

金融工程首席分析师： 高子剑  
执业证书编号： S1220514090003  
TEL： 021-68386225  
E-mail： gaozijian@foundersc.com

## 投资要点

### ➤ 停牌套利概述

每天 A 股市场大约有 10% 的股票处于停牌状态，其中大部分股票处于长期停牌状态。由于基金对长期停牌股的估值存在误差，停牌套利的机会随之产生。

基金管理人对于长期停牌股票最常用的估值方式是指数收益法。理解基金管理人如何对停牌股进行估值，是我们准确判断是否存在停牌套利机会的前提。

在长期停牌股票复牌后，基金必然会调整估值，何时调整估值方式对我们停牌套利能否成功至关重要。

### ➤ 停牌套利操作

**普通开放式基金：**对普通开放式基金，由于其购买存在“迟滞性”，踏准套利节奏尤为重要。

**分级基金：**由于分级 A+B 价格与母基金净值价差的可控性，二级市场买入分级 A+B 进行停牌套利是一个可行的方法；另一方面由于分级 B 存在杠杆性，合理利用分级 B 也可获得超额套利收益。

**ETF 基金：**ETF 申赎存在现金替代限制，如果持有此股的 ETF 基金对此股票的现金替代标志是“允许现金替代”，可以通过申赎操作获得纯净的停牌股；若 ETF 基金对此股的现金替代标志是“必须现金替代”，则无法通过申赎操作获得纯净的停牌股，我们只能等待股票复牌后，通过买入场内 ETF 份额进行套利。

### ➤ 风险提示

进行停牌套利受到基金其他持股涨跌风险，不排除市场暴跌影响套利收益的情况发生。同时，依据基金季报（年报）所得数据与当前基金份额、持股结构可能存在较大差异，套利收益可能存在较大不确定性。

请务必阅读最后特别声明与免责条款

## 目录

1 停牌套利概述.....	3
2 停牌套利基础：价值几何停牌股.....	3
3 停牌套利基础：长期停牌股票复牌估值切换时间选择.....	3
4 停牌套利操作：普通开放式基金.....	5
5 停牌套利操作：分级基金.....	8
6 停牌套利操作：ETF 基金.....	12
7 风险提示.....	14

## 图表目录

图表 1: 更改估值方式提示性公告案例.....	4
图表 2: 中国北车调整估值时机.....	5
图表 3: 建信中小盘估值改变时点 (案例) .....	5
图表 4: 金亚科技财务造假事件始末.....	6
图表 5: 重仓金亚科技基金列表及最新占基金净值比.....	6
图表 6: 金亚科技连续跌停天数可获得相对收益 (成本 8.67) .....	7
图表 7: 实际金亚科技套利收益 (以广发聚优 A 套利) .....	7
图表 8: 分级基金特点.....	8
图表 9: 煤炭分级份额变化.....	9
图表 10: 游久游戏价格序列.....	9
图表 11: 煤炭分级收益率序列.....	9
图表 12: 游久游戏打开跌停当日煤炭分级走势.....	10
图表 13: 基金份额概述 (除母基数据, 其他数据均截止 2016 年 7 月 1 日) .....	10
图表 14: 万科占重仓基金净值比.....	10
图表 15: 理论套利收益.....	11
图表 16: 国泰国证房地产分级收盘涨跌 (7 月 1 日-7 月 6 日) .....	11
图表 17: 地产 B 分时走势 (7 月 4 日-7 月 6 日) .....	11
图表 18: ETF 申购流程.....	12
图表 19: ETF 基金套利流程介绍.....	13
图表 20: ETF 基金套利失败案例.....	14

## 1. 停牌套利概述

A 股市场每天大约有 10% 的股票处于停牌状态，其中大部分股票处于长期停牌状态。由于停牌股票估值的不确定性，基金管理人利用固定单一的估值方式对停牌股票估值难免存在偏差。但也正是因为无法准确地为停牌股估值，由此产生了停牌套利。

