

[2010.09.06]

A 股投资策略专题报告:

解禁浪潮将近 中小市值命运几何

✍ 周 喜

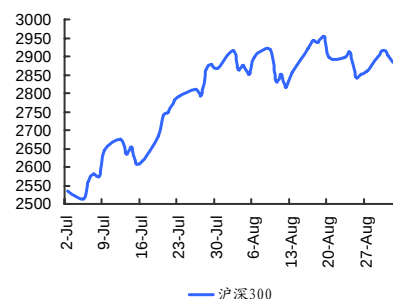
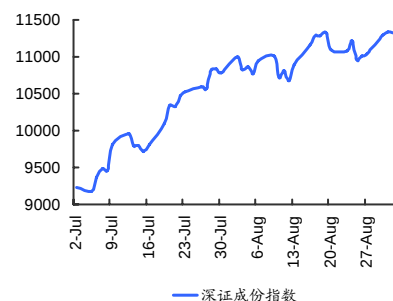
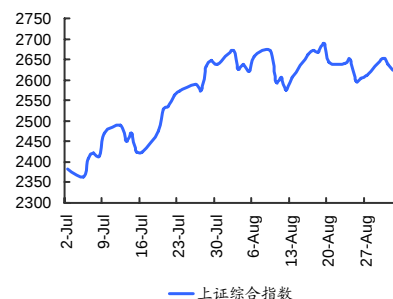
房振明

S1150208030107

S1150208020105

投资要点:

- 中小市值公司的迅速扩容，一方面为投资者提供了更多可选择的成长型标的；但另一方面，中小板和创业板的迅速扩容令首发原始股东限售股的解禁压力在一年后显得尤为突出，11月1日首批28只创业板个股的首发原始股东限售股将一同解禁，预计解禁市值将达到目前流通市值的1.15倍。
- 按照申万一级行业分类，在2010年剩余的四个半月内，机械设备将成为首发原始股东限售股解禁的主体，占比超过两成。紧随其后的是食品饮料、化工、信息服务和生物医药。而就申万二级行业而言，饮料制造、电气设备、计算机应用、医疗器械II和传媒成为首发原始股东限售股解禁的主体。
- 就个股而言，如果以解禁股份与限售股解禁前流通股本的比值为标准判别减持对公司股价的潜在压力，则前20只比例最大的个股中，洋河股份以553%位居第一，位于前20名的芭田股份、深圳惠程、精诚铜业和山下湖将于9月下旬解禁。
- 对比解禁日前一周、两周和一月的情况，我们发现表现弱于市场的样本占比逐步回落，这说明解禁日前一周解禁事件对股价的负面影响更大。另外，指数处于下降趋势时，限售股解禁对股价的负面影响更为明显。
- 对于以中小板和创业板为主的中小市值板块，其首先将面临原始股东限售股解禁所引致的扩容压力。数据显示，2010年1-9月份中小市值股票中共有90只个股的重要股东在二级市场采取行动，其中76只个股为净减持，90只个股合计净减持近90亿元。综合考虑股东行为取向及11月开始的解禁大潮，股东二级市场的减持压力不可小觑，同时鉴于创投和大部分个人股东获得资本利得的投资初衷，其所持股份解禁后减持的意愿往往更强，所以理论上讲，那些解禁股中个人及创投公司合计持股比例高且股权分散的上市公司，原始股东限售股解禁将给其股价造成更大的压力。
- 中期报告所显示的创业板较低的业绩增速令其高成长性遭到质疑，加之考虑到宏观经济增速下行时，中小市值公司相对于蓝筹板块的业绩成长优势将有所降低，创业板相对于蓝筹板块过高的估值溢价将难以为继。另外，创业板股价的回落还可能引发投资者对中小板市场情绪的谨慎，进而引起中小板市场估值水平的回落，对此投资者应有清醒的认识。

