

证券研究报告

中小企业研究

专题研究

中小企业研究团队

谢从军 分析师

执业编号: S1500511120001

联系电话: +86 10 63081271

邮箱: xiecongjun@cindasc.com

杨腾 分析师

执业编号: S1500514070003

联系电话: +86 10 63081244

邮箱: yangteng@cindasc.com

王镓 分析师

执业编号: S1500513100001

联系电话: +86 10 63081086

邮箱: wangmo@cindasc.com

钟惠 分析师

执业编号: S1500514070001

联系电话: +86 10 63081244

邮箱: zhonghui@cindasc.com

王光兵 研究助理

联系电话: +86 10 63081265

邮箱: wangguangbing@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心
邮编: 100031

定增解禁的市场和行为分析

2014年10月27日(周一)

- 近三年来,定向增发作为一种灵活的资本市场工具越来越多的被上市公司所运用,其目的则包括融资、并购、资产注入、引入战略投资者等。而对于机构投资者,定向增发同样提供了一种有别于纯粹二级市场的投资形式,也越来越多的被机构投资者参与。在参与定增以后,机构投资者通常将面临一年及以上的锁定期,因而锁定期结束时期(即定增解禁日)则成为投资者最终确定收益的时点。基于此,对定增解禁时的市场运行特点、交易行为的分析成为一个重要的问题。
- 我们通过对**2012年1月至2014年7月**这一时期(共两年零七个月)内共**415**个解禁的定增项目进行深入研究,发现了一些具有启发意义的结论,而对于这些方面的研究使我们能够更为清晰的理解定增解禁这个特定的市场。
- 解禁日前两月出现大幅下跌的情况,解禁日后两月将大概率回升。**样本中共有**22**家公司(占比**5%**)在解禁前两个月跌幅超过**25%**,而在解禁后两个月内,其中有**21**家为上涨,仅**1**家为继续下跌。解禁后两月内平均涨幅为**22.1%**。(见图一)这一比例和涨幅相当不平凡,这意味着按照这一策略进行简单的买入和持有,在过去两年半内,会有**22**次买入,而其中只有一次失败,21次成功。把所有买入策略计入在内,两月内的平均收益率达到**22.1%**。我们认为这一现象在很大程度上揭示了在解禁时期的市值管理行为。
- 机构投资者参与定增获得绝对收益的概率约为64%,获得相对收益的概率约为76%。**样本时期内共有**329**个定向增发项目有机构投资者参与。我们统计了这**329**个项目从增发公告日起至解禁日为止的持有期间复权收益率,其中共有**211**个在持有期间获得绝对正收益,占比为**64%**;共有**253**个项目在持有期间获得相对(沪深300)正收益,占比为**76%**。上述项目的持有期平均收益率为**32%**。
- 定增解禁后一个月内,大宗交易的频率是平常状态下的4.8倍;折价幅度是平常状态下的2倍。**我们的研究数据显示,定增解禁之后一个月内是大宗交易的密集时期。具体而言,各增发项目解禁后一个月内,共计发生**448**笔股票大宗交易;而同样是这些发生大宗交易的公司,在解禁前一年内共发生大宗交易的笔数为**1127**笔,平均每月为**94**笔。也即是说,定增解禁后一个月内,大宗交易的频率是平常状态下的**4.8**倍。上述样本解禁前一年内的**1127**笔大宗交易(共**27.5**亿股)平均折价率为**-2.45%**;而解禁后一个月内的**448**笔大宗交易(共**15.0**亿股)平均折价率则为**-5.00%**。

目 录

定增解禁前后的股价运行规律分析.....	1
解禁日前两月出现大幅下跌的情况，解禁日后两月将大概率回升.....	2
机构投资者参与非公开增发项目获得绝对/相对收益的比率.....	5
定增解禁后的大宗交易行为分析.....	8
解禁后一个月内大宗交易的频率变化.....	8
解禁后一个月内，大宗交易的折价幅度是平常状态下的 2 倍.....	9
定增解禁后一个月内，大宗交易量占相关股票解禁总量的比重约为 9%.....	11
定增解禁与上市公司业绩预告.....	12
未进行过业绩预告公司的情况.....	13
仅解禁当期未进行业绩预告公司的情况.....	15
定增解禁后的机构持仓变化.....	17
解禁日前后相比，基金减持占比最高.....	17
解禁日前后，机构持股比例变化与收益率没有显著关系.....	19
定增解禁期的股权质押行为.....	19

图 目 录

图 1: 解禁前二月（横轴）与后二月（纵轴）收益率图.....	3
图 2: 新大新材（300080）解禁前、后二月股价走势图.....	4
图 3: 高鸿股份（000815）解禁前、后二月股价走势图.....	4
图 4: 紫鑫药业（000815）解禁前、后二月股价走势图.....	5
图 5: 定增项目持有期间收益率分布图.....	6
图 6: 解禁前后大宗交易频率的变化.....	8
图 7: 康得新（002450）解禁前一年与解禁后一月内大宗交易成交笔数.....	9
图 8: 解禁前后大宗交易折价率变化.....	10
图 9: 解禁前后大宗交易占解禁总量比重.....	12
图 10: 解禁前一个月披露业绩的样本在各期间段上涨的比例.....	14
图 11: 解禁后一个月披露业绩的样本在各期间段上涨的比例.....	14
图 12: 当期未预告且解禁后 2 个月内披露业绩的样本在各期间段上涨的比例.....	15
图 13: 解禁前一个月业绩预告的样本在各期间段上涨的比例.....	16
图 14: 解禁后一个月业绩预告的样本在各期间段上涨的比例.....	16
图 15: 解禁后机构减持比例情况.....	18
图 16: 解禁前后机构持仓变化.....	18
图 17: 机构持仓变化与收益率的关系图.....	19
图 18: 解禁前发生股权质押的公司，在解禁前二月（横轴）与解禁后二月（纵轴）收益率图.....	20

表 目 录

表 1: 持有期收益率最低的十个非公开增发项目.....	6
表 2: 持有期收益率最高的十个非公开增发项目.....	7
表 3: 持有期收益率最高的十个非公开增发项目（持有期为一年）.....	7
表 4: 解禁后一个月内折价率最高的前十笔大宗交易.....	10
表 5: 解禁后一个月内折价率最低（溢价率最高）的前十笔大宗交易.....	11
表 6: 对研究样本的分组情况.....	13
表 7: 解禁日前后，机构持股比例变化.....	17
表 8: 不同时间股权质押下，收益率的平均值和标准差比较.....	20

近三年来，定向增发作为一种灵活的资本市场工具越来越多的被上市公司所运用，其目的则包括融资、并购、资产注入、引入战略投资者等。而对于机构投资者，定向增发同样提供了一种有别于纯粹二级市场的投资形式，也越来越多的被机构投资者参与。在参与定增以后，机构投资者通常将面临一年及以上的锁定期，因而锁定期结束时期（即定增解禁日）则成为投资者最终确定收益的时点。基于此，对定增解禁时的市场运行特点、交易行为的分析成为一个重要的问题。

我们通过对 2012 年 1 月至 2014 年 7 月这一时期（共两年零七个月）内共 415 个解禁的定增项目进行深入研究，发现了一些具有启发意义的结论，而对于这些方面的研究使我们能够更为清晰的理解定增解禁这个特定的市场。在本报告中，我们研究的方面包括：

