

专题策略

2012 年 1 月 12 日

存量股扩容研究专题之一——中小板压力分析

- 未来一年以及更远的时段内中小板存量扩容压力很大。相对于主板流通比例已经达到 82% 的高位，中小板 52.8% 和创业板 33.6% 的流通比例充分显示未来的解禁压力；从以往的经验统计来看，减持高峰和解禁高峰相对应，时间略有延迟；2012 年解禁压力前低后高的格局带来中小板股票的下半年股价运行压力。如果放眼更长时间则压力更大。
- 中小板过往减持经验告诉我们，解禁时间和高管持股两个因素较估值因素要更加重要。解禁高峰和减持高峰基本上重叠，而高管这类特殊产业资本的减持行为和大盘运行的吻合度较高，节奏把握较好，相对来说产业资本对估值高低关注程度不太明确；我们在筛选高风险行业时更多地考虑的是解禁时间限制和高管持股比例这两个维度。
- 我们筛选出中小板 2012 年（未考虑更长时间）存量股解禁压力较大的行业是机械、信息服务、交运设备、建筑建材、食品饮料、医药生物、农林牧渔行业。

相关研究

《总体偏温暖，投资结构化——2012 年投资策略报告》

2011.12.21

《从产业政策角度梳理潜在的投资机会》

2011.12.20

策略高级分析师

吴一萍

SAC 执业证书编号：

S0850511010003

电话：(021) 23219387

Email: wuyiping@htsec.com

联系人：

王旭

电话：(021) 23219396

Email: wx5937@htsec.com

李珂

电话：(021) 23219821

Email: lk6604@htsec.com

目录

1. 分析逻辑.....	6
2. 存量股的分布情况	7
2.1 整体概况.....	7
2.2 IPO带来的新增存量不减	8
2.3 行业分布情况	9
2.4 持有人结构	10
2.5 已解禁和累计减持的对比	10
2.6 小结	11
3. 中小板的历史规律	11
3.1 解禁和减持亦步亦趋.....	11
3.2 估值和减持有正相关作用但不十分显著.....	12
3.3 净减持高峰时期的获利水平并没有显著高于其他时间	13
3.4 高管的减持动力强于其他持有者	14
3.5 小结	17
4. 由此及彼看明年.....	17
4.1 从解禁维度看	17
4.2 从估值维度看	19
4.3 从持有人结构的维度看	22
4.4 小结	23
5. 总结	23

图目录

图 1	2009 年至今 A 股流通市值占比逐渐提高 (亿元)	6
图 2	2012 年 A 股解禁压力明显减缓 (亿元)	6
图 3	2006 年以来净减持和大盘变化对比	7
图 4	主板、中小板及创业板总市值占比	8
图 5	主板、中小板、创业板解禁、未解禁市值占比	8
图 6	中小板、创业板首发 IPO 规模与 A 股走势对比	8
图 7	中小板、创业板首发 IPO 规模与 A 股走势对比 (月度数据)	9
图 8	中小板、创业板首发 IPO 规模与 A 股走势对比 (发生数据)	9
图 9	中小板行业按市值排名 1	10
图 10	中小板行业按市值排名 2	10
图 11	中小板持有人结构分布	10
图 12	中小板累计减持解禁金额占比 7% (截至 2011-12-12)	11
图 13	2006 年来减持解禁占比变化	11
图 14	中小板解禁与减持往往紧紧相随, 相关系数高达 0.58	12
图 15	中小板减持与中小板整体市盈率相关性不显著	13
图 16	中小板减持与指数表现相关系数很高, 为 0.58	13
图 17	全部减持的获利区间减持状况	14
图 18	净减持高峰时期区间减持状况	14
图 19	净减持的结构	15
图 20	高管和公司减持占比	15
图 21	高管减持动力明显强于公司 (%)	15
图 22	高管减持与指数表现相关系数高 0.59	16
图 23	公司减持与指数表现相关度相对低 0.45	16
图 24	高管获利公司区间分布 (%)	16
图 25	公司获利区间分布 (%)	16

图 26	中小板解禁的时间分布	18
图 27	中小板解禁行业市值排序	18
图 28	重点解禁行业解禁月份情况	19
图 29	中小板一级行业按首发市盈率排名（倍，均值 38.4）	19
图 30	中小板部分二级行业按首发市盈率排名（倍，均值 38.4）	20
图 31	中小板一级行业当前 TTM 市盈率（倍）	20
图 32	中小板部分二级行业当前 TTM 市盈率（倍）	20
图 33	中小板一级行业市盈率历史变动 1（倍）	20
图 34	中小板一级行业市盈率历史变动 2（倍）	20
图 35	中小板一级行业市盈率历史变动 3（倍）	21
图 36	中小板一级行业市盈率历史变动 4（倍）	21
图 37	中小板部分二级行业市盈率历史变动 1（倍）	21
图 38	中小板部分二级行业市盈率历史变动 2（倍）	21
图 39	中小板部分二级行业市盈率历史变动 3（倍）	21
图 40	各行业已流通市值及未解禁部分	22
图 41	各行业已流通部分及 2012 年高管、公司解禁	23

表 目 录

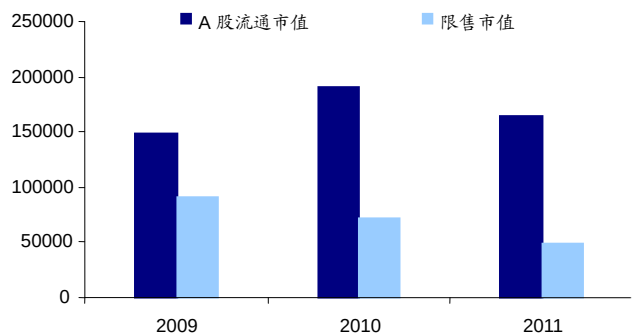
表 1 中小板股票发行高峰、解禁高峰及净减持高峰时间对照	12
表 2 净减持高峰时期获利没有显著高于其他时间	13
表 3 高管、公司及所有减持获利比较 (%)	16
表 4 2012 年重点行业中解禁市值对应现在流通市值占比超过 200% 的个股	25
表 5 2012 年中小板重点行业解禁市值绝对金额超过 20 亿的风险个股	26
表 6 高管 2012 解禁股数占现有流通股数超过 100% 的个股	26
表 7 高管 2012 解禁估算金额超过 10 亿个股	27

1. 分析逻辑

产业资本已经逐渐成为股市的重要力量，他们的行为对市场 and 个股的影响体现越来越明显，自股改之后市场对存量扩容的关注还是比较多地集中在解禁规模和压力上面，比较笼统地来理解存量扩容的问题。

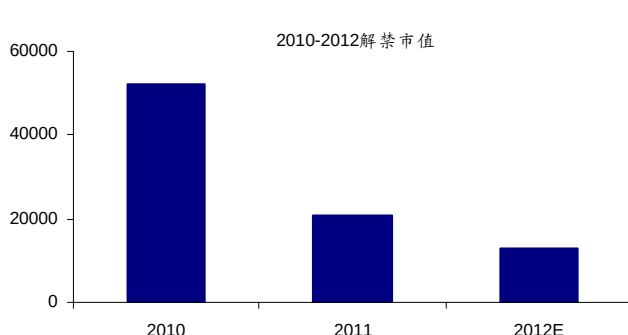
随着大小非解禁后，流通股的大规模存量扩容的高峰已经过去，解禁规模的上升就进入的相对稳定阶段。统计显示，2009 年底流通市值在总市值中占比为 62.01%，2010 年底为 72.89%，而目前该比为 77.6%。所以从规模角度来看，存量扩容已经经历了股改解禁之后的高峰阶段，单纯的规模压力研究没有太大意义。2012 年解禁市值约为 1.37 万亿，2011 年解禁金额约为 2.1 万亿。从整体解禁的压力来说，2012 年解禁的压力将有较为明显的缓解。

图 1 2009 年至今 A 股流通市值占比逐渐提高 (亿元)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 2 2012 年 A 股解禁压力明显减缓 (亿元)



资料来源：WIND，海通证券研究所

但是，存量扩容的规模相对稳定和缓和并不意味着局部压力也缓和，相反我们观察到这种局部压力的危险性在上升。随着 2010 年以来中小板和创业板 IPO 的增加，这两个板块解禁后的存量扩容是比较大的，这个群体的特殊之处在于其持股较为分散、个人持股比例较大，从而导致市场行为分散，高成长性给予该群体相对高的估值等等，而且从持有人结构差异化的角度来看，高管和创投的兑现动力较大，因此，这两个板块是我们考察局部存量扩容压力的重点区域。

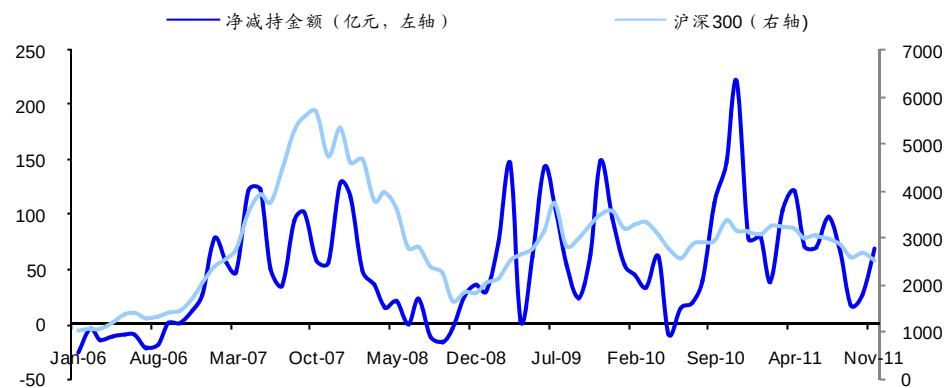
而另外一个切入点是地方国资委。出发的逻辑是想分析地方政府对土地财政的依赖是否达到一个需要抛售手头持有的股票才能解决问题的程度，立论能否成立。

