

股东增减持:个股超额收益“升降机”

华泰联合证券 谢江

●一般地说,股东的增持减持行为会对二级市场上的股票表现带来影响。股东增持向市场传达积极的信号,能带来显著的超额收益;而股东减持,则会给二级市场造成消极的影响,导致股票表现不如大盘。市场对于股东增持和减持有2-3个交易日的提前反应,但减持普通股份要在公告之后,利空才开始发挥作用。

●观察发现,对于股东增持,机械设备、信息服务和采掘业超额收益较大,日均超额收益超过1%。并且,获得超额收益的比例也都超过60%,其中,信息服务能获得超额收益的比例超过80%。

●对于股东增持,熊市下超额收益最大,获得超额收益的比例也比较大。牛市下超额收益和获得超额收益的比例都较小。

●对于股东增持,中小盘股票超额收益大,获得超额收益的比例也比较大。

●对于股东增持,超额收益与增持数量占流通股的比例成反比。小规模增持的超额收益和获得超额收益的比例最大,大规模增持的超额收益显著低于其他两种状况。

●对于股东增持,高管增持的超额收益最显著,获得超额收益的比例也比较高。其次是个人股东增持。

作为公司经营决策的参与者,股东(高管)可以在第一时间知晓公司所有重要信息。这种信息的不对称,使得大股东(高管)在二级市场的操作,能在一定程度上反映公司对公司股票价值的认识,或者透露未来盈利和发展的预期。另一方面,股东增持或减持,导致公司股权结构的变化,可能会改变公司的治理状况。那么,公司股东(高管)增持减持公告,会对二级市场上的股价产生什么样的影响呢?我国的证券法中规定,持有公司5%以上股份的股东或者实际控制人,其持有股份或者控制公司的情况发生较大变化,

必须向国务院证券监督管理机构和证券交易所报送临时报告,并予公告。在本报告中,我们公告日为时点,考察增持、减持公告前后一段时间内,股票在二级市场的超额收益。

以2005年1月1日至2010年9月30日期间,公布股东(高管)增持、减持的股票为样本,对于同一只股票两次公告之间相差不超过3个月的股票,只选公告在先的股票。样本数量为2279例,其中增持样本555例,减持样本数量1724例(其中包括解禁股份减持1507例,和其他减持217例)。

▶▶▶ 增持公告后超额收益明显

股东(高管)增持是指上市公司控股股东(高管)从股票市场购买上市公司一定数额发行在外的股份。2008年8月,中国证监会进一步发布了《关于修改上市公司收购管理办法第六十三条的决定》,将自由增持的豁免申请由“事前申请”改为“事后申请”,进一步放宽了上市公司控股股东增持股份的行为。其后,有相当一部分上市公司的控股股东先后发布了增持公告。

增持公告公布前后,对应股票在二级市场的超额收益如图1。从图中可以看出,有股东或高管增持的股票,在增持公告之

前就能获得超额收益。日均超额收益在公告后第一天达到最大,之后日均超额收益逐渐减小,但一直到公告后第30个交易日仍然能获得超额收益。日均超额收益大于0.5%的时间段为公告前后3个交易日。

我们选取超额收益最明显的公告前后3个交易日,观察不同行业(申万行业)、不同市场状况下(牛市、熊市、震荡市)、不同市值规模(大盘股、中盘股、小盘股)、不同增持比例(大规模、中等规模、小规模)和不同类型股东(个人、股东、高管)的增持对超额收益的影响。

▶▶▶ 影响超额收益的几大因素

在公告日前后3个交易日内,不同行业的日均超额收益和获得超额收益的比例状况如图2所示。从图中可以看出,超额收益最大的三个行业是:机械设备、信息服务和采掘业,日均超额收益超过1%。并且获得超额收益的比例也都超过60%,其中信息服务能获得超额收益的比例超过80%。

首先,熊市下超额收益显著。根据上证指数的60日均线,把2005年以来的市场状况分成3个。牛市为2005年1月1日到2007年12月31日,2009年1月1日到2009年7月31日;熊市为2008年1月1日到2008年12月31日;震荡市为2009年8月1日到2010年9月30日。不同市场情况下,股东(高管)增持带来的超额收益状况和获得超额收益的比例如图3所示。从图中可以看出,熊市下超额收益最大,获得超额收益的比例也比较大。牛市下超额收益和获得超额收益的比例都较小。

