

安硕信息股价与基金家族共同持股¹

李科

摘要：本案例跟踪安硕信息股价上涨过程，讨论分析股价上涨的驱动因素。安硕信息于 2014 年 1 月 8 日在深圳交易所挂牌上市，发行价格为 23.4 元，到 2015 年 5 月 8 日收报 400.62 元，成为市场股价最高的股票。同时安硕信息股价上涨过程中存在基金家族共同持股，安硕信息曾被 8 家基金管理公司旗下的 20 只基金共同持有。其中，汇添富基金是 2005 年成立的一只基金管理公司，2015 年第一季度其旗下六只基金持有安硕信息股票流通市值近 25%。基金家族共同持股与股价上涨有关系吗？为什么基金家族共同持股会导致股价上涨？基金家族共同持股又是如何影响股价的？

关键词：基金家族共同持股 意见分歧 股票收益 安硕信息

1 本案例由上海财经大学金融学院的李科撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。

本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。

本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

案例正文

0.引言

2015年5月8日上午9点25分，股票市场集合竞价结束，即将开盘。中信证券东方路营业厅的投资者不约而同地在股票行情上打出300380，投资者的双眼紧盯着电脑屏幕浏览者市场的信息，有的投资者脸上表现出激动兴奋的神情，但有的投资者面部充满着怀疑。开盘了，投资者调出300380，只见300380的股价迅速拉升封死在涨停板上，报400.62元人民币。“安硕信息过400啦！”，激动的投资者兴奋地喊道，就像士兵打完胜仗后开始庆祝一样。哪些充满怀疑的投资者也开始激动起来，加入了庆祝的队伍，庆祝A股历史上第一只股票价格超过400元。

300380是安硕信息的股票代码。安硕信息于2014年1月8日在深圳交易所挂牌上市，发行价格为23.4元。股票价格于2014年4月28日到达上市后的最低价27.17后一路上涨，2015年5月8日，在连续三日的涨停之后，安硕信息成为两市第一高价股，同时也被投资者称为中国A股市场第一“妖股”。

安硕信息属于次新股，受到资金热炒，股价一路飙升。但是，股价上升的同时很多投资者并不认同安硕信息的股价，他们认为安硕信息的股价很难与其业绩相匹配。作为两市第一高价股，安硕信息2014年盈利5700万元，每股净利润0.56元；2015年一季度盈利200多万元，每股净利润仅为0.04元；安硕信息在上市至今的310个交易日里，涨幅累计达1336.94%，安硕信息动态市盈率高达2680倍，远高于行业平均水平。

如果安硕信息的业绩难以支撑其股价，那么是什么让安硕信息的股价不断上涨呢？

1.安硕信息

1.1 基本信息

安硕信息全称为上海安硕信息技术股份有限公司，主营业务是向以银行为主的金融机构提供信贷资产管理及风险管理领域的一体化IT解决方案，包括软件开发、实施、维护、业务咨询和相关服务。该公司所处的行业属于信息科技行业。目前，公司的产品和服务主要立足于四个方面，信贷管理系统和风险管

理系统、数据仓库、商业智能系统和其他管理系统，其中信贷管理系统和风险管理系统已形成成熟盈利模式，其他产品和服务仍在积极拓展、加紧布局（附件 1 描述了安硕信息主要业务的信息）。

安硕信息 2001 年 9 月 25 日成立，注册地为上海，注册资本为 1.37 亿元。其主要股东包括上海安硕科技发展有限公司的企业法人、北京君联睿创业投资中心有限合伙企业、张江汗世纪创业投资有限公司以及多位自然人股东。截至 2015 年年底，上海安硕科技发展有限公司持股 31.41%、北京君联合睿智创业投资中心股份占比 2.06%、中央汇金资产管理有限责任公司持股占比 1.50%，前十大股东当中还包括其余 7 位自然人股东。

安硕信息于 2014 年 1 月 8 日在深圳交易所挂牌上市，发行价格为 23.4 元。股票价格于 2014 年 4 月 28 日到达上市后的最低价 27.17 后，股票价格一路上涨。到 2015 年 5 月 8 日收报 400.62 元，成为 A 股上市公司股价最高的股票，随后上涨势头一直维持到 5 月 12 日，收盘价达 449.86 元。截至 2015 年 6 月底，股票价格收盘至 109.05 元。安硕信息总股本约有 1500 多万，其中流通股约 480 万股，占总股本不到三分之一。

公司年报数据显示，2014 年公司总资产达 4.89 亿，其中流动性资产达 4.29 亿，所有者权益合计 4.24 亿。2014 年总收入和利润分别为 2.2 亿元和 4100 万元，由于上市后对新业务领域的拓展投资，每股收益为 0.57 元，同比降低 26.23%，毛利率为 46.52%，较之 2013 年的 50.06% 也有所下降。其中，信贷管理系统、风险管理系统业务收入其主要盈利领域，占总营业收入的 87%，毛利率分别为 48.1% 和 45.6%。2015 年公司的总资产为 5.36 亿元，同比增长 9.67%，其中流动性资产为 4.63 亿元，同比增长了 7.92%，所有者权益同比增长 5.56%。主营业务收入同比增长 37.82%，但净利润同比下降 44.60%。每股收益下降了 71.83%。其中，信贷管理系统、风险管理系统业务收入占其总营业收入的 81.80%，较之 2014 年有所下跌，但依旧是其盈利的主要来源。

1.2 安硕信息与信息科技行业

从行业的角度来看，我国信贷和风险业务市场规模有限，在 2012 年，国内银行信贷管理系统的市场规模才突破 10 亿大关，之后一直维持在 10 亿多的年营收规模，年增速不超过 8.3%，属于增长速度较低的行业。公司在银行信贷系

统服务领域占到超过 15%的市场份额。具体而言，2012 年底，公司在国有商业银行、股份制商业银行和城市商业银行中所占的市场份额分别为 20%、75%和 52.8%，具有一定的行业优势。同时，系统服务业务属于长期合作，公司有 50%以上的客户服务年限超过 3 年以上，因此公司的先发市场优势会有一定的持续性和垄断力。但银行业 IT 的市场集中度不高，公司依旧面临着激烈的市场竞争。行业内同类型的主要企业包括北京宇信易诚科技有限公司、神州数码控股有限公司、高伟达集团以及杭州恒生电子股份有限公司等。其中，恒生电子于 2003 年在上海 A 股上市，是应用软件类企业中市值最大的上市企业，同样在深圳 A 股上市的还有高伟达集团，于 2015 年 5 月在 A 股市场上市每股收益名列行业第 8，远高于安硕信息公司。

2013 年银行占安硕信息公司客户总量的 85%，银行的信息化工建设程的特性导致公司的营业收入面临应收账款周转率低、收入季节性强等不利因素，公司的发展高度依赖银行业需求。2014 年上市之后，公司积极拓展其他业务领域，通过对征信和互联网金融的渗透，在战略上描绘了一个信贷资产服务平台的生态闭环：以金融 IT 开拓客户，以征信和数据服务构建公司服务的基础设施，再在信贷领域进行需求匹配，形成完整闭环。

信贷资产服务平台的生态闭环是一个比较完整的商业故事，但就公司未来的发展前景而言，我们还应当从这一生态闭环所涉及的行业环境角度进行进一步分析。具体而言，从供给方面看，公司属于轻资产行业，金融软件开发项目实施的周期较长，成本在布局前端投入较多，资金周转速率较慢，人力资本成是公司主要的经营成本。目前，公司规模快速扩展，资金消耗很快，投入的现金来源主要依赖公司主营信贷和风险管理系统的业务收入以及市场募资，短期内阻碍了公司营业收入和净利润的进一步增长。

在需求方面，公司立足于金融 IT 业，形成了“信贷+风控”的业务线，这种商业模式极易横向复制拓展客户资源。借力于经济转型、利率市场化和互联网金融的风口，传统银行业消费信贷业务的对 IT 的重视程度和投资力度加大，公司客户从原有的股份制银行、城商行等领域的客户向村镇银行、非银行金融机构以及泛金融机构进行横向拓展。村镇银行贷款规模徘徊在千亿附近，相较于动辄万亿级别以上的银行业整体信贷规模，业务规模拓展有限；而非银行金融

机构和泛金融领域的信贷业务基本上是一片未开发的处女地，前景的预判还有待政策进一步支持态度的明朗化。同时，公司于 2014 年 8 月设立征信子公司，向数据仓库和商业智能领域进一步拓展，2015 年 2 月，公司通过参股凉山州商业银行股份有限公司并拟合资建立互联网金融公司，向金融业进军。这两大领域具有千亿以上级别的市场规模，也是一片蓝海市场，未来业务的投入可以通过征信和数据服务实现投资变现，但也伴随着较大的风险。对于新兴的征信和数据服务蓝海市场，其发展主要依托于渠道和平台的构建。2015 年，阿里巴巴、腾讯等互联网平台都已在原有电商消费信息的基础上，利用自身的互联网企业优势进行征信业务的布局。相对而言，安硕信息公司在业务布局和财力投入等方面都不占据明显的优势。征信等业务在前端的大量投入都需要耗费大量资金，而市场成效却有很大不确定性，从而加大了公司扩张的风险。总而言之，公司在信贷系统服务方面占有较大的竞争优势，但是成长空间有限，新布局进入的行业领域没有明显的比较优势，行业不确定性较大。

从安硕信息公司的基本面指标来看，安硕信息的公司规模在不断增长，安硕信息的总资产从 2013 年的 26215.69 万元增长到 2015 年 53616.91 万元，资产规模增长了一倍。随着公司资产规模增长，公司股东权益也增长了一倍，从 2013 年 22241.06 万元增长到 2015 年 44717.26 万元。然而公司的收入和利润却没有相似的涨幅。2013 年到 2015 年公司总收入上涨幅度不足 50%，2013 年公司总收入为 20470.69 万元，2015 年为 30325.19 万元。2013 年到 2015 年公司利润反而下降超过 50%，2013 年公司利润为 5074.99 万元，2015 年仅为 2124.08 万元。尽管公司毛利率下降幅度有限，但是公司每股收益出现了巨幅下跌，2013 年公司每股收益为 0.77 元，2015 年大幅下降为 0.16 元。

从信息科技行业的基本面指标来看，安硕信息并没有表现出更强的基本面价值。在规模上，安硕信息的总市值低于行业平均水平，安硕信息的总市值在 2014 年和 2015 年分别为 44.19 亿元和 94.82 亿元，低于行业平均市值 83.33 亿元和 169.93 亿元。安硕信息的净利润显著低于行业平均水平，安硕信息的净利润在 2014 年和 2015 年分别为 3860 万元和 2060 万元，低于行业平均市值 13470 万元和 14600 万元（附件 2 呈现了安硕信息的基本面信息）。

2.汇添富基金管理公司

2.1 基本情况

汇添富基金管理股份有限公司是2005年2月3日注册成立的中资股份有限公司，由东方证券股份有限公司、文汇新民联合报业集团、东航金控有限责任公司联合发起设立，注册资本为1.18亿元人民币，是中国证券系旗下的一只基金管理公司。公募业务方面，汇添富基金涵盖股票型基金、指数型基金、QDII基金、混合型基金、保本型基金、债券型基金、理财基金及货币市场基金等各类产品。汇添富基金在业内首批获得QDII资格，也是业内最早一批获准设立海外子公司的基金管理公司。汇添富资产管理（香港）有限公司于2009年11月正式成立，拥有RQFII和QFII牌照，是汇添富基金开展跨境业务和合作的重要平台。在资管方面，汇添富基金在业内首批获得了专户资产管理资格，最早组建了实力强大的专业团队率先开展专户业务。最后，汇添富基金也拥有社保基金境内委托投资管理人资格，2015年12月，汇添富基金也再次获得社保基金境外配售策略委托投资管理人资格。可见，汇添富是一家拥有多牌照、多业务格局的基金管理公司。

作为非银行系基金公司，公司在渠道建设和推广方面投入了大量的财力和人力，打造了自己全方位电子金融的服务平台，也是业内最先布局互联网金融的基金公司。其中现金宝APP凭借客户界面友善，采用1分钱起存，随时的大额存取（最高单笔额度500万），且银行卡和现金宝闭环操作的安全性，赢得了众多投资者的青睐，实现了旗下“互联网宝宝”的销售主要依靠自己的官网平台以及APP两个渠道的销售，加上在APP上开发较早，汇添富现金宝成为引领行业的现金宝互联网理财账户代表。借助现金宝APP大量的客户流量，又适时开发了理财功能，将公司旗下公募产品，高端理财等服务对接，发展“现金宝”的同时带动旗下其他基金的销售，从而实现了客户资金的沉淀。在客户服务方面，汇添富也是不遗余力，不仅仅提供多样化的信息定制、方便快捷的网站服务，还提供理财专员对接投资者，进一步提高了客户的依赖度。

