

事件驱动选股策略系列

高管增持——被低估优质股的重生

相关研究报告

《高送转股票特征分析》
《股权激励——兴奋剂OR镇定剂》
《定向增发——股价强心剂》
《窥探赎回条款中蕴含的投资机会》

证券分析师

蔡大贵 S1060208120118
86-755-22627241
caidagui001@pingan.com.cn

投资要点

■ 高管增持后一个月内，二级市场能获得超额收益。

本文统计了 2004 年 1 月至 2011 年 7 月的近 6700 次股东增持事件，统计结果显示，相对于个人和公司增持，高管增持对二级市场的影响最大。高管增持之后的一个月内，股票以 70% 的概率超越大盘，单月的超额收益为 4.4%，绝对收益为 7%。

■ 在高管增持中发掘被低估的优质股。

高管增持对公司业绩没有实质性的影响，只是代表了高管对公司发展的信心，短期内并不会给二级市场带来大的影响，盲目地跟风参与高管增持后的二级市场未必能获得收益。然而，对于那些基本面优秀的公司，在超跌的时候出现高管增持事件，其中蕴含投资价值不容小觑。

■ 关注增持比例较大或是较小的增持事件。

本文通过分级靠挡的方法对于增持比例进行划分，结果显示增持比例较大(>5%)或较小(<1%)的增持事件，能获得较为显著的绝对收益和相对收益，而增持比例在 1%~5% 的增持时间获得的相对收益较少，有时甚至为负。

正文目录

- 一、 高管增（减）持概述4
- 二、 高管增（减）持对二级市场的影响4
 - 2.1 增（减）持——主体分类4
 - 2.2 增（减）持——年份7
 - 2.3 增（减）持——增（减）持比例10
 - 2.4 增（减）持——行业分类12
- 三、 小结15

图表目录

图表 1	高管增持公告之后二级市场股价表现	5
图表 2	个人增持公告之后二级市场股价表现	5
图表 3	公司增持公告之后二级市场股价表现	5
图表 4	高管减持公告之后二级市场股价表现	6
图表 5	个人减持公告之后二级市场股价表现	6
图表 6	公司减持公告之后二级市场股价表现	6
图表 7	增持公告之后二级市场股价表现	7
图表 8	减持公告之后二级市场股价表现	7
图表 9	增持公告之后一日二级市场股价表现——年份	8
图表 10	增持公告之后一周二级市场股价表现——年份	8
图表 11	增持公告之后两周二级市场股价表现——年份	8
图表 12	增持公告之后一个月二级市场股价表现——年份	9
图表 13	减持公告之后一日二级市场股价表现——年份	9
图表 14	减持公告之后一周二级市场股价表现——年份	9
图表 15	减持公告之后两周二级市场股价表现——年份	10
图表 16	减持公告之后一个月二级市场股价表现——年份	10
图表 17	增（减）持公告之后一日二级市场股价表现——增（减）持比例	11
图表 18	增（减）持公告之后一周二级市场股价表现——增（减）持比例	11
图表 19	增（减）持公告之后两周二级市场股价表现——增（减）持比例	11
图表 20	增（减）持公告之后一个月二级市场股价表现——增（减）持比例	12
图表 21	增持公告之后一日二级市场股价表现——行业	12
图表 22	增持公告之后一周二级市场股价表现——行业	13
图表 23	增持公告之后两周二级市场股价表现——行业	13
图表 24	增持公告之后一个月二级市场股价表现——行业	13
图表 25	减持公告之后一日二级市场股价表现——行业	14
图表 26	减持公告之后一周二级市场股价表现——行业	14
图表 27	减持公告之后两周二级市场股价表现——行业	14
图表 28	减持公告之后一个月二级市场股价表现——行业	15

一、 高管增（减）持概述

高管增持是指上市公司的高管在二级市场买入自己公司股票的行为，一般通过大宗交易平台实现。高管增持，对于股票属于利好消息，说明高管对于公司未来有信心，是股票的强心剂。作为资本运作的一种手段，高管增持对于公司的经营及业绩没有影响，但却代表了公司高管看好公司未来发展，对于其经营业绩增长预期的一种肯定。高管作为掌握公司内部信息最多最全面的群体，最能把握公司的资本运作动向，因此高管增持之后往往伴随资产注入，资产重组，股权激励，业绩超预期等。

高管增持之后，往往会带动股价上涨，尤其是那些高管增值比例高的股票，很多人都会在高管增持之后跟风。在熊市年份，这种现象可能会更为明显。在市场情况不好的情况下，高管增持能够起到稳定股价的作用。

与增持相对应的高管减持是指上市公司的高管在二级市场卖出自己公司股票的行为。高管通过减持套现一般是看淡公司未来或是高管自身的因素需要进行减持，在一定程度上对于公司是利空。

上市公司重要股东的二级市场交易除了高管增（减）持，还包括个人和公司作为股东的增（减）持，这里的个人和公司通常是上市公司高管的朋友或是利益相关者，他们也能较市场先了解到公司的动态，因此我们也将将其纳入我们的研究范围。

股东增持有些时候是为了护盘，对于下一步要进行再融资或是股权激励的公司，需要维持公司良好的形象；有些股东增（减）持是为了展现管理人员良好的市值管理能力；而有些股东减持，是为了打压股价之后以更低的价格买入该股票，实现套利。市场对于这些与业绩无关的股东增（减）持事件是否也会有反应呢？

由于股东增（减）持一般很难提前得知消息，因此我们把注意力放在增（减）持之后。下文我们主要通过增（减）持的三个不同主体、年份、变动比例、以及行业的情况进行分析，观察股东增（减）持后二级市场股价的变化情况。