为了进行停牌套利，需要对停牌股的估值方式、估值切换时间有较准确的把握。对此，方正金工在本篇报告中进行了**系统的论述**。并结合**实际案例**对停牌套利的具体操作进行深入的分析。

## 2. 停牌套利基础：停牌股估值几何？

理解基金管理人如何对停牌股进行估值，是我们准确判断是否存在停牌套利机会的前提。

为了了解如何利用股票停牌契机进行套利，我们首先需要了解基金是如何为停牌股进行估值的。为了规范基金对长期停牌股票的估值，2008 年证监会发布了《关于进一步规范证券投资基金估值业务的指导意见》，随后中国证券业协会提出了四种对停牌股估值的方法，具体如下：

### 方法一：指数收益法

将股票所属行业的行业指数（采用 AMAC 行业指数）在该股停牌期间的收益率作为该股票停牌期间收益率，并根据上述收益率计算股票当天的公允价值。这一估值方法相对公允，同时操作简单，是基金公司对停牌股估值的主流选择。

### 方法二：可比公司法

这一方法要求选出与停牌公司可比的其他可以取得合理市场价格的公司（一般指行业、地区、主营业务、公司规模、财务结构等方面具有相似性），进而以可比公司的股票平均收益率作为该股票的收益率，以此确定其股票当日的公允价值。此方法相对公允但是在一定程度上依赖于主观判断，同时计算也较复杂。

### 方法三：市场价格模型法

此方法利用指数和历史股价序列的相关性，并以指数的变动推断股价的变动。具体来看，就是依据该股票历史数据和对应指数历史数据计算相关性指标（比如 Beta），进而利用相关性指标和指数收益率计算股票的日收益率，最终依据得到的日收益率计算股票的当天公允价值。

### 方法四：估值模型进行估值

一般可选择资本资产定价（CAPM）、现金流折现（DCF）、市盈率这三种模型对停牌股票进行估值。

基金对长期停牌股的估值方法就是上述四种估值方式中的一种。**在绝大多数情况下，基金对停牌股的估值方式是利用指数收益法**。除非停牌股遇到特殊情况，如遇到了黑天鹅事件，此时基金就会采用一些估值模型对停牌股进行估值，很典型的案例就是基金管理人预估复牌有 13 个跌停的金亚科技。

## 3. 停牌套利基础：估值切换待何时？

显然，长期停牌股票复牌后基金管理人必然会调整估值方式，但是基金管理人何时调整估值方式对我们停牌套利的成功与否十分关键！

具体来看，对于长期停牌股票，基金管理人会在停牌期间发布对研究源于数据 3 研究创造价值

停牌股票调整估值的提示性公告。但基金管理人一般对停牌股票复牌后何时调整估值却没有提示性公告，只会提示待该证券复牌且其交易体现活跃市场交易特征时，按市场价进行估值，具体案例可见图表 1。

图表 1：更改估值方式提示性公告案例

关于旗下基金所持停牌股票采用指数收益法进行估值的提示性公告

根据中国证监会《关于进一步规范证券投资基金估值业务的指导意见》（[2008]38号文）、中国证券业协会基金估值工作小组《关于停牌股票估值的参考方法》、中国证券业协会《关于发布中证协基金行业股票估值指数的通知》以及诺德基金管理有限公司（以下简称“本公司”）关于停牌股票的估值政策和程序等相关规定，本公司决定自2016年2月15日起，对旗下基金所持有的威创股份（股票代码：002308）采用“指数收益法”进行估值。

本基金管理人将在该证券复牌且其交易体现活跃市场交易特征后，按市场价进行估值，届时不再另行公告。敬请投资者予以关注。

投资者可登录我公司网站（[www.nuodefund.com](http://www.nuodefund.com)）或拨打我公司客户服务电话（400-888-0009 免长话费）咨询有关信息。

风险提示：本基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。投资者投资于本基金管理人管理的基金时应认真阅读基金合同、招募说明书等法律文件，并注意投资风险。

