

大宗交易平台折价交易特点研究

大宗交易报告

报告日期：2009 年 3 月 17 日

金融创新部

郭智

010-66045607 guoz@txsec.com

田本俊

010-66045605 tianbj@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

大宗交易基本情况

- 深交所和上交所分别于2002、2003年推出大宗交易平台，为大宗交易提供议价协商平台，具有冲击成本小、手续费低等特点，经过5年的平稳发展，尤其证监会要求超过1%的限售股减持在大宗交易平台进行，大宗交易成为限售股减持的重要平台且交易趋于活跃，2008年以来，大宗交易成交435.59亿元，为2008年之前成交总额的5倍以上。
- 大宗交易以折价交易为主。截止到2009年3月2日的1884次交易，成交金额共523亿，平均每笔交易2776万元；其中折价交易次数占比68.5%，金额占比65.9%；平价交易次数占比12.3%，金额占比8.9%；溢价交易次数占比19.2%，金额占比25.3%。除去QFII对倒、平价交易占比降为7%。而溢价交易中大部分为前期约定价格大于交易日当日价格的情况，也有部分明显有失公允的交易案例。

大宗交易平台折价交易特点

- 受行情影响较大，熊市中大宗交易折价率扩大。2008年2月之前的各月份（存在交易的月份）平均折价率为2.18%，2008年2月以来A股由牛转熊之后的平均折价率为5.80%。
- 交易方的影响。部分“大小非”通过大宗交易平台减持，这部分股东持股成本较低，他们往往愿意接受一个比较高的折价来大量迅速转让手中股票。
- 成交金额的影响。1500万以下成交金额的大宗交易中中小盘股占比较大，股票平均流通市值在（95，125）亿之间，这类交易折价率相对较高，且呈现出成交金额越大，折价率越高的特点。对于1500万以上成交金额的交易，大盘股占比较大，股票平均流通市值在（235，365）亿之间，这类交易折价率整体较低，可能是由于大盘股流动性较好，买方要求的流动性风险补偿相对较小。另外，随着成交金额的增大，成交股票个数呈现出两头小，中间多的特征，即特别小或特别大成交金额的交易涉及的股票相对较少，大多数股票的成交金额处于中间区域。
- 以基金重仓股为代表的绩优股折价率较低。上交所大宗交易中基金重仓股、非基金重仓股的平均折价率分别为4.97%和5.51%，且股票的持有基金数目越多，股票的大宗交易折价率越低，被10只以上基金重仓的股票平均折价率为5.37%，而被40只以上基金重仓的股票平均折价率为3.62%。

1. 大宗交易平台介绍

由于我国证券市场规模不断扩大，机构投资者比例日益提高，深交所和上交所先后建立了大宗交易平台，分别于 2002 年和 2003 年公布了各自的《大宗交易实施细则》，之后又经过了多次修订。大宗交易平台具有如下特点：

1、对交易量的要求。A 股大宗交易要求单笔交易数量不低于 50 万股，或者交易金额不低于 300 万元人民币。

2、采用议价协商的方式交易，交易时间为交易日的 15:00 至 15:30。

3、对价格涨跌幅度的限制。有涨跌幅限制证券的大宗交易成交价格，由买卖双方当日涨跌幅价格限制范围内确定，无涨跌幅限制证券的大宗交易成交价格，由买卖双方在前收盘价的上下 30% 或当日已成交的最高、最低价之间自行协商确定，同时交易所有调整交易价格限制的权力。

4、大宗交易具有手续费低的优势。A 股股票大宗交易的交易经手费按集中竞价交易方式下同品种证券的交易经手费率标准下浮 30%。

5、大宗交易的信息披露。每个交易日大宗交易收盘后，交易所在指定媒体上公布每笔大宗交易的成交量、成交价以及买卖双方所在会员营业部的名称（通过本所专用席位达成大宗交易时，为该专用席位所属机构的名称）。大宗交易不纳入指数计算，其成交价不作为该证券当日的收盘价，成交量在收盘后计入该证券的成交总量。