二、 高管增（减）持对二级市场的影响

我们统计了 2004 年 1 月至 2011 年 7 月的将近 18000 次股东增（减）持事件，其中增（减）持比例占流通股本 0.1% 以上的 6700 次，包括增持 700 次，减持 6000 次，我们主要对增（减）持的不同主体、年份、变动比例和行业进行分类，研究各种情况下的大股东增（减）持对该股票二级市场表现的影响，挖掘股东增（减）持给该股票带来的投资机会。

2.1 增（减）持——主体分类

我们统计了由不同主体参与的增（减）持事件，其中包括高管增（减）持、公司增（减）持和个人增（减）持事件，我们知道高管对于公司的动态是最为了解的，因此，相对于公司和个人的增（减）持，二级市场的投资者可能会更为敏感，跟风的行为可能会更为明显。而个人股东可能是高管的朋友或者知情者，相较于公司作为股东的增（减）持可能对于二级市场的投资者更有意义。我们通过实证的统计检验来看一下不同主体的增（减）持二级市场能够获得的绝对收益和相对收益情况。

图表 1 高管增持公告之后二级市场股价表现

高管增持	时限	绝对收益	绝对收益为正的的概率
高管增持公告之后	一日	0.5%	39%
	一周	3.2%	63%
	两周	4.5%	65%
	一个月	6.9%	60%
高管增持	时限	超额收益	超额收益为正的的概率
高管增持公告之后	一日	0.4%	66%
	一周	1.6%	59%
	两周	2.5%	57%
	一个月	4.4%	70%

资料来源：平安证券研究所，Wind

图表 2 个人增持公告之后二级市场股价表现

个人增持	时限	绝对收益	绝对收益为正的的概率
个人增持公告之后	一日	-0.6%	40%
	一周	-0.3%	53%
	两周	1.2%	61%
	一个月	4.2%	63%
个人增持	时限	超额收益	超额收益为正的的概率
个人增持公告之后	一日	-0.3%	66%
	一周	-0.1%	52%
	两周	1.6%	48%
	一个月	1.9%	61%

资料来源：平安证券研究所，Wind

图表 3 公司增持公告之后二级市场股价表现

公司增持	时限	绝对收益	绝对收益为正的的概率
公司增持公告之后	一日	0.2%	30%
	一周	0.7%	50%
	两周	1%	51%
	一个月	2.1%	54%
公司增持	时限	超额收益	超额收益为正的的概率
公司增持公告之后	一日	0%	65%
	一周	0.1%	47%
	两周	0.6%	47%
	一个月	0.7%	47%

资料来源：平安证券研究所，Wind

图表 4 高管减持公告之后二级市场股价表现

高管减持	时限	绝对收益	绝对收益为正的的概率
高管减持公告之后	一日	0%	34%
	一周	0.1%	49%
	两周	0.7%	52%
	一个月	1.1%	49%
高管减持	时限	超额收益	超额收益为正的的概率
高管减持公告之后	一日	0%	62%
	一周	0.3%	47%
	两周	0.9%	48%
	一个月	1.1%	49%

资料来源：平安证券研究所，Wind

图表 5 个人减持公告之后二级市场股价表现

个人减持	时限	绝对收益	绝对收益为正的的概率
个人减持公告之后	一日	0.5%	37%
	一周	1%	52%
	两周	1%	52%
	一个月	2.5%	53%
个人减持	时限	超额收益	超额收益为正的的概率
个人减持公告之后	一日	0.3%	70%
	一周	0.6%	47%
	两周	0.4%	44%
	一个月	1.4%	46%

资料来源：平安证券研究所，Wind

图表 6 公司减持公告之后二级市场股价表现

公司减持	时限	绝对收益	绝对收益为正的的概率
公司减持公告之后	一日	0%	30%
	一周	0.3%	50%
	两周	1%	52%
	一个月	2.3%	52%
公司减持	时限	超额收益	超额收益为正的的概率
公司减持公告之后	一日	0%	66%
	一周	-0.1%	47%
	两周	0.2%	46%
	一个月	0.5%	48%

资料来源：平安证券研究所，Wind

从统计结果来看，在高管增持之后的一个月內，股票在二级市场上有超越大盘的表现，单月的超额收益在 4.4%，以 70%的概率超越大盘，绝对收益方面也是较为可观。而个人和

公司增持公告之后，市场的反应比较平静，出现超额收益的机会在 50%左右。由此可见，市场对于高管增持事件的敏感性相对较大。

而对于减持事件，三类主体在减持之后，均会出现超额收益或是绝对收益为负的情况，市场对于高管减持的反应不甚强烈。高管减持之后市场不会有明显的变化，这或许跟高管喜欢在市场较好的时候减持有关，这样减持对市场造成的影响比较小，有时还能获得正的收益。

2.2 增（减）持——年份

我们对于上万次增（减）持按不同年份进行统计，在牛熊市，增（减）持对市场的影响是否会产生不同的影响？以下是增（减）持公告之后市场的整体表现，我们可以看到，增（减）持公告之后的整体情况，平均意义上，在增持公告之后，市场能够获得正的收益，超额收益并不高。

图表 7 增持公告之后二级市场股价表现

增持	时限	绝对收益	绝对收益为正的的概率
增持公告之后	一日	0.2%	33%
	一周	1.3%	53%
	两周	2%	55%
	一个月	3.6%	56%
增持	时限	超额收益	超额收益为正的的概率
增持公告之后	一日	0.1%	65%
	一周	0.5%	50%
	两周	1.2%	49%
	一个月	1.7%	51%

