

金融工程

证券研究报告

2017 年 11 月 28 日

潜伏系列之五：胜率超 40%的重组预测模型

上市公司重组失败后再重组概率极高

重组失败的公司再重组失败后 720 个自然日内再重组的概率高达 47.01%。因此利用前一次重组失败来预测下一次重组从统计上是显著有效的。

个股重组失败后超额收益表现突出

样本总体获得绝对收益 79.65%，胜率达到 78.03%，超额中信一级行业收益率达到 43.03%，超额胜率为 63.64%。样本内个股表现极为出色。

重组预测策略过去表现出色

依据再重组的逻辑，我们构建预期重组组合，历史表现极为出色。获得了年化 25.94%的绝对收益，以及 16.16%的相对中证 1000 的超额收益。

买壳上市、多元化战略、横向整合、其他重组目的分别能够获得年化收益 22.31%、28.11%、19.90%、22.64%，其中横向整合类收益相对偏低，多元化战略收益相对较高，而其他重组方式的收益较为接近，差异性不大。

剔除了小市值的影响之后，组合的超额收益表现下降，这是由于过去几年小市值因子强势的影响，但是可以看到除了 2017 年，我们的策略均能跑赢基准。

2017 年受监管收紧影响，策略表现不理想。但重组失败公司数量的增加使得我们构建组合的样本集增大，策略资金容量已超过 10 亿，未来监管放松后策略空间值得期待。

作者

吴先兴 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516120001
wuxianxing@tfzq.com
18616029821

陈奕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080005
chenyi@tfzq.com

相关报告

- 1 《潜伏系列之四：2017 年 12 月沪深重点指数样本股调整预测》2017-11-03
- 2 《潜伏系列之三：基于 Probit 模型的 2017 年度高送转预测——基于三季报数据》2017-11-01
- 3 《潜伏系列之二：专题报告-潜伏 ST 摘帽》2017-03-06
- 4 《潜伏系列之一：专题报告-潜伏业绩预增》2017-02-13

风险提示：历史回测不代表对未来业绩承诺



内容目录

重组的延续性.....	4
重组事件统计.....	5
再重组	6
重组预测	8
再重组成功率	8
公司经营状况影响	8
重组预测收益率统计	9
两年内未重组个股收益	11
重组收益统计样本内个股	11
策略表现	15
不同重组目的下策略收益	16
同行业近市值基准对比	17
策略资金容量	18
参数敏感性测试	19
总结	20

图表目录

图 1: A 股重组成功率.....	4
图 2: 重组年度分布	5
图 3: 重组目的	5
图 4: 行业分布	6
图 5: 板块分布	6
图 6: 再重组时间间隔分布	6
图 7: 再重组概率分布	7
图 8: 再重组概率统计	8
图 9: 绝对收益与超额收益分布形态	9
图 10: 各行业绝对收益与超额收益	10
图 11: 各行业绝对与超额胜率	10
图 12: 两年内未重组个股超额收益	11
图 13: 策略净值表现	15
图 14: 不同重组目的下的策略表现	16
图 15: 相对同行业近市值组合表现	17
图 16: 策略资金容量	18
图 17: 不同持仓周期下策略表现	19
表 1: 净利润 TTM 对再重组率的影响	8
表 2: 收益统计	9

表 3：重组收益统计样本内个股.....	11
表 4：ST 个股表现明细	14
表 5：收益分年统计	15
表 6：不同重组目的下的策略分年表现	16
表 7：相对同行业近市值组合分年表现	17
表 8：不同持仓周期下策略表现.....	19

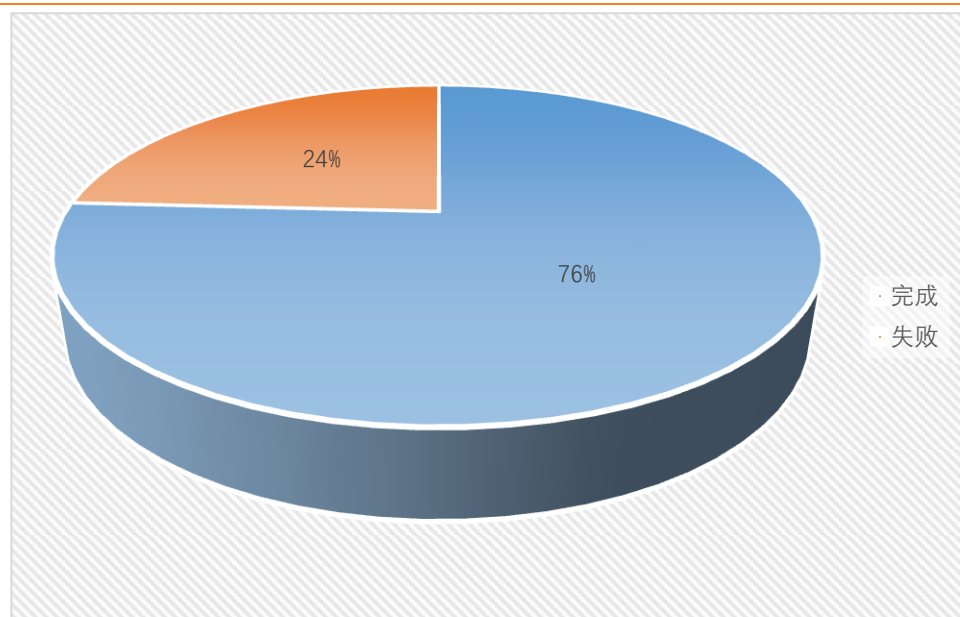
重组的延续性

公司进行重大资产重组往往是公司希望对业务整合拓展或者处置一定资产，一般是公司为达成一定战略目的而进行的资本运作。

但是重组事件往往伴随着一定的风险性，从图 1 中可以看到，A 股历史上的重组成功率大约为 76%，这就意味着大约四分之一的重组最终是以失败收场的，但是公司战略目的大多并不会因为单次的重组失败而改变，这就意味着该公司有可能转向其他标的或者其他方式来实现公司的战略目的，因此这样的公司酝酿下一次重组的概率也就会大大提高。

我们尝试利用重组失败公司相对更有可能再次发起重组的现象构建选股策略。

图 1：A 股重组成功率

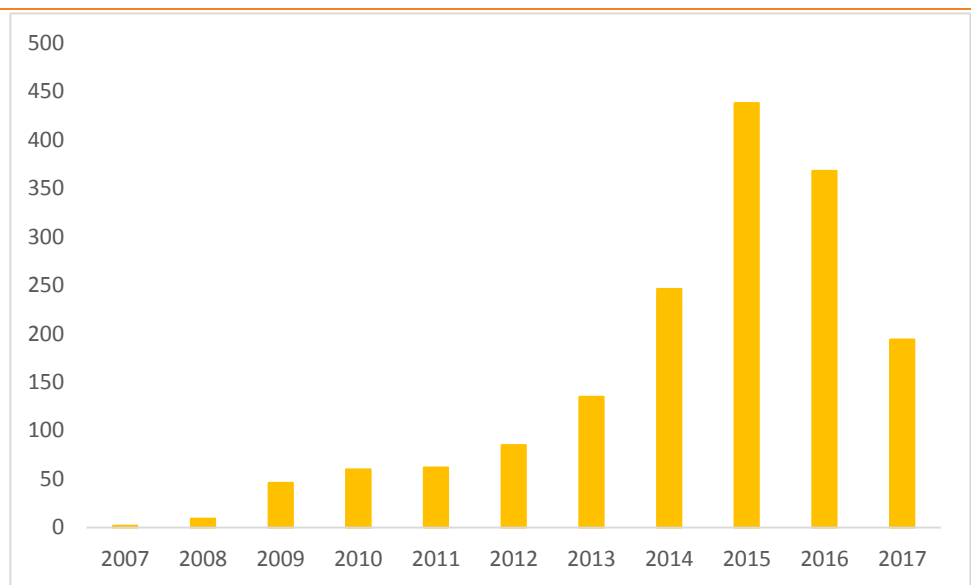


资料来源：Wind,天风证券研究所

重组事件统计

A 股自 2007 年以来共计发生重大资产重组 1645 起，从表 1 中可以看到，重组事件逐年呈现数量上涨趋势，2015 年达到顶峰，共计发生 438 起重组事件。