2. 2008 年以来大宗交易趋于活跃

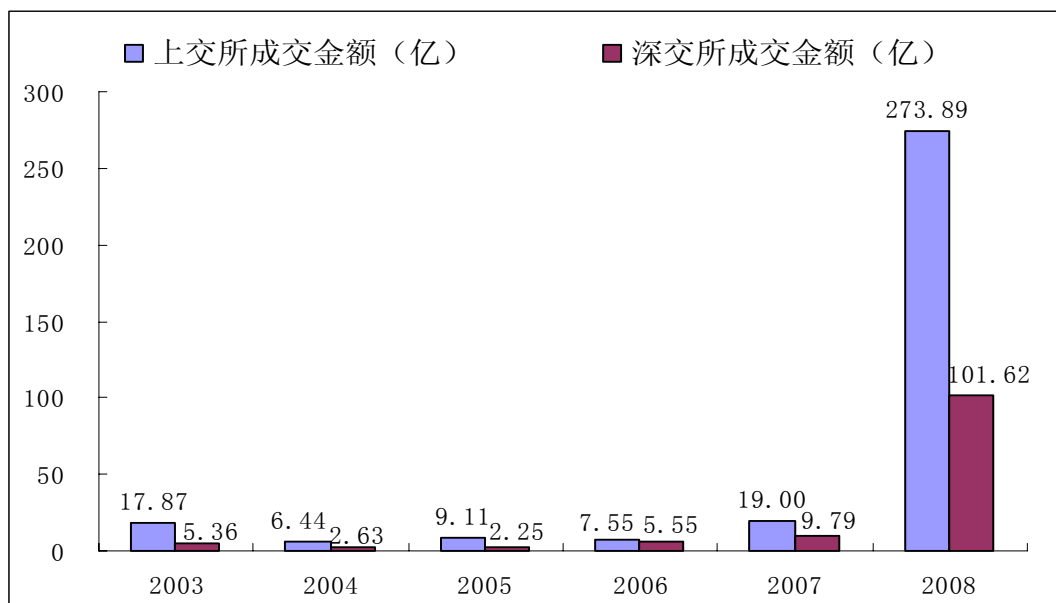
自 2003 年大宗交易平台建立以来，其成交量较小。2003 年到 2007 年上交所大宗交易平台的成交金额分别为 17.87 亿、6.44 亿、9.11 亿、7.55 亿和 19 亿；深交所大宗交易平台的成交金额分别为 5.36 亿、2.63 亿、2.25 亿、5.55 亿和 9.79 亿。

2.1 2008 年以来大宗交易趋于活跃

2008 年 4 月，证监会发布了《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》，规定今后凡持有解除限售存量股份的股东预计未来一个月内公开出售解除限售存量股份数量超过该公司股份总数 1% 的，应当通过证券交易所大宗交易系统转让所持股份。至此，大宗交易成为限售股解禁的重要平台，大宗交易开始活跃起来，2008 年上交所、深交所大宗交易平台分别成交了 273.89 亿元、101.62 亿元。与登记公司公布的限售股减持数据比较可以看出，仍有相当数量股东违反指导意见直接在竞价交易系统减持限售股。

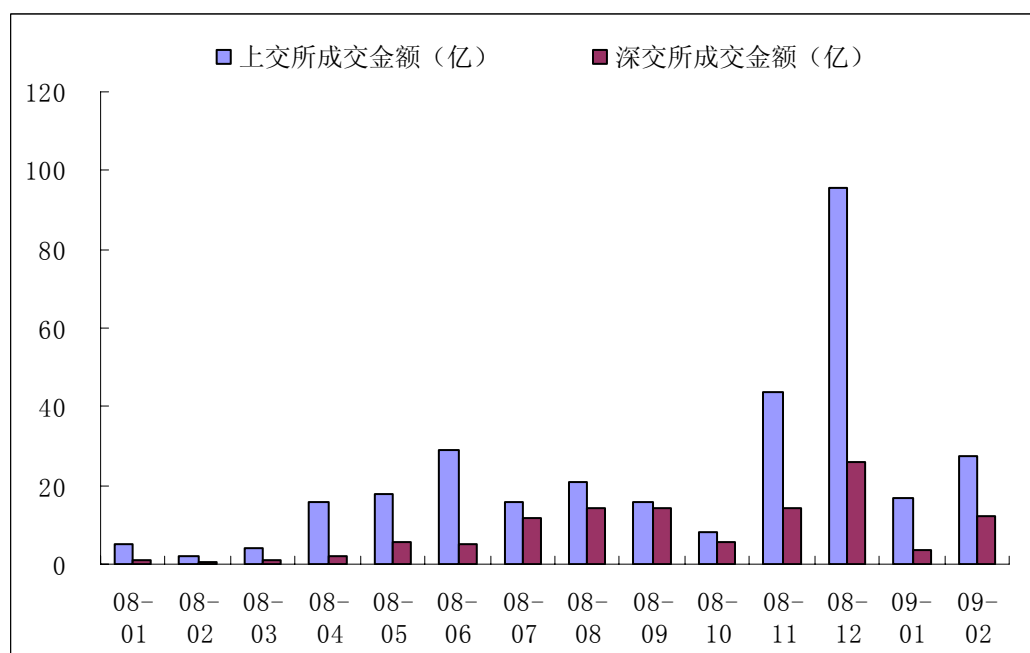
2008 年 4 月至 2009 年 2 月，上交所大宗交易成交金额平均每月为 27.91 亿元，深交所平均每月为 10.46 亿元。

