

# 聚焦 10月限售股解禁洪峰

编者按:

根据统计,今年10月,两市约有50家上市公司限售股解禁,规模达3192亿股,占全年解禁股份总量近45%。这不仅是2009年解禁额度最大的一个月,也是股改以来单月解禁额度最大的一个月。在IPO与再融资持续升温、创业板开闸、国际板加速酝酿的背景下,解禁洪峰的到来是否会成为A股市场中一颗分量不轻的砝码?

## 3192亿解禁股:值得提防的10月行情搅局者

中原证券研究所 李俊

我们平常所说的限售股主要包括股改限售股、首发原股东限售股、首发机构配售股、首发一般股份、定向增发机构配售以及公开增发机构配售。一般来说,限售股主要是由股改限售股与首发原股东限售股构成。

### 解禁呈倒“V”型分布

截至2009年9月25日,A股市场已经有385家实现了全流通,占比23.78%;尚未完全流通、存在限售股压力的上市公司有1234家,占比76.22%。在市场向全流通逐渐演变的过程中,2009年是限售股解禁的最高峰。一方面是由于股权分置改革之后,A股市场的股改限售股开始解禁;另一方面,“新老划断”后的上市公司中原始股东也陆续结束了限售期。

在这两者的共同作用下,A股市场的股票供给在今年出现急剧增加。来自WIND的数据显示,2007年至2011年这五年间,每年的解禁股数分别为1277亿股、1505亿股、7051亿股、3736亿股以及1146亿股。从中我们也可以看出,限售股解禁规模的分布呈现倒“V”的形态,在2009年达到最高峰之后,解禁规模开始按年递减;2011年之后,限售股解禁的冲

击基本上完全被消化。

### 限售股解禁≠减持

从总量上看,2009年限售股的解禁规模巨大,给A股市场的投资者带来相当大的心理压力。但是,从限售股本身来说,不同的股东类型以及不同的行业,所面临的减持压力并不相同。就解禁的股东类型来说,国家与国有法人持有的解禁股减持压力较小,定向增发机构配售股份减持的压力可能较大;从解禁的行业本身来说,国有经济需要控制的行业和领域减持的压力也会小一些。

从限售股构成来看,国家与国有法人持股占绝大多数,这决定整个A股市场减持的压力相对较小。数据显示,2009年,股改限售股份为2023亿股,占全年解禁限售股的比例为26.31%;首发原股东限售股份为4605亿股,占比更是高达59.88%,两者合计比例高达86.19%。

从限售股所处的行业来看,金融服务、采掘等国有经济需要控制的行业限售股规模居前,这也决定整个A股市场减持的压力不大。数据显示,金融服务业限售股规模最大,大约在5万亿元左右,占比达36%;其次是采掘行业,限售股市值约3.2万亿元,占比23%,两者合计占比达59%。其他限售规模较大的主要集中在化工、交通运输以及有色金属行业中。值得注意的是,在《关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》中,明确表示这些都是国有经济需要控制的行业和

领域。我们认为,对于这些行业的解禁限售股来说,减持的规模也会小于投资者的预期。

### 对短期市场运行有实质性影响

在长期价值投资者看来,限售股减持对股票价值并不产生任何影响。如果限售股集中抛售,短期内股价的下跌却为其他投资者提供了买入的机会。从这个角度来看,限售股减持对市场的影响更多是市场投资者在某一时间段内的心理,而不影响A股市场的最终走向。但是,如果从短期来看,其集中减持无疑会对市场运行产生实质性的制约,并限制指数向上的空间。