- 1、定增解禁前后股价的变化情况（以及相应的套利机会）
- 2、定增参与者获得绝对收益、相对收益的概率
- 3、定增解禁后大宗交易的频率变化、大宗交易的折价率变化
- 4、定增解禁期，公司的业绩预告行为对股价的影响
- 5、定增解禁前后各类机构持仓情况的变动
- 6、定增持有期间，股东进行股权质押对定增收益的影响

定增解禁前后的股价运行规律分析

定增解禁日是股价博弈的聚焦时点。从市场各方基本关系来看：

首先，参与增发的机构投资者（包括公募、私募、保险、券商资管等）一方面希望在解禁后股价持续高位运行，以进一步提高收益，创造卖出环境；而另一面，各参与机构却又希望在解禁日之后较快的变现筹码，锁定收益，这又会对解禁股票产生自然的股价压力。这是解禁日之后影响股价运行的第一条矛盾。

其次，在当前发达的信息和数据条件下，二级市场对于各公司解禁的时点具有完全透明的预期，这对于二级市场的买卖择时行为有明确的影响。例如，股票持有者一般会规避在解禁时和解禁方一起集中卖出股票，从而会选择在解禁前卖出以达到锁定收益的目的。因此，这会对公司解禁前一段时间的股价形成压力。这也是我们在市场上能够观察到的现象。

第三，作为公司管理层和大股东，通常希望协助参与增发的机构投资者确保一定程度的收益率，另一方面从自身角度出发也希望股价避免大起大落，维持相对稳定，这使得公司在解禁前后存在较强的市值管理动机。而对于大股东自身参与增发的情况而言，市值管理的动机则更为充分。

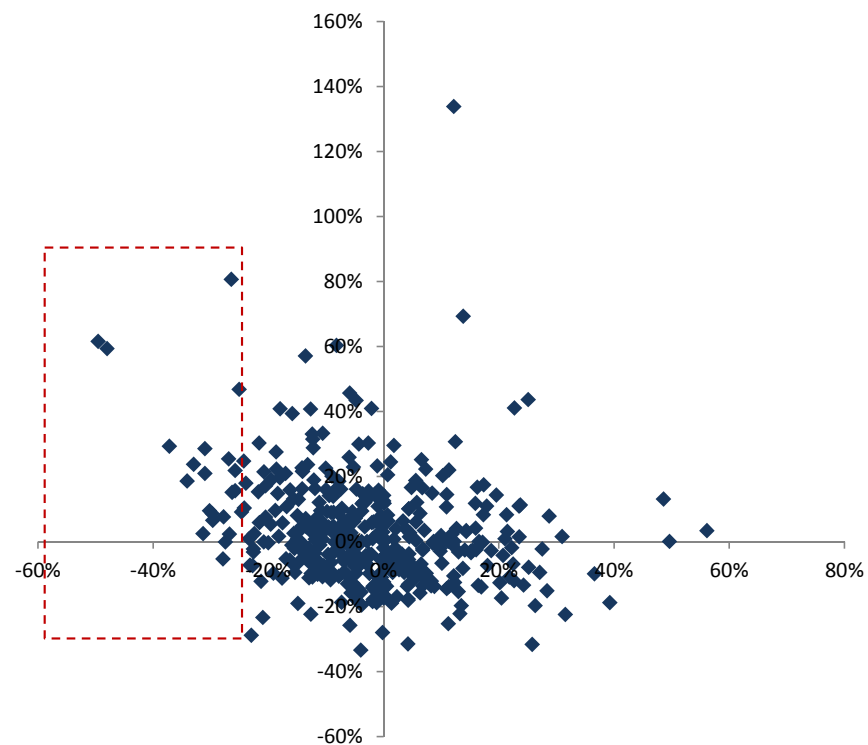
针对以上问题，我们对定增解禁前后的股价运行进行了详细的定量分析，发现以下规律：

解禁日前两月出现大幅下跌的情况，解禁日后两月将大概率回升

样本中共有 22 家公司（占比 5%）在解禁前两个月跌幅超过 25%，而在解禁后两个月内，其中有 21 家为上涨，仅 1 家为继续下跌。解禁后两月内平均涨幅为 22.1%。（见图一）这一比例和涨幅相当不平凡，这意味着按照这一策略进行简单的买入和持有，在过去两年半内，会有 22 次买入，而其中只有一次失败，21 次成功。把所有买入策略计入在内，两月内的平均收益率达到 22.1%。

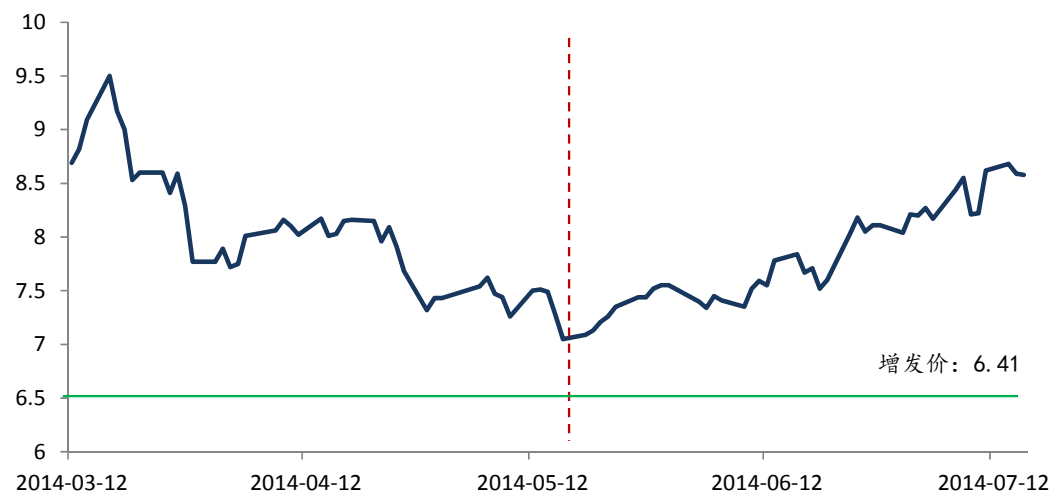
这一现象在很大程度上揭示了在解禁时期的市值管理行为。在解禁日前股价出现大幅下跌，对增发参与人的持有期收益造成了极大的冲击，且持续性的大幅下跌将会对解禁后的卖出环境更为不利。这使得大股东及相关方有极强的动力通过各种渠道进行市值管理，包括利好消息公告等。而在市场整体情绪较为稳定，或者市场情绪筑底回升的环境助推下，这样的市值管理行为容易使得公司股价在解禁日后逐步恢复，因此形成我们所看到的情况。这样的案例在 2012 至 2014 年均有分布。典型的案例包括新大新材（2014 年）、高鸿股份（2013 年）和紫鑫药业（2012 年）。（见图二至图四）。

图 1：解禁前二月（横轴）与后二月（纵轴）收益率图



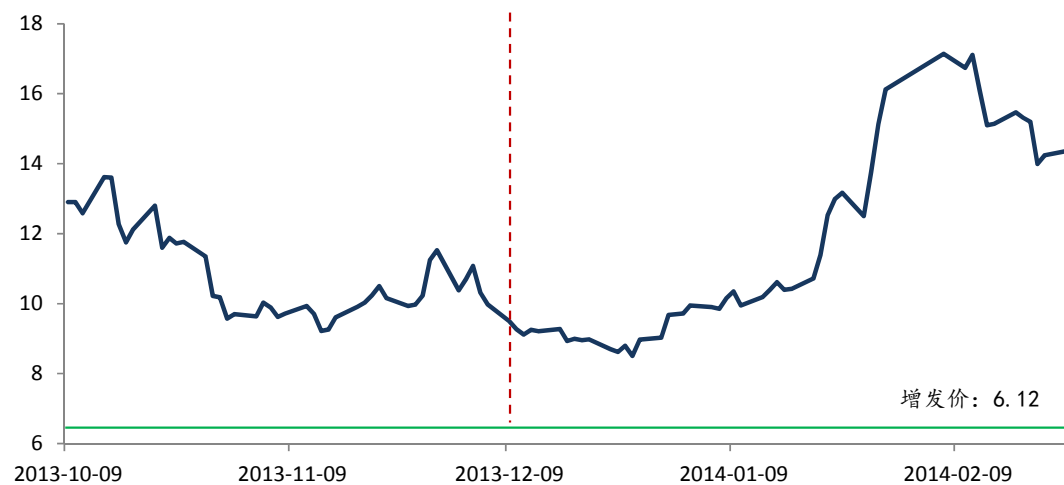
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 2: 新大新材 (300080) 解禁前、后二月股价走势图