图 1 沪深交易所大宗交易开始以来成交金额变动情况



注：截止日期为 2008 年 12 月 31 日。

图 2 2008 年以来两市大宗交易成交金额变动情况



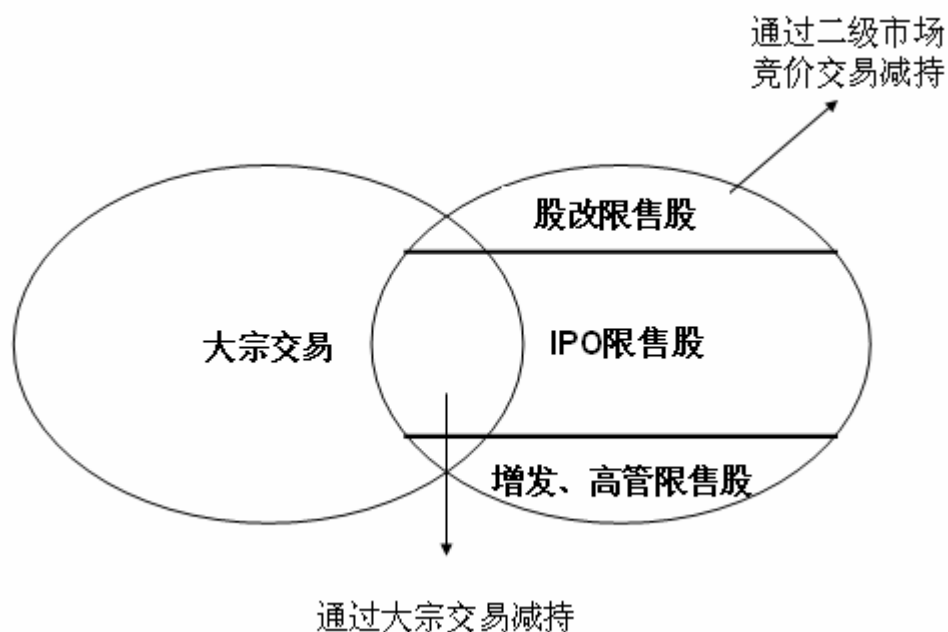
注：截止日期为 2009 年 2 月 28 日。

表 1 沪深交易所 08 年 4 月至 09 年 2 月成交金额月度数据 (亿元)

	最大成交金额	最小成交金额	均值
上交所	95.83	8.02	27.91
深交所	25.96	1.99	10.46

2.2 大宗交易平台与限售股减持的关系

图 3 限售股减持和大宗交易关系示意图



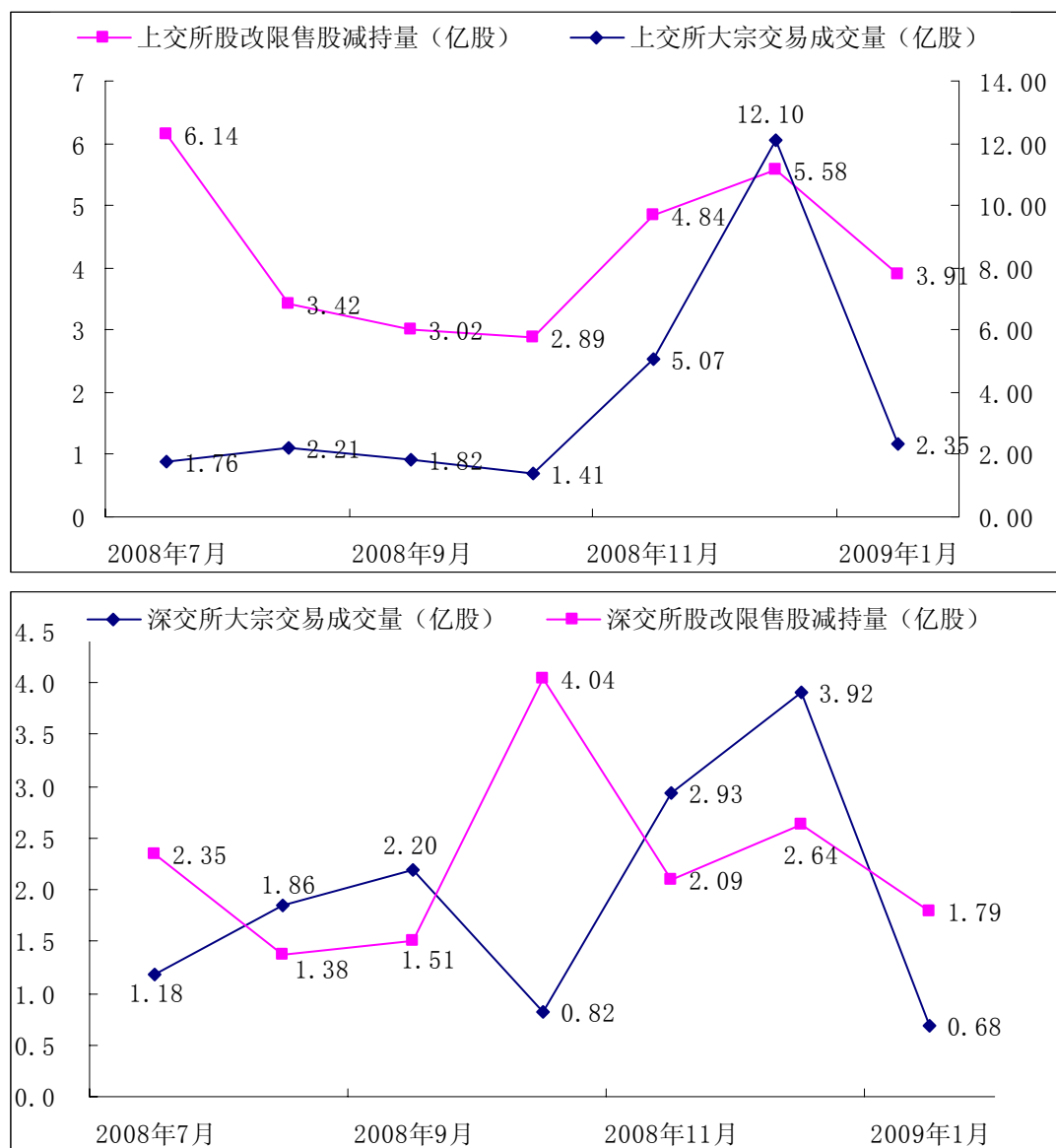
限售股可以分为股改限售股、IPO 限售股、增发限售股、高管限售股（数量很少），这些限售股有一部分通过大宗交易议价协商减持，一部分通过二级市场竞价交易减持。（注：中国登记结算公司统计月报中公布的减持数据为在二级市场竞价系统和大宗交易减持的股改限售股总和）