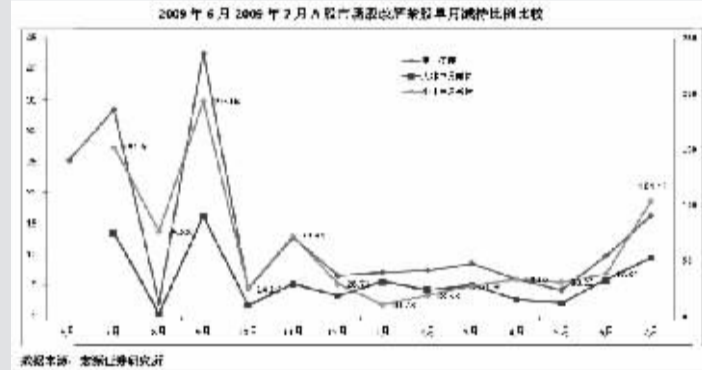
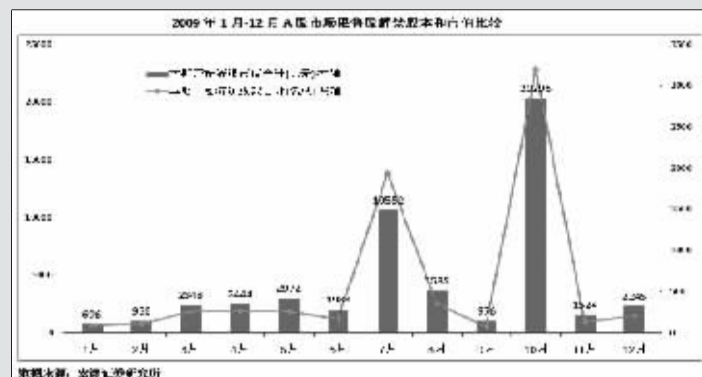
首先,限售股减持的绝对金额较大,增加了市场的资金需求。截至2009年8月份,沪深限售股票累计减持367.63亿股,占解禁规模的15.01%。如果我们以当时市场的平均价来计算,减持的规模大约在4000亿元左右。另外,我们预计,2009年限售股减持的金额在2000-3000亿元左右,这无疑会影响年内A股市场的最终反弹高度。

其次,限售股股东减持的时机选择,在某种程度上影响了市场的反弹高度。来自深圳证券交易所的数据显示,2007年,深市“大小非”累计减持规模达71亿股。而在2008年,深市“大小非”减持规模也不过23.5亿股。另外,2009年1-7月份,沪深两市股改限售股减持呈现逐月上升的态势,在7月份减持达13.63亿股,创

出历史新高。对应的是,A股市场在7月末创出今年以来的最高点。8月份,随着市场出现的大幅调整,“大小非”减持金额也明显下降。这表明,“大小非”往往在市场上涨时,减持的速度加快;而在市场下跌或是横盘震荡时,减持的速度放慢。

最后,限售股减持与市场融资、再融资行为容易引起共振,强化并放大了弱势市场中资金需求的负面影响。尽管与2007年至今1.47万亿IPO与再融资规模相比,累计4000亿元左右的限售股减持规模并不算太大。但是,在相对弱势的平衡市场中,限售股的持续减持更容易与市场融资、再融资一起,将市场的短期平衡打破。尤其是,当市场所处的宏观环境、企业盈利以及流动性均比较差的时候,如2008年,限售股的减持,某种程度上成为压倒市场的最后一根稻草。

必须承认的是,限售股股东的减持行为,在一段时间内会影响市场资金供需的平衡,从而对市场的运行产生实质性的影响。我们认为,国内的A股市场正在逐渐向全流通阶段过渡,由此引发大量限售股的集中抛售对指数会产生比较大的负面影响,并有可能造成整体市场估值水平的下移。尤其是,在现阶段宏观政策回归正常化、股市融资正常化、市场资金供给出现暂时“失血”的背景下,如何减少限售股减持对资本市场的集中冲击,保持资本市场的健康持续和稳定发展,是我们必须认真对待的市场难题。



## 10月解禁或有惊无险

2009年是限售股解禁的最高峰,而即将到来的10月份上市公司解禁家数约50家,解禁规模更是达到3192亿股,占全年的比例达到45%。对于10月份的解禁压力,目前A股市场上的投资者分为两派:一派认为,限售股解禁的规模为历史罕见,A股市场将承受巨大的冲击;另一派则认为,10月份与年内第2大限售股解禁高峰的7月相比,有许多相似之处。比如,7月份中国银行1881亿股解禁,占了绝对的多数,而10月份工商银行、中国石化分别解禁2360亿股、571亿股,两者占比超过91%。既然7月份限售股解禁高峰有惊无险,那10月份解禁的压力也不会大到哪去。

对于10月份A股市场实际的解禁压力,我们的看法比上述悲观的投资者要乐观一些,但比过于乐观的投资者要更谨慎一些。我们之所以有这样的判断,主要是基于以下原因:

