4017.7875	60003.4236	2.13	6.70%	股权分置限售股份
600160	巨化股份	2009-02-02	26181	55680	12.38	47.02%	股权分置限售股份
600227	赤天化	2009-02-02	3058.1134	20500.4295	2.51	14.92%	股权分置限售股份
600533	栖霞建设	2009-02-02	32797.44	105000	11.74	31.24%	股权分置限售股份, 公开增发机构配售股份
600547	山东黄金	2009-02-02	1788	17298	8.22	10.34%	定向增发机构配售股份
600583	海油工程	2009-02-02	78623.8252	190080	128.71	41.36%	股权分置限售股份
600643	爱建股份	2009-02-02	12090.5747	72219.3446	7.33	16.74%	股权分置限售股份
600645	ST 望春花	2009-02-02	1664.1427	22822.7711	0.84	7.29%	股权分置限售股份
600721	ST 百花	2009-02-02	2485.2896	7609.2884	1.15	32.66%	股权分置限售股份
600888	新疆众和	2009-02-02	4400	20930.9432	4.34	21.02%	定向增发机构配售股份
600978	宜华木业	2009-02-02	19156.9351	75940.7443	6.11	25.23%	股权分置限售股份
000158	常山股份	2009-02-03	10396.1	71885.8298	3.61	14.46%	定向增发机构配售股份
002208	合肥城建	2009-02-03	2099.2556	6104.2556	1.61	34.39%	首发原股东限售股份
002025	航天电器	2009-02-04	1269.615	19232.4361	0.93	6.60%	股权分置限售股份
600381	ST 贤成	2009-02-05	1531.92	16131.44	0.71	9.50%	股权分置限售股份
000096	广聚能源	2009-02-06	19697.1468	47354.1248	8.49	41.60%	股权分置限售股份
000839	中信国安	2009-02-06	64939.5338	151947.943	52.60	42.74%	股权分置限售股份
600159	大龙地产	2009-02-06	13839.2076	41500.1616	6.17	33.35%	股权分置限售股份
600463	空港股份	2009-02-06	14678.179	25200	6.99	58.25%	股权分置限售股份
600617	联华合纤	2009-02-06	611.4935	6026.9297	0.29	10.15%	股权分置限售股份
000032	深桑达 A	2009-02-07	8394.6649	23281.9164	4.73	36.06%	股权分置限售股份
000708	大冶特钢	2009-02-07	26123.848	44712.6428	14.19	58.43%	股权分置限售股份
000876	新希望	2009-02-07	34577.712	75617.8176	25.83	45.73%	股权分置限售股份
000919	金陵药业	2009-02-07	9414.0635	28523.56	6.21	33.00%	股权分置限售股份
600193	创兴置业	2009-02-07	4522.7	21814	2.91	20.73%	股权分置限售股份
600003	ST 东北高	2009-02-08	18198	76296	4.93	23.85%	股权分置限售股份
600113	浙江东日	2009-02-08	6375	14750	3.12	43.22%	股权分置限售股份
600819	耀皮玻璃	2009-02-08	39886.3279	54375.008	22.38	73.35%	股权分置限售股份
000787	*ST 创智	2009-02-09	2526	37183.548	1.18	6.79%	股权分置限售股份
600234	ST 天龙	2009-02-09	1446.042	11557.092	0.41	12.51%	股权分置限售股份