该公司的由权威财经杂志《亚洲投资者》主办的“2012年投资成就奖”评选荣获“最佳业务拓展大奖”。而在由另一家亚洲权威资产管理杂志《亚洲资产管理》举办的2012年“资产管理行业最佳成就奖”评选中，汇添富基金摘得2012年度中国区“最佳投资者教育奖”及“最佳产品创新奖”两项大奖。

2005年8月26日，汇添富基金旗下第一只基金产品——汇添富优势精选混合型证券投资基金在市场极度低迷的情况下发行成立，首募规模10.3亿元人民币，创下同期基金发行的新高。2006年年末，刚成立不久汇添富基金管理公司的资产管理规模在行业中排名23名左右，随后的2007年到2014年之间，汇添富基金管理公司的规模都在行业15名左右徘徊。于此并不太匹配的是该公司的年收益排名，2015年之前，公司的年收益率排名大多在行业20名开外，2009年在45名左右，2014年末的收益排名直接在60名开外。一直以来，汇添富基金都在资金募集和销售上的能力十分突出。

2.2 基金公司业绩

2006年至2015年汇添富基金公司收益率与基金行业平均收益率的比较显示，汇添富基金与基金行业平均水平相差无几，除了在少数时点有超过行业平均水平的优异表现，但在2014年至2015年上半年，收益率显著高于公募基金市场平均收益率约10%，而在2006年至2015年10年间，收益率基本与行业平均水平持平。2015年度，汇添富在权益上的良好表现，也带动了权益产品成为公司旗下的主要规模贡献来源，汇添富的规模增长基本来源于牛市期间，而权益资产在全公司的占比一直较高，

汇添富基金2008至2012年间资产规模增速弱于行业平均水平，但随后在2014年至2015年间资产规模增速显著高于行业平均水平，迅速突破250亿关口，从2012年的第17名，一跃成为公募基金前10强，整体总资产收益率由行业第22名跃至第13名。从汇添富基金公司共募资产规模和整个基金行业平均资产规模的时间序列对比可以看出，其资产规模是从2015年上半年开始起飞，远远超过行业的平均值，而其基金平均回报率也在同期超过行业平均水平，峰值达到1.5个百分点，随后2015年下半年收益率回落，甚至略低于行业平均水平，但其资产规模仍具有一定的惯性，维持在远高于行业平均水平的高位。基金在2015年上半年的收益率约为40%，是2015年上半年牛市最大的获益基金之一。

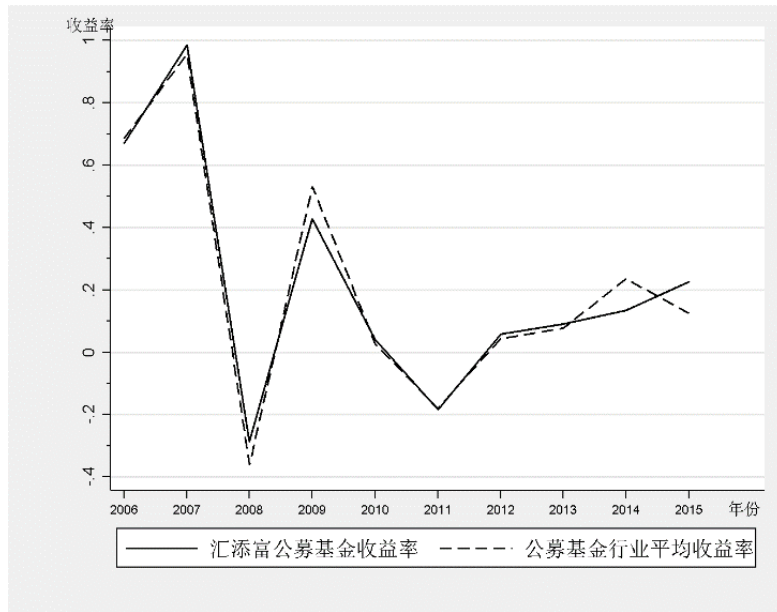


图 1. 汇添富公募基金收益率行业比较趋势图

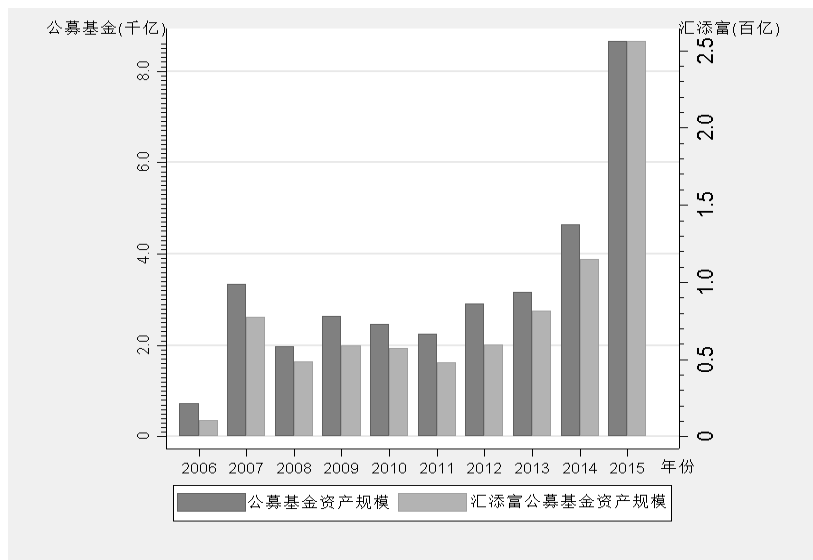


图 2. 汇添富公募基金资产规模行业对比趋势图

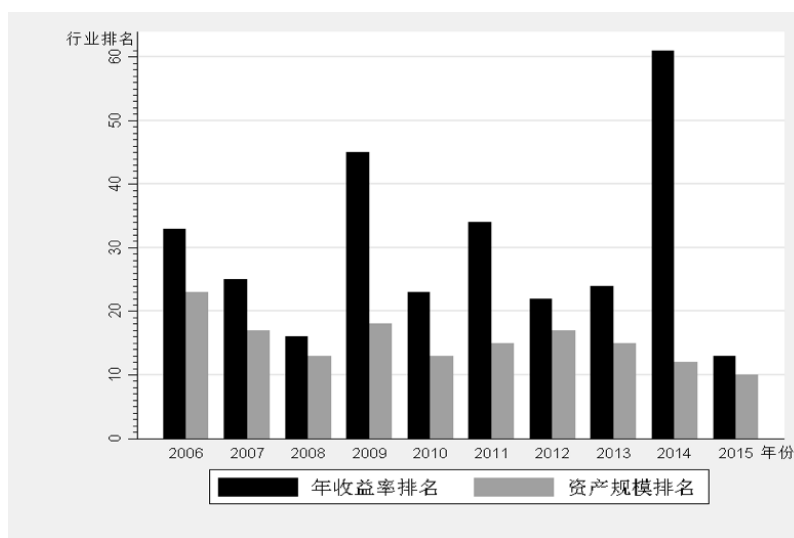


图 3. 汇添富公募基金收益、资产规模行业排名

2.3 旗下基金构成

汇添富基金管理公司旗下包括混合基金、股票型基金、债券型基金、货币型基金、海外基金和短期的理财产品。截至 2015 年年末，汇添富基金管理公司资产总规模为 1571.24 亿元，位于我国基金资产规模排行榜的第 12 位，其旗下共有 76 只基金，其中，6 只基金年收益率为负，54 只基金年回报率位于 0% 到 20% 之间，13 只基金年回报率超过 20%。

汇添富基金管理公司隶属证券系的基金公司，资产的投资资产偏好也以权益为主，投资承担的风险较大。包括汇添富移动互联股票、汇添富民营活力股票型、汇添富消费行业股票型、汇添富均衡增长股票型、汇添富逆向投资股票型、汇添富策略回报混合型、汇添富美丽 30 股票型等股票都是偏向于股票类型的投资产品，该类产品在 2015 年均均有较好的收益表现。

2.4 基金投资决策过程

与中国市场大部分的基金的投资决策过程类似，汇添富基金公司宣称的投资风格是注重团队合作并注重充分发挥集体智慧。汇添富基金公司股票投资理念是：以深入的企业基本面分析为立足点，挑选高质量的证券，把握市场脉络，做中长期投资布局，以获得持续稳定增长的较高的长期投资收益。

汇添富基金具有独特的投资研究人员培养体系，目前已构建一支逾 80 人的

投研团队，人员稳定战斗力强。投资人员与研究人员职责明确，配合无间。汇添富基金拥有一支勤勉优秀的基金经理和投资经理团队，该团队历经风雨精诚合作，已成为行业内最稳定的投资管理团队之一。汇添富多数基金经理由内部培养产生，注重内生培养的人才机制保证了投资研究的一体性和连贯性，有利于创造更长期持续的稳定业绩。汇添富基金的研究人员来自校园招聘和社会优秀人才加盟两个来源，所有研究人员均具有硕士以上学历，毕业于清华、北大、复旦等国内外顶级名校，具有坚实的行业专业知识、金融经济知识和优秀的综合素质，对所负责的行业领域始终保持最前沿、最深入的研究。

实力雄厚的研究平台是汇添富基金追求长期投资致胜的有力保障。经过多年积累，汇添富基金已经建立起一支实力雄厚、经验丰富的研究团队，涵盖策略研究、宏观研究、行业研究和股票研究各个领域，并形成了良好的人才梯队。

汇添富基金公司的研究体系强调深入性、及时性、前瞻性、独创性，具有明晰的研究理念。通过晨会、周记、重点个股专题讨论、月度投资观点、股票买卖名单、季度总结策略会，基金公司对市场进行全方位深入的研究，形成丰富的研究产品。基金公司及时更新研究产品情况，保持对行业变化的最新关注，在研究员与基金经理深入讨论的基础上，对个股进行适时的出入库调整，并需要相关报告支持。

基金公司形成了体系化的行业研究框架。基金公司的行业研究包括关注商业模式分析，行业的周期阶段和竞争格局，关键的增长驱动力分析及其对下属上市公司的影响，数据和事实证据，行业投资策略及覆盖个股的投资建议。基金公司的股票研究包括所处行业背景和上市公司地位，商业模式分析，关键增长驱动力，收入成本拆分和预测，管理团队，大股东利益和公司治理分析。基金公司在内部各种讨论会中，研究员与基金经理会深入讨论、充分沟通。日常研究中，由基金经理与研究员组成不同的项目小组，由基金经理引导，研究员会在组内充分讨论沟通，组内讨论生产的优质公司，将会放到整个投研部层面，再进行深入讨论。

从汇添富公司披露的投资决策流程可知，公司基金投资经理的最终决策都会向投资决策委员会以资产配置报告和重点股票投资报告的形式进行反馈，由投资决策委员会统一审议通过资产配置决议，再下达给基金投资经理，这一汇

总和下达的过程就体现了某种意见的交流和统一。进一步，投资决策操盘中间又会经过数量分析师的统一风险评估以及投资总监的最终审核通过，因此，至少在两到三个步骤上，基金经理的投资意见是可以相互交流达到一致的。而在日常工作当中，基金经理会共同参加投资研究讨论会，行业研究员会选择适当的股票加入核心股票池，并向基金经理“推销”这些股票，这就有更大的机率，基金经理之间会对某些股票形成相同的投资意见。因此，同属这一基金公司的投资经理会有更为统一的投资观点，对同一股票的意见分歧也更小。

一个基金公司内部各只基金投资决策流程相似，共享投资决策流程限制了基金的投资标的，多只基金可能对同一只股票进行投资，特别是，当多只基金对一只股票同时看好，投资意见是较为一致时，多只基金可能同时重仓一只股票。这样就会形成基金家族共同持股。

3.汇添富投资安硕信息股票

3.1 安硕信息：“股王”登基路

安硕信息自 2014 年沪深牛市启动以来，特别是到 2015 年上半年，由于其超乎整个大盘的价格表现引起了广泛关注，并于 2015 年 5 月 8 日，以 400.62 的收盘价成为 A 股市场上首支股价超过 400 元的股票。