2.3 大宗交易成为限售股减持的重要平台

虽然大宗交易、限售股减持各自涵盖的交易内容不同，但大宗交易是限售股减持的重要平台，两者在交易量放大缩小上的一致性也表明了这一点。

从图 5 可以看到，随着市场回暖，2008 年 12 月上交所限售股减持达到了 5.58 亿股，而同时上交所大宗交易也达到了 12.1 亿股的高点；深市也具有同样的规律。

图 4 两市大宗交易成交量和股改限售股减持数量对比图



注:中国证券登记结算公司从2008年7月开始在统计月报中公布股改限售股解禁减持数据,所以图4以2008年7月作时间起点。

3. 大宗交易以折价交易为主

大宗交易往往以折价(相对于交易当日的收盘价)实现。自大宗交易平台运行以来截止到2009年3月2日,共进行了1884次交易,成交金额共523亿,平均每笔交易2776万元;其中折价交易次数占比68.5%,金额占比65.9%;平价交易次数占比12.3%,金额占比8.9%;溢价交易次数占比19.2%,金额占比25.3%。

表2 大宗交易中折价、平价、溢价交易占比情况

	交易次数	次数占比	成交金额(亿)	金额占比	股票个数
折价交易	1290	68.5%	344	65.9%	313
平价交易	232	12.3%	46	8.9%	87
溢价交易	362	19.2%	132	25.3%	144
平价交易（扣除四个交易日的平价交易后）	137	7%	34	7%	69
溢价在2%以上的交易	127	7%	63	12%	87
总计	1884	100%	523	100%	358

注：包括了大宗交易开始到 2009 年 3 月 2 日两市所有交易。

大宗交易中的平价交易一般分为两种情况：一是在行情向好时以绩优股为标的交易一般为平价交易，比如说上证 50 成分股；二是机构投资者在不同交易席位上的对倒交易，这类交易规模较大，但缺少数据披露，我们通过观察，发现 2008-11-6, 2008-12-15, 2009-2-19, 2009-2-20 这四个交易日有大量平价交易发生在中金上海淮海中路营业部，银河证券总部，申万上海新昌路营业部，瑞银证券总部这四家营业部之间，而这四家营业部又是 QFII 的重要聚集地，扣除了这四个交易日的平价交易后，发现平价交易的次数占比从 12.3%下降为 7%，金额占比也降为 7%。

大宗交易中的溢价交易可能有以下三种原因：一是投资者看好投资标的，由于流动性风险直接从竞价交易系统买入将增加冲击成本，所以从大宗交易系统溢价买入；二是大宗交易双方经过前期的协商议价确定交易价格，而在约定交易日，约定价格高于交易日当日收盘价造成溢价交易；三可能为交易双方的利益输送。