600266	北京城建	2009-02-09	33150	72100	26.55	45.98%	股权分置限售股份
600405	动力源	2009-02-09	569.779	20868.72	0.28	2.73%	股权分置限售股份
600612	中国铅笔	2009-02-09	1384.7867	7828.6614	1.17	17.69%	股权分置限售股份
600833	第一医药	2009-02-09	4.4669	10123.5584	0.00	0.04%	股权分置限售股份
600851	海欣股份	2009-02-09	4221.0945	73820.611	1.33	5.72%	股权分置限售股份
600985	雷鸣科化	2009-02-09	450	5963.8399	0.42	7.55%	股权分置限售股份
000700	模塑科技	2009-02-10	12401.5975	30904.36	4.06	40.13%	股权分置限售股份
000762	西藏矿业	2009-02-10	3334.0468	26623.4393	4.65	12.52%	股权分置限售股份
000826	合加资源	2009-02-10	16764.3333	40048.614	17.95	41.86%	股权分置限售股份
000859	国风塑业	2009-02-10	12196.8	42035.0512	3.66	29.02%	股权分置限售股份
600100	同方股份	2009-02-10	24698.3074	97697.0554	32.08	25.28%	股权分置限售股份
600226	升华拜克	2009-02-10	10619.9896	27036.6165	8.71	39.28%	股权分置限售股份
600232	金鹰股份	2009-02-10	1422.5372	17006.8339	0.57	8.36%	股权分置限售股份
600791	京能置业	2009-02-10	1544.4	26254.4053	0.70	5.88%	股权分置限售股份
000779	ST 派神	2009-02-12	932.2051	16943.5577	0.38	5.50%	股权分置限售股份
600459	贵研铂业	2009-02-12	1117.35	7740.85	1.24	14.43%	股权分置限售股份
000048	ST 康达尔	2009-02-13	13621.2669	37984.7439	3.24	35.86%	股权分置限售股份
000156	*ST 嘉瑞	2009-02-13	1636.1213	10202.0304	0.20	16.04%	股权分置限售股份
000903	云内动力	2009-02-13	11178	37820	7.02	29.56%	股权分置限售股份
000912	泸天化	2009-02-13	28860	58499.7255	28.95	49.33%	股权分置限售股份
000951	中国重汽	2009-02-13	1650.8375	16843.9541	2.81	9.80%	股权分置限售股份
600373	鑫新股份	2009-02-13	7596.6727	18750	2.35	40.52%	股权分置限售股份
600650	锦江投资	2009-02-13	2758.0505	23313.4625	2.56	11.83%	股权分置限售股份
600701	工大高新	2009-02-13	2880.0001	41242.1033	0.75	6.98%	股权分置限售股份
000031	中粮地产	2009-02-14	77877.4302	181350.3096	41.43	42.94%	股权分置限售股份
000550	江铃汽车	2009-02-14	26785.46	51569.6455	24.51	51.94%	股权分置限售股份
000597	东北制药	2009-02-14	11467.5282	28462.8137	18.03	40.29%	股权分置限售股份
000610	西安旅游	2009-02-14	5420.8321	19298.6058	2.09	28.09%	股权分置限售股份
000713	丰乐种业	2009-02-14	6245.1	22499.6499	6.68	27.76%	股权分置限售股份
000960	锡业股份	2009-02-14	1288.4544	32791.0586	1.66	3.93%	股权分置限售股份
600208	新湖中宝	2009-02-14	8431.8784	70985.0115	3.80	11.88%	股权分置限售股份
600591	上海航空	2009-02-14	31404.834	108150	15.48	29.04%	股权分置限售股份
600592	龙溪股份	2009-02-14	2658.36	20583.36	1.67	12.92%	股权分置限售股份
600661	交大南洋	2009-02-14	7122.603	17367.6825	3.79	41.01%	股权分置限售股份
000533	万家乐	2009-02-15	5756.8	40015.5964	2.01	14.39%	股权分置限售股份
000615	湖北金环	2009-02-15	2375.5733	17401.5823	0.85	13.65%	股权分置限售股份
000673	ST 大水	2009-02-15	1040.4	10647.3862	0.42	9.77%	股权分置限售股份
600139	ST 绵高	2009-02-15	1000	5765.373	0.96	17.34%	股权分置限售股份
600238	海南椰岛	2009-02-15	830	15301.6147	0.50	5.42%	股权分置限售股份
600248	ST 化建	2009-02-15	510.8	9462.2	0.30	5.40%	股权分置限售股份
600501	航天晨光	2009-02-15	15249.481	32440.3	9.15	47.01%	股权分置限售股份
600971	恒源煤电	2009-02-15	942	9317.9178	1.46	10.11%	股权分置限售股份
000567	海德股份	2009-02-16	3376.8137	15033.434	1.40	22.46%	股权分置限售股份
600107	美尔雅	2009-02-16	40.6345	26911.7607	0.04	0.15%	股权分置限售股份
600138	中青旅	2009-02-16	6878.8816	40170	5.74	17.12%	股权分置限售股份
600186	莲花味精	2009-02-16	11590.5843	93661.4897	2.89	12.37%	股权分置限售股份