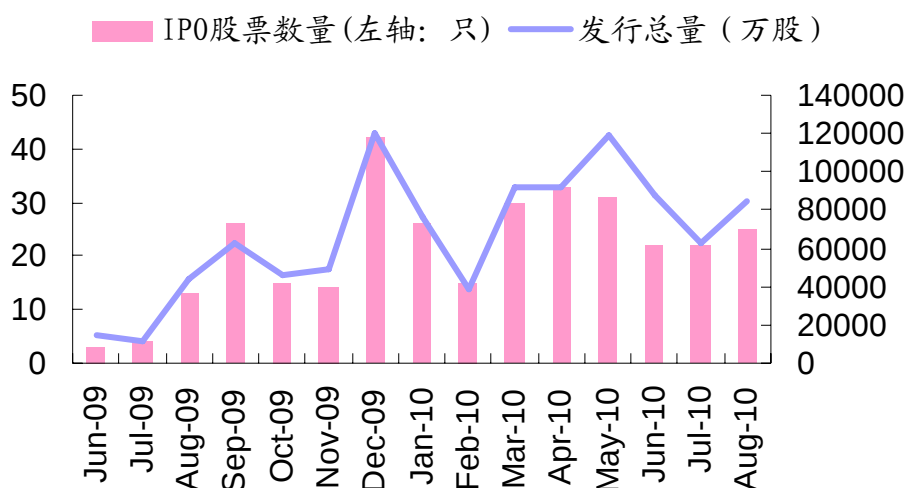


1. 中小市值公司限售股解禁概览

1.1 中小市值公司解禁浪潮将至

随着时间的推移，股改限售股解禁对 A 股市场的冲击作用逐步弱化，然而 2009 年中期以来中小市值股票（仅指中小板和创业板）的阵容迅速扩张，截止 2010 年 8 月 24 日中小板新增上市公司 203 家，同时 2009 年 10 月 30 日诞生的创业板也已拥有 118 家上市公司。特别是进入 2010 年后，创业板和中小板扩容速度明显提升，基本每月都会有 20 个以上的新面孔出现。

图 1：2009 年 IPO 重启后中小市值股票发行统计



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

中小市值公司的迅速扩容，一方面为投资者提供了更多可选择的成长型标的，但另一方面，中小板和创业板的迅速扩容令首发原始股东限售股的解禁压力在一年后显得尤为突出，特别是 2009 年第一批创业板 28 只创业板股票，其首发原始股东限售股将于 2010 年 11 月 1 日一同解禁，以 8 月 25 日收盘价计算，其解禁市值将超过该 28 只股票合计市值的 25%，是目前流通市值的 1.15 倍。

1.2 关注原始股东限售股解禁的冲击

数据显示，2010 年中小市值股票各类限售股的解禁股数达到 269.11 亿股，累计解禁市值达 6475.95 亿元，其中首发原股东限售股解禁市值达 3575.30 亿元，位居首位，且 11 月份开始陡然提升，今年剩余四个月内首发原股东限售股解禁市

值将超过 2000 亿元。

表 1: 2010 年中小市值股票限售股解禁月度分布 (单位: 亿股, 亿元)

	解禁合计 股数	解禁合计 市值	首发原股东限 售股份	首发一般 股份	首发机构配 售股份	股权分置限 售股份	定向增发机构配 售股份
一月	12.24	354.80	66.81	281.28	6.56		
二月	8.97	256.74	46.15	128.49	68.76		13.33
三月	15.76	479.56	167.18	231.74	73.57		4.26
四月	22.06	770.76	270.45	424.06	73.03		
五月	14.54	407.77	55.55	292.07	33.65		26.50
六月	13.14	375.27	47.70	279.92	47.65		
七月	27.47	488.20	246.93	170.33	69.89		0.90
八月	43.62	863.93	563.99	113.63	75.52	88.82	9.80
九月	24.93	440.29	287.73		73.31	26.81	52.45
十月	7.05	151.92	69.80		48.36	9.77	7.86
十一月	35.41	1133.49	1060.43		26.91	34.38	
十二月	43.91	753.22	692.58				2.86
合 计	269.11	6475.95	3575.30	1921.52	597.22	159.78	117.96