对大宗交易平台的 362 次溢价交易进行统计分析，则交易标的在溢价交易完成后 1 周、1 个月、2 个月、3 个月内并没有表现出明显的超额涨幅（和天相流通指数比较）。溢价交易占大宗交易平台交易次数和金额分别是 19.2%和 25.3%，而其中溢价 2%以下的交易次数、金额占比分别为 12.2%和 13.3%，这部分溢价交易可能因为上述的第二种原因造成的。

而部分溢价交易具有非公允性，以海通证券溢价交易为例。2008 年 11 月 21 日海通证券有 12.9 亿股限售股上市，海通证券在 21 日、24 日、25 日三个交易日连续跌停，而 21 日当天 27 笔海通证券的大宗交易全部以溢价或平价的形式交易，其中更有一笔 1.089 亿股的交易溢价 21%成交。

表 3 股票溢价交易后超额涨幅

	交易后1周 表现	交易后1个月 表现	交易后2个月 表现	交易后3个月 表现
超额涨幅	0.25%	-0.27%	-1.74%	1.38%

注：包括了大宗交易开始到 2009 年 3 月 2 日两市所有溢价交易；超额涨幅为各只溢价交易股票在指定时期相对于天相流通指数的超额涨幅的算术平均值。

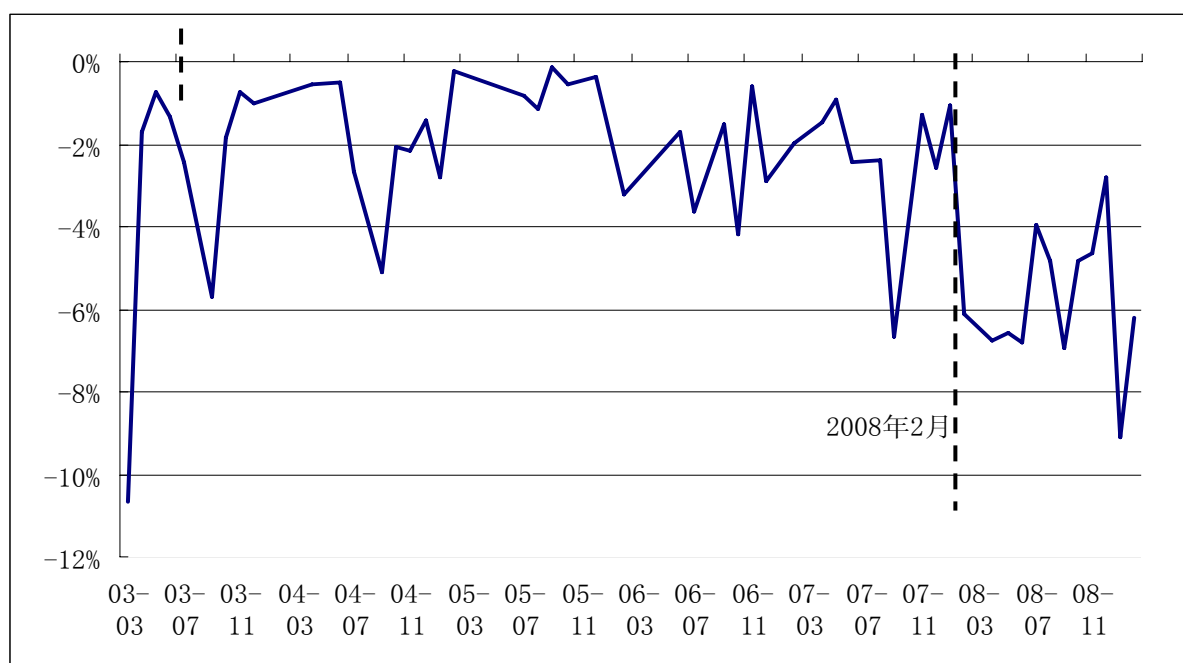
4. 影响大宗交易折价率的因素分析

大宗交易一般为折价交易，而折价率会受市场行情、市场预期、股票质地、交易量等因素的影响。在分析大宗交易折价率影响因素时，我们以大宗交易中的折价交易为样本。

4.1 大宗交易折价率受市场行情影响，熊市中大宗交易折价率扩大

从图 5 可以看出 2008 年 2 月开始，大宗交易的折价率出现了明显的扩大，2008 年 2 月之前的上交所大宗交易各月份（存在交易的月份）平均折价率为 2.18%，2008 年 2 月以来 A 股由牛转熊，市场的持续下跌使得大宗交易的买方要求一个较高的折价作为风险补偿，2008 年 2 月之后的上交所大宗交易平均折价率为 5.80%。

