

大股东增减持——关注增持比例较大的事件机会



- **研究目的。**本文对大股东增减持的事件性选股机会进行研究，重点考察大股东增持后对于上市公司短期股价的影响。
- 研究对象集中于增减持股票的短期收益效应，以及各项与事件相关的因素在不同市场环境下对股价走势的影响。从历史表现分析，增持股票组合总是能够战胜减持股票组合，相对于沪深 300 也存在超额收益空间供投资者参与；**增持和减持股票组合相对于沪深 300 的超额收益都在第 14 个自然日（即两周时间）到达最大，之后大幅度衰减。**
- 以增减持的股东类型对上市公司进行区分，高管增持和公司增持两类股票组合各个年度相对于沪深 300 的胜率都大于 50%，小于 75%，总体来说**高管增持股票组合的超额收益更为显著，表现强于公司增持组合。这一要素对股价的驱动作用不如增减持的变动比例效果突出。**
- 从增减持的变动比例分析，增减持变动幅度较大的组合超额收益显著。
- 大股东增减持的收益效应没有明显的牛熊市偏好，但是在 2007 这一极端的市场环境下表现不稳定。
- **根据研究总结我们构建了策略指数和周度选股策略，扣除手续费后，5 年相对于沪深 300 的超额收益为 470%，累积收益为 590%，年化收益 36%，信息比率为 0.6。**

相关研究

指数样本股调整交易机会研究——关注历史成交量较小的调入调出样本股

业绩预告研究之二——关注主板预减快报后的短期反弹机会以及中小板盈利公告

事件性选股策略之业绩预告——把握扭亏、预减公告、获取短期超额收益

事件驱动策略之四——ETF 事件套利研究

目 录

1. 研究对象及简要结论.....	3
2. 大股东增减持的收益效应	3
2.1 大股东增持和减持公告对一个月内股价走势的影响.....	4
2.2 增持股票组合细分类别的表现情况	5
3. 增持股票组合在不同市场环境下的表现.....	6
4. 大股东增减持周度选股策略	8
6. 结论	9

图目录

图 1 大股东增减持事件选股累积净值 VS 沪深 300.....	3
图 2 各年度增减持相对于沪深 300 超额收益累积净值.....	4
图 3 高管和个人 VS 公司的超额收益累积净值.....	5
图 4 高管和个人 VS 公司股票组合相对沪深 300 的胜率.....	5
图 5 增持变动占比各分为点的超额收益累积净值.....	6
图 6 增持变动占比各分为点的股票组合相对沪深 300 的胜率.....	6
图 7 各年度股票组合相对于沪深 300 的相对强弱曲线.....	7
图 8 大股东增减持策略 VS 沪深 300.....	8
图 9 大股东增减持策略 VS 沪深 300（周二开仓）	9
图 10 大股东增减持策略 VS 沪深 300（周三开仓）	9
图 11 大股东增减持策略 VS 沪深 300（周四开仓）	9
图 12 大股东增减持策略 VS 沪深 300（周五开仓）	9

表目录

表 1 大股东增减持样本量统计.....	3
----------------------	---

1. 研究对象及简要结论

本篇报告以大股东增减持这一事件为研究对象，考察其对于股价是否具有驱动作用，从中寻找投资机会。我们采用 wind 数据库的重要股东二级市场交易（明细）数据表，自 2005 年开始采集数据。将大股东增减持数据分别依据增减持的股东类型（包括公司、高管），增减持变动比例，增减持成交均价，股东持股占比将数据归类，研究各个类别中不同年份大股东增减持对股价短期走势的影响。

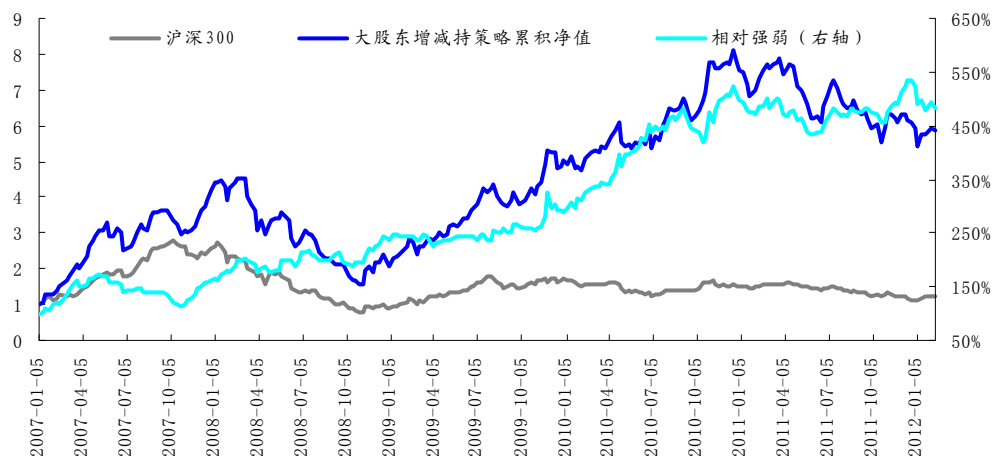
表 1 大股东增减持样本量统计

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
增持	72	329	1182	1508	1424	1265	1525	255
减持	39	186	3107	2387	5481	4700	4951	157