2015 年 3 月 31 日，安硕信息上涨 3%，报收 165 元/股。此后，股价再次上扬，一发不可收拾。4 月 2 日和 3 日，连续出现两个涨停板，安硕信息首次突破 200 元大关，报收 210.06 元/股。接着，在 4 月 8 日短暂下挫的情况下，安硕信息股价持续飙升，一飞冲天。4 月 9 日，安硕信息大涨 7.85%；4 月 10 日、13 日、14 日连续三个涨停，4 个交易日下来，安硕信息累计涨幅达到 43.53%。助推股价上涨的直接因素或是安硕信息互联网金融平台落地的消息。4 月 13 日晚，安硕信息宣布互联网金融服务公司取得了营业执照。4 月 14 日，两市涨跌互现，安硕信息以 278.45 元/股的高价挤落全通教育(300359)，以连续三个涨停板的迅猛之势，一举夺下“新任股王”的宝座，这一结果令市场颇为意外。9 天后的 4 月 23 日，意外再次出现，安硕信息成为继中国船舶(600150)、全通教育后第三只触及 300 元大关的高价股，以 320.53 元/股的高价，拉开全通教育 18 元的差距。4 月 30 日，安硕信息股价继续维持在 305.85 元/股的高位，当天

涨幅 8.07%。5 月 5 日，节后的安硕信息表现平平，5 日收盘尚且仅以 300.99 元/股险守 300 元股价。5 月 6 日，安硕信息开盘股价迅速攀升登上涨停板，临近尾盘受大盘下跌影响。5 月 8 日，安硕信息连续第三日强势封涨停板，报 400.62 元，成为两市首只“400 元”股，问鼎 A 股“新股王”。

安硕信息的股价在 2014 年到 2015 年发生了巨幅波动。安硕信息股价从 2014 年 6 月开始表现非常强劲，一直持续到 2015 年 5 月份。对安硕信息股票价格的统计显示，2014 年第 2 季度到 2015 年第 2 季度安硕信息日平均股票收益率分别为 0.77%，0.35%，0.23%，1.82% 和 0.70%。

市场风险因素并不能解释安硕信息股票价格的大幅波动，安硕信息的股价表现显著强于市场指数。2014 年第 2 季度到 2015 年第 2 季度沪深 300 指数日平均股票收益率分别为 0.07%，0.20%，0.52%，0.27% 和 0.05%，这段时期的收益率远远低于安硕信息股票收益率。

行业风险因素同样不能解释安硕信息股票价格的大幅波动，在 2015 年上半年，安硕信息的股价表现显著强于同类股票。2014 年第 2 季度到 2015 年第 2 季度信息科技行业指数日平均股票收益率分别为 0.33%，0.50%，0.03%，1.34% 和 0.80%，这段时期信息科技行业指数的收益率远远低于安硕信息股票收益率。

3.2 市梦率的尴尬

作为 A 股历史上有史以来的第一只“400 元股”，安硕信息业绩表现平平，据 2015 年一季报显示，安硕信息当季净利仅 273.69 万元，每股收益约 4 分钱，动态市盈率达到 2500 倍。然而，安硕信息在上市至今的 310 个交易日里，涨幅累计达 1336.94%，其中的换手率更是高达 2932.73%。该股市盈率高达 2286.16 倍，远高于行业平均水平。

从价值信息的角度看，如果采取 SUE（未预期盈余惊奇）衡量公司基本面信息，分别计算安硕信息和信息科技行业 2014 年至 2015 年每个季度的 SUE。2014 年第 2 季度到 2015 年第 2 季度安硕信息 SUE 分别为 0.018，-0.001，0.003，-0.003 和 0.003，这一数据表明安硕信息的基本面价值没有显著变化。特别是考虑和行业的基本面信息进行比较后，安硕信息的基本面信息更加不可能解释其股价变化。2014 年第 2 季度到 2015 年第 2 季度信息科技行业 SUE 均值分别为 0.047，-0.004，-0.018，-0.012 和 0.016，这一组数据远高于安硕信息 SUE 的数

据，这意味着对安硕信息基本面改善的超预期落后于行业同类公司。更重要的是年报显示，安硕信息已连续两年净利润下滑，2014年、2015年分别实现净利润0.39亿元和0.21亿元，分别下降16.13%、45.61%。

同时，与一般A股股票价格上涨的特征不同，2014年第三季度到2015年第二季期间，安硕信息的换手率显著低于其他期间、均低于10%，在其他期间，高攀的股价相反伴随着稳定的低收益率，而其他时期超额换手率水平则较高，换手率远远高于10%。如果控制行业换手率，计算这一期间的超额换手率的话，安硕信息的超额换手率在家族基金共同持股期间几乎均为负值，其他时期超额换手率均为正值。

3.3 “妖股”炼成记

“妖股”是指资本市场上业绩表现平平，价格却直冲云霄的股票。因其高股价无法以合理的逻辑解释，故人们称之为“妖股”。

安硕信息就是这样一只“妖股”的背后隐藏着什么样的阴暗角落呢？要炼成一只“妖股”，除了上市公司、卖方机构外，基金等买方机构的参与也是这条利益链上不可缺少的一环。

3.3.1 疯狂的“吹鼓手”

上市公司高管与券商分析师联手造概念，对市场进行误导性宣传。2014年4月30日至5月6日间，安硕信息董事长高鸣、董事会秘书曹丰与证券机构分析师接触达成默契，决定通过信息披露、投资者调研、路演等多种形式宣传安硕信息开展互联网金融的相关信息。

查阅2014年及2015年共计27次投资者关系活动记录表发现，其中东方证券、银河证券出现的次数最为密集。东方证券共现身11次调研活动中，银河证券共现身4次。

细查安硕信息股价走势，在涨势最为凶猛的2015年前两个季度，前十大流通股股东几乎全部为基金所占据。而也正是在这个时间段内，安硕信息股价一度站上450元/股高点，成为彼时A股市场最高价股。

但无论从哪个角度看，安硕信息的业绩表现都难称得上优秀。对申万二级计算机应用行业2014年年报进行统计分析显示，当年每股收益（EPS）行业均

值为 0.4 元，安硕信息为 0.57 元，净资产收益率 ROE 行业均值为 11.18%，安硕信息为 12.08%。这两项指标均稍高于行业均值。然而，安硕信息在成长性上却大幅低于行业均值。数据显示，2014 年计算机应用行业每股收益同比增长率的行业均值为 22.66%，安硕信息为-26.23%；净利润同比增长率行业均值为 39.71%，安硕信息为-16.96%。

但就是这样一只表现并不突出的股票，在 2014 年却成为机构密集调研的对象。安硕信息 2014 年年报显示，年内共接待 17 批次的机构调研。据记者粗略统计，剔除掉重复调研的机构，整个 2014 年，大约有上百家券商、基金调研过安硕信息。2015 年前八个月，安硕信息共接受机构调研 10 次，接待人次共计超百人。尤其是 8 月 14 日的最后一次调研，共有 20 个机构共计 26 人参与调研。

事实上，2014 年年初上市的安硕信息，其主营业务为向银行等金融机构提供一体化 IT 解决方案，主要包括软件开发与维护等，彼时仍属于计算机应用行业。然而 2014 年 8 月，安硕信息开始宣布涉足征信业务、小贷云服务，并在宣布涉足征信业务的当天接受了 13 家机构共计 17 人的调研。2015 年，安硕信息又先后宣布拟成立互联网金融服务股份有限公司、网络信息科技有限公司等互联网金融概念的子公司。“互联网金融”概念成了安硕信息高股价之谜表面的支撑点。

自安硕信息上市以来，除新股研究外，共计有 14 份券商研报，其中宏源证券团队出具 4 份研报，银河证券团队出具 4 份研报，东方证券出具了一份深度调研。东方证券的这份名为《打造信贷资产服务平台，践行互联网银行改造》的研报提出，安硕信息股价催化因素有四点，分别是前期公告有意投资第三方支付企业，数据征信产品推广，小贷云用户规模提升，推出更多企业和个人互联网金融产品。

3.3.2 精明的汇添富

券商组织的调研活动以及所出具的研报只是让安硕信息成为一只热门股，真正导致其股价飙升的，还得买方机构投入真金白银。整个 2014 年，安硕信息被机构调研的频次尽管不少，但其股价在 2014 年 10 月份之前一直不温不火，基本维持在 50 元左右，仅比上市之初的股价稍高。

2014 年第四季度开始，安硕信息的股价经历了第一轮大涨行情，从每股 50

元一直上涨至 12 月初的每股 100 元高位。12 月份股价短暂回调，年底降至每股 60 元左右。其后，安硕信息迎来第二轮势头更猛的上涨行情，这次从每股 60 元一直一路绝尘升至每股 450 元，成为 A 股第一高价股。

伴随安硕信息股价飙升的，是众多以基金为代表的买方机构的进驻，其中最为瞩目的莫过于汇添富基金。安硕信息 2014 年三季报显示，前十大流通股股东中，基金占据 6 席，其中招商银行股份有限公司-兴全轻资产投资股票型证券投资基金为第一大流通股股东，持有 90 万股。其余还有银华基金、南方基金等。此时，这些基金持股数较少，安硕信息的股价也并未显示出不寻常的迹象。

2014 年第四季度，汇添富基金开始大举买入安硕信息股票，同时安硕信息也开始第一轮大涨。2014 年年报显示，第四季度，汇添富旗下的三只基金跻身安硕信息前十大流通股股东之列。其中添富移动互联持有 156 万股，为第一大流通股股东，其余还有汇添富民营活力持有 86 万股，汇添富美丽 30 持有 35 万股。

一位参与过安硕信息调研的私募基金经理对安硕信息做过研究，认为公司的主营业务集中在银行的非核心系统和服务上，整体质地在必比公司里只能算一般。但汇添富基金似乎并不这么认为。

2015 年一季度，汇添富基金再度买入安硕信息。前十大流通股股东中有 5 个席位被其占据。其中汇添富移动互联持有 234 万股，汇添富民营活力持有 120 万股，汇添富均衡增长持有 119 万股，汇添富消费行业持有 59 万股，汇添富逆向投资持有 50 万股。后三者均为新进投资。2015 年二季度，汇添富移动互联再增持至 435 万股，牢牢占据安硕信息第一大流通股股东之位。此外，汇添富民营活力持股 120 万股，汇添富消费行业增持至 100 万股。

3.3.3 机构“抱团”

究竟是哪一类机构活跃在第一高价股的争夺战中？2015 年 5 月 4 日，安硕信息振幅近 17%，龙虎榜数据显示，在买入金额前 5 名中，机构专用席位占据 4 席之多。无独有偶，在全通教育 5 月 6 日龙虎榜数据中，买入金额最大的前 5 名中，前 4 名均为机构席位，其中买一机构买入金额达 6578.43 万元，占总成交比 24.39%。大涨的高价股中，基金持股占比普遍都高。如京天利、长亮科技、三六五网等基金的持股比例高达 40% 以上。

安硕信息 2015 年一季报显示，其前十大流通股东为清一色的基金，其中汇添富移动互联持股 233.98 万股，占流通股比例达 9.68%，其后汇添富民营活力和汇添富均衡增长持股占流通股比分别为 4.97%和 4.91%；此外，汇添富消费行业和汇添富逆向投资位列第七和第十，持股占流通股比为 2.44%和 2.07%，汇添富这 5 只基金合计持股 581.56 万股，占流通股达 24.07%，占总股本的比例也达到 8.47%。在创业板高价股中，像安硕信息这样，前十大流通股东名单被基金所占据的不在少数。其中也包括股价逼近 400 元的全通教育，该股前十大流通股东也全为机构，包括 6 只基金、2 只社保基金和 2 家私募投资机构。此外，京天利、赢时胜、长亮科技等股价在 190 元以上的个股，它们的前十大流通东中基金数量也多达 7 只以上。

根据上市公司以及基金公司披露的季报、年报信息数据，2014 年第一季度并没有基金买入安硕信息流通股，2014 年第二季度开始，基金逐步买入安硕信息，华夏基金家族旗下的华夏红利混合和华夏有时增长股票两只基金首先试水该股，持股占比达到 7.66%，当期安硕信息日均收益率达到 0.77%，是信息科技行业类股票平均收益的两倍，远高于沪深 300 指数。

2014 年第三季度，南方基金、兴业基金旗下两家基金都进军了安硕信息，银华基金和华宝兴业基金也分别有一只基金试水，基金持股比例也上升至 15.32%，与此同时，安硕信息日均收益率达到 0.35%，略高于沪深 300 的日均 0.20%的收益率，但低于行业 0.50%的日均收益率。

2014 年第四季度，兴业全球基金、汇添富基金和华宝兴业基金旗下的多只基金都持有了安硕信息，家族基金开始有了更多的动作，基金持股比例也达到 32.98%的新高，此时，安硕信息日均收益率达到 0.23%，高于行业 0.03%的日均收益率。