图 5 大宗交易折价率变化



注：上交所大宗交易开始到 2009 年 2 月 28 日各月度折价交易按照成交金额计算的加权折价率。

4.2 交易方的影响

部分“大小非”通过大宗交易平台减持，由于这部分股东持股成本较低，他们往往愿意接受一个比较高的折价来大量迅速转让手中股票。

4.3 大宗交易成交金额和折价率、股票流通市值的关系

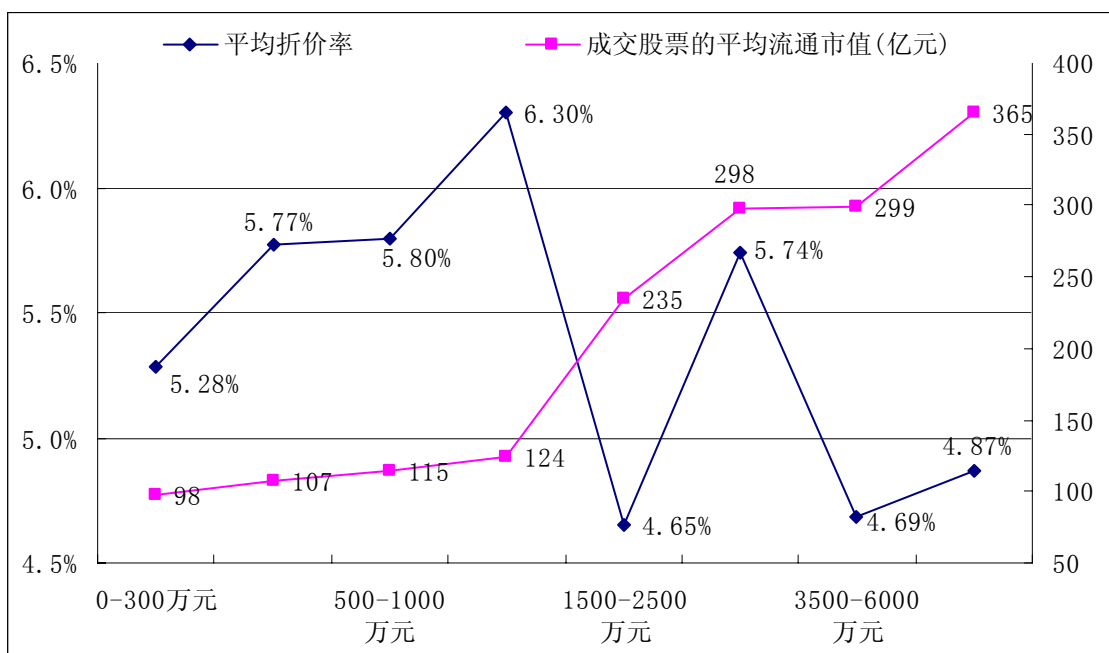
将沪深两市开始大宗交易以来的所有折价交易汇总，按照成交金额分成 8 个区间，计算每一区间中的平均折价率。

从图 6 可以看到，成交金额越大的区间中股票平均流通市值越高，说明高成交金额的交易更多地涉及大盘股。在成交金额小于 1500 万的 4 个区间中，股票平均流通市值在（95，125）亿之间，中小盘股比重更大，此时折价率随着成交金额的上升而增大（从最初的 5.28% 上升至 6.30%）。而在成交金额大于 1500 万

的4个区间中，股票平均流通市值有了明显的增大，在（235，365）亿之间，大盘股比重更大，这时平均折价率整体上不升反降（4个区间中有三个低于5%），这是由于大盘股流动性较好，买方要求的流动性风险补偿较小。

另外，随着成交金额的增大，成交股票个数呈现出两头小，中间多的特征，即特别小或特别大成交金额的交易涉及的股票相对较少，大多数股票的成交金额处于中间区域（500-2500 万之间）。

图6 大宗交易成交金额和折价率、股票流通市值关系



注：包括大宗交易开始到2009年3月2日两市所有折价交易；折价率为成交金额区间中所有交易折价率的算术平均值。

表4 大宗交易折价率、成交金额、成交股票个数

	平均折价率	总成交金额 (亿元)	成交股票 个数	成交 次数	成交股票的平均 市值(亿元)
0-300万元	5.28%	1.6	28	73	98
300-500万元	5.77%	8.1	90	211	107
500-1000万元	5.80%	24.6	142	343	115
1000-1500万元	6.30%	16.4	88	129	124
1500-2500万元	4.65%	35.9	106	182	235
2500-3500万元	5.74%	30.2	72	104	298
3500-6000万元	4.69%	54.3	77	119	299
6000-53620万元	4.87%	173.4	66	129	365

