

# 估值底的有效性在于产业资本增持潮

## ——增减持专题报告系列之二



华泰联合证券  
HUATAI UNITED SECURITIES

### 分析师

冯伟

SAC 执业证书编号:S1000510120039

(0755)8236 4467

fengweisz@mail.htlhsc.com.cn

### 联系人

钱恺

(0755)82568607

qiankai@mail.htlhsc.com.cn

- **估值底的有效性关键在于能否吸引产业资本增持。**资本市场的趋势取决于资金，参与者资金结构决定了投资理念、市场结构和风格。A 股市场的投资者结构，产业资本占流通市值比例从 2005 年的 5% 逐年上升至超过 50%，二级市场机构投资者从 2007 年的 20% 占比回落到目前不足 10%。因此 A 股市场估值底的有效性在于产业资本的增持。
- **经验数据验证之一：产业资本增持领先于估值底部。**增持公告次数、增持额、净增持额是产业资本增持的显著标志。产业资本从 05 年 7 月和 08 年 9 月开始的两次大规模集中增持，都是在市净率的低点发生的，时间上大约领先 3 个月左右而之后股市的估值都有一个回升的过程。净增持现象的出现和增持公告数量集中增加，这些现象的发生是产业资本增持潮的显著标志，这种大规模、一致性的增持行为，对大盘走出估值底部会有一个明显的推动作用。
- **经验数据验证之二：股市领先于经济见底逻辑本质可能在于产业资本增持。**产业资本增持潮往往发生在 CPI 处于下滑且快见底的时期，并且同期的 M1 和 M2 同比增速也处于下滑筑底的阶段。产业资本增持潮不仅领先估值，同时也领先于经济指标。08 年产业资产增持潮比 PMI 指数筑底领先 3 个月。
- **目前市净率虽已经到达历史低点，但产业资本增持潮未现。**原因在于：（1）主板市场净增持额虽然从年初逐步增加，但净增持额为正的现象并未出现，反观中小板市场减持额今年却又创新高，产业资本内部对于估值的分歧导致其增持行为无法对大盘估值形成一个向上的合力。（2）流动性紧张对上市企业的资金层面造成了一定压力，产业资本增持的目的是为缓解上市企业资金压力的可能性大大增加。（3）基于套现目的的大小非非理性减持对于产业资本增持的有效性有一定削弱，大股东为保增发融资金量而进行增持的可能性也很大。
- 周期性行业出现产业资本集中大幅增持现象对经济形势转暖有较强的领先作用，消费类行业净增持现象对市场增持情绪有同步作用。结合周期性行业和消费类行业的产业资本增减持情况，能够较好的判断产业资本增持的力度和意愿。

## 目 录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 一、产业资本逐渐掌握二级市场定价的话语权 .....     | 5  |
| 产业资本持股占比逐年上升 .....             | 5  |
| 二、估值底的有效性关键在于能否吸引产业资本增持 .....  | 6  |
| 产业资本集中增持的现象历史上曾有过一定的先导作用 ..... | 6  |
| 主板市场的增减持情况 .....               | 11 |
| 中小板市场的增持情况 .....               | 13 |
| 创业板的增持情况 .....                 | 15 |
| 三、产业资本增持潮催化剂未现 .....           | 16 |
| 产业资本对于估值的分歧 .....              | 16 |
| 流动性紧张对产业资本流动资金造成的压力 .....      | 16 |
| 产业资本增持有效性的减弱 .....             | 18 |
| 四、行业历史增持情况一览 .....             | 18 |
| 周期性行业历史增持情况一览 .....            | 18 |
| 消费类行业历史增持情况一览 .....            | 26 |
| 五、今年大股东增持股票明细一览 .....          | 31 |
| 风险提示 .....                     | 34 |

## 图表目录

|       |                                    |    |
|-------|------------------------------------|----|
| 图 1:  | 机构投资者流通股占比逐年下滑 .....               | 5  |
| 图 2:  | 产业资本增持潮发生在 CPI 下滑筑底的时期 .....       | 6  |
| 图 3:  | 产业资本增持潮发生在 M1 和 M2 增速下滑筑底的时期 ..... | 7  |
| 图 4:  | 历史上两次增持潮都发生在股市整体估值的底部 .....        | 7  |
| 图 5:  | 历史上两次增持潮都发生在股市整体估值的底部 .....        | 8  |
| 图 6:  | 增持公告数量反映了一定的真实增持意愿 .....           | 8  |
| 图 7:  | 增持公告数量在估值水平较低时会集中增加 .....          | 9  |
| 图 8:  | 净增持额的出现是判断增持潮的强烈信号 .....           | 10 |
| 图 9:  | 历史上三次净增持公告次数为正的情况 .....            | 10 |
| 图 10: | 10 年二级市场解禁规模到达一个高峰 .....           | 11 |
| 图 11: | 主板增持规模在 05 年和 08 年有明显增长 .....      | 11 |
| 图 12: | 增持公告次数在 08 年和 10 年有明显增长 .....      | 12 |
| 图 13: | 净增持额对于主板市场是一个明显的领先指标 .....         | 12 |
| 图 14: | 近年来中小板增持额激增 .....                  | 13 |
| 图 15: | 增持公告次数指标同增持额指标存在一定背离 .....         | 13 |
| 图 16: | 净减持额对于判断中小板指数的相对顶部有一定作用 .....      | 14 |
| 图 17: | 中小板估值对于净减持额指标的敏感度较高 .....          | 14 |
| 图 18: | 创业板市场的非理性减持 .....                  | 15 |
| 图 19: | 创业板市场的非理性减持 .....                  | 15 |
| 图 20: | 今年银行资金面的紧张 .....                   | 17 |
| 图 21: | 民间票据利率不断上涨 .....                   | 17 |
| 图 22: | 企业现金流动性已经快接近 08 年底的历史低点 .....      | 17 |
| 图 23: | 增发融资额逐年递增 .....                    | 18 |
| 图 24: | 房地产历史增持额 .....                     | 19 |
| 图 25: | 房地产历史增持次数 .....                    | 19 |
| 图 26: | 房地产历史净增持额 .....                    | 20 |
| 图 27: | 黑色金属历史增持额 .....                    | 20 |
| 图 28: | 黑色金属历史增持次数 .....                   | 20 |
| 图 29: | 黑色金属历史净增持额 .....                   | 20 |
| 图 30: | 金融服务历史增持额 .....                    | 21 |
| 图 31: | 金融服务历史增持次数 .....                   | 21 |
| 图 32: | 金融服务历史净增持额 .....                   | 21 |
| 图 33: | 轻工制造历史增持额 .....                    | 21 |
| 图 34: | 轻工制造历史增持次数 .....                   | 21 |
| 图 35: | 轻工制造历史净增持额 .....                   | 22 |
| 图 36: | 有色金属制造历史增持额 .....                  | 22 |
| 图 37: | 有色金属历史增持次数 .....                   | 22 |
| 图 38: | 有色金属历史净增持额 .....                   | 22 |
| 图 39: | 采掘历史增持额 .....                      | 23 |
| 图 40: | 采掘历史增持次数 .....                     | 23 |
| 图 41: | 采掘历史净增持额 .....                     | 23 |

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 42: 机械设备历史增持额 .....              | 23 |
| 图 43: 机械设备历史增持次数 .....             | 23 |
| 图 44: 机械设备历史净增持额 .....             | 24 |
| 图 45: 建筑建材历史增持额 .....              | 24 |
| 图 46: 建筑建材历史增持次数 .....             | 24 |
| 图 47: 建筑建材历史净增持额 .....             | 24 |
| 图 48: 化工历史增持额 .....                | 25 |
| 图 49: 化工历史增持次数 .....               | 25 |
| 图 50: 化工历史净增持额 .....               | 25 |
| 图 51: 交通运输历史增持额 .....              | 25 |
| 图 52: 交通运输历史增持次数 .....             | 25 |
| 图 53: 交通运输历史净增持额 .....             | 26 |
| 图 54: 餐饮旅游历史增持额 .....              | 26 |
| 图 55: 餐饮旅游历史增持次数 .....             | 26 |
| 图 56: 餐饮旅游历史净增持额 .....             | 27 |
| 图 57: 纺织服装历史增持额 .....              | 27 |
| 图 58: 纺织服装历史增持次数 .....             | 27 |
| 图 59: 纺织服装历史净增持额 .....             | 27 |
| 图 60: 家用电器历史增持额 .....              | 28 |
| 图 61: 家用电器历史增持次数 .....             | 28 |
| 图 62: 家用电器历史净增持额 .....             | 28 |
| 图 63: 农林牧渔历史增持额 .....              | 28 |
| 图 64: 农林牧渔历史增持次数 .....             | 28 |
| 图 65: 农林牧渔历史净增持额 .....             | 29 |
| 图 66: 商业贸易历史增持额 .....              | 29 |
| 图 67: 商业贸易历史增持次数 .....             | 29 |
| 图 68: 商业贸易历史净增持额 .....             | 29 |
| 图 69: 食品饮料历史增持额 .....              | 30 |
| 图 70: 食品饮料历史增持次数 .....             | 30 |
| 图 71: 食品饮料历史净增持额 .....             | 30 |
| 图 72: 医药生物历史增持额 .....              | 30 |
| 图 73: 医药生物历史增持次数 .....             | 30 |
| 图 74: 医药生物历史净增持额 .....             | 31 |
| 表格 1: 产业资本和机构投资者典型代表 .....         | 5  |
| 表格 2: 年初至今被增持股票明细（增持市值超过一千万） ..... | 31 |
| 表格 3: 四季度增持且有后续增持计划股票明细 .....      | 33 |

## 一、产业资本逐渐掌握二级市场定价的话语权

投资者结构决定了市场风格与投资策略。目前 A 股投资者主要是产业资本、机构投资者，以及个人投资者。产业资本更多的以大股东、私募投资者和关联投资人的身份出现，而基金、保险公司、券商自营和资管等则是机构投资者的典型代表。

表格 1：产业资本和机构投资者典型代表

| 产业资本典型代表          | 机构投资者典型代表         |
|-------------------|-------------------|
| 大股东、一级市场 PE、关联投资人 | 基金公司、保险公司、券商资管与自营 |

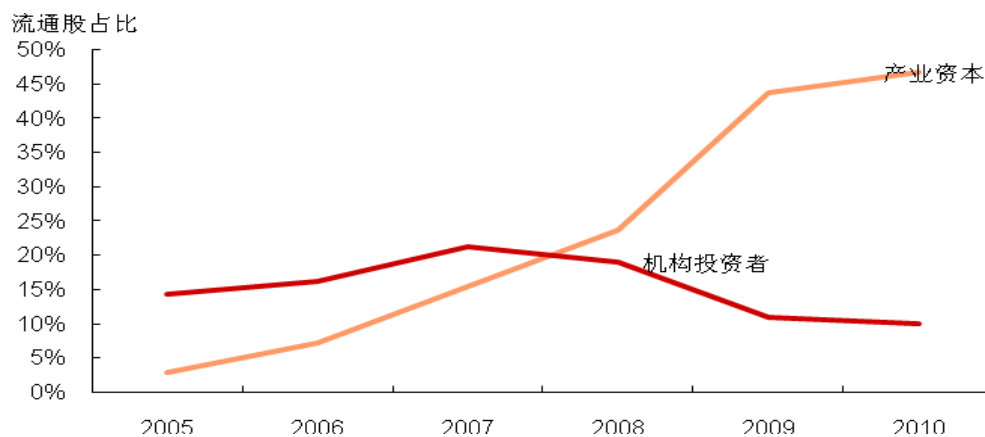
资料来源：华泰联合证券研究所

随着产业资本的大量进入，原有的市场格局被打破。随着产业资本的市场权重的不断提高，已经开始逐步掌控市场话语权，其增减持行为更有利于判断股市估值底是否确立。

### 产业资本持股占比逐年上升

随着全流通时代的到来，产业资本所持有的限售流通股的逐步解禁，产业资本在资本市场上的话语权也逐步增加。随着时间的推移，产业资本的力量越来越强大，产业资本占整个股市流通市值比例已经从 2005 年不足 10% 上升到目前的超过 50%，而传统的机构投资者（如基金、券商、保险）所占比例也已经从 2007 年的 20% 回落到目前的不足 10%。产业资本凭借其在二级市场的影响力逐渐扩大，在很大程度上影响了二级市场的估值体系。因此，大盘是否能够走出估值底部，关键在于产业资本是否有集中增持的行为。

图 1： 机构投资者流通股占比逐年下滑



资料来源：wind 资讯 华泰联合证券研究所

随着二者在股票二级市场上实力对比的逐渐失衡，我们必须充分考虑产业资本增减持行为对于股票估值的影响，产业资本集中增减持现象也是我们未来必须重点关注的市场动态。

## 二、估值底的有效性关键在于能否吸引产业资本增持

股市领先经济的传递变量必然是投资者行为。在 A 股市场来看，股市领先经济关键在于产业资本的增持。经验数据验证之一：增持公告次数、增持额、净增持额是产业资本增持的显著标志。产业资本从 05 年 7 月和 08 年 9 月开始的两次大规模集中增持，都是在市净率的低点发生的，而之后股市的估值都有一个回升的过程。经验数据验证之二：股市领先于经济见底逻辑本质可能在于产业资本增持。产业资本增持潮往往发生在 CPI 处于下滑且快见底的时期，并且同期的 M1 和 M2 同比增速也处于下滑筑底的阶段。产业资本增持潮不仅领先估值，同时也领先于经济指标。08 年产业资产增持潮比 PMI 指数筑底领先 3 个月。