其次,中小盘股超额收益显著。我们根据中证指数,将样本内的增持股票分成大盘股、中盘股、小盘股三个集合。其中,大盘股

为包含在中证100成分股中的股票;中盘股为属于中证200成分股中的股票;其他为小盘股。不同市值规模的股票的超额收益和获得超额收益的比例如图4所示。从图中可以看出,市值规模小的股票超额收益大,获得超额收益的比例也比较大。

第三,超额收益与增持比例成反比。根据增持数量占流通股的比重,将样本内的股票分成三个集合。增持数量占流通股比例低于0.2%的为小规模增持;比例大于2%的为大规模增持;介于0.2%到2%之间的为中等规模增持。不同增持比例的超额收益状况如图5所示。从图中可以看出,超额收益与增持数量占流通股的比例成反比,小规模增持的超额收益和获得超额收益的比例最大。大规模增持的超额收益显著低于其他两种状况。

第四,高管增持超额收益最显著。根据增持的股东类型不同,将样本分成个人、股东、高管增持和公司增持三个集合,不同类型的股东增持带来的超额收益状况如图6所示。从图中可以看出,高管增持的超额收益最显著,获得超额收益的比例也比较高。其次是个人股东增持。

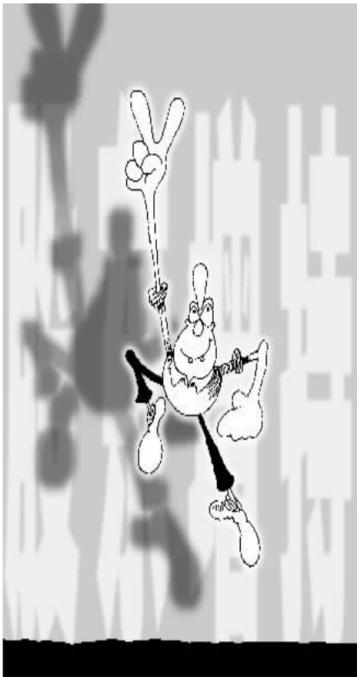
▶▶▶ 减持行为带来短线利空

股东减持,指股东(高管)在二级市场卖出所持有的公司的股票。根据《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》持有或控制上市公司5%以上股份的股东及其一致行动人减持股份的,应当按照证券交易所的规则及时、准确地履行信息披露义务。

减持公告前后的超额收益状况如图7所示。从图中可以看出,减持公告对二级市场股价来说,是不小的利空。从公告的前2天开始,股价开始大幅下跌,大部分股票跑不过沪深300指数。公告后第一天,下跌幅度最大,之后状况逐渐好转。但一直到公告后的30个交易日,仍然不会

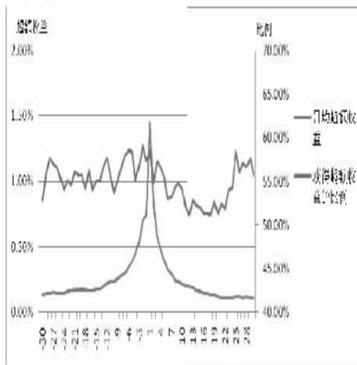
有超额收益。

根据减持股票的性质股东减持可以分成两种情况:减持普通股份和减持解禁股份。减持普通股份,是指股东在二级市场抛售所持自由流通的股份;减持解禁股份,是指股东在二级市场抛售已过禁售期的限售流通股。我们比较两种减持情况发现,减持解禁股的规模往往比减持普通股大,由此在二级市场造成的利空影响也比较大。并且,减持解禁股份的利空出现比较早,在公告前2个交易日股价就开始大幅下跌;减持普通股份的股价,要等到在公告之后才开始下跌。如图8所示。