资料来源：WIND，海通证券研究所

样本量较大的数据集中在 2007 年至 2011 年，我们着重统计这几年间的大股东增减持公告对短期股价走势的影响。发现公司/高管增减持对股票走势影响的差异度不显著；成交均价的不同对股票走势的影响不稳定；股东持股占比较低或增持变动比例较大时，增减持公告对股价走势有较为稳定而显著的影响。根据上述最后一种情况（即相对增持比例较大的公告）制作周度选股策略，考虑手续费后，策略能在大部分时间里战胜基准指数，可在图 1 中看到构建的策略指数走势。

图 1 大股东增减持事件选股策略累积净值 VS 沪深 300



资料来源：海通证券研究所

2. 大股东增减持的收益效应

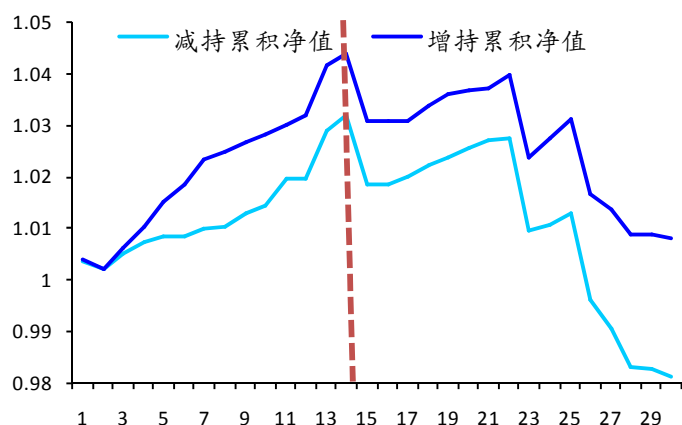
大股东增减持公告公布后，我们认为其对于股价如若有影响，在较短的时间内能够反应完毕。我们着重分年度观察公告后 30 个自然日内不同类型上市公司的股价变化情况。选择较短的时间窗口，主要是为了能够提取该单一事件对股价的影响作用，尽量降低过长时间窗口下市场和公司的其他公告等冗余信息形成的噪声。分年度考察收益的目的，则是希望能够观察在不同市场环境下事件是否具有环境敏感性。

2.1 大股东增持和减持公告对一个月内股价走势的影响

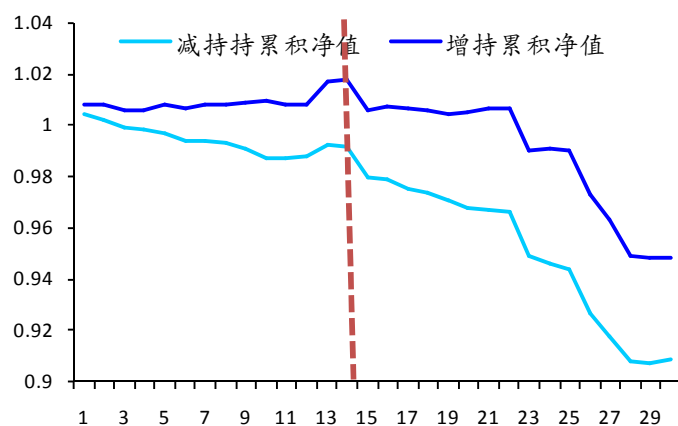
一般来说认为大股东增持行为是对一个上市公司未来前景的看好，而减持行为是由于对上市公司业绩的不确定或者不看好。所以我们首先分别研究大股东增持和减持公告对股价的影响与市场基准（沪深 300）的相对强弱关系。下面我们提及的累积净值是指增减持股票组合采用同期沪深 300 期货进行对冲后的累积净值，当累积净值大于 1 时就代表我们的股票组合强于沪深 300。