所以，我们在分析存量扩容压力时从上述这两个方面入手来做这个专题的研究，目标就是锁定明年有可能存量扩容压力巨大的细分行业或是个股。以便准确衡量 2012 年存量扩容的局部压力点所在位置。

我们的分析方法是总结历史以推测未来，从过往的中小板主动减持数据总结出来的规律来推导未来的可能。由于创业板历史较短，我们将中小板的经验推广而用之。

下图描述的是 2006 年以来大小非净减持的情况，可以从图中看到，尽管市场低迷，但总体上呈现出来的产业资本减持力度并不比 2006-2007 的大牛市时期减持力度小。

图 3 2006 年以来净减持和大盘变化对比



资料来源：WIND,海通证券研究所

从该图就可以看出，我们对产业资本的重视程度需要提高，其行为对二级市场的影响力度在逐渐增强。

2. 存量股的分布情况

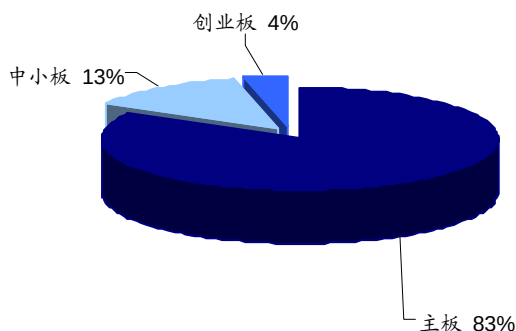
我们首先对存量股的市值规模、行业分布、股东持股结构进行一个摸底和汇总归纳。

2.1 整体概况

截至 2011 年 12 月 22 日，A 股总市值 212702 亿元，其中主板市值 177208 亿元，占比 83%；中小板市值 27792 亿元，占比 13%；创业板市值 7702 亿元，占比 4%。单从绝对量来看，对市场构成主要影响的还是主板市场，但是由于主板上市公司股权较为集中，主板产业资本的取向和中小板创业板有较大区别；相反创业板和中小板的股权更为分散，高管、个人、创投等股东的行为可能受市场影响更直接；加之创业板从 2009 年 10 月底发展至今，两年时间已经占据了 A 股 4% 的市值，连同中小板占据 A 股 17%，这两个群体所形成的产业资本群体正在逐渐壮大，我们有必要对于中小板和创业板进行进一步分析。

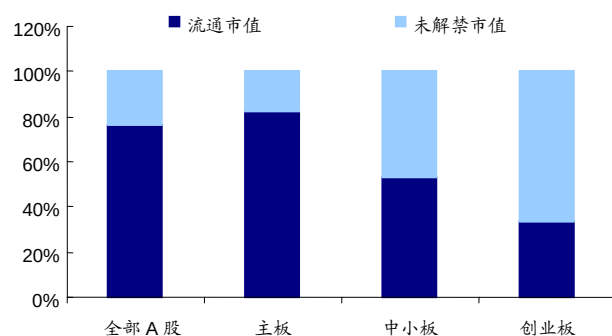
从市值流通情况看，全部 A 股流通市值占比达到 77.6%，其中主板流通市值占比最高，为 82.2%；中小板和创业板股权流通情况差距明显，中小板为 52.8%，创业板为 33.6%。从股权流通情况看，主板市场的解禁压力不如中小板和创业板，其中以创业板解禁压力最为明显。

图 4 主板、中小板及创业板总市值占比



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 5 主板、中小板、创业板解禁、未解禁市值占比



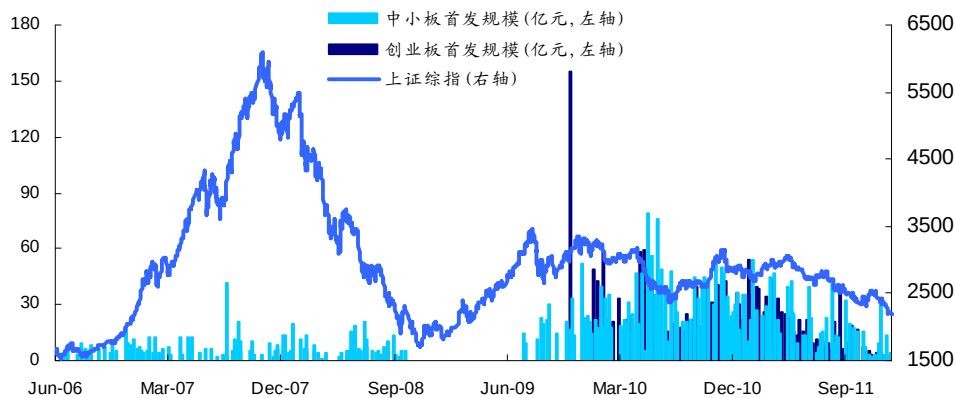
资料来源：WIND，海通证券研究所

2.2 IPO带来的新增存量不减

以上是静态的节点数据，显示出当前的状况，我们接下来是以动态的角度来分析中小板的存量扩容压力。主要是从新增的存量股的角度来着手分析。

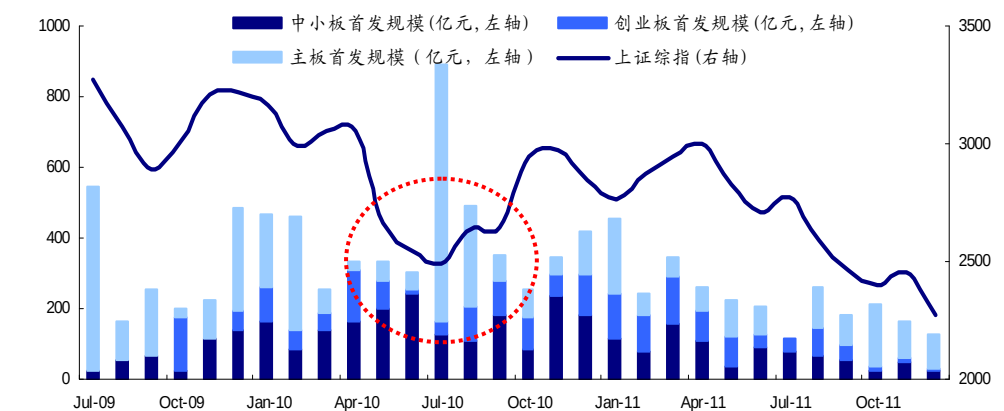
中小板和创业板的首发 IPO 规模与 A 股走势呈现出一定的关联性。除去中小板新设初期和创业板推出的第一个月，以及监管方对于新股发行的特殊管制时期，中小板和创业板的首发规模与 A 股整体走势呈现出一定的相关性。在股指持续走低的最近两个月，两板的发行规模也进入了一个下行的区域。

图 6 中小板、创业板首发 IPO 规模与 A 股走势对比



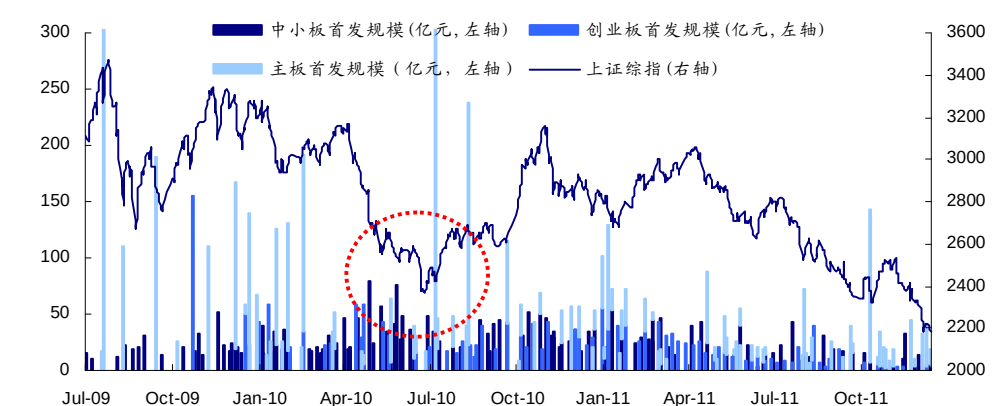
资料来源：WIND,海通证券研究所

图 7 中小板、创业板首发 IPO 规模与 A 股走势对比（月度数据）



资料来源：WIND,海通证券研究所

图 8 中小板、创业板首发 IPO 规模与 A 股走势对比（发生数据）



资料来源：WIND,海通证券研究所

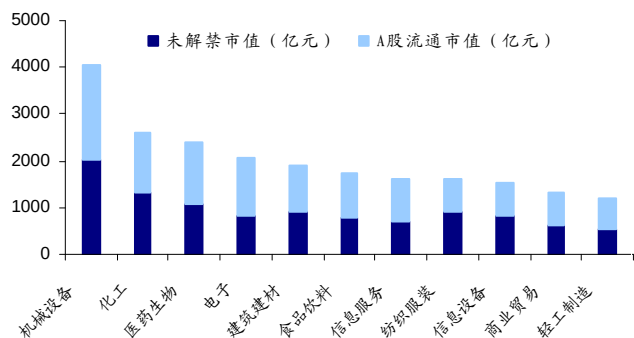
我们可以从上图看到，即便是在大盘走势低迷的状况下新股发行的趋势仍然持续，这从根本上还是跟发行制度存有问题有关。从主板、中小板和创业板的发行规模对比来看，后两者要远超越主板，即便在大盘低迷走势时也仍然保持了相应规模。我们从这一趋势来看，未来为市场增加存量扩容压力的区域还是集中在中小板和创业板。当前对新股发行制度改革的呼声越来越高，也成为市场下跌主因的普遍共识，似乎市场预期新股发行有停止的可能。不过，我们认为制度性改革和新股停发并不能简单划等号，新股发行制度改革的出发点在于市场化，更大程度地撇除人为的因素控制，IPO 的质量交给市场来判断衡量，这一出发点所导致结果并不是 IPO 的停止而是优胜劣汰，小盘股的发行仍然会继续但估值中枢会下降，这不会跟股指的二级市场运行低迷有绝对的联系，新增的存量扩容仍然将大部分来自于小盘股未来的发行。因此，动态来看，存量股的扩容压力来自于中小板和创业板的新增存量的贡献。