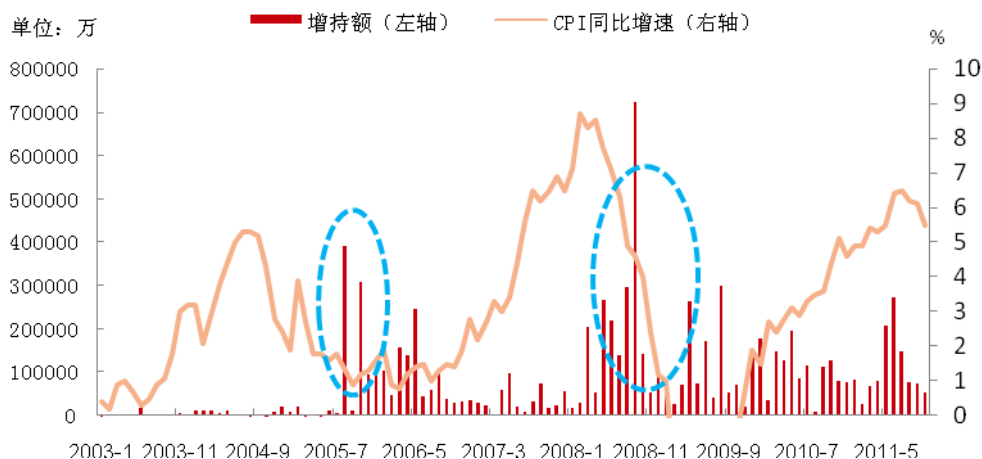
### 产业资本集中增持的现象历史上曾有过一定的先导作用

#### 产业资本增持潮领先于经济指标

在历史上，05 年和 08 年曾经发生过两次大规模的产业资本增持潮，从发生的时点来看，要领先于经济指标的变化。

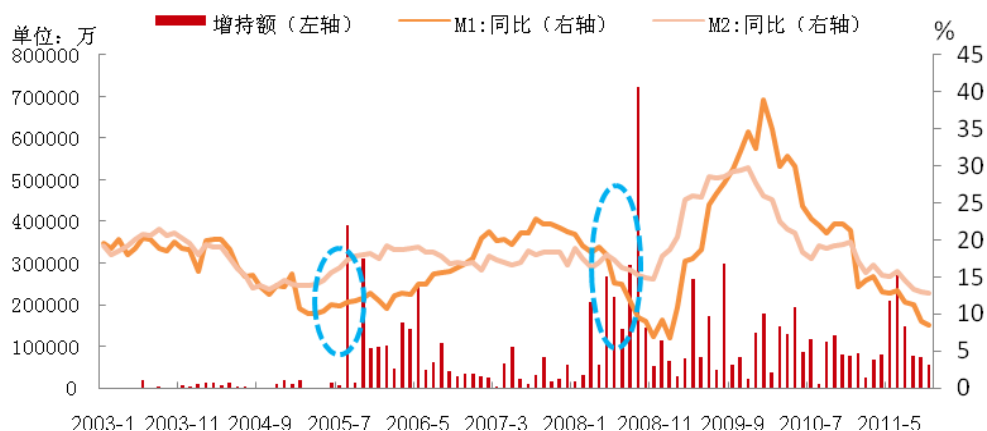
从图 3、图 4 可以看出，产业资本增持潮发生在 CPI 处于下滑且快见底的时期，并且同期的 M1 和 M2 同比增速也处于下滑筑底的阶段，因此在经济触底前的几个月，产业资本有可能会有集中增持的行为。反过来说，发生在经济下滑过程中后期的产业资本增持现象值得我们注意。

图 2： 产业资本增持潮发生在 CPI 下滑筑底的时期



资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

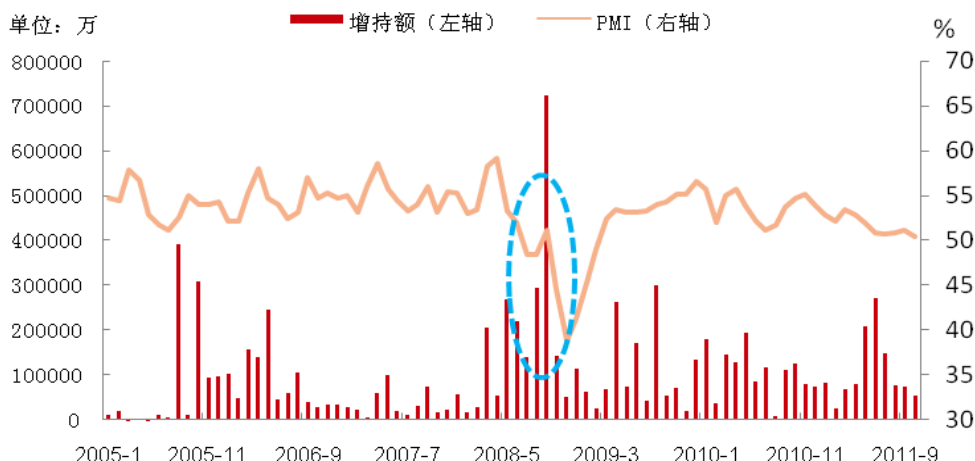
图 3： 产业资本增持潮发生在 M1 和 M2 增速下滑筑底的时期



资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

产业资本增持对于实体产业有一定的正面影响, 因此同期的 PMI 指数更为值得我们注意。从图 5 看出, 08 年的产业资产增持潮大概领先 PMI 指数筑底 3 个月的时间, 因此在 PMI 指数持续下滑的过程中出现的产业资本集中增持, 对于经济的回暖有一定的领先性和敏感性。

图 4： 历史上两次增持潮都发生在股市整体估值的底部



资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

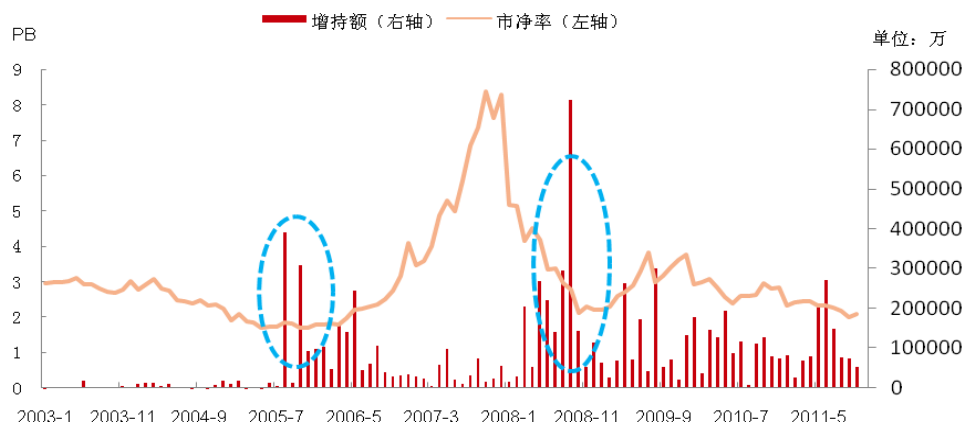
### 05 年和 08 年的产业资本增持潮都发生在股市整体 PB 的历史低点

借助产业资本的视角去观察二级市场的动态, 对我们判断股票市场整体估值是否合理有着非常重要的意义。前文提到, 产业资本估值最常用的指标是托宾 Q 值, 而市净率 (PB) 可以近似于托宾 Q 值的作用, 因此我们用 03 年至今年 10 月份的上证综指的

PB 月度数据来作为股市历史估值的判断基础，结合产业资本的历史增持行为去判断大规模增持潮是否对大盘底部有一定的先导作用。

我们这里采用产业资本历史增持额的月度数据,发现从 05 年 7 月和 08 年 9 月开始的两次大规模集中增持,都是在股市估值 (PB) 的相对低点发生的,而之后股市的估值都有一个回升的过程。从事后来看,这两次大规模增持行为对于股票市场整体估值水平底部的判断相当精准,大约领先估值见底 3 个月左右的时间,对股市整体估值水平的回升有明显的先导预判作用。

图 5: 历史上两次增持潮都发生在股市整体估值的底部

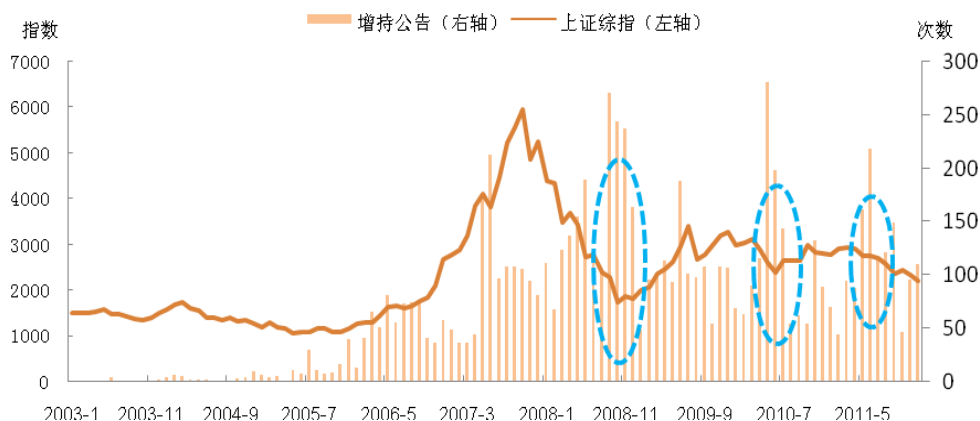


资料来源: wind 资讯,华泰联合证券研究所

### 一段时间内发生的增持次数能够有效反映市场的真实增持意愿

但是需要指出,单一使用月度增持额去判断产业资本的增持意愿是不够准确的,许多大型央企和国企的大股东增持额占整体增持额比例很高并且带有一定的非市场化色彩,因此结合月度增持公告次数来判断产业资本的真实增持意愿有一定的现实意义。

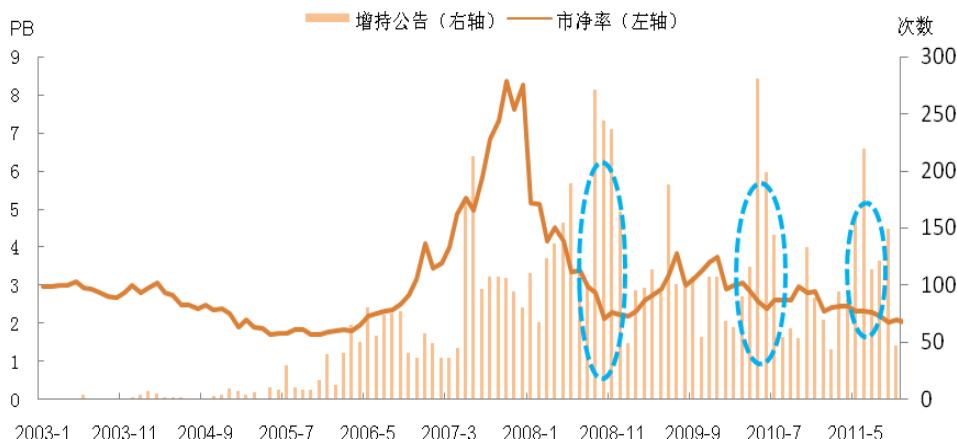
图 6: 增持公告数量反映了一定的真实增持意愿



资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

从图 4 看出, 08 年底增持公告次数相对以往也有一个爆炸性的增长, 这种大规模、一致性的增持行为反映了股票市场当时整体估值对于产业资本的吸引力, 这种明显的征兆对 09 年上半年股市的单边上涨有很好的预示作用。

图 7: 增持公告数量在估值水平较低时会集中增加



资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

可以图 8 看出, 从月度增持公告次数来看, 近两年来发生过两次大幅增加的现象。虽然这两次市场集中增持的意愿很强烈, 从发生时点上来看股市整体估值也是处于低位, 但是无论是估值水平还是大盘走势随后均未出现上升的迹象。

总结历史上两次增持潮发生的规律, 05 年增持额大幅增加但增持公告数量偏少, 虽然这两个指标有所背离, 但当时市场整体市值偏小, 少数公司的大额增持便可以拉动大盘估值的修复。08 年的情况是增持额和增持公告数量齐升, 这种“量价”齐升的现象无疑是增持潮发生的强烈信号。