图 2 各年度增减持相对于沪深 300 超额收益累积净值

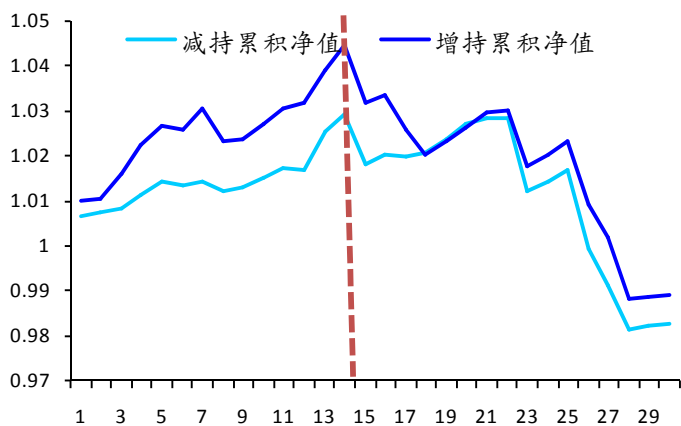
2007 年



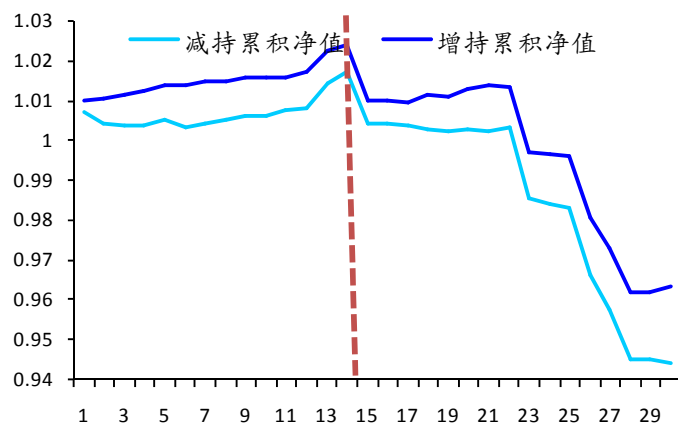
2008 年



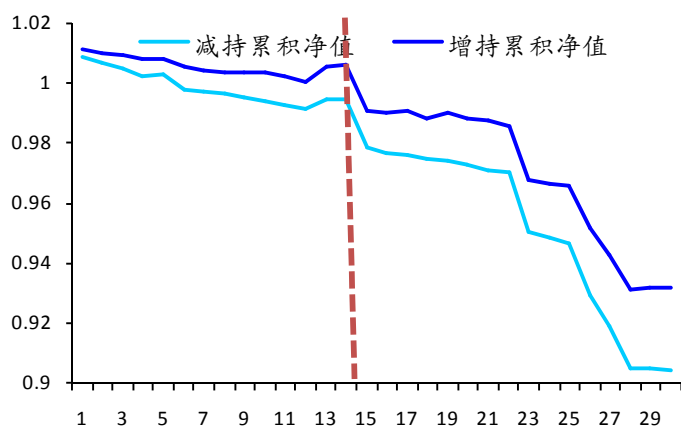
2009 年



2010 年



2011 年



资料来源: wind, 海通证券研究所

注: 横轴代表公告发布后的自然日

从上面这几幅图我们可以看到两个比较明显的特点, 第一个特点是从 2007 年至 2011 年, 增持股票相对于沪深 300 的超额收益都大于减持股票相对于沪深 300 的超额收益; 第二个特点是, 增持和减持股票组合相对于沪深 300 的超额收益都在第 14 个自然日 (也就是两周时间) 到达最大, 之后衰减。从各年度的情况来看, 增持股票组合在两周内超额收益总体比较显著, 而减持股票组合总体来说不一定有超额收益。我们针对这两个特点, 重点分析两周内增持股票组合细分类别对股价的影响。我们将比较有代表性的细分类别在之后列举。

2.2 增持股票组合细分类别的表现情况

将增持股票组合按照高管和个人增持 VS 公司增持 (由于“个人”相对数量比较少, 以下简称高管和公司)、变动比例的大小将增持股票组合分为不同的类别, 区分不同特征对组合收益的影响。下面列举的组合累积净值以及胜率均为两周内组合相对于沪深 300 的超额收益情况。

图 3 高管和个人 VS 公司的超额收益累积净值

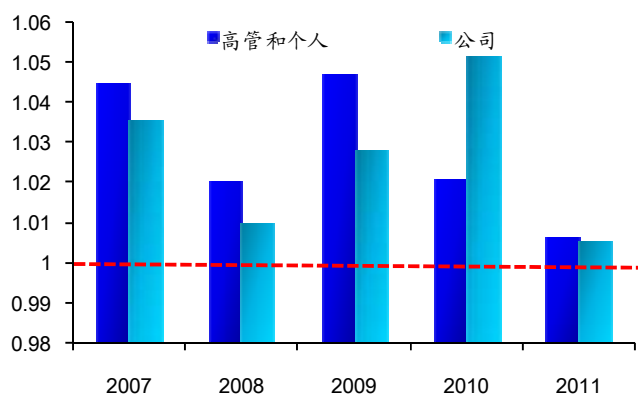
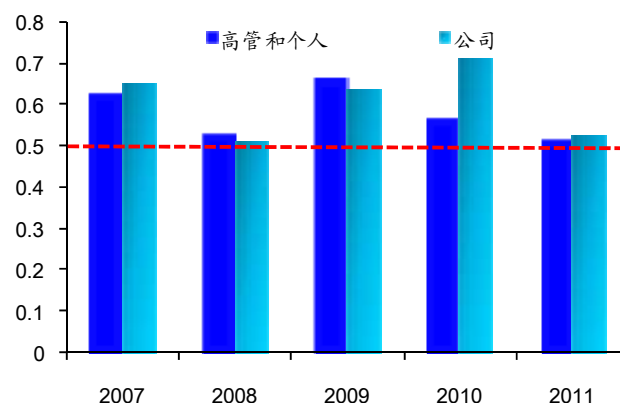