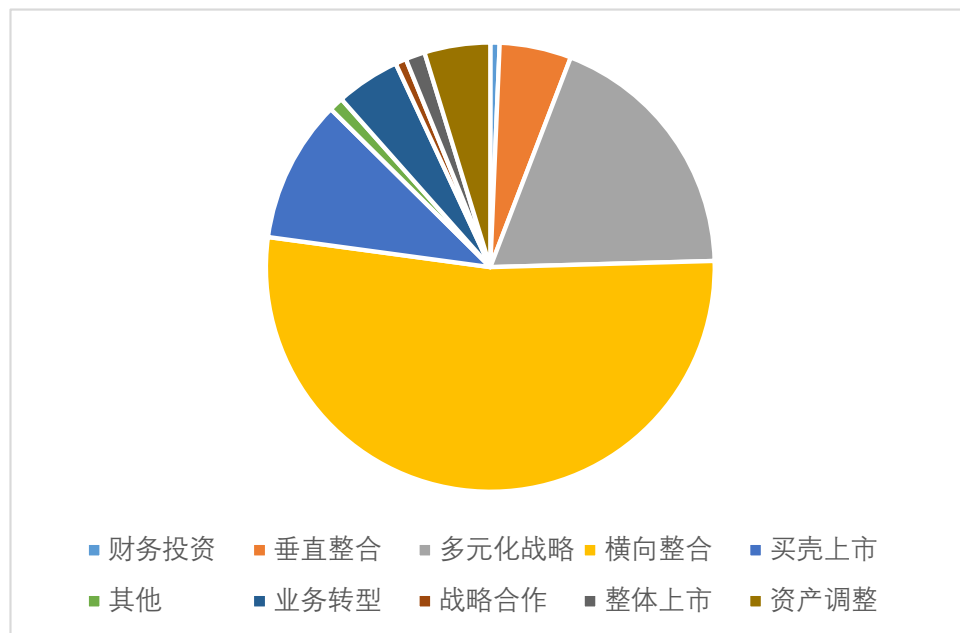
图 2：重组年度分布



资料来源：Wind, 天风证券研究所

对该 1645 起重组事件重组目的进行分析，可以看到，重组目的过半为横向整合，多元化战略、买壳上市也是另外两个重组的主要目的。

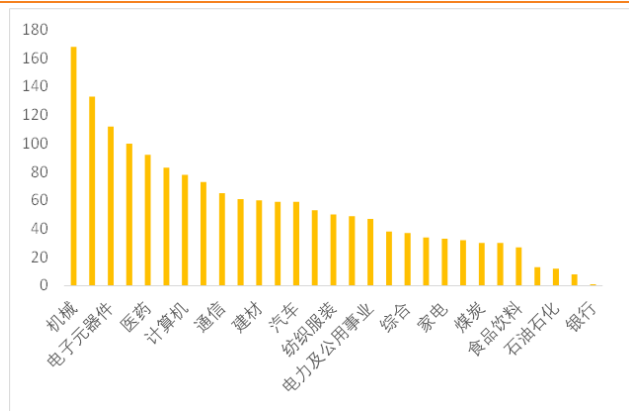
图 3：重组目的



资料来源：Wind, 天风证券研究所

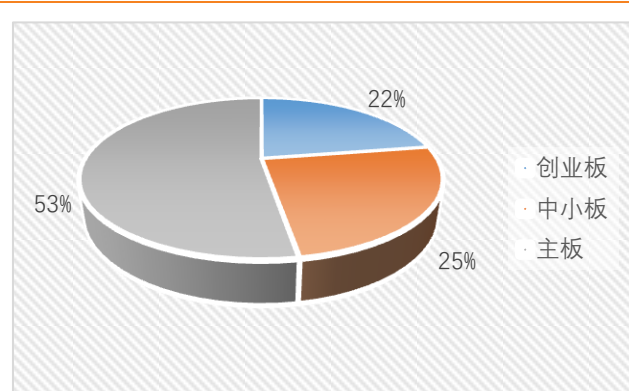
从行业分布来看，重组的行业主要集中在机械、电子、计算机等，主要偏重于成长型企业，这类公司通过重组并购迅速扩张、拓展业务的需求明显高于成熟企业。因此重组公司的行业会存在一定的偏离，偏向成长股。板块分布上可以看到，考虑到创业板与中小板的股票数量和创立时间，重组发生概率创业板与中小板明显高于主板。

图 4：行业分布



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：板块分布

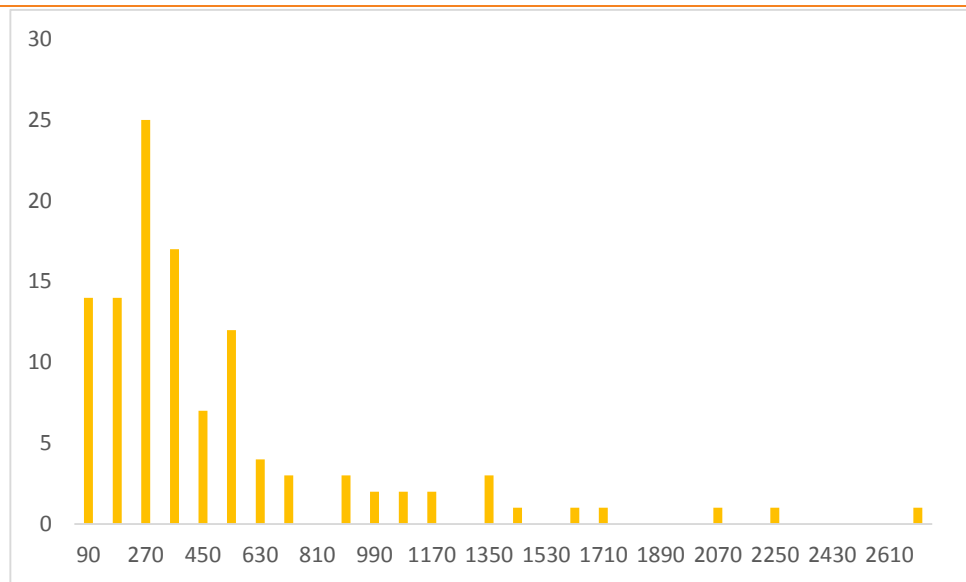


资料来源：Wind,天风证券研究所

再重组

正如前文所提，A 股市场的重组中有近四分之一最终以失败收场，而重组失败的公司再次发起重组的概率相对更高。我们对 A 股 2007 年以来的重组失败的案例进行进一步分析，观察其再重组的时间间隔以及再重组的概率。

图 6：再重组时间间隔分布



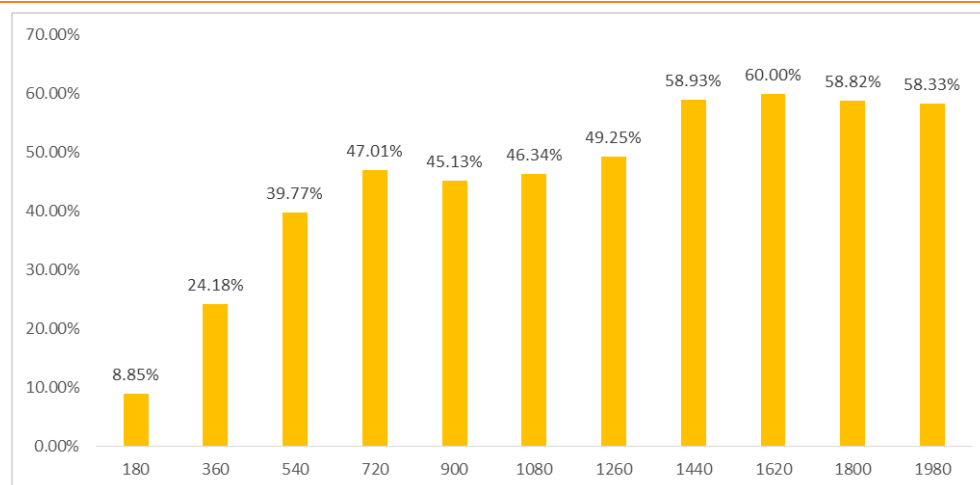
资料来源：Wind,天风证券研究所

图 6 中反应的是所有发生再重组的公司，再重组距离上次重组失败公告日的间隔天数，从重组事件间隔分布情况可以看到，一般重组失败的公司再次重组的时间间隔集中在 720 个自然日以内，720 个自然日内发生再重组的公司数量占所有再重组公司总数的 84.21%，也就是说大部分的再重组发生在两年之内。

图 7 中，我们对不同时间范围内重组失败公司发生再重组的概率进行了统计，对于每个时间区间内，均进行样本的处理，比如统计 180 个自然日内再重组概率时，剔除 2017 年 9 月 30 日前推 180 个自然日内重组失败的公司，以剩余样本统计这些样本的再重组概率。

我们发现在重组失败后的 720 个自然日内，再重组概率上升幅度明显，而 720 个自然日后再重组概率变化幅度较小。因此，为了确定持有时间长度，在后续的研究中，我们只对两年内（代替 720 个自然日）实施再重组的公司进行研究，两年内未再重组公司则假定其不再重组。