注：将两市截止到2009年3月2日所有大宗交易按照成交金额分为8个区间。

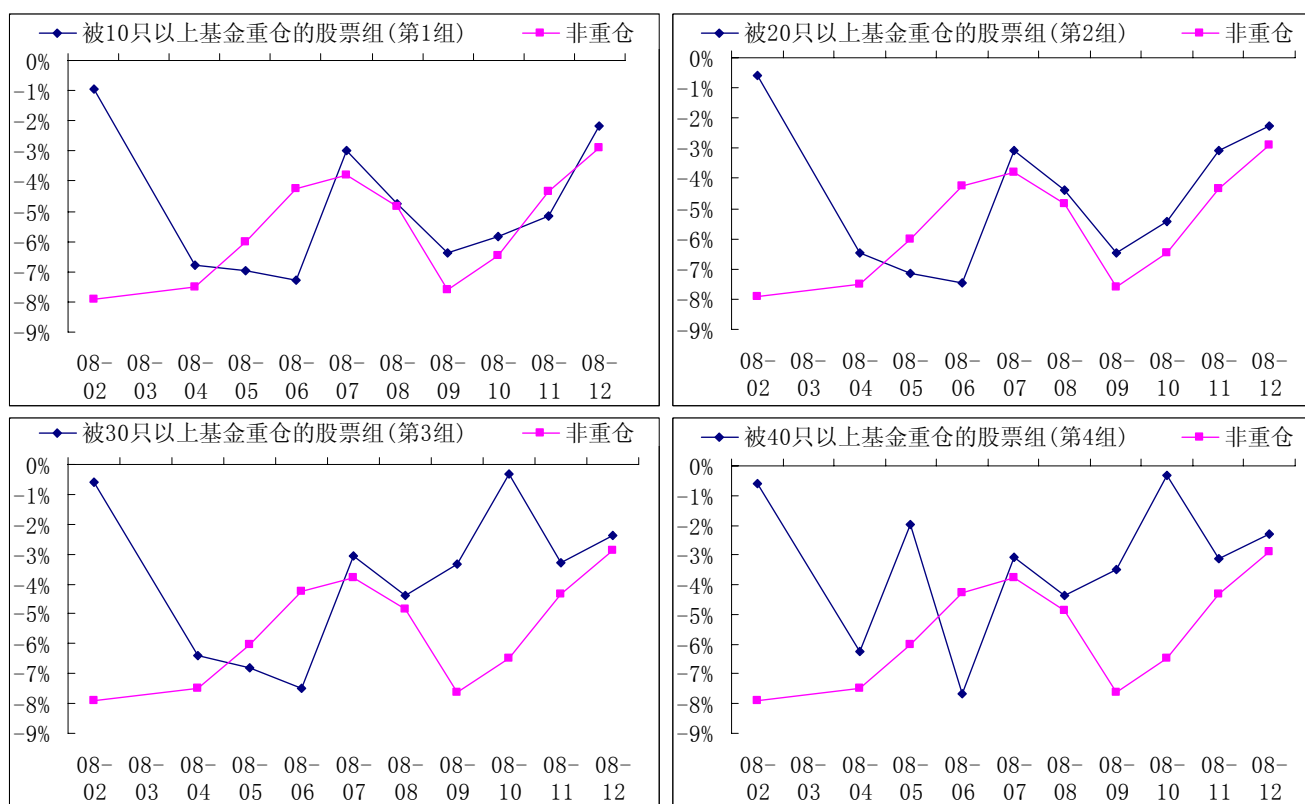
4.4 基金重仓股折价率相对较低

因为基金往往倾向于重仓优质股票，我们根据每季度基金公布的基金重仓股数据，把参与大宗交易的股票分成基金重仓股和非重仓股，然后按照重仓该股的

基金数目多少对基金重仓股再分组。我们发现：和非重仓股相比，基金重仓股折价率相对较低（4.97%对 5.51%），且随着重仓某组股票的基金数目的上升，该组股票的折价率趋于下降。从图 8 可以比较清楚地看到这一点，第 1-4 组中所有股票分别被 10、20、30、40 只以上的基金重仓，第 1、2、3、4 组股票的折价率次第减小。

图 7 的四幅图中，被 10 只以上基金重仓的股票组（第 1 组）的各月份折价率和非重仓股相比比较接近，但是当重仓股票组的基金数目逐渐上升时，重仓股的折价率逐渐减小，当股票组（第 4 组）中所有股票都被 40 只以上基金重仓时，该组股票的折价率曲线已经基本上位于非重仓股的上方了。

