

## 《指导意见》对限售股的截流与约束力分析

策略分析师: 陈久红、吴一萍  
chenjiuhong@htsec.com  
021-23219393

2008年4月20日晚,证监会网站上发布了《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》,《指导意见》全文详见附件。

### 关键内容如下:

- 1、针对的股票范围是两块,一是已经完成股权分置改革、在沪深主板上市的公司有限售期规定的股份,即通常市场所说的股改限售股;二是股改后IPO股份。即2006年以后新发行的股份(注:这个数量非常巨大)。
- 2、持有解除限售存量股份的股东预计未来一个月内公开出售解除限售存量股份的数量超过该公司股份总数1%的,应当通过证券交易所大宗交易系统转让所持股份。
- 3、上市公司的控股股东在该公司的年报、半年报公告前30日内不得转让解除限售存量股份。

### 基本判断:

我们认为,《指导意见》针对了当前股市的突出矛盾,属于实质性利好。政策措施在此时出台,表明管理层已经初步认定当前点位和估值状况是可以出台政策予以适当维护的,而且以中国石油为代表的“中字头”大型公司大面积跌破发行价也是管理层不愿意看到的。

我们认为,《指导意见》是促使反弹的催化剂,但由于《指导意见》还有进一步完善的空间,反弹过程将会有许多的曲折。

下面将我们《指导意见》的两面进行分析,一面是对市场的利好支持,一面是《指导意见》的约束力分析,即《指导意见》可能对大型权重股的存量股约束力不足的分析等。

### 简要分析如下:

#### 1、《指导意见》将有利于缓解当前日益尖锐的供求失衡的矛盾

证监会在股市持续暴跌后终于出台了针对当前股市供求失衡的突出矛盾。我们认为,这属于实质性利好,是当前对症下药的政策措施,因为当前股市的突出矛盾是供求矛盾。统计显示,2008年至2009年短短的两年间,A股可流通股比例将从现在的28%猛增至74%,A股市场正跑步进入全流通状态。

#### 几个关键时间段:

- 2008年3月底,A股可流通股占比首次达到30%。
- 2009年5月底,A股可流通股占比达到40%。
- 2009年7月底,A股可流通股占比加速上升,达到50%。
- 2009年10月底,A股可流通股占比达到72%。

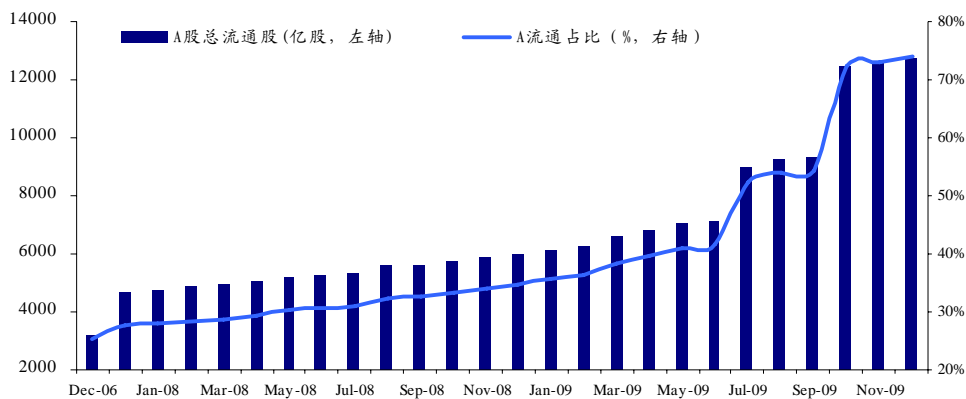
表 1 2008~2009年 A 股可流通比例各月变化情况

日期	A 总发行量 (亿股)	A 股总流通股 (亿股)	A 流通占比 (%)	上市家数
Dec-06	12620.93	3201.41	25.37%	1411
Dec-07	16838.81	4668.09	27.72%	1529
Jan-08	17002.42	4763.28	28.02%	1545
Feb-08	17138.76	4864.88	28.39%	1548
Mar-08	17216.38	4952.01	28.76%	1548