图 7：再重组概率分布



资料来源：Wind,天风证券研究所

重组预测

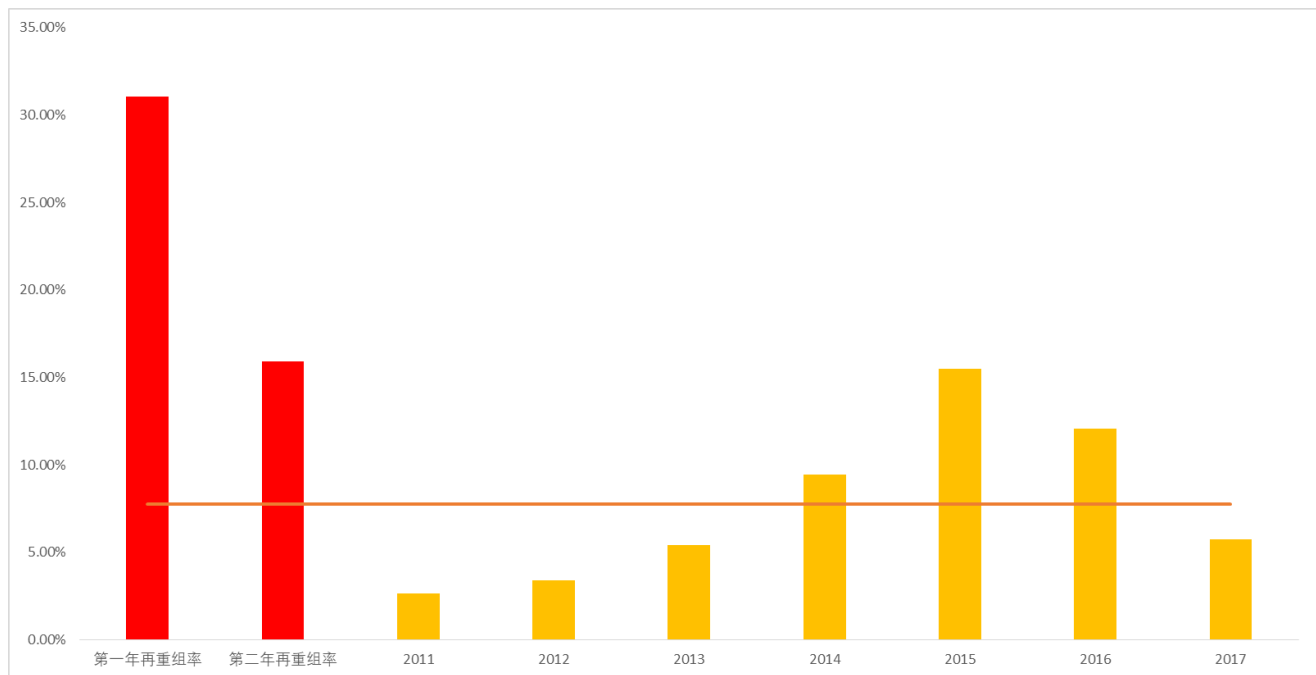
再重组成功率

在对再重组分析开始前，我们首先对样本空间进行定义，由于统计的是在两年内发生重组的公司，因此我们样本空间选取 2015 年 9 月 30 日之前的重组失败的公司。

由于最新再重组样本为 2011 年，因此全市场按照 2011 年以来的重组发生率进行统计。

我们计算了在一年、两年内发生再重组的公司占总体重组失败公司的比率，与之相对应，我们计算了全市场重组公司数量占当年全 A 股股票数量比率。

图 8：再重组概率统计



资料来源：Wind, 天风证券研究所

从再重组概率的统计中可以看到，第一年的再重组概率与第二年的再重组概率均高于每年全市场重组概率，分别为 31.06% 和 15.91%，远远高于历史平均平均的 7.73% 的重组概率。这说明通过前一次重组失败来预测下一次的重组的方式是显著有效的。

公司经营状况影响

公司经营状况会影响到公司的并购重组计划，我们对重组失败时公司的净利润 TTM 进行了观察，可以看到净利润 TTM 为负的公司 2 年内再重组概率明显高于净利润为正的组别，可以看到经营业绩不佳的公司寻求重组改善业绩的动力更强。

表 1：净利润 TTM 对再重组率的影响

	净利润 TTM 为正	净利润 TTM 为负
2 年内再重组率	44.68%	52.63%

资料来源：Wind, 天风证券研究所

重组预测收益率统计

为了进一步分析再重组公司的投资价值，我们对所有重组失败的公司样本进行了绝对收益与超额收益的统计。

其中统计的标准为：

- 1、自 2007 年 1 月 1 日-2015 年 9 月 30 日期间所有重组失败的样本；
- 2、所有样本以重组失败公告日为起始日期，以该日期后首个收盘未跌停交易日的下一交易日为买入日期；
- 3、样本中 720 个自然日内发生下一次重组的，以下一次重组公告日期后首个收盘未涨停的下一交易日为卖出日期；
- 4、样本中 720 个自然日内未发生下一次重组的，以第 720 日后第一个交易日作为卖出日期；
- 5、买入日期遇涨停、卖出日期遇跌停均顺延下一个交易日。

表 2：收益统计

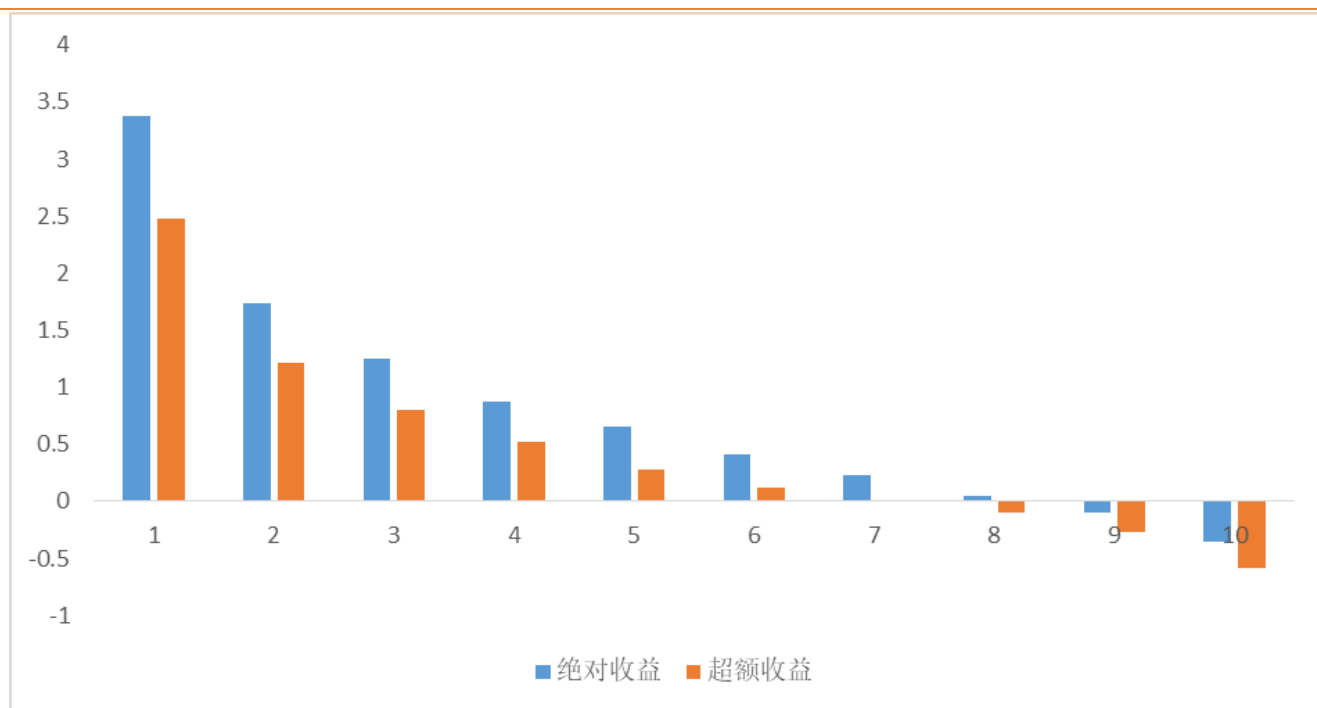
	再重组收益
绝对收益	79.65%
绝对胜率	78.03%
超额收益	43.03%
超额胜率	63.64%

资料来源：Wind,天风证券研究所

我们可以看到，在买卖区间内，样本股表现极为出色，绝对收益达到了 79.65%，绝对胜率达到了 78.03%，超额中信一级行业收益达到了 43.03%，超额胜率达到了 63.64%。

我们对所有样本分别按其绝对收益与超额收益由高到低进行排序，分成十组后统计各组别的平均收益，我们可以看到，无论决定收益或超额收益，收益率的分布相对仍较为均匀，并没有高度集中于个别个股。

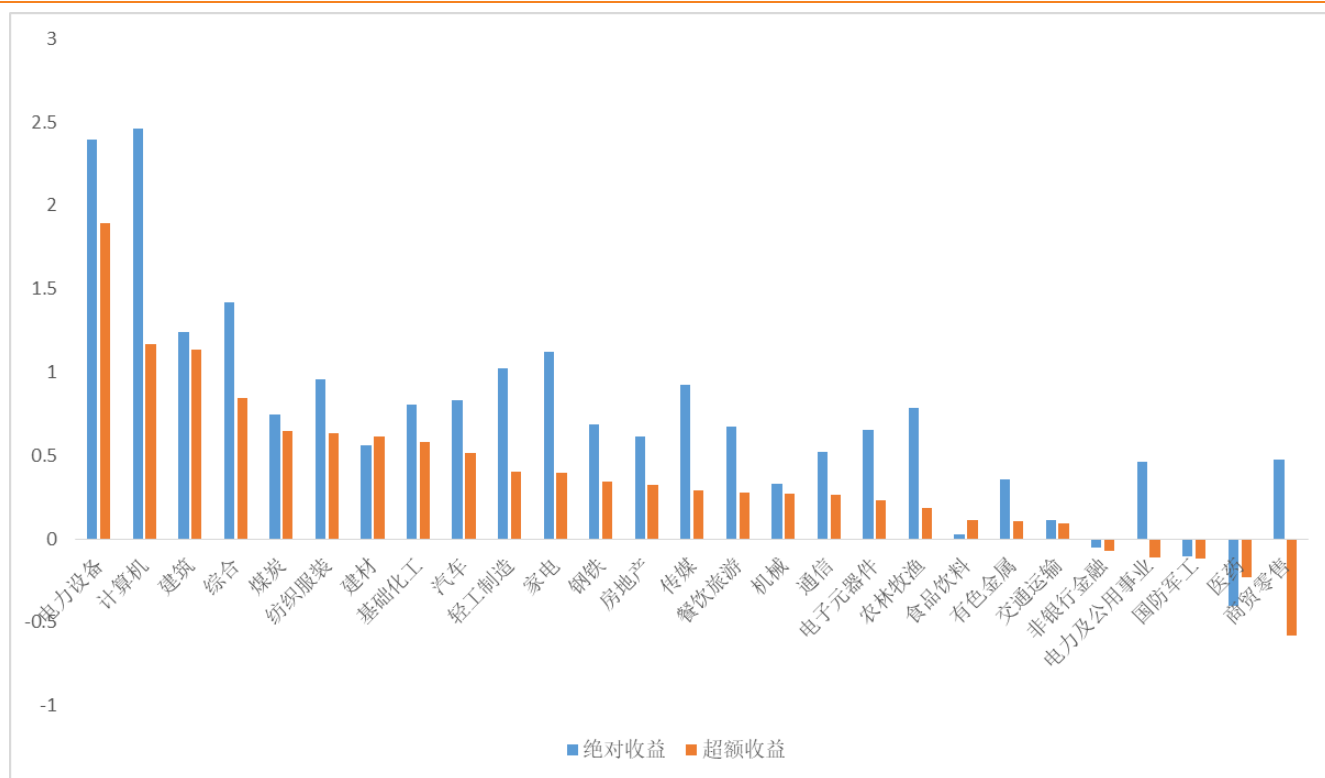
图 9：绝对收益与超额收益分布形态



资料来源：Wind,天风证券研究所

我们对不同行业中的样本股的绝对收益与相对收益进行了统计，可以看到，在电力设备、计算机、建筑等行业，再重组的收益明显高于其他行业，而商贸零售、医药、国防军工等行业贡献的超额收益则是负的。