2.3 行业分布情况

总体而言，中小板上市公司当中流通市值占比为 52.8%，较 A 股 77.6% 的整体水平偏低。我们进一步分析当前存量股规模较高的行业。按照市值进行行业排名，我们发现，

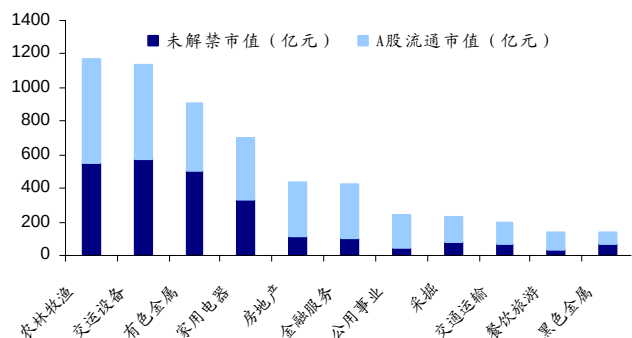
机械设备、化工、医药生物和电子四个行业市值最高，合计中小板总市值的 40%。从流通市值占比情况来看，上述几个行业流通市值占比偏低，而处于总市值排名靠后的金融服务、公用事业、采掘、交通运输、餐饮旅游以及黑色金属等行业流通市值占比较高，但是这几个行业的总市值在中小板当中占比不超过 5%，不能代表整体情况，整体股权流通情况并不高。

图 9 中小板行业按市值排名 1



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 10 中小板行业按市值排名 2

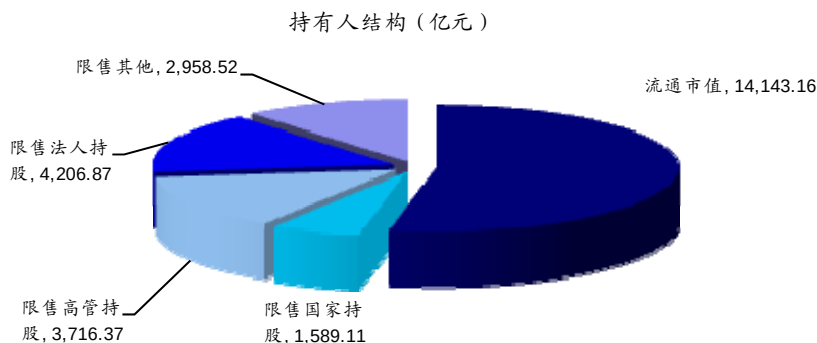


资料来源：WIND，海通证券研究所

2.4 持有人结构

中小板已流通市值占 A 股全部市值的比率为 53%，在限售解禁部分中，国有持股 1589 亿元，占比为 6%，限售法人持股价值约为 4206 亿元，占比约为 16%，高管持股价值约为 3716 亿元，占比为 14%。

图 11 中小板持有人结构分布

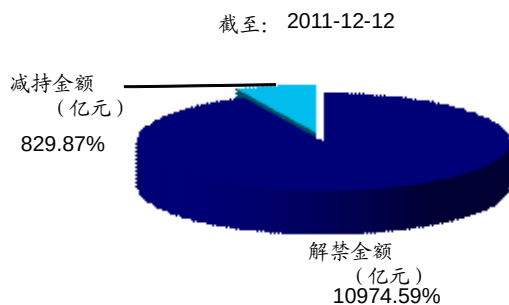


资料来源：WIND,海通证券研究所

2.5 已解禁和累计减持的对比

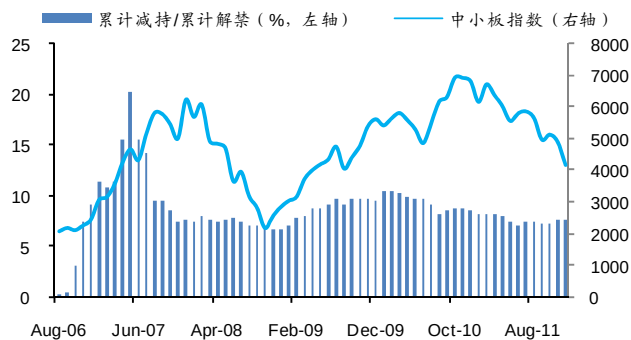
截至 2011 年 12 月 12 日，中小板累计解禁金额已经达到 10974.5 亿元，重要股东二级市场减持累计达到 829 亿元，占比超过 7%。虽然从累计减持/累计解禁占比来看，在 07 年 10 月之后，就基本稳定在 7%-8%的水平，但随着中小板近年首发融资速度的加快，中小板限售解禁量迅速扩张，即使保持同样的累计减持解禁占比，也标志着越来越大的解禁抛售压力。

图 12 中小板累计减持解禁金额占比 7%(截至 2011-12-12)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 13 2006 年来减持解禁占比变化



资料来源: WIND, 海通证券研究所

2.6 小结

我们将上述简单小结如下:

一是未来一年以及更远的时段内中小板和创业板的解禁压力很大, 相对于主板流通比例已经达到 82% 的高位, 中小板 52.8% 和创业板 33.6% 的流通比例充分显示未来的解禁压力。

二是中小板在 2010 年以来大规模扩容, 解禁压力在 2011 已经开始显现, 2012 年之后将加重; 而虽然 2011 年的市场低迷减轻了 IPO 规模, 但仍然保持较高的水平, 2011 中小板扩容之后的解禁压力将逐渐叠加起来, 未来较长时间都面临存量扩容的压力。

三是对比绝对和相对规模之后, 我们筛选出中小板存量股规模较大的行业是机械、电子、医药生物、化工、信息服务、食品饮料等行业。

3. 中小板的历史规律

我们统计了中小板自股改解禁以来的增减持情况。

3.1 解禁和减持亦步亦趋

统计数据显示, 从时间节奏来看, 发行高峰对应的一年后同时成为了解禁的高峰(逻辑推理成立, 数据也支持); 随后就有当月或者次月的减持高峰。

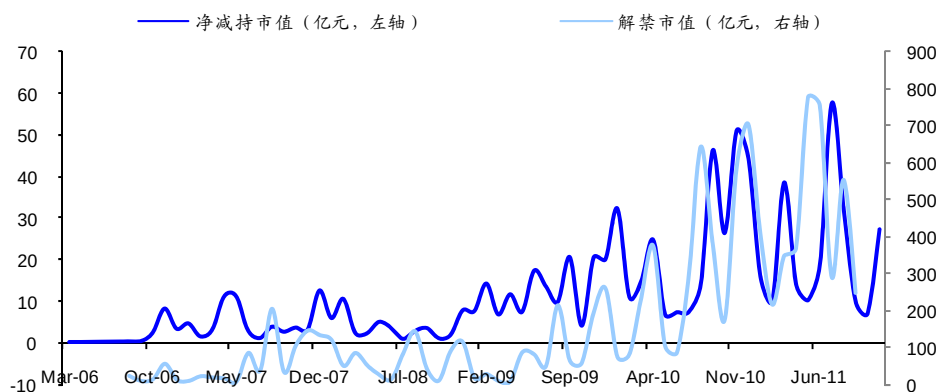
表 1 中小板股票发行高峰、解禁高峰及净减持高峰时间对照

发行高峰期	发行市值 (亿元)	一年后解禁的时间	解禁高峰时间	解禁市值 (亿元)	解禁市值平均市 盈率(倍)	净减持高峰	净减持市值 (亿元)	减持部分对应 市盈率(倍)
2007-8-31	124.47	2008-8-31	2008-8-31	143.05	33.24	2007-4-30	11.03	80.16
						2007-12-31	12.41	73.60
			2008-12-31	114.38	31.3	2008-12-31	7.60	26.21
2008-5-31	40.54	2009-5-31	2009-5-31	85.40	51.83	2009-6-30	17.16	147.61
			2009-8-31	213.19	92.66	2009-9-30	20.45	73.93
						2009-11-30	20.33	105.80
2010-1-31	61.91	2011-1-31	2009-12-31	259.32	66.82	2010-1-31	32.13	104.80
			2010-4-30	375.09	37.23	2010-4-30	24.62	60.83
			2010-8-31	643.53	50.4	2010-9-30	46.15	76.47
			2010-11-30	583.94	61.14	2010-11-30	50.86	82.90
						2011-3-31	38.42	96.08
2010-5-31	57.37	2011-5-31	2011-6-30	755.36	43.33	2011-7-31	57.55	66.79
			2011-8-31	553.70	176.4			
2010-11-30	67.43	2011-11-30				2011-11-30	27.14	56.95

资料来源：WIND，海通证券研究所

上表是对解禁高峰和减持高峰的对比，结果也比较显著，其重叠度较高。我们把这些数据表现在下图中，更加直观明朗，回归之后当期解禁与减持相关系数高达 0.58。

图 14 中小板解禁与减持往往紧紧相随，相关系数高达 0.58



资料来源：WIND，海通证券研究所

这里的净减持市值是指每月重要股东减持与增持的差值。其中，由于资产重组和定向增发而导致持股上升，并不是真实意愿的增持，这种增持我们做了数据剔除。

3.2 估值和减持有正相关作用但不十分显著

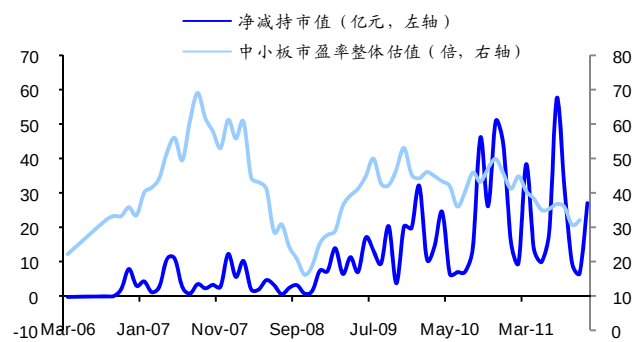
考察了解禁因素对减持的支配作用之后，我们接下来考察的是估值和减持之间的关系。我们想论证的是产业资本的行为取向除了被限制的解禁时间硬指标制约之外是否有估值的价值衡量体系来左右？

我们用两个市盈率来衡量：一个是 IPO 时的估值，意图是考察减持动力是否来自于发行前的报表粉饰，揭示粉饰的力度是否跟减持力度吻合；另一个是当期的估值，分析当期估值对产业资本行为的支配力度。

统计后发现，全部时间段发行市盈率高于 80（均值为 59）的个股共 99 家，在有解禁的家数中（剔除发行市盈率高，但是没有解禁的公司），减持占解禁比率为 16.31%，高于全部样本的 10.04%。这说明前一个考察因子——IPO 市盈率对产业资本的减持驱动力是显著的。

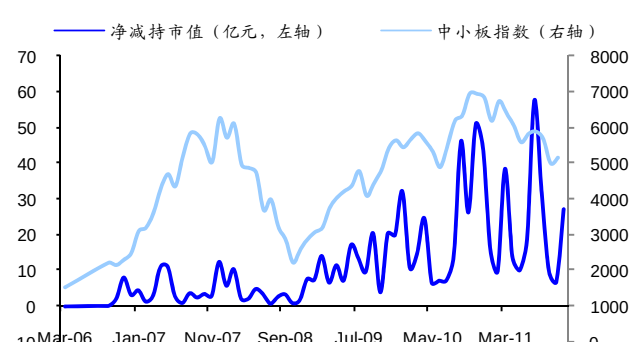
那么，另外一个因子——当期估值的驱动力状况如何呢？我们从下图来看，减持金额与中小板整体的市盈率水平相关系数不高，仅为 0.13，但减持金额与指数表现的相关系数颇高，达到 0.5799。很明显，随着发行规模的增加，解禁后减持规模也加大，而中小板指数的走高也是减持动力加强的一个主要推动因素。

图 15 中小板减持与中小板整体市盈率相关性不显著



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 16 中小板减持与指数表现相关系数很高，为 0.58



资料来源：WIND，海通证券研究所

这里我们虽然从减持和估值的相关系数不显著，但是我们应该留意到 2008 年之前中小板发行规模较小，而那时整体的中小板估值较高；到 2010 年之后发行规模较大而估值有所下降，才导致回归之后的相关系数不显著。我们不能简单得出当期估值和减持动力不太有关系的结论，只能认为这一因素存在作用，但作用力不是逻辑假设的那样显著。

3.3 净减持高峰时期的获利水平并没有显著高于其他时间

统计净减持高峰时间的数据，一共有 371 只股票进行了减持，计算每只个股在高峰时间的减持加权平均收益率，与对应的该只个股在全部交易时段的加权平均收益率进行比较，只有 186 只股票的加权收益水平更高，不到总数的一半。

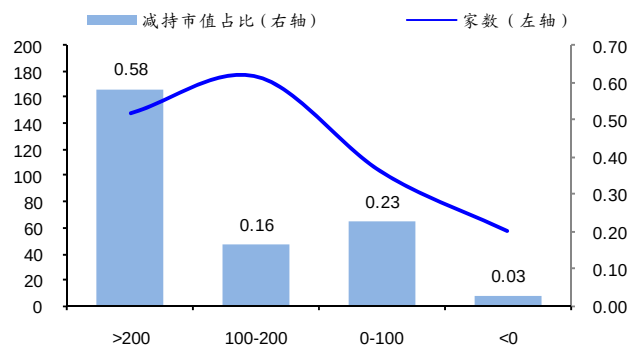
按不同的获利区间进行统计，也可以发现，在减持高峰时段的获利水平与全时段相比没有显著的不同。

表 2 净减持高峰时期获利没有显著高于其他时间

高峰获利区间 (%)	家数	高峰减持区间减持市值 (亿元)	高峰减持市值占比 (%)	高峰时加权平均获利水平 (%)	全部减持家数	全部交易时段减持市值 (亿元)	全部时段减持市值占比 (%)	全部时段平均获利水平 (%)
>200	143	214.66	60.46	521.48	148	463.9	58.35	520.03
100-200	75	84.11	23.69	147.13	103	180.03	22.64	144.54
0-100	113	43.58	12.28	46.58	176	130.28	16.39	44.06
<0	40	12.7	3.58	-509.44	58	20.82	2.62	-65.65
总计	71	355.05	100	337.63	485	795.03	100	341.67

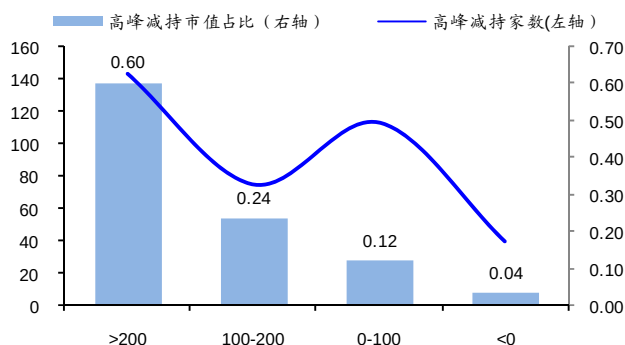
资料来源：WIND，海通证券研究所

图 17 全部减持的获利区间减持状况



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 18 净减持高峰时期区间减持状况



资料来源：WIND，海通证券研究所

这一统计结果比较让人费解——在亏损的情况下仍然有较大的减持动力，产业资本的获利水平并不算高？

产生这种现象的根本原因还是在于我们理解的获利和产业资本理解的获利存在差距。我们是以发行价为基准来计算的，而很多产业资本介入的成本要远远低于发行价。我们用二级市场投资者的通常思维来考量的结果和产业资本是不站在一个起跑线上的，所以对产业资本来说，可能无论什么样的价格都是获利的，也就不是我们统计结果显示的这样，但是对于我们研究来说，无法估量产业资本的成本，这也就导致了整个市场行为受到产业资本干扰或者说直接说控制的倾向性结果。

所以，从这个统计数据，我们回过去再看上面的估值因素对减持行为的影响就会比较了然了。估值对于产业资本来说只是个参考因素，更多还是取决于产业资本自身对市场走势的判断。

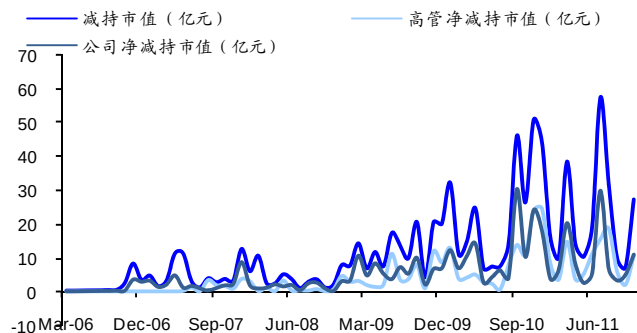
3.4 高管的减持动力强于其他持有者

虽然在主板上市公司群体里面，持有人结构并不是一个影响减持的主要因素，但是在中小板公司中却变得显著起来。我们着重考察的是高管和创投这两个特殊产业资本的减持行为。

中小板解禁以来共减持市值 795 亿元，其中高管减持 297 亿元，占比约为 37%，公司减持 373 亿元，占比约为 47%。虽然在总量上，公司减持依然高于高管减持，但是从发展的趋势上，高管减持的动能更强。需要说明的是：我们统计创投时用了相对简便的方法——即统计的数据是剔除第一大股东后的数据，以此来近似替代创投或是战略投资资本，这里可能会略有些出入，下面文中“公司”所指的就是这类产业资本。

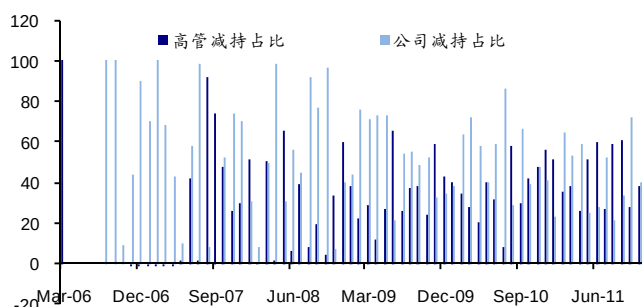
从月度的减持占比情况来看，高管减持力度逐步提高：高管减持在总减持中占比从 06-08 年的月度均值 20% 左右上升至 10 年 11 年的占比 40% 以上；公司减持在总减持中的占比从 08 年前稳定的均值 50% 以上下降至 30%。从减持个股的情况来看，高管减持在个股总减持中占比超过 50% 的个股数量远超过公司的减持占比。

图 19 净减持的结构



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 20 高管和公司减持占比

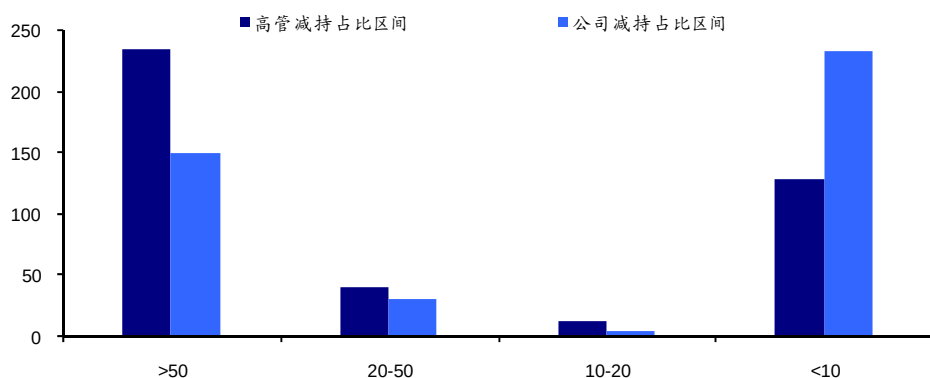


资料来源：WIND，海通证券研究所

高管减持与市场表现的相关性很强，相关系数达到 0.59，公司（创投或战略投资者）的减持与市场表现的相关度降低。

在 413 家减持个股中，高管减持占比超过 50% 的个股达到 233 家，而公司减持占比超过 50% 的只有 128 家。

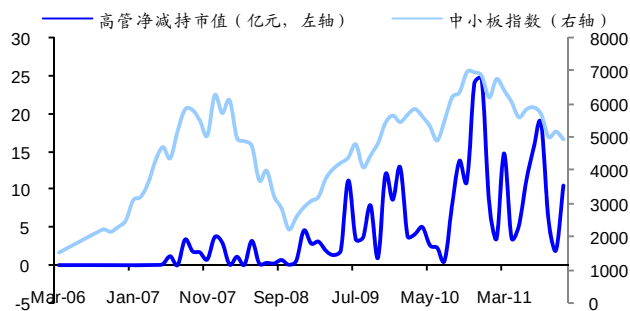
图 21 高管减持动力明显强于公司（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

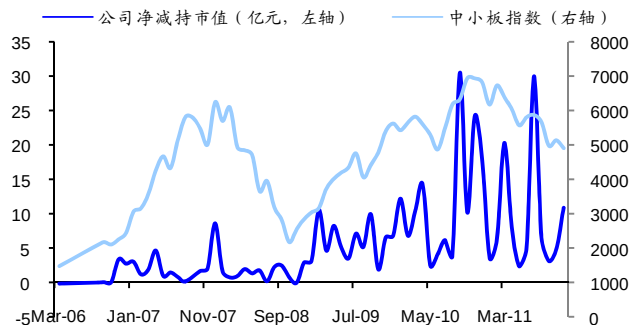
高管的减持相对受市场表现影响更大，与指数涨跌的相关系数高达 0.59，高于公司的 0.45。

图 22 高管减持与指数表现相关系数高 0.59



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 23 公司减持与指数表现相关度相对低 0.45

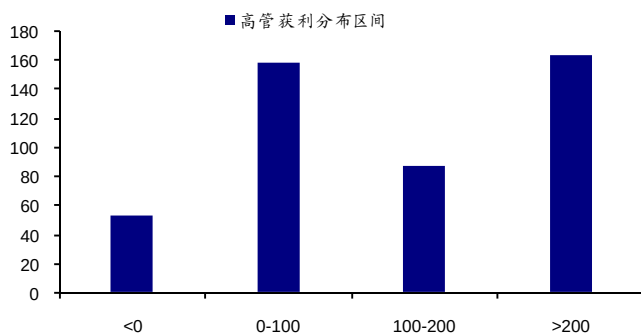


资料来源：WIND，海通证券研究所

从上述数据来看，高管和公司（创投或战略投资者）这两类产业资本对成为“减持主力”，他们的行为更市场化，随同大盘的运行节奏的减持步伐较为精准。更进一步来看，高管的优势更加突出，其把握股价运行节奏的能力更好，高管这类特殊的产业资本对存量扩容压力解读来说更重要。

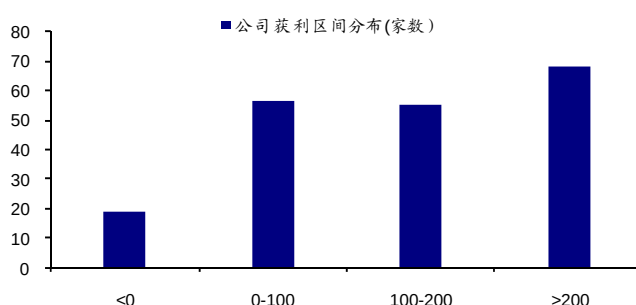
从获利能力来看，高管的获利能力略好于公司（创投或战略投资者）：高管获利超过 200% 的家数占比超过 35%，市值占比超过 80%，这一区间内公司家数占比为 34%，市值占比 48%；在获利 100-200% 的区间，公司好于高管，家数占比为 27%，市值占比为 26%；高管家数占比仅为 18.8%，市值占比为 10%。如果与全部减持相比，获利能力高管最强，其次是全部减持，最后是公司减持。

图 24 高管获利公司区间分布 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 25 公司获利区间分布 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

表 3 高管、公司及所有减持获利比较 (%)

	高管获利市值占比	公司获利市值占比
<0	0.27	5.13
0-100	7.87	19.31
100-200	10.63	26.83
>200	81.23	48.73

资料来源：WIND，海通证券研究所

我们从以上数据可以得出比较清晰的结论：高管的减持行为有明显的优化性，或者说他们对时点的把握更加精准。

而从减持高峰时点上来看，与股指的波动是比较一致的。说明大盘的变化对他们减持的敏感度是一个刺激因素。我们还观察到一个现象，单边上扬或是单边下跌过程中其减持行为比较稳定，而当上扬过程中的回调或是下跌过程中的反弹出现时，减持的规模会变大，这越发流露出持有人心态的波动和变化。

3.5 小结

中小板的过往减持经验显示：

一是减持高峰和解禁高峰相对应，略微的延迟说明解禁时间这个硬约束指标还是决定减持行为的根本性因素；

二是减持行为难以纳入估值坐标的体系中，产业资本的减持行为对估值不太敏感，减持动力大部分还是来自于产业资本对股指走向的判断；

三是产业资本减持获利水平不显著，这和估值坐标无太大参考性相关联，产业资本的持股成本较低导致其减持行为和二级市场普通投资者之间的差异；

四是高管的减持压力大且减持时点把握精准，在产业资本对股价的影响力上高管的优势更加明显。

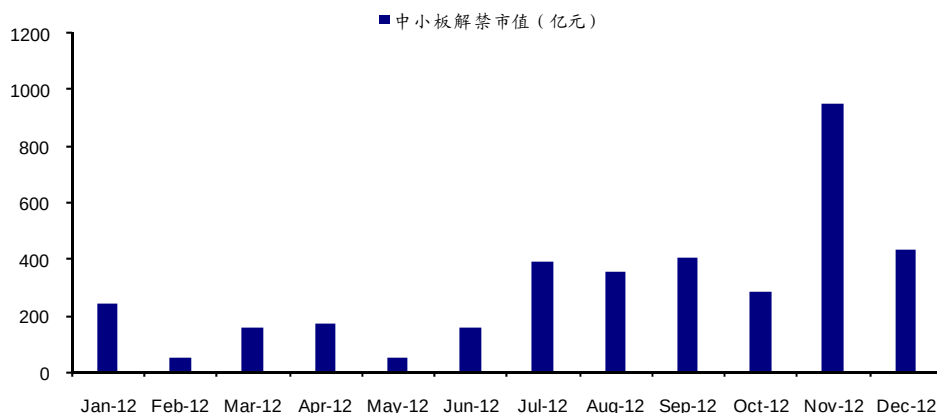
4. 由此及彼看明年

我们接下来考察的是 2012 年中小板的局部压力点问题。

4.1 从解禁维度看

2012 年主板、中小板和创业板的解禁金额分别为 8622 亿元、3620 亿元和 1444 亿元。相对于目前的各自的流通市值占比分别为 5.19%，21%和 50%。因此，虽然从总量上看，明年的解禁压力已经有所减少（如图 2 所示），但是，中小板和创业板的结构性压力仍然非常的大。中小板的解禁压力从时间节奏上来看，呈现前低后高的格局。解禁压力从 7 月开始显现，11 月达到高峰，规模有望解禁 1000 亿元。

图 26 中小板解禁的时间分布



资料来源：WIND，海通证券研究所

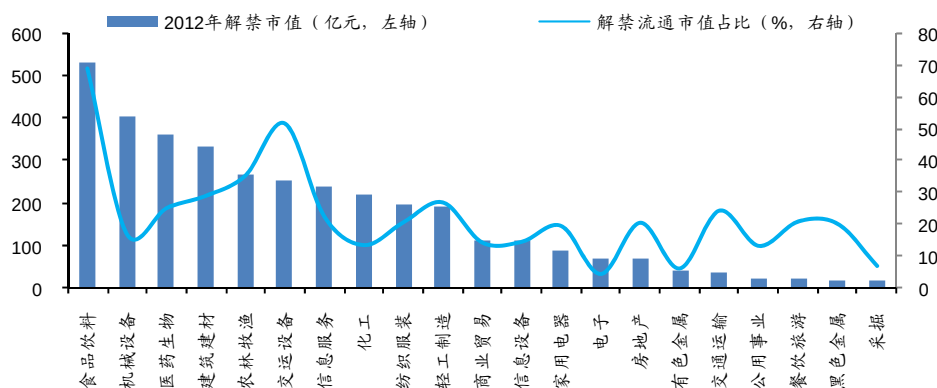
前文我们分析过，中小板的整体存量股规模较大的行业是机械、电子、医药生物、化工、信息服务、食品饮料。

而单单从 2012 年的情况来看，行业解禁的绝对金额食品饮料、机械设备、医药生物、建筑建材、农林牧渔的较高，分别为 528 亿元、404 亿元、360 亿元、334 亿元和 266 亿元。

从 2012 年解禁金额占目前流通市值比例来看，食品饮料、交运设备、农林牧渔、建筑建材和医药生物行业占比较高，分别为 68.8%，51.65%，35.5%，建筑建材 29%，25%。

从上述数据对比发现，整体存量股规模大的行业 and 2012 年解禁压力大的行业不完全对应。

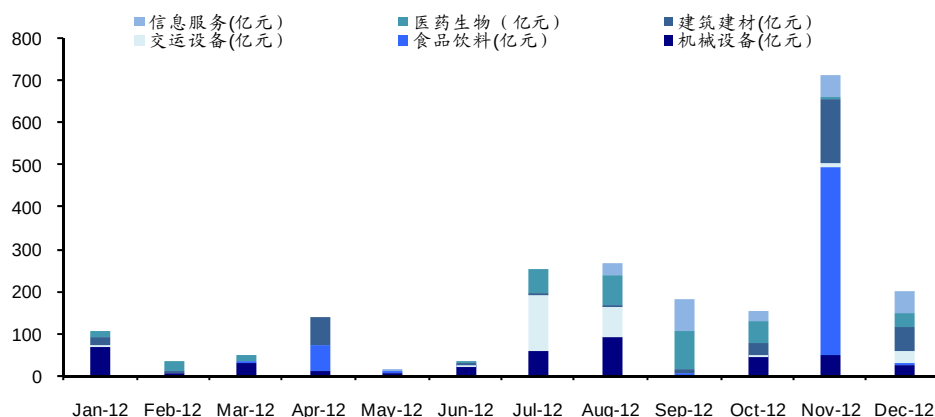
图 27 中小板解禁行业市值排序



资料来源：WIND，海通证券研究所

单就 2012 年而言（暂时不考虑 2013 年之后的存量股压力），我们认为机械、医药生物、信息服务、建筑建材、食品饮料、农林牧渔、交运设备等行业面临较大的解禁压力。

图 28 重点解禁行业解禁月份情况



资料来源: WIND, 海通证券研究所

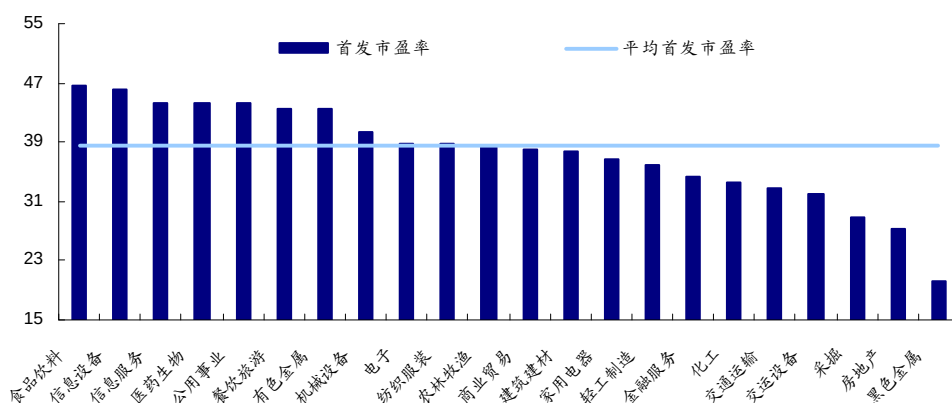
注: 上图中 2012 年 11 月较为突出的食品饮料行业解禁压力主要来自于洋河股份, 其当月解禁市值约 445 亿元。

4.2 从估值维度看

我们从首发 IPO 市盈率和动态估值两个角度来衡量。

依据申万行业划分, 中小板首发市盈率的均值为 38.4, 高于均值的一级行业有 11 个, 其中食品饮料、信息设备、信息服务、医药生物、公用事业、餐饮旅游及有色金属行业的首发市盈率明显超过平均水平, 机械设备、电子以及纺织服装、农林牧渔行业略高于平均水平。黑色金属、房地产以及采掘行业的首发市盈率低于平均水平, 其中黑色金属最低, 为 20.1 倍。从一级行业的首发市盈率来看, 高市盈率的行业也许暗含更为高的解禁抛售压力, 而市盈率较低的行业也许更为安全。

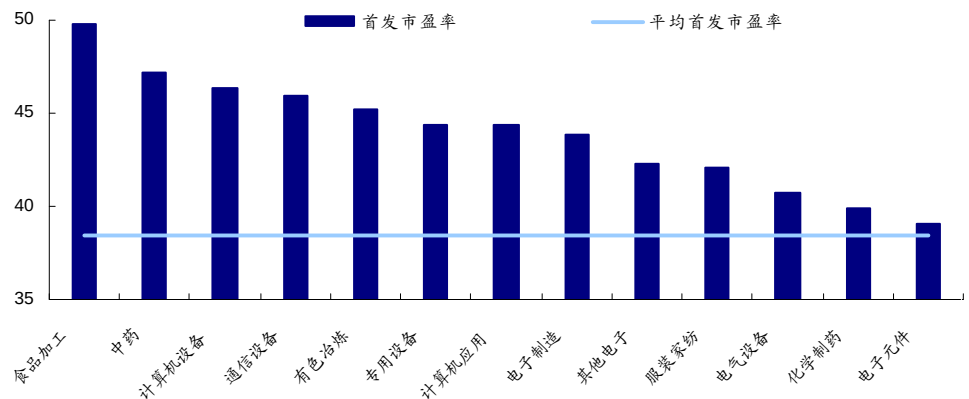
图 29 中小板一级行业按首发市盈率排名 (倍, 均值 38.4)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

我们选取高于中小板首发市盈率平均值的行业进行进一步子行业细分, 在剔除上市公司数量小于 10 家 (如医药部分子行业等) 以及首发规模小于 50 亿元的子行业 (如部分机械子行业等) 之后, 对子行业的首发市盈率进一步排名, 选出了高于中小板首发市盈率均值的 13 个行业。其中食品加工制造、中药、计算机设备、通信设备、有色金属冶炼与加工、专用设备、计算及应用以及电子制造等子行业应当引起关注。

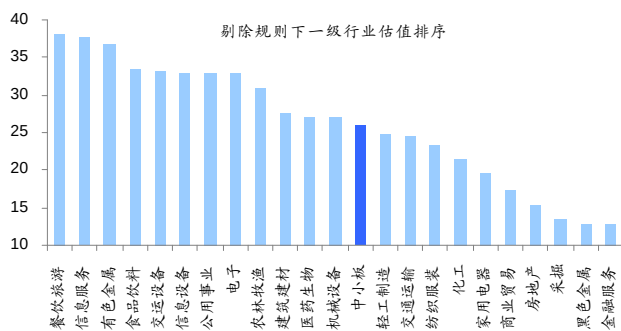
图 30 中小板部分二级行业按首发市盈率排名（倍，均值 38.4）



资料来源：WIND,海通证券研究所

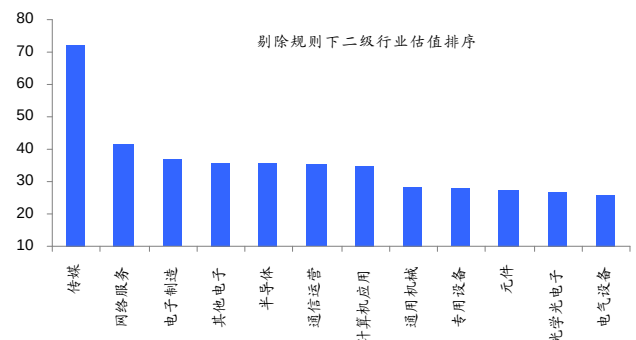
我们接下来考察的中小板各行业是当前的估值状态。

图 31 中小板一级行业当前 TTM 市盈率（倍）



资料来源：WIND，海通证券研究所

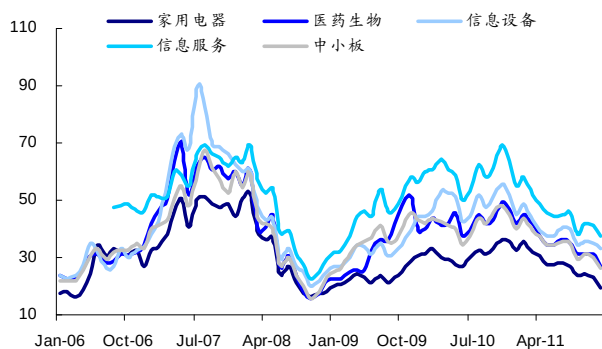
图 32 中小板部分二级行业当前 TTM 市盈率（倍）



资料来源：WIND，海通证券研究所

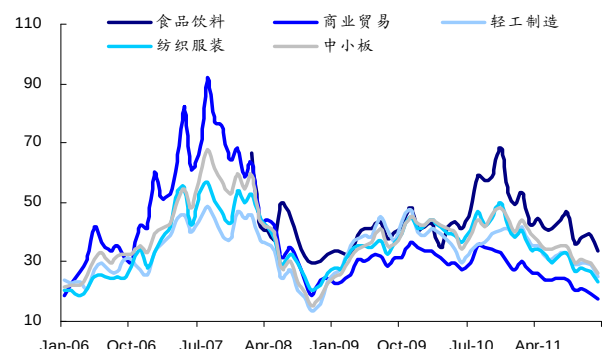
我们从当前的估值状况（截至 2011 年 12 月 31 日数据）来看，估值水平较高的行业是餐饮旅游、信息服务、有色金属、食品饮料、交运设备、公用事业、电子；而传媒、网络服务、电子制造等细分行业估值更加靠前，其中传媒子行业个股较少，受传媒板块 2011 年末强劲走势影响估值偏高。