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 3: 高鸿股份 (000815) 解禁前、后二月股价走势图



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 4：紫鑫药业（000815）解禁前、后二月股价走势图



资料来源：wind，信达证券研发中心

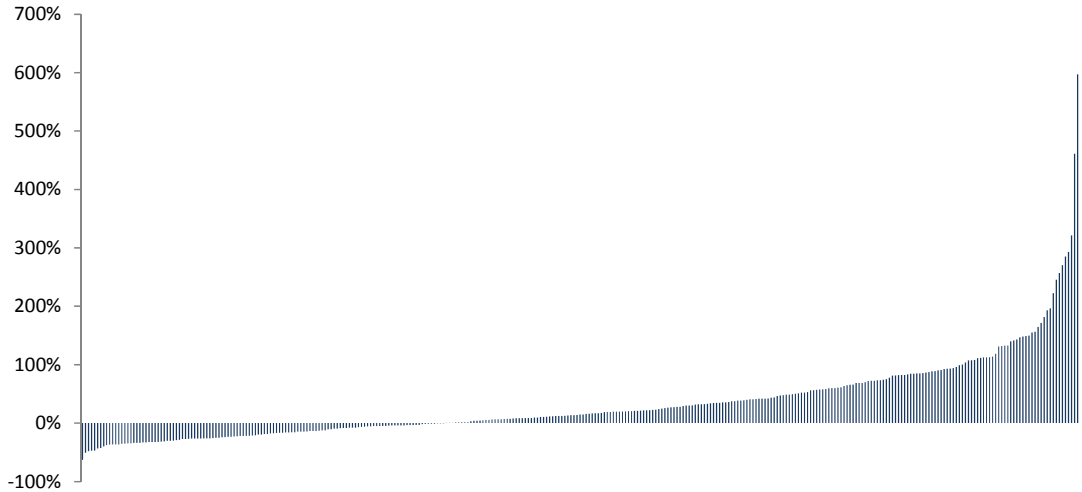
机构投资者参与非公开增发项目获得绝对/相对收益的比率

在样本时期内，共有 329 个定向增发项目有机构投资者参与。我们统计了这 329 个项目从增发公告日起至解禁日为止的持有期间复权收益率，其中共有 211 个在持有期间获得绝对正收益，占比为 64%；共有 253 个项目在持有期间获得相对（沪深 300）正收益，占比为 76%。

329 个项目的持有期平均收益率为 32%。收益率最低的三个项目分别是澳洋科技、星湖科技、国统股份，收益率分别为 -63%、-51%、-48%；收益率最高的三个项目分别为华映科技、炼石有色、新纶科技，收益率分别为 597%、461%、321%。

若只考虑持有期为一年的项目，则总数为 289 个，其中有 180 个项目在持有期间为正收益，占比 62%。290 个项目持有期间平均收益率为 27%。

图 5: 定增项目持有期间收益率分布图



资料来源: wind, 信达证券研发中心

表 1: 持有期收益率最低的十个非公开增发项目

序号	代码	名称	预案公告日	增发公告日	解禁日	持有期定点复权收益率
1	002172.SZ	澳洋科技	2010-7-27	2011-1-5	2012-1-6	-63%
2	600866.SH	星湖科技	2011-3-5	2011-4-26	2012-4-23	-51%
3	002205.SZ	国统股份	2010-5-11	2011-1-10	2012-1-11	-48%
4	600096.SH	云天化	2012-6-6	2013-5-21	2014-5-19	-47%
5	000521.SZ	美菱电器	2010-4-20	2011-1-7	2012-1-11	-47%
6	600467.SH	好当家	2011-4-29	2011-11-30	2012-11-28	-43%
7	600190.SH	锦州港	2008-6-25	2009-4-1	2012-4-10	-42%
8	002165.SZ	红宝丽	2010-10-19	2011-7-25	2012-7-26	-40%
9	000925.SZ	众合机电	2010-6-1	2011-3-16	2012-3-19	-38%
10	600710.SH	常林股份	2010-11-23	2011-6-4	2012-6-4	-37%

资料来源: wind, 信达证券研发中心

表 2: 持有期收益率最高的十个非公开增发项目

序号	代码	名称	预案公告日	增发公告日	解禁日	持有期定点复权收益率
1	000536.SZ	华映科技	2009-4-4	2010-3-16	2013-3-29	597%
2	000697.SZ	炼石有色	2011-3-28	2012-1-19	2013-2-26	461%
3	002341.SZ	新纶科技	2012-3-1	2013-3-25	2014-3-27	321%
4	600433.SH	冠豪高新	2009-2-20	2009-12-26	2012-12-24	293%
5	002450.SZ	康得新	2011-9-9	2012-6-6	2013-6-7	285%
6	600773.SH	西藏城投	2009-5-15	2009-12-30	2012-12-18	271%
7	002004.SZ	华邦颖泰	2012-3-24	2013-2-7	2014-2-10	257%
8	600184.SH	光电股份	2010-5-8	2010-10-30	2013-10-28	245%
9	600873.SH	梅花生物	2010-10-29	2011-1-5	2012-1-6	222%
10	600248.SH	延长化建	2008-4-12	2008-10-11	2014-6-17	196%

资料来源: wind, 信达证券研发中心

表 3: 持有期收益率最高的十个非公开增发项目 (持有期为一年)

序号	代码	名称	预案公告日	增发公告日	解禁日	持有期定点复权收益率
1	000697.SZ	炼石有色	2011-3-28	2012-1-19	2013-2-26	461%
2	002341.SZ	新纶科技	2012-3-1	2013-3-25	2014-3-27	321%
3	002450.SZ	康得新	2011-9-9	2012-6-6	2013-6-7	285%
4	002004.SZ	华邦颖泰	2012-3-24	2013-2-7	2014-2-10	257%
5	600873.SH	梅花生物	2010-10-29	2011-1-5	2012-1-6	222%
6	002224.SZ	三力士	2012-2-8	2013-2-6	2014-2-10	193%
7	000061.SZ	农产品	2012-1-20	2013-1-23	2014-1-24	182%
8	002313.SZ	日海通讯	2011-7-11	2012-7-17	2013-7-18	172%
9	600699.SH	均胜电子	2012-3-30	2013-4-17	2014-4-14	165%
10	000799.SZ	酒鬼酒	2010-7-15	2011-11-1	2012-11-7	156%