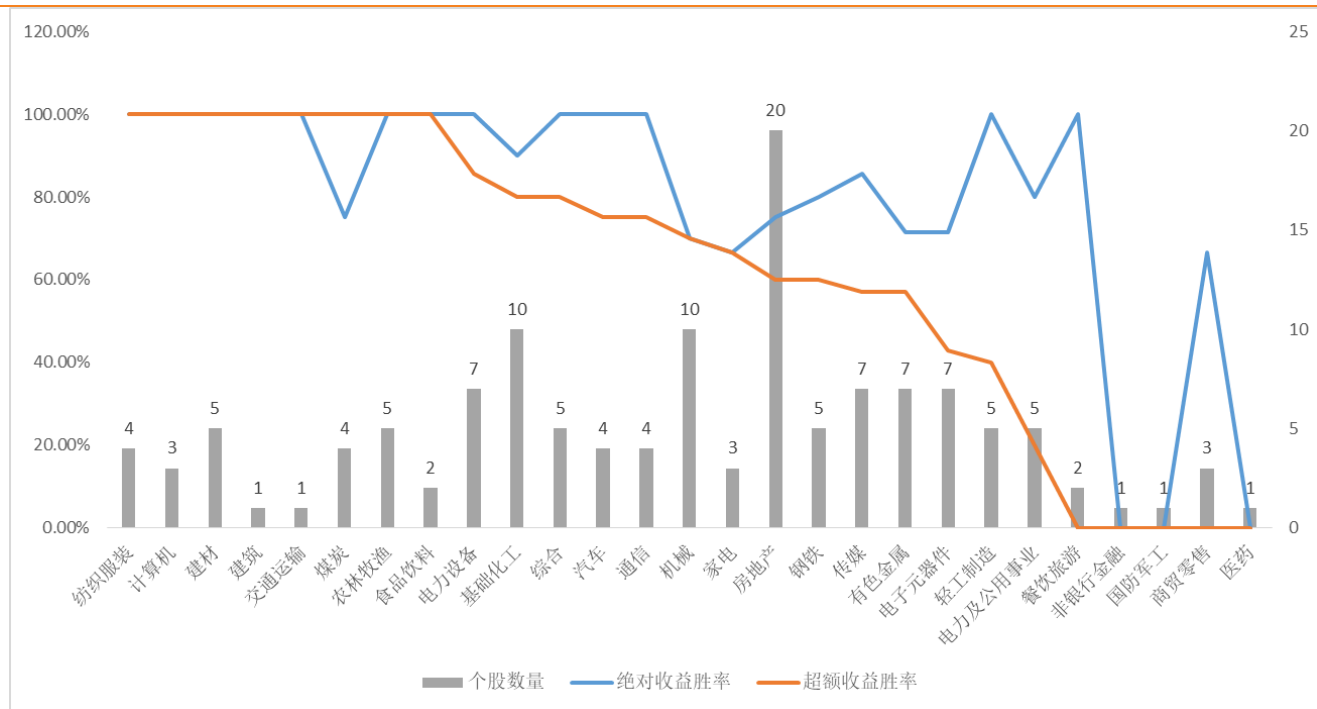
图 10：各行业绝对收益与超额收益



资料来源：Wind, 天风证券研究所

而从不同行业的胜率表现来看，总体绝对与超额胜率在不同行业上均较高，有 19 个行业的超额胜率高于 50%，当然由于总样本数量的较少，胜率的统计波动较大。

图 11：各行业绝对与超额胜率

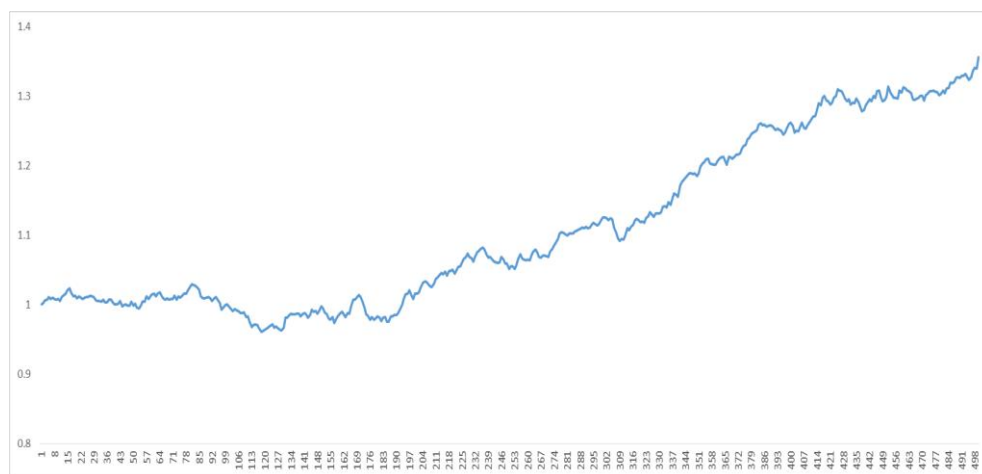


资料来源：Wind, 天风证券研究所

两年内未重组个股收益

为了研究样本集中未重组的个股的收益表现形态，我们对样本中，两年内未重组个股的超额中信一级行业收益率进行了统计。可以看到，两年内未重组个股，在上一次重组失败后 500 个交易日内呈现出明显的超额行业的收益率。而这部分的收益率在重组刚失败的短期内有明显的负向收益，而重组失败半年后超额收益明显上升，市场对这些个股再重组存在预期，从而提高了个股的超额收益。

图 12：两年内未重组个股超额收益



资料来源：Wind, 天风证券研究所

重组收益统计样本内个股

在下表中，我们列举了所有上述统计中的 132 只个股的统计起始日期、终止日期以及期间绝对、超额收益。从企业性质来看，132 个公司中仅盈方微一个公司当时含国有持股，其他均为民营企业。

表 3：重组收益统计样本内个股

股票代码	股票名称	起始日期	终止日期	所属行业	绝对收益	超额收益
平均					79.65%	43.03%
000610.SZ	西安旅游	2009-4-20	2011-4-11	餐饮旅游	148.74%	94.68%
600640.SH	号百控股	2010-12-7	2012-11-26	房地产	-37.04%	-23.81%
600699.SH	均胜电子	2011-1-28	2011-4-20	基础化工	35.85%	14.68%
600455.SH	博通股份	2011-3-7	2013-2-25	房地产	-3.87%	-1.14%
000813.SZ	德展健康	2011-4-7	2011-6-8	纺织服装	15.40%	22.59%
600022.SH	山东钢铁	2011-4-26	2011-4-27	钢铁	-7.75%	-6.25%
000150.SZ	宜华健康	2011-4-27	2013-4-16	房地产	-25.48%	-22.69%
000611.SZ	天首发展	2011-5-6	2013-4-25	机械	-22.88%	15.94%
600499.SH	科达洁能	2011-5-17	2011-6-13	机械	-9.22%	-4.02%
002072.SZ	凯瑞德	2011-6-7	2013-5-27	纺织服装	-20.27%	7.64%
000502.SZ	绿景控股	2011-6-16	2013-6-4	房地产	-30.31%	-41.31%
000537.SZ	广宇发展	2011-6-28	2013-6-17	房地产	-26.49%	-22.72%
600365.SH	通葡股份	2011-8-5	2013-7-25	食品饮料	-13.70%	8.24%
600136.SH	当代明诚	2011-8-22	2013-2-4	房地产	18.44%	9.92%
000785.SZ	武汉中商	2011-10-11	2013-8-13	商贸零售	-35.58%	-16.38%
600765.SH	中航重机	2011-8-24	2013-8-13	机械	22.57%	55.60%
002002.SZ	鸿达兴业	2011-9-14	2012-4-23	房地产	5.16%	6.47%