注: 2010 年 8 月 25 日之前解禁市值以解禁日收盘价计算, 之后解禁市值以最近收盘价估计

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

按照申万一级行业分类, 在 2010 年剩余的四个个月内, 机械设备将成为首发原始股东限售股解禁的主体, 占比超过两成。紧随其后的是食品饮料、化工、信息服务和生物医药。而就申万二级行业而言, 饮料制造、电气设备、计算机应用、医疗器械 II 和传媒成为首发原始股东限售股解禁的主体, 合计解禁额达到首发原始股东限售股解禁额的半数以上。

就个股而言, 以解禁股份与限售股解禁前流通股本的比值为标准, 比值越大表明限售股解禁后, 其减持对公司股价的潜在压力更大, 前 20 只比例最大的个股中, 洋河股份以 553% 位居第一, 另外芭田股份、深圳惠程、精诚铜业和山下湖分别将于 9 月 20、20、21 和 27 日解禁, 解禁量相对于原有流通股数的比值分别为 292%、178%、179% 和 294%。

表 2: 未来四个月中小市值股票限售股解禁市值行业分布 (亿元)

申万一级	9 月	10 月	11 月	12 月	行业合计		
					总解禁①	原始股东 解禁②	②/①
机械设备	73.17	51.73	142.91	290.58	558.39	468.51	83.90%
食品饮料	—	—	451.75	—	451.75	451.75	100.00%
化工	116.30	25.69	4.18	50.13	196.3	182.23	92.83%

策略专题

信息服务	19.18	1.35	115.29	58.39	194.21	185.25	95.39%
医药生物	39.62	—	118.41	23.92	181.95	157.83	86.74%
电子元器件	25.34	8.24	66.25	28.61	128.44	93.28	72.63%
家用电器	48.92	—	—	64.75	113.67	11.65	10.25%
信息设备	4.18	2.32	30.29	70.90	107.68	101.18	93.96%
农林牧渔	14.22	34.90	6.46	24.75	80.33	73.85	91.93%
商业贸易	4.17	—	23.27	—	43.42	23.27	53.59%
建筑建材	5.04	1.55	27.19	35.02	68.8	62.21	90.42%
交通运输	—	—	48.71	14.02	62.73	62.73	100.00%
轻工制造	8.40	5.10	0.28	48.53	62.31	60.94	97.80%
有色金属	44.93	—	15.59	—	60.52	54	89.23%
纺织服装	16.05	—	23.80	12.72	52.57	39.48	75.10%
房地产	18.23	—	11.04	13.03	42.3	24.07	56.90%
餐饮旅游	—	—	34.45	—	34.45	34.45	100.00%
交运设备	2.53	5.05	8.71	5.06	21.36	9.6	44.94%
黑色金属	—	—	—	12.83	12.83	12.83	100.00%
公用事业	—	—	—	—	—	—	—
综合	—	—	1.43	—	1.43	1.43	100.00%
采掘	—	—	—	—	—	—	—
金融服务	—	—	—	—	—	—	—
合计	440.29	151.92	1133.49	753.22	2478.92	2110.53	85.14%

资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

表 3：未来四个月中小市值股票限售股解禁市值行业分布（亿元）_续

申万二级	9 月	10 月	11 月	12 月	行业合计		
					总解禁①	原始股东解禁②	②/①
饮料制造	—	—	451.75	—	451.75	451.75	100.00%
电气设备	58.04	29.04	97.61	243.51	428.21	382.4	89.30%
计算机应用	19.18	1.35	47.95	58.39	126.87	119.89	94.50%
医疗器械Ⅱ	1.61	0.00	89.14	6.81	97.57	95.95	98.34%
传媒	—	—	65.36	—	65.36	65.36	100.00%
通信设备	1.26	2.32	4.90	58.77	67.24	63.67	94.69%
化学制品	26.05	22.33	1.37	13.14	62.89	53.83	85.59%
其他电子器件Ⅱ	18.20	4.46	38.33	12.35	73.35	50.68	69.09%
农业综合Ⅱ	14.22	30.11	6.46	—	50.8	49.1	96.65%
物流Ⅱ	—	—	48.71	—	48.71	48.71	100.00%
包装印刷Ⅱ	—	—	—	48.53	48.53	48.53	100.00%
化工新材料Ⅱ	33.85	0.15	2.81	10.29	47.1	46.95	99.68%
专用设备	2.47	8.32	13.11	40.69	64.6	45.39	70.26%
计算机设备Ⅱ	2.92	—	25.39	12.13	40.43	37.51	92.78%
餐饮Ⅱ	—	—	34.45	0.00	34.45	34.45	100.00%