首先,10月份解禁的限售股中,首发机构配售共5家,解禁股份达61.5亿股。这是因为2009年7月份发行的新股IPO,在经过3个月的锁定期后,部分限售股在10月开始陆续解禁。主要包括中国建筑60亿股、四川成渝1.25亿股、桂林三金0.092亿股、万马电缆0.1亿股以及家润多0.1亿股。与7月份不同的是,由于这些个股均为首发机构配售股份,3个月内已经有相当不错的收益,所以解禁后减持的愿望比较强烈。如中国建筑,发行价4.18元,截至2009年9月24日,收盘价达到4.87元,收益率达到16.5%。其他的中小盘个股,收益率更是均在50%之上。

其次,10月份共有5家定向增发机构配售股份将陆续解禁,合计解禁股数为7.96亿股。这5家分别为中天城投0.48亿股、京东方A4.18亿股、新中基0.23亿股、金岭矿业0.99亿股以及中国国贸2.07亿股。其中,解禁数量最大的京东方A,是在2006年向其控股股东北京京东方投资发展有限公司定向增发的限售股。而新中基、

中国国贸、金岭矿业也均为大股东限售股解禁。只有中天城投例外,此次解禁的是通过定向增发成为公司第二大股东的中国康力克进出口有限公司。我们认为,虽然上述5家上市公司增发价格已经普遍低于当前收盘股价,但我们认为,由于定向增发机构配售股份以大股东为主,限售股解禁带来的减持压力不是很大。

最后,10月份限售股解禁主要集中在股权分置限售股份与首发原股东限售股份,两者解禁的家数分别是28家和11家。在股权分置限售股份中,除了中国石化之外,南钢股份7.9亿股、上海能源4.5亿股、新华传媒2亿股以及东方电子1.8亿股的限售股规模相对大一些。

我们认为,这部分限售股主要以公司原有大股东持股为主,减持压力不大。而首发原股东限售股份是“新老划断”之后首次上市的公司,在限售期满后出现的解禁,我们又称之为“大小限”,这当中主要以工商银行为主。除此之外,上港集团130亿股、北辰实业11.6亿股以及日照港8亿股的解禁规模较大。但总体而言,这部分个股与股权分置限售股份相似,减持压力并不明显。

综上所述,10月份的限售股减持压力主要集中在首发机构配售股份上,而定向增发机构配售股份、股权分置限售股份与首发原股东限售股份的实质减持压力不大。认识到这一点,我们将能够更客观地看待即将到来的解禁洪流。在此,我们提醒投资者,不能将限售股解禁比例与限售股的减持压力混为一谈,更不能将其作为自己配置品种的理由。在上市公司业绩不佳或者是市场价值高估的情况下,即使解禁比例不高,但限售股减持的压力仍然很大。投资者应该关注的是高成长性且估值偏低的企业,尽量回避无资源优势、无垄断优势、无技术优势,并且限售压力极大的上市公司。

(中原证券研究所 李俊)

## 与“动态微调”撞了一下腰

宏源证券研究所 王智勇

### 动态微调”遭遇限售股减持

货币政策的动态微调和严查信贷资金入市对A股市场的影响已经体现流动性推升估值,流动性是影响A股市场走势的最关键因素。1664点以来的反弹,在很大程度上是央行采取适度宽松的货币政策所致,一个很重要的观察变量是新增人民币贷款。新增人民币贷款在两个渠道上影响A股市场:其一,部分违规的信贷资金直接进入股市;其二,银行资金通过企业自有资金,或者延期减持等渠道间接进入股票市场。不管是以什么形式进入股票市场,结果只有一个,即流动性推升估值,市场大幅上涨。

在今年7月中旬的全国人大财经委员会会议上和8月5日发布的二季度货币政策执行报告中,央行两次提出要“对货币政策进行‘动态微调’”。在8月7日国新办举行的新闻发布会上,央行负责人给出动态微调的具体解释,“动态微调”不是“货币政策微调”,而是根据国内外经济走势和价格变化,注重运用市场化手段进行动态微调,对货币政策的操作、货币政策的重点、力度、节奏进行微调。

根据上述解释,我们的货币政策仍然维持适度宽松,“动态微调”不会从贷款总量上进行控制。严查信贷资金入市在一定程度上挤压股市的流动性泡沫,使信贷资金合理流入实体经济,而我们正处于挤压信贷资金违规所造成的泡沫中。