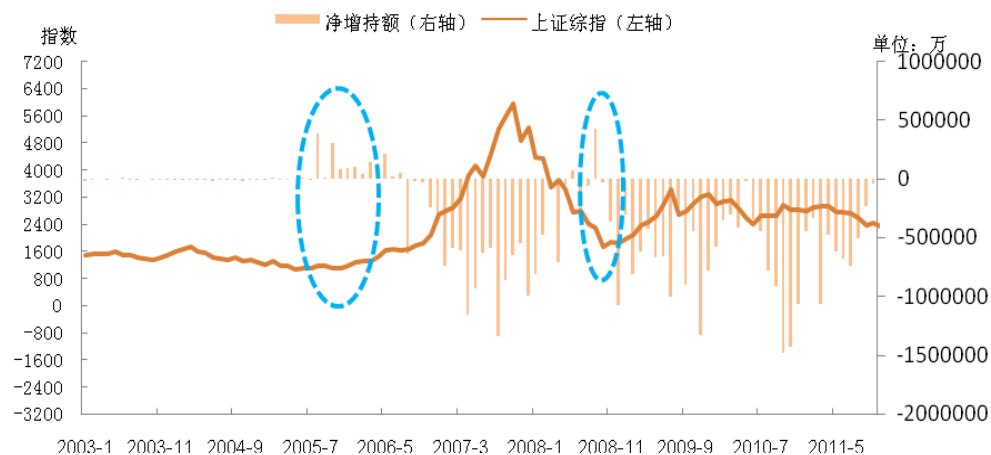
### 结合大小非减持的情况能更好的判断增持对大盘估值修复的带动作用

产业资本增持的另一面是减持, 而大小非解禁带来的巨额减持弱化了市场对股票估值的合理判断, 产业资本的减持套利行为也带上了一层非理性的面纱。

从历史的净减持额月度数据来看 (月度大小非减持额减去月度增持额), 05 年底和 08 年底出现了净增持的情况, 这也是股票市场近 10 年来唯一的两次发生的产业资本净增持的现象, 这对大盘随后的走势有着极强的预示作用。反观 10 年中旬虽然增持次数有一个明显的高值, 但是大量减持额的出现总量上超过了该期间的增持总额, 这大盘之后未出现一波持续上涨有一定的影响因素。

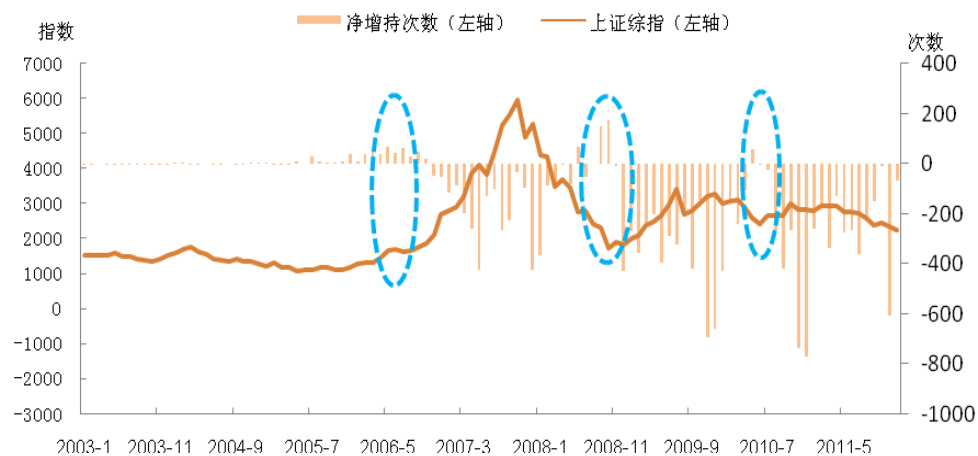
从图 10 观察到 10 年 5 月的月度净增持次数 (月度减持次数一月度增持次数) 一度为正, 而同期的净增持额为负, 这种现象的出现说明市场上增持意愿虽然强烈, 但是减持套现的意愿却更加强烈, 这种分歧是 10 年股市未能持续上涨的一个重要原因。

图 8： 净增持额的出现是判断增持潮的强烈信号



资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 9： 历史上三次净增持公告次数为正的情况



资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

可以看出净增持额和净增持次数对于捕捉产业资本集中增持的行为是非常显著的指标，其直观性对于判断大盘随后的走势也有一定的辅助作用。如果净增持额和净增持次数同时期出现，那么由产业资本增持潮带动的大盘估值修复行情发生的可能性比较大。

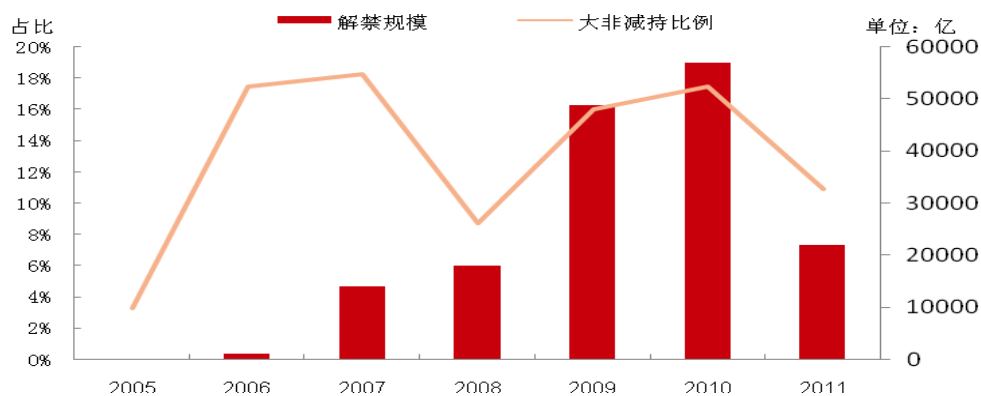
### 大小非的非理性减持弱化了估值的因素

同 08 年的情况相比，10 年中旬股票整体估值水平对产业资本也具有相当吸引力，但大盘随后的走势却截然不同。这其中一个重要原因是，在 10 年中旬，解禁股减持的

因素弱化了股票估值的因素，而大小非非理性减持的效应不断地被放大。这种非理性的情绪造成产业资本增持行为无法形成增持效应。

从图 11 可以看出，10 年出现的天量解禁规模是导致股市整体估值偏低时发生大量非理性减持的直接原因。一、二级市场的股票差价，使得这种非理性减持变得相对合理，解禁股套现成为大小非疯狂减持的源动力。当估值因素不再成为产业资本所需考虑的首要条件时，市场非理性的影响将成为我们判断大盘走势的一个不可避免的要素。因此，大小非减持的情况是一个必须值得关注的因素，在解禁高峰期甚至是要强于股票估值的首要考虑因素。

**图 10： 10 年二级市场解禁规模到达一个高峰**

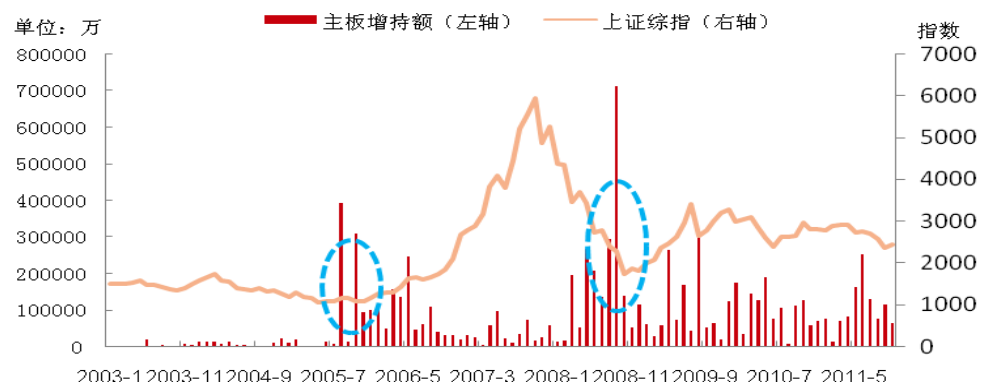


资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

## 主板市场的增减持情况

我们选择了上证 A 股和深成 A 股并且在剔除了中小板和创业板股票增持数据之后的月度增减持数据，结合上证综指进行研究。

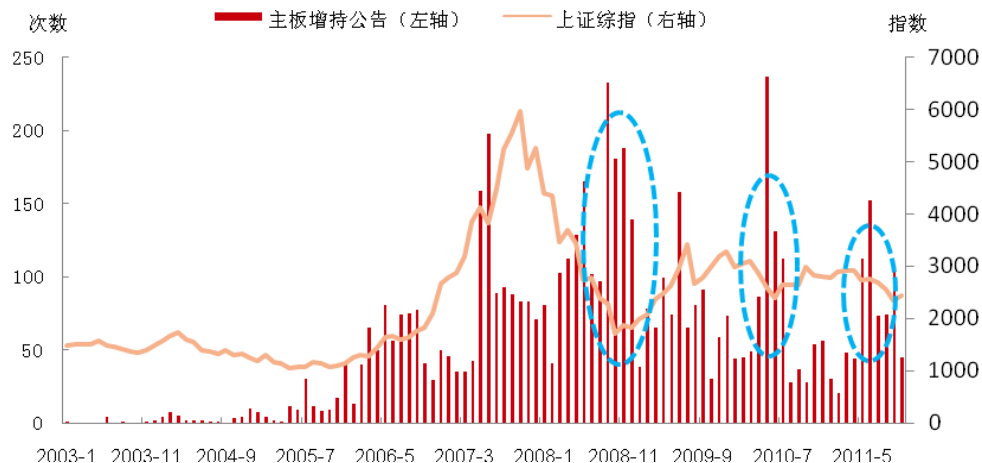
**图 11： 主板增持规模在 05 年和 08 年有明显增长**



资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

从增持额数据和增持公告次数数据来看，只有两者同时明显增长时，对于大盘的后期走势才能有一个提前的预判作用。10 年中旬虽然增持公告次数明显增长，但当期的增持额无明显增长，这两个指标的背离说明虽然当时市场增持意愿比较强烈，但没有转化成一致的增持行为，之后大盘虽然短期内发生了一波反弹但中长期内没有出现大的反转行情，与这两个指标的背离相互印证。

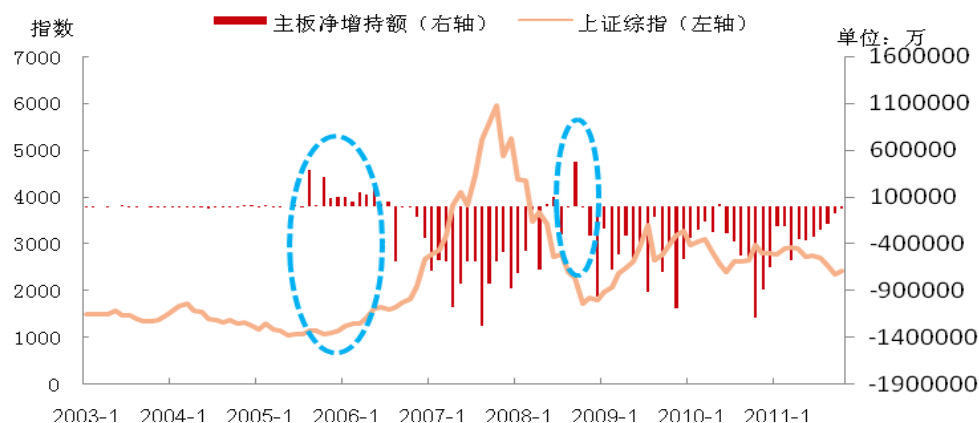
图 12： 增持公告次数在 08 年和 10 年有明显增长



资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

从净增持额的角度去看，05 年和 08 年发生的净增持现象，同大盘之后发生上涨行情的相关性十分显著。由于我国股票一级市场和二级市场的差价导致的普遍的大小非解禁股解禁当期便减持，净增持现象的出现能够反映当时市场有强烈的增持意愿并且出现了大规模、一致性的增持行为，因此对于主板市场而言盯住净增持额数据对于我们判断大盘接下来可能的反转是十分有效的。

图 13： 净增持额对于主板市场是一个明显的领先指标



资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

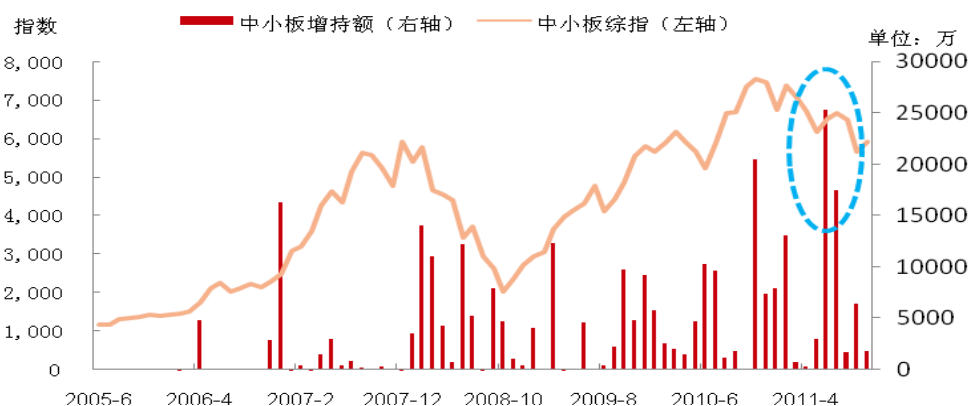
事实上, 由于中小板和创业板在近几年融资扩容的速度很快, 个股首发市盈率相对偏高, 产业资本有明显的减持套现倾向, 因此在剔除这部分数据后, 净增持指标对于大盘走势预示作用的效力较能同历史情况保持一致, 这也是我们单独分析主板市场历史增持情况的原因之一。