2015 年第一季度，安硕信息收益率为 1.82%、第二季度的收益率为 0.70%，股价一路直上 400 元，同期，信息科技行业的日均收益率为 1.34%和 0.80%，而市场的日均收益率达到 0.27%和 0.05%。第二季度由于股价略高，收益率表现略逊于信息科技行业平均水平，但是，这也不能阻碍安硕信息已经成为价超 400 元的 A 股市场第一股，2015 年上半年累计收益率惊人。这一期间，安硕信息对应持有基金数量分别达到 20 只和 11 只，其中中银基金、广发基金、汇

添富基金、海富通基金、长信基金和宝盈基金都是举家作战，基金家族旗下多只基金共同持有安硕信息。

买入安硕信息的基金以及基金持股比例不断上升，一直持续到 2015 年第二季度。2014 年第二季度到 2015 年第四季度，买入安硕信息的基金家数分别为 2 家，6 家，9 家，20 家，11 家，9 家和 0 家。持有安硕信息基金的总持股比例分别为 7.66%，15.32%，32.98%，42.27%，31.33%，13.99% 和 0%。安硕信息 2014 年上市以来基金股东演变的轨迹显示安硕信息的超额收益是随着多家家族基金共同持股行为而发生的。

基金等机构对创业板高价股的垂青，还体现在机构持股相比这些个股的总流通股本的比例上。数据显示，安硕信息和全通教育的机构持股占流通股比分别达到 40.27% 和 42.96%，而目前创业板第三高价股京天利的这一比率更是达到 43.94%，创业板股价排名 4-6 位的三六五网、赢时胜、长亮科技这一比率也均在 30% 以上。

包括全通教育在内的高价股疯涨是基金推动的结果。2014 年年报显示，全通教育前十大流通股东全部为公募基金和社保基金。2015 年一季度，前十大流通股东持股达到 1545.42 万股，占流通股比例 34.81%。值得注意的是，有 6 家基金在股价上涨中成功套现离场，而另外有 4 家基金新进，3 家增仓。这些基金多为同一基金公司旗下产品，也就是扎堆抱团，这样可以利于协调推动股价。

3.4 出逃

2015 年 5 月 8 日，信息安全股安硕信息股价继续强劲，开盘后便拉升封住涨停板，报 400.62 元，在与全通教育的股价赛跑中，率先触及 A 股历史上首个 400 元的赛点。光环的背后，扮演主要推手角色的机构却在悄然转向。龙虎榜数据显示，5 月 6 日至 5 月 8 日，三家机构席位合计买入安硕信息 1.82 亿元，与此同时，4 个机构席位合计卖出 2.92 亿元。而 5 月 4 日的龙虎榜数据显示，机构为大举净买入。在众多基金、尤其是汇添富旗下 5 只基金一季度抱团孵化安硕信息后，一些机构正借着“首只 400 元股”这颗彩蛋的破壳抢先出货。

3.4.1 汇添富“胜利大逃亡”

在 2015 年一季度安硕信息的十大流通股东中，汇添富基金旗下基金汇添富

移动互联股票占公司总流通股本比为 9.68%，汇添富民营活力股票占 4.97%，汇添富均衡增长股票占 4.91%，汇添富消费行业股票占 2.44%，汇添富逆向投资股票占 2.07%。根据基金季报得知，汇添富策略回报混合占 0.66%，6 只基金合计占公司总流通股本的比为 24.73%。汇添富基金家族在 2015 年第二季度只有三只基金持有安硕信息的流通股股票，分别是汇添富移动互联股票、汇添富民营活力股票型和汇添富消费行业股票型，都是股票型、风险较高的基金，而汇添富家族的其他基金则悄然离场。汇添富移动互联股票占公司总流通股本比为 9.01%，汇添富民营活力股票占 2.48%，汇添富消费行业股票占 2.07%，3 只基金占比降为 13.56%。

2015 年一季度时，汇添富基金因为抱团炒作安硕信息而被质疑，但其也赚的盆满钵满。按照前复权价格计算，安硕信息从年初到 5 月 12 日最大上涨 601.94%。从 2015 年 4 月 1 日到 5 月 12 日上涨 172.94%。随后公司股价在质疑、技术调整和市场暴跌中步入下行通道，从 5 月 13 日到 6 月 30 日，公司股价下跌 51.51%，成交量也由之前的较低平稳状态急剧放大。或许正是在此阶段，汇添富基金做出了“胜利大逃亡”。在 2015 年的第三季度，汇添富基金家族已经在安硕信息的持股人当中难觅踪迹，而安硕信息股价也早已经在百元以下徘徊，汇添富自此结束了与安硕信息的“蜜月期”。

3.4.2 机构坚决减持

2015 年一季度，安硕信息前十大流通股东持股合计占比为 38.30%，而在二季度这个数字变为 34.31%。2015 年一季度，安硕信息共出现在了 20 家基金的前十大重仓股中，除了汇添富旗下基金，还有如长信内需成长混合、中银新动力股票等知名基金，20 只基金所持公司股票合计占公司总流通股本的 42.27%。而在二季度，公司只出现在了 11 只基金的半年报中，合计持股占公司总流通股本的 31.32%。基金在公司的流通股本中的占比已经大幅下降。

2015 年 9 月披露数据显示，博时基金、大成基金、工银瑞信基金、广发基金、嘉实基金、易方达基金、中欧基金还有产品持有安硕信息的股票，但已经鲜有基金家族共持的踪影，唯一还有两只基金持有股票的基金公司只是易方达基金管理公司，但这些基金持股比重加到一起也仅仅只有安硕信息流通股份的 13.99%，与顶峰期间，汇添富一家基金就持有安硕信息流通股股份的半壁江山

的景象不可同日而语。安硕信息的第三季度日均收益率下跌至-1.49%，同期行业日均收益率为-0.57%、市场日均收益率为 0.17%，均高于安硕信息的收益率，“妖股”的风华不再。

从 2015 年 12 月安硕信息和各大公募基金披露的信息来看，公司的持股人当中不再包括公募集基金，基金持股占流通股比率由 9 月披露的 13.99% 直接降到 12 月披露的 0.00%，与此相应，安硕信息的股票价格也在 2015 年第三季度的小幅反弹后一直受挫于百元之下，个大基金在家族大举持仓安硕信息之后，又在 2015 年年末放手弃股。曾经的“妖股”，在基金抱团散伙之后，也应声“大势已去”。随着基金家族的相继推出，安硕信息的股价神话也消失了。

4. 尾声

2015 年第一季度和第二季度，汇添富均衡增长股票型的单位净值为 0.602 元和 0.610 元，汇添富消费行业股票型的单位净值为 2.143 元和 2.225 元，汇添富移动互联股票基金的单位净值为 2.104 元和 2.449 元，汇添富策略回报混合基金的单位净值为 1.712 元和 2.174 元，汇添富民营活力股票型基金的单位净值为 2.772 元和 3.521 元，汇添富逆向投资混合基金的单位净值为 1.681 元和 2.513 元，而汇添富策略回报混合基金的单位净值也分别为 1.712 元和 2.174 元。从汇添富基金公司资产规模和整个基金行业平均资产规模的时间序列对比图可以看出，其资产规模是从 2015 年上半年开始起飞，远远超过行业的平均值，而其基金平均回报率也在同期超过行业平均水平，峰值达到 1.5 个百分点，随后 2015 年下半年收益率回落，甚至略低于行业平均水平，但其资产规模仍具有一定的惯性，维持在远高于行业平均水平的高位。基金在 2015 年上半年的收益率约为 40%，而同期其持有了近四分之一流通市值的安硕信息股票，股票价格翻了近乎 10 倍，可见安硕信息对其整体收益率的惊人贡献。

汇添富移动互联基金曾连续三个季度出现在安硕信息的股东名单中，相比于普通股票型基金 46.99%、-10.97% 的回报率，这只基金 2015 年、2016 年回报率分别为 75.62%、-29.87%，在同类排名中分别位列 7/54、143/147；相比于普通股票型基金 4.48% 的回报率，汇添富移动互联在 2017 年截至 3 月 13 日的回报率仅为 1.75%，排名为 157/195。在 2015 年依靠安硕信息等股票“造星”之后，汇添富移动互联的表现已远远落后于同类基金。

安硕信息在 2015 年第二季度问鼎 A 股第一只单价破 400 元的股票之后，在 200 元以上的价格高位维持了不到三个月的时间。随后，在各家基金相机抛弃安硕信息的 2015 年度下半年中，安硕信息的股票价格一蹶不振，跌破了百元的价位线。

2014 年 5 月 27 日、8 月 8 日、8 月 21 日、8 月 29 日、9 月 22 日、9 月 25 日、11 月 5 日、11 月 13 日，2015 年 2 月 4 日、3 月 17 日，安硕信息在 10 次接待华业兴宝基金等机构投资者过程中，陆续介绍了未来安硕信息“一横一纵”发展战略。据日后的调查结果显示，2014 年到 2015 年陆续有 200 家基金先后持仓安硕信息，但 2015 年下半年又逐一退出。与基金家族最终抛售相对应的举措，安硕信息原始股东早在公司股价上升阶段开始减持套现。安硕信息 2015 年 2 月 4 日午间公告称，张江汉世纪创业投资有限公司自 2015 年 1 月 30 日至 2015 年 2 月 3 日期间，减持公司无限售条件流通股 85 万股，占公司总股本 1.2369%。减持均价 79.64 元，大致金额约为 6715 万元。2015 年下半年，众多中小股民在股价暴跌之时发声，抱怨在高位接盘，股价下跌之后损失惨重，成为这股基金家族合作持股“妖风”的最大受害者。

安硕信息在 2015 年 8 月 8 日发布一次投资者关系活动记录之后，即于 14 日收到证监会调查通知书：因上市公司涉嫌违反证券法律法规，证监会决定对公司进行立案调查。从此以后，投资者对于往日明星似乎如弃敝履，上市公司公告栏中再也看不到投资者关系记录表了。证监会处罚决定书显示，安硕信息披露、东方证券传播相关业务信息后，部分基金于 2014 年 11 月 1 日至 2015 年 5 月 27 日期间大量买入，累计共有 221 只公募基金持有安硕信息最高达 1808 万股，占安硕信息流通股的 74.84%，可见基金在这次的“造星”运动中所担当的重要作用。

在 2017 年，反观这只曾经无限繁华、如今落寞只身游荡的 A 股“妖王”，股价只能长期波动于 30 元左右，不及 2015 年巅峰时刻的十分之一，不禁令人叹息反思。

（案例正文字数：14556）

Anshuo Information stock price and fund family shares

Abstract: This case tracks the rising process of stock price of Anshuo Information and analyzes the driving factors of stock price. On January 8, 2014, Anshuo Information was listed on the Shenzhen Stock Exchange and the issue price of stock is 23.4 yuan. Till May 8, 2015, the price was closed at 400.62 yuan, becoming the highest price stock in China stock market. At the same time, the rise of Anshuo Information stock price is accompanying with the fund family co-holding. Over 20 funds in eight fund management jointly hold Anshuo Information stock. China Universal Asset Management Company Limited opened for business in February 2005, is one of the fastest-growing and well-respected asset managers in China. In the first quarter of 2015, six funds of the Asset Management Company held nearly 25% of tradable shares. Is the fund family's shareholding the factor of the rising of stock prices? Why does the fund family co-holdings lead to stock prices rising? How does Fund family co-holding affect the stock price?