特此公告。

资料来源：方正证券研究所，wind 资讯

因此，基金在对复牌股票调整估值方式的时点选择上是存在一定自由度的，这也导致投资者很难准确地判断基金何时调整对复牌股票的估值方式。接下来方正金工就和大家分析一下基金管理人对此可能的时点选择。

显然，如果股票复牌后没有涨跌停，此时基金会在复牌第一天就改为市价法进行估值，此种情形不是本文考虑的重点。本文考虑的是停牌套利小伙伴比较关心的情况：如果基金的重仓股复牌连续涨（跌）停，此时基金管理人何时调整估值方式。

一般来说，基金管理人对于复牌连续涨（跌）停股票调整估值方式的时点选择有以下几种：

- 1) 复牌当天即利用涨（跌）停市价估值；
- 2) 连续涨（跌）停期间，待其连续涨（跌）停价格超过（低于）现有估值方式的估值价格时进行调整；
- 3) 待其打开涨（跌）停时调整估值。

显而易见，如果基金在打开涨（跌）停之前都没有调整复牌股票的估值方式，那么打开涨（跌）停当天必然会采用市价法进行估值，即基金管理人最迟会在时点 3 调整估值。

市场上最常见的做法是在连续涨（跌）停期间，在时点 2 调整估值。采用这种方式一方面可以保护基金持有人的权益，另一方面也可以平滑基金净值曲线，避免基金净值大幅波动。

接下来，我们结合长城品牌优选基金对中国北车进行调整估值的案例对此进行分析。

**案例：**中国北车在与中国南车达成合并意向后，于 2014 年 12 月 31 日开始复牌，开始连续涨停之旅。在中国北车收盘价超过长城品牌优选基金对中国北车的估值（以指数收益法估值）当日，长城基金就发布提示公告提示当天中国北车将以市价法估值。

图表 2：中国北车调整估值时机

日期	北车收盘价	基金对北车估值	AMAC运输指数收盘价
停牌第一天 (2014/10/24)	6.45	6.45	2460.7204
复牌第一天 (2014/12/31)	7.10	7.36	2808.5219
开始以市价估值 (2015/1/5)	7.81	7.81	2831.9307
连续涨停日 (2015/1/6)	8.59	8.59	2941.7983
连续涨停日 (2015/1/7)	9.45	9.45	2904.4505
连续涨停日 (2015/1/8)	10.40	10.40	2871.9465
复牌最后连续涨停日 (2015/1/9)	11.44	11.44	2825.4053

资料来源：方正证券研究所，wind 资讯

但是也有例外，某些基金管理人会在时点 1 就更改股票的估值方式。

**案例：**建信中小盘基金在通鼎互联、大华农复牌当天就更改估值，要知道此时利用指数收益法对通鼎互联和大华农进行估值的价格远高于此时通鼎互联和大华农的收盘价。而且通鼎互联和大华农复牌当日也都是强势一字涨停，随后更是连续涨停 18 天。这样做的结果就是在当天中证 500 只下跌 2% 的情况下，由于此基金管理人下调了通鼎互联和大华农这两个股票的估值，使得自身净值大跌 7%。

图表 3：建信中小盘估值改变时点（案例）



资料来源：方正证券研究所，wind 资讯

由于投资者在进行停牌套利时，过早入场会承担无谓的基金其他持股涨跌风险，太晚入场可能会损失套利收益。同时在股票复牌后，基金管理人对复牌股票何时切换估值方式存在一定自由度。所以了解基金调整估值的时点选择对于踏准套利的节奏显得尤为重要。

#### 4. 停牌套利操作：普通开放式基金

对于普通开放式基金而言，在当天 15:00 以前申购，则以当日基金净值作为买入基金的成本价，享受 T+1 日的收益。若在当日 15:00 以后申购，则以 T+1 日的净值作为买入价，第 T+2 日开始享受收益。故利用普通开放式基金进行停牌套利存在一定的迟滞性。