制图/官兵

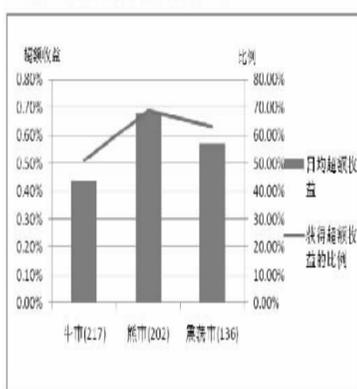
增持公告后30个交易日超额收益状况 图1



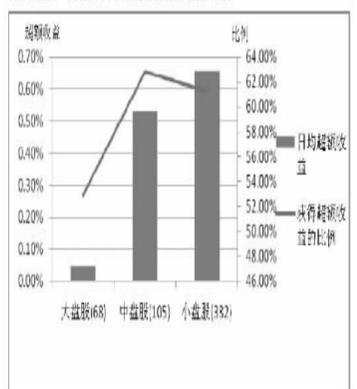
公告日前后3个交易日不同行业的超额收益状况 图2



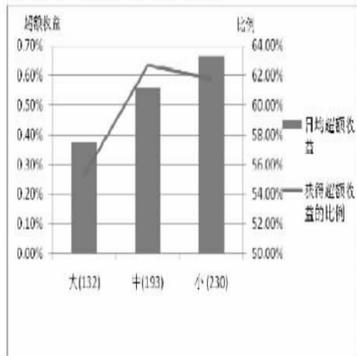
公告日前后3个交易日不同市值规模的股票超额收益状况 图3



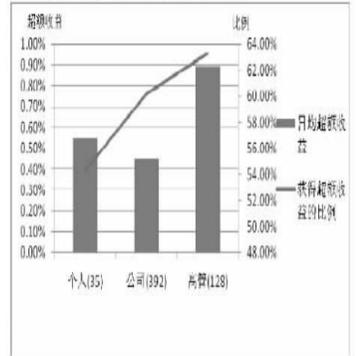
公告日前后3个交易日不同市值规模的股票超额收益状况 图4



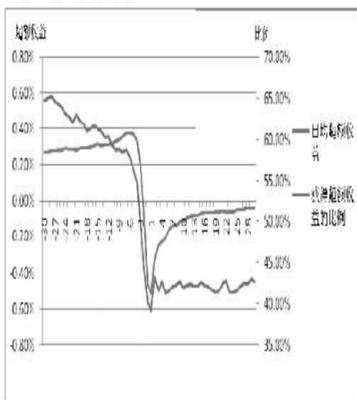
公告日前后3个交易日增持比例不同超额收益状况 图5



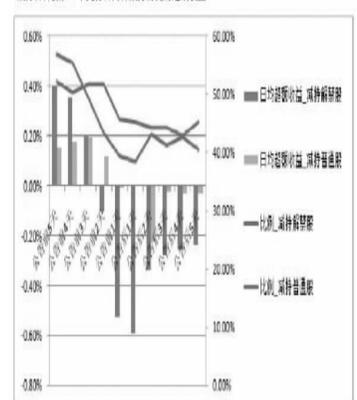
公告日前后3个交易日不同股东类型增持的超额收益状况 图6



减持公告后超额收益状况 图7



减持公告前5个交易日两种减持情况的超额收益 图8



并购大浪淘沙 方显重组真金本色

长江证券研究部 李冒余

作为一种资源优化配置,经济合理布局的方式,并购重组在经济史上留下了独特的脚印。西方发达经济体已经经历了五次并购浪潮,每一次并购浪潮的发生都有其内在机理,每一次并购浪潮也为经济的发展树立了一座里程碑。改革开放以来,中国经济经历了三次并购浪潮,每一次并购的浪潮的发生都显示了政府导向的作用。

在当前,中国经济已经具备了再次进入并购浪潮的阶段,在政府政策的大力支持下,并购浪潮似乎已经拉开了序幕。资本市场从来不缺乏亮点,但很少有亮度能够超越并购重组这种题材。自今年7月份以来,市场个股普遍向上,特别是航天军工板块等具有并购重组类题材的个股涨幅居前,为我们的投资确定了方向。

并购重组类股票 多超越大盘

并购重组题材在资本市场一向引人注目。并购过程中的股权溢价和资产注入的预期都给市场带来巨大的想象空间。而在二级市场的表现,并购重组类的股票一般都有超越大盘的表现。

由于在A股市场上并没有一个全面反映并购重组类公司综合走势的指数,我们选取了借壳上市概念板块的市值增长情况作为代表,将其与沪深300市值的增长情况作对比。在市场中没有扩容的情况下,我们觉得这种代表性还是很强的。样本期为本轮熊市最低点1664.93点之后的第一个交易日,2008年10月28日收盘后的流通市值作为分别作为两个指数的基准,均为1000点。