Apr-08	17216.38	5066.01	29.43%	假定无新增 IPO, 上市公司家数不变
May-08	17216.38	5233.01	30.40%	
Jun-08	17216.38	5296.01	30.76%	
Jul-08	17216.38	5343.01	31.03%	
Aug-08	17216.38	5568.01	32.34%	
Sep-08	17216.38	5622.01	32.66%	
Oct-08	17216.38	5721.01	33.23%	
Nov-08	17216.38	5845.01	33.95%	
Dec-08	17216.38	5996.01	34.83%	
Jan-09	17216.38	6123.01	35.57%	
Feb-09	17216.38	6282.01	36.49%	
Mar-09	17216.38	6587.01	38.26%	
Apr-09	17216.38	6803.01	39.51%	
May-09	17216.38	7035.01	40.86%	
Jun-09	17216.38	7162.01	41.60%	
Jul-09	17216.38	9009.01	52.33%	
Aug-09	17216.38	9297.01	54.00%	
Sep-09	17216.38	9357.01	54.35%	
Oct-09	17216.38	12475.01	72.46%	
Nov-09	17216.38	12579.01	73.06%	
Dec-09	17216.38	12756.01	74.09%	

资料来源: wind 海通证券研究所

图 1 近两年 A 股进入全流通股状态, 从慢跑到加速跑



资料来源: WIND 海通证券研究所

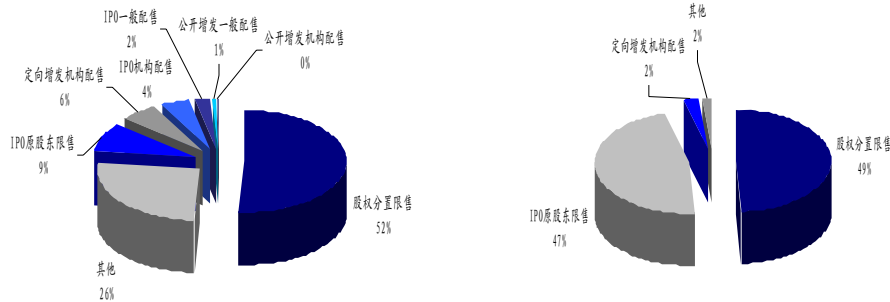
如果其他因素处于不利或中性状态, 如国内国际经济状态的不佳、上市公司盈利的增速放缓、流动性状态改变等, 将会使供求矛盾显得更加的突出和尖锐。

因此, 我们认为, 《指导意见》是针对性地直接调节了当前股市的供给状况, 有利于延缓限售股大批量进入二级市场对市场造成的冲击, 是最为对症的政策措施。这一措施将有可能日益尖锐的供求矛盾得以缓和。

## 2、《指导意见》中针对的存量股不仅是股改限售股, 还包括数量更为巨大的股改后的 IPO 股

我们在 4 月 1 日推出的深度专题策略报告《当前股市的突出矛盾：供求失衡及其可能的政策》中的分析显示：

图 2 未来两年各类存量股解禁的比重 (左图为 2008 年、右图为 2009 年)



资料来源：WIND 海通证券研究所

- 目前 A 股流通股增加的路径有两个，即股改限售股解冻和融资（包括 2006 年后 IPO 配售股解冻和再融资股解冻）。统计显示：因融资（即 IPO）和再融资而新增的流通股占比远远高于股改解冻股。2008 年至 2009 年，股改限售股解冻量达 2821 亿股，占新增流通股总量的 34.59%，而因 IPO 与再融资而新增的流通股却高达 4788 亿股，占新增流通股总量的 60.96%。详见表 2 至表 7。
- 由于股改限售进入为期两年的解冻高峰，与此同时又伴随着有史以来最大规模的融资与再融资高峰，两个高峰的叠加，造成 2008 年和 2009 年中国股市的供应量骤然增大。