对于如何利用普通开放式基金进行停牌套利，方正金工分以下两种情况进行讨论：

如果预期复牌股票将连续涨停，此时较好的做法是待股票上涨接近至基金估值价时买入，此时可获得较高的套利收益，同时尽可能规避其他持股的影响，此类套利在牛市较为常见。

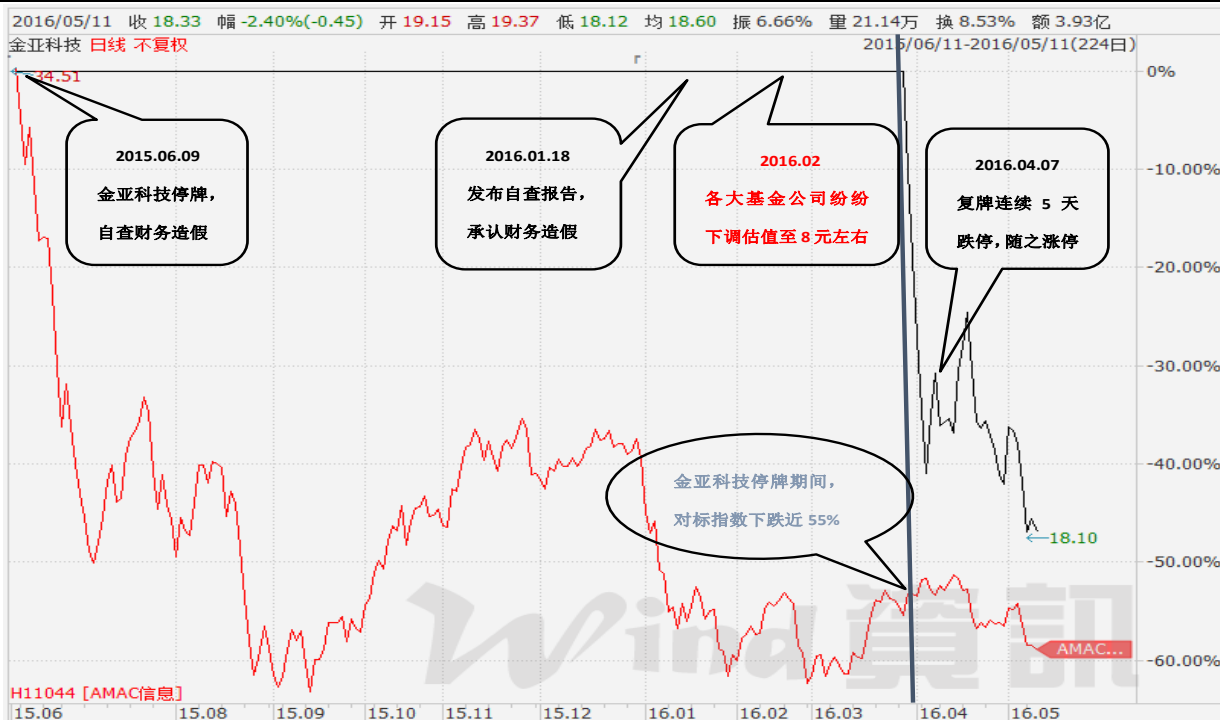
如果停牌股票停牌期间指数大跌（熊市期间较为常见），而预估



股票复牌后跌幅不会过大，由于买入此类基金的迟滞性，此时我们可以尽早买入，同时进行对冲，坐等基金估值切换带来套利收益。

**案例：**下文方正金工就以金亚科技套利案例来对第二种情况进行详细分析。首先，我们通过图表 4 观察一下金亚科技财务造假事件的始末以及资本市场对它的反应。可以看到，在确认金亚科技财务造假后，各大基金管理人纷纷大幅下调金亚科技估值至 8 元左右，金亚科技停牌前最后收盘价与基金管理人给出的估值价之间，隔了 13 个连续跌停。只要金亚科技在基金管理人给出的估值价之前打开跌停，理论上就存在套利机会。

图表 4：金亚科技财务造假事件始末



资料来源：方正证券研究所，wind 资讯

从方正金工更新的最新（金亚科技复牌前一天）金亚科技占各个基金的净值比可以看出，金亚科技在广发聚优 A 中占基金净值比最高，金亚科技占广发聚优 A 基金净值比达到了 4.83%。所以套利小伙伴是可以通过广发聚优 A 进行停牌套利。