Key Words : Fund family co-holding shares; opinion divergence; stock returns; Anshuo information

附录

附件 1:安硕信息的业务

银行信贷管理：为银行提供信贷管理解决方案的咨询、定制软件的开发与实施、日常运营维护服务。

1. 公司授信管理系统
2. 小企业授信管理系统
3. 个人贷款管理系统
4. 同业授信管理系统
5. 额度管理系统
6. 押品管理系统
7. 贷款核算系统
8. 征信上报系统
9. 银监会报表报送平台

银行风险管理：为银行提供风险管理解决方案的咨询、定制软件的开发与实施、日常运营维护服务。

1. 风险分析与预警系统
2. 内部评级系统
3. 风险加权资产系统
4. 财务分析系统

供应链金融管理：为银行和企业提供供应链金融管理解决方案的咨询、定制软件的开发与实施、日常运营维护服务。

1. 银行供应链融资系统
2. 银行保理系统
3. 企业供应链融资系统
4. 供应链协同平台
5. 企业保理系统
6. 汽车金融系统
7. 在线供应链融资系统

数据仓库与商业智能：为银行提供数据仓库与商业智能解决方案的咨询、定制软件的开发与实施、日常运营维护服务。

1. 基础平台建设
2. 报表系统
3. 客户分析系统
4. 绩效管理系统

其它

1. 信托管理系统

附件 2: 安硕信息的基本面信息

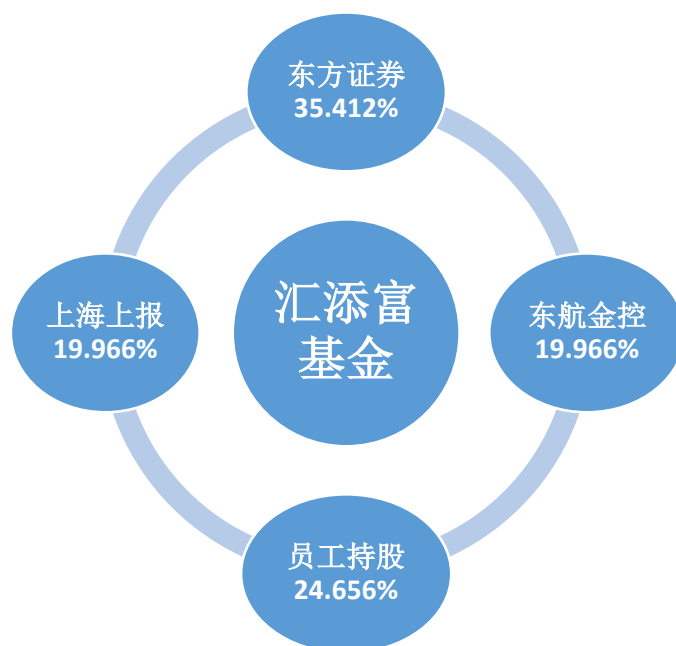
表1. 安硕信息财务信息

年份	总资产 (万元)	流动性资产 (万元)	所有者权 益 (万元)	总收入 (万元)	利润 (万元)	毛利率 (%)	每股收 益 (元)
2013	26,215.69	24,215.11	22,241.06	20,470.69	5,074.99	50.06	0.7700
2014	48,889.48	42,944.05	42,361.11	22,003.46	4,100.14	46.52	0.5680
2015	53,616.91	46,313.98	44,717.26	30,325.19	2,124.08	42.32	0.1600

表2. 安硕信息与信息技术行业比较

年份	比较指标	总市值 (亿元)	杠杆率 (%)	净利润 (千万)	EPS (元/股)
2014	安硕信息	44.19	65	3.86	0.57
	信息技术 (均值/中值)	83.33/56.84	163/72	13.47/8.25	0.34/0.24
2015	安硕信息	94.82	22	2.06	0.16
	信息技术 (均值/中值)	169.93/134.71	339/90	14.60/10.53	0.45/0.37

附件 3: 汇添富基金管理公司股东与股权结构



汇添富基金管理公司的股东包括东方证券股份有限公司，上海上报资产管理有限公司，东航金控有限责任公司和员工持股，持股比例分别为 35.412%，19.966%，19.966%和 24.656%。

东方证券股份有限公司是经中国证券监督管理委员会批准设立的综合类证券公司，现有注册资本 52.82 亿元，总资产超过 2000 亿，提供证券、期货、资产管理、理财、投行、投资咨询及证券研究等全方位、一站式专业综合金融服务的上市证券金融控股集团。

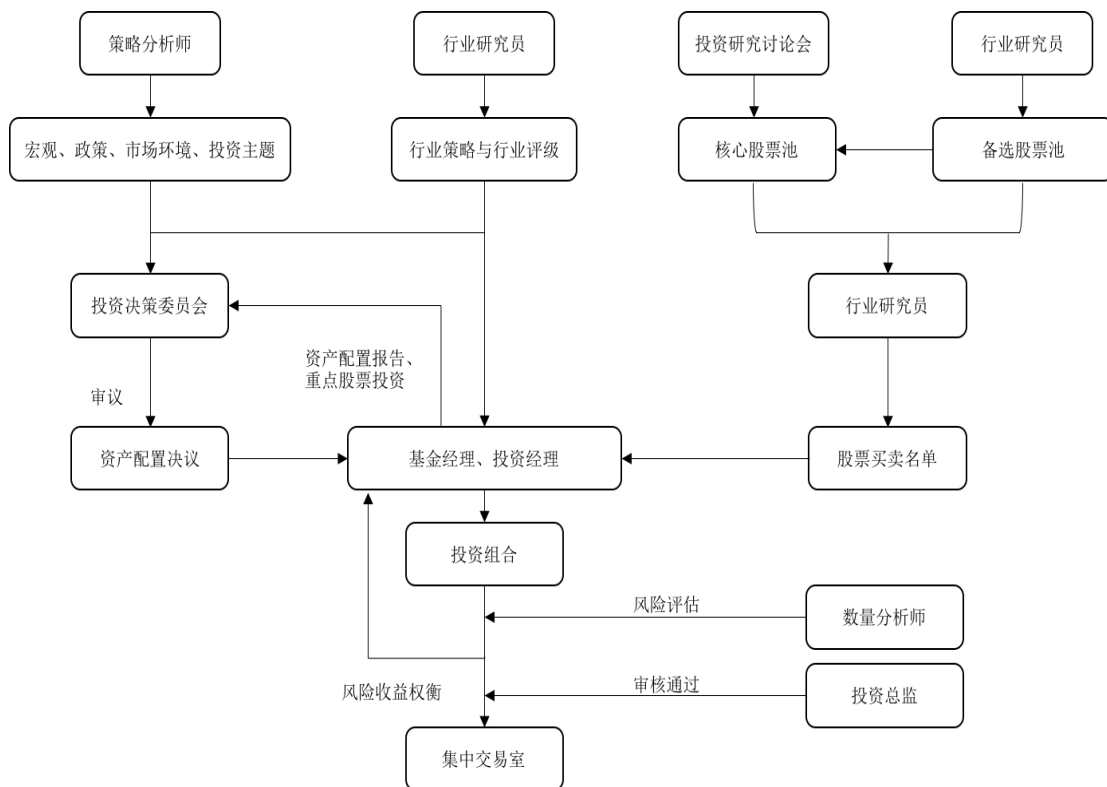
上海上报资产管理有限公司为上海报业集团下属全资子公司，系报业集团关于地产、金融股权的专门投资平台。上海报业集团由原解放日报报业集团和原文汇新民联合报业集团合并成立。成立后的上海报业集团总资产达到 227.06 亿元，净资产为 99.96 亿元，总体经济规模在全国集团中位列第二。

东航金控有限责任公司是东方航空集团公司的全资子公司，也是东航集团专门经营金融资产的控股型投资公司。东方航空集团是中国三大骨干航空运输集团之一，拥有强大的品牌影响力和庞大的客户群。

2015 年，在公司股东和上级部门的支持下，汇添富基金实施了员工持股计划，建立了长期人才激励和约束机制，推动了公司治理结构的进一步优化，为公司打造长期发展的大型资产管理集团奠定了更加坚实的基础。

汇添富基金坚持强调完善的公司治理体系和科学的公司治理文化，是亚洲公司治理协会(ACGA)的首家中国会员企业。公司股权结构均衡合理，公司运作完全独立，高管完全市场化招聘。公司股东高度稳定，全力支持公司长期稳定发展。公司股东、董事会对于管理层高度信任，考核激励着眼长期，着眼公司的核心竞争力的提升。汇添富基金致力于为员工提供完善的个人职业发展规划和良好的工作与成长平台，并努力营造愉悦简单的工作氛围，员工具有强烈的忠诚度和归属感。2011 年，汇添富基金荣登《财富》中文版“卓越雇主——中国最适宜工作的公司”榜，成为国内唯一上榜的基金公司。

附件 4: 汇添富基金公司投资决策流程图



附件 5:安硕信息主要基金投资者

日期	基金简称	基金管理公司	基金家数	基金持股比例
2014年3月	无	无	0	0.00%
2014年6月	华夏红利混合型 华夏优势增长股票型	华夏基金管理有限公司	2	7.66%
2014年9月	南方积极配置 南方绩优成长 银华成长先锋混合 华宝兴业新兴产业股票型 兴全有机增长灵活配置混合 兴全轻资产混合(LOF)	南方基金管理有限公司 南方基金管理有限公司 银华基金管理有限公司 华宝兴业基金管理有限公司 兴业全球基金管理有限公司 兴业全球基金管理有限公司	6	15.32%
2014年12月	兴全有机增长灵活配置混合 兴全轻资产混合(LOF) 汇添富美丽30股票型 汇添富民营活力股票型 汇添富移动互联股票型 南方积极配置 华宝兴业新兴产业股票型 华宝兴业先进成长股票型 交银施罗德成长	兴业全球基金管理有限公司 兴业全球基金管理有限公司 汇添富基金管理股份有限公司 汇添富基金管理股份有限公司 汇添富基金管理股份有限公司 南方基金管理有限公司 华宝兴业基金管理有限公司 华宝兴业基金管理有限公司 交银施罗德基金管理有限公司	9	32.98%
2015年3月	中银主题策略股票型 中银新动力股票型 中银新经济灵活配置混合 广发轮动配置混合 广发信息技术联接 广发聚丰股票型 泰达宏利市值优选混合 汇添富均衡增长股票型 汇添富民营活力股票型 汇添富移动互联股票型 汇添富消费行业股票型 汇添富逆向投资股票型 汇添富策略回报混合型 海富通中小盘股票	中银基金管理有限公司 中银基金管理有限公司 中银基金管理有限公司 广发基金管理有限公司 广发基金管理有限公司 广发基金管理有限公司 泰达宏利基金管理有限公司 汇添富基金管理股份有限公司 汇添富基金管理股份有限公司 汇添富基金管理股份有限公司 汇添富基金管理股份有限公司 汇添富基金管理股份有限公司 汇添富基金管理股份有限公司 海富通基金管理有限公司	20	42.27%

	海富通养老收益混合	海富通基金管理有限公司		
	海富通内需热点股票	海富通基金管理有限公司		
	交银定期支付双息平衡混合	交银施罗德基金管理有限公司		
	长信内需成长	长信基金管理有限责任公司		
	长信银利精选证券	长信基金管理有限责任公司		
	财通价值动量混合	财通基金管理有限公司		
	汇添富移动互联股票	汇添富基金管理股份有限公司		
	汇添富民营活力股票型	汇添富基金管理股份有限公司		
	汇添富消费行业股票型	汇添富基金管理股份有限公司		
	泰达宏利市值优选混合	泰达宏利基金管理有限公司		
	易方达科讯股票型	易方达基金管理有限公司		
2015年6月	海富通领先成长	海富通基金管理有限公司	11	31.33%
	海富通中小盘股票	海富通基金管理有限公司		
	海富通内需热点股票	海富通基金管理有限公司		
	宝盈策略增长股票型	宝盈基金管理有限公司		
	宝盈科技30灵活配置混合	宝盈基金管理有限公司		
	宝盈资源优选股票型	宝盈基金管理有限公司		
	博时中证金融资产管理计划	博时基金管理有限公司		
	大成中证金融资产管理计划	大成基金管理有限公司		
	工银瑞信中证金融资产管理计划	工银瑞信基金管理有限公司		
	广发中证金融资产管理计划	广发基金管理有限公司		
2015年9月	嘉实中证金融资产管理计划	嘉实基金管理有限公司	9	13.99%
	易方达科讯混合	易方达基金管理有限公司		
	南方中证金融资产管理计划	南方基金管理有限公司		
	易方达创新驱动灵活配置混合	易方达基金管理有限公司		
	中欧中证金融资产管理计划	中欧基金管理有限公司		
2015年12月	无	无	0	0.0000%

案例使用说明

一、教学目的与用途

1. 本案例主要适用于《投资学》，《公司金融》，《证券投资基金》中股票估值、基金投资、股票价格与意见分歧等相关内容的教学。
2. 本案例适用于金融专业硕士学、MBA、高年级本科生的上述课程教学。
3. 本案例的教学目的是通过对安硕信息股票价格上涨过程中，家族基金和机构投资者对股票价格的影响分析，使学生理解和掌握基金等机构投资者的投资行为如何对股票价格产生影响；从分析基金等机构投资者在安硕信息股票价格大幅波动过程中所发挥的重要作用，理解意见分歧对股票价格的影响；在分析过程中，要求学生理解和掌握影响股票价格的主要因素，并学会使用股票定价模型，以及股票估值方法。

