



搜索



收藏夹

更多精彩内容请见中国证券网股票频道 <http://www.cnstock.com/stock/>

看起来很庞大 其实冲击有限

——非流通股解禁对市场的影响分析

近期市场只要一有再融资消息或传闻,相关上市公司股价就会大幅下跌。而通过比价效应,悲观情绪在市场中很快蔓延,市场因此单边下跌。投资者不仅担心可能会有更多像中国平安这样的巨额再融资计划打破市场目前的资金供需平衡,而且投资者对股改限售股、IPO、公开增发、定向增发等带来的非流通股解禁压力均表现出极大的担忧。不可否认,2008-2010年,非流通股面临一个集中解禁过程。但是根据我们的分析,我们认为投资者对于A股未来的资金面状况应该有一个更为清晰和理性的认识。我们通过定量分析、国际经验比较、政策面解读,市场可容纳的最大单只股票非流通市值分析以及对于非流通股未来解禁规模的测算,我们得出的结论是:非流通股解禁对于A股市场确实存在一定的影响,但其对于A股市场的实际影响将比投资者预期要小,而非流通股解禁并不是影响A股市场资金面的最根本因素。

◎东方证券研究所

一、非流通股解禁的构成分析

我们统计了整个A股市场2007年到2017年可流通的非流通股市值。根据2008年2月22日收盘价计算,2008年非流通股解禁市值将达到30111亿元,较2007年增长30.3%,而2009年和2010年将迎来非流通股解禁高潮,2009年和2010年非流通股解禁市值分别为73444亿元和86624亿元。

进一步统计可以发现,2008年至2009年各月解禁市值呈现较大波动。其中,2008年2、3、8和12月为当年月度解禁高峰,单月解禁非流通股市值分别为3663亿元、4013亿元、4275亿元和3808亿元,合计达15759亿元,占2008年非流通股解禁总市值的52.3%;而2009年7月和10月也会出现一个爆发式增长,单月非流通股解禁市值分别为11614亿元和28553亿元,占2009年非流通股解禁总市值的54.7%。

从解禁个股分布看,2008年股改非流通股解禁集中在几家上市公司中。其中宝钢股份2008年解禁市值达到2191亿元,3月份解禁的招商银行解禁规模为838.7亿元,而中国石化和中海发展的非流通股解禁规模也超过了500亿元。根据2月24日收盘价计算,2008年解禁规模前11位的上市公司累计解禁市值达6451.3亿元,占整个2008年非流通股解禁规模的21.5%,占2008年股改限售流通股比例达35.8%。

我们还统计了首发战略配售股票和首发一般股份2008年解禁股数排名前20的可流通股数和可流通市值,结果发现,首发战略配售股票和首发一般股份解禁规模较为集中。前20家规模最大的首发战略配售股票和首发一般股份解禁规模达到9165亿元,占整个2008年非流通股解禁总市值的近1/3。

此外,2008年之后大小非可流通结构出现了明显变化。2007年大小非解禁比例基本相当,大非占到49.6%,小非占到50.4%;而2008年大非解禁比例占82.3%,小非解禁比例仅为17.7%;2009年和2010年这一趋势仍将继续,大非解禁比例将不断扩大。

二、非流通股解禁与市场走势的关系

目前不少投资者认为非流通股解禁将对A股未来走势产生根本性的影响,为此我们从定量角度进行了检验,力求更为客观的反映出

去一段时间里非流通股解禁对于A股走势的影响规律以及规律是否具有可持续性。通过对三个不同时间段上证指数收益率和非流通股可流通数周变化数据之间的关系检验,最终得出的结论是:

首先,从较长时间周期看,非流通股解禁规模变化对于上证指数存在一定影响,但其影响方式是滞后的(统计结果显示两变量之间存在滞后5阶的Granger成因,即非流通股解禁规模变化将对5周之后上证指数的收益率产生影响),这可能反映了非流通股股东的行为方式和非流通股股东与流通股股东的博弈过程。也就是说,解禁日并不一定是非流通股股东的套现日,股票市场自身的运行趋势、估值水平的高低、行业和公司未来的发展前景都有可能使其作出决策的依据。