表 2 新增流通 A 股的结构状况

时间	股改限售股解冻量 (亿股)		融资与再融资解冻量 (亿股)			其他		新增流通股合计 (亿股)
	数量	占比 %	来源于 IPO 配售股解冻增加的流通量	再融资后释放出的流通股	融资与再融资占比	数量	占比 %	
Jan-08	29	34.12	11	17	32.94	28	32.94	85
Feb-08	58	42.96	26	5	22.96	46	34.07	135
Mar-08	41	30.83	48	9	42.86	35	26.32	133
Apr-08	42	36.84	35	4	34.21	33	28.95	114
May-08	28	16.77	5	1	3.59	133	79.64	167
Jun-08	33	52.38	5	18	36.51	7	11.11	63
Jul-08	23	48.94	19	5	51.06	0	0.00	47
Aug-08	216	96.00	5	4	4.00	0	0.00	225
Sep-08	16	29.63	29	6	64.81	3	5.56	54
Oct-08	91	91.92	1	7	8.08	0	0.00	99
Nov-08	103	83.06	4	12	12.90	5	4.03	124
Dec-08	122	80.79	15	8	15.23	6	3.97	151
Jan-09	116	91.34	5	6	8.66	0	0.00	127
Feb-09	154	96.86	2	3	3.14	0	0.00	159
Mar-09	218	71.48	80	1	26.56	6	1.97	305
Apr-09	208	96.30	0	0	0.00	7	3.24	216
May-09	231	99.57	0	0	0.00	0	0.00	232
Jun-09	91	71.65	9	18	21.26	9	7.09	127
Jul-09	121	6.55	1726	0	93.45	0	0.00	1847
Aug-09	114	39.58	166	7	60.07	0	0.00	288
Sep-09	52	88.14	7	0	11.86	0	0.00	59
Oct-09	599	19.21	2511	7	80.76	1	0.03	3118
Nov-09	80	76.92	23	1	23.08	0	0.00	104
Dec-09	35	19.77	56	45	57.06	41	23.16	177

合计	2821	34.59	4788	184	60.96	360	4.41	8156
----	------	-------	------	-----	-------	-----	------	------

资料来源: WIND 海通证券研究所

表 3 2008 年各月解禁股的数量分布情况扩容压力

	股权分置限售	IPO 原股东限售	IPO 机构配售	IPO 一般配售	定向增发机构配售	公开增发机构配售	公开增发一般配售	其他	限售股份增加合计 (亿股)	无限售条件股份市值 (亿股)	相当于现有流通股比重 %
2008-01	29	4	5	2	8	0	9	28	86	4538	1.90%
2008-02	58	1	11	14	4	1	0	46	135	4684	2.89%
2008-03	41	1	26	21	8	1	0	35	133	4835	2.76%
2008-04	42	34	1		4			33	114	4965	2.29%
2008-05	28	1	4		1			133	166	5145	3.23%
2008-06	33	0	5		18	0		7	63	5212	1.20%
2008-07	23	19			5	0		0	47	5267	0.90%
2008-08	216	5			4			0	224	5517	4.07%
2008-09	16	29			6			3	53	5572	0.96%
2008-10	91	1			6	1		0	98	5677	1.72%
2008-11	103	4			12			5	123	5808	2.12%
2008-12	122	15			8			6	150	5964	2.52%
合计	801	114	52	37	83	3	10	295	1394		26.57%

资料来源: WIND, 海通证券研究所

表 4 2008 年 2 月解禁压力大的个股

股票代码	股票简称	可流通时间	本期流通数量 (万股)	已流通数量 (万股)	待流通数量 (万股)	相当于现有流通数的比重	流通股份类型
601166.SH	兴业银行	2008-02-05	327900	398000	102000	82%	首发原股东限售股份, 首发战略配售股份
600036.SH	招商银行	2008-02-27	253240	724383	479923	35%	股权分置限售股份
601898.SH	中煤能源	2008-02-01	118213	118213	796987	100%	首发一般股份
601857.SH	中国石油	2008-02-05	100000	400000	15792208	25%	首发机构配售股份
601006.SH	大秦铁路	2008-02-01	90908	351130	946545	26%	首发战略配售股份
601111.SH	中国国航	2008-02-18	35000	163900	620668	21%	首发战略配售股份
600186.SH	莲花味精	2008-02-16	24441	92691	13511	26%	股权分置限售股份
600158.SH	中体产业	2008-02-21	22861	50896	22155	45%	股权分置限售股份
600003.SH	ST 东北高	2008-02-08	18198	58098	63222	31%	股权分置限售股份
600851.SH	海欣股份	2008-02-13	15993	69600	4221	23%	股权分置限售股份