二、启发思考题

1. 什么是基金家族共同持股？
2. 安硕信息股票收益率具有超额收益率吗？
3. 汇添富基金买入安硕信息是基于安硕信息的价值吗？
4. 投资者意见分歧是什么？如何影响股票价格？
5. 如何度量意见分歧？安硕信息的意见分歧具有什么特征？基金家族共同持股影响了安硕信息的意见分歧吗？
6. 羊群效应是什么？机构投资者对安硕信息的投资是否具有羊群效应？
7. 基金家族共同持股是如何影响安硕信息股票价格的？
8. 对家族基金共同持股监管的现实意义。

三、分析思路

教师可以根据学习目标灵活使用本案例。分析思路仅供参考。

1. 介绍基金的背景知识，以及什么是基金家族。
2. 利用 CAPM 模型等定价方法，分析安硕信息股票收益率。
3. 运用 SUE（未预期盈余惊奇）作为公司基本面信息的代理变量，从基本面估值的角度分析安硕信息的价值。

4. 通过 Miller (1977)引入投资者意见分歧，从理论上解释意见分歧和股票价格的关系。
5. 通过安硕信息的案例介绍如何度量意见分歧，分析安硕信息意见分歧的特征，以及基金家族共同持和安硕信息的意见分歧的关系。
6. 通过安硕信息的案例介绍羊群效应，分析机构投资者对安硕信息的投资是否具有羊群效应。

四、理论依据及分析

1.什么是基金家族共同持股？

如果股票被同一基金公司内两个及两个以上基金持有，我们定义这只股票为家族基金共同持股股票。在金融市场中基金并不是独立的投资主体，基金之间存在合作与竞争的关系，但是金融市场的一些制度结构将某些基金以合作的方式联系在一起。家族基金的组织形式就属于这种制度。组织结构上，基金从属于一个基金管理公司，与其旗下其他基金同时属于一个基金家族。相对于非家族基金，家族内的基金是利益共同体，存在相互合作的关系，基金家族共同持股是基金合作行为的具体体现。

2014 年第四季度，汇添富基金开始大举买入安硕信息股票，同时安硕信息也开始第一轮大涨。2014 年年报显示，第四季度，汇添富旗下的三只基金跻身安硕信息前十大流通股股东之列。其中添富移动互联持有 156 万股，为第一大流通股股东，其余还有汇添富民营活力持有 86 万股，汇添富美丽 30 持有 35 万股。2015 年一季度，汇添富基金再度买入安硕信息。前十大流通股股东中有 5 个席位被其占据。其中汇添富移动互联持有 234 万股，汇添富民营活力持有 120 万股，汇添富均衡增长持有 119 万股，汇添富消费行业持有 59 万股，汇添富逆向投资持有 50 万股。后三者均为新进投资。2015 年二季度，汇添富移动互联再增持至 435 万股，牢牢占据安硕信息第一大流通股股东之位。此外，汇添富民营活力持股 120 万股，汇添富消费行业增持至 100 万股。

汇添富基金家族在 2014 年第三季度后买入安硕信息股票，之后安硕信息股票价格大幅上升。汇添富基金家族在 2015 年第二季度卖出安硕信息股票，之后安硕信息股票的收益率开始大幅下跌。基金共同持股，汇添富基金家族共同持

股，以及安硕信息股票收益率的信息显示基金家族共同持股影响了股票价格。

2.安硕信息股票收益率具有超额收益率吗？

安硕信息自 2014 年沪深牛市启动以来，特别是到 2015 年上半年，由于其超乎整个大盘的价格表现引起了广泛关注，并于 2015 年 5 月 8 日，以 400.62 的收盘价成为 A 股市场上首支股价超过 400 元的股票。

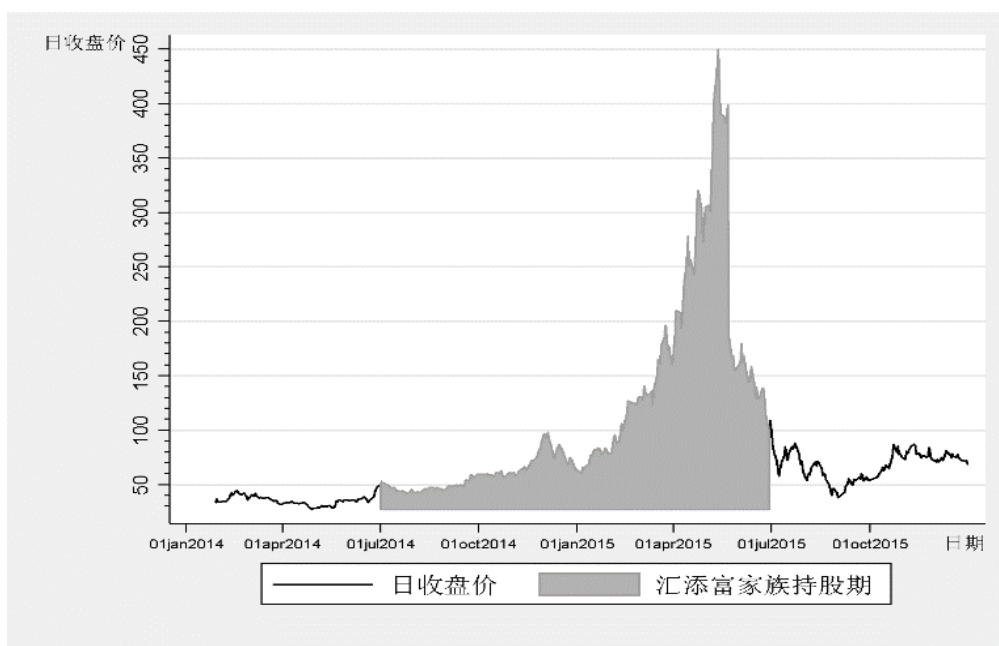
安硕信息的股价在 2014 年到 2015 年发生了巨幅波动。附图 1 显示了安硕信息股票价格在 2014 年-2015 年的走势，图中显示安硕信息股价从 2014 年 6 月开始表现非常强劲，一直持续到 2015 年 5 月份，这一段时间也是汇添富基金家族共同持股时期。表 3 对安硕信息股票价格的统计显示，2014 年第 2 季度到 2015 年第 2 季度安硕信息日平均股票收益率分别为 0.77%，0.35%，0.23%，1.82%和 0.70%。

市场风险因素并不能解释安硕信息股票价格的大幅波动，附图 2 显示了安硕信息股票价格走势与市场指数的关系，图中显示安硕信息股价在对市场收益率进行调整后仍然表现出了相同的模式。在汇添富基金家族共同持股时期，安硕信息的股价表现显著强于市场指数。附表 1 对市场指数的统计显示，2014 年第 2 季度到 2015 年第 2 季度沪深 300 指数日平均股票收益率分别为 0.07%，0.20%，0.52%，0.27%和 0.05%，这段时期的收益率远远低于安硕信息股票收益率。

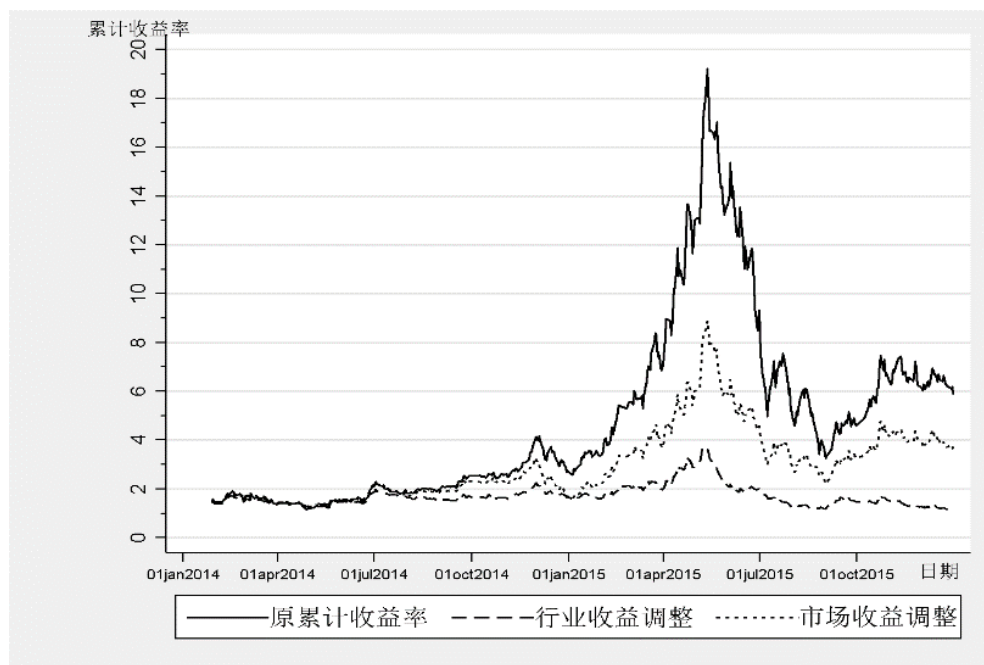
行业风险因素同样不能解释安硕信息股票价格的大幅波动，图 6 显示了安硕信息股票价格走势与行业指数的关系，图中显示安硕信息股价在对行业收益率进行调整后仍然表现出了相同的模式。在汇添富基金家族共同持股时期，安硕信息的股价表现显著强于同类股票。表 3 对市场指数的统计显示，2014 年第 2 季度到 2015 年第 2 季度信息科技行业指数日平均股票收益率分别为 0.33%，0.50%，0.03%，1.34%和 0.80%，这段时期信息科技行业指数的收益率远远低于安硕信息股票收益率。

以上的分析显示安硕信息股价从 2014 年 6 月汇添富基金家族共同持股开始表现非常强劲，一直持续到 2015 年 5 月份汇添富基金家族共同退出安硕信息。市场风险因素和行业风险因素并不能完全解释安硕信息股价的强势表现。因此，

安硕信息股票收益率具有超额收益率。



附图 1. 安硕信息股票价格趋势图



附图 2. 安硕信息累计收益率

附表 1 股票收益率比较

年份	2014 年				2015 年				
	一季度	二季度	三季度	四季度	一季度	二季度	三季度	四季度	
安硕信息	均值	1.09%	0.77%	0.35%	0.23%	1.82%	0.70%	-1.49%	0.53%
	中值	-0.17%	0.08%	0.08%	0.18%	1.63%	0.48%	-3.50%	-0.29%
信息科技	均值	0.34%	0.33%	0.50%	0.03%	1.34%	0.80%	-0.57%	1.12%
	中值	0.25%	0.23%	0.27%	0.00%	0.96%	0.75%	-0.44%	0.63%
沪深 300	均值	-0.03%	0.07%	0.20%	0.52%	0.27%	0.05%	0.17%	0.30%
	中值	-0.06%	0.03%	0.31%	0.20%	0.31%	0.26%	0.23%	0.14%

3. 汇添富基金买入安硕信息是基于安硕信息的价值吗？

市场有效假说认为，股票的市场价格是投资者对股票市场可得信息的即时反应。如果某些信息会对股价产生影响，那么这种影响就会是及时、合理的。而信息分为公开信息和私有信息，Fama (1970)提出的强、中、弱三个层次的市场有效性分别对应私有信息、即时公开信息和历史信息的市场价格反映的三种表象。Vega (2006)发现私有信息和公开信息对股价影响机制有所不同，公开信息能够在股票价格中及时得到反映，而私有信息对股票收益率的影响则取决于知情交易者和非知情交易者到达市场进行交易的交易量，即私有信息的传播路径和速度最终决定了持股收益率。

安硕信息股价大幅上涨期间，投资者发现安硕信息存在基金共同持股现象。比如，汇添富基金于 2015 年第一季度出现在安硕信息的主要持股人名单，其旗下汇添富均衡增长股票型、汇添富民营活力股票型、汇添富移动互联股票型、汇添富消费行业股票型、汇添富逆向投资股票型、汇添富策略回报混合型六只基金分别持有安硕信息当季度平均股票流通市值的 4.91%、4.97%、9.68%、2.44%、2.07%、0.66%。基金作为机构投资者，具有一定的信息优势。Nanda (2004)认为基金具有规模优势，可以获得私有信息，因而基金家族共同持股的股票含有更多的“私人”信息，股票的超额收益是私人信息逐步传播的结果。Cohen et.al (2007)发现如果基金与上市公司董事会有某种私人关联，则这些基金有更好的业绩表现。Shukla and Inwegen(1995)对美国和英国市场中共同基金的研究显示基金具有本土信息优势，基金公司对本国股票的持股收益率显著优于对外国股票的持股收益率。基金共同持股是基金获取了安硕信息基本面价值的私有信息的反映吗？基金共同持股与股价上涨的相关性很容易让投资者得出这