图 4 高管和个人 VS 公司股票组合相对沪深 300 的胜率



资料来源: wind, 海通证券研究所

图 5 增持变动占比各分位点的超额收益累积净值

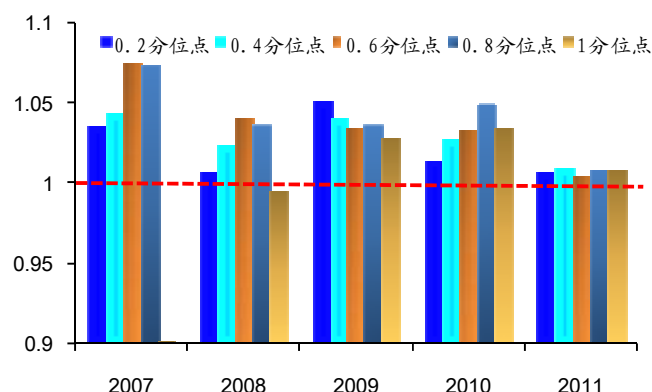
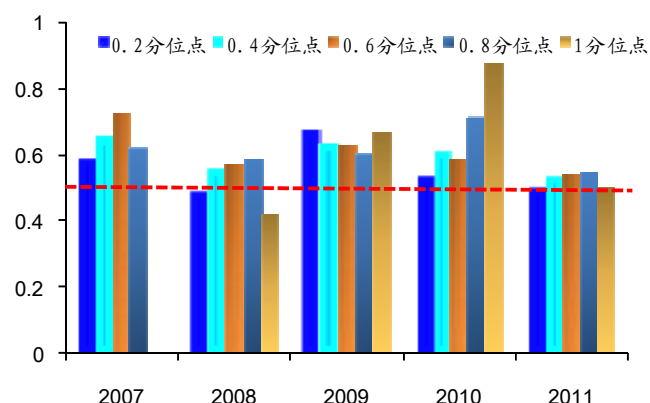


图 6 增持变动占比各分位点的股票组合相对沪深 300 的胜率



资料来源：wind，海通证券研究所

首先来看增减持股东类型这一因素。从前两幅图可以看出，高管和公司两类股票组合各个年度相对于沪深 300 的胜率都大于 50%，小于 75%，除了 2010 年公司增持组合强于高管增持组合的超额收益，其他年份公司增持组合都略弱于高管组合。而两者战胜市场的胜率大体来说公司组合的胜率大于高管组合的胜率。综合来看，我们认为高管增持能够更多的反映公司未来的利好消息，一方面是缘于公司未来业绩直接掌握在高管手中，另一方面因为股价未来的波动直接与高管的资金收益相关，而公司增持则蕴含着较复杂的信息，与股价的关联不如高管增持简单明确。我们在策略模拟的时候，用持股比例来区分大小股东，持股比例较小的股东增持的目的比较单纯，即为看好公司未来的发展以及股票上的收益回报；持股比例较大的大股东增持可能是源于公司发展的战略需要等原因，不一定反应了该上市公司的前景优势，所以我们之后重点关注持股比例较小的股东增持。

再者，从增持变动数量占流通股比例的角度对事件进行分析。我们将 2007 年至 2011 年变动占比数据汇总，按照分位点将其分为 5 类，0.2 分位点、0.4 分位点、0.6 分位点、0.8 分位点和 1 分位点。从超额累积净值和相对于沪深 300 的胜率来看，0.8 分位点的组合综合表现最佳，1 分位点的组合实际包含标的变动范围大，增持变动比例数据分布比较分散，含有不少极值情况，表现很不稳定。最后将 0.8 分位点列为我们后序策略构建的标准之一。

股东原始持股占比要素的图表在这里没有详细展示，从结果来看，与增持变动比例综合分析，原始占比小，变动比例高这两个要素形成的组合都有良好表现，这也是我们的最终策略采用的筛选指标。