其次,市场处于上涨趋势和下跌趋势中,非流通股解禁对于A股市场走势的影响是显著不同的。在一个上升市场中,非流通股解禁与上证指数走势不仅存在一定的关系,而且存在因果关系;而在一个下降趋势的市场中,非流通股解禁与上证指数走势虽存在一定的相向关系,但是不构成因果关系。我们认为,在下跌趋势中,非流通股解禁对于A股的影响可能不仅仅是资金面压力,其解禁将导致市场情绪波动和非流通股股东行为方式的改变。在近期市场上,我们看到中国平安在公布再融资计划后出现放量下跌,招商银行在小非可流通日到来之前也出现了集中抛售,许多非流通股解禁在即的股票都出现了恐慌性下跌,投资者行为正在趋于非理性化,而非理性的行为方式可能放大了非流通股解禁的影响从而导致了原有统计关系的变化。

三、非流通股解禁国际经验比较

其他国家在历史上也出现过国有企业改革以及伴随着国有企业改革造成的非流通股减持。虽然各个国家采取的减持模式各有不同,但是其对于市场资金面压力和对整个经济体经济效率的提高是相同的。

通过对印度和英国国有股减持对股市的影响分析我们可以看出,从短期看,国有股减持对市场资金面会造成一定压力,市场会因此被悲观情绪所笼罩,资金面压力所带来的负面影响会被投资者的非理性行为所放大;但是从长期看,决定股票市场长期走势的是一国经济的增长速度,市场因为短期波动所导致的

大幅下跌很可能为长期投资者提供良好的介入时机。

此外,国有企业改革方式和实施过程对于股票市场也会产生一定的影响。在印度市场中,由于丑闻不断的实施过程漫长导致了股票市场估值水平经历了一个显著向下修正过程。

四、我国如何处理非流通股解禁

1、《国有股权转让所持上市公司股份管理暂行办法》出台具有重要意义

随着股权分置改革的完成,大量股改限售股可以流通,管理层对于股改限售股的政策导向也逐渐发生了变化。2005年9月,证监会颁布的《上市公司股权分置改革管理办法》中对于非流通股解禁的限制条款是相对较为宽松的,而在2007年6月30日出台的《国有股权转让所持上市公司股份管理暂行办法》中,证监会对于国有非流通股的流通作出了明确限制。我们认为,《暂行办法》的出台对于改变未来A股市场资金面供需情况具有关键意义。

首先,相对于以前股改期间制定的“锁一爬二”政策,《暂行办法》中将总股本在10亿以上的“大非”可以减持比例由原来的一年之后每年可减持5%降低为连续三个会计年度减持比例不超过总股本3%。这就意味着不论是国有“大非”还是“小非”,对于现在市场上统计的可供流通的总股数和总市值都需要打一个折扣。其次,国资委通过《暂行办法》增加了其作为监管者对市场的控制力。一方面,作为占总股本比例较高的“大非”虽然在规定时间内和限度内有一定的自主决定权,但是一旦超过规定减持比例或者规模,国有股减持必须经过国资委严格的审批程序,其减持规模和速度都是相对可控的。

此外,我们也看到管理层不希望看到股票市场的巨幅波动。在近期再融资、非流通股解禁造成市场非理性抛售,管理层不仅放松了对新基金的审批,而且对于上市公司的再融资和恶意圈钱行为表明了自己的态度。

2、国家政策导向对于股改限售股的影响

股权分置改革后必然伴随着国有企业的重组和兼并,对于不同的行业,基于国家政策导向的不同,其非流通股减持情况也各不相同。对于国家需要保持绝对控制力的行业和相关上市公司,股权分置改革之后国家持股比例不仅不会减少反而会增持;而对于需要引入竞争机制