个结论，但是这一结论的假设是安硕信息基本面价值出现了巨大变化。我们接下来分析安硕信息基本面的信息。

我们采取 SUE（未预期盈余惊奇）作为公司基本面信息的代理变量，分别计算安硕信息和信息科技行业 2014 年至 2015 年每个季度的 SUE。本文发现在基金家族共同持股安硕信息股价大幅上涨期间，安硕信息基本面的价值并没有发生变化。表 4 显示 2014 年第 2 季度到 2015 年第 2 季度安硕信息 SUE 分别为 0.018，-0.001，0.003，-0.003 和 0.003，这一数据表明安硕信息的基本面价值没有显著变化。特别是考虑和行业的基本面信息进行比较后，安硕信息的基本面信息更加不可能解释其股价变化。附表 2 显示 2014 年第 2 季度到 2015 年第 2 季度信息科技行业 SUE 均值分别为 0.047，-0.004，-0.018，-0.012 和 0.016，这一组数据远高于安硕信息 SUE 的数据，这意味着对安硕信息基本面改善的超预期落后于行业同类公司。因此，从公司价值变化的角度并不能解释安硕信息股价大幅上涨。

附表 2 股票未预期盈余惊奇比较

年份	2014				2015			
比较指标	SUE ₁	SUE ₂	SUE ₃	SUE ₄	SUE ₁	SUE ₂	SUE ₃	SUE ₄
安硕信息	-0.024	0.018	-0.001	0.003	-0.003	0.003	-0.001	0.001
信息科技 (均值/中值)	-0.058/ -0.047	0.047/ 0.061	0.004/ 0.000	-0.018/ -0.009	-0.012/ -0.032	0.016/ 0.024	-0.002/ 0.002	-0.009/ -0.008

4.投资者意见分歧是什么？如何影响股票价格？

意见分歧是股票价格的重要影响因素。在承认市场卖空限制和投资者异质性两大前提条件下，Miller (1977)提出了意见分歧假说。按照该理论，投资者对股票未来股价走势的看法并不一致，分为乐观投资者和悲观投资者，分别认为当前股票的市场价格被低估和高估。在卖空限制的市场环境下，悲观投资者不能卖空股票表达对市场股票的看空，因此，股票的价格是乐观者估值的体现。

自 Miller (1977)年提出意见分歧能对股票风险和定价产生重要影响的理论以来，意见分歧理论就被广泛运用于各种定价之谜的解释中，包括 IPO 溢价 (Houge et al., 2001)，收购目标公司的股价溢价 (Chatterjee, John and Yan, 2012)，盈余公告后股票收益异象 (Garfinkel and Sokobin, 2006)，以及用机构的交易数据来验证意见分歧理论，检验机构投资者意见分歧造成的股票回报率差异 (Hu,

Meng and Potter, 2008)。在投资者异质信念的前提下，根据 Miller(1977)假说，市场存在卖空限制，套利对于股价的纠偏作用有限，悲观的投资者认为当前的股价在其估值之上，会退出投资，而继续留下交易的投资者是认为股价没有被高估的乐观投资人，所以当前的股票价格是乐观者投资意见的体现。乐观投资者间的意见分歧则进一步决定了股票的收益情况。意见分歧越高，则股价体现的是更为乐观的投资者意见，此时股票价格是被高估的，因此，市场上能对股票价格产生进一步影响的边际投资者是更“悲观”的，股票价格的进一步趋势是朝着“悲观”迈进。在持有股票是为了获得卖出期权的情况下，“搏傻”最终达到“胜利者诅咒”的价码也会越高，这种股票的收益率会较低；同理而言，意见分歧越低，则意味着股票价格能够向着更为“乐观”的方向发展，因此，意见分歧的降低会提高股票收益率。这是 Miller (1977)假说的基本结论。对这一逻辑推演结论有着相当多的实证支持。Houge et al. (2001)认为 IPO 股票的市场信息较少，不确定性较高，因而市场对其看法意见分歧较大，IPO 股票也就往往伴随更低的股票收益率。Diether et al. (2002) 利用分析师盈利预测的差异作为投资者意见分歧的代理变量，证明了投资者的意见分歧越大则对应股票的投资回报率越小的论断。Ang et al. (2006)通过截面数据验证了有更高投资者意见分歧的股票会有更低的收益率。Garfinkel and Sokobin (2006)用盈余漂移现象验证了意见分歧与股票收益之间的正向关系。Dimitrov et al. (2009)总结出 Miller (1977)假说研究的关键，即确定投资者意见分歧转变的时点，并将盈余公告公布的时点作为意见分歧由大变小的明确时间点，验证了 Miller (1977)假说的正确性。Hu et al. (2008)用机构投资者的意见分歧作为投资者意见分歧的代理变量，解释了股票收益率的差异，从而验证了 Miller (1977)假说意见分歧与股票收益之间的因果关系。Chatterjee et al. (2012)认为被收购目标公司的定价意见分歧也对股票日后的收益率有着预测作用，更大的意见分歧也伴随着更低的股票收益率。

而学术界的另一种观点认为，意见分歧代表的是一种股票定价的风险，意见分歧越大则意味着股票的收益率会越高，而越小的意见分歧则会带来更低的收益率。Varian (1985)通过 Arrow-Debreu 均衡理论模型，首先提出意见分歧是影响股票价格的风险因素，因此，越高的投资者意见分歧意味着更高股票收益

补偿，投资者意见分歧越低，股票收益也应当越低。Johnson (2004)从实证上支持了这一结论，把意见分歧视作影响股票价格的风险因素，从而意见分歧的增加就提升了股票的收益率。随后，Bali and Cakici (2008)则通过实证检验，发现意见分歧增减与股票收益增减之间没有显著一致的影响方向。

国内对意见分歧的实证研究主要是利用我国卖空机制的不健全作为大背景，检验意见分歧对于资产价格的影响，遵循的基本是 Miller (1977)提出的逻辑框架，例如，检验市场的异质信念程度越大，市场（个股）发生暴跌的可能性越大（陈国进、张贻军，2009）；或是利用再售期权和通胀幻觉对我国股市泡沫的显著解释，论证我国金融市场意见分歧以及卖空机制的缺乏加大了市场的泡沫风险（陈国进、张贻军和王景，2009）；或是利用国内资本市场的重大外生事件作为自然实验，检验卖空约束对股票错误定价的影响（李科、徐龙炳和朱伟骅，2014）。

在承认投资者对股票具有不同观点、能形成“意见分歧”的前提下，以往文献进一步研究了卖空限制对股票定价的影响。基本结论是，卖空限制并没有阻止股票价格的进一步下跌，而对卖空者交易的禁令则会进一步加剧股票价格的高估，同时也会加剧市场的波动。Boehmer et al. (2013)利用 2008 年 9 月 SEC（美国证券交易委员会）临时限制近 1000 只金融股票卖空事件研究了卖空限制对股票的市场质量（用报价价差、相对价差、价格影响及日内价格波动率等指标衡量）、卖空活动、卖空者的激进程度和股票价格的影响。研究结论支持了流动性提供者假说，证明在市场存在意见分歧的前提下，卖空者作为知情交易者，是市场流动性的重要提供者，而 SEC（美国证券交易委员会）卖空限令的救市政策目标并没有完成，反而加大了市场交易成本和股价的波动性。

5.如何度量意见分歧？安硕信息的意见分歧具有什么特征？基金家族共同持股影响了安硕信息的意见分歧吗？

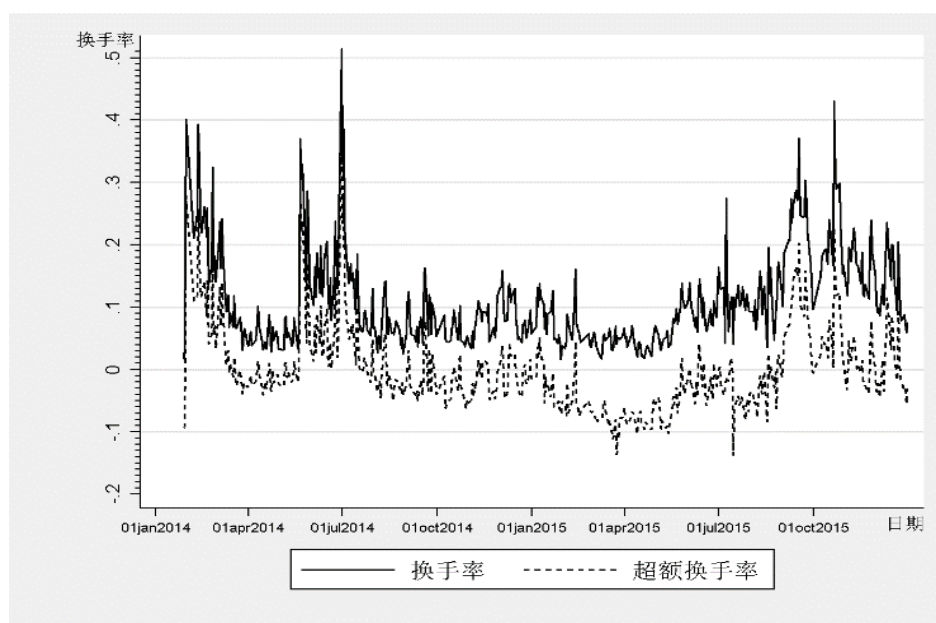
换手率可以用于度量股票的意见分歧。Boehme et al. (2006)以及史永东和李凤羽（2012）均采用股票换手率作为投资者意见分歧的度量指标。一般而言，股票换手率越高，表明投资者意见分歧越大。

为了比较安硕信息和行业其他公司换手率的差异，我们参考 Cai et al.(2011)

和 Chae et al. (2005)文章中超额换手率的计算方式，将行业平均换手率作为回归变量，计算公式（1）的残差 $\epsilon_{it}^{abnormal}$ 作为超额换手率，用来度量这一期间安硕信息相对于整个行业的投资者意见分歧的变化。

$$\text{Turnover}_{it} = \alpha + \beta \cdot \text{Turnover}_{it}^{\text{industry}} + \epsilon_{it}^{\text{abnormal}} \quad (1)$$

附图 3 显示了安硕信息 2014 年到 2015 年的换手率和超额换手率。图 8 显示 2014 年第三季度到 2015 年第二季度家族基金共同持股期间，安硕信息的换手率显著低于其他期间，这意味着在这一期间投资者意见分歧处于较低水平。在控制行业的意见分歧以后，我们同样发现了这种现象，安硕信息的超额换手率在家族基金共同持股期间保持在较低水平，其他时期超额换手率水平则较高。



附图 3. 安硕信息股票换手率变化趋势图

附表 3 统计了安硕信息 2014 年到 2015 年的换手率和超额换手率。表 6 显示 2014 年第三季度到 2015 年第二季度家族基金共同持股期间，安硕信息的换手率均低于 10%，在其他期间，换手率远远高于 10%。在控制行业的意见分歧以后，安硕信息的超额换手率在家族基金共同持股期间几乎均为负值，其他时期超额换手率均为正值。换手率作为意见分歧的度量指标显示了基金家族共同持股降低了投资者意见分歧，并提高了股票收益率。

附表 3 安硕信息换手率对照表

年份	2014				2015			
比较指标	一季度	二季度	三季度	四季度	一季度	二季度	三季度	四季度
换手率(均值/中值)	0.161/ 0.150	0.118/ 0.086	0.096/ 0.075	0.077/ 0.072	0.063/ 0.053	0.069/ 0.065	0.151/ 0.130	0.167/ 0.168
超额换手率(均值/中值)	0.058/ 0.049	0.037/ 0.010	0.010/ -0.006	-0.016/ -0.016	-0.053/ -0.061	-0.052/ -0.056	0.008/ -0.009	0.025/ 0.019