策略专题

金属新材料 II	20.29	—	12.33	0.00	32.62	32.62	100.00%
中药 II	20.33	—	—	17.11	37.45	32.61	87.08%
建筑材料	—	1.55	10.56	20.86	32.97	31.42	95.30%
建筑装饰	5.04	—	16.64	14.15	35.83	30.79	85.93%
纺织	—	—	18.13	11.69	29.82	29.82	100.00%
普通机械	11.12	7.22	22.88	6.37	47.58	29.25	61.48%
化学原料	27.44	—	—	—	27.44	27.44	100.00%
化学纤维	28.96	—	—	—	28.96	27.31	94.30%
零售	4.17	—	23.27	—	27.44	23.27	84.80%
有色金属冶炼 II	24.65	—	3.25	—	27.9	21.38	76.63%
化学制药	17.67	—	16.74	—	34.41	16.74	48.65%
贸易 II	—	—	—	—	—	—	—
元件 II	0.73	—	1.98	14.68	17.38	15.41	88.67%
半导体	—	3.77	18.64	—	22.42	14.35	64.01%
航运 II	—	—	—	14.02	14.02	14.02	100.00%
石油化工	—	—	—	13.75	13.75	13.75	100.00%
园区开发 II	—	—	—	13.03	13.03	13.03	100.00%
显示器件 II	6.41	—	7.30	1.57	15.29	12.84	83.98%
钢铁	—	—	—	12.83	12.83	12.83	100.00%
农产品加工	—	—	—	12.63	12.63	12.63	100.00%
其他轻工制造 II	8.40	5.10	—	—	13.51	12.42	91.93%
林业 II	—	—	—	12.12	12.12	12.12	100.00%
白色家电	41.64	—	—	64.75	106.4	11.65	10.95%
仪器仪表 II	—	4.29	7.18	—	11.47	11.47	100.00%
房地产开发 II	18.23	—	11.04	—	29.27	11.04	37.72%
服装 II	16.05	—	5.67	1.03	22.75	9.66	42.46%
生物制品 II	—	—	9.07	—	9.07	9.07	100.00%
塑料 II	—	1.73	—	8.09	9.82	8.09	82.38%
汽车零部件 II	2.53	5.05	1.71	5.06	14.35	5.06	35.26%
橡胶	—	1.48	—	4.85	6.33	4.85	76.62%
非汽车交运设备	—	—	7.00	—	7.00	4.54	64.86%
电力	—	—	—	—	—	—	—
医疗服务 II	—	—	3.45	—	3.45	3.45	100.00%
综合 II	—	—	1.43	—	1.43	1.43	100.00%
视听器材	7.28	—	—	—	7.28	—	—
金属制品 II	1.54	2.87	2.13	—	6.54	—	—
渔业	—	4.79	—	—	4.79	—	—
网络服务	—	—	1.98	—	1.98	—	—
造纸 II	—	—	0.28	—	0.28	—	—
煤炭开采 II	—	—	—	—	—	—	—
银行 II	—	—	—	—	—	—	—
水务 II	—	—	—	—	—	—	—

策略专题

饲料II	—	—	—	—	—	—	—
食品制造	—	—	—	—	—	—	—
食品加工	—	—	—	—	—	—	—
旅游综合II	—	—	—	—	—	—	—
种植业	—	—	—	—	—	—	—
环保II	—	—	—	—	—	—	—
公交II	—	—	—	—	—	—	—
合计	440.29	151.92	1133.49	753.22	2478.92	2110.53	85.14%