3. 增持股票组合在不同市场环境下的表现

我们根据各个股票组合细分类别的表现情况，研究各个年份股票组合的时间序列收益情况。

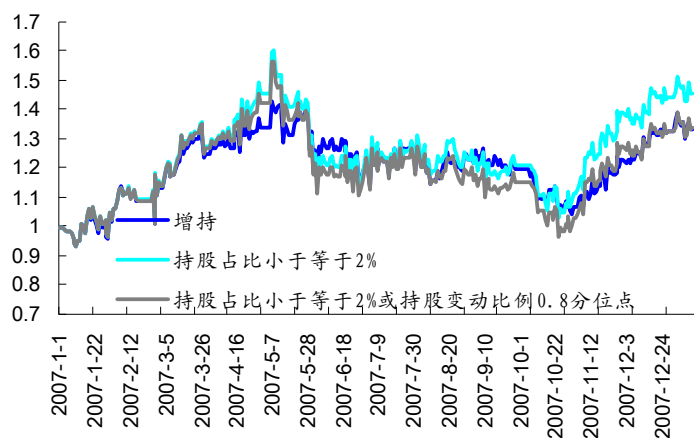
买入时点：公告后第二日，以收盘价买入

卖出时点：十四个自然日，以收盘价卖出

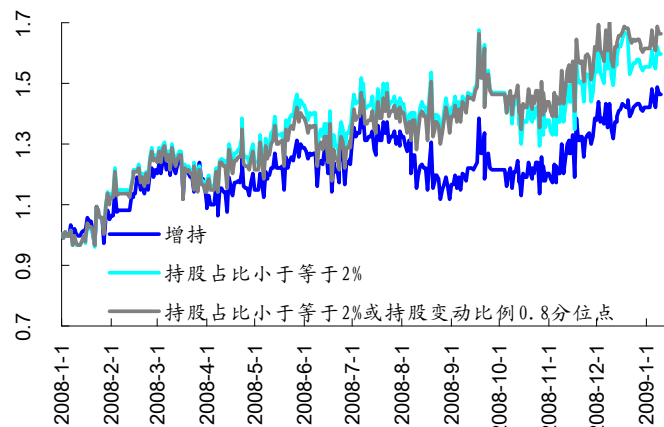
我们主要列举几类表现良好的股票组合相对沪深 300 的相对强弱曲线，以供投资者参考，其中包括股东持股占比较小的（小于 2%）的股票组合，以及增持变动比例相对较大的股票组合。

图 7 各年度股票组合相对于沪深 300 的相对强弱曲线

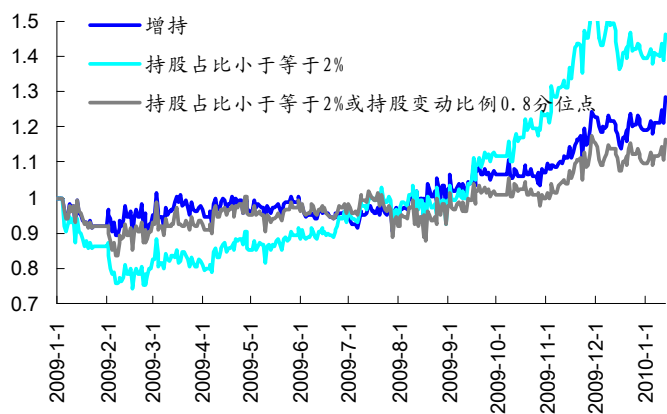
2007 年



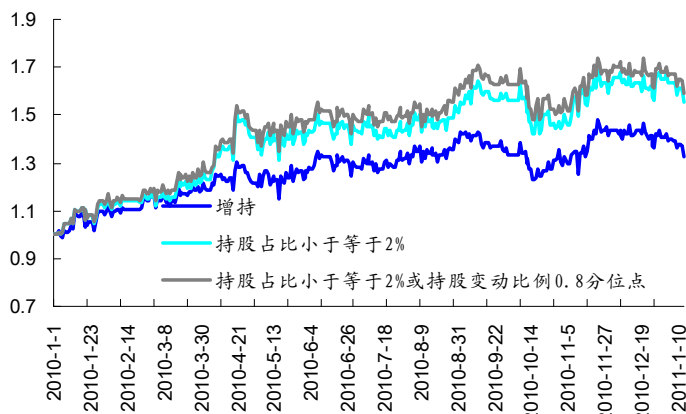
2008 年



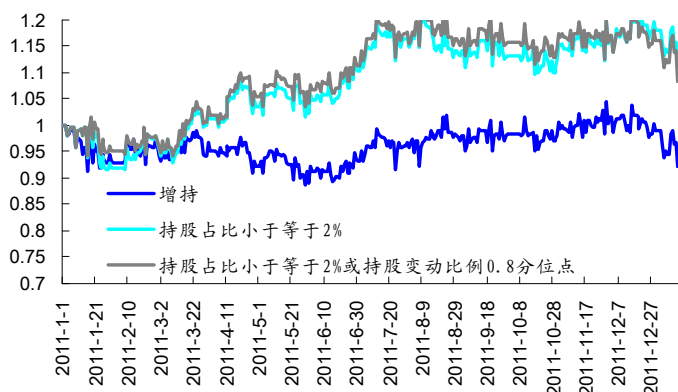
2009 年



2010 年



2011 年



资料来源：wind, 海通证券研究所

可以看到我们列举的三类组合（第一类：增持，第二类：持股占比小于等于 2%，第三类：持股占比小于等于 2%或者持股变动比例 0.8 分位点）总体来说都走强于沪深 300 指数，