图 7 各组基金重仓股和非重仓股折价率对比图



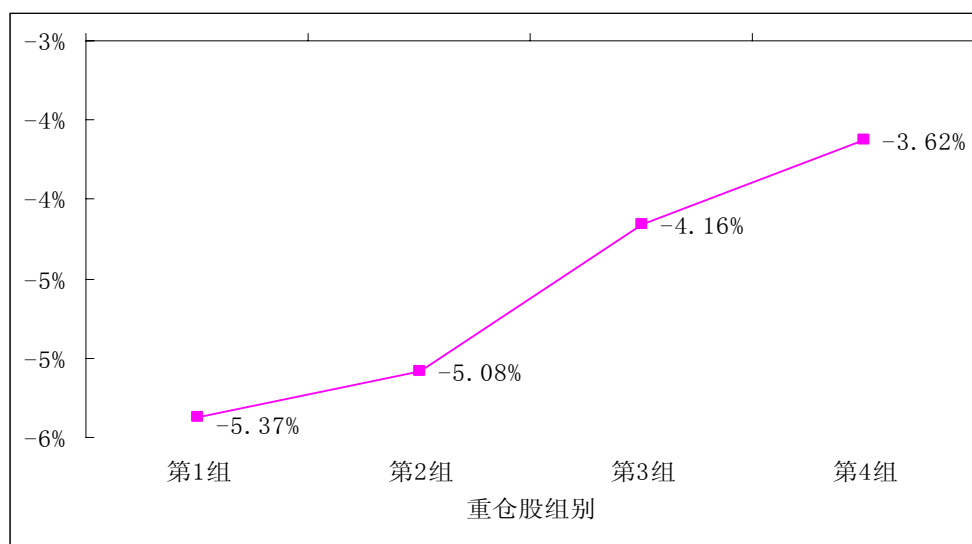
注：根据每季度基金公布的基金重仓股数据，把大宗交易股票分成基金重仓股和非重仓股，然后按照重仓该股的基金数目多少对基金重仓股再分组，这样我们把基金重仓股分为 4 组，依次为 1、2、3、4 组，第 i 组中的每一只股票都被 $i \times 10$ 只以上的基金重仓（例如第 1 组中所有股票都被 10 只以上的基金重仓，以此类推）；折价率按照成交金额加权平均计算；由于 2008 年 2 月以前大宗交易成交次数较少，所以这里仅分析了上海证券交易所 2008 年 2 月 1 日至 2008 年 12 月 31 日的大宗交易数据。

表 5 第 1-4 组各月份基金重仓股折价率

月份	重仓股	被10只以上基金重仓的股票组(第1组)	被20只以上基金重仓的股票组(第2组)	被30只以上基金重仓的股票组(第3组)	被40只以上基金重仓的股票组(第4组)	非重仓股
2008-2	-0.94%	-0.94%	-0.59%	-0.59%	-0.59%	-7.92%
2008-4	-6.66%	-6.76%	-6.49%	-6.40%	-6.26%	-7.50%
2008-5	-6.72%	-6.99%	-7.15%	-6.81%	-1.98%	-6.03%
2008-6	-7.23%	-7.29%	-7.47%	-7.47%	-7.68%	-4.26%
2008-7	-4.01%	-2.97%	-3.09%	-3.06%	-3.06%	-3.79%
2008-8	-4.78%	-4.76%	-4.37%	-4.37%	-4.37%	-4.86%
2008-9	-6.79%	-6.40%	-6.45%	-3.31%	-3.51%	-7.61%
2008-10	-4.22%	-5.84%	-5.42%	-0.34%	-0.34%	-6.47%
2008-11	-4.94%	-5.13%	-3.07%	-3.27%	-3.11%	-4.33%
2008-12	-2.79%	-2.19%	-2.25%	-2.37%	-2.27%	-2.90%
算术平均值	-4.91%	-5.37%	-5.08%	-4.16%	-3.62%	-5.57%

注：数据来源和计算方式同上图（图7）。

图8 第1-4组重仓股折价率



注：图中1-4组分组方法同图7；图中折价率为各组重仓股2008年2月至2008年12月以来各月度折价率的算术平均值。

表6 基金重仓股大宗交易成交金额、次数、股票个数

	成交金额（亿元）	成交次数	股票个数
0-10只基金重仓	31.4	142	54
10-20只基金重仓	10.9	66	11
20-30只基金重仓	20.9	36	6
30-40只基金重仓	16.6	58	6
40只以上基金重仓	51.5	102	13

注：因为基金重仓股数据从2005年开始公布，每季度公布一次，所以上表的统计期限为2005年1月1日至2008年12月31日。

从表6中可以看出，被40只以上基金重仓的股票组虽然股票数较少，但是

成交金额最多，成交次数也比较多。

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

本研究报告由天相投资分析系统提供支持。

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：北京市西城区金融街19号富凯大厦B座701室

电话：010-66573916-124； 传真：010-66574468； 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； 传真：010-66045500； 邮编 100140

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：上海浦东新区浦东南路379号金穗大厦12层

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 250002