资料来源：平安证券研究所，Wind

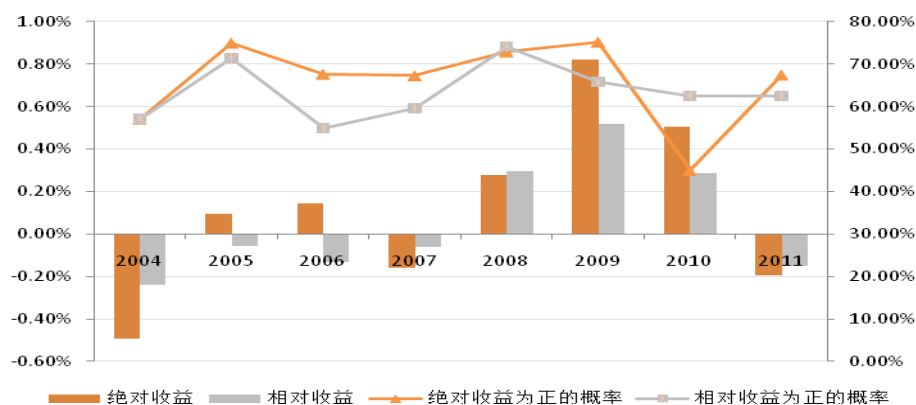
图表 8 减持公告之后二级市场股价表现

增持	时限	绝对收益	绝对收益为正的的概率
增持公告之后	一日	0%	32%
	一周	0.3%	50%
	两周	0.9%	52%
	一个月	1.9%	51%
增持	时限	超额收益	超额收益为正的的概率
增持公告之后	一日	0%	65%
	一周	0.1%	47%
	两周	0.4%	47%
	一个月	0.7%	48%

资料来源：平安证券研究所，Wind

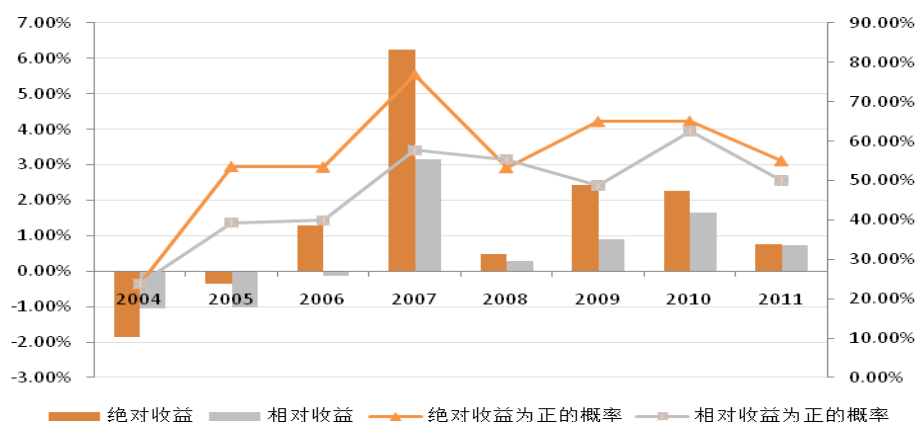
我们分别统计了 2004-2011 各个年份在增持公告之后的一个月内的股价表现，基本上 06 年以后在增持公告之后能够获得高的超额收益，超额收益概率在 50% 以上，一个月的超额收益约在 4% 左右，牛市年份的绝对收益也是相当可观的。