600810.SH	神马股份	2011-11-22	2013-11-8	基础化工	-51.24%	-29.77%
600338.SH	西藏珠峰	2012-1-6	2013-3-18	有色金属	86.03%	78.24%
000900.SZ	现代投资	2012-1-16	2014-1-3	交通运输	11.56%	9.52%
000050.SZ	深天马 A	2012-1-18	2013-11-12	电子元器件	127.10%	77.67%
600683.SH	京投发展	2012-2-1	2014-1-21	房地产	-15.00%	-22.06%
300113.SZ	顺网科技	2012-2-23	2014-2-11	传媒	152.90%	39.90%
000524.SZ	岭南控股	2012-4-19	2014-4-9	餐饮旅游	-13.85%	-38.95%
002382.SZ	蓝帆医疗	2012-5-21	2014-5-9	基础化工	81.77%	87.96%
002201.SZ	九鼎新材	2012-5-30	2014-5-20	建材	1.20%	24.90%
000600.SZ	建投能源	2012-6-15	2013-7-15	电力及公用事业	-4.95%	-12.68%
300098.SZ	高新兴	2012-6-21	2014-6-11	通信	94.85%	59.14%
000681.SZ	视觉中国	2013-2-20	2013-8-28	房地产	127.96%	132.85%
600155.SH	宝硕股份	2012-7-10	2014-6-30	基础化工	112.36%	104.20%
000723.SZ	美锦能源	2012-8-3	2013-3-19	煤炭	1.70%	9.92%
600369.SH	西南证券	2012-8-7	2014-7-28	非银行金融	-5.31%	-7.11%
300067.SZ	安诺其	2012-8-30	2014-8-20	基础化工	175.47%	145.38%
600880.SH	博瑞传播	2012-10-25	2014-10-15	传媒	107.50%	-29.26%
000670.SZ	盈方微	2013-2-19	2015-2-9	房地产	283.81%	234.65%
000553.SZ	沙隆达 A	2012-11-7	2014-10-28	基础化工	165.08%	122.24%
600275.SH	*ST 昌鱼	2012-12-17	2013-6-4	房地产	47.15%	33.24%
300058.SZ	蓝色光标	2012-12-21	2013-4-12	传媒	64.05%	45.79%
000759.SZ	中百集团	2012-12-24	2014-12-12	商贸零售	39.79%	-35.67%
002283.SZ	天润曲轴	2013-3-29	2015-3-19	汽车	109.20%	1.46%
000972.SZ	*ST 中基	2013-5-10	2015-5-14	农林牧渔	139.18%	-19.43%
600608.SH	*ST 沪科	2013-5-16	2015-5-5	钢铁	64.96%	-60.46%
600817.SH	*ST 宏盛	2013-6-21	2015-8-19	房地产	77.66%	-70.52%
000835.SZ	长城动漫	2013-6-13	2014-12-8	煤炭	135.41%	130.37%
002074.SZ	国轩高科	2013-6-13	2014-9-26	电力设备	268.72%	212.04%
600478.SH	科力远	2013-6-20	2015-5-29	电子元器件	182.64%	-5.48%
600236.SH	桂冠电力	2013-6-21	2015-2-2	电力及公用事业	52.65%	-11.19%
600694.SH	大商股份	2013-7-1	2015-6-23	商贸零售	138.23%	-121.47%
002190.SZ	成飞集成	2013-7-11	2014-5-27	汽车	58.00%	45.36%
600157.SH	永泰能源	2013-7-29	2015-7-17	煤炭	163.19%	114.07%
002616.SZ	长青集团	2013-8-7	2015-8-4	家电	285.46%	156.76%
600136.SH	当代明诚	2013-8-16	2014-6-16	基础化工	82.89%	81.92%
600556.SH	ST 慧球	2013-8-23	2015-8-10	房地产	312.66%	174.97%
600234.SH	ST 山水	2013-8-21	2015-1-27	综合	207.41%	103.67%
300051.SZ	三五互联	2013-10-11	2014-12-31	传媒	-13.30%	-11.83%
600338.SH	西藏珠峰	2013-10-17	2014-3-3	有色金属	-2.82%	4.38%
300208.SZ	恒顺众昇	2013-10-28	2015-10-19	电力设备	803.05%	693.81%
600088.SH	中视传媒	2013-12-10	2015-11-17	传媒	63.77%	-33.86%
600719.SH	大连热电	2013-12-10	2015-11-30	电力及公用事业	100.84%	14.32%
300153.SZ	科泰电源	2013-12-23	2015-12-21	电力设备	437.61%	286.50%
600547.SH	山东黄金	2014-1-2	2014-12-1	有色金属	5.16%	-32.80%
600576.SH	祥源文化	2014-1-9	2014-8-29	钢铁	184.25%	163.68%
002639.SZ	雪人股份	2014-1-9	2015-12-30	机械	216.09%	60.08%
600780.SH	通宝能源	2014-1-13	2016-1-4	电力及公用事业	43.63%	-44.95%

600275.SH	*ST 昌鱼	2014-1-27	2014-10-27	房地产	41.69%	14.57%
600455.SH	博通股份	2014-3-3	2016-2-23	传媒	222.47%	180.13%
600506.SH	香梨股份	2014-4-14	2016-3-25	农林牧渔	129.07%	32.54%
300165.SZ	天瑞仪器	2014-5-13	2016-4-29	机械	69.37%	-21.89%
000938.SZ	紫光股份	2014-5-19	2015-10-29	计算机	357.85%	157.26%
600058.SH	五矿发展	2014-6-16	2016-6-1	钢铁	84.96%	52.26%
300062.SZ	中能电气	2014-6-20	2015-9-21	电力设备	56.01%	-12.85%
000938.SZ	紫光股份	2014-6-27	2015-10-29	计算机	284.81%	136.53%
000710.SZ	贝瑞基因	2014-7-7	2014-12-24	汽车	25.33%	-3.80%
002167.SZ	东方锆业	2014-7-1	2016-6-20	有色金属	24.28%	-30.16%
000633.SZ	合金投资	2014-7-14	2016-8-19	有色金属	68.13%	15.26%
600767.SH	*ST 运盛	2014-8-1	2016-7-21	房地产	63.09%	-19.41%
600051.SH	宁波联合	2014-8-26	2016-8-15	综合	18.14%	-86.57%
600228.SH	*ST 昌九	2014-8-29	2016-8-18	基础化工	31.89%	-52.67%
002517.SZ	恺英网络	2014-9-17	2015-5-6	纺织服装	210.29%	117.64%
300131.SZ	英唐智控	2014-9-12	2015-4-9	电子元器件	281.79%	236.30%
600599.SH	熊猫金控	2014-9-29	2015-6-30	轻工制造	64.93%	-36.62%
002290.SZ	中科新材	2014-10-10	2016-9-29	家电	78.86%	12.89%
300196.SZ	长海股份	2014-10-16	2015-2-16	建材	32.20%	13.55%
000526.SZ	*ST 紫学	2014-10-21	2015-8-21	房地产	157.61%	75.77%
002571.SZ	*ST 德力	2014-11-13	2015-10-29	轻工制造	69.30%	-3.07%
002569.SZ	步森股份	2014-11-28	2016-11-17	纺织服装	176.69%	105.28%
600346.SH	恒力股份	2014-12-4	2015-9-23	机械	86.96%	59.66%
600681.SH	百川能源	2014-12-15	2015-8-5	房地产	58.32%	11.99%
000820.SZ	神雾节能	2014-12-12	2015-9-17	轻工制造	20.16%	-2.52%
002190.SZ	成飞集成	2014-12-18	2016-12-2	国防军工	-10.32%	-11.61%
300130.SZ	新国都	2014-12-18	2016-12-7	计算机	94.47%	57.21%
002113.SZ	天润数娱	2014-12-31	2017-6-26	综合	421.68%	383.79%
300089.SZ	文化长城	2014-12-31	2015-9-24	轻工制造	151.50%	107.94%
000638.SZ	万方发展	2015-1-5	2016-7-29	房地产	193.37%	183.55%
300044.SZ	赛为智能	2015-1-5	2016-11-3	建筑	123.74%	113.70%
300143.SZ	星普医科	2015-1-8	2015-8-27	食品饮料	19.38%	13.68%
600295.SH	鄂尔多斯	2015-1-15	2017-1-4	钢铁	15.81%	23.89%
002148.SZ	北纬科技	2015-1-16	2017-1-5	通信	6.17%	-63.45%
600753.SH	东方银星	2015-1-30	2017-1-16	建材	127.67%	102.45%
600212.SH	江泉实业	2015-3-10	2017-3-15	综合	22.82%	-3.63%
600727.SH	鲁北化工	2015-2-9	2017-1-24	基础化工	81.17%	35.70%
000007.SZ	全新好	2015-2-9	2015-11-25	有色金属	93.21%	72.81%
002575.SZ	群兴玩具	2015-2-9	2016-1-6	轻工制造	205.33%	136.05%
600576.SH	祥源文化	2015-2-10	2015-4-16	传媒	49.79%	14.54%
002679.SZ	福建金森	2015-2-10	2017-2-3	农林牧渔	108.75%	66.38%
002341.SZ	新纶科技	2015-2-13	2017-2-2	电子元器件	0.90%	-30.83%
002240.SZ	威华股份	2015-2-25	2017-2-14	有色金属	-22.60%	-34.73%
000537.SZ	广宇发展	2015-3-20	2016-7-21	房地产	-3.00%	-3.81%
300351.SZ	永贵电器	2015-3-25	2016-2-19	机械	16.85%	26.02%
002356.SZ	赫美集团	2015-3-25	2017-3-13	电力设备	48.39%	46.25%
600234.SH	ST 山水	2015-3-31	2017-3-16	综合	38.15%	23.83%