600267	海正药业	2009-02-16	19822.3448	44928	27.02	44.12%	股权分置限售股份
600351	亚宝药业	2009-02-16	2447.475	15823.8	3.30	15.47%	股权分置限售股份
600477	杭萧钢构	2009-02-16	3642.7634	14202.7634	2.87	25.65%	股权分置限售股份
600630	龙头股份	2009-02-16	12781.1197	42486.1597	10.10	30.08%	股权分置限售股份
600648	外高桥	2009-02-16	41720.8	54450	50.44	76.62%	股权分置限售股份
600679	金山开发	2009-02-16	1768.0983	11790.7773	1.10	15.00%	股权分置限售股份
000029	深深房 A	2009-02-17	57169.08	89165.445	16.64	64.12%	股权分置限售股份
000429	粤高速 A	2009-02-17	43124.8891	89081.5261	17.25	48.41%	股权分置限售股份
600054	黄山旅游	2009-02-17	2271.75	14033.75	3.29	16.19%	股权分置限售股份
600482	风帆股份	2009-02-17	1680.4066	29503.1174	1.04	5.70%	股权分置限售股份
600529	山东药玻	2009-02-17	5530.2759	25738.0111	5.62	21.49%	股权分置限售股份
600581	八一钢铁	2009-02-17	40715.4532	76644.8935	28.01	53.12%	股权分置限售股份
600704	中大股份	2009-02-17	4749.1261	37475.2068	4.19	12.67%	股权分置限售股份
002214	大立科技	2009-02-18	3585.49	6085.49	5.22	58.92%	首发原股东限售股份
002215	诺普信	2009-02-18	2537.6	6437.6	4.85	39.42%	首发原股东限售股份
000531	穗恒运 A	2009-02-20	14791.7514	26652.0209	8.18	55.50%	股权分置限售股份
000667	名流置业	2009-02-20	30910.8229	133636.6997	11.84	23.13%	股权分置限售股份
000790	华神集团	2009-02-20	3807.2182	16149.7512	2.85	23.57%	股权分置限售股份
002217	联合化工	2009-02-20	7899.3144	11619.3144	11.80	67.98%	首发原股东限售股份
600565	迪马股份	2009-02-20	1600	26387.2	0.61	6.06%	股权分置限售股份
600555	九龙山	2009-02-21	22654.2786	64900	8.25	34.91%	股权分置限售股份
000524	东方宾馆	2009-02-22	2696.7374	18459.232	1.18	14.61%	股权分置限售股份
600223	ST 万杰	2009-02-22	2681.25	32410.625	1.15	8.27%	股权分置限售股份
600426	华鲁恒升	2009-02-22	19322.0325	49575	24.65	38.98%	股权分置限售股份
000601	韶能股份	2009-02-23	1334.6131	78168.1482	0.40	1.71%	股权分置限售股份
600090	啤酒花	2009-02-23	15216.2304	36791.6646	6.25	41.36%	股权分置限售股份
600146	大元股份	2009-02-23	12080	20000	4.84	60.40%	股权分置限售股份
000584	舒卡股份	2009-02-25	6300	29735.7306	2.81	21.19%	定向增发机构配售股份
000637	茂化实华	2009-02-25	7356.6663	27910.7972	3.33	26.36%	股权分置限售股份
000768	西飞国际	2009-02-25	12950	54601.6108	20.24	23.72%	定向增发机构配售股份
600101	明星电力	2009-02-26	438.1605	25910.898	0.21	1.69%	股权分置限售股份
000793	华闻传媒	2009-02-27	6429.9441	123370.093	2.58	5.21%	股权分置限售股份
600036	招商银行	2009-02-27	479923.3254	1204518.467	648.38	39.84%	股权分置限售股份
600112	长征电气	2009-02-27	9813.8159	32287.281	7.24	30.40%	股权分置限售股份
600165	宁夏恒力	2009-02-27	3381.0628	19395.351	1.61	17.43%	股权分置限售股份
600530	交大昂立	2009-02-27	4472	31200	1.77	14.33%	股权分置限售股份
000040	深鸿基	2009-02-28	1487.126	43452.3215	0.57	3.42%	股权分置限售股份
000417	合肥百货	2009-02-28	11387.2703	36671.5909	8.52	31.05%	股权分置限售股份
600123	兰花科创	2009-02-28	20569.5	57120	35.03	36.01%	股权分置限售股份
600588	用友软件	2009-02-28	12074.4	45731.832	25.43	26.40%	股权分置限售股份