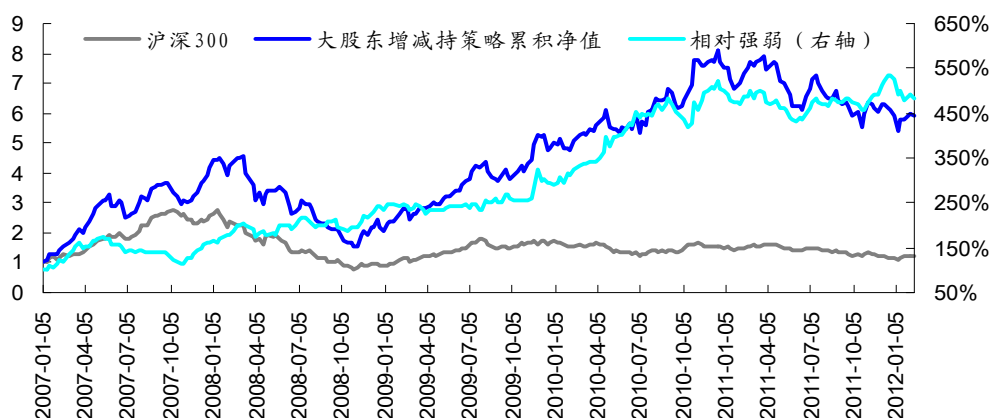
且没有明显的牛熊市偏好性，一定程度上说明**大股东增减持组合的有效性不显著的依赖于市场环境**。对比这三类组合的相对强弱曲线，第一类组合的表现平均来说比较差，第二类组合走势较强，但是稳定性略弱，第三类组合的表现较为稳定。综合以上因素，认为大股东增持这一事件必须进行一定的筛选，才能够在稳定性以及超额收益上有着更好的保障，单纯的增持事件并不是未来股价上涨的充分条件。故而**股东原始持股比例以及增持比例都是我们在构建策略指数的时候需要考虑的要素，即大股东相对增持比例较大的股票组合是更好的投资标的**。

4 大股东增减持周度选股策略

基于上述研究成果，我们制作了大股东周度选股策略，综合考虑持有时间长度以及选入组合覆盖股票数量对策略效果的影响，我们制定了系统的交易规则，在能够覆盖多数投资机会的基础上，对组合的资金进行合理分配，不存在不断追加资金或是由于事件增多导致频繁调仓的情况出现。

首先我们将资金等分为两个账户，第一个账户的开仓时点是单周的周一开盘，平仓时点是双周周五的收盘。第二个账户的开仓时点是双周周一开盘，平仓时点是单周周五的收盘。即我们的每个账户的持有期是两周，而每个账户的股票组合为开仓前三天内公告的股东持股占比较低或增持变动比例较大的股票，最多不超过 5 只。每次的双边交易费用设为 0.3%，回溯了 2007 年至 2012 年 2 月的股票收益情况，如下图所示。

图 8 大股东增减持策略 VS 沪深 300



资料来源：海通证券研究所

2007 年以来策略表现良好，扣除手续费后，5 年相对于沪深 300 的超额收益为 470%，累积收益为 590%，年化收益率 36%，信息比率为 0.6。

策略在 2007 年和 2011 年表现不稳定，2008 至 2010 年表现良好，相对强弱指数的最大回撤发生在 2007 年 10 月份为 34%，2008 年至今最大回撤发生在 11 年 6 月份为 17%。2007 年后期，市场处于罕见的普涨大牛市行情，而在牛市中，投资者对于各类信息都极其敏感，各种事件都可能构成股票上涨驱动因素，在这样较为极端的行情下，单一的追踪一类利好信息，很难超越市场获取大幅超额收益。2011 年 6 月份策略发生了第二次较大回撤，这一时点经历了 2010 这一市场震荡没有明显行情的时期之后，2011 年上半年指数又处于下跌周期中，这与 2008 年的熊市行情存在着较大差异。2008 年是牛市过后的下跌期，投资者在悲观情绪的引导下，希望寻求基本面有明确利好的消息作为支撑，高管增持在一定程度上能够体现高管对于企业利润增厚的信息，这对于投资者而言无疑是一种安慰，故而策略在 2008 年的表现可圈可点。而 2011 年则是在大盘长期走势疲软之后进入的熊市区间，这种徘徊不前的走势会形成投资者的惰性心理，对各种信息事件都反映不充分，也是导致策略在 2011 年后期失效的原因。在剩余的较长样本时间上，策略基本能够稳定战胜指数，超额收益比较显著。