和进行市场化的行业,减持力度会比较大。

中央企业根据业务范围大体分布在三个领域:关系国家安全和国民经济命脉的关键领域、基础性和支柱产业领域、其它行业和领域。

关系国家安全和国民经济命脉的关键领域主要包括军工、电网电力、石化、电信、煤炭、航空运输、航运等行业。国有经济在这一领域要保持绝对控制力,国有资本总量增加、结构优化,其中重要骨干企业要发展成为世界一流企业,由国有资本保持独资或绝对控股;基础性和支柱产业领域包括装备制造、汽车、电子信息、建筑、钢铁、有色金属、化工、勘察设计、科技等行业。国有经济要对这一领域的重要骨干企业保持较强控制力,国有资本比重适度下降,国有经济影响力和带动力增强,行业内具有较强影响力和带动力的重要骨干企业由国有资本绝对控股或有条件地相对控股;其它行业和领域主要包括商贸流通、投资、医药、建材、农业、地质勘察等行业。国有经济要在这一领域保持必要影响力,表现为国有资本对一些影响较大的行业排头兵企业,以及具有特殊功能的医药、农业、地质勘察企业保持控股,其它中央企业在市场公平竞争中优胜劣汰,数量明显减少。

我们还统计了从2007年1月4日至2008年2月26日期间,按每天市场收盘价计算的每日流通市值最大的上市公司占A股流通市值的比例。根据我们的统计,中信证券为期间占A股流通市值比例最大的上市公司,占比为3.93%。以2月26日收盘价计算,A股目前流通市值为8.46万亿元,如果按照3.93%的比例来算,可以容纳的单只股票最大市值为3325亿元。而按照2月26日的收盘价计算,宝钢股份、招商银行、中国平安、交通银行和兴业银行解禁后的流通市值分别为2281亿元、1932.8亿元、2670.7亿元、1763.7亿元和1689亿元,均大幅小于A股历史上可以容纳的单只个股的最大流通市值。

我们还统计了目前沪深300权重最大的20家上市公司在2007年一季度至2007年四季报公布时,其单个股票流通市值占季度基金持股总规模的统计。可以看出,招商银行在2007年四季报中占基金持股总规模的4.68%,为20只权重股中最高,而2007年年报统计的基金持股总规模为2.47万亿元。按照占A股总市值比例估计,目前基金持股总规模为2.3万亿元左右,其可以容纳的单个股票的最大流通市值为1076亿元,而目前基金占A股的流通市值约为30%,市场可容纳的最大流通市值应为3500亿元。

通过2007-2008年单只个股占流通市值和基金持有股票市值的最大比例的统计分析,我们认为,2008年上市公司流通股解禁规模并不会超出A股对于最大流通市值的容纳范围。2月27日招商银行830多亿非流通股解禁,当日招商银行大涨4.87%,这也从一个侧面说明了目前A股市场对于非流通股解禁造成的上市公司流通市值的大幅增加具有可容纳性。

首先,从历史情况看大非减持力度要明显小于小非。我们对于股权分置改革以来已经公告的股改限售股减持进行了分类统计,大部分大非减持比例集中在0%-20%,而大部分小非减持比例集中在90%-100%。大非仅减持了其所有可以减持股份的24.96%,而小非减持了其所有可以减持股份的71.63%。其次,通过对未来A股市场非流通股减持结构的统计分析我们发现,2008年之后大非解禁比例将不断扩大,小非解禁比例将进一步缩小。最后,政策层面的限制是具有实质性影响的。

2、战略配售股份和首发原始股对未来市场的资金面将构成较大压力

2008年首发战略配售股份和首发原始股限售股份占2008年整个非流通股解禁规模的28.1%,虽然远小于股改限售股的59.8%,但是我们认为其对短期市场可能会造成相对较大的影响。