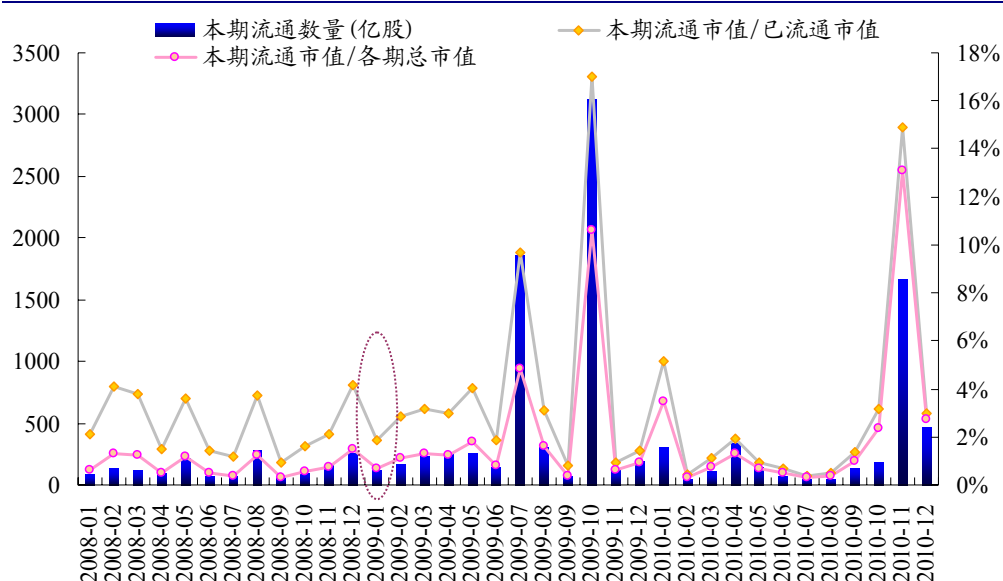
数据来源：国泰君安证券，WIND

注：1) 绿色部分表示本月解禁量较大的股票

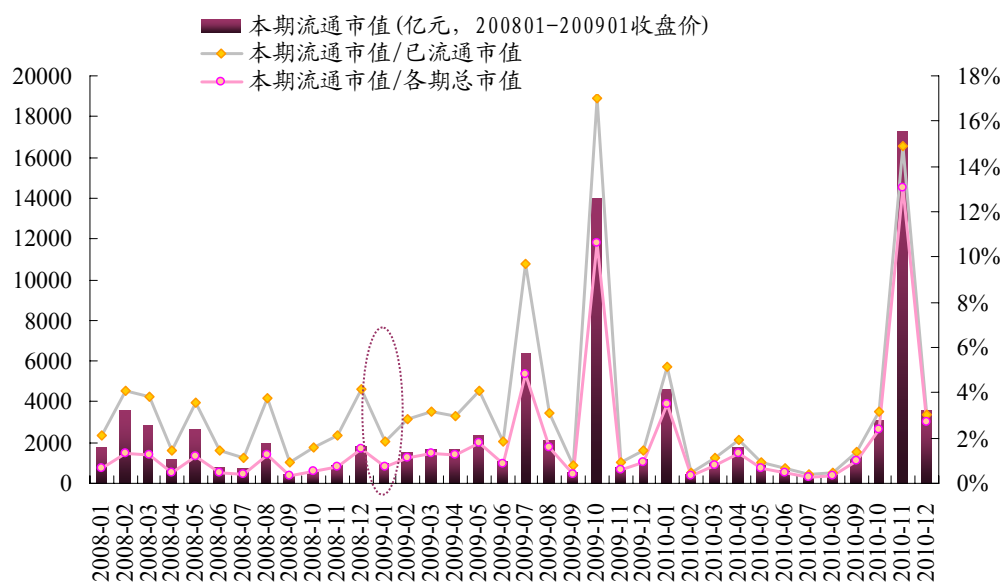
2) 解禁流通市值按照 2009 年 1 月 23 日收盘价计算

3) 已流通数量包括本期流通数量

附录2 限售股月度解禁数量/市值（2008.1-2010.12）

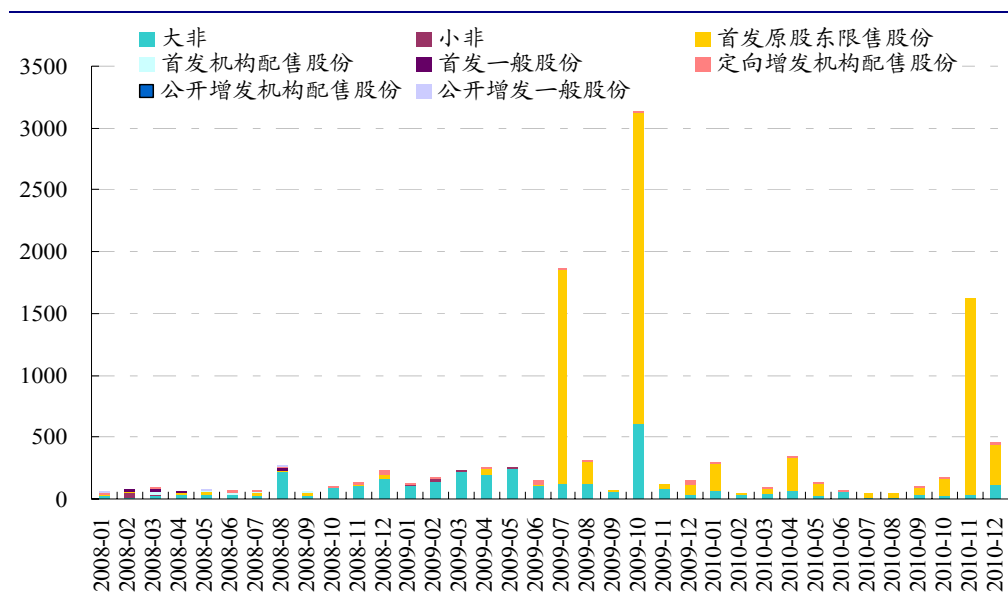