同时我们回溯了策略在不同工作日开仓持有两周时间的表现情况，交易规则如前所述，各个周期策略的收益结果列举如下图所示。我们发现该周度选股策略对开盘时间不敏感，但是周一开盘的选股策略总体的超额收益最为显著。分析原因，因为周一选入组合是周五至周日公告的股票，这类股票可能经历的交易日只有周五，可获利空间较高，而其他交易日选入组合的股票从周三至周五在入选组合前经历的交易日增多，获利空间被消耗的可能性变大，超额收益显著性有所减弱。

图 9 大股东增减持策略 VS 沪深 300（周二开仓）

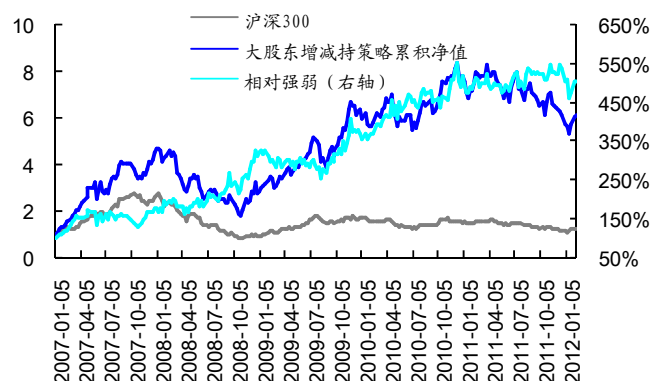


图 10 大股东增减持策略 VS 沪深 300（周三开仓）

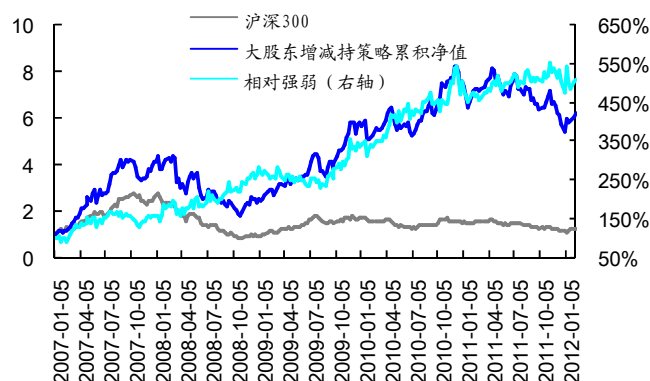


图 11 大股东增减持策略 VS 沪深 300（周四开仓）

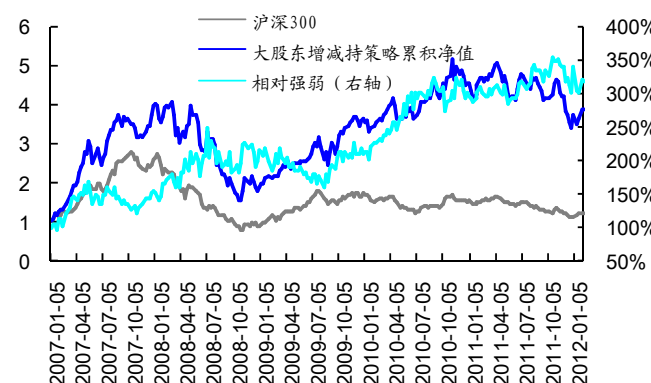
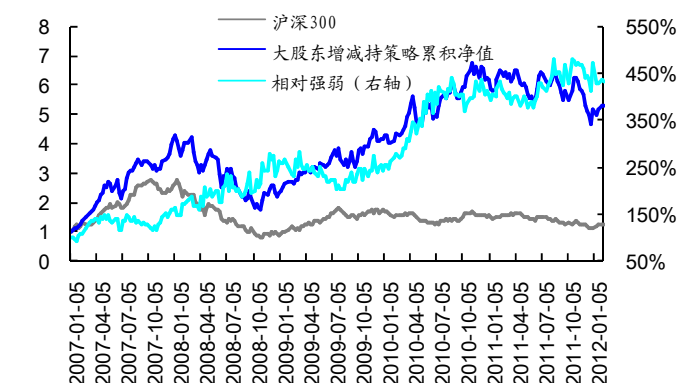


图 12 大股东增减持策略 VS 沪深 300（周五开仓）



资料来源：wind，海通证券研究所

资料来源：wind，海通证券研究所

6 结论

我们对大股东增减持，大股东增持股票细分类别，大股东增减持在不同市场环境下的收益效应进行了较为深入的研究，有以下几点总结：

- （1）在我们考察期内，增持股票组合相对于沪深 300 的超额收益都大于减持股票相对于沪深 300 的超额收益；增持和减持股票组合相对于沪深 300 的超额收益都在第 14 个自然日（也就是两周时间）到达最大，之后大幅度衰减。从各年度的情况来看，增持股票组合在两周内超额收益总体比较显著，而减持股票组合总体来说不一定有超额收益。
- （2）从增减持事件的相关因素分析，高管和公司两类股票组合各个年度相对于沪深 300 的胜率都大于 50%，小于 75%，总体来说公司增持组合大都弱于高管组合，高管组合的超额收益比较显著。增减持变动数量占流通股比较高（增持占比在 1% 至 10% 区间）