资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

表 4：未来四个月内解禁市值与其流通市值比例最高的前 20 只个股

股票代码	股票简称	可流通时间	解禁市值	解禁股数量 (万股)	解禁前流通 股数量(万股)	解禁股占原 流通股比例
002304.SZ	洋河股份	2010-11-8	451.754	24863.70	29363.70	552.53%
300003.SZ	乐普医疗	2010-11-1	89.144	33653.00	41853.00	410.40%
002198.SZ	嘉应制药	2010-12-20	17.113	6150.00	8200.00	300.00%
002180.SZ	万力达	2010-11-15	12.340	6232.20	8332.20	296.77%
002173.SZ	山下湖	2010-9-27	14.223	7500.00	10050.00	294.12%
002194.SZ	武汉凡谷	2010-12-7	58.770	41194.40	55287.85	292.29%
002170.SZ	芭田股份	2010-9-20	26.050	22680.00	30456.00	291.67%
002199.SZ	东晶电子	2010-12-21	14.681	7774.00	10478.00	287.50%
002196.SZ	方正电机	2010-12-13	11.812	5715.00	7715.00	285.75%
002191.SZ	劲嘉股份	2010-12-6	48.530	45913.06	64200.00	251.07%
002299.SZ	圣农发展	2010-10-21	30.113	10185.74	14285.74	248.43%
002177.SZ	御银股份	2010-11-1	25.387	18429.95	26265.25	235.22%
002190.SZ	成飞集成	2010-12-3	0.000	14117.76	20622.72	217.03%
300024.SZ	机器人	2010-11-1	22.875	6121.76	9531.76	179.52%
002171.SZ	精诚铜业	2010-9-21	14.073	10286.70	16028.94	179.14%
002321.SZ	华英农业	2010-12-16	12.630	6600.00	10300.00	178.38%
300010.SZ	立思辰	2010-11-1	12.734	7078.50	11053.50	178.08%
002305.SZ	南国置业	2010-11-8	11.042	8539.04	13339.04	177.90%
002168.SZ	深圳惠程	2010-9-20	35.189	19218.71	30043.87	177.54%
300027.SZ	华谊兄弟	2010-11-1	44.639	13639.20	22039.20	162.37%

资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

2. 原始股东限售股解禁影响回顾

因主要探讨原始股东限售股解禁对中小市值上市公司股价的影响，则我们选取2007年6月27日至2010年7月21日间的所有中小市值公司为样本总体，另外为了分析不同市场走势下限售股解禁对股价的影响，我们将总样本依市场趋势分为两个子样本，其中上升趋势2007年6月27日至2008年1月15日和2008年10月28日至2010年7月21日，下降趋势为2008年1月15日到2008年10月28日。在分析原始股东限售股解禁对个股价格的影响时，我们将从个股对于中小板指数的相对表现（即样本股相对于市场的超额收益情况，正值表示个股走势强于市场，反之表明个股走势弱于市场）入手。

2.1 不考虑市场趋势情况下股价影响分析

数据显示，在不考虑市场总体趋势的情况下，原始股东限售股解禁前一周，327个统计样本中，59.94%的个股表现弱于市场，而解禁后一周内仅有46.79%的样本表现弱于市场，这表明原始股东限售股解禁在解禁日前对股价的负面影响更为明显，且该现象在解禁日前后两周、前后一月的对比中依然存在。对比解禁日前一周、两周和一月的情况，我们发现表现弱于市场的样本占比逐步回落，这说明解禁日前一周解禁事件对股价的负面影响更大。

表 5：原始股东限售股解禁对价格影响特征

		前一周	后一周	前两周	后两周	前一月	后一月
区间 样本 数 (只)	小于-0.1	13	6	38	18	55	36
	-0.05~-0.1	51	34	47	46	61	55
	-0.05~-0.04	16	23	17	20	16	21
	-0.04~-0.03	29	17	26	29	14	12
	-0.03~-0.02	22	24	20	20	17	17
	-0.02~-0.01	38	28	28	17	15	11
	-0.01~0	27	21	16	26	12	11
	0~0.01	26	25	20	17	14	26
	0.01~0.02	27	27	17	14	18	12
	0.02~0.03	16	23	16	10	8	11
	0.03~0.04	12	25	16	12	15	7
	0.04~0.05	12	15	13	18	6	15
	0.05~0.1	26	39	34	54	32	36
	大于 0.1	12	20	19	26	44	57
	小于零样本合计	196	153	192	176	190	163
小于零样本占比		59.94%	46.79%	58.72%	53.82%	58.10%	49.85%