## 中小板市场的增持情况

大多数央企或国企背景的上市公司是在主板市场发行上市的, 而这些企业的增持行为多少都带有一定的行政干预, 所以从中小板和创业板增减持的角度去研究, 也许对市场增持意愿和市场情绪的把握能更精确一些。

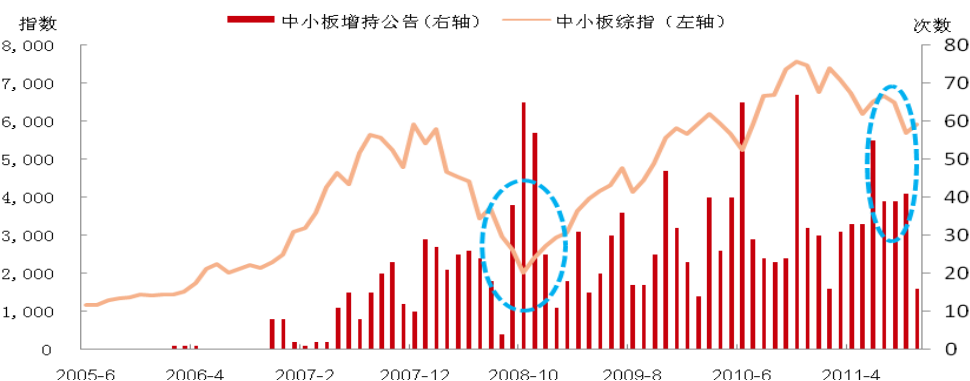
我们选取了交易所编制的中小板综合指数和创业板综合指数的历史月度数据, 结合中小板和创业板的月度增减持额数据进行研究。

图 14: 近年来中小板增持额激增



资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

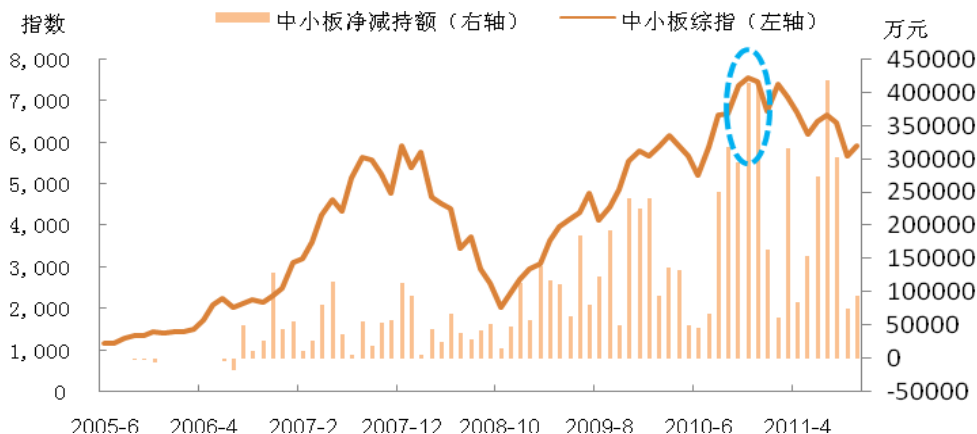
图 15: 增持公告次数指标同增持额指标存在一定背离



资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

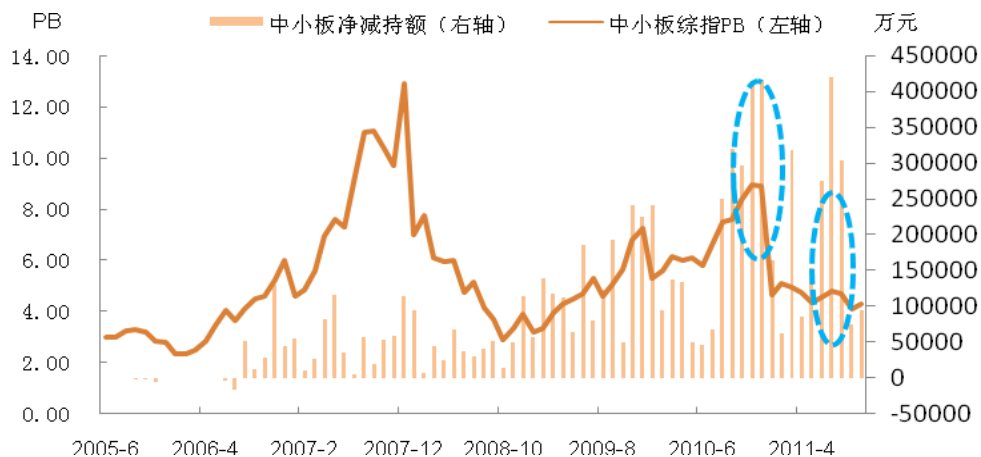
中小板企业在 08 年下半年的增持额并没有一个急剧增长，这同主板市场当时的大幅增持现象发生了背离，而同期的增持公告次数主板市场和中小板市场都有大幅提升。原因可能是增持公告数据的多少反映了一定的市场增持意愿，由于中小板企业平均增持额比较小，所以对于分析中小板企业的增持行为月度增持公告次数是一个较好的指标。

图 16： 净减持额对于判断中小板指数的相对顶部有一定作用



资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 17： 中小板估值对于净减持额指标的敏感度较高



资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

由于中小板减持现象比较严重，我们在此用净减持额替代净增持额对其进行分析。从中小板综指同其历史净减持额数据的对比中可以发现，今年年初开始中小板市场的净减持额大幅增加。

从图 17 可以清晰的看出，净减持额最高的两个月恰恰是指数最高的时候，中小板净减持额的多少对于预测中小板综指的顶部有一定的辅助判断功能。

从中小板综指的 PB 历史数据可以看出，今年年初中小板的估值有一个明显的急剧下降过程，而同期的中小板净减持额有一个集中增加的过程。

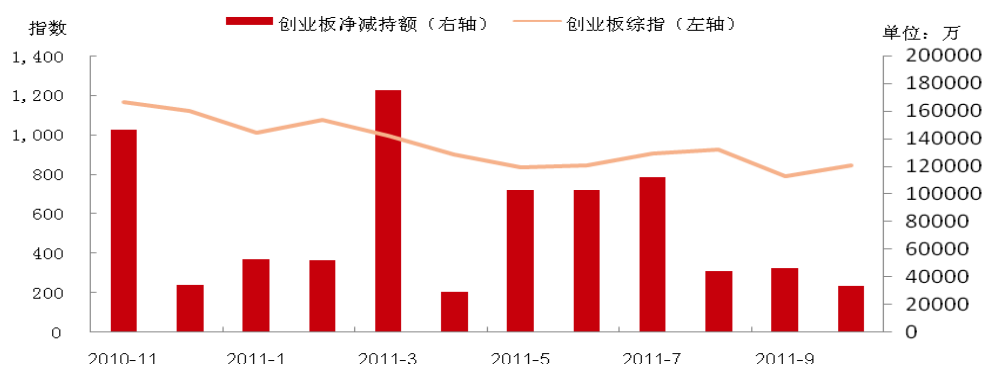
虽然从近期的数据来看，中小板的整体估值已经接近历史底部，但是今年三季度中小板净减持额又出现一次高峰。从这点来判断，至少预示着中小板在接下来一段时间内的估值水平不太会有脱离底部的机会，中小板综指持续走低的可能性很大。

### 创业板的增持情况

创业板由于诞生的时间较短，从统计学意义上来讲，对其产业资本增持行为的研究结果可能是有偏的。从另一个方面来讲，创业板企业首发市盈率普遍过高，导致高管套现行为普遍存在。创业板市场的历史增持额和历史减持额的差距太大，解禁股减持是创业板市场的主旋律。

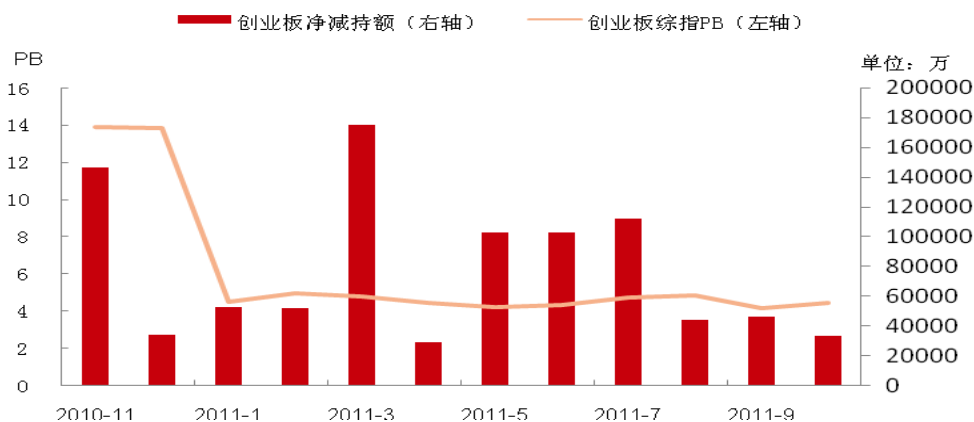
由于历史增持额对于创业板的影响过小，我们选取了交易所编制的创业板综合指数和创业板的月度净减持额数据进行研究。

图 18： 创业板市场的非理性减持



资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 19： 创业板市场的非理性减持



资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

从图 19 看出，10 年末创业板从 14 倍 PB 的高点迅速下跌到 4 倍左右的 PB，也正是大小非利用减持在市场上用脚投票的结果。近期净减持额虽然相比年初的高峰有所回落，但也缺乏提振估值的动力。

### 三、产业资本增持潮催化剂未现

虽然今年以来，大股东增持的公告频频出现，但是从净增持指标和增持规模来看，大规模的产业资本增持潮短期内恐怕难以出现，A 股市场目前的低迷现状也不能因此而得到好转。我们分析了在目前股市整体估值偏低的情况下，可能导致产业资本增持潮催化剂难现的几个主要原因。

#### 产业资本对于估值的分歧

尽管目前股票二级市场的估值水平已经接近历史低位，但是增持潮和减持潮的同时出现说明了产业资本对于目前股票市场的合理估值产生了分歧。最明显的现象是，虽然主板市场净增持额从今年开始持续上升，但中小板市场净减持额今年却又达到了一个高峰，相比 08 年底产业资本的单一增持行为，今年的情况有其特殊性。大中型企业估值水平偏低，中小企业估值水平依然偏高的现象，是造成这种估值分歧的一个可能的原因。

主板上，获得大股东大幅增持的多数是大中型央企和国企，虽然主板的较低估值对于产业资本来说是一个很好的增持机会，但许多企业的增持行为多少带有一定的政策引导性。08 年底产业资本的集中增持，仅仅有鞍钢股份、五矿发展等少数几家央企获得大股东增持，而更多的是市场自发的一种增持意图。而今年的增持情况是，许多大型央企都在今年获得了重要股东的大笔增持（宝钢集团、中国南车、中国北车、长江电力等），这种带有行政意图的增持行为同 08 年底产业资本增持潮的目的不一样。

中小板上，08 年底产业资本增持次数大幅增加和大小非净减持额处于历史低位的现象表明了当时市场对于股市整体估值判断的一致性，而正是这种一致性的增持行为对中小板估值的提振能够形成合力。反观今年的情况，市场对于中小板的估值水平有一定的分歧，增持公告虽然频频出现，但净减持额也到达了一个高点，减持规模和增持规模在今年同时扩大。我们认为，正是这种原因削弱了产业资本增持行为的有效性，导致今年的产业资本增持行为无法产生推动股市整体估值水平上升的合力。

#### 流动性紧张对产业资本流动资金造成的压力

有实力有背景的央企和国企获得了重要股东的大额增持，而众多中小企业选择了减持套现。这两个现象也同时指向了另外一个问题——今年我国整体流动性的偏紧。

今年上半年银行间 7 天回购利率最高升至 8% 以上，银行资金面的极度紧张可以反映我国资金整体流动性的匮乏，股市融资的压力也骤然上升。

长三角地区的 6 个月票据贴现利率在今年不断地创着新高，这个最贴近民间真实借款水平的利率不断上涨，实体经济将面临着很严重的流动性缺乏。

从最直观的企业现金流数据来看，今年企业现金等价物/总资产的比例已经接近 08 年底企业现金流最紧张时的历史低点，实体经济领域的现金流状况已经到了一个非常紧张的水平。

一方面，大中型央企和国企的大股东都有国资背景，这类企业的大股东在今年的增持行为有为上市公司输血的倾向。相对大中型央企和国企有政府背景的大股东增持买单不同，众多中小企业无法获得大股东的支持，依靠减持获得一定的现金流动性成为一种行之有效的办法。并且今年大股东质押股票融资额的大幅上升，最直观的反映了企业现金流吃紧的状况，据统计，今年约有 550 多家上市公司的股权遭遇了大股东的质押，合计质押市值超过 1100 亿元，甚至出现许多上市公司股权被反复质押的情况。