600962.SH	国投中鲁	2015-4-13	2017-3-23	农林牧渔	3.49%	5.77%
002473.SZ	*ST 圣莱	2015-4-9	2017-3-28	家电	-27.56%	-51.04%
600379.SH	宝光股份	2015-4-21	2016-3-31	电力设备	29.95%	49.92%
300332.SZ	天壕环境	2015-4-17	2015-6-8	电力及公用事业	37.41%	-0.04%
000609.SZ	绵石投资	2015-4-30	2017-4-19	房地产	-17.93%	-3.92%
000586.SZ	汇源通信	2015-5-5	2016-1-13	通信	30.91%	49.36%
002633.SZ	申科股份	2015-5-14	2016-4-26	机械	5.48%	41.01%
300093.SZ	金刚玻璃	2015-5-13	2015-12-11	建材	84.09%	95.80%
002647.SZ	民盛金科	2015-5-25	2016-8-8	电子元器件	2.04%	28.06%
002564.SZ	天沃科技	2015-5-28	2016-11-17	机械	-38.82%	-0.53%
000023.SZ	深天地 A	2015-5-29	2016-4-21	建材	35.51%	70.32%
000710.SZ	贝瑞基因	2015-5-29	2017-1-6	汽车	140.36%	163.03%
300280.SZ	南通锻压	2015-6-10	2016-2-25	机械	-18.88%	36.36%
600747.SH	*ST 大控	2015-6-29	2017-6-5	电子元器件	-69.94%	-58.50%
002617.SZ	露笑科技	2015-7-14	2016-9-26	电力设备	33.67%	49.18%
000788.SZ	北大医药	2015-7-22	2017-6-28	医药	-40.15%	-22.86%
600275.SH	*ST 昌鱼	2015-9-7	2017-8-15	农林牧渔	10.63%	6.45%
600714.SH	金瑞矿业	2015-8-28	2016-3-4	煤炭	-1.42%	3.78%
300028.SZ	金亚科技	2016-4-8	2017-8-21	电子元器件	-68.95%	-87.10%
002211.SZ	宏达新材	2015-9-7	2016-6-2	基础化工	89.41%	71.79%
300081.SZ	恒信东方	2015-9-25	2016-3-25	通信	76.61%	61.90%

资料来源：Wind,天风证券研究所

同时我们也将重组时处于 ST 状态的个股单独提取出来，发现这些个股无论绝对收益与超额收益均远高于非 ST 个股，取得了平均 92.51%、50.86% 的绝对收益与超额收益。但由于 ST 股投资存在风险性，因此没有纳入后续整体策略构建中。

表 4：ST 个股表现明细

股票代码	股票名称	买入日期	卖出日期	重组目的	绝对收益	超额收益
平均					92.51%	50.86%
600699.SH	均胜电子	2011-1-28	2011-4-20	买壳上市	35.85%	14.68%
600455.SH	博通股份	2011-3-7	2013-2-25	买壳上市	-3.87%	-1.14%
002072.SZ	凯瑞德	2011-6-7	2013-5-27	横向整合	-20.27%	7.64%
600365.SH	通葡股份	2011-8-5	2013-7-25	多元化战略	-13.70%	8.24%
002002.SZ	鸿达兴业	2011-9-14	2012-4-23	资产调整	5.16%	6.47%
600338.SH	西藏珠峰	2012-1-6	2013-3-18	横向整合	86.03%	78.24%
600155.SH	宝硕股份	2012-7-10	2014-6-30	横向整合	112.36%	104.20%
000670.SZ	盈方微	2013-2-19	2015-2-9	业务转型	283.81%	234.65%
000681.SZ	视觉中国	2013-2-20	2013-8-28	多元化战略	127.96%	132.85%
000972.SZ	*ST 中基	2013-5-10	2015-5-14	业务转型	139.18%	-19.43%
600817.SH	*ST 宏盛	2013-6-21	2015-8-19	业务转型	77.66%	-70.52%
600234.SH	ST 山水	2013-8-21	2015-1-27	业务转型	207.41%	103.67%
600556.SH	ST 慧球	2013-8-23	2015-8-10	买壳上市	312.66%	174.97%
600228.SH	*ST 昌九	2014-8-29	2016-8-18	其他	31.89%	-52.67%
002633.SZ	申科股份	2015-5-14	2016-4-26	横向整合	5.48%	41.01%

资料来源：Wind,天风证券研究所

策略表现

根据我们对再重组的统计，我们构建再重组选股策略。

买点：以重组失败公告日为起始日期，以该日期后首个收盘未跌停交易日的下一交易日为买入日期；

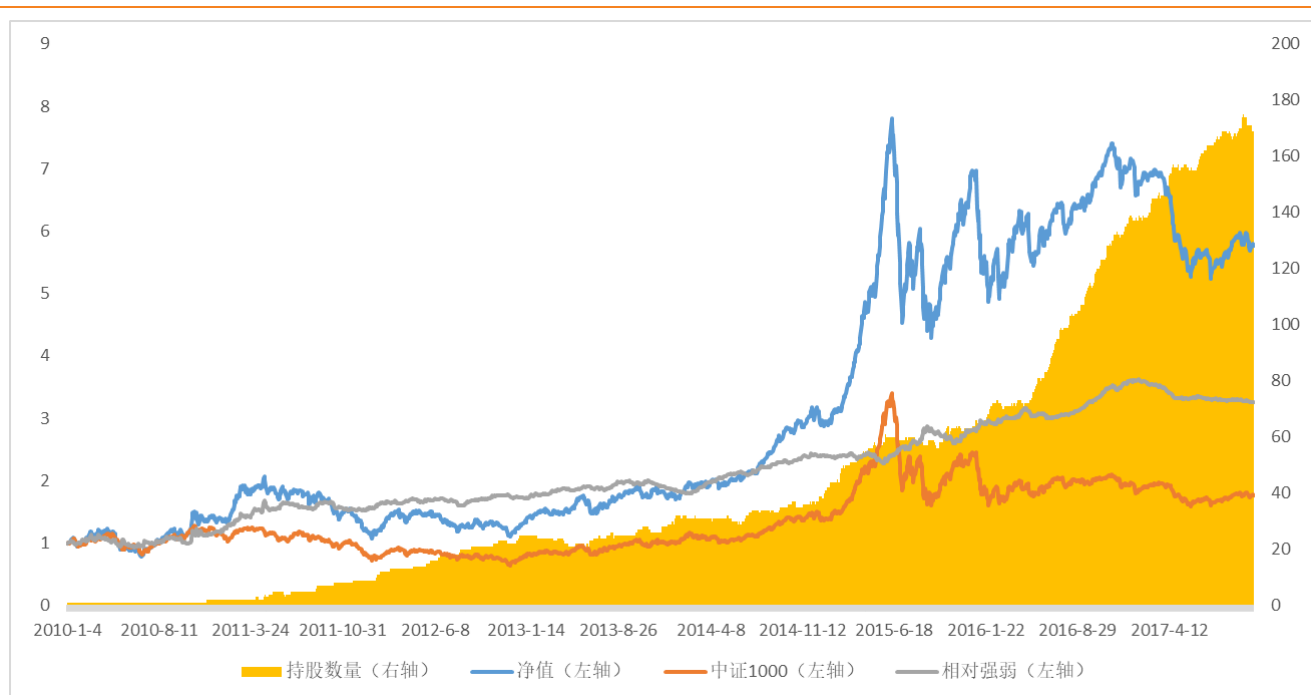
卖点：

720 个自然日内发生下一次重组的，以下一次重组公告日期后首个收盘未涨停的下一交易日为卖出日期；

样本中 720 个自然日内未发生下一次重组的，以第 720 日后第一个交易日作为卖出日期。

加权方式：等权持有

图 13：策略净值表现



资料来源：Wind, 天风证券研究所

表 5：收益分年统计

	年化收益率	年化夏普比率	最大回撤	胜率	超额年化收益率	信息比率	相对回撤	超额胜率
2010	41.20%	0.92	-36.26%	52.89%	19.35%	0.51	-17.72%	47.11%
2011	-16.40%	-0.60	-44.38%	50.82%	27.65%	1.16	-18.21%	50.00%
2012	17.45%	0.50	-28.66%	54.32%	16.36%	1.52	-7.48%	51.44%
2013	39.19%	1.47	-16.23%	57.98%	3.69%	0.08	-6.05%	48.74%
2014	61.65%	2.94	-9.60%	64.08%	20.48%	2.50	-3.66%	52.24%
2015	140.67%	3.49	-45.17%	65.98%	30.69%	2.60	-5.07%	52.87%
2016	10.51%	0.25	-23.32%	58.20%	25.59%	3.61	-4.52%	59.84%
2017	-22.49%	-1.50	-26.88%	53.27%	-12.33%	-4.08	-10.92%	41.21%
总体	25.94%	0.75	-48.25%	57.50%	16.16%	0.86	-18.21%	50.76%

资料来源：Wind, 天风证券研究所

可以看到，再重组策略在过去几年表现出色，除去 2017 年，过去每年都能跑赢中证 1000，除了 2010、2011 年由于持股较少相对回撤较大外，其他年份相对回撤均较小。