策略专题

小于-0.05 占比	19.57%	12.23%	25.99%	19.57%	35.47%	27.83%
大于 0.05 占比	11.62%	18.04%	16.21%	24.46%	23.24%	28.44%

资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

2.2 考虑市场趋势情况下股价影响分析

对比市场不同趋势下，原始股东限售股解禁对股价的影响，我们发现，相对于中小板指数处于下降趋势（2008 年 1 月 15 日到 2008 年 10 月 28 日）而言，在其上升趋势中（包括 2007 年 6 月 27 日至 2008 年 1 月 15 日和 2008 年 10 月 28 日至 2010 年 7 月 21 日两个时间窗口），限售股解禁对股价的影响相对较小。

表 6：不同市场趋势下原始股东限售股解禁对价格影响特征对比

		前一周	后一周	前两周	后两周	前一月	后一月
小于零 样本 数(只)	07.06.27~08.01.15	18	25	14	19	17	21
	08.01.16~08.10.28	43	34	54	45	54	49
	08.10.28~10.07.21	98	86	89	89	79	88
小于零 样本 占比	07.06.27~08.01.15	36.73%	51.02%	28.57%	38.78%	34.69%	42.86%
	08.01.16~08.10.28	68.25%	53.97%	85.71%	71.43%	85.71%	77.78%
	08.10.28~10.07.21	45.58%	40.00%	41.40%	41.40%	36.74%	40.93%

资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

3. 创业板业绩增长不足 加剧高估值风险

随着经济增速的继续放缓，下半年 A 股上市公司盈利能力下滑可能性在加大。从外部环境来看，当前美、日经济增速正在明显放缓，外围经济的不确定性增加；内部来看，三季度通胀将持续保持 3% 左右的相对高位，房地产调控持续进行等等，这些都给企业的盈利增长带来了较大的不确定性。历史经验显示，全部 A 股每股 EPS 当季度同比增速和 GDP 当季同比增速走势基本一致。我们认为，随着二季度经济增速开始放缓，企业盈利增速拐点已现，目前可能正处于本轮短周期中盈利的最好状态；在经济增速继续回落的背景下，下半年盈利水平下滑的可能性在加大。

图 2：近年来 A 股业绩增速与 GDP 增速基本吻合

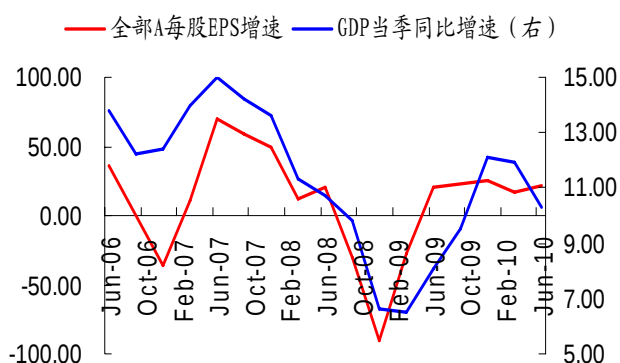
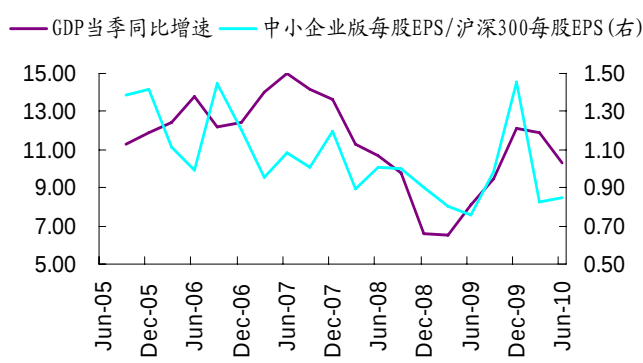