长期来看,货币政策动态微调的三部曲为:贷款收缩、上调存款准备金率

和加息。但是,短期来看,仍处于贷款收缩的过程中,且贷款收缩在短期内不可能完成迅速收缩。从2007年1月-2009年7月,新增人民币贷款的比较看,即使7月3559亿新增人民币贷款,在历史上也是较高的,央行在严格贯彻适度宽松的货币政策。货币政策的动态微调和严查信贷资金入市仅在短期内影响A股市场的流动性,市场的连续下跌已经体现了这个利空因素的影响。

### 解禁压力逐步体现

统计显示,2009年1-12月,A股市场的限售股解禁存在较强的时间特征:7月和10月是限售股解禁的高峰期,解禁市值分别为10582亿元和20296亿元。9月份的解禁市值仅为976亿元,是仅次于1月和2月的最小月份,但是却夹在8月和10月的解禁洪峰之间。9月份的976亿解禁市值中,股改限售股解禁市值高达546.99亿元,首发原股东限售为409.65亿元,其他为定向增发结构限售。在解禁的限售股中,以股改限售股和首发原股东限售的减持动力最大。所以,尽管9月解禁市值较7月和8月减少较大,但因其股改限售股比例在56%以上,加上首发原股东限售的那部分,因此整体形势依然严峻。

9月的限售股解禁按周统计的市值看,9月大量的解禁股出现在后半月,9月20日-30日的解禁市值为727亿元,占9月全部解禁市值976亿元的74.49%,因此与10月份的解禁洪峰再次在时间上连接起来,更加重了不乐观因素。在流动性从充裕到并不充裕的路径中,限售

股“越解禁越美丽”可能会走向反面,即小心2008年的“解禁魔咒”重演。

### 股改与首发原股东限售股减持加速

应该说,限售股解禁压力对投资者造成利空的心理压力,解禁股的减持则造成市场资金的流出。从股改限售股的减持数量上来看,两类特征对市场构成利空冲击:其一,2008年7月至2009年7月,小非呈稳定的流出状态,月均维持在4.5亿股左右,小非减持在5月份之前是市场减持的主力;其二,大非流出呈现加速状态,从2008年8月最低的0.94亿股,到2009年7月最高的7.29亿股,月度减持股份增长了675%。在后续的月份中,随着大非解禁洪峰的到来,大非减持替代小非减持成为减持的主力会成为常态。一旦大非减持加速,则市场恐难以承受之重。

从2008年6月至2009年7月的股改解禁股单月减持比例看,在经历了前一段时间的减持低潮后,今年6月份和7月份减持比例骤增,小非单月减持比例在7月高达104.11%,仅次于2008年9月的193.04%和2008年7月的151.9%。即使剔除7月小非减持比例突然增加至100%的偶然因素,也不得不承认股改限售股减持在6月和7月呈现加速迹象。我们预计这种加速的趋势仍将在10月得到延续。

另外,首发原股东限售股的减持意愿和股改限售股减持意愿基本相似,可以认为,两者减持存在较强的相关性,故从股改限售股减持加速可以推断出发首发原股东限售股的减持也是加速的。

从今年8月股改限售股减持的数据看,大小非累计减持环比减少49%。但是,小非的单月减持比例仍然高达112%,仅大非减持规模和比例受市场大幅下挫出现下降。此外,从9月公布的减持公告初步看,对市场的利空压力仍比较大。A股市场的再融资在7月、8月逐步进入高潮。从目前的情况来看,金融和地产行业再融资的需求都特别强烈。地产行业的再融资计划已经浮上台面,而银行由于资本充足率的要求,再融资也是迫在眉睫。随着巨额再融资潮的涌起,将对A股市场未来的走势带来严峻挑战,其影响也将是深远的。

### 投资风格关注中小市值股

长期来看,A股处于长期牛市的途中,8月的大幅下挫仅是长期牛市遭遇的第一个“迷你熊”,后期这样的“迷你熊”还很多,但是不影响按照流动性、宏观经济和周边市场三因素推导出的A股长期走牛。

中期来看,积极配置具备高增长、低估值属性的A股公司。短期来看,A股市场将面临流动性因素的考验,即10月限售股解禁洪峰、再融资加速、IPO大盘股扩容冲击等利空因素。市场以震荡为主,向下调整的概率较大,市场仍以中小市值品种活跃的投资风格为主。

配置方向短线参与市场的热点板块,如新能源、创投、军工、物联网、旅游等;中长期配置业绩稳定增长的低估值公司;区域振兴、并购整合、跨越式成长;业绩确定性增长的资产注入类公司、区域振兴概念。