首先,2008年战略配售股和首发原始股的可解禁规模2007年将增加54%。其次,2008年首发战略配售股和首发原始股的解禁比较集中,对短期市场将造成较大冲击。最后,与股改限售股相比,首发战略配售股和首发原始股限售股不受国资委和证监会相关法规的限制,其减持具有较大的自主权。

3、解禁规模远小于市场可以容纳的单只股票流通市值范围

2008-2010年是非流通股解禁高峰,许多大市值上市公司非流通股解禁会造成其流通市值大规模扩大。通过对2007-2008年单只个股占流通市值和基金持有股票市值的最大比例的统计分析,我们认为,2008年上市公司流通股解禁并不会超出A股对于最大流通市值的容纳范围。

我们还统计了从2007年1月4日至2008年2月26日期间,按每天市场收盘价计算的每日流通市值最大的上市公司占A股流通市值的比例。根据我们的统计,中信证券为期间占A股流通市值比例最大的上市公司,占比为3.93%。以2月26日收盘价计算,A股目前流通市值为8.46万亿元,如果按照3.93%的比例来算,可以容纳的单只股票最大市值为3325亿元。而按照2月26日的收盘价计算,宝钢股份、招商银行、中国平安、交通银行和兴业银行解禁后的流通市值分别为2281亿元、1932.8亿元、2670.7亿元、1763.7亿元和1689亿元,均大幅小于A股历史上可以容纳的单只个股的最大流通市值。

我们还统计了目前沪深300权重最大的20家上市公司在2007年一季度至2007年四季报公布时,其单个股票流通市值占季度基金持股总规模的统计。可以看出,招商银行在2007年四季报中占基金持股总规模的4.68%,为20只权重股中最高,而2007年年报统计的基金持股总规模为2.47万亿元。按照占A股总市值比例估计,目前基金持股总规模为2.3万亿元左右,其可以容纳的单个股票的最大流通市值为1076亿元,而目前基金占A股的流通市值约为30%,市场可容纳的最大流通市值应为3500亿元。

通过2007-2008年单只个股占流通市值和基金持有股票市值的最大比例的统计分析,我们认为,2008年上市公司流通股解禁规模并不会超出A股对于最大流通市值的容纳范围。2月27日招商银行830多亿非流通股解禁,当日招商银行大涨4.87%,这也从一个侧面说明了目前A股市场对于非流通股解禁造成的上市公司流通市值的大幅增加具有可容纳性。

(执笔:毛楠、胡卓文、张举、刘威)

■信息评述

2月份PPI同比增长6.6%创三年新高

统计局公布的数据显示,2月份PPI同比增长6.6%,再创2005年以来新高。在工业品出厂价格中,生产资料出厂价格同比上涨7.2%。

天相相顾:

从去年以来,我国工业品出厂价格指数呈现稳步上涨态势。从增长结构来看,我国PPI呈现结构性增长特征,其中煤炭及炼焦、冶金、石油及食品价格领涨PPI,化学产品增长与PPI近似同步,纺织、建筑材料、皮革、造纸、缝纫、森林、文教用品等行业的价格增长幅度小于PPI增长幅度,电力价格水平呈下降趋势。从增长的行业特征来看,上游行业的价格增长幅度要明显高于下游行业的价格增长幅度。

出现这种现象有诸多原因,首先,行业高垄断与供求关系紧张是推动资源类价格持续上涨的主要原因。其次,安全事故责任追究导致煤炭行业集中度提高。最后,节能减排也导致了行业集中度提升。以上几个方面因素直接促进了上游行业定价能力提高,而下游行业议价转嫁能力相对不断减弱。因此,在国内外各种因素影响下,上游行业容易获得较强的定价能力。

光大证券:

PPI近期仍将高位运行,但由于PPI与CPI存在一定的引导与被引导关系,PPI在未来一段时间内高位运行势必会影响CPI增速,我们预计,央行近期上调存款准备金率或加息势在必行。对于存款准备金率,或将上调1个百分点;对于加息,基于实际利率为负准则,并结合中美两国利率倒挂不断加剧带来的负面效应、加息对中国实体经济与金融结构的影响以及2008年度通胀目标定位在4.8%的水平上,当前央行最有可能的加息空间是54BP。也就是说,2008年度央行理应有两次加息机会,其中的一次会在近期的适当时机对外公布。近期利率手段相对存款准备金率而言,更有可能被再次使用。