图表 9 增持公告之后一日二级市场股价表现——年份



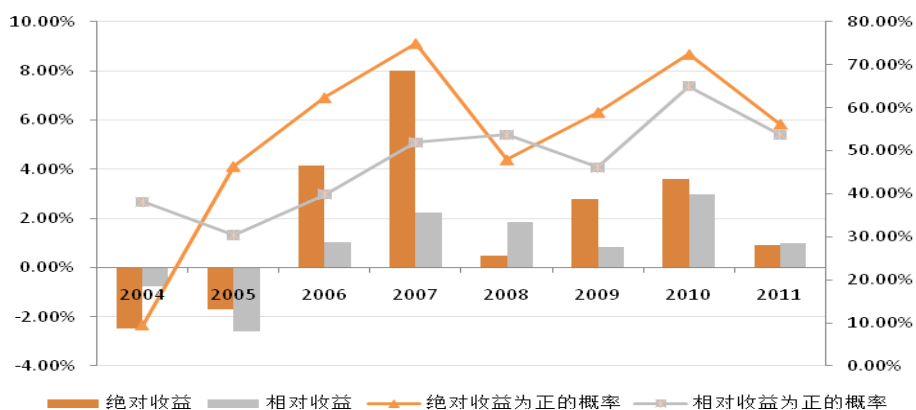
资料来源：平安证券研究所，Wind

图表 10 增持公告之后一周二级市场股价表现——年份



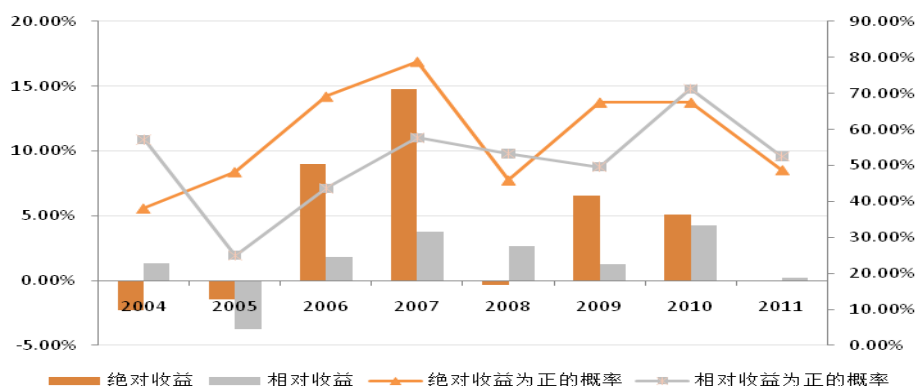
资料来源：平安证券研究所，Wind

图表 11 增持公告之后两周二级市场股价表现——年份



资料来源：平安证券研究所，Wind

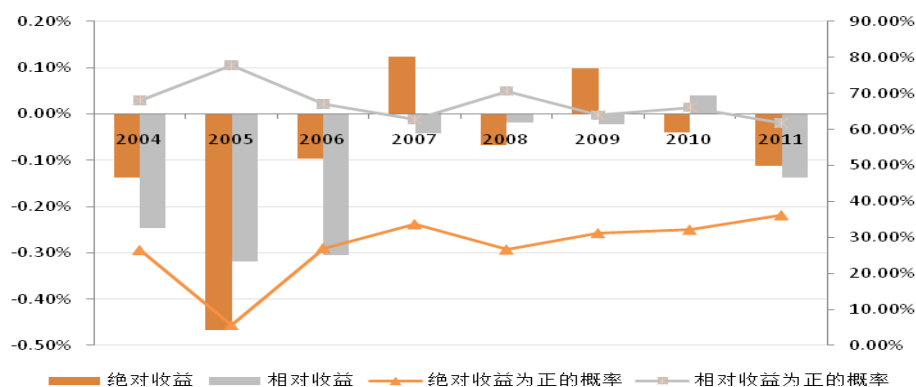
图表 12 增持公告之后一个月二级市场股价表现——年份



资料来源：平安证券研究所，Wind

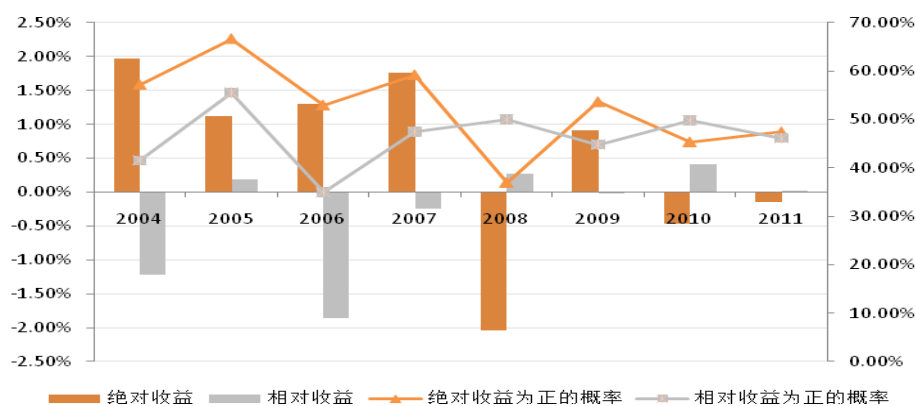
对于减持公告之后一个月内的二级市场表现，我们也做了统计，减持之后的各年份的收益情况各不相同，绝对收益和相对收益大于 0 的概率基本都在 50%附近，其中 2008 年与 2010 年可以获得正的相对收益。有的时候减持的主体会考虑到避税，在减持之前已经打压一波股价，因此在减持公告之后，市场往往不会出现过度的反应，而在熊市年份，反而有超越大盘的表现。