图 3：经济增速下行时中小企业相对成长性降低



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 4：二季度单季净利润同比板块对比

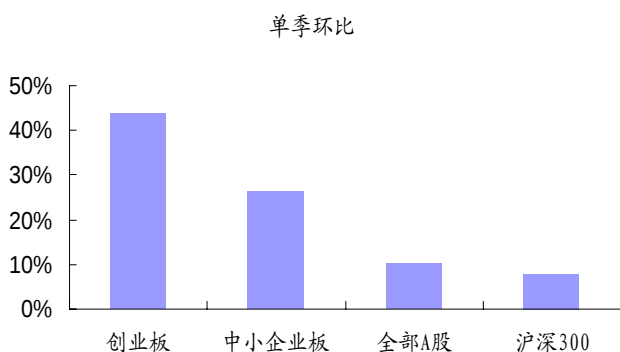
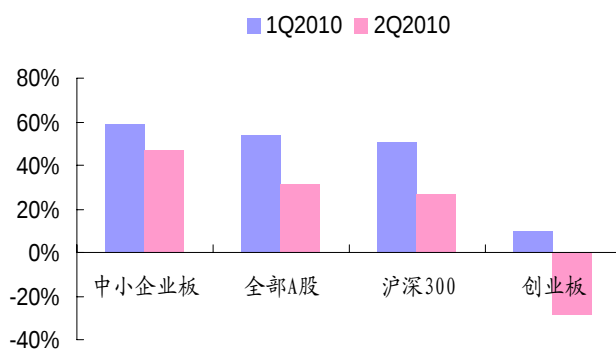


图 5：上半年累计加权 EPS 同比板块对比



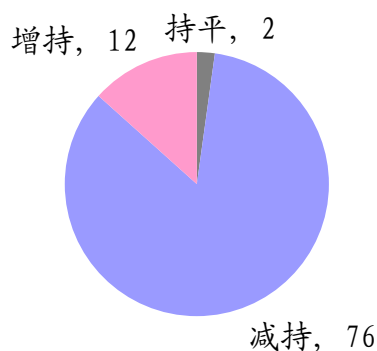
资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

另一方面，数据显示在宏观经济增速下行时，中小市值公司相对于蓝筹板块的业绩成长优势将有所降低。这在创业板群体中表现的最为突出，数据显示创业板二季度单季利润增速为 19.25%，不仅低于中小板 36.55% 的增长水平，甚至比沪深

300 板块 28.81% 的增速水平还低近 10 个百分点；同时数据显示，上半年创业板加权 EPS 同比回落 28.5%。由此看来，市场对创业板所期待的高成长并未得到数据的支持。

对于以中小板和创业板为主的中小市值板块，其首先将面临原始股东限售股解禁所引致的扩容压力。数据显示，2010 年 1-9 月份共有 90 只个股的重要股东在二级市场采取行动，其中 76 只个股为净减持，12 只个股为净增持，其余 2 只个股买卖相等，90 只个股合计净减持近 90 亿元。综合考虑股东行为取向及 11 月开始的解禁大潮，股东二级市场的减持压力不可小觑，同时鉴于创投和大部分个人股东获得资本利得的投资初衷，其所持股份解禁后减持的意愿往往更强，所以理论上讲，那些解禁股中个人及创投公司合计持股比例高且股权分散的上市公司，原始股东限售股解禁将给其股价造成更大的压力。

图 6：2010 年 1-9 月份重要股东二级市场交易行为统计



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

另一方面，中期报告所显示的创业板较低的业绩增速也令其高成长性遭到质疑，加之考虑到宏观经济增速下行时，中小市值公司相对于蓝筹板块的业绩成长优势将有所降低，创业板相对于蓝筹板块过高的估值溢价将难以为继。另外，创业板股价的回落还可能引发投资者对中小板市场情绪的谨慎，进而引起中小板市场估值水平的回落，对此投资者应有清醒的认识。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋	022-28451131	谢晓冬	022-28451849
	13512060965		13820872805
	loyalbright@yahoo.com.cn		actionfish@live.cn
	huangfeng@bhq.com		xiexd@bhq.com

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn