

08年1季度大小非解禁与减持分析

报告日期：2008年4月8日

分析师：投资策略组

服务热线

010-66045566

服务邮箱

service@txsec.com

表 1：解禁和减持比较

	解禁市值 (亿元)	减持市值 (亿元)
总量比较		
2007年	18469.8	906.1
2008年1季	8439.8	195.6
2008年2季	4244.5	
	每月解禁 市值占流 通市值的 平均比例	每月减持 市值占解 禁市值的 平均比例
趋势比较		
2007年	2.5%	8.0%
2008年1季	3.3%	3.1%
2008年2季	1.96%	

数据来源：天相数据库

- 天相分析系统数据显示，2007年沪深两市解禁股市值18469.8亿元，每月解禁市值占期初两市流通市值的平均比例为2.5%；期间减持市值为906.1亿元，每月减持市值占解禁市值的平均比例为8%。2008年1季度沪深两市解禁股市值为8439.8亿元，每月解禁市值占期初两市流通市值的平均比例为3.3%；期间减持市值为195.6亿元，每月减持市值占解禁市值的平均比例为3.1%。2008年2季度解禁股总数为343.99亿股，按照3月31日收盘价计算，解禁市值为4244.45亿元，预计每月解禁市值占期初两市流通市值的平均比例为1.96%。**由此看来，08年2季度的减持压力有所缓解，我们对2季度解禁股减持持谨慎乐观态度。**
- 08年1季度，随着市场环境变化，市场对解禁股减持预期发生变化。在新的预期下，潜在资金供求关系的改变，使得即使实际减持并未随解禁高潮的到来而上升，市场也会产生较大反应。可以说，解禁股减持压力被市场放大，市场对解禁股减持反应有所过度。
- 07年，上证指数涨幅大的月份往往减持比例比较低，但涨幅小的月份减持比例并非很高；08年1季度，减持比例与指数涨幅明显成反比，说明减持与市场关联度上升。
- 08年1季度，在新的市场背景和预期下，减持公告对市场的影响发生根本转变，负面效应正在加强；解禁和减持事件对市场心理的影响更明显；减持公告对个股冲击增强，减持公告日个股股价波动性增加；减持速度有所加快。
- 08年2季度，金融、机械、日用品、贸易、元器件等板块的解禁股减持压力比较大；传媒、计算机硬件、造纸包装、综合、电力板块解禁股减持压力比较小。
- 解禁股套现比例和减持速度影响市场对减持行为的接受和消化，因此如果适当控制减持的理性度和速度，则2季度解禁股减持对市场的影响可以大大降低。

1. 解禁与减持行为整体变化趋势

1.1 样本选择

我们选择了公告日为 2007 年，减持截止日为 2007 年的上市公司发生解禁股减持的 986 批次数据作为 2007 年解禁股减持样本，选择了公告日为 2008 年 1 季度，减持截止日为 2008 年 1 季度的上市公司发生解禁股减持的 221 批次数据作为 2008 年 1 季度解禁股减持样本（该两个样本集合包含了根据实际减持发生日期和公告日的时间差异特别调整归类的个别样本）。我们通过样本比较研究了 07 年和 08 年 1 季度上市公司解禁股减持行为的特点，并分析 08 年 2 季度市场的解禁和减持压力。注意由于部分样本减持期跨年分布，而我们无法得知减持发生的具体时间，因此声明，所计算数据均按照我们选样标准得到。

1.2 解禁与减持行为的总量变化

根据如上取样，2007 年沪深两市解禁股市值 18469.8 亿元，每月解禁市值占期初两市流通市值的平均比例为 2.5%；期间减持市值为 906.1 亿元，每月减持市值占解禁市值的平均比例为 8%。2008 年 1 季度沪深两市解禁股市值为 8439.8 亿元，每月解禁市值占期初两市流通市值的平均比例为 3.3%；期间减持市值为 195.6 亿元，每月减持市值占解禁市值的平均比例为 3.1%。总体来说，08 年 1 季度解禁市值占流通市值比例较 07 年上升，但实际减持市值占比却有所下降，可见，实际减持压力是减小的。

表 1：解禁和减持比较

	解禁市值 (亿元)	减持市值 (亿元)	每月解禁市值占流 通市值的平均比例	每月减持市值占解 禁市值的平均比例
总量比较				
2007年	18469.8	906.1	2.5%	8.0%
2008年1季度	8439.8	195.6	3.3%	3.1%
2008年2季度	4244.5		1.96%	

数据来源：天相数据库

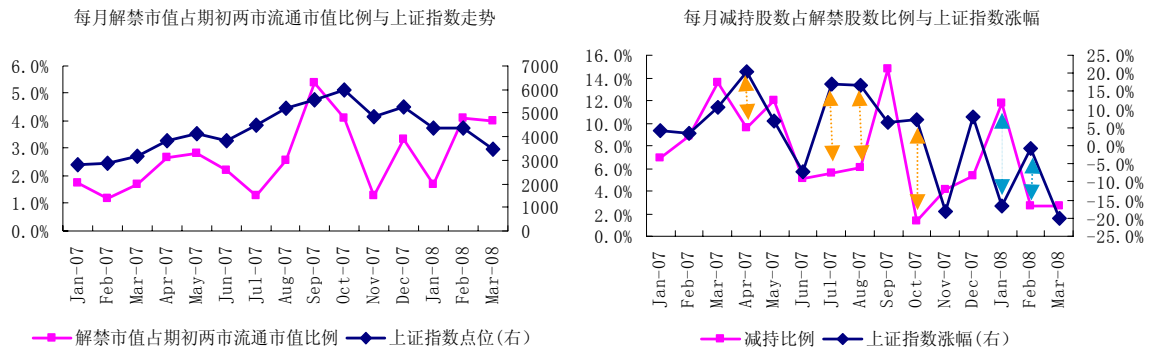
1.3 解禁与减持总量变化对市场影响

2008 年 1 季度，随着解禁压力的上升，市场对解禁股减持预期发生变化。解禁市值占当月初两市流通市值的比例在 07 年 9 月达到高点，之后稍有回落，08 年 1 季度，该比例在上升，整体处于 07 年以来较高水平。但是，实际上 08 年 1 季度解禁股减持比例是下降的。08 年 1 季度解禁股实际减持市值占解禁市值的月均比例比 07 年下降了近 5 个百分点，减持比例也是处于 07 年以来历史最低（图 1 右）。然而从图 1（左）可以看到，08 年 1 季度随着解禁市值占流通市值比例的上升，上证指数下调幅度较大（滞后 1 个月）。由此看出，08 年 1 季度，在新的市场背景下，解禁股对流通市场带来了比较大的冲击，流通市场的资金供求关系预期发生一定的变化，这种潜在的压力使得市场对解禁股减持预期发生了改变，即使实际减持并未随解禁高潮的到

来而上升，但是人们预期的变化使得解禁股减持的压力被市场放大，市场对解禁股减持反应有所过度。

分析上证指数涨幅与每月解禁股减持比例的走势，发现 07 年，上证指数涨幅大的月份往往减持比例比较低，但涨幅小的月份减持比例并非很高；08 年 1 季度，减持比例与指数涨幅明显反向运动，说明减持与市场的关系更紧密。

图 1：2007-2008 年 1 季度解禁股减持趋势变化

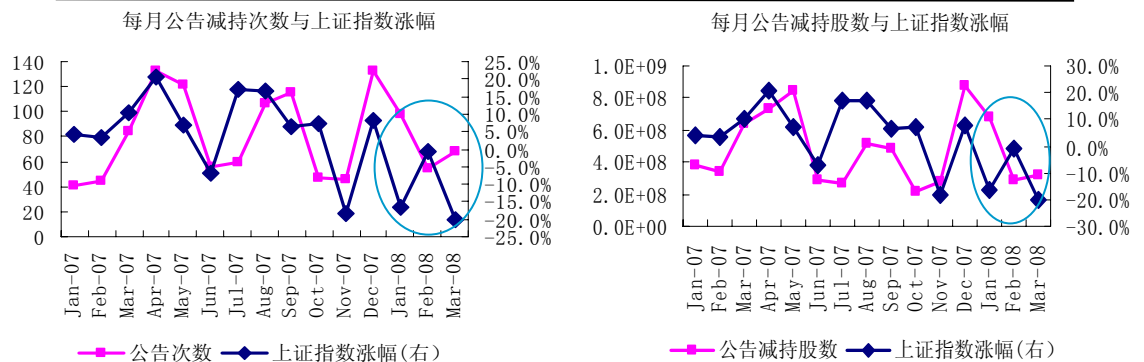


数据来源：天相数据库、天相分析系统

2. 减持公告对市场影响发生根本转变

我们统计了研究期每月公告发生的减持次数、减持股数，并分析这两个指标与上证指数月涨幅的关系，发现 2008 年 1 季度与 2007 年相比，每月公告发生减持的次数及减持股数与上证指数的关系发生了根本性的转变。由图 2 可以看出，07 年减持与上证指数涨幅具有较强的同步性；08 年以来，市场受减持行为的影响在变化，公告减持次数和股数愈多，指数跌幅越大，表现为负相关性。这显示出市场环境发生变化后减持公告对市场影响增大。08 年 1 季度，由于市场的整体下跌，公告减持的额度和减持次数对市场有很明显的打击作用，市场整体信心的减弱，使得其对减持事件和股数敏感度变强。可以认为，在牛市背景中，减持行为被市场理性接受，对市场有推动作用，但是在震荡市场中，市场较为脆弱，这时的解禁股减持对市场而言无疑有雪上加霜的作用。

图 2：2007-2008 年 1 季度每月公告减持次数、股数与上证指数涨幅



数据来源：天相数据库、天相分析系统

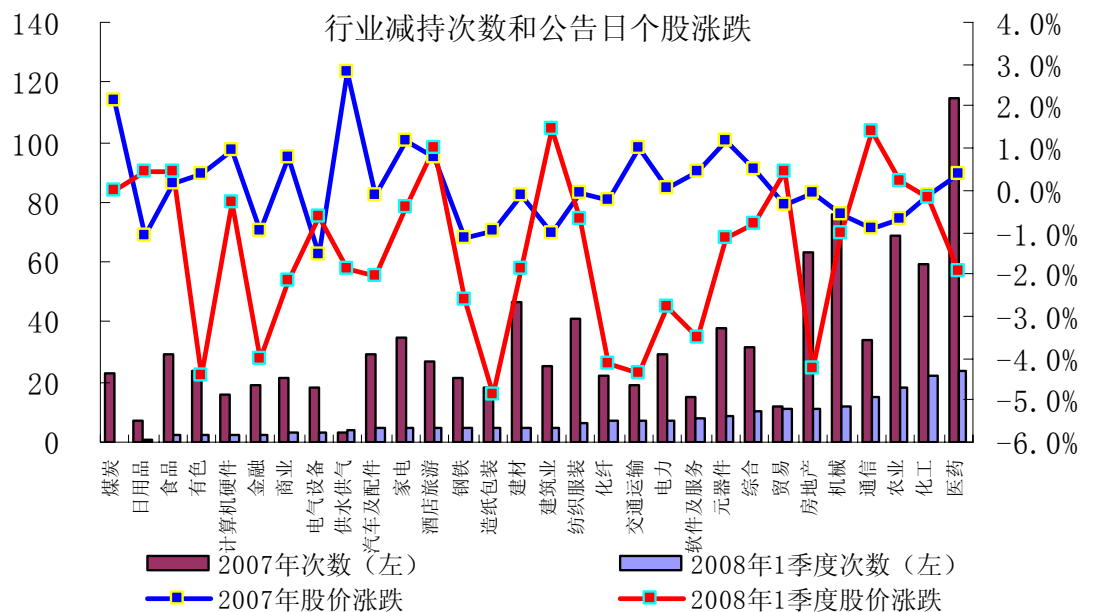
3. 行业减持行为分析

3.1 行业减持次数变化及个股股价变化

从各行业公告减持的次数（附录 2）看，08 年 1 季度减持居前列的行业为医药、化工、农业、通信、机械，而 07 年前 5 位为医药、机械、农业、房地产、化工，稳中有变。其中供水供气、贸易、软件及服务行业明显加速了减持，而煤炭、食品、有色则明显减少了减持，特别是煤炭行业，07 年全年公告减持了 23 次，08 年 1 季度尚未有个股公告减持。

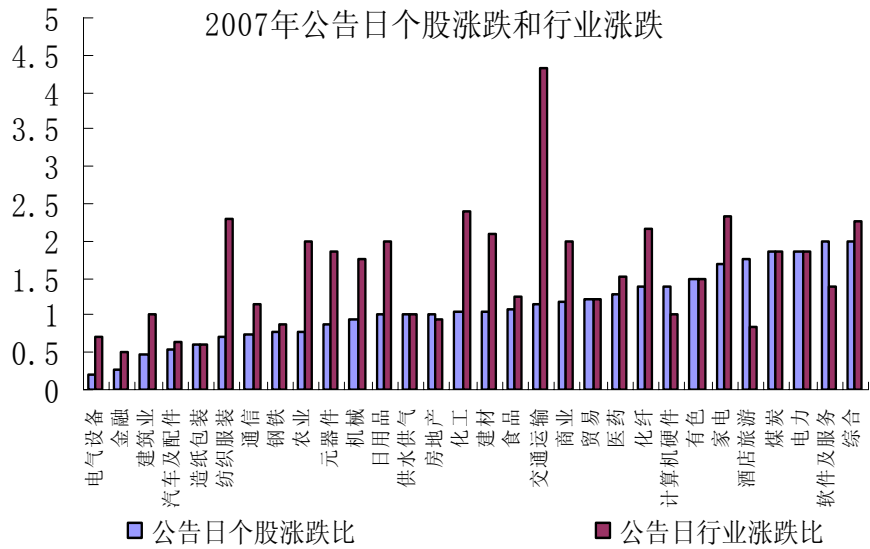
就公告日被减持个股股价的变化而言，从行业平均而看，07 年公告日个股股价变化很温和，但 08 年 1 季度减持公告日个股股价变化比较大，波动性加强，这一方面固然由于市场的波动性增加所致，另一方面也说明个股股价对减持敏感度增加，图 4 证明了这一点。由图 4 可以看到，07 年减持公告日个股涨跌次数比与行业涨跌次数比比较一致，但是 08 年 1 季度两者差异非常明显，呈现两极分化现象，金融业个股与行业均下跌，电气设备、汽车及配件、元器件、房地产、交通运输、商业、电力行业减持公告日个股悉数下跌，但是部分行业如建筑、家电、化工个股上涨次数多于行业上涨次数。

图 3：行业减持次数与公告日减持个股股价涨幅



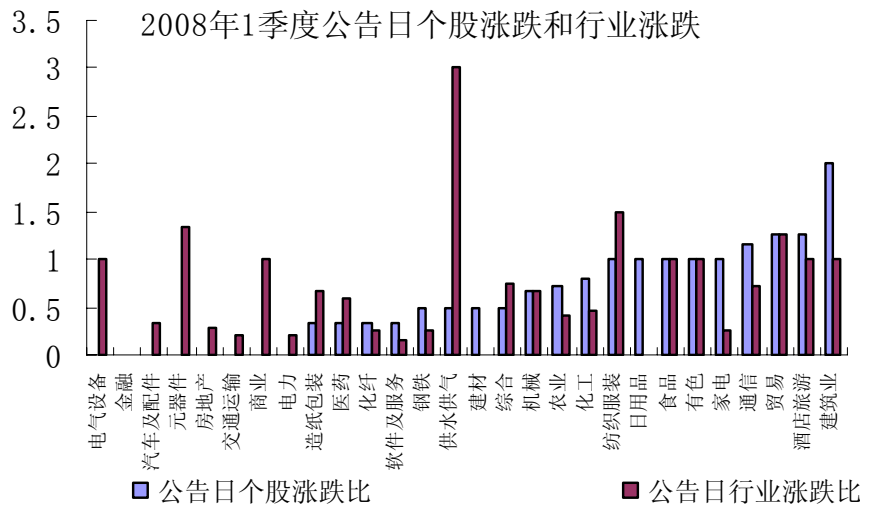
数据来源：天相数据库

图 4(a): 公告日减持个股股价涨跌比和行业涨跌比差异



数据来源: 天相数据库

图 4(b): 公告日减持个股股价涨跌比和行业涨跌比差异



数据来源: 天相数据库

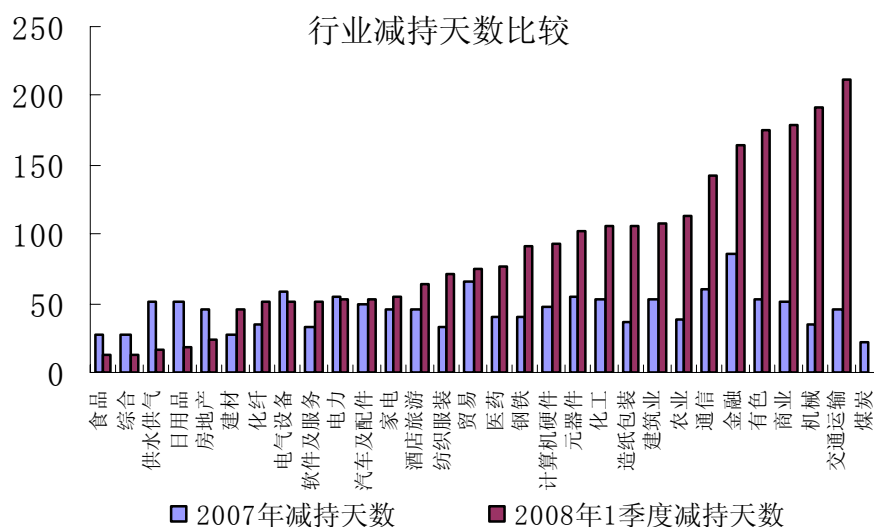
3.2 行业减持股数与速度变化及其影响

从行业减持股数（附录 3）看，2007 年减持股数居于前 5 位的为金融、医药、房地产、农业、机械，08 年 1 季度为金融、化工、通信、建材、农业，行业减持的股数发生了较大的变化。

从减持速度看，08 年 1 季度个股减持期较 07 年延长，07 年平均减持天数为 43 天，而 08 年 1 季度为 90 天。造成减持天数差异的原因，主要是部分样本减持期跨年分布，即 07 年部分样本开始减持日期在 06 年，而 08 年部分样本开始减持日期在 07 年。若排除掉这个因素影响，则 07 年平均减持天数为 41 天，08 年平均减持天数为 16 天。可见，08 年实际平均减持速度有所加快。

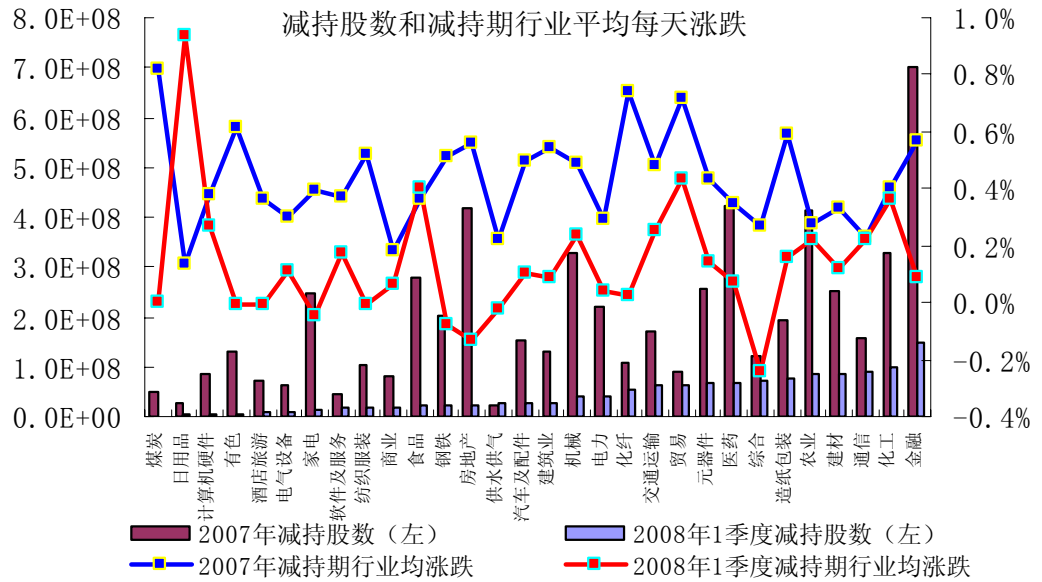
从样本减持期行业的平均每日涨跌看，2008 年 1 季度行业股价除受市场影响整体下移外，波动性并没有比 07 年增大，说明虽然市场震荡加剧，但是对行业而言，减持并没有加剧行业的股价波动，这主要得益于 08 年样本的跨年因素导致减持期较长，使得行业消化减持股份的时间变长，有利于缓冲减持对行业的影响。这恰恰说明，延长减持天数，有利于减持的理性进行，更有利于行业对减持的消化。

图 5：行业减持天数（附录 4）



数据来源：天相数据库

图 6: 行业减持股数与行业股价波动



数据来源: 天相数据库

4. 2008年2季度减持压力分析

根据天相分析系统, 08年2季度两市解禁股总数为343.99亿股, 占两市期初流通股本的3.27%, 占两市流通A股的6.8%, 按照3月31日收盘价计算, 解禁市值为4244.45亿元, 占当前两市流通市值的5.7%, 预计每月解禁市值占流通市值的均值为1.96%。

从表1可知, 08年1季度解禁市值为8439.8亿元, 而2季度只有4244.45亿元, 仅为1季度的50%左右, 若按照1季度市值减持比例, 2季度减持市值不过132亿元, 仅为1季度减持市值195.6亿元的67%。可见, 08年2季度解禁股减持压力有所缓解, 预计2季度由于解禁股减持造成的市场资金压力较1季度会有一个比较大的减轻。

从股票供求角度看, 若按照07年的减持速度和减持比例, 而2季度减持股数为1季度的1.7倍, 日均减持量为1季度的0.6倍; 若按照08年1季度的减持速度(剔除跨年样本)和减持比例, 而2季度减持股数和日均减持量均为1季度的1.2倍。因此, 2季度的减持压力能否更进一步减轻, 很大程度上取决于股东减持比例和速度。

以预计解禁股的市值占期初流通市值的比例(附录5)来看, 08年2季度, 金融、机械、日用品、贸易、元器件、通信、软件及服务、农业、有色、食品板块的解禁减持压力比较大, 特别是金融板块, 该比例达到16%, 而07年、08年1季度, 金融板块的减持压力也居于前列; 如果考虑之前解禁但是未减持的股票继续减持带来的累积效应, 这些板块的减持压力相对会大一些。相反, 传媒、计算机硬件、造纸包装、综合、电力板块减持压力比较小, 这些板块由于减持造成的影响会小一些; 特别石油板块2季度有1家个股淮油股份预计解禁流通, 而07年、08年1季度根据我们的样本

石油板块没有个股减持。

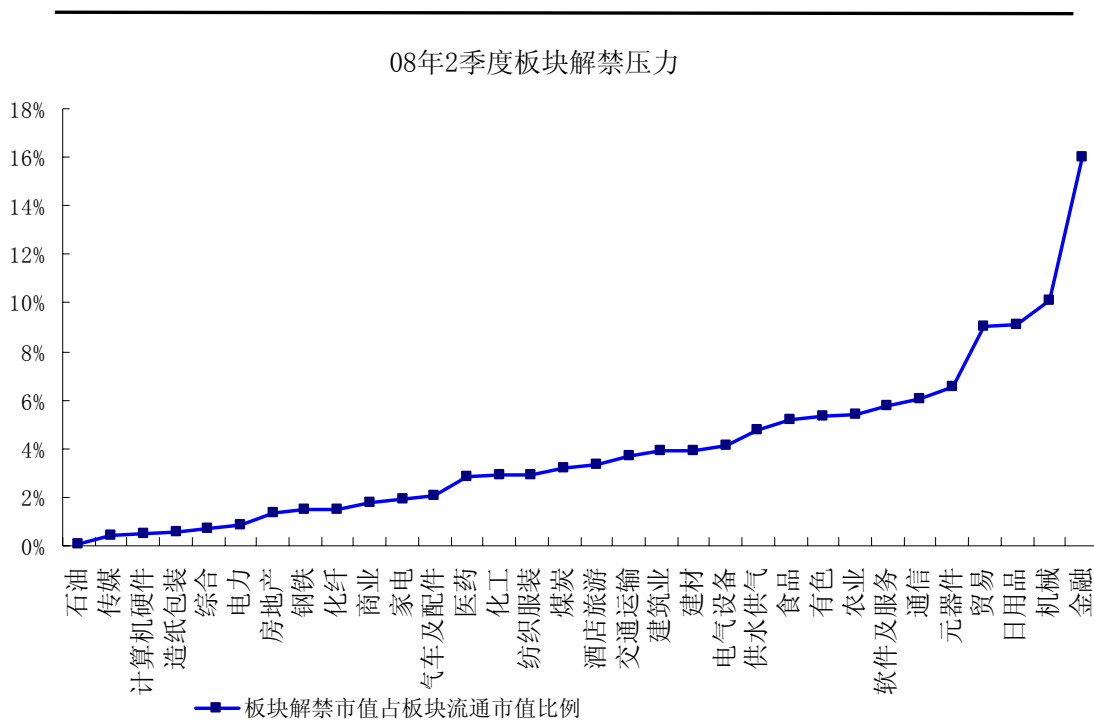
虽然 2 季度实际减持压力较小，若考虑市场的下移，带来市场信心的减弱，以及由于市场走弱可能带动股东减持的加速，2 季度解禁股减持对市场还是有一定的压力。但如果股东减持比例和减持速度能控制适当，加上实际解禁压力的下降，则 2 季度解禁股减持对股价的冲击可以大大降低，我们对 2 季度的解禁股减持持谨慎乐观的态度。

表 2: 08 年 2 季度减持压力

	2007样本	2008-1季度样本	按照07年 速度套现	按照08年1季 度速度套现
减持股数	5877838859	1291588925	2135870908	1547965220
日均减持股数	143361923	80724308	52094412	96747826
减持天数	41	16	41	16
套现比例	6.21%	4.50%	6.21%	4.50%

数据来源：天相数据库

图 7: 2008-2 季度预计解禁股市值占各板块流通市值的比例



数据来源：天相数据库

附录 1：文章涉及名词/概念定义

每月解禁市值占期初两市流通市值比例=该月解禁市值/上月底两市流通市值。

每月解禁市值占期初两市流通市值的平均比例= Σ (每月解禁市值占期初两市流通市值比例)/n;

n=12(2007年)或3(2008年1、2季度);其它几个类似概念类似定义。

每月减持比例=每月减持股数/每月解禁股数。

每月解禁市值= Σ (该月公告预计解禁的个股股数*预计上市日个股的前收盘价);08年2季度按照1季度底收盘价计。

每月减持市值= Σ (减持截止日为该月底的个股减持股数*减持期个股的平均股价)。

每月减持股数= Σ 截至该月底减持个股股数。

每月解禁股数= Σ 该月公告解禁的个股股数,个别根据实际减持时间调整。

每月公告减持次数=公告日为该月的总共减持次数,个别根据实际减持时间调整。

每月公告减持股数=公告日为该月的总共减持股数,个别根据实际减持时间调整。

行业减持次数=期间该行业公告发生的减持次数总和。

公告日个股股价= Σ 公告日个股股价涨幅/行业减持次数。

公告日股价涨跌= Σ 公告日被减持个股股价涨幅/行业减持次数。

公告日个股涨跌比=公告日被减持个股上涨的减持次数/公告日被减持个股下跌的减持次数;

公告日行业涨跌比类似。

行业减持股数=期间该行业发生的总减持股数。

样本个股减持天数=减持开始日-减持截止日。

样本减持天数(平均减持天数、减持期)= Σ 样本个股减持天数/样本总数;

公告一次视为一个样本,相同个股重复计算。

行业减持天数= Σ 该行业个股减持天数/行业减持次数。

样本减持期行业的平均每日涨跌= Σ (每次公告减持期样本所在行业的涨幅/行业减持次数)/行业减持天数。

期初值:该概念的上一期末的值,如期初股本表示上一期末的股本。

声明:个别样本由于存在公告时间和减持时间差,因此会根据实际情况调整,以使统计结果更真实。

附录 2: 行业公告减持次数

名称	2007年	2008年1季度
煤炭	23	0
日用品	7	1
食品	29	2
有色	24	2
计算机硬件	16	2
金融	19	2
商业	21	3
电气设备	18	3
供水供气	3	4
汽车及配件	29	5
家电	35	5
酒店旅游	27	5
钢铁	21	5
造纸包装	18	5
建材	47	5
建筑业	25	5
纺织服装	41	6
化纤	22	7
交通运输	19	7
电力	29	7
软件及服务	15	8
元器件	38	9
综合	32	10
贸易	12	11
房地产	63	11
机械	76	12
通信	34	15
农业	69	18
化工	59	22
医药	115	24

数据来源: 天相数据库

附录 3: 行业公告减持股数

名称	2007年	2008年1季度
煤炭	5.2E+07	0.0E+00
日用品	2.8E+07	3.1E+06
计算机硬件	8.5E+07	4.5E+06
有色	1.3E+08	5.6E+06
酒店旅游	7.1E+07	8.1E+06
电气设备	6.5E+07	1.1E+07
家电	2.5E+08	1.4E+07
软件及服务	4.3E+07	1.6E+07
纺织服装	1.0E+08	1.8E+07
商业	8.0E+07	1.8E+07
食品	2.8E+08	2.0E+07
钢铁	2.0E+08	2.2E+07
房地产	4.2E+08	2.3E+07
供水供气	2.0E+07	2.6E+07
汽车及配件	1.5E+08	2.8E+07
建筑业	1.3E+08	2.9E+07
机械	3.3E+08	4.1E+07
电力	2.2E+08	4.1E+07
化纤	1.1E+08	5.3E+07
交通运输	1.7E+08	6.1E+07
贸易	9.0E+07	6.4E+07
元器件	2.6E+08	6.7E+07
医药	4.2E+08	6.9E+07
综合	1.2E+08	7.4E+07
造纸包装	1.9E+08	7.4E+07
农业	4.1E+08	8.4E+07
建材	2.5E+08	8.5E+07
通信	1.6E+08	8.9E+07
化工	3.3E+08	9.8E+07
金融	7.0E+08	1.5E+08

数据来源: 天相数据库

附录 4: 行业平均减持天数

名称	2007年	2008年1季度
食品	27.6	12.0
综合	26.6	12.9
供水供气	52.0	16.0
日用品	50.6	19.0
房地产	44.8	24.0
建材	27.7	45.4
化纤	35.4	50.3
电气设备	57.8	50.3
软件及服务	32.5	50.8
电力	55.4	53.0
汽车及配件	49.7	53.8
家电	46.0	55.4
酒店旅游	46.0	64.4
纺织服装	32.2	70.3
贸易	65.3	75.6
医药	40.0	76.9
钢铁	41.0	91.2
计算机硬件	47.1	93.5
元器件	54.8	103.0
化工	53.4	105.4
造纸包装	35.6	106.4
建筑业	53.8	107.8
农业	38.2	112.9
通信	60.1	141.5
金融	85.2	164.0
有色	52.7	175.5
商业	51.8	178.0
机械	34.4	191.2
交通运输	45.3	211.4

数据来源: 天相数据库

附录 5：08 年 2 季度板块解禁市值

名称	解禁市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	板块解禁市值占板 块流通市值比例
石油	0.9	866.98	0.10%
传媒	3.49	758.33	0.46%
计算机硬件	3.57	679.22	0.53%
造纸包装	5.38	889.56	0.60%
综合	10.28	1409.15	0.73%
电力	31.99	3615.21	0.88%
房地产	82.89	6083.54	1.36%
钢铁	55.58	3784.38	1.47%
化纤	8.65	570.75	1.52%
商业	42.26	2371.66	1.78%
家电	31.29	1648.16	1.90%
汽车及配件	40.62	1962.64	2.07%
医药	82.35	2921.58	2.82%
化工	97.30	3356.63	2.90%
纺织服装	39.12	1344.48	2.91%
煤炭	83.23	2625.08	3.17%
酒店旅游	12.71	376.58	3.37%
交通运输	186.88	5031.97	3.71%
建筑业	56.24	1436.34	3.92%
建材	51.61	1317.1	3.92%
电气设备	55.30	1344.46	4.11%
供水供气	22.42	469.93	4.77%
食品	144.76	2781.41	5.20%
有色	144.73	2719.25	5.32%
农业	64.41	1183.5	5.44%
软件及服务	42.31	731.89	5.78%
通信	108.15	1790.8	6.04%
元器件	62.85	963.03	6.53%
贸易	79.73	883.86	9.02%
日用品	19.96	218.93	9.12%
机械	316.19	3119.25	10.14%
金融	2257.41	14095.62	16.02%

数据来源：天相数据库

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

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：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566	传真：010-66573918	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；66045577	传真：010-66045500	邮编：100034
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：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 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中航苑鼎诚国际大厦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：250014