资料来源: WIND, 海通证券研究所

表 5 2008 年 3 月解禁压力大的个股

股票代码	股票简称	可流通时间	本期流通数量 (万股)	已流通数量 (万股)	待流通数量 (万股)	相当于现有流通数的比重	流通股份类型
601318.SH	中国平安	2008-03-03	312159	392659	85982	79%	首发原股东限售股份, 首发战略配售股份
601186.SH	中国铁建	2008-03-10	196000	196000	849000	100%	首发一般股份

601390.SH	中国中铁	2008-03-03	140255	467500	1241751	30%	首发机构配售股份
601866.SH	中海集运	2008-03-12	70099	233663	559550	30%	首发机构配售股份
601601.SH	中国太保	2008-03-26	30000	100000	670000	30%	首发机构配售股份
000600.SZ	建投能源	2008-03-14	26700	38626	44434	69%	定向增发机构配售股份
000932.SZ	华菱管线	2008-03-01	21958	134430	139335	16%	股权分置限售股份
000858.SZ	五粮液	2008-03-31	18980	144086	235510	13%	股权分置限售股份
000878.SZ	云南铜业	2008-03-05	17430	53929	71740	32%	定向增发机构配售股份
600010.SH	包钢股份	2008-03-28	16943	288975	353356	6%	股权分置限售股份

资料来源：WIND，海通证券研究所

表 6 2008 年 8 月解禁压力大的个股

股票代码	股票简称	可流通时间	本期流通数量(万股)	已流通数量(万股)	待流通数量(万股)	相当于现有流通数的比重	流通股份类型
600019.SH	宝钢股份	2008-08-19	1190092	1751200	0	68%	股权分置限售股份
600642.SH	申能股份	2008-08-17	149498	288963	0	52%	股权分置限售股份
600832.SH	东方明珠	2008-08-07	98251	199146	0	49%	股权分置限售股份
600795.SH	国电电力	2008-08-31	64965	408366	136411	16%	股权分置限售股份
600500.SH	中化国际	2008-08-12	61690	143759	0	43%	股权分置限售股份
000717.SZ	韶钢松山	2008-08-18	54149	166949	4	32%	股权分置限售股份
600030.SH	中信证券	2008-08-15	49368	328523	3000	15%	股权分置限售股份
000830.SZ	鲁西化工	2008-08-23	44492	104616	7	43%	股权分置限售股份
002024.SZ	苏宁电器	2008-08-11	38250	135862	8289	28%	股权分置限售股份
600098.SH	广州控股	2008-08-22	32933	77861	128059	42%	股权分置限售股份

资料来源：WIND，海通证券研究所

表 7 2008 年 12 月解禁压力大的个股

股票代码	股票简称	可流通时间	本期流通数量(万股)	已流通数量(万股)	待流通数量(万股)	相当于现有流通数的比重	流通股份类型
600026.SH	中海发展	2008-12-30	157850	203000	0	78%	股权分置限售股份
000709.SZ	唐钢股份	2008-12-21	115838	226411	218	51%	股权分置限售股份
000629.SZ	攀钢钢钒	2008-12-11	80000	283618	124725	28%	认股权证行权
000767.SZ	漳泽电力	2008-12-30	70118	124358	8014	56%	股权分置限售股份
601918.SH	国投新集	2008-12-19	69578	104778	80261	66%	首发原股东限售股份
000783.SZ	长江证券	2008-12-27	59387	85595	81885	69%	股权分置限售股份
600004.SH	白云机场	2008-12-20	50304	100000	15000	50%	股权分置限售股份
601919.SH	中国远洋	2008-12-29	43267	221653	541914	20%	定向增发机构配售股份
000828.SZ	东莞控股	2008-12-30	43177	74447	29504	58%	股权分置限售股份
000898.SZ	鞍钢股份	2008-12-02	43011	171142	443759	25%	股权分置限售股份,定向增发机构配售股份