图表 5：重仓金亚科技基金列表及最新占基金净值比

基金名称	持股数量	估值价格	原始占基金净值比	占基金净值比(调整估值后)
银华消费分级	757,513	8.67	6.75%	2.95%
广发聚优A	1,252,067	8.67	6.21%	4.83%
广发竞争优势	2,415,700	8.67	4.36%	2.91%
招商医药健康	4,616,353	8.67	3.86%	3.66%
东吴进取策略	151,320	8.78	3.57%	1.49%
广发新经济股票	686,400	8.67	3.27%	2.11%
广发聚富	4,490,800	8.67	3.22%	2.49%
安达策略	339,000	8.00	3.16%	1.38%
招商先锋	5,655,600	8.67	3.03%	2.48%

资料来源：方正证券研究所，wind 资讯

由于各大重仓基金对金亚科技都进行了估值调整，所以实际上各大重仓基金已经预支了金亚科技的跌幅。故如果我们在基金管理人未调整估值方式前（打开跌停前）买入该重仓基金，基金管理人会对金亚科技的估值价格即是我们套利买入金亚科技的“成本价”，如果金亚

科技在“成本价”上方打开跌停，就相当于我们可进行套利获益。

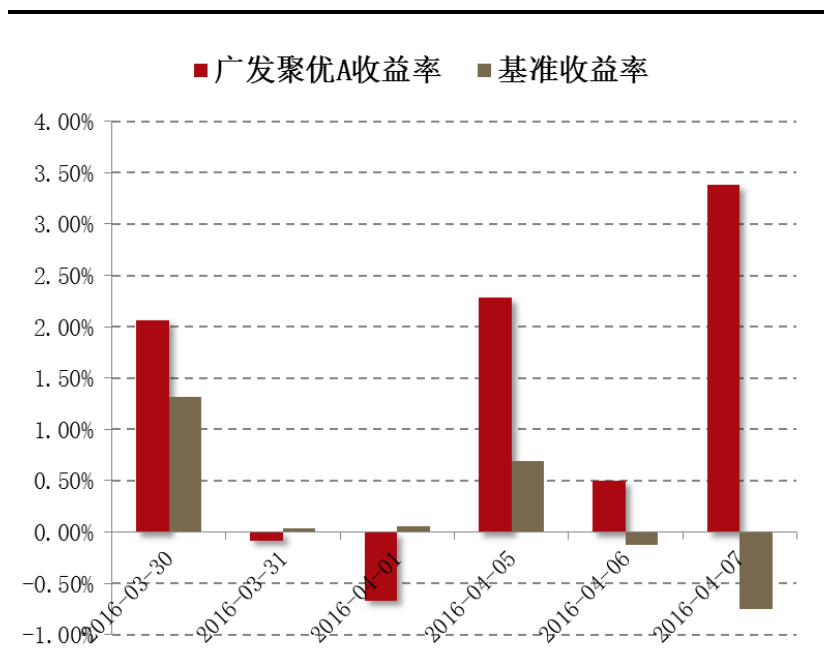
图表 6：金亚科技连续跌停天数可获得相对收益（成本 8.67）

连续跌停天数	价格	相对收益
停牌前价格	34.51	298.04%
连续1天跌停	31.06	258.25%
连续2天跌停	27.95	222.38%
连续3天跌停	25.15	190.08%
连续4天跌停	22.63	161.01%
连续5天跌停	20.37	134.95%
连续6天跌停	18.33	111.42%
连续7天跌停	16.50	90.31%
连续8天跌停	14.85	71.28%
连续9天跌停	13.36	54.09%
连续10天跌停	12.02	38.64%
连续11天跌停	10.82	24.80%
连续12天跌停	9.74	12.34%
连续13天跌停	8.77	1.15%
连续14天跌停	7.89	-9.00%
连续15天跌停	7.10	-18.11%
连续16天跌停	6.39	-26.30%
连续17天跌停	5.75	-33.68%