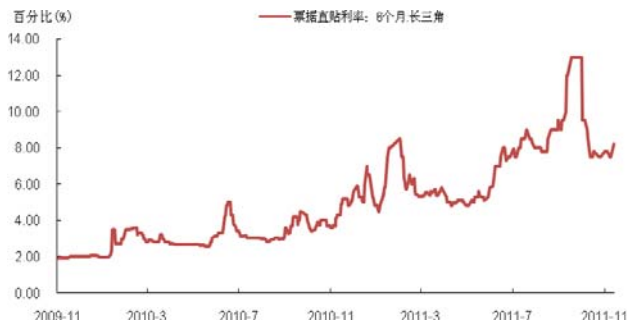
因此在实体经济流动资金非常紧张的情况下，发生在二级市场的产业资本增持额和减持额双高的情况，其并不是单纯的基于股票估值的产业资本增减持行为。所以从这个意义上来说，今年产业资本的增持行为很难对股市整体估值的修复提供支撑。

图 20： 今年银行资金面的紧张



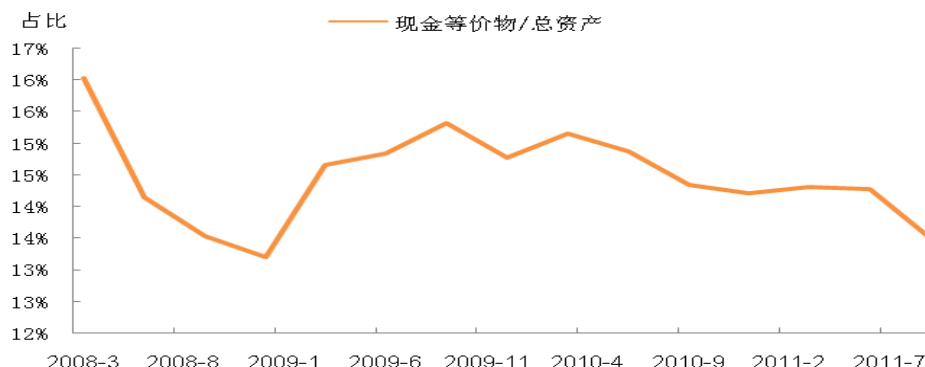
资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 21： 民间票据利率不断上涨



资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 22： 企业现金流流动性已经快接近 08 年底的历史低点



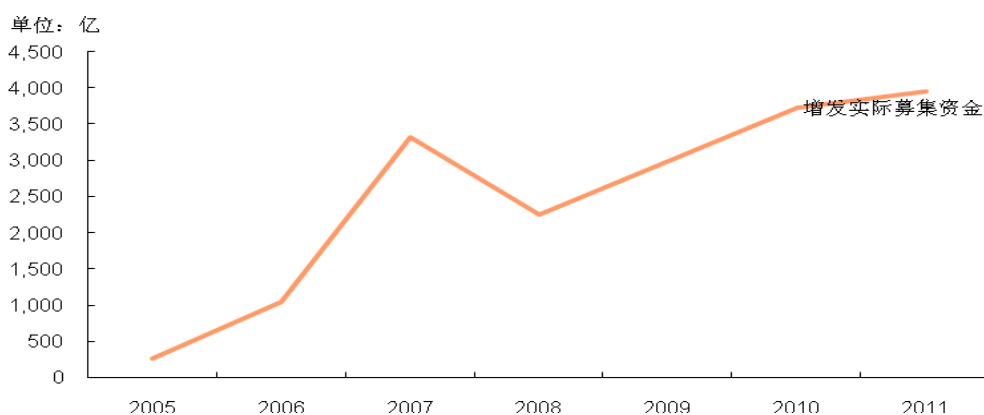
资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

## 产业资本增持有效性的减弱

估值水平（PB）是产业资本增减持的一个衡量标准，在估值水平处于底部时产业资本的增持行为可以看做一种有效的套利行为，而理性的估值水平是市场上增持力量和减持力量不断博弈得到的均衡点，当某一方由于非理性原因大幅增加时，股票市场的整体估值水平无法达到理性均衡点。

近年来随着解禁盘的大量释放，减持套利的冲动导致大小非非理性减持成为股市的常态，而这种基于套现目的的减持行为使得市场估值水平长期被低估。当非理性减持成为常态时，产业资本理性增持行为对于股市整体估值水平提振的有效性大打折扣。

图 23： 增发融资额逐年递增



资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

另外一种情况是，产业资本增持的目的很有可能是为上市公司未来的融资做准备，最有可能的情况是为上市公司增发计划的成功实施保驾护航。近年来随着直接融资需求不断上升，许多上市公司选择通过增发进行再融资，而大股东的增持行为能够提振市场对于该上市公司股价的信心，通过提振股价来获得更多的融资额。

虽然没有明显的证据表明某家上市公司的大股东增持是为了未来的增发融资，但是随着增发数量的大幅增加，并且在市场流动性偏紧的时期，这种可能性值得我们只要注意，基于保增发的产业资本增持对于该股票估值水平的提振在长期内基本是无效的

## 四、行业历史增持情况一览

### 周期性行业历史增持情况一览

周期股的业绩波动和经济景气变动息息相关，因此其股价的变动同经济景气的变化有一个正相关的关系。从周期性行业的历史增减持情况可以分析出，产业资本对这些行业目前估值和未来业绩预期的态度，继而可以判断未来经济景气的变化，这对于我们判断股市未来的走向有重要的意义。

我们选用申万一级行业作为行业区分的指标，在周期性行业方面，我们采用房地产业、黑色金属业、金融服务业、轻工制造业、有色金属业、采掘业、机械设备业、建筑建

材业、化工业和交通运输业的历史增持额月数据、历史增持次数月数据和历史净增持月数据作为分析的数据。

从 08 年的情况来看，产业资本增持最多的行业是房地产产业链的上中游行业和金融服务业，这同之后四万亿投资的导向有较高的一致性。采掘业、机械设业、建筑建材业、有色金属业、轻工制造业、黑色金属业和交通运输业在 08 年下半年的增持额都有一个明显异于其它时期的增幅，并且多数行业出现了净增持的状态或者净减持额显著减少，这同之后经济形势的好转有着较高的正相关性。并且汇金在 08 年底大幅增持金融服务业的行为，也是一个强烈的信号，意味着政策面可能的放松。

从周期性行业的历史增减持情况可以看出，在估值底部发生的产业资本大幅增持周期性行业的行为，对于我们判断经济面和政策面可能发生的转好有很强的预示作用，而此时的产业资本增持潮带动大盘估值修复的作用是很强的。

同增持额变动相关性最高的几个行业是，房地产业、有色金属业、采掘业、机械设业和交通运输业，这些行业的集中增持对于其行业指数的领先时间大概在三到六个月不等。背后的逻辑是，这些行业对重置成本的敏感程度最高，也同产业资本增持的最初目的相符，因此这些行业的股价水平对于基于估值目的增持行为最为敏感。所以，这几个行业的产业资本增持情况是判断大盘估值是否能够修复的重要因素。

反观今年，虽然周期性行业增持公告次数有一个明显的提升，净减持额也在逐步减少，但是增持额并未出现一个大幅的增加。因此我们的结论是，产业资本增持的情况是在逐步的变好，但是并未出现大规模的产业资本增持潮。

图 24： 房地产历史增持额



资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 25： 房地产历史增持次数



资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 26： 房地产历史净增持额



资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 27： 黑色金属历史增持额



资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 28： 黑色金属历史增持次数



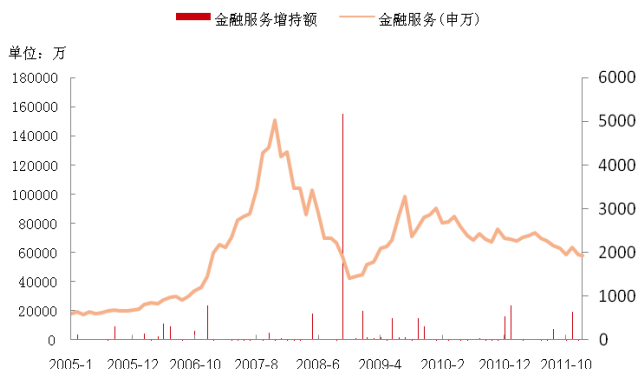
资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 29： 黑色金属历史净增持额



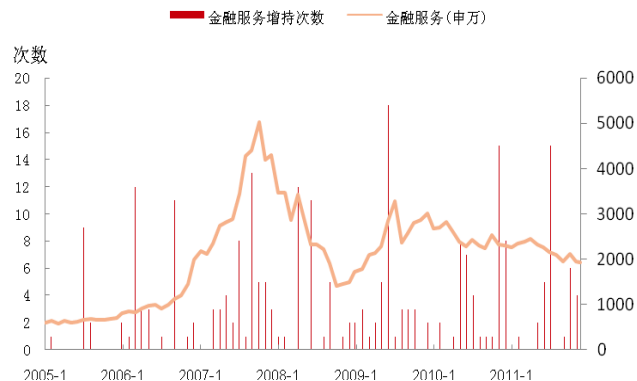
资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 30： 金融服务历史增持额



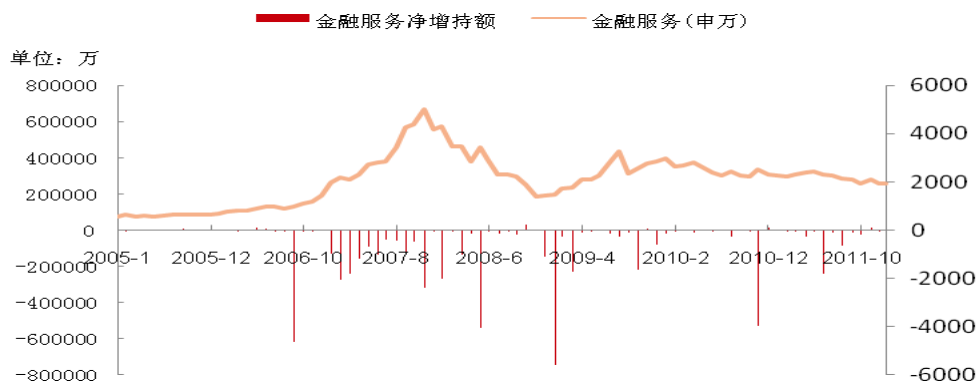
资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 31： 金融服务历史增持次数



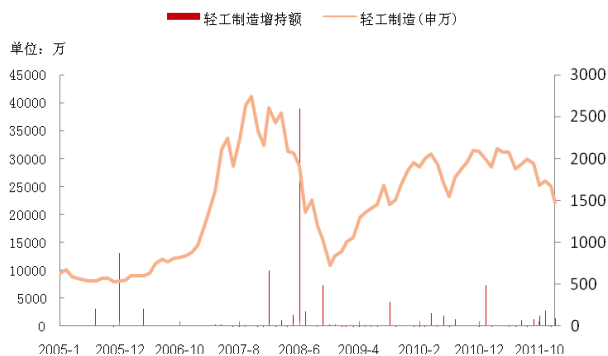
资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 32： 金融服务历史净增持额



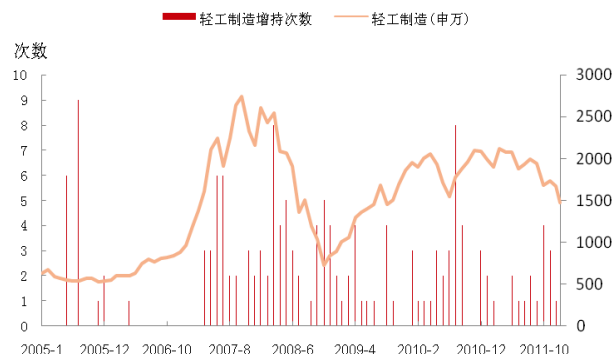
资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 33： 轻工制造历史增持额



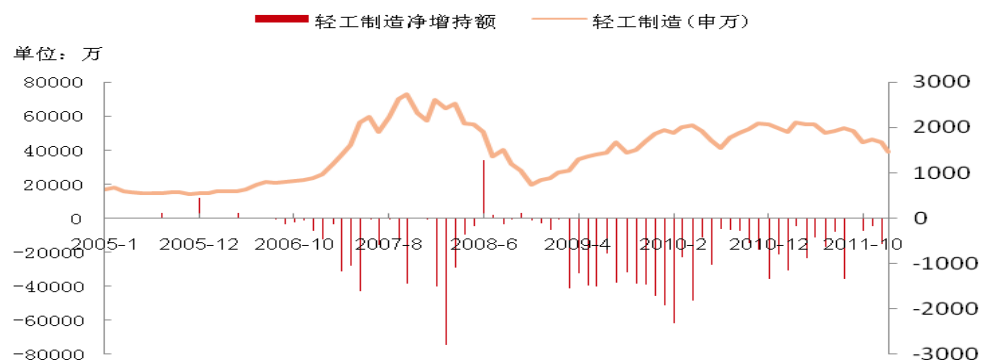
资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 34： 轻工制造历史增持次数