图 33 中小板一级行业市盈率历史变动 1（倍）



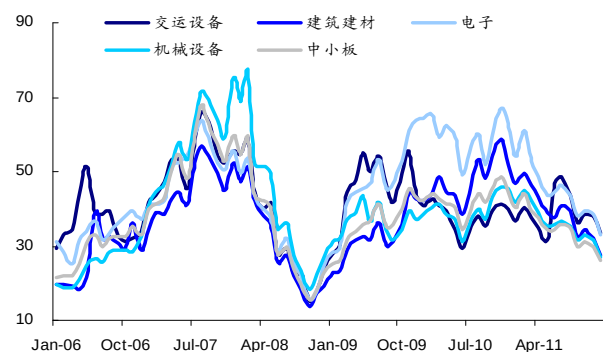
资料来源：WIND，海通证券研究所

图 34 中小板一级行业市盈率历史变动 2（倍）



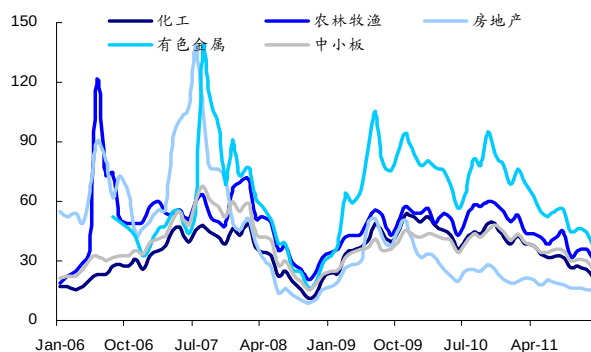
资料来源：WIND，海通证券研究所

图 35 中小板一级行业市盈率历史变动 3 (倍)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 36 中小板一级行业市盈率历史变动 4 (倍)

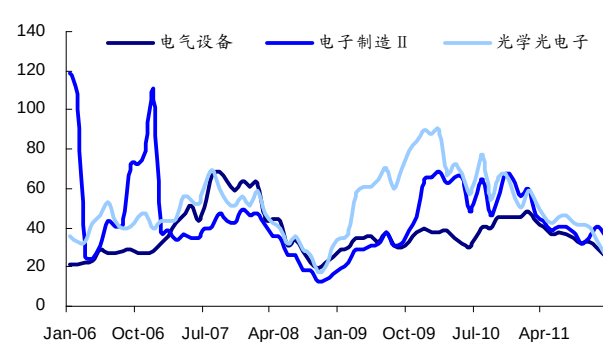


资料来源: WIND, 海通证券研究所

从相对水平来看, 有色金属、电子、信息服务、农林牧渔的历史估值较中小板平均水平要明显高出, 而且持续; 商业贸易、房地产曾在 2007 年的大牛市中超越了平均估值, 但 2008 年之后就回到平均水平之下了; 而食品饮料估值却后来居上, 在近两年的行情中估值超越了平均水平。

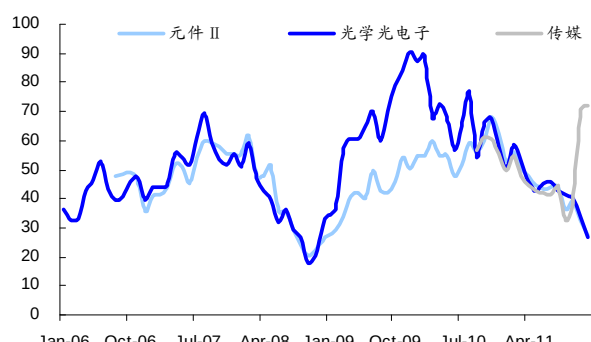
因此, 我们认为, 持续超越平均估值水平的有色金属、电子、信息服务、农林牧渔、信息设备估值压力会显露得越来越明显, 而后来居上的食品饮料也可能遭遇估值的风险。

图 37 中小板部分二级行业市盈率历史变动 1 (倍)



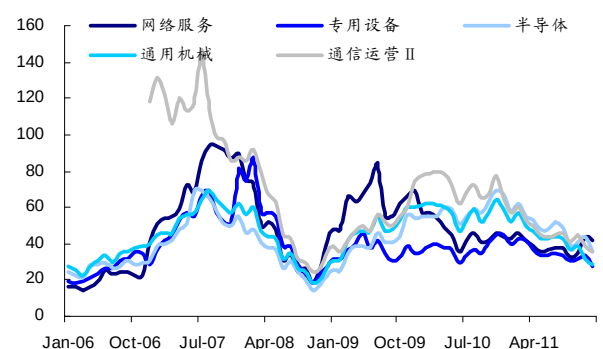
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 38 中小板部分二级行业市盈率历史变动 2 (倍)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 39 中小板部分二级行业市盈率历史变动 3 (倍)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

我们进一步分析了部分二级行业的历史估值情况，发现计算机应用、通信运营、光学光电子、元件的历史估值都比较高，有一定的估值压力；网络服务曾经辉煌一时，不过近年来已经回归均值中枢；其他子行业相对比较平稳。因此，上述部分二级行业有一定的风险。

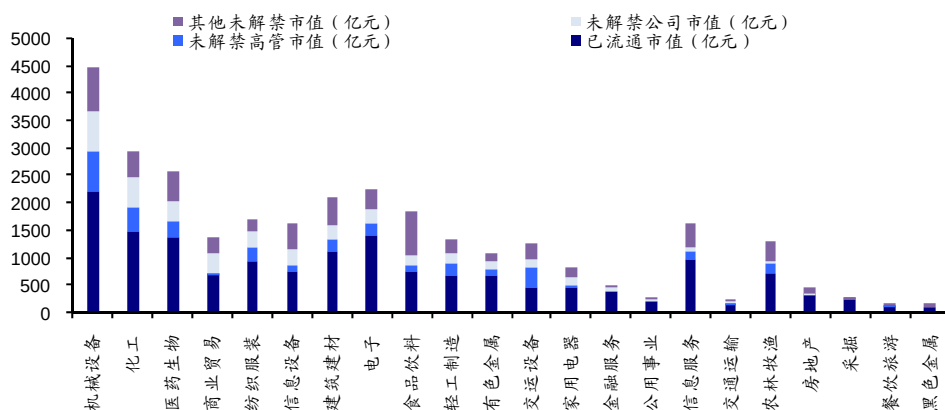
因此，结合发行时估值、当前估值以及历史估值来综合评判，我们认为估值维度存在存量扩容压力的行业是：信息服务、农林牧渔、食品饮料、有色金属、电子、信息设备和医药生物。

4.3 从持有人结构的维度看

从 2011 年 12 月中旬的这个时点去看，中小板未来 4 年左右高管解禁压力最大的行业交运设备、机械设备、化工和纺织服装行业，解禁市值相对于当前的流通市值占比分别是 79%、32%，29%和 27%。

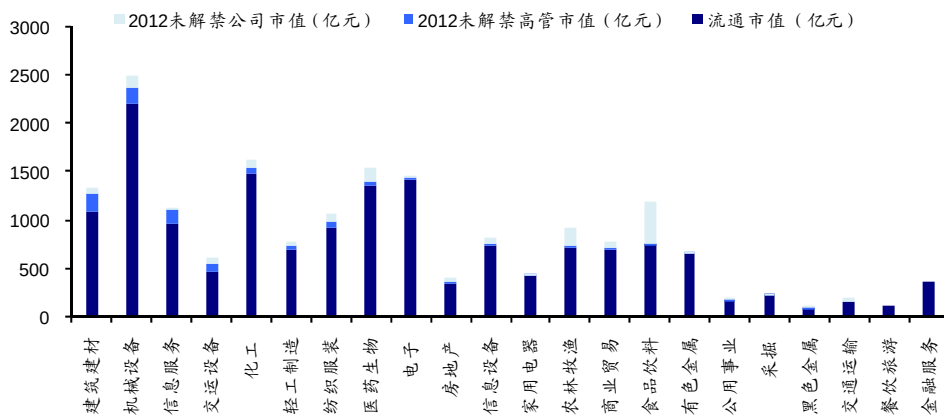
仅看 2012 年的情况，中小板中高管解禁限售金额最大的行业是建筑建材、机械设备、信息服务和交运设备行业；从中小板高管限售解禁占中小板中该行业流通市值的占比情况来看，占比压力最大的行业是交运设备、建筑建材、信息服务和房地产行业，各占行业目前流通市值的比值为 22%、16%，15%和 8%。

图 40 各行业已流通市值及未解禁部分



资料来源：WIND，海通证券研究所
注：按照未解禁高管市值大小排序

图 41 各行业已流通部分及 2012 年高管、公司解禁



资料来源：WIND，海通证券研究所
注：按照 2012 年未解禁高管市值大小排序

综合解禁的绝对金额压力和相对比值压力，2012 年中小板中高管减持压力主要集中在建筑建材、交运设备和信息服务行业，压力行业与 4.1 中选出行业高度重合。

4.4 小结

2012 年中小板存量扩容压力有以下特点：

一是高压力期在下半年，解禁压力从 7 月开始显现，11 月达到高峰，前低后高的格局带来中小板股票的下半年股价运行压力。

二是从估值角度来看，信息服务、农林牧渔、食品饮料、有色金属、电子、信息设备和医药生物面临较大风险和压力。

三是从高管持股来分析，未来 4 年左右高管解禁压力最大的行业交运设备、机械设备、化工和纺织服装行业存在较大的存量扩容压力。仅看 2012 年的情况，中小板中高管解禁限售金额最大的行业是建筑建材、机械设备、信息服务和交运设备行业；从中小板高管限售解禁占中小板中该行业流通市值的占比情况来看，占比压力最大的行业是交运设备、建筑建材、信息服务和房地产行业。

总体上来看，就 2012 年而言（暂时不考虑 2013 年之后的存量股压力），我们认为机械、信息服务、交运设备、建筑建材、食品饮料、医药生物、农林牧渔等行业面临较大的解禁压力。