资料来源: wind, 信达证券研发中心

定增解禁后的大宗交易行为分析

前面我们分析了定增解禁时期的股价表现，本节深入研究定增时期的大宗交易行为。在研究中，我们发现：

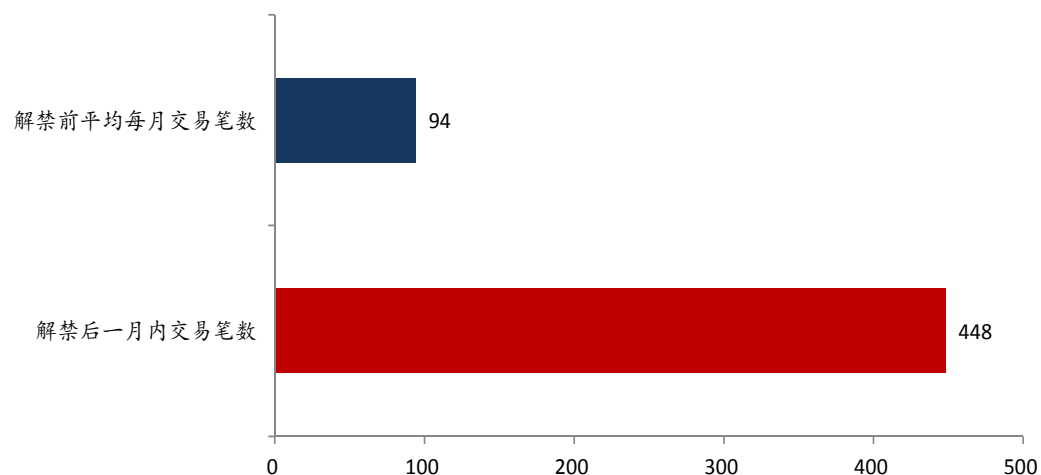
解禁后一个月内大宗交易的频率变化

我们的研究数据显示，定增解禁之后一个月内是大宗交易的密集时期。具体而言，各增发项目解禁后一个月内，共计发生 448 笔股票大宗交易；而同样是这些发生大宗交易的公司，在解禁前一年内共发生大宗交易的笔数为 1127 笔，平均每月为 94 笔。**也即是说，定增解禁后一个月内，大宗交易的频率是平常状态下的 4.8 倍。**这是 2012 年 1 月 1 日至 2014 年 7 月 31 日长达 31 个月的数据显示的结果。

而从交易量角度，定增解禁前一年内，上述样本股票的大宗交易数量为 27.5 亿股，平均每月为 2.3 亿股；**定增解禁后一个月内，上述样本股票的大宗交易数量为 15.0 亿股，为解禁前的 6.5 倍。**

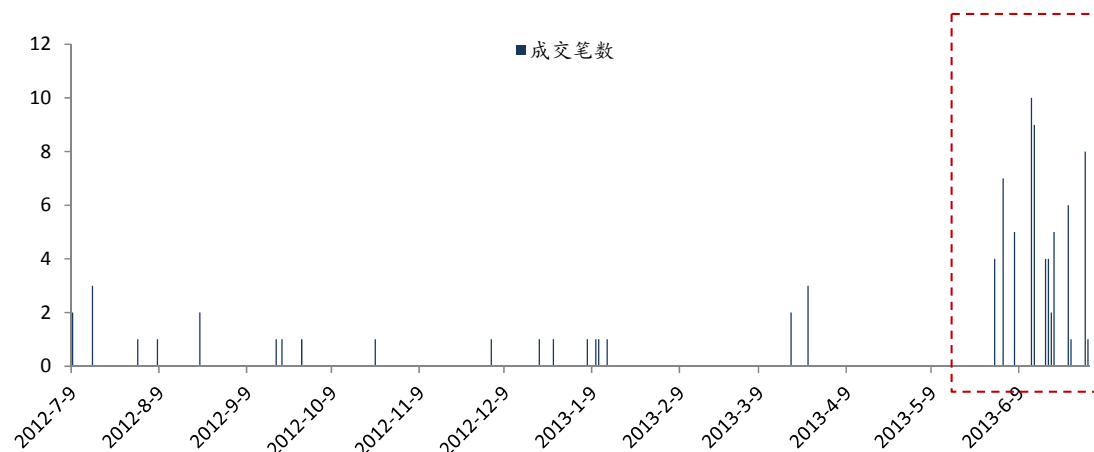
这种密集解禁的表现有大量典型案例。例如康得新（002450）解禁日为 2013 年 6 月 7 日，在解禁日之前一年内（2012 年 6 月 7 日至 2013 年 6 月 6 日），该股票共有 36 笔大宗交易，在这一年内基本呈均匀分布状态；而在解禁日之后一个月内（2013 年 7 月 7 日至 2013 年 8 月 6 日），该股票密集发生大宗交易，共发生 55 笔。（见图 7）

图 6：解禁前后大宗交易频率的变化



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 7：康得新（002450）解禁前一年与解禁后一月内大宗交易成交笔数



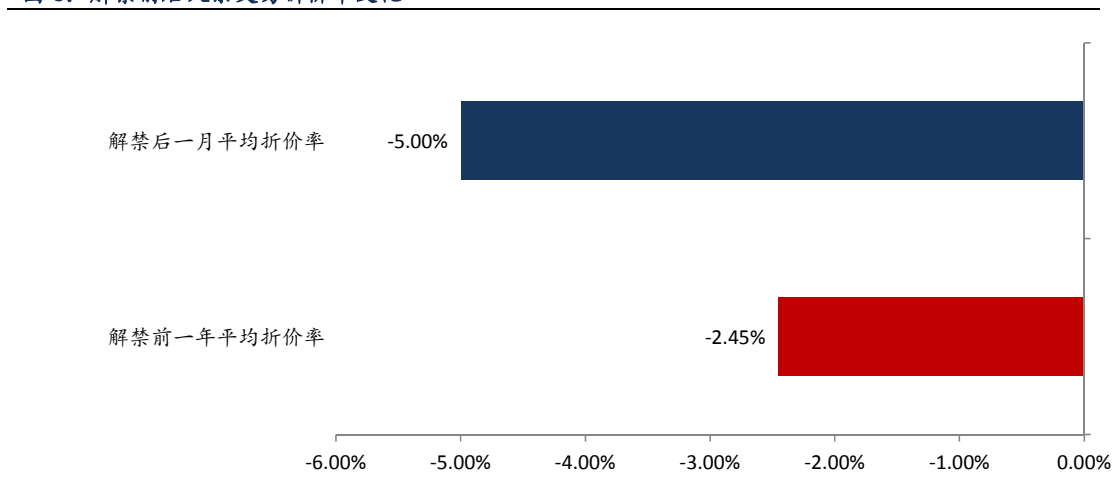
资料来源：wind，信达证券研发中心

解禁后一个月内，大宗交易的折价幅度是平常状态下的 2 倍

我们的研究数据显示，解禁后一个月内，大宗交易的折价幅度大幅上升。这一结论从定量的角度反映了解禁后卖出筹码集中对于大宗交易市场价格的影响。具体而言，上述样本解禁前一年内的 1127 笔大宗交易（共 27.5 亿股）平均折价率为-2.45%；而解禁后一个月内的 448 笔大宗交易（共 15.0 亿股）平均折价率则为-5.00%。

从折价范围来看，解禁样本中折价幅度位于-11%（折价）至+11%（溢价）的最区间范围内。折价幅度最大的交易为 2013 年 5 月 17 日成交的欣龙控股，折价率为-10.08%；折价幅度最低（溢价幅度最高）的为 2013 年 1 月 9 日成交的*st 贤成，溢价 10.02%。