资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 35： 轻工制造历史净增持额



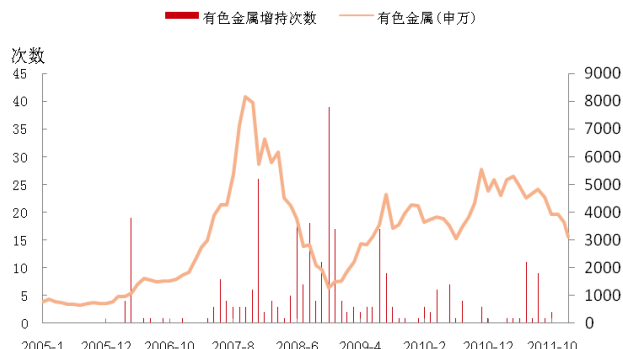
资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 36： 有色金属制造历史增持额



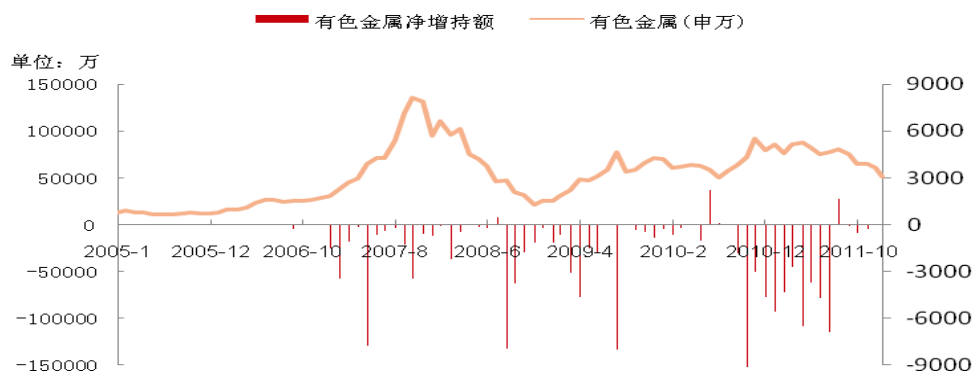
资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 37： 有色金属历史增持次数



资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 38： 有色金属历史净增持额



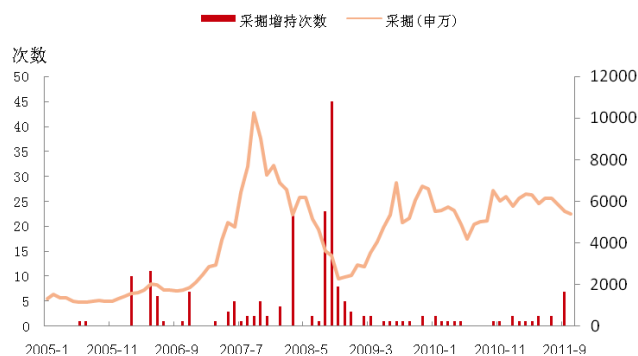
资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 39: 采掘历史增持额



资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 40: 采掘历史增持次数



资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 41: 采掘历史净增持额



资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 42: 机械设备历史增持额



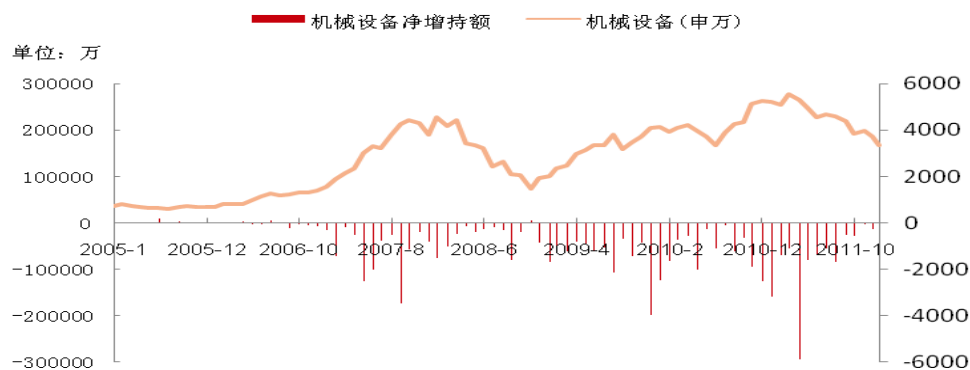
资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 43: 机械设备历史增持次数



资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 44： 机械设备历史净增持额



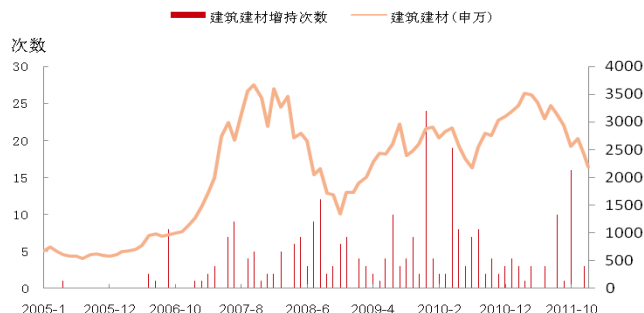
资料来源：wind 资讯,华泰联合证券研究所

图 45： 建筑建材历史增持额



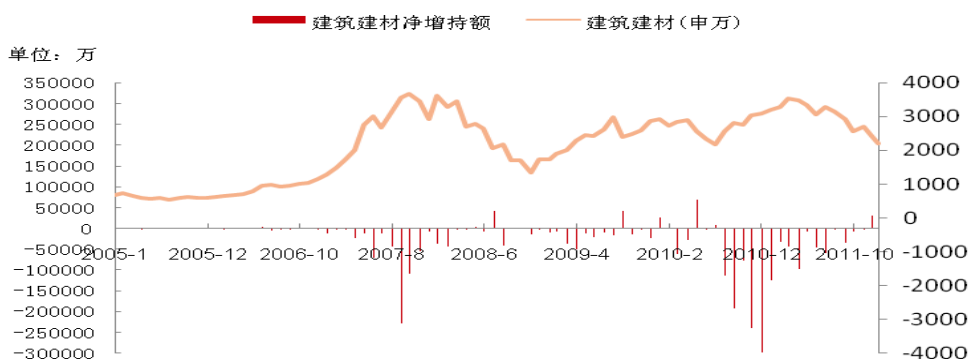
资料来源：wind 资讯,华泰联合证券研究所

图 46： 建筑建材历史增持次数



资料来源：wind 资讯,华泰联合证券研究所

图 47： 建筑建材历史净增持额



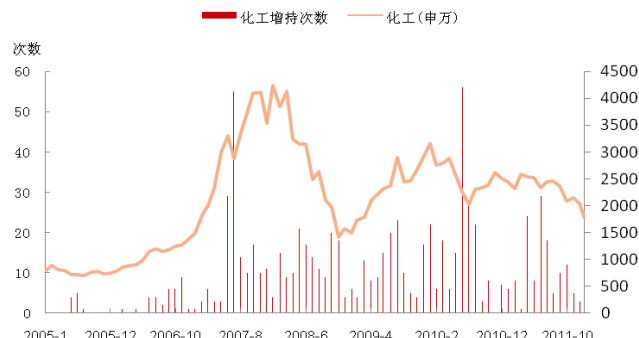
资料来源：wind 资讯,华泰联合证券研究所

图 48： 化工历史增持额



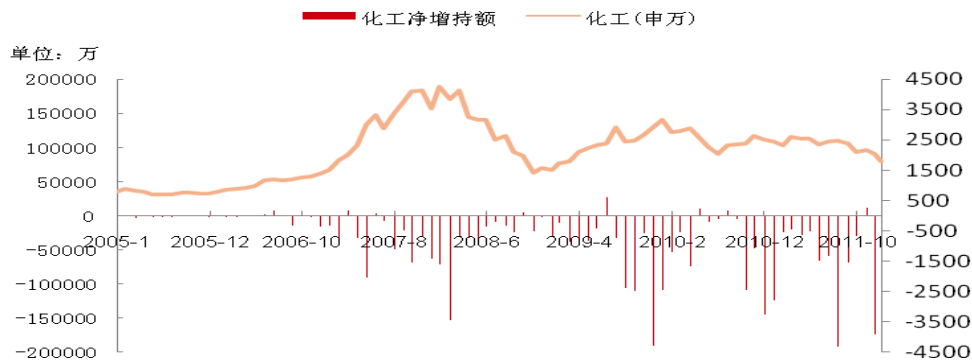
资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 49： 化工历史增持次数



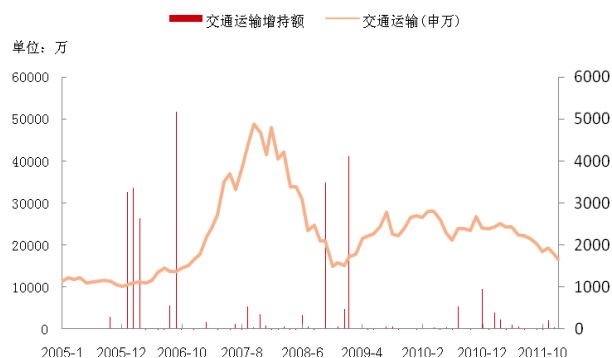
资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 50： 化工历史净增持额



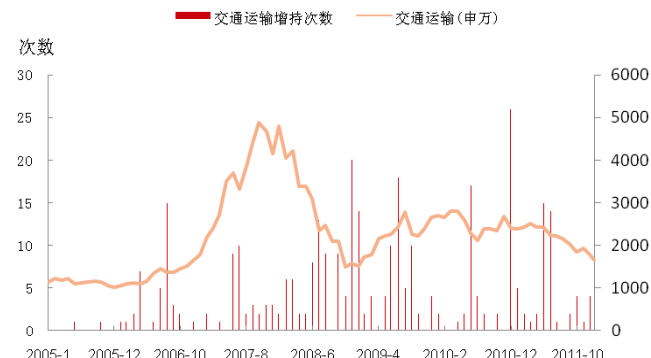
资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 51： 交通运输历史增持额



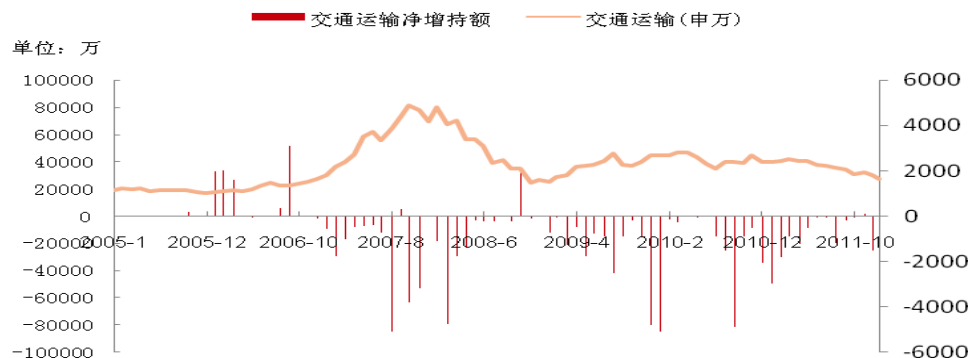
资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 52： 交通运输历史增持次数



资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 53： 交通运输历史净增持额



资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

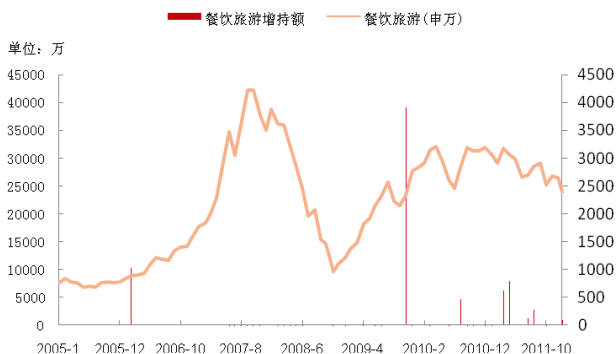
## 消费类行业历史增持情况一览

在消费类行业方面，我们采用餐饮旅游业、纺织服装业、家用电器业、农林牧渔业、商业贸易业、食品饮料业和医药生物业的历史增持额月数据、历史增持次数月数据和历史净增持月数据作为分析的数据。

同周期性行业相比，消费类行业同经济景气的相关性不大，或者说有一定的滞后，从消费类行业的历史增减持情况也可以看出，其对于经济运行的变化并没有一个领先的作用。因此，消费类行业的产业资本增持行为对于大盘估值底部的判断预示作用不明显。

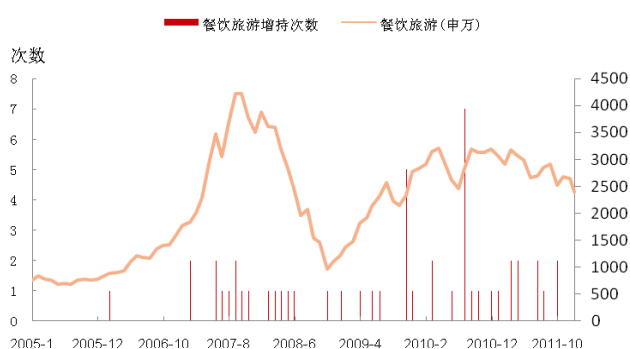
但是值得注意的是，虽然大多数消费类行业在 08 年下半年并没有出现一个产业资本大幅增持的情况，增持额月度数据在这一时期没有一个大幅提高，但是大多数行业都出现了一个净增持的现象。我们可以理解为，市场整体增持意愿的上升导致消费类行业减持意愿的下降，从而导致净减持额的减少甚至出现净增持现象的出现。因此，对于消费类行业产业资本增持情况的判断，我们应该关注其月度净增持额的变化，一旦出现净增持现象，市场增持情绪的有可能发生变化，对于我们判断产业资本增持潮的发生是一个很好的同期指标。