图表 13 减持公告之后一日二级市场股价表现——年份



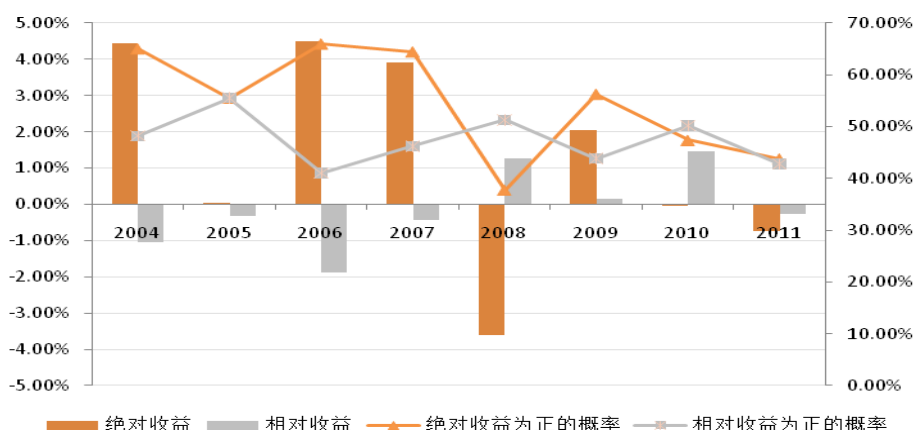
资料来源：平安证券研究所，Wind

图表 14 减持公告之后一周二级市场股价表现——年份



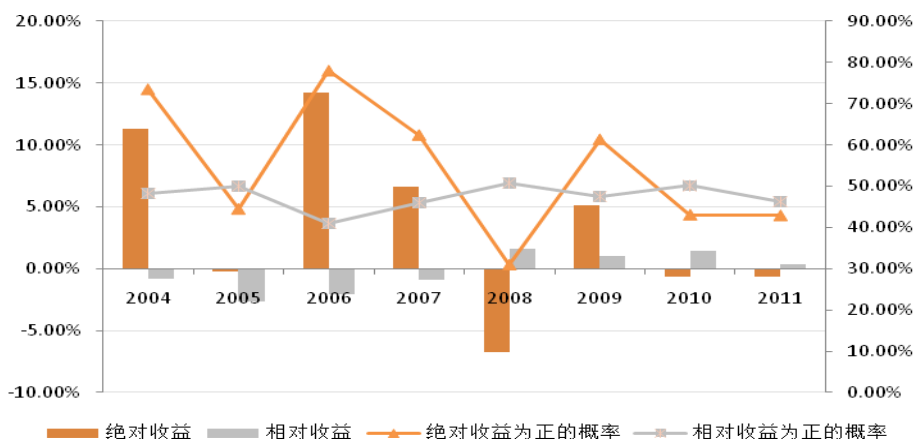
资料来源：平安证券研究所，Wind

图表 15 减持公告之后两周二级市场股价表现——年份



资料来源：平安证券研究所，Wind

图表 16 减持公告之后一个月二级市场股价表现——年份



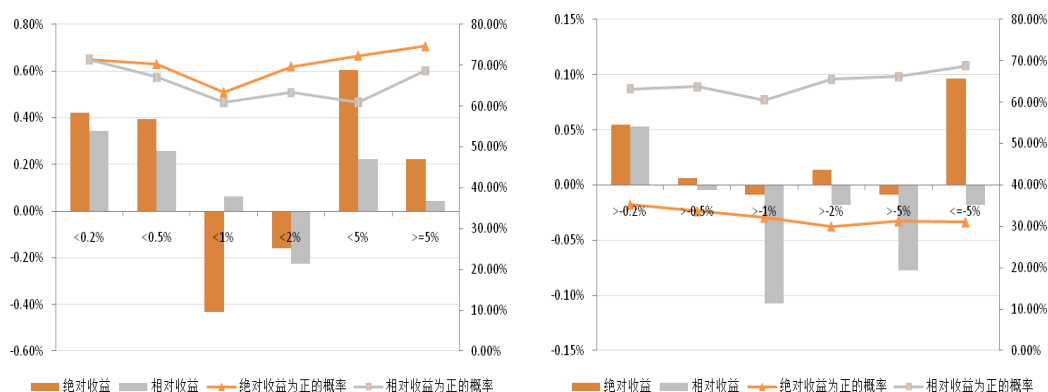
资料来源：平安证券研究所，Wind

2.3增（减）持——增（减）持比例

增（减）持比例作为一个重要的指标，代表股东增（减）持的力度，我们对于增（减）持比例进行分级靠挡，分为 6 个档次。增持比例为： $[0.1\%, 0.2\%)$, $[0.2\%, 0.5\%)$, $[0.5\%, 1\%)$, $[1\%, 2\%)$, $[2\%, 5\%)$, $[5\%, +\infty)$ ；减持比例为： $(-\infty, -5\%]$, $(-5\%, -2\%]$, $(-2\%, -1\%]$, $(-1\%, 0.5\%]$, $(-0.5\%, -0.2\%]$, $(-0.2\%, -0.1\%]$ 。

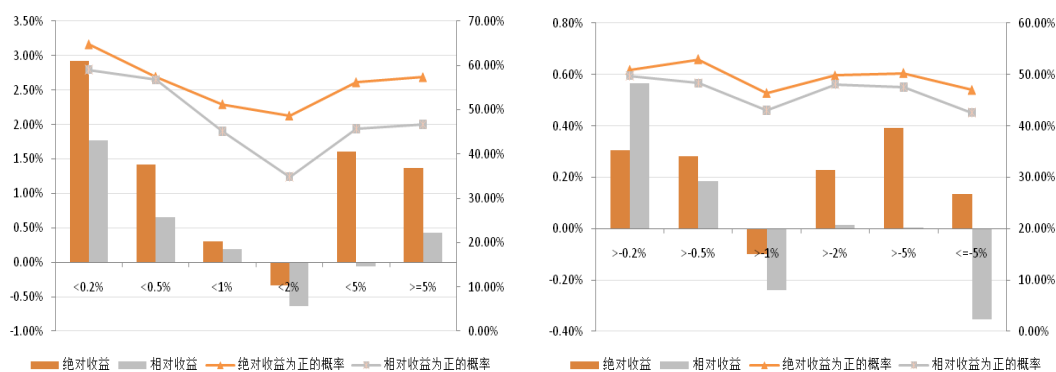
我们发现增持比例较大或较小的增持事件，能获得较为显著的绝对收益和相对收益，而增持比例在 1%~5%的增持时间获得的相对收益较少，有时甚至为负，关注大额的增持(>5%)和小额增持(<1%)。对于减持而言，各种比例的减持都能获得正的绝对收益和相对收益，但是收益为正的的概率不大，我们很难从减持中发掘投资机会。