资料来源：WIND，海通证券研究所

3、在财报出台前 30 日内禁售的作用：消除控股股东利用信息优势先于普通投资者抛售股票、两个月的宽松期以及错开减持时间。



在财报出台前 30 日内禁售，不仅有利于消除控股股东利用天然的信息优势率先减持股份，还为每个个股腾出了年初和年中各两个月的解禁量少的宽松期，另外，由于公布年报和半年的时间，各家公司不同，这有利于错开存量股的减持时间。

另外，《指导意见》第七条中规定“七、证券交易所和证券登记结算公司应当制定相应的操作规则，监控持有解除限售存量股份的股东通过证券交易所集中竞价交易系统出售股份的行为，规范大宗交易系统的转让规定。”这是否意味着，在“大宗交易系统的转让规则”尚未正式出台之前，可能会有一个真空期，也就是说，这段时间中，不能办理限售股的大宗交易转让，那么，这段时间可能就成为反弹持续的时间段。

总的来讲，对《指导意见》对当前正源源不断地进入股市的存量股将产生明显的截流作用，促使股市反弹，但是还要看到《指导意见》的另外一面。

### 一是《指导意见》对中小型股票的存量股的截流作用会强于大型股，而对大型股的存量股的约束力可能不足。

在《指导意见》“三、持有解除限售存量股份的股东预计未来一个月内公开出售解除限售存量股份的数量超过该公司股份总数 1% 的，应当通过证券交易所大宗交易系统转让所持股份”中的“股份总数是指含 H 等在内的所有股份，这样一来，对大盘股存量股的截流作用就大打折扣，而对不含 H 股的中小盘股的存量股的截流作用就比较明显。

目前中国石油、中国平安、中国石化等大型权重股基本上都含有数量巨大的 H 股，即使没有 H 股，其总股本的 1% 数量仍然非常巨大。从下表中我们不难看出，很多股东持有的存量股比重虽然较小，例如“中”字头的个股基本上持股比重都在 1% 以下、中石油单个股东持股最高比例仅 0.03%，但是由于其总股本庞大、其持有的市值却相当高、都没有超过了 1 亿元以上，这样的存量股不加以限制仍然可能对市场造成冲击。因此，对于权重股、或者说总股本过于庞大的这类个股，单纯用 1% 总股本比例来约束可能效果不一定能够显现得出。