图 8: 解禁前后大宗交易折价率变化



资料来源: wind, 信达证券研发中心

表 4: 解禁后一个月内折价率最高的前十笔大宗交易

代码	名称	解禁日	大宗交易日期	成交价	前一交易日收盘价	折价率(%)
000955.SZ	欣龙控股	2013-4-25	2013-5-17	4.46	4.96	-10.08%
000955.SZ	欣龙控股	2013-4-25	2013-5-15	4.56	5.07	-10.06%
000955.SZ	欣龙控股	2013-4-25	2013-5-15	4.56	5.07	-10.06%
600691.SH	阳煤化工	2013-10-25	2013-11-1	6.35	7.06	-10.06%
600691.SH	阳煤化工	2013-10-25	2013-11-1	6.35	7.06	-10.06%
600873.SH	梅花生物	2012-1-6	2012-1-10	7.43	8.26	-10.05%
000955.SZ	欣龙控股	2013-4-25	2013-5-14	4.39	4.88	-10.04%
000955.SZ	欣龙控股	2013-4-25	2013-5-14	4.39	4.88	-10.04%
000830.SZ	鲁西化工	2012-3-12	2012-3-15	5.38	5.98	-10.03%
002321.SZ	华英农业	2014-7-7	2014-7-24	5.74	6.38	-10.03%

资料来源: wind, 信达证券研发中心

表 5: 解禁后一个月内折价率最低(溢价率最高)的前十笔大宗交易

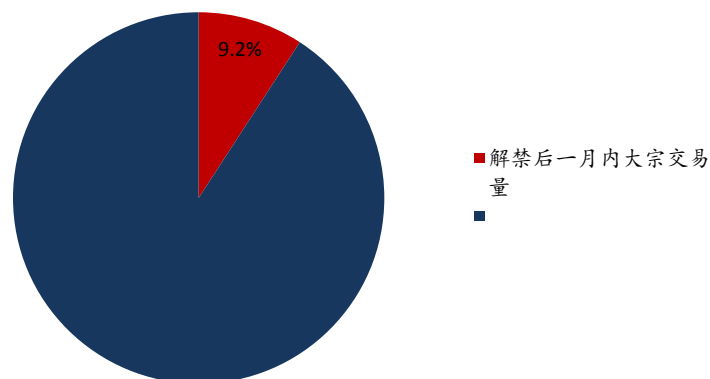
代码	名称	解禁日	大宗交易日期	成交价	前一交易日收盘价	折价率(%)
600381.SH	*ST 贤成	2012-12-27	2013-1-9	4.61	4.19	10.02%
002321.SZ	华英农业	2014-7-7	2014-7-23	6.18	5.8	6.55%
002450.SZ	康得新	2013-6-7	2013-6-26	26.79	25.2	6.31%
002450.SZ	康得新	2013-6-7	2013-6-26	26.79	25.2	6.31%
002450.SZ	康得新	2013-6-7	2013-6-26	26.79	25.2	6.31%
000955.SZ	欣龙控股	2013-4-25	2013-5-14	5.15	4.88	5.53%
000776.SZ	广发证券	2012-8-27	2012-9-11	12.7	12.14	4.61%
600375.SH	华菱星马	2014-7-4	2014-7-14	10.63	10.22	4.01%
000739.SZ	普洛药业	2014-4-9	2014-4-11	8.63	8.34	3.48%
600157.SH	永泰能源	2012-3-26	2012-4-13	18.7	18.09	3.37%

资料来源: wind, 信达证券研发中心

定增解禁后一个月内, 大宗交易量占相关股票解禁总量的比重约为 9%

在上述时期内, 共有 415 只股票涉及到解禁, 而其中 94 只在解禁后一个月内进行了大宗交易, 交易数量占 94 只解禁总量比重为 9.2%。

图 9：解禁前后大宗交易占解禁总量比重



资料来源：wind，信达证券研发中心

定增解禁与上市公司业绩预告

在解禁前后，参与增发的机构投资者（包括公募、私募、保险、资管等）希望股价持续高位运行，如果上市公司愿意配合这一行为，可以通过各种公告的形式对股价产生影响。而对于各个公司通用的、也是最为有效的一种公告行为即是业绩预告。

从法律法规的角度，根据证券交易所的规定，上市公司预计年度经营业绩将出现下列情形之一的，**应当在**会计年度结束后一个月内进行业绩预告；预计中期和第三季度业绩将出现下列情形之一的，**可以**进行业绩预告：

- （一）净利润为负值；
- （二）净利润与上年同期相比上升或者下降 50% 以上；
- （三）实现扭亏为盈。

比较基数较小的公司，经同意可以豁免进行业绩预告，同时，**鼓励**预计年初至下一报告期末净利润与上年同期相比上升或者下降 30% 以上的公司也进行业绩预告。

分析：从相关规定的措辞上来看，只有**年度业绩**发生净利润为负、同比上升或下滑超过 50%、扭亏的情况时，**应当**进行相关预计预告；其他情况下，上市公司拥有一定的自主选择权。正是由于上市公司的业绩预告行为具有一定的灵活性，因此，从

这些行为中可以看出上市公司的意图。

我们的研究所统计的业绩报告期间包括**解禁年度上年年度报告、解禁当年中期报告及解禁当年年度报告**，我们选取距离解禁日期最近的一个财务报告日作为对象进行研究。我们把所有公司分为三组进行对照研究：（1）上述三期从未进行过业绩预告的公司；（2）进行过预告但预告日期在解禁日前后一个月以外的公司；（3）在解禁日前后一个月内进行过业绩预告的公司。

表 6：对研究样本的分组情况

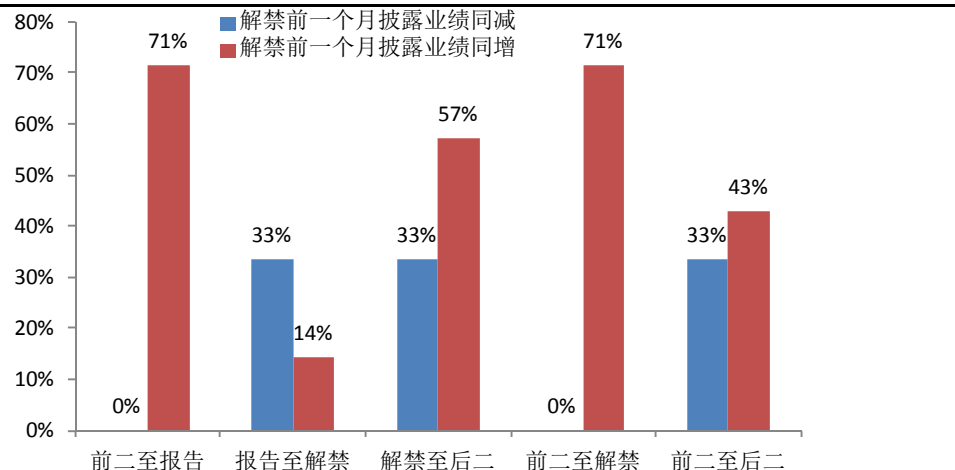
样本组别	类型	样本个数
(1)	最近三个报告期均未进行业绩预告	100
(2)	最近三个报告期进行过业绩预告，但预告日在解禁日前后一个月之外	235
(3)	在解禁日前后一个月内进行过业绩预告	80
合计	-	415