资料来源：方正证券研究所，wind 资讯

从上表可看到，因为金亚科技经历 5 天跌停打开，而随即又涨停，实际上只跌停了 4 天！如果利用广发聚优 A 套利可获得套利收益为  $161.01\% \times 2.95\% = 7.78\%$ 。实际在金亚科技复牌跌停期间，广发聚优 A 基金的实际收益为 7.47%，详见下图表 7。可以看出利用广发聚优 A 套利金亚科技是一个不错的选择，可获得可观的收益。

图表 7：金亚科技的套利收益（以广发聚优 A 套利为例）



资料来源：方正证券研究所，wind 资讯

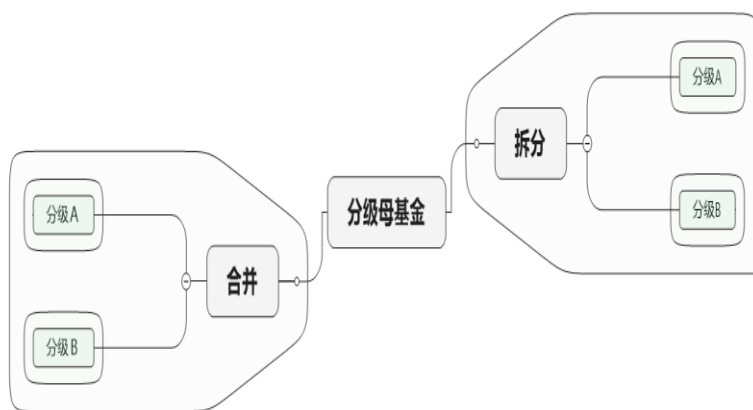


## 5. 停牌套利操作：分级基金

分级基金的一大特点就是分级 A 和分级 B 可合并为分级母基金，反之，分级母基金亦可拆分为分级 A 和分级 B，这一性质保证了分级基金折溢价套利的实现。折溢价套利使得分级 A 和分级 B 的合并价格与母基金净值的价差维持在一定区间，而分级 A 和分级 B 合并价格与母基金净值价差的稳定性可以让我们在一定程度上持有分级 A 和分级 B 就相当于持有了母基金！换言之，如果在分级 A+B 溢价没有很大的情况下，我们买入上市交易的分级 A 和分级 B，就相当于买入了母基金，间接实现了“T+0”交易。

所以针对分级基金交易的特点，利用分级基金进行停牌套有两种操作方法：第一种是**直接在二级市场买入分级 A 和分级 B**（相当于“T+0”买入母基金）；第二种方法是**直接买入分级 B**（时点选择很重要），利用分级 B 的杠杆性和高波动性，放大套利收益。接下来方正金工分别针对这两种方法辅以案例进行说明。

图表 8：分级基金特点



资料来源：方正证券研究所

**案例：**首先方正金工以游久游戏停牌案例进一步说明如何利用分级以第一种方式进行停牌套利。

游久游戏原名爱使股份，于 2015 年购买游久时代 100% 股权进行了资产重组，进而进行了对公司名称及证券简称的变更。同年 6 月 12 日起，又因谋求重大资产重组而开始停牌，但是本次重组事项却以失败告终。对于这次重组失败，市场以复牌后连续两日（2015 年 11 月 23 日复牌）跌停作为回应。那么对于这支股票，市场是否存在停牌套利的机会呢？答案是肯定的。

方正金工观察到，当时招商中证煤炭等权指数分级（161724.OF，下文简称：煤炭分级）重仓此股票，这为我们套利创造了条件。具体来看，煤炭分级在 2015 年的三季报中披露，该基金持有此股票市值占整个基金净值比例达 28%，持股数量为 4,228,655 股。而到复牌第二日跌停之时（2015 年 11 月 24 日），我们假设煤炭分级没有卖出此股票，即持股数量不变。由于煤炭分级母基金没有每天公布基金份额，但是近几个报告期母基金份额没有发生很大变化，因此我们假设母基金份额不变。据此，方正金工利用下表数据粗略估算出了在 2015 年 11 月 24 日，游久游戏占整个基金净值比率仍然高达 17.48%。