表 8 单个股东持有存量股市值较高者

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总股本 (万股)	流通 A 股 (万股)	限售 A 股 (万股)	流通股 /总股本	限售股的 市值(亿 元)	小非 持股 比例 加总 %	单个小非 最高持股 比例%	单个小非 最高持股 市值(亿 元)
601988.SH	中国银行	4.51	25383916	649351	17132540	2.56%	7726.78	7.62	3.30	377.79
601600.SH	中国铝业	18.98	1352449	143062	814990	10.58%	1546.85	39.18	4.10	105.24
601328.SH	交通银行	9.03	4899438	223325	3281167	4.56%	2962.89	32.90	2.01	88.93
601601.SH	中国太保	23.58	770000	100000	670000	12.99%	1579.86	40.88	3.66	66.45
600837.SH	海通证券	31.30	411391	11693	399698	2.84%	1251.06	77.26	4.77	61.42
600028.SH	中国石化	10.43	8670244	849903	6142292	9.80%	6406.41	4.90	0.67	60.59
601398.SH	工商银行	5.75	33401885	1206539	25299911	3.61%	14547.45	4.90	0.21	40.33
601919.SH	中国远洋	23.08	1021627	124887	638681	12.22%	1474.08	21.60	0.79	18.63
002202.SZ	金风科技	42.55	100000	10000	90000	10.00%	382.95	58.78	4.37	18.59
601939.SH	建设银行	6.60	23368908	900000	0	3.85%	0.00	3.97	0.12	18.51
601088.SH	中国神华	41.66	1988962	180000	1469104	9.05%	6120.29	9.08	0.18	14.91
601099.SH	太平洋	20.08	150331	4200	146131	2.79%	293.43	24.35	4.57	13.80
601628.SH	中国人寿	27.03	2826471	150000	1932353	5.31%	5223.15	5.76	0.18	13.75
000728.SZ	国元证券	19.00	146410	12476	133934	8.52%	254.47	17.38	4.51	12.55
601111.SH	中国国航	12.26	1225136	163900	620668	13.38%	760.94	12.60	0.65	9.76
601857.SH	中国石油	16.02	18302098	400000	15792208	2.19%	25299.12	2.27	0.03	8.80
600362.SH	江西铜业	25.57	302283	28252	135283	9.35%	345.92	11.96	0.44	3.40
601898.SH	中煤能源	16.83	1325866	118213	796987	8.92%	1341.33	12.45	0.13	2.90
601998.SH	中信银行	6.05	3903334	178469	3286020	4.57%	1988.04	4.74	0.08	1.89
600377.SH	宁沪高速	6.87	503775	40680	340895	8.08%	234.19	24.66	0.53	1.83
600188.SH	兖州煤业	15.51	491840	36000	260000	7.32%	403.26	7.36	0.20	1.53
601808.SH	中海油服	21.98	449532	49998	246049	11.12%	540.82	11.17	0.12	1.19
600115.SH	东方航空	9.23	486695	39600	290400	8.14%	268.04	8.60	0.22	0.99

资料来源：WIND，海通证券研究所

- 注 1：截取样本为流通 A 股占总股本比重小于 15% 的权重股公司  
注 2：收盘价以 2008-4-18 为止

## 二是可能引发大宗交易中的关联交易，使得《指导意见》约束力整体弱化。

控股股东持有的存量股一经通过大宗交易系统转让后，就不再是存量股了，就不再受《指导意见》的约束，这可能会导致一些控股股东利用关联交易达到快速减持股票的目的，从而导致《指导意见》约束力的整体编约弱。因此，接下来投资者应当关注沪深交易所发布的关于限量股的大宗交易规则的细则。

## 附录：上市公司解除限售存量股份转让指导意见

来源：中国证监会网站

发布时间：2008 年 04 月 20 日 22:11

为规范和指导上市公司解除限售存量股份的转让行为，现对上市公司存量股份的转让提出以下意见：

一、本意见中的存量股份，是指已经完成股权分置改革、在沪深主板上市的公司有限售期规定的股份，以及新老划断后在沪深主板上市的公司于首次公开发行前已发行的股份。

二、转让存量股份应当满足证券法、公司法等法律法规以及中国证监会对特定股东持股期限的规定和信息披露的要求，遵守出让方自身关于持股期限的承诺，转让需要获得相关部门或者内部权力机构批准的，应当履行相应的批准程序。

三、持有解除限售存量股份的股东预计未来一个月内公开出售解除限售存量股份的数量超过该公司股份总数 1% 的，应当通过证券交易所大宗交易系统转让所持股份。

四、解除限售存量股份通过证券交易所大宗交易系统转让的，应当遵守证券交易所和证券登记结算公司的相关规则。

五、上市公司的控股股东在该公司的年报、半年报公告前 30 日内不得转让解除限售存量股份。

六、本次解除限售存量股份转让后导致股份出让方不再是上市公司控股股东的，股份出让方和受让方应当遵守上市公司收购的相关规定。

七、证券交易所和证券登记结算公司应当制定相应的操作规则，监控持有解除限售存量股份的股东通过证券交易所集中竞价交易系统出售股份的行为，规范大宗交易系统的转让规定。

八、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。

九、本指导意见自发布之日起施行。

## 信息披露

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。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授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

---