2月份贸易顺差仅为85亿美元

据海关统计,2月份我国进出口总值为1661.81亿美元,当月贸易顺差85.55亿美元,不到1月份贸易顺差194.9亿美元的一半。

德邦证券:

经过对数据的具体分析,我们认为,2月份出口增速急降主要原因在于去年基数畸高,总体贸易数据(1-2月份)表现正常。事实上,由于2007年出口企业普遍预期出口退税政策即将出现变化,大量出口被提前转移至1、2月份进行,3月份出口由此大幅下滑,当年月度出口增速由2月份的51.7%暴跌至6.9%。由此可见,去年2月份的出口数据包含了相当部分的3月份数据,导致今年2月份出口增速失真而偏低。为了剔除春节月份因素以及政策变动导致的出口数据波动,选取1、2月份出口总值计算,则2008年1、2月份出口实现了28.62%的复合年度增长,高于2006年27.15%和2007年25.67%的年度增长平均速度。由于2月份本身就是出口淡季,贸易顺差数据也表现正常,2008年2月份顺差较2007年实现87.86%的复合增长,较2006年的73.88%和2007年的47.51%年均增速都要高。因此总体来看,目前的贸易数据表现正常,中国对外出口仍然沿着惯有的高速增长路径前行,美经济衰退暂未波及国内出口。

安信证券:

2月份我国贸易顺差大幅增长回落,远远低于市场预期。综合1-2月的贸易数据,也可以明显看到今年年初我国顺差增长大幅放缓,甚至出现负增长局面,这在一定程度上与雪灾以及去年一季度月度剧烈的数据波动对基数造成的扰动等一些非正常因素相关。非正常因素之外,年初以来出口增长大幅放缓很大程度与美国等发达国家的需求放缓有关。此外,今年以来进口增长大幅加速一方面与大宗商品价格高涨有关,另一方面似乎暗示国内供不应求的局面在进一步发展,这与今年以来PPI加速上涨也是一致的。考虑到外部需求回落、人民币汇率持续升值以及国内供求局面的发展,预计未来贸易顺差增长可能将继续放缓,并以明显低于名义GDP的增速增长。

证监会市场监管部副主任谈合法救市

全国人大代表、证监会市场监管部副主任欧阳清华表示,没有一个国家敢说自己已经彻底市场化,中国股市监管就是在坚持依法监管的同时,要求保护中小投资者利益,注意维护市场的稳定。如果事情已经影响到市场稳定,监管部门不有所作为就背离了监管的初衷。采取合法的手段维护市场稳定,这既合乎情理,又合乎监管规则。这在外国也是不鲜见的,是各方都能够接受的。

国泰君安:

中国股市历史上,管理层“救市”先例并不鲜见,较为著名的有1994年的“三不政策”救市,1999年的“5·19”救市,2002年的“6·24”救市等。管理层的历次“救市”多少都含有纠错因素,尤其是1999年之前其常常不是“救市”对象而是打压对象,打压过头再拉一把。

目前市场4000点岌岌可危,大盘不断下跌投资者信心几近崩溃,此时管理层是有必要出台一些稳定市场的政策。我们不妨参考一下美国政府的救市策略。美国政府“救市”标准做法是“三T”原则。所谓“三T”,是指及时(timely)、有针对性(targeted)和是临时的(temporary)。结合我们国家的情况看,及时是非常关键的。无论是方案的出台还是兑现,都需要速度,以期在民众心理脆弱时给予支撑,使之看到希望;针对性也很重要,从美国以往的“救市”情况看,美国政府主要是调动中产阶级和低收入阶层入市积极性,而我国应该针对目前市场的几大利空因素(如恶意圈钱等)予以消除;当然管理层“救市”措施都应该是临时性的,目的是刺激低迷市场,激发投资者活力。