图 54： 餐饮旅游历史增持额



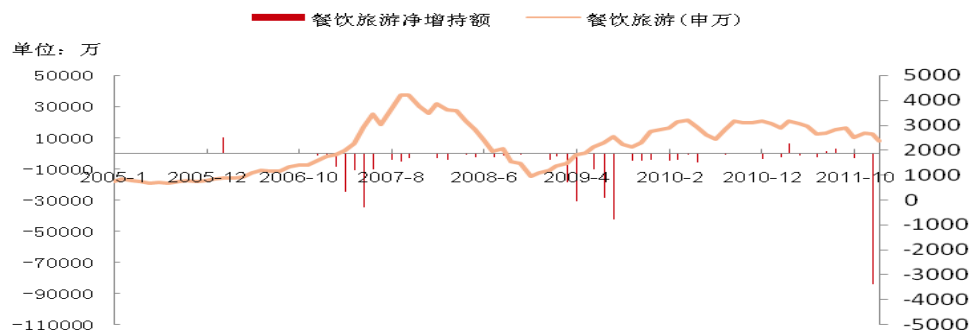
资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 55： 餐饮旅游历史增持次数



资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 56: 餐饮旅游历史净增持额



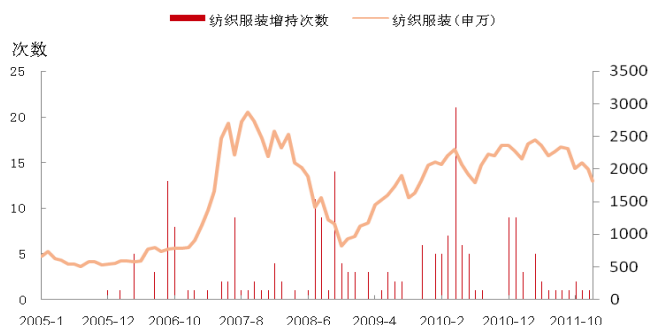
资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 57: 纺织服装历史增持额



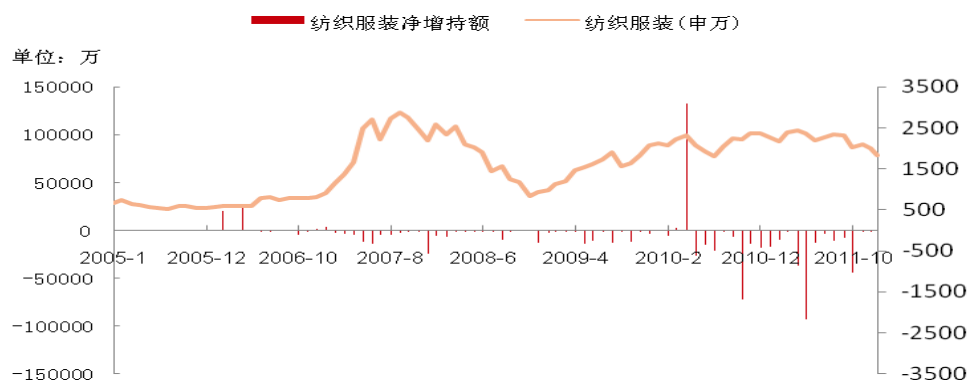
资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 58: 纺织服装历史增持次数



资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 59: 纺织服装历史净增持额



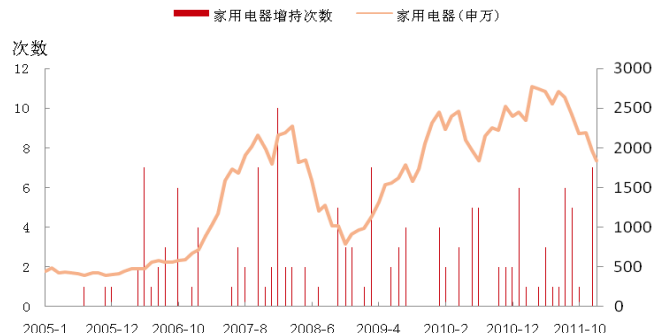
资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 60: 家用电器历史增持额



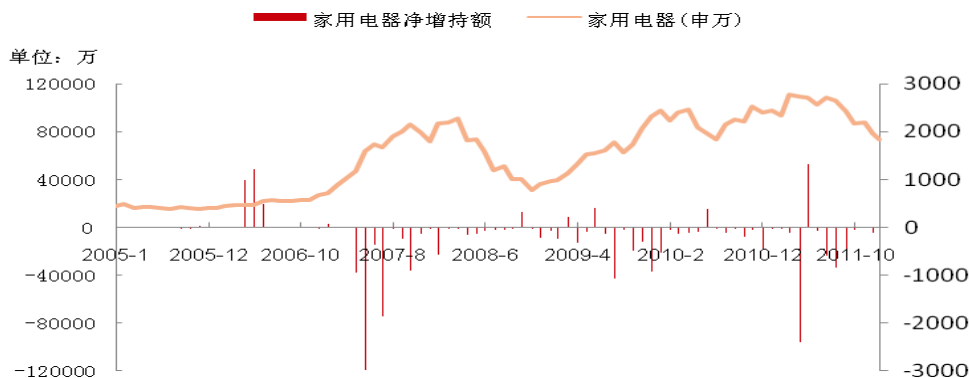
资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 61: 家用电器历史增持次数



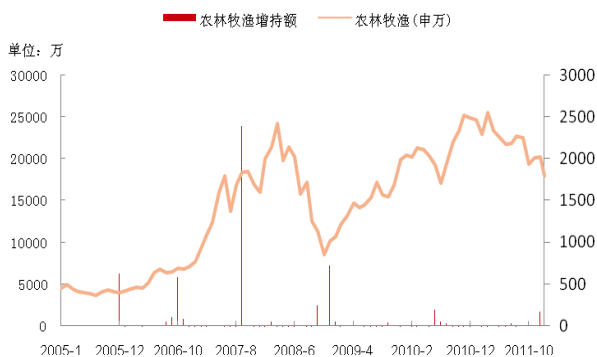
资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 62: 家用电器历史净增持额



资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 63: 农林牧渔历史增持额



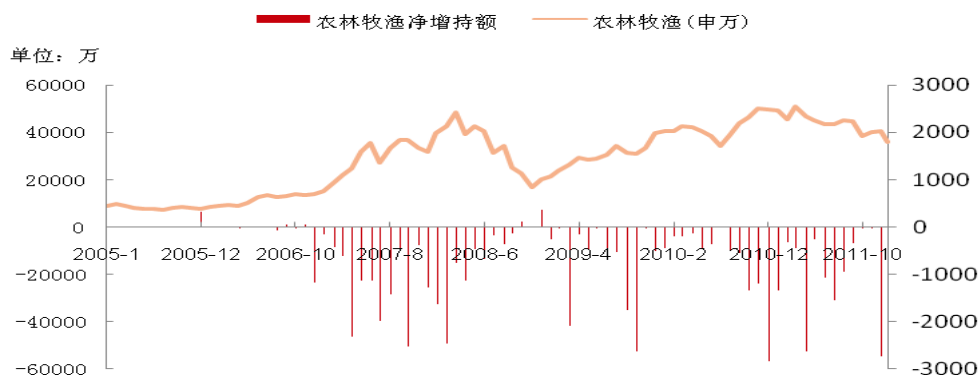
资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 64: 农林牧渔历史增持次数



资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 65： 农林牧渔历史净增持额



资料来源：wind 资讯,华泰联合证券研究所

图 66： 商业贸易历史增持额



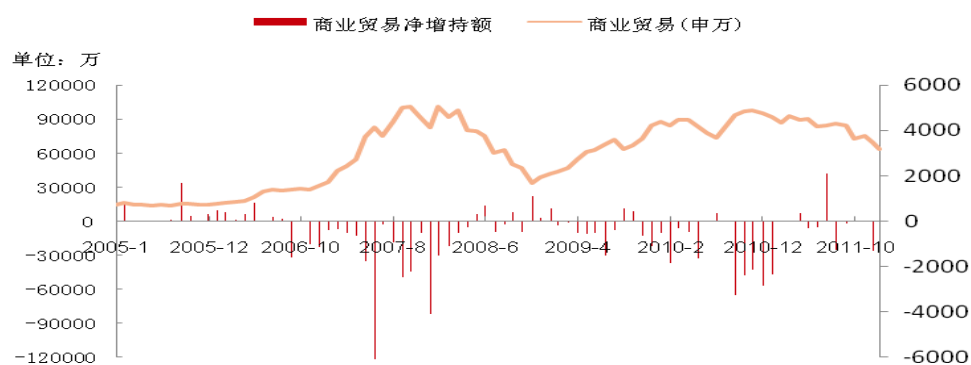
资料来源：wind 资讯,华泰联合证券研究所

图 67： 商业贸易历史增持次数



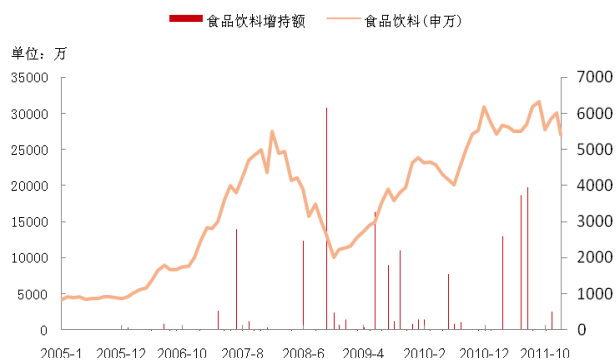
资料来源：wind 资讯,华泰联合证券研究所

图 68： 商业贸易历史净增持额



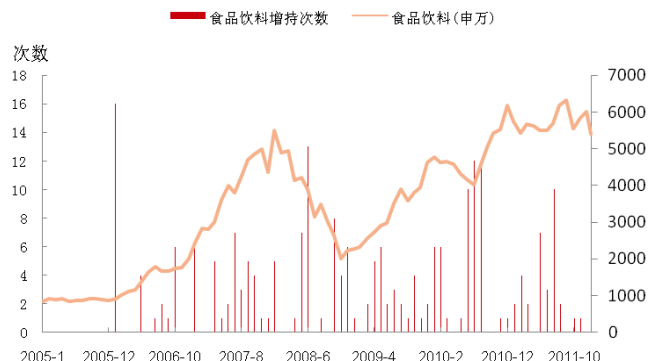
资料来源：wind 资讯,华泰联合证券研究所

图 69： 食品饮料历史增持额



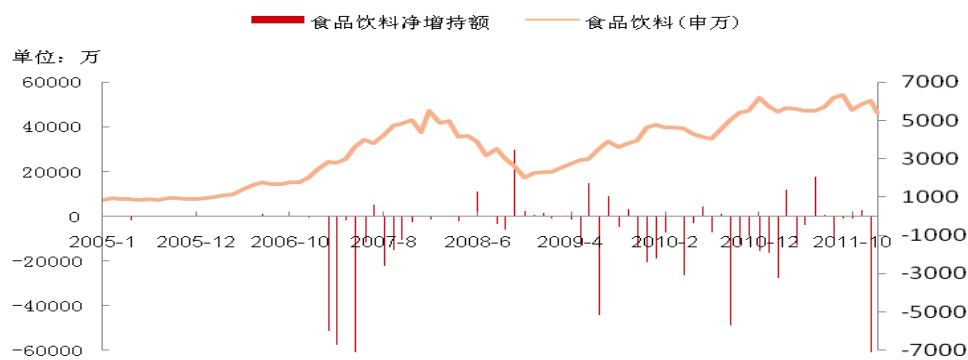
资料来源：wind 资讯,华泰联合证券研究所

图 70： 食品饮料历史增持次数



资料来源：wind 资讯,华泰联合证券研究所

图 71： 食品饮料历史净增持额



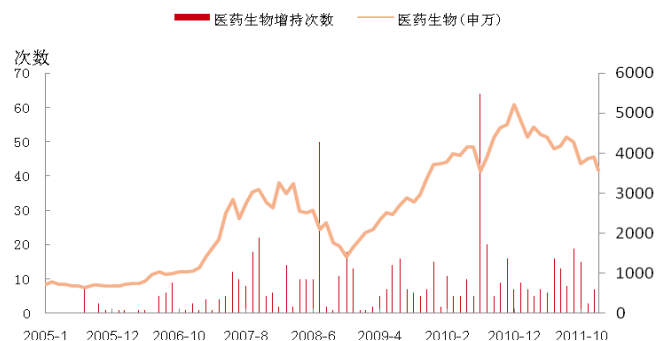
资料来源：wind 资讯,华泰联合证券研究所

图 72： 医药生物历史增持额



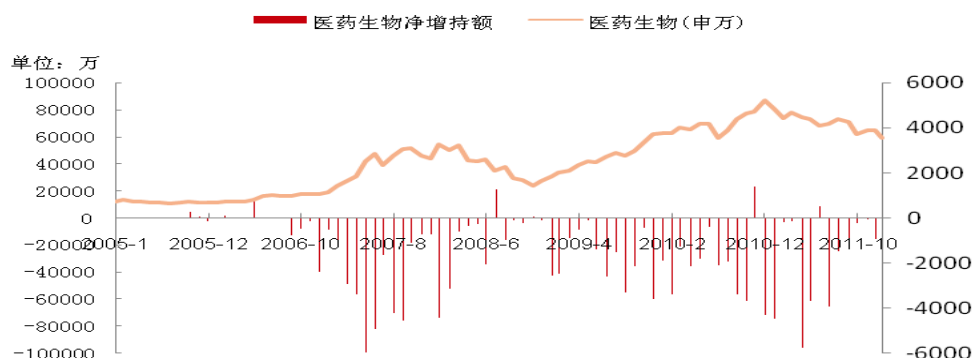
资料来源：wind 资讯,华泰联合证券研究所

图 73： 医药生物历史增持次数



资料来源：wind 资讯,华泰联合证券研究所

图 74： 医药生物历史净增持额



资料来源：wind 资讯, 华泰联合证券研究所

## 五、今年大股东增持股票明细一览

我们统计了今年以来增持市值累计超过一千万的股票，基于今年整体流动性的偏紧，产业资本很可能通过增持行为来为上市公司的增发融资保驾护航，因此在剔除了在年内有过增发行为的个股后，我们共统计出符合条件的 80 只个股。