数据来源：国泰君安证券，WIND

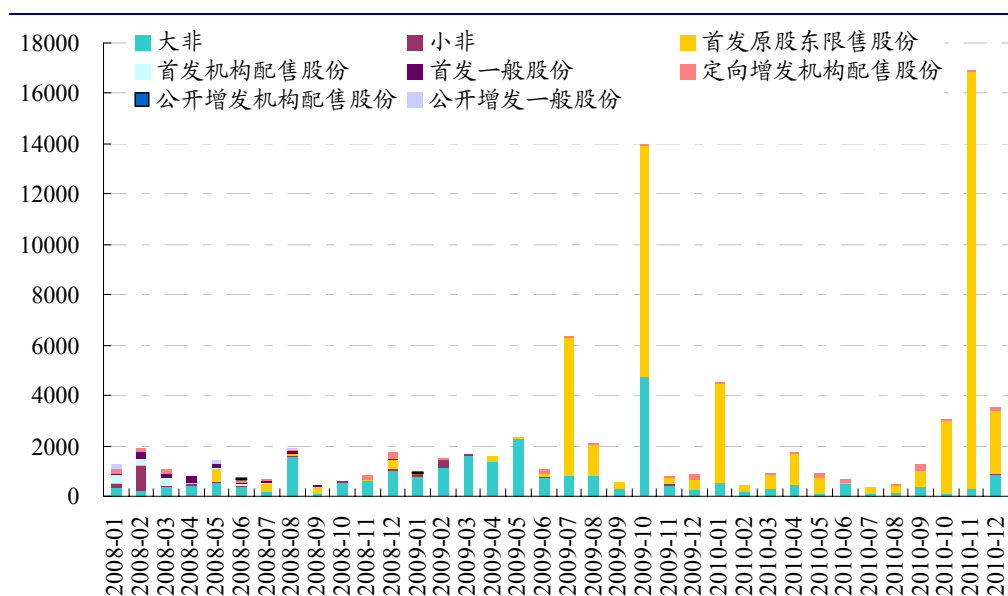


数据来源：国泰君安证券，WIND

附录3 限售股月度解禁类型数量/市值（2008.1-2010.12）

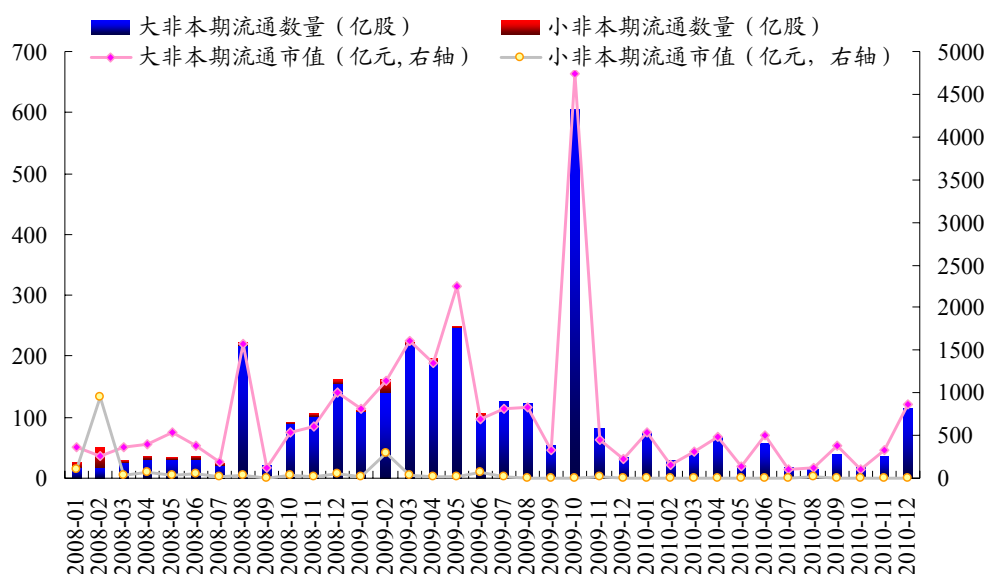


数据来源：国泰君安证券，WIND

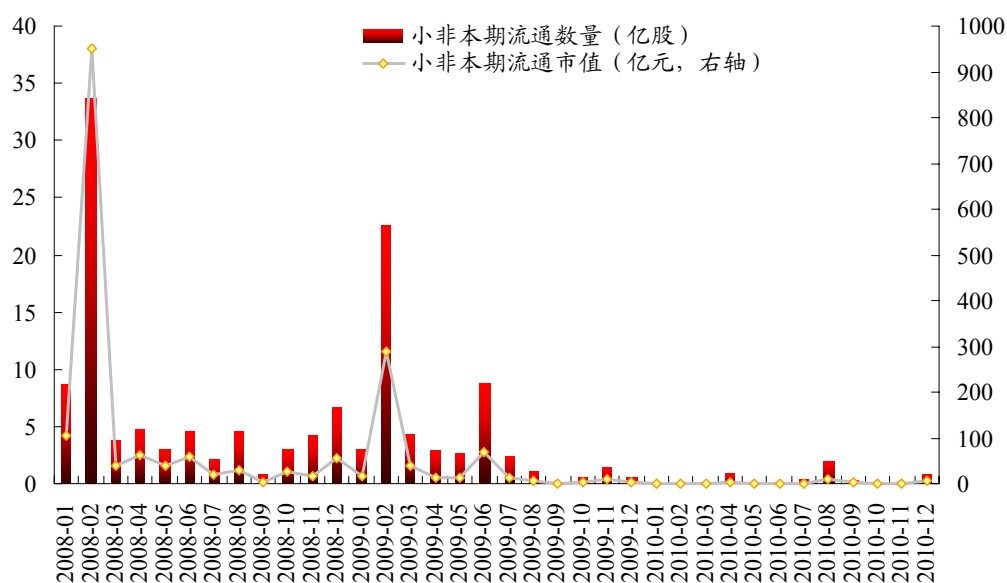


数据来源：国泰君安证券，WIND

附录4 大小非月度解禁数量/市值（2008.1-2010.12）



数据来源：国泰君安证券，WIND



数据来源：国泰君安证券，WIND

作者简介:

蒋琰琨: 吉林大学数量经济学博士, CPA, 金融工程研究负责人, 06年获新财富“衍生品”第二名, 07-08年入围新财富。目前从事衍生品与金融工程研究。

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