图表 17 增（减）持公告之后一日二级市场股价表现——增（减）持比例



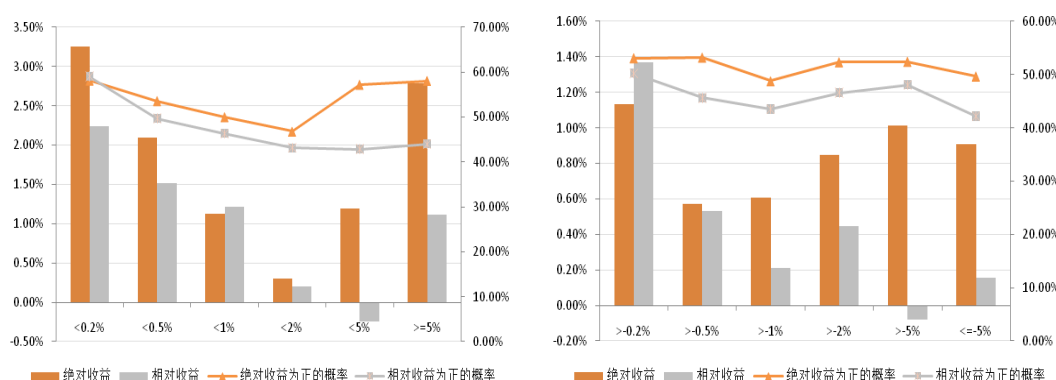
资料来源：平安证券研究所，Wind

图表 18 增（减）持公告之后一周二级市场股价表现——增（减）持比例



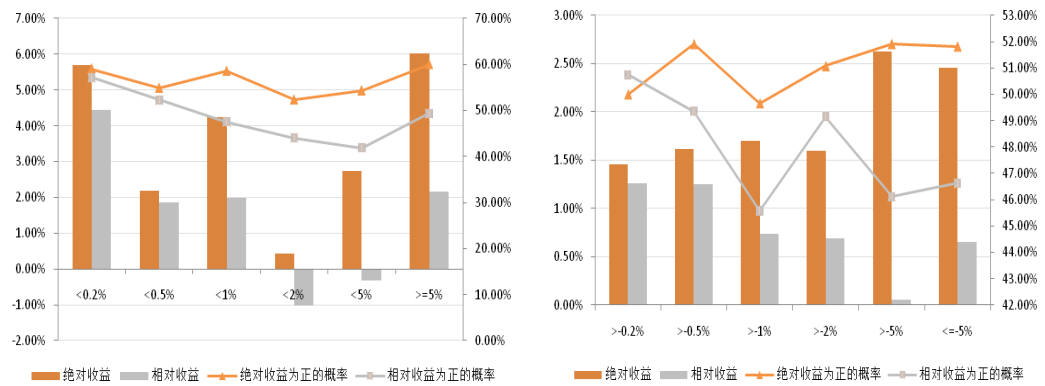
资料来源：平安证券研究所，Wind

图表 19 增（减）持公告之后两周二级市场股价表现——增（减）持比例



资料来源：平安证券研究所，Wind

图表 20 增（减）持公告之后一个月二级市场股价表现——增（减）持比例

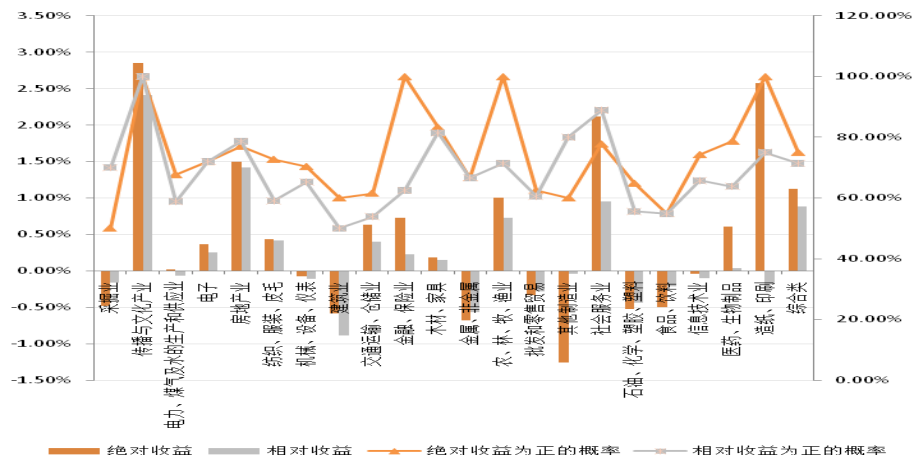


资料来源：平安证券研究所，Wind

2.4增（减）持——行业分类

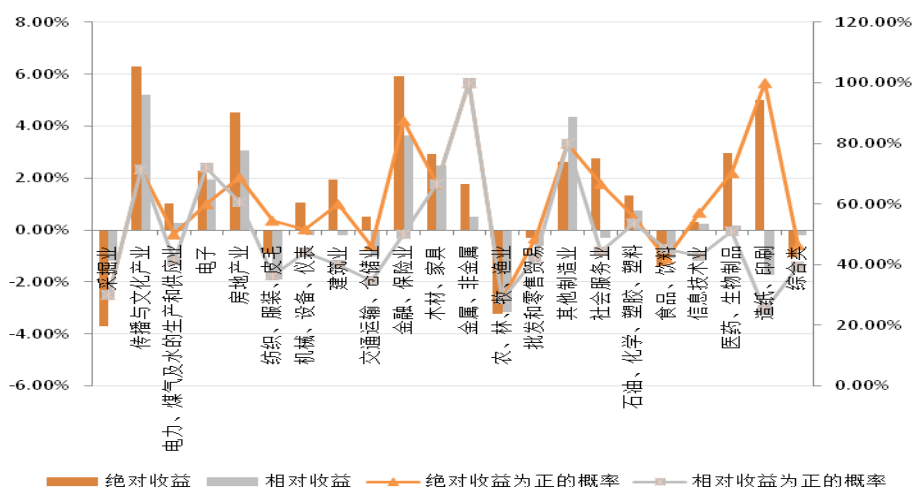
我们对增（减）持公告后的市场表现，按照证监会行业分类进行统计，统计各行业在高管增（减）持后的表现，我们发现，在高管增持后一个月内，大部分行业能取得正的绝对收益和正的相对收益。其中交运、仓储、社会服务、造纸印刷和采掘等行业很难取得超越大盘的表现，而金属非金属、制造业、金融保险也、建筑业等弹性较大的行业能获得较高的绝对收益和相对收益，获得高收益的概率也相对较高，在 60% 以上。而对于减持事件的行业表现也是基本一样。