6.羊群效应是什么？机构投资者对安硕信息的投资是否具有羊群效应？

众多研究发现，通过信息共享机制，机构投资者在交易中存在显著的羊群投资行为，即追随领导市场的机构投资者进行投资行为。Bikhchandani et al. (1992)将机构投资者的羊群行为解释为“后知”从“先知”的机构投资者的投资行为中推断出私人信息，从而模仿“先知”的投资行为，免费搭乘“先知”的投资信息，最终导致了羊群效应。Wermers (1999)发现“羊群行为”在小盘股和成长型基金中最为显著，基金的“羊群行为”主要体现在买入行为方面而较少体现在卖出行为上。Hong, Kubik and Stein (2005)从机构投资者关联性的角度提供了基金经理“羊群行为”的实证证据，发现在同一地区的基金经理因为可以口头传播信息而造成了共同基金在某些特殊股票上的“羊群投资”。Scharfstein and Stein (1990)认为机构投资者因为声誉风险而被迫摒弃个人观点，需要与其他机构投资者选择一致的投资。根据这一理论模型的推论，如果一个机构投资者更加频繁地受到业绩考核的制约那么该投资者就会非常关注短期业绩，从而有更强的动机进行“羊群行为”，在资本市场上表现最为明显的应当是共同基金，而这一结论得到了 Wermers (1999)，Lakonishok et al. (1992)和 Dennis and Strickland (2002)等文章的证实。进一步，Chevalier and Ellison (1999)认为，基金公司雇佣基金经理的期间也是逐步发现基金经理投资能力的过程，而在职业生涯初期，基金经理的解雇风险在超额收益为负时显著上升，在超额收益为正时则对解雇风险是不敏感的，这使得他们在投资过程中会表现得更加风险厌恶，倾向于选择非系统性风险更低的投资标的，并确保自己的投资行为与经验更为丰富的基金经理尽量接近，最后，文章也指出，共同基金经理是否

会被解雇也受到基金经理能否刺激基民申购意愿的影响。

国内对机构投资者的“羊群行为”也进行了大量的研究。姚颐、刘志远和相二卫（2011）、姚颐和刘志远（2005）发现中国的基金投资理念趋同，基金在中国机构投资者中一方独大，在市场中缺乏与之相博弈的力量。许年行、于上尧和伊志宏（2013）发现机构投资者的羊群行为提高了公司未来崩盘的风险。肖欣荣、刘健和赵海健（2012）检验了基金的网络结构对重仓股票动量或反转效应的影响。

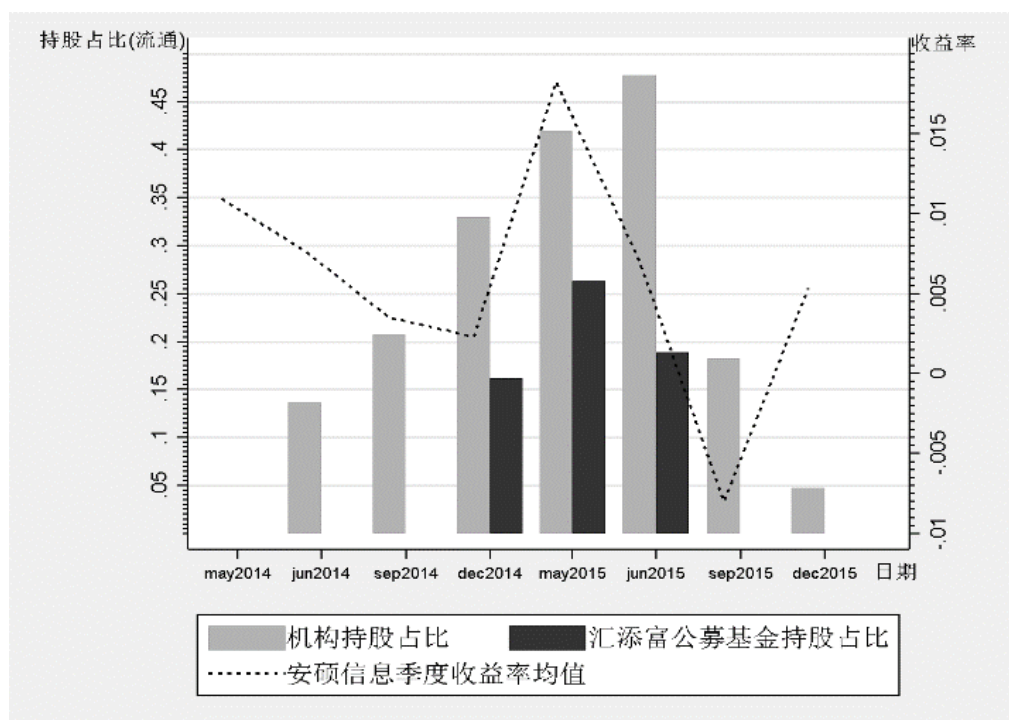
机构投资者对安硕信息的投资体现出了羊群效应。安根据上市公司以及基金公司披露的季报、年报信息数据，2014 年第一季度并没有基金买入安硕信息流通股，2014 年第二季度开始，基金逐步买入安硕信息，华夏基金家族旗下的华夏红利混合和华夏有时增长股票两只基金首先试水该股，持股占比达到 7.66%，当期安硕信息日均收益率达到 0.77%，是信息科技行业类股票平均收益的两倍，远高于沪深 300 指数。

2014 年第三季度，南方基金、兴业基金旗下两家基金都进军了安硕信息，银华基金和华宝兴业基金也分别有一只基金试水，基金持股比例也上升至 15.32%，与此同时，安硕信息日均收益率达到 0.35%，略高于沪深 300 的日均 0.20% 的收益率，但低于行业 0.50% 的日均收益率。

2014 年第四季度，兴业全球基金、汇添富基金和华宝兴业基金旗下的多只基金都持有了安硕信息，家族基金开始有了更多的动作，基金持股比例也达到 32.98% 的新高，此时，安硕信息日均收益率达到 0.23%，高于行业 0.03% 的日均收益率。

2015 年第一季度，安硕信息收益率为 1.82%、第二季度的收益率为 0.70%，股价一路直上 400 元，同期，信息科技行业的日均收益率为 1.34% 和 0.80%，而市场的日均收益率达到 0.27% 和 0.05%。第二季度由于股价略高，收益率表现略逊于信息科技行业平均水平，但是，这也不能阻碍安硕信息已经成为价超 400 元的 A 股市场第一股，2015 年上半年累计收益率惊人。这一期间，安硕信息对应持有基金数量分别达到 20 只和 11 只，其中中银基金、广发基金、汇添富基金、海富通基金、长信基金和宝盈基金都是举家作战，基金家族旗下多只基金共同持有安硕信息。

买入安硕信息的基金以及基金持股比例不断上升，一直持续到 2015 年第二季度。2014 年第二季度到 2015 年第四季度，买入安硕信息的基金家数分别为 2 家，6 家，9 家，20 家，11 家，9 家和 0 家。持有安硕信息基金的总持股比例分别为 7.66%，15.32%，32.98%，42.27%，31.33%，13.99% 和 0%。安硕信息 2014 年上市以来基金股东演变的轨迹显示安硕信息的超额收益是随着多家家族基金共同持股行为而发生的。



附图 4. 机构持股占比及股票收益率

7. 基金家族共同持股是如何影响安硕信息股票价格的？

机构投资者的投资可能获取超额收益。Grinblatt and Titman(1993)基于公募基金重仓股数据发现机构投资者具备管理能力。Daniel et al.(1997)通过匹配具备相应特征的基准组合更准确地衡量基金重仓股投资组合的业绩表现，发现基金投资组合总收益确实高于比较基准，表明机构投资者具备管理能力。Wermers (2000)基于重仓股数据分解公募基金业绩表现的来源，发现机构投资者具备一定的选股能力。其二是研究基金持股对股票的收益率是否有解释或者预测能力。基金作为市场的“知情交易者”，相较于个人投资者而言具有信息优势，具备股

票收益的预测能力。Chen et al.(2000)发现基金当季买入的股票未来表现显著优于当季卖出的股票，体现了基金的股价预测能力。Yan and Zhang(2009)研究发现换手率较高的公募基金所持有的重仓股能够预测股票未来的收益率。国内对基金持股也进行了大量研究。吴世农和吴育辉（2003）发现基金重仓股存在“赢家变输”，“输家更输”的现象。陆蓉和刘亚琴（2009）认为基金重仓股“变脸”将对基金家族的业绩表现产生连锁效应。当基金家族共同持股业绩下滑的重仓股程度越大，基金家族业绩下滑越为显著。姚颐等（2011）、姚颐和刘志远（2005）发现中国的基金投资理念趋同，基金在我国机构投资者中一方独大，在市场中缺乏与之相博弈的力量。

但是，通过基金组织结构导致的基金家族共同持股，即使基金没有选股能力，基金家族共同持股也会影响基金业绩。家族基金共同持股的效果类似于“坐庄”，在股票数量有限的前提下，家族基金持股使得股票持有者的相关性越来越高，对股票乐观的意见越来越一致。对未来持乐观态度的投资者会买入和持有股票，而悲观的投资者因为受到卖空限制而不能参与市场交易，充分表达信息，导致股票价格主要反映了乐观投资者的意见和信息，意见分歧减少造成股票价格被高估。如果家族基金共同持股降低股票的意见分歧，那么家族基金共同持股股票的意见分歧指标会显著低于基金共持重仓股股票。

8.对家族基金共同持股监管的现实意义。

目前，监管部门通过“双十”条款约束基金管理公司利用旗下不同基金持股对于股票价格的操纵。但在实践过程当中，由于我国的特殊国情，基金公司能够通过对流通股股份的有效控制并规避对总股份的持有红线，基金家族依旧可以通过这种家族共同持股行为对持股股价进行“抬轿”，获取超额收益。例如，在本案当中，汇添富基金家族的持股已经达到安硕信息流通股股份总额的近五分之一，但由于其总股份是流通股份的3到4倍，因此并没有违反监管红线。其中，汇添富策略回报混合型基金对安硕信息在2015年第一季度末的持股仅为0.66%，同时，并没有出现在公司季报的重要流通股持股人当中。因此，基金管理公司完全可以通过设置尽可能多的基金对流通股占比较小的小市值股票进行操盘“抬轿”。这对监管者而言是需要进一步研究并通过法制化手段规范的机构

投资者的行为，让可能涉及股价操纵的模糊地带变得清晰，以防止基金联手操纵市场情形的发生，保护投资者利益，维护证券市场健康稳定发展。

基金家族共同持股的效果类似于“坐庄”，在股票数量有限的前提下，基金家族持股使得股票持有者的相关性越来越高，对股票的意见越来越一致，乐观的时候所有基金都追涨，悲观的时候所有基金都杀跌。机构投资者能够发挥稳定市场的作用是因为机构投资者增加了证券市场投资者的多样性，机构投资者对冲个人投资者的交易，可以降低市场噪音，稳定市场。但是，当基金家族共同持股时，基金反而使证券市场的多样性降低，基金自身成为了市场不稳定的因素。由于基金家族的基金的相关性非常高，当基金家族对股票乐观时，所有的基金都追涨，抢着买入股票，导致股价暴涨，股价被严重高估；相反，当基金家族对股票悲观时，所有的基金都杀跌，抢着卖出股票，导致股价暴跌。投资者需要注意规避基金家族在“抬轿”完成收益之后的集体出逃行为，这些股票就是投资的重点“雷区”，需要更加注重规避风险，以免遭受踩踏损失，成为基金持股的“接盘侠”。

五、背景信息

除附件内容外，没有其他背景信息。

六、关键点

立足于安硕信息的股价上涨过程，以及汇添富基金家族的持股行为，分析意见分歧与安硕信息股价上涨的关系。重点是探讨基金家族共同持股与安硕信息股价上涨的关系，为什么基金家族共同持股会导致股价上涨，以及基金家族共同持股又是如何影响股价的。从中体验基金公司的行为及其治理对资本市场的影响。

七、建议课堂计划

本案例可资用于专门案例讨论课。如下是按照时间进度提供的课堂计划建议，仅供参考。

整个案例课的课堂时间控制在 60-90 分钟。

课前计划：提出启发思考题，请学员在课前完成阅读和初步思考。

课中计划：

1. 简要的课堂前言，明确主题“安硕信息股价与基金家族共同持股”（2-5分钟）
2. 分组讨论案例所附启发思考题，告知发言要求（30分钟）
3. 小组发言（跟进班级学员人数分成若干组，选择3组发言，每组10分钟，总体控制在30分钟）
4. 引导全班进一步讨论（讨论各组发言没有涉及到的内容以及存在分歧的内容），并进行归纳总结，梳理案例中涉及的理论知识，并结合理论知识分析案例（15-20分钟）

课后计划：下节课前，请学员以小组为单位，采用PPT报告形式上交更加具体和详细的案例分析报告：“基金家族共同持股如何影响安硕信息股价”。

八、相关附件

本案例的附录包括以下附件，

附件 1:安硕信息的业务

附件 2: 安硕信息的基本面信息

附件 3： 汇添富基金管理公司股东与股权结构

附件 4: 汇添富基金公司投资决策流程

附件 5:安硕信息主要基金投资者

（案例使用说明字数：12508）