2017 年受小票受挫影响较大，策略出现了比较大的回撤，表现并不理想。

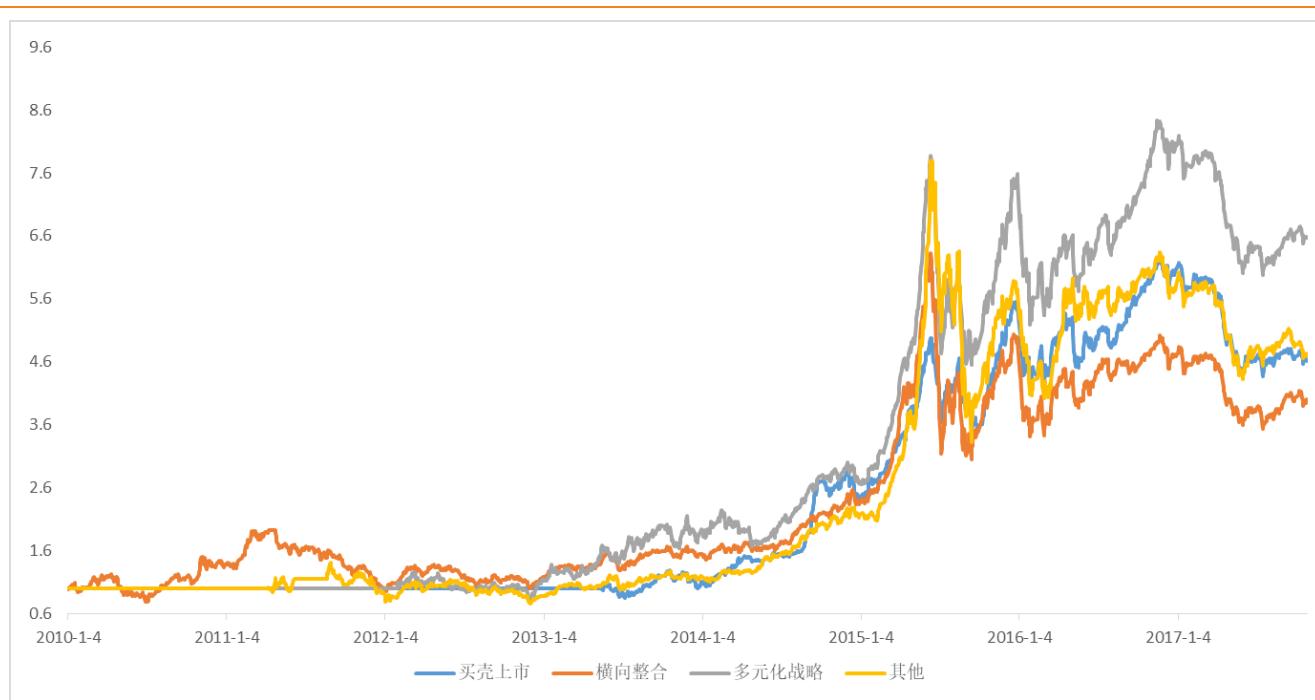
自 2016 年重组新规以来，重组失败公司数量上升，这从策略的持股数量上就可以明显地观察到，虽然这使得重组的成功率下降，但是也意味着其中的投资机会更多了，这从 16 年 9 月至年底策略仍然持续有效可以看出市场对于重组失败个股的未来再重组预期仍然强烈。

不同重组目的下策略收益

当次重组的重组目的不同，导致公司后续资本运作方式与手段不同，这也是能够直接反应到股票市场的表现上的，我们对重组目的进行了区分，其中买壳上市、多元化战略、横向整合样本量分别为 41、96、169，而其他相对数量较少的重组目的样本量为 45。

从不同的重组目的构建的策略表现中，我们可以看到，买壳上市、多元化战略、横向整合、其他分别能够获得年化收益 22.31%、28.11%、19.90%、22.64%，其中横向整合类收益相对偏低，多元化战略收益相对较高，而其他重组方式的收益较为接近，差异性不大。

图 14：不同重组目的下的策略表现



资料来源：Wind, 天风证券研究所

表 6：不同重组目的下的策略分年表现

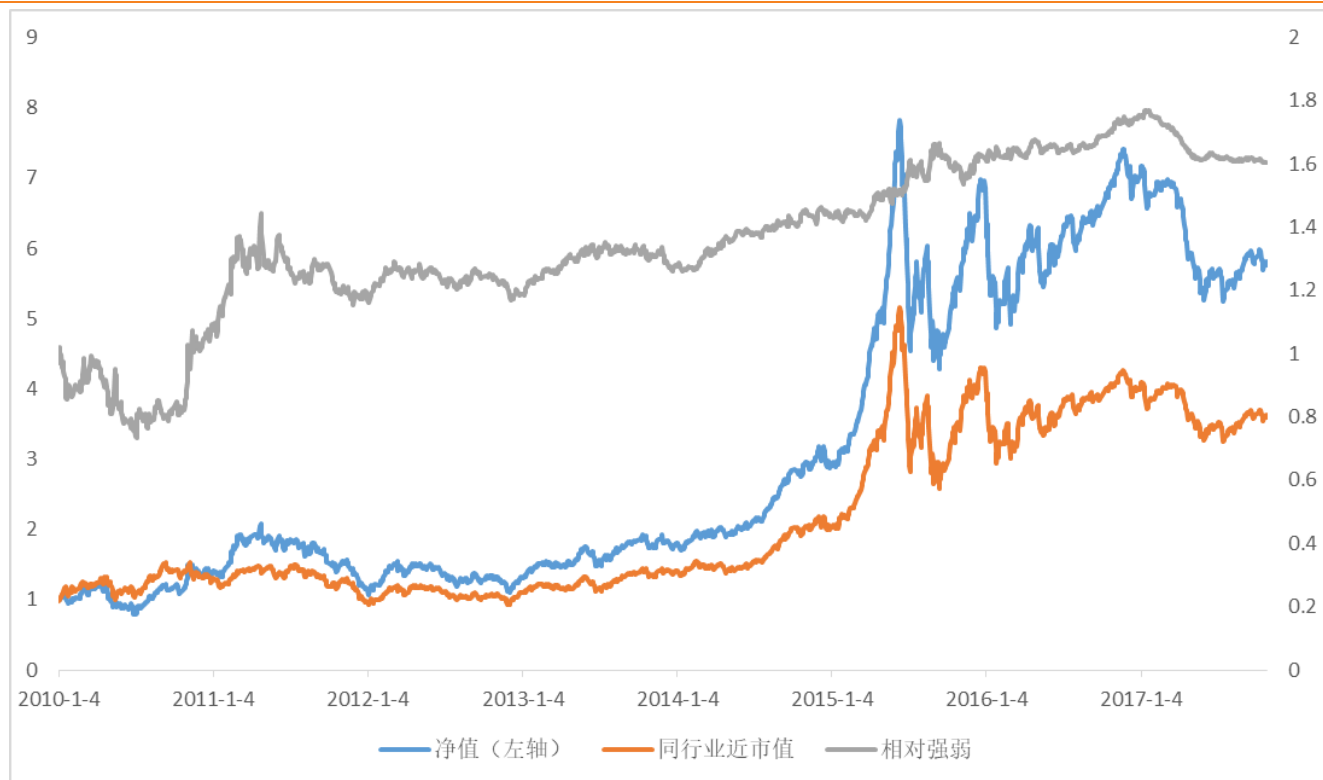
	买壳上市			多元化战略绝对收益			横向整合绝对收益			其他		
	收益率	夏普	最大回撤	收益率	夏普	最大回撤	收益率	夏普	最大回撤	收益率	夏普	最大回撤
2010	-	-	-	-	-	-	41.20%	0.92	-36.26%	-	-	-
2011	-	-	-	-	-	-	-27.35%	-0.95	-48.06%	-6.51%	-0.25	-34.29%
2012	-	-	-	16.02%	0.35	-34.85%	20.51%	0.63	-27.73%	1.25%	-0.05	-33.32%
2013	6.05%	0.10	-22.52%	73.20%	1.70	-19.83%	33.14%	1.21	-17.58%	38.96%	1.31	-18.83%
2014	120.07%	4.49	-18.02%	38.94%	1.21	-25.51%	52.67%	2.30	-8.80%	82.33%	3.62	-7.43%
2015	128.90%	4.10	-28.89%	188.19%	4.94	-42.22%	109.23%	2.23	-51.67%	165.16%	3.11	-57.36%
2016	18.15%	0.54	-18.79%	16.56%	0.46	-25.21%	4.13%	0.04	-24.28%	10.12%	0.22	-25.67%
2017	-29.97%	-1.80	-29.59%	-22.84%	-1.65	-27.04%	-19.84%	-1.23	-26.75%	-25.05%	-1.54	-28.12%
总体	22.31%	0.89	-30.29%	28.11%	0.87	-42.22%	19.90%	0.52	-51.67%	22.64%	0.61	-57.36%

资料来源：Wind，天风证券研究所

同行业近市值基准对比

为了剔除小市值的影响，我们对策略的基准进行了调整，对于每一个选择的持仓股票，我们以同行业内与之市值最接近的 5 个公司的同期平均收益率作为业绩基准，观察策略相对强弱表现。

图 15：相对同行业近市值组合表现



资料来源：Wind, 天风证券研究所

表 7：相对同行业近市值组合分年表现

	年化收益率	年化夏普比率	最大回撤	胜率	超额年化收益率	信息比率	相对回撤	超额胜率
2010	41.20%	0.92	-36.26%	52.89%	4.88%	0.05	-29.51%	47.93%
2011	-16.40%	-0.60	-44.38%	50.82%	11.25%	0.38	-19.78%	49.18%
2012	17.45%	0.50	-28.66%	54.32%	2.45%	-0.06	-9.11%	50.21%
2013	39.19%	1.47	-16.23%	57.98%	8.54%	0.66	-6.54%	55.04%
2014	61.65%	2.94	-9.60%	64.08%	12.40%	1.41	-3.14%	51.84%
2015	140.67%	3.49	-45.17%	65.98%	9.53%	0.65	-8.37%	48.36%
2016	10.51%	0.25	-23.32%	58.20%	7.92%	0.99	-2.54%	52.46%
2017	-22.49%	-1.50	-26.88%	53.27%	-10.30%	-4.30	-9.48%	41.21%
总体	25.94%	0.75	-48.25%	57.50%	5.44%	0.15	-29.51%	49.76%