图表 21 增持公告之后一日二级市场股价表现——行业



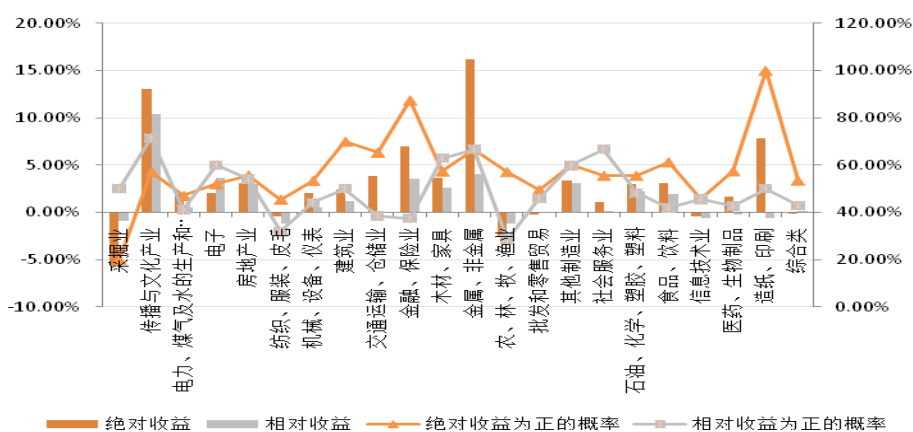
资料来源：平安证券研究所，Wind

图表 22 增持公告之后一周二级市场股价表现——行业



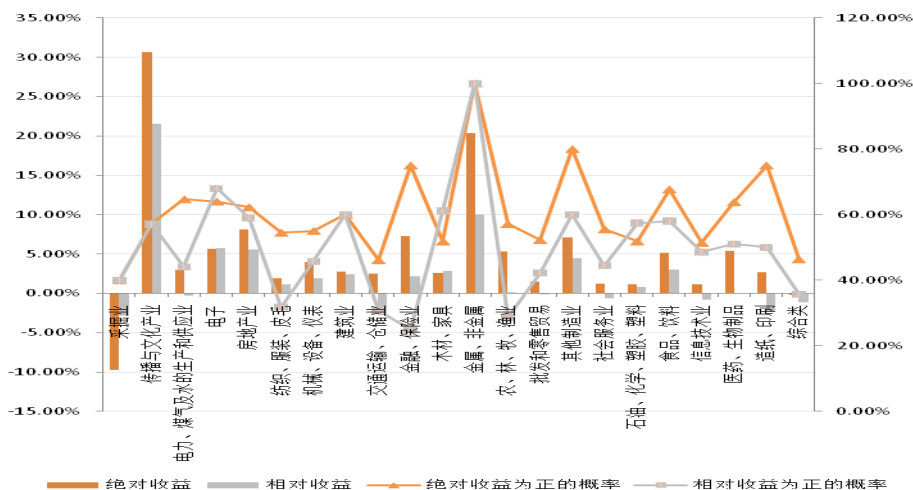
资料来源：平安证券研究所，Wind

图表 23 增持公告之后两周二级市场股价表现——行业



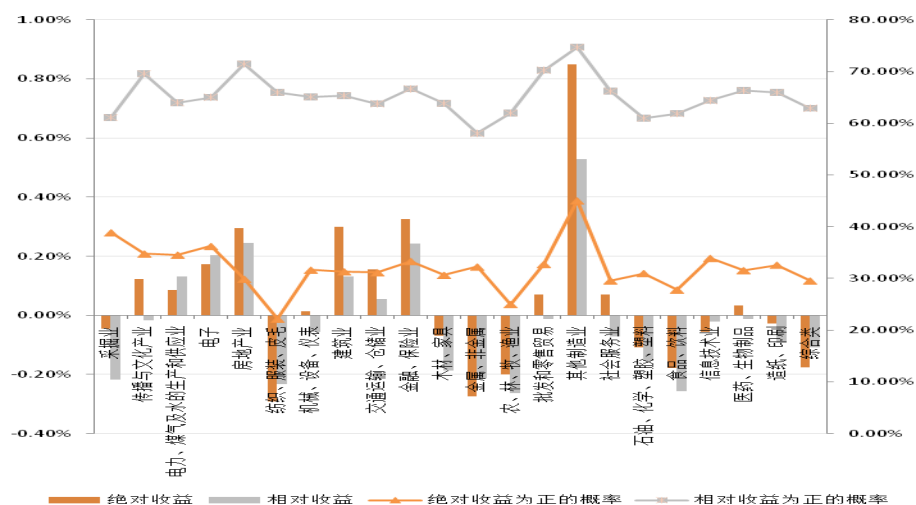
资料来源：平安证券研究所，Wind

图表 24 增持公告之后一个月二级市场股价表现——行业



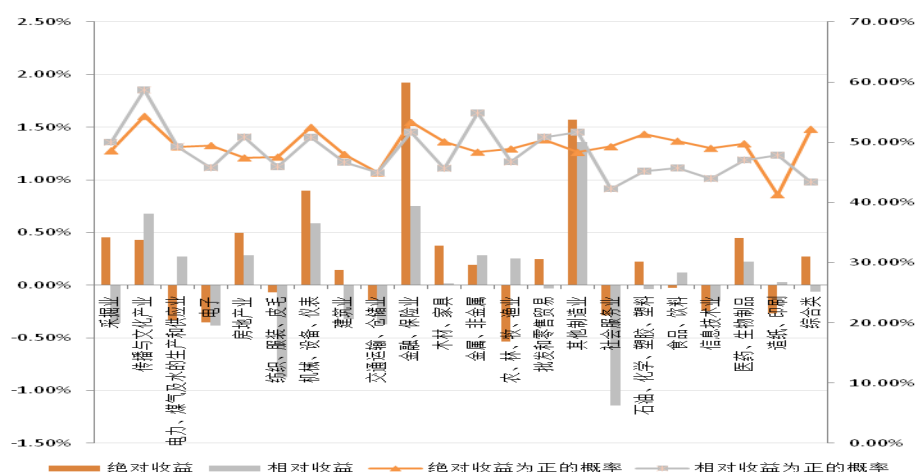
资料来源：平安证券研究所，Wind

图表 25 减持公告之后一日二级市场股价表现——行业



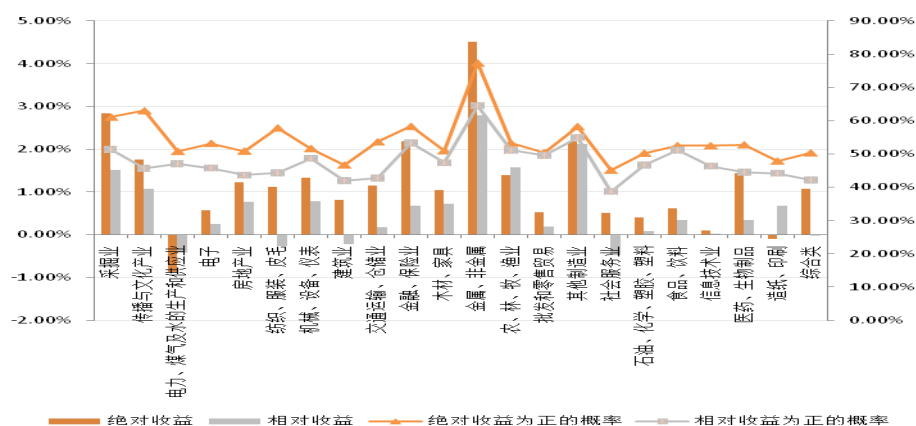
资料来源：平安证券研究所，Wind

图表 26 减持公告之后一周二级市场股价表现——行业



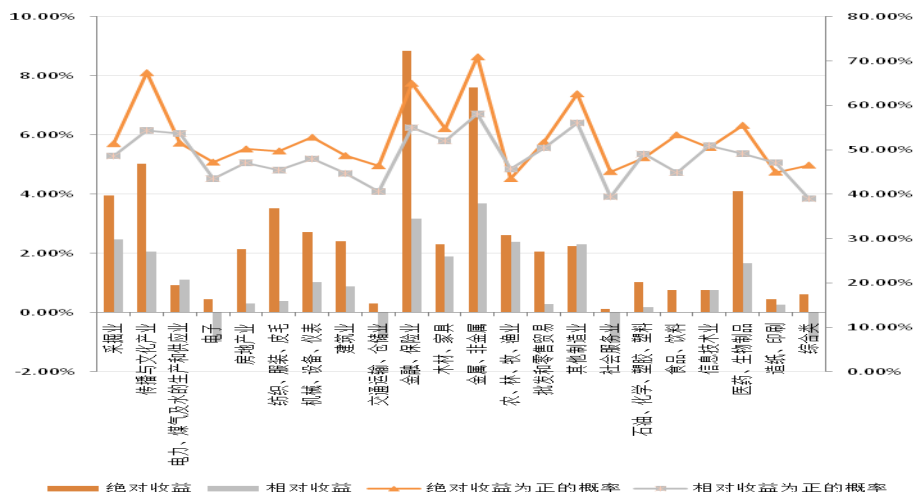
资料来源：平安证券研究所，Wind

图表 27 减持公告之后两周二级市场股价表现——行业



资料来源：平安证券研究所，Wind

图表 28 减持公告之后一个月二级市场股价表现——行业



资料来源：平安证券研究所，Wind

三、 小结