可以看到,本轮反弹以来,涨幅居前20位的股票绝大部分都具备并购重组类题材。对于并购重组题材的把握,我们觉得应从两个角度去把握,一个则是从行业整合的角度,挖掘寻找那些最可能成为整合目标的公司;另外一个角度则是从央企与地方企业整合的角度去发掘投资标的。

十大重点行业 并购方案定框架

工信部正在酝酿的十个重点行业企业兼并重组方案,为我们选择给出了一个方向。支柱产业和十大产业振兴规划的相关内容为我们圈定这十大产业提供了信息。在此,我们重点点评未来极有可能展开兼并重组浪潮的部分行业,并对其重组路径加以分析。

长期以来,我国钢铁行业大而不强,其重要原因在于产业集中度过低,缺乏规模大、综合竞争力强的钢铁企业。由于钢铁产业的特殊地位和面临的产能过剩等严重问题,钢铁业的兼并重组势在必行。近年来,我国钢铁产业的并购重组步伐已经有所加快。2009-2011年,我们认为,钢铁业的并购重组仍然会如火如荼进行。我们认为,可以将目光锁定在三个方向:龙头企业的并购,如宝钢、鞍钢、武钢跨区域并购;钢铁大省内部区域性钢铁企业的整合,如山东、河北等省的钢企的并购;钢铁企业集团内部的重新组合,如集团的整体上市。

煤炭业虽然没有入选十大产业振兴规划,但煤炭行业一直是国家重点扶持的行业,此次应理会人该方案。而且,煤炭业

也确实存在着整合的需要。根据中央政府的指示精神,山西省于去年9月份出台煤炭企业兼并重组实施指导意见,计划到2010年底,在全省形成2-3个年生产能力亿吨级的特大型煤炭集团,3-5个年生产能力5000万吨级以上的大型煤炭企业集团,使大集团控股经营的煤炭产量达到全省总产量的75%以上。山西煤炭业的整合无疑将成为河南等其他煤炭大省整合的范本。

央企和地方国企 重组题材挖掘

对于央企整合的投资策略,我们觉得可以从两个角度把握:一是从大型化的方向去把握;二是从国有经济需要保持绝对控制力的七大行业入手。这七大行业:军工、煤炭、电网电力、民航、航运、电信、石油石化。一个国家要真正实现经济的国际话语权,离不开一批大型的国际性企业。我们认为,32家A级央企将是国家大力扶植的对象,通过这些企业整合行业应当说具有必然性。对于央企背景的上市公司,整体上市和股改时的注资承诺应当成为筛选投资标的的重要参考内容。

中国经济的另外一个特点是区域经济发展的不平衡,这使得不同区域在未来的发展定位和调整方向存在不同。除上海和重庆的整合较为鲜明之外,对于其他省市地区而言,我们觉得山西、河南、湖南、江西等矿产资源大省资源类国企整合的概率较大。今年上半年,内蒙古经济一枝独秀,其主要增长点来自于矿产特别是煤炭资源的开发。内蒙古的增长方式为其他地方的增长模式,特别是那些区域内矿产资源较为丰富的省市具有示范作用。

从财务角度发掘 可能的并购目标

在政府政策的强力助推下,中国的第四次并购浪潮已经拉开了序幕。这次浪潮对于中国未来在世界经济中的话语权的有至关重要的影响。打造一批世界级的公司是中国未来增长的一大亮点。在政策力度和资本市场估值水平都相对适中的情况下,并购重组正当其时。

从行业重组的角度和中央、地方国企整合的角度去发掘,使我们寻找投资标的的大方向。与此相配合的,我们也可以从财务和基本面角度去事先发掘可能的并购目标。这种并购目标的特性并没有一个定论,我们认为,具备以下特征的公司更可能成为并购目标:ST类股票或绩差股,主营不突出是重点目标;存在定向增发安排或意向的股票应予以重点关注。上市公司的并购重组大多以定向增发的购买资产的方式进行,那些有定向增发意向,但由于各种原因暂停的公司很可能在市场环境转好的时候重新进行重组进程;大股东更换、股权结构的变化可能暗示着并购重组的机会;面临退市风险,而且资产质量尚可,财务风险可控的股票是较好的并购标的;中小市值,且估值水平较低则会降低并购方的成本;不存在跨市场发行。跨市场发行,如A+B类型、A+H类型的股票,整合成本较高;股改时有资产注入承诺。