资料来源：wind，信达证券研发中心

未进行过业绩预告公司的情况

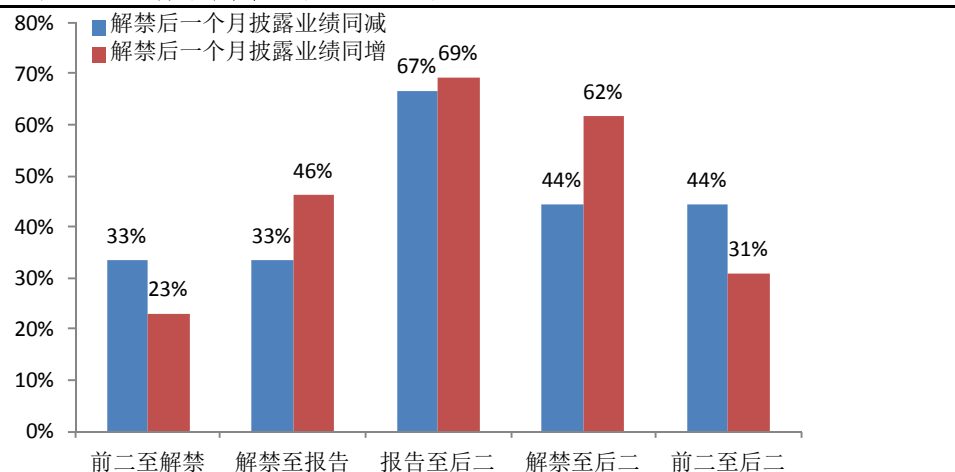
根据样本组（1），从中选出距离解禁最近一期实际业绩披露日在解禁日前后一个月内的样本，研究公司实际业绩对解禁前后股价走势的影响。经统计，未发布业绩预告的情况下，在解禁日前一个月披露实际业绩的公司有 10 家，在解禁日后一个月披露实际业绩的公司 22 家。

图 10: 解禁前一个月披露业绩的样本在各期间段上涨的比例



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 11: 解禁后一个月披露业绩的样本在各期间段上涨的比例



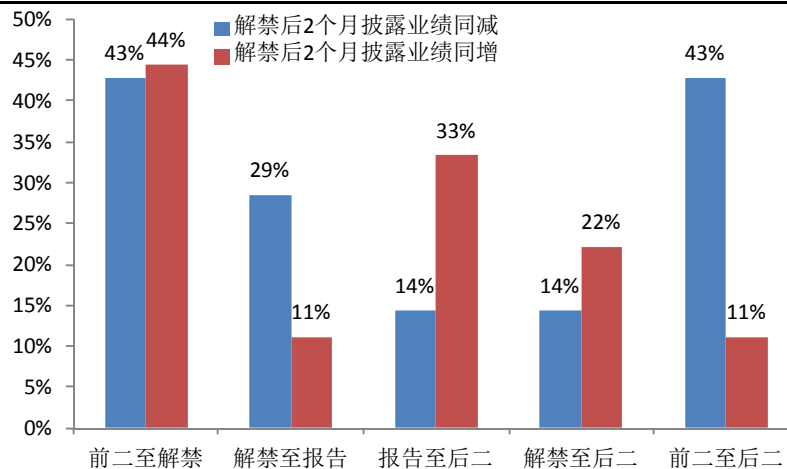
资料来源: wind, 信达证券研发中心

从统计结果可以看出, 无论是在解禁前披露还是解禁后披露, 业绩同比增长的公司**在解禁日至解禁日后两个月的市场表现明显好于业绩同比下滑的公司**, 其样本上涨的比例分别为 57%: 33% (解禁前披露)、62%: 44% (解禁后披露)。

仅解禁当期未进行业绩预告公司的情况

根据样本（2），我们找出在上述三个报告期进行过业绩预告、但距离解禁最近的一期末进行预告的样本，合计 61 家（包括解禁日在 2014 年 5 月 1 日之后的 9 家）。除去实际业绩尚未公布的 9 家的剩下 52 家中，48 家实际业绩披露在解禁日之后，其中 23 家业绩同比下滑。我们认为，出现这种情况的一种可能性是**公司业绩达不到市场预期，公司想在解禁前稳住股价而不进行相关预告**。因此，我们重点研究的是在当期不进行业绩预告且在解禁后 2 个月内披露了实际业绩的样本，合计 16 家。

图 12：当期未预告且解禁后 2 个月内披露业绩的样本在各期间段上涨的比例



资料来源：wind，信达证券研发中心

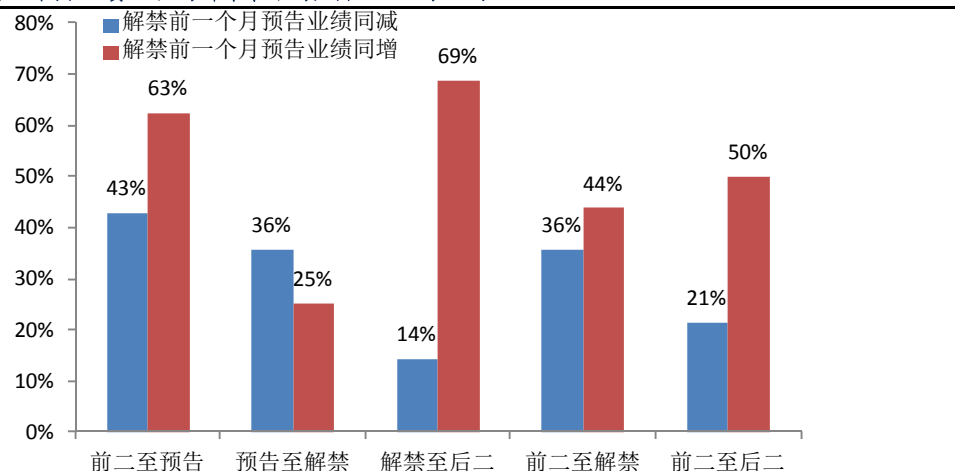
从统计结果可以看出，无论实际业绩是同比增长还是同比下滑，公司在**解禁日至解禁日后两个月**的市场表现均较差，样本中上涨的比例仅为 22%（业绩同增）、14%（业绩同减）。

从解禁日前 2 个月至后 2 个月的累计收益来看，虽然业绩同增与业绩同减的组别上涨样本的比例均不达 50%，但业绩同减的公司上涨样本的比例却显著高于业绩同增的公司（43%：11%）。我们认为**造成市场表现与实际业绩不相符的最大原因在于投资者的预期**：一方面，有的公司即使业绩同增，也可能严重不达市场预期；另一方面，在当期没有业绩预告的情况下，投资者对于业绩同减的公司往往有更加准确且充分的预期。

3、在解禁日前后一个月内披露了业绩预告的公司，业绩预增的样本在解禁后 2 个月的市场表现优于业绩预减的样本。

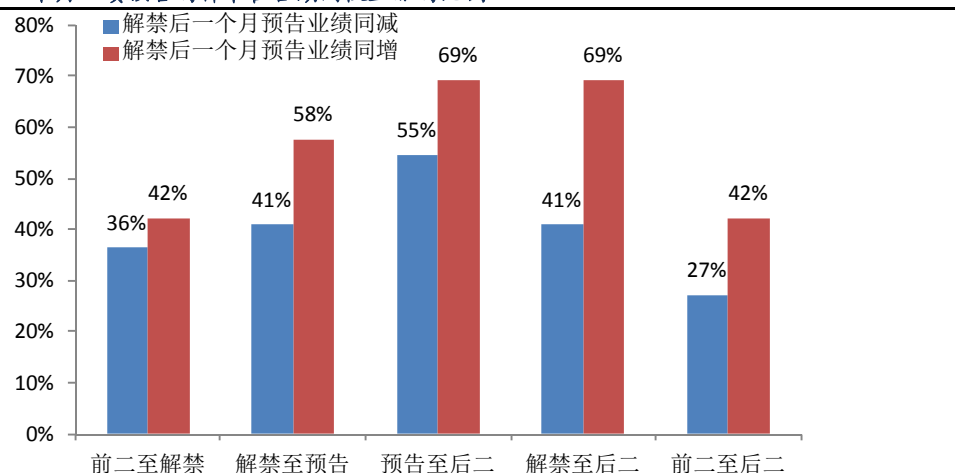
根据样本（3），在解禁日前后一个月内进行了业绩预告的样本合计 80 家，其中，在解禁日前一个月内进行业绩预告的样本 30 家，解禁日当天进行业绩预告的样本 2 家，解禁日后一个月内进行业绩预告的样本 48 家。