5. 总结

我们将观点总结如下：

一是未来一年以及更远的时段内中小板存量扩容压力很大，相对于主板流通比例已经达到 82% 的高位，中小板 52.8% 和创业板 33.6% 的流通比例充分显示未来的解禁压力；从以往的经验统计来看，减持高峰和解禁高峰相对应，时间略有延迟；2012 年解禁压力前低后高的格局带来中小板股票的下半年股价运行压力。如果放眼更长时间则压力更大。

二是中小板过往减持经验告诉我们，解禁时间和高管持股两个因素较估值因素要更加重要；解禁高峰和减持高峰基本上重叠，而高管这类特殊产业资本的减持行为和大盘运行的吻合度较高，节奏把握较好，而相对来说产业资本对估值高低关注程度不太明确；我们在筛选高风险行业时更多地考虑的是解禁时间限制和高管持股比例这两个维度。

三是对比了绝对和相对扩容规模之后，我们筛选出中小板 2012 年（未考虑更长时间）存量股解禁压力较大的行业是机械、信息服务、交运设备、建筑建材、食品饮料、医药生物、农林牧渔行业。（详细的个股列表见附表）

以下是中小板 2012 年压力点较大的行业所涉及的个股。

表 4 2012 年重点行业中解禁市值对应现在流通市值占比超过 200%的个股

代码	简称	2012 年解禁市值 (亿元)	所属行业	流通市值 (亿元)	解禁市值占比 (%)
002287.SZ	奇正藏药	70.23	医药生物	7.43	945.79
002594.SZ	比亚迪	120.73	交运设备	18.20	663.30
002570.SZ	贝因美	64.95	食品饮料	11.87	547.09
002317.SZ	众生药业	34.30	医药生物	10.32	332.30
002294.SZ	信立泰	88.18	医药生物	26.57	331.82
002311.SZ	海大集团	84.65	农林牧渔	26.94	314.27
002315.SZ	焦点科技	42.28	信息服务	13.95	303.00
002275.SZ	桂林三金	59.66	医药生物	20.06	297.37
002292.SZ	奥飞动漫	73.33	信息服务	24.76	296.15
002225.SZ	濮耐股份	45.81	建筑建材	17.40	263.31
002630.SZ	华西能源	17.39	机械设备	6.78	256.34
002628.SZ	成都路桥	15.85	建筑建材	6.37	248.76
002308.SZ	威创股份	51.67	信息服务	21.05	245.45
002534.SZ	杭锅股份	21.82	机械设备	8.91	245.08
002296.SZ	辉煌科技	24.11	信息服务	10.11	238.52
002626.SZ	金达威	19.39	医药生物	8.23	235.67
002276.SZ	万马电缆	32.24	机械设备	13.78	233.89
002284.SZ	亚太股份	17.73	交运设备	7.62	232.83
002299.SZ	圣农发展	105.47	农林牧渔	47.00	224.41
002328.SZ	新朋股份	26.67	交运设备	11.97	222.83
002280.SZ	新世纪	11.00	信息服务	4.97	221.51
002323.SZ	中联电气	11.58	机械设备	5.27	219.70
002604.SZ	龙力生物	23.46	农林牧渔	10.80	217.15
002310.SZ	东方园林	88.70	建筑建材	44.02	201.52
002279.SZ	久其软件	16.73	信息服务	8.31	201.31

资料来源：WIND，海通证券研究所

表 5 2012 年中小板重点行业解禁市值绝对金额超过 20 亿的风险个股

代码	简称	2012 年解禁市值 (亿元)	所属行业	流通市值 (亿元)	流通市值占比
002304.SZ	洋河股份	445.35	食品饮料	565.08	78.81
002594.SZ	比亚迪	120.73	交运设备	18.20	663.30
002299.SZ	圣农发展	105.47	农林牧渔	47.00	224.41
002310.SZ	东方园林	88.70	建筑建材	44.02	201.52
002294.SZ	信立泰	88.18	医药生物	26.57	331.82
002311.SZ	海大集团	84.65	农林牧渔	26.94	314.27
002292.SZ	奥飞动漫	73.33	信息服务	24.76	296.15
002287.SZ	奇正藏药	70.23	医药生物	7.43	945.79
002570.SZ	贝因美	64.95	食品饮料	11.87	547.09
002275.SZ	桂林三金	59.66	医药生物	20.06	297.37
002308.SZ	威创股份	51.67	信息服务	21.05	245.45
002225.SZ	濮耐股份	45.81	建筑建材	17.40	263.31
002315.SZ	焦点科技	42.28	信息服务	13.95	303.00
002283.SZ	天润曲轴	40.00	交运设备	31.76	125.94
002317.SZ	众生药业	34.30	医药生物	10.32	332.30
002325.SZ	洪涛股份	33.78	建筑建材	18.41	183.50
002118.SZ	紫鑫药业	33.75	医药生物	17.83	189.31
002276.SZ	万马电缆	32.24	机械设备	13.78	233.89
002309.SZ	中利科技	28.73	机械设备	20.30	141.50
002328.SZ	新朋股份	26.67	交运设备	11.97	222.83
002266.SZ	浙富股份	25.03	机械设备	25.47	98.27
002296.SZ	辉煌科技	24.11	信息服务	10.11	238.52
002604.SZ	龙力生物	23.46	农林牧渔	10.80	217.15
002595.SZ	豪迈科技	22.05	机械设备	11.20	196.84
002534.SZ	杭锅股份	21.82	机械设备	8.91	245.08
002300.SZ	太阳电缆	20.91	机械设备	12.46	167.80

资料来源：WIND，海通证券研究所

表 6 高管 2012 解禁股数占现有流通股数超过 100%的个股

代码	简称	高管 2012 年解禁股数 (万股)	现有流通股(万股)	高管解禁现有流通股占比(%)	估算高管解禁市值 (亿元)	所属行业
002594.SZ	比亚迪	25293.48	1860	1359.86	57.67	交运设备
002328.SZ	新朋股份	19785	2504.1	790.1	20.2	交运设备
002225.SZ	濮耐股份	34706.61	8651.43	401.17	32.49	建筑建材
002324.SZ	普利特	15477.6	5470.38	282.93	15.82	化工
002312.SZ	三泰电子	6624	2500	264.96	6.17	信息设备
002327.SZ	富安娜	9100	3569.13	254.96	42.95	纺织服装
002292.SZ	奥飞动漫	30720	12134.2	253.17	77.2	信息服务
002317.SZ	众生药业	7304.48	3039.78	240.3	16.14	医药生物
002102.SZ	冠福家用	17228.06	7395.49	232.95	10.53	轻工制造
002305.SZ	南国置业	48440.85	23619.28	205.09	25	房地产
002295.SZ	精艺股份	7609.5	4036.31	188.53	5.9	有色金属
002280.SZ	新世纪	6950.78	3887.91	178.78	8.17	信息服务
002392.SZ	北京利尔	13473.23	8045.4	167.46	11.98	建筑建材
002282.SZ	博深工具	13669.9	8200	166.71	13.4	机械设备
002104.SZ	恒宝股份	13219.2	8920.8	148.18	12.2	信息设备

002290.SZ	禾盛新材	7040.52	4800	146.68	11.15	家用电器
002326.SZ	永太科技	13626	10300	132.29	19.74	化工
002595.SZ	豪迈科技	6508.71	5000	130.17	15.62	机械设备
002631.SZ	德尔家居	2970.02	2291	129.64	4.45	轻工制造
002296.SZ	辉煌科技	11791.2	9119.76	129.29	17.93	信息服务
002608.SZ	舜天船舶	3080	2400	128.33	6.6	交运设备
002598.SZ	山东章鼓	3590.69	3250	110.48	4.03	机械设备
002587.SZ	奥拓电子	1883.82	1880	100.2	3.53	电子

资料来源：WIND，海通证券研究所

表 7 高管 2012 解禁估算金额超过 10 亿个股

代码	简称	高管 2012 年解禁股数	现有流通股(万股)	高管解禁现有流通股占比(%)	估算高管解禁市值(亿元)	所属行业
002310.SZ	东方园林	9781.8	14560	67.18	84.86	建筑建材
002292.SZ	奥飞动漫	30720	12134.2	253.17	77.2	信息服务
002594.SZ	比亚迪	25293.48	1860	1359.86	57.67	交运设备
002327.SZ	富安娜	9100	3569.13	254.96	42.95	纺织服装
002225.SZ	濮耐股份	34706.61	8651.43	401.17	32.49	建筑建材
002315.SZ	焦点科技	6953.74	11070.64	62.81	29.48	信息服务
002309.SZ	中利科技	13374	20600.66	64.92	25.84	机械设备
002303.SZ	美盈森	12611.99	40947.68	30.8	25.2	轻工制造
002305.SZ	南国置业	48440.85	23619.28	205.09	25	房地产
002266.SZ	浙富股份	12270	26182.15	46.86	20.79	机械设备
002328.SZ	新朋股份	19785	2504.1	790.1	20.2	交运设备
002326.SZ	永太科技	13626	10300	132.29	19.74	化工
002296.SZ	辉煌科技	11791.2	9119.76	129.29	17.93	信息服务
002325.SZ	洪涛股份	8393.68	14091.81	59.56	16.62	建筑建材
002317.SZ	众生药业	7304.48	3039.78	240.3	16.14	医药生物
002324.SZ	普利特	15477.6	5470.38	282.93	15.82	化工
002595.SZ	豪迈科技	6508.71	5000	130.17	15.62	机械设备
002288.SZ	超华科技	10015.68	10318.91	97.06	14.27	电子
002282.SZ	博深工具	13669.9	8200	166.71	13.4	机械设备
002278.SZ	神开股份	13577.32	14122.48	96.14	12.31	机械设备
002104.SZ	恒宝股份	13219.2	8920.8	148.18	12.2	信息设备
002392.SZ	北京利尔	13473.23	8045.4	167.46	11.98	建筑建材
002290.SZ	禾盛新材	7040.52	4800	146.68	11.15	家用电器

资料来源：WIND，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

吴一萍：策略部

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。