我们通过统计 2004 年 1 月至 2011 年 7 月的将近 6700 次股东增（减）持事件，对增（减）持的不同主体、年份、变动比例和行业进行分类，研究各种情况下的大股东增（减）持对该股票二级市场表现的影响，挖掘股东增（减）持给该股票带来的投资机会。得到的结论如下：

- 发现相对个人和公司的增持，高管增持对二级市场的影响最大，高管增持之后的一个月，股票以 70% 的概率超越大盘，单月的超额收益为 4.4%，绝对收益为 7%。
- 06 年以后的增持公告之后都能获得约为 4% 的超额收益，超额收益概率在 50% 以上，牛市年份的绝对收益也是相当可观。
- 发现增持比例较大或较小的增持事件，能获得较为显著的绝对收益和相对收益，而增持比例在 1%~5% 的增持时间获得的相对收益较少，有时甚至为负，关注大额的增持 (>5%) 和小额增持 (<1%)。
- 在高管增持后一个月内，大部分行业能取得正的绝对收益和正的相对收益。其中交运、仓储、社会服务、造纸印刷和采掘等行业很难取得超越大盘的表现，而金属非金属、制造业、金融保险也、建筑业等弹性较大的行业能获得较高的绝对收益和相对收益。

高管增持事件并没有在短期内给我们带来想象中丰厚的收益，毕竟高管增持对公司业绩没有实质性的影响，只是代表了高管对公司发展的美好预期和信心。二级市场对于高管增持的反应不至于太大，盲目的跟风参与高管增持后的二级市场未必是性价比高的买卖。我们还是要回到关注公司基本面，对于那些基本面优秀的公司，在超跌的时候出现高管增持事件来维持股价的，其中蕴含投资价值的几率会相对较高。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257