图 13: 解禁前一个月业绩预告的样本在各期间段上涨的比例



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 14: 解禁后一个月业绩预告的样本在各期间段上涨的比例



资料来源: wind, 信达证券研发中心

从统计结果可以看出, 无论是在解禁前披露还是解禁后披露, 业绩预增的公司**在解禁日至解禁日后两个月的市场表现明显好于业绩预减的公司**, 其样本上涨的比例分别为 69%: 14% (解禁前披露)、69%: 41% (解禁后披露)。本研究结论类似于研究 1, 由于业绩预告相比实际业绩报告更能反映公司意图和影响投资者预期, 因此本研究对研究 1 有加强作用, 从数据上也能反映出这一加强作用。

定增解禁后的机构持仓变化

本节深入分析定增前后的机构持仓变化，这里的机构有基金、券商、券商代理产品、QFII、保险、社保基金、企业年金、信托、财务公司、银行、阳光私募、一般法人及非金融类上市公司。

解禁日前后相比，基金减持占比最高

在上述时期内，共有 415 只股票涉及解禁，由于有些股票在 2014 年以后解禁，中报没有公布，不能统计到机构持股比例，因此，样本数总共有 324 只。其中，在 324 只样本中，解禁日前后均有基金参与的共有 314 只，其中在解禁日后持股比例减少的共有 228 家，占比高达 72.6%，在所有机构中最高。

而与之相对，券商资管和信托在解禁前后的减持比例则明显更少分别为 38.5%和 37.1%。从所有机构整体来看，解禁前后机构持股比例减少的公司共有 139 家，占比为 42.9%。

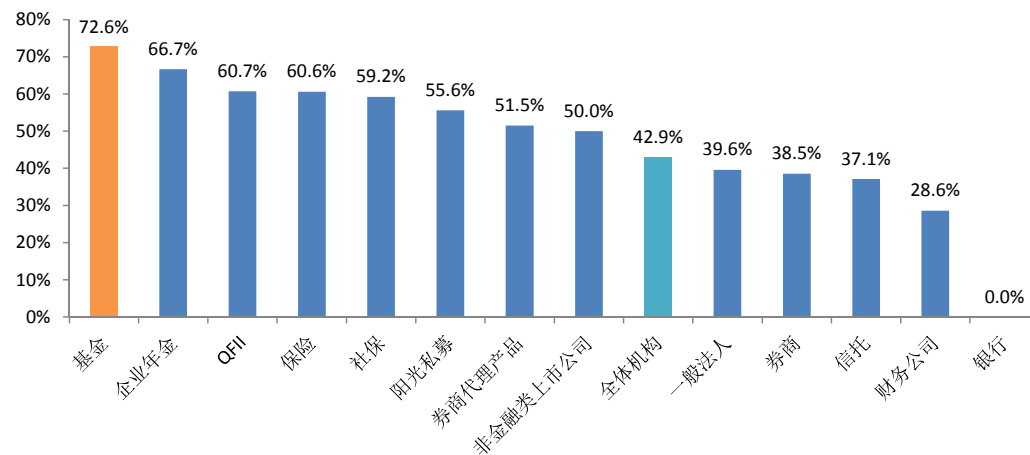
表 7：解禁日前后，机构持股比例变化

	解禁前后有机构参与的公司数	解禁后机构持股比例减少的公司数	减持占比
全体机构	324	139	42.9%
基金	314	228	72.6%
券商	65	25	38.5%
券商代理产品	200	103	51.5%
QFII	28	17	60.7%
保险	137	83	60.6%
社保	98	58	59.2%
企业年金	3	2	66.7%
信托	62	23	37.1%
财务公司	21	6	28.6%
银行	2	0	0.0%
阳光私募	72	40	55.6%
一般法人	313	124	39.6%
非金融类上市公司	46	23	50.0%

资料来源：wind，信达证券研发中心

我们把以上机构按照减持比例降序排序，顺序是基金>企业年金>QFII>保险>社保>阳光私募>券商代理产品>非金融类上市公司>全体机构>一般法人>券商>信托>财务公司>银行。

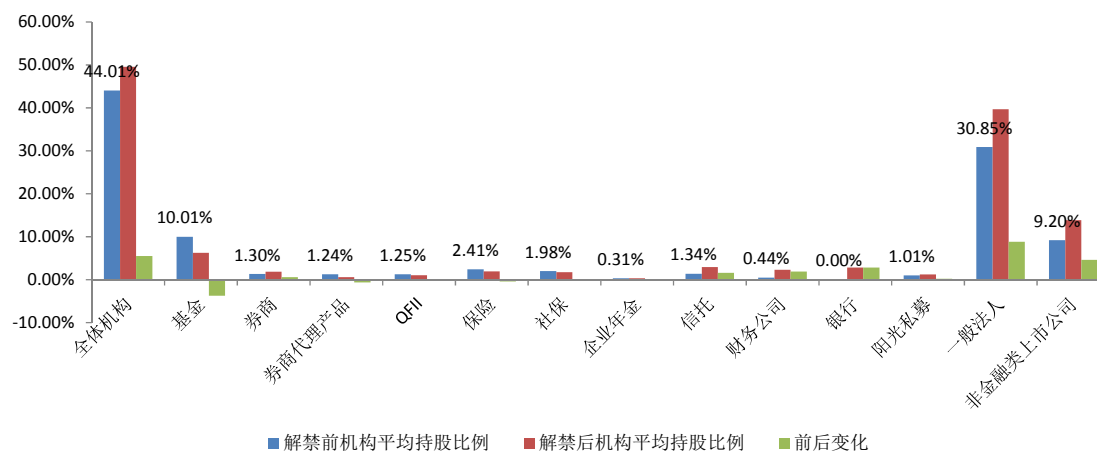
图 15: 解禁后机构减持比例情况



资料来源: wind, 信达证券研发中心

我们进一步统计了解禁日前期机构平均持股比例和解禁后期机构平均持股比例。可以看出基金、券商代理产品、QFII、保险及社保平均持股比例下降，其中基金减持最严重；信托、财务公司、银行、一般法人及非金融类上市公司平均持股比例上升。