表格 2：年初至今被增持股票明细（增持市值超过一千万）

| 代码     | 名称    | 增持市值（亿） | 总市值（亿）    | 增持占比   |
|--------|-------|---------|-----------|--------|
| 600900 | 长江电力  | 22.63   | 1,074.15  | 2.11%  |
| 000501 | 鄂武商 A | 8.80    | 85.12     | 10.34% |
| 600690 | 青岛海尔  | 5.35    | 228.33    | 2.34%  |
| 601890 | 亚星锚链  | 5.34    | 58.31     | 9.15%  |
| 600446 | 金证股份  | 4.55    | 18.07     | 25.20% |
| 600596 | 新安股份  | 4.07    | 62.21     | 6.54%  |
| 601607 | 上海医药  | 3.90    | 357.36    | 1.09%  |
| 601857 | 中国石油  | 3.34    | 17,313.78 | 0.02%  |
| 000009 | 中国宝安  | 2.86    | 185.10    | 1.54%  |
| 601899 | 紫金矿业  | 2.84    | 931.37    | 0.30%  |
| 000042 | 深长城   | 2.23    | 35.42     | 6.30%  |
| 000532 | 力合股份  | 2.02    | 35.85     | 5.63%  |
| 600238 | 海南椰岛  | 1.97    | 40.34     | 4.88%  |
| 600821 | 津劝业   | 1.88    | 19.86     | 9.48%  |
| 600138 | 中青旅   | 1.82    | 65.00     | 2.80%  |
| 600518 | 康美药业  | 1.78    | 303.20    | 0.59%  |
| 600887 | 伊利股份  | 1.69    | 354.58    | 0.48%  |
| 600215 | 长春经开  | 1.66    | 24.37     | 6.82%  |
| 600875 | 东方电气  | 1.63    | 493.95    | 0.33%  |
| 000636 | 风华高科  | 1.53    | 50.32     | 3.03%  |
| 002251 | 步步高   | 1.36    | 63.70     | 2.14%  |

|        |        |      |           |       |
|--------|--------|------|-----------|-------|
| 000778 | 新兴铸管   | 1.20 | 132.84    | 0.90% |
| 600019 | 宝钢股份   | 1.04 | 847.58    | 0.12% |
| 601898 | 中煤能源   | 1.00 | 1,223.77  | 0.08% |
| 600048 | 保利地产   | 0.97 | 547.84    | 0.18% |
| 601288 | 农业银行   | 0.96 | 8,249.77  | 0.01% |
| 002376 | 新北洋    | 0.82 | 60.60     | 1.35% |
| 600423 | 柳化股份   | 0.80 | 30.51     | 2.61% |
| 600671 | *ST 天目 | 0.73 | 10.98     | 6.64% |
| 600011 | 华能国际   | 0.72 | 680.28    | 0.11% |
| 600551 | 时代出版   | 0.72 | 63.33     | 1.13% |
| 601668 | 中国建筑   | 0.69 | 918.00    | 0.08% |
| 600309 | 烟台万华   | 0.68 | 286.29    | 0.24% |
| 600519 | 贵州茅台   | 0.65 | 2,180.80  | 0.03% |
| 600739 | 辽宁成大   | 0.63 | 180.14    | 0.35% |
| 000511 | 银基发展   | 0.61 | 33.95     | 1.79% |
| 600208 | 新湖中宝   | 0.60 | 218.00    | 0.28% |
| 601398 | 工商银行   | 0.58 | 14,623.92 | 0.00% |
| 600118 | 中国卫星   | 0.57 | 148.00    | 0.38% |
| 600110 | 中科英华   | 0.53 | 56.48     | 0.94% |
| 002180 | 万力达    | 0.50 | 21.56     | 2.32% |
| 600706 | ST 长信  | 0.48 | 12.41     | 3.89% |
| 000513 | 丽珠集团   | 0.48 | 72.36     | 0.67% |
| 600565 | 迪马股份   | 0.46 | 28.66     | 1.62% |
| 600642 | 申能股份   | 0.46 | 211.85    | 0.22% |
| 600507 | 方大特钢   | 0.42 | 60.86     | 0.68% |
| 000069 | 华侨城 A  | 0.37 | 376.44    | 0.10% |
| 600128 | 弘业股份   | 0.34 | 30.33     | 1.11% |
| 601299 | 中国北车   | 0.33 | 403.38    | 0.08% |
| 600678 | *ST 金顶 | 0.33 | 22.30     | 1.47% |
| 600815 | 厦工股份   | 0.33 | 76.72     | 0.43% |
| 601939 | 建设银行   | 0.33 | 11,725.51 | 0.00% |
| 000529 | 广弘控股   | 0.30 | 39.81     | 0.74% |
| 002557 | 洽洽食品   | 0.29 | 70.80     | 0.40% |
| 600858 | 银座股份   | 0.27 | 52.64     | 0.52% |
| 300219 | 鸿利光电   | 0.26 | 21.63     | 1.21% |
| 600073 | 上海梅林   | 0.26 | 35.35     | 0.73% |
| 600839 | 四川长虹   | 0.24 | 111.25    | 0.22% |
| 600985 | 雷鸣科化   | 0.23 | 15.60     | 1.50% |
| 000671 | 阳光城    | 0.22 | 33.61     | 0.65% |
| 300082 | 奥克股份   | 0.21 | 57.59     | 0.36% |
| 600794 | 保税科技   | 0.20 | 24.00     | 0.85% |
| 002146 | 荣盛发展   | 0.20 | 126.54    | 0.16% |
| 600470 | 六国化工   | 0.20 | 49.60     | 0.40% |

|        |      |      |          |       |
|--------|------|------|----------|-------|
| 002303 | 美盈森  | 0.20 | 45.79    | 0.44% |
| 600787 | 中储股份 | 0.20 | 74.94    | 0.27% |
| 601137 | 博威合金 | 0.20 | 40.40    | 0.49% |
| 002115 | 三维通信 | 0.20 | 32.91    | 0.60% |
| 600157 | 永泰能源 | 0.20 | 90.77    | 0.22% |
| 600153 | 建发股份 | 0.18 | 143.22   | 0.13% |
| 002435 | 长江润发 | 0.16 | 14.73    | 1.10% |
| 000551 | 创元科技 | 0.16 | 34.91    | 0.45% |
| 002075 | 沙钢股份 | 0.16 | 84.33    | 0.19% |
| 600516 | 方大炭素 | 0.14 | 168.20   | 0.08% |
| 600703 | 三安光电 | 0.13 | 201.87   | 0.06% |
| 601766 | 中国南车 | 0.12 | 602.66   | 0.02% |
| 600735 | 新华锦  | 0.12 | 19.81    | 0.59% |
| 002588 | 史丹利  | 0.11 | 54.08    | 0.20% |
| 600098 | 广州控股 | 0.10 | 127.67   | 0.08% |
| 601988 | 中国银行 | 0.10 | 8,039.44 | 0.00% |

资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

我们统计了在今年四季度有过大股东增持并且公告了大股东后续增持计划的股票, 这些股票很有可能在未来获得大股东的再次增持, 值得市场关注。

**表格 3: 四季度增持且有后续增持计划股票明细**

| 代码     | 名称   | 增持股份       | 增持比例  | 后续增持计划(未来 12 个月) |
|--------|------|------------|-------|------------------|
| 600060 | 海信电器 | 9,618,049  | 1.11% | 不超过 2%           |
| 600157 | 永泰能源 | 5,676,484  | 1%    | 不超过 2%           |
| 600425 | 青松建化 | 640,000    | 0.13% | 不超过 2%           |
| 600575 | 芜湖港  | 167,292    | 0.02% | 不超过 2%           |
| 600108 | 亚盛集团 | 2,098,996  | 0.12% | 不低于 1000 万股      |
| 600703 | 三安光电 | 2,117,552  | 0.00% | 不超过 2%           |
| 600782 | 新钢股份 | 2,461,627  | 0.18% | 不超过 2%           |
| 600642 | 申能股份 | 51,032,081 | 1.08% | 不超过 2%           |
| 600408 | 安泰集团 | 1,260,002  | 0.13% | 不超过 2%           |
| 600461 | 洪城水业 | 200,000    | 0.06% | 不超过 2%           |
| 600586 | 金晶科技 | 1,000,000  | 0.07% | 不超过 2%           |
| 600787 | 中储股份 | 8,401,070  | 1%    | 不超过 2%           |
| 600770 | 综艺股份 | 2,337,799  | 0.32% | 不超过 2%           |
| 600518 | 康美药业 | 1,020,090  | 0.04% | 不超过 2%           |
| 600858 | 银座股份 | 1,585,732  | 0.55% | 不超过 2%           |
| 600256 | 广汇股份 | 11,123,510 | 0.57% | 不超过 2% (6 个月)    |
| 600815 | 厦工股份 | 2,172,399  | 0.28% | 不超过 2% (6 个月)    |
| 600098 | 广州控股 | 1,821,577  | 0.89% | 不超过 2%           |
| 600073 | 上海梅林 | 2,643,364  | 0.74% | 不超过 2%           |
| 600409 | 三友化工 | 461,537    | 0.04% | 不超过 2%           |

|        |       |            |       |               |
|--------|-------|------------|-------|---------------|
| 600468 | 百利电气  | 416,520    | 0.09% | 不超过 2%        |
| 600495 | 晋西车轴  | 537,222    | 0.18% | 不超过 2%        |
| 600869 | 三普药业  | 477,100    | 0.12% | 不超过 2%        |
| 600787 | 中储股份  | 2,185,700  | 0.26% | 不超过 2%        |
| 000802 | 北京旅游  | 978,350    | 0.52% | 不超过 3%        |
| 000527 | 美的电器  | 33,839,959 | 1%    | 不超过 2%        |
| 000887 | 中鼎股份  | 1,864,000  | 0.03% | 不超过 2%        |
| 000551 | 创元科技  | 1,060,000  | 0.40% | 不超过 2%        |
| 000528 | 柳工    | 1,060,000  | 0.09% | 不超过 2%        |
| 000671 | 阳光城   | 893,174    | 0.17% | 不超过 2%        |
| 000046 | 泛海建设  | 1,759,786  | 0.04% | 不超过 2%        |
| 000069 | 华侨城 A | 6,000,057  | 0.11% | 不超过 2%        |
| 000700 | 模塑科技  | 455,200    | 0.15% | 不超过 2%        |
| 000529 | 广弘控股  | 4,453,394  | 0.76% | 不超过 2%        |
| 002010 | 传化股份  | 2,876,400  | 0.59% | 不超过 2%        |
| 002254 | 泰和新材  | 496,116    | 0.13% | 不超过 2%        |
| 002115 | 三维通信  | 613,100    | 0.29% | 不超过 2% (6 个月) |
| 002129 | 中环股份  | 520,690    | 0.07% | 不超过 2%        |
| 002367 | 康力电梯  | 131,400    | 0.05% | 不超过 2%        |
| 002436 | 兴森科技  | 510,901    | 0.23% | 不超过 1%        |
| 002315 | 焦点科技  | 40,164     | 0.03% | 不超过 1%        |
| 002276 | 万马电缆  | 860,721    | 0.20% | 不超过 2%        |

资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

## 风险提示

1. 产业资本增持情况只是一个辅助判断指标, 对大盘走势的判断还要结合其它因素进行综合分析;
2. 重视大小非减持对产业资本增持作用的削弱。
3. 周期性行业的产业资本增持情况是最重要的监控变量

**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起 6 个月内  
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

**股票评级**

买入 股价超越基准 20%以上  
增持 股价超越基准 10%-20%  
中性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减持 股价弱于基准 10%-20%  
卖出 股价弱于基准 20%以上

**行业评级**

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

**深圳**

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**上海**

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**免责声明**

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。