未来证监会手中至少有五张“救市”牌:一定时间内叫停或暂缓上市公司再融资计划,新股发行方式改革,加快合规资金入市、推出股指期货、协作财政部将印花税调整为单边征收。

券商研究机构评级显示最具成长性品种追踪

(统计日:2月20日至3月11日)

股票代码	股票简称	近3月预测数量	最新预测时间	2007E 净利润同比(%)	2年复合 增长率(%)	2006年 PE/G	2007年一致预期			2008年一致预期		
							EPS	P/E	P/B	EPS	P/E	P/B
600216	浙江医药	6	2-22	27.01	230.51	0.699	0.169	128.597	12.247	1.472	14.738	7.441
600030	中信证券	27	2-29	398.30	145.21	0.582	1.648	16.948	4.061	4.353	13.892	3.354
601628	中国人寿	21	2-29	273.55	120.23	0.884	1.195	30.217	5.875	1.580	22.848	5.103
600685	广船国际	15	3-4	210.36	105.19	0.832	1.842	28.191	10.894	2.500	20.773	7.146
000002	万科A	19	3-7	122.91	100.91	0.697	0.713	30.937	5.665	1.306	16.889	4.821
600104	上海汽车	30	3-3	244.90	100.87	0.808	0.762	23.242	3.247	0.892	19.870	3.112
600031	三一重工	6	3-5	216.26	99.94	0.864	1.777	27.291	10.206	2.247	21.588	7.824
600896	中海海盛	6	3-7	84.95	84.84	0.780	0.603	35.669	7.587	1.040	20.922	5.944
000043	中航地产	4	2-28	103.38	78.65	0.794	0.640	30.641	3.188	0.993	19.742	3.087
600036	招商银行	24	3-5	105.89	77.08	0.832	0.994	31.185	6.937	1.520	20.397	5.524
000338	潍柴动力	14	2-28	187.42	75.38	0.666	3.817	17.291	6.326	4.129	15.985	4.663
000001	深发展A	19	3-5	94.98	71.63	0.676	1.128	24.384	6.996	1.696	16.213	4.887
000900	现代投资	5	3-6	105.33	57.93	0.761	1.444	21.464	4.069	1.755	17.664	3.679
600005	宝钢股份	14	3-5	71.56	57.07	0.621	0.845	20.859	5.352	1.259	13.995	4.647
600153	建发股份	6	2-25	66.52	55.66	0.823	1.046	27.524	4.364	1.523	18.900	4.168
600357	承德钒钛	5	2-26	41.55	54.15	0.863	0.528	33.024	5.094	0.916	19.027	4.532
600026	中海发展	28	2-27	69.63	51.59	0.753	1.390	23.032	6.798	1.904	16.815	5.408
000825	太钢不锈	6	2-29	86.48	47.18	0.619	1.307	15.646	4.143	1.518	13.472	3.397
000932	华菱管线	4	2-21	57.28	44.90	0.649	0.646	17.574	2.663	0.859	13.219	2.316

说明: 1)“最具成长性”是资本市场关注的永久主题,我们试图筛选出A股中未来两年最具成长性的品种。我们以次年净利润同比增长率、两年复合增长率以及PE/G来进行

筛选。 2)成长性品种弹性较大,在牛市时往往涨幅远超大盘(本模版常预测所引发的异常增长品种。考虑到研究报告的时滞问题,我们只提示近3个月有三篇以上报告的股票进行比较予以提示。

3)在利用该模版进行筛选时,不应该只考虑成长性指标的大小,还应注意研究报告的时滞、各期上榜品种的调整变化状况等。这些信息上并未考虑,使用时可结合朝阳永续的一致预期数据查询系统

(CONSENSUS DATA)和上市公司盈利预测系统(GO-GOAL)进一步挖掘研究。

(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)