图 16: 解禁前后机构持仓变化

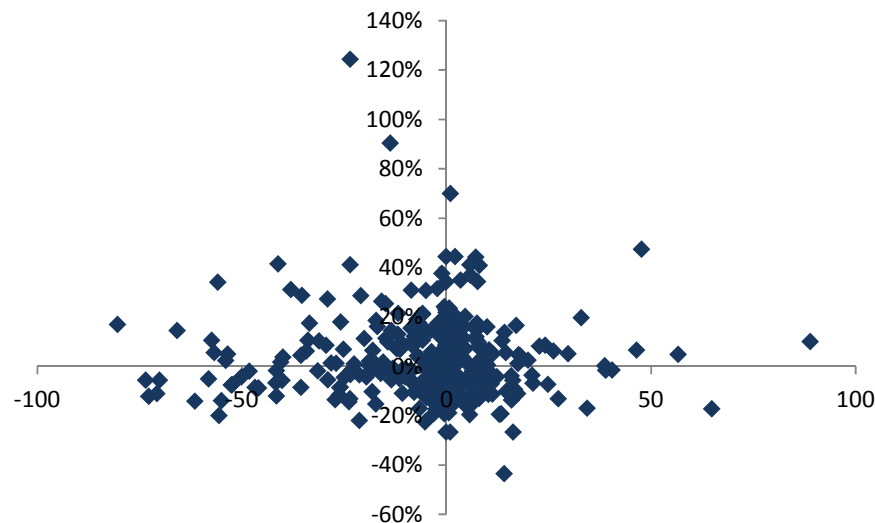


资料来源: wind, 信达证券研发中心

解禁日前后，机构持股比例变化与收益率没有显著关系

解禁日前后，无论机构持股比例提升还是下降，解禁日后的收益都是有正有负，并且数量上大致相当，没有表现出显著的关系。

图 17：机构持仓变化与收益率的关系图

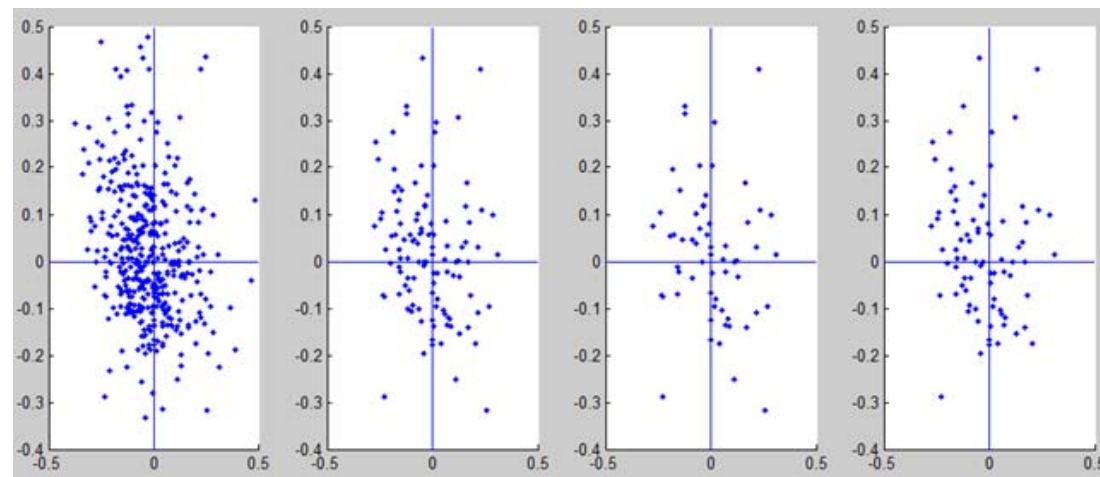


资料来源：wind，信达证券研发中心

定增解禁期的股权质押行为

上市公司如果进行股权质押，由于出资方的风险管理的缘故，上市公司将有动力维持股价的稳定和底线。如果在非公开增发的解禁时点恰好落入质押的时期，上市公司若出现股权质押是否会对持有人的收益有影响？我们重点研究了 2012-2014 年之间，上市公司定增解禁前半年这段时间的情况（解禁前半年<质押起始日<解禁日），具体的股票持有人收益率见下图：

图 18: 解禁前发生股权质押的公司, 在解禁前二月(横轴)与解禁后二月(纵轴)收益率图



资料来源: wind, 信达证券研发中心

上图自左向右对应的假设条件分别为: 不考虑是否有股权质押、解禁前半年内发生股权质押、解禁前二个月内发生股权质押、解禁前半年到前二月之间发生股权质押, 它们对应的平均收益率和收益率标准差见下表:

表 8: 不同时间股权质押下, 收益率的平均值和标准差比较

	不考虑是否有 股权质押		解禁前半年内 股权质押		解禁前二个月内 股权质押		解禁前半年至前二月之间 股权质押	
	前二月	后二月	前二月	后二月	前二月	后二月	前二月	后二月
平均收益率	-2.48%	3.18%	-2.04%	2.28%	0.44%	1.70%	-3.03%	2.86%
收益率标准差	14.42%	17.12%	13.69%	13.77%	14.57%	14.24%	13.63%	13.75%

资料来源: wind, 信达证券研发中心

从以上小样本数据统计的结果, 我们可以得到以下结论:

- 定增解禁前半年内上市公司出现股权质押的行为, 对解禁前后两个月股票收益的影响基本没有, 或者说是很弱的影响;
- 从图中可以看到, 收益率的分布, 图左一与图左二、右一相似, 而图右二的收益率在 Y 轴左侧分布相对稀疏(解禁前二月负收益的公司更少);
- 定增解禁前二个月内上市公司出现股权质押, 在其解禁前二月的收益率高于其他三种情况, 也是唯一正收益的情况;

- 考虑股权质押的三种情况下，解禁后二月的收益率均低于不考虑是否有股权质押的收益率；
- 考虑股权质押的三种情况下，解禁前后二月收益率的标准差基本一致，解禁前后收益率的离散程度变化不大；

以上说明：股权质押只是上市公司的融资方式之一，公司在定增前后市值管理的行为并不受其解禁之前半年内是否实施股权质押的影响，或者说基本无关，但如果临近解禁前（我们这里假设为两个月）实施股权质押融资的上市公司，依然显示出了维持股价平稳的市值管理意愿。

中小企业研究团队

谢从军，分析师，2011 年底加盟信达证券研究开发中心，曾从事煤炭行业研究 2 年，现从事中小企业研究。曾任职于中信证券研究部，从事交通运输行业研究和中小市值公司研究，2006-2009 年新财富交通运输行业最佳分析师第一名团队成员。

单丹，分析师，2012 年 5 月加入信达证券研究开发中心，担任高级销售经理，2014 年起从事中小企业研究。曾任职于天相投资顾问有限公司和齐鲁证券研究所，从事汽车行业研究和卖方销售业务，6 年行业经验。

王镭，分析师，北邮信息工程学士，中财经济学硕士，曾在中科院计算机网络中心任职，2011 年加入信达证券。

杨腾，分析师，中国人民大学数量经济学硕士，2012 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事非银行金融行业研究；2014 年起从事中小企业研究。

方光照，分析师，上海财经大学金融学硕士，2012 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事建筑与工程行业研究；2014 年起从事中小企业研究。

钟惠，分析师，中国人民大会计学硕士，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，从事煤炭行业和中小企业研究。

胡申，分析师，北京林业大学农林经济硕士，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，从事农林牧渔行业研究；2014 年起从事中小企业研究。

王光兵，研究助理，北京大学凝聚态物理硕士，2014 年 7 月加入信达证券研发中心，从事中小企业研究。

中小企业研究 重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
中南传媒	601098	银河磁体	300127	利亚德	300296	大杨创世	600233	时代出版	600551
长江传媒	600757	银邦股份	300337	澳洋顺昌	002245	双塔食品	002481	新文化	300336
科大讯飞	002230	有研新材	600206	银河电子	002519	大冷股份	000530	苏州固得	002079
中青宝	300052	正海磁材	300224	三泰电子	002312	渤海轮渡	603167	苏大维格	300331
掌趣科技	300315	杰瑞股份	002353	初灵信息	300250	首旅酒店	600258	东方集团	600811
乐视网	300104	富瑞特装	300228	长电科技	600584	中国国旅	601888	精伦电子	600355

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。