的组合超额收益比较显著。股东原始持股占比低（小于 2%）的股票组合超额收益也有良好表现。

- (3) 大股东增减持的收益效应没有明显的牛熊市偏好，但是在 2007 这一极端的市场环境下表现不稳定。

信息披露

分析师声明

郑雅斌：金融工程

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，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书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

联系人

高远 (021) 23219669
李宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一洋 (021) 23219387

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com

联系人

荀玉根 (021) 23219658
王旭 (021) 23219396
汤慧 (021) 23219733

xyg6052@htsec.com
wx5937@htsec.com
tangh@htsec.com

基金研究团队

娄静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
倪韵婷 (021) 23219419
罗震 (021) 23219326
唐洋运 (021) 23219004

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com

联系人

徐益黎 (021) 23219443
陈瑶 (021) 23219645

xuyj@htsec.com
chenyao@htsec.com

金融工程研究团队

吴先兴 (021) 23219449
丁鲁明 (021) 23219068
郑雅斌 (021) 23219395

wuxx@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com

联系人

冯佳睿 (021) 23219732
朱剑涛 (021) 23219745

fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445
邱庆东 (021) 23219424

jiangjx@htsec.com
qiuqd@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409
袁兵兵 (021) 23219454
蒋科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
ybb6053@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业

刘惠莹 (021) 23219441
联系人
朱洪波 (021) 23219438

liuhy@htsec.com
zhib6065@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403
潘鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399
联系人
李宏科 (021) 23219671

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com
lhk6064@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵健 (021) 23219472

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021) 23219404

dengyong@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411
舒灏 (021) 23219171
联系人
何继红 (021) 23219674
熊哲颖 (021) 23219407

longh@htsec.com
shuh@htsec.com
hejh@htsec.com
xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405
联系人
夏木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业

卢媛媛 (021) 23219610

lyy5991@htsec.com

非银行金融行业

董乐 (021) 23219374

dl5573@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413
联系人
张孝达 (021) 23219697

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

王茹远 (010) 58067935
联系人
白洋 (021) 23219646

wangry@htsec.com
baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人
虞楠 (021) 23219382

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473
冯梓钦 (021) 23219402

zhaocx@htsec.com
fengzq@htsec.com

食品饮料行业

赵勇 (0755) 82775282
联系人
齐莹 (021) 23219166

zhaoyong@htsec.com
qiy@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业

联系人
刘宇 (021) 23219608
刘杰 (021) 23219269
冯皓琪 (021) 23219709

liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com
fhq5945@htsec.com

有色金属行业

杨红杰 (021) 23219406
联系人
刘博 (021) 23219401

yanghj@htsec.com
liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267
联系人
易团辉 (021) 23219737
张瑞 (021) 23219634

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com
zr6056@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244
联系人
孔维娜 (021) 23219223

chenzy@htsec.com
kongwn@htsec.com

建筑建材行业

蒲世林 (021) 23219054

pysl@htsec.com

电力设备及新能源行业

张浩 (021) 23219383
联系人
牛品 (021) 23219268
房青 (021) 23219692

zhangh@htsec.com
np6307@htsec.com
fangq@htsec.com

公用事业

陆凤鸣 (021) 23219415

lufm@htsec.com

白瑜 (021) 23219430

baiy@htsec.com

联系人

汤砚卿 (021) 23219768

tyq6066@htsec.com

银行业

联系人

刘瑞 (021) 23219635

lr6185@htsec.com

社会服务业

罗少平 (021) 23219390

luosp@htsec.com

房地产业

涂力磊 (021) 23219747

tll5535@htsec.com

谢盐 (021) 23219436

xiey@htsec.com

联系人

贾亚童 (021) 23219421

jiayt@htsec.com

造纸轻工行业

徐琳 (021) 23219767

xl6048@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理

(021) 63609993

chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理

(021) 23219381

hzh@htsec.com

深广地区销售团队

蔡铁清 (0755) 82775962

caitq@htsec.com

刘晶晶 (0755) 83255933

liujj4900@htsec.com

辜丽娟 (0755) 83253022

gulj@htsec.com

上海地区销售团队

高溱 (021) 23219386

gaoq@htsec.com

季唯佳 (021) 23219384

jiwj@htsec.com

胡雪梅 (021) 23219385

huxm@htsec.com

黄毓 (021) 23219410

huangyu@htsec.com

朱健 (021) 23219592

zhuj@htsec.com

肖文宇 (021) 23219442

xiaowu@htsec.com

北京地区销售团队

孙俊 (010) 58067988

sunj@htsec.com

张广宇 (010) 58067931

zgy5863@htsec.com

殷怡琦 (010) 58067944

yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话: (021) 23219000

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com