资料来源：Wind, 天风证券研究所

我们可以发现，剔除了小市值的影响之后，组合的超额收益表现下降，这是由于过去几年小市值因子强势的影响，但是可以看到除了 2017 年，我们的策略均能跑赢基准。

而今年来看，由于监管的收紧，使得策略表现不佳，而强监管并不会是常态，未来监管逐步放松后策略表现仍值得期待。

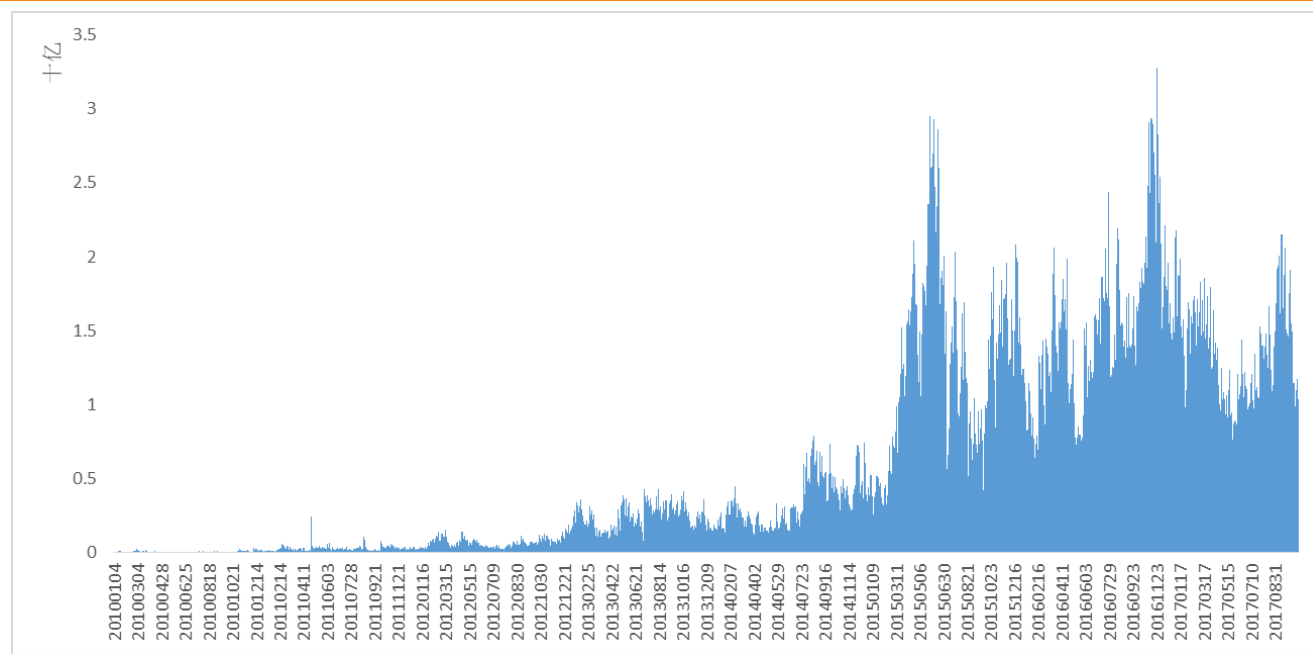
策略资金容量

我们根据持仓个股日成交量来测算策略资金容量：

$$\text{策略资金容量} = 10\% \times \sum \text{持仓个股日成交额}$$

统计可以看到，由于近年来持仓个股数量的上升，策略资金容量已经达到 10 亿以上，因此策略的资金容量相当可观。

图 16：策略资金容量

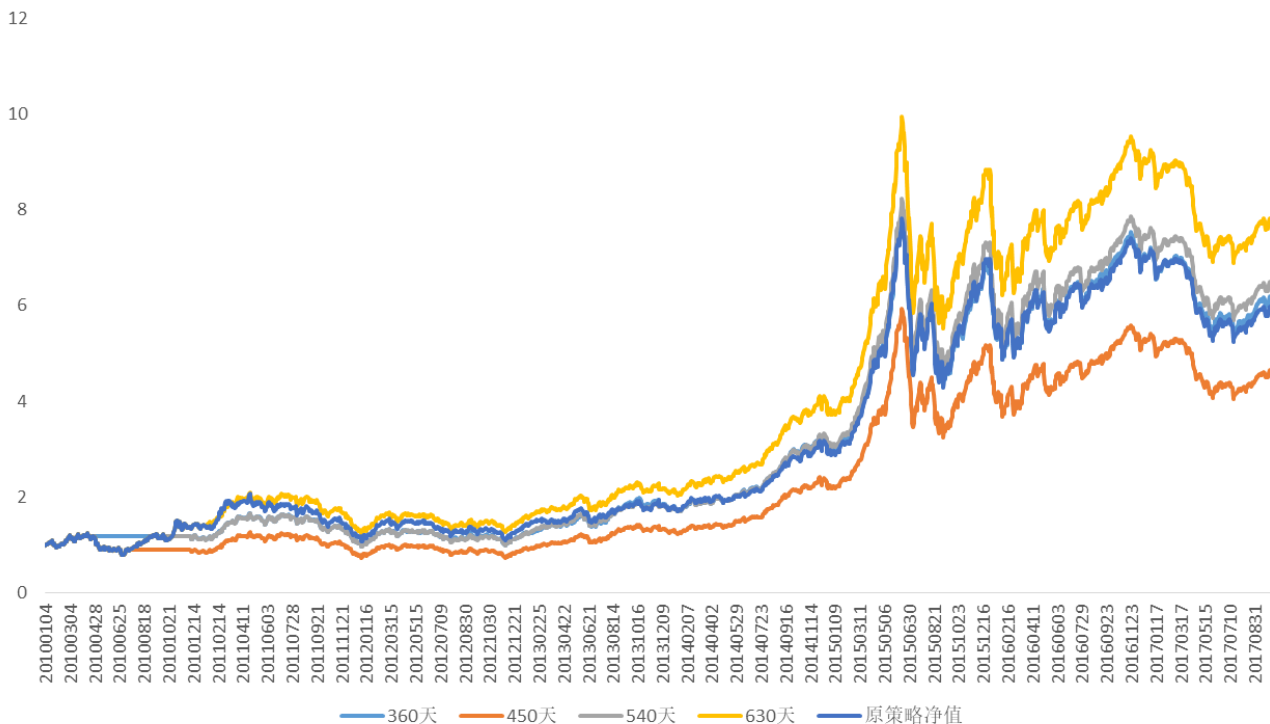


资料来源：Wind, 天风证券研究所

参数敏感性测试

在本策略中，唯一的参数即持仓时间长度，虽然经过对于再重组概率的统计，我们选定了 2 年作为我们的持仓时间长度，但是我们在这一部分还是对不同的持仓时间长度对收益率的影响进行了测算。

图 17：不同持仓周期下策略表现



资料来源：Wind, 天风证券研究所

表 8：不同持仓周期下策略表现

	年化收益率	年化夏普比率	最大回撤	胜率
360 天	26.08%	0.8787	-44.86%	53.16%
450 天	21.48%	0.6689	-45.50%	54.42%
540 天	26.97%	0.8513	-45.02%	56.74%
630 天	30.18%	0.9319	-44.56%	58.00%
原策略净值	25.94%	0.7457	-48.25%	57.50%

资料来源：Wind, 天风证券研究所

从不同持仓周期下策略表现可以看到，不同持仓周期对策略的收益影响还是比较大的，主要影响的来源来自初期持仓股票数量少时持仓的不同，从参数回测来看持有 630 天能够获得最大的年化收益和夏普比率。

总结

上市公司重组失败之后，为了延续公司的战略目的，公司极有可能会谋划再一次重组，这就给了我们预测公司下一次重组的空间。

统计发现，2007 年-2015 年 9 月，重组失败的公司重组失败后一年之内再次重组的概率高达 31.06%，第二年再重组的概率为 15.91%，远高于历史平均的 7.73%。因此利用前一次重组失败来预测下一次重组从统计上是显著有效的。

进一步对重组失败公司 2 年内的收益统计发现，样本总体获得绝对收益 79.65%，胜率 78.03%，超额中信一级行业收益率达到 43.03%，超额胜率为 63.64%。样本内个股表现极为出色。

依据再重组的逻辑，我们构建预期重组组合，历史表现极为出色。获得了年化 25.94% 的绝对收益，以及 16.16% 的相对中证 1000 的超额收益。

买壳上市、多元化战略、横向整合、其他重组目的分别能够获得年化收益 22.31%、28.11%、19.90%、22.64%，其中横向整合类收益相对偏低，多元化战略收益相对较高，而其他重组方式的收益较为接近，差异性不大。

剔除了小市值的影响之后，组合的超额收益表现下降，这是由于过去几年小市值因子强势的影响，但是可以看到除了 2017 年，我们的策略均能跑赢基准。

2017 年受监管收紧影响，策略表现不理想。但重组失败公司数量的增加使得我们构建组合的样本集增大，策略资金容量已超过 10 亿，未来监管放松后策略空间值得期待。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com