图表 9：煤炭分级份额变化

指标	煤炭分级份额	煤炭A份额	煤炭B份额	煤炭分级单位净值	游久游戏公允价值
2015/9/30	233,053,908	45,323,552	45,323,552	0.863	18.7693
2015/11/24	—	139,567,986	139,567,986	1.043	22.0819

资料来源：方正证券研究所，wind 资讯

由于煤炭分级基金是利用指数估值法对游久游戏进行估值，因此我们需要获取该股所在行业指数在停牌期间的涨跌幅。在游久游戏进行资产重组后，该公司主营业务在原有煤矿开采销售的基础上增加了网络游戏的运营，此时游久游戏已经由一个典型的煤炭行业股票转型为了信息行业股票。但是 AMAC 行业指数在 2016 年 2 月 3 日才将游久游戏从 AMAC 采矿行业指数样本股中剔除，同时纳入 AMAC 信息行业指数。所以停牌期间煤炭分级基金仍然利用 AMAC 采矿指数作为游久游戏估值的估值指数。但是在停牌期间，AMAC 采矿指数大跌近 50%，而市场对游久游戏估值方式已不再按照典型的采矿行业股票进行估值，故而虽重组失败，但只经历两个跌停就打开了，显然此时就是我们套利的机会。

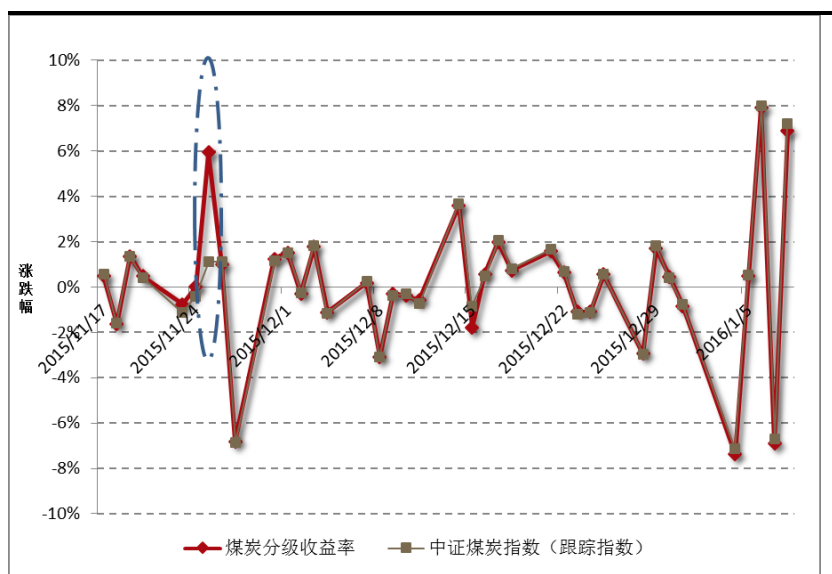
图表 10 给出了游久游戏在停复牌关键点时的实际价格和利用指数估计法估计的价格序列。2015 年 11 月 25 日，游久游戏复牌第一次打开跌停时，利用指数估计法得到的价格是远低于其实际价格的。而当天煤炭分级必然会对游久游戏调整估值方式，所以可以预见当天煤炭分级基金会因为调整游久游戏估值方式而大幅上涨。事实也是如此，当天煤炭分级净值在其跟踪指数只有上涨 1.14% 的情况下大涨 5.94%，显然超额收益就是由于对游久游戏估值方式的改变而产生的。具体可见图表 11。

图表 10：游久游戏价格序列

日期	实际价格	指数估计法估计价格	煤炭分级价格
2015-06-11	36.50	36.50	0.922
2015-11-23	32.85	22.42	1.043
2015-11-24	29.57	22.11	1.043
2015-11-25	28.83	22.08	1.105

资料来源：方正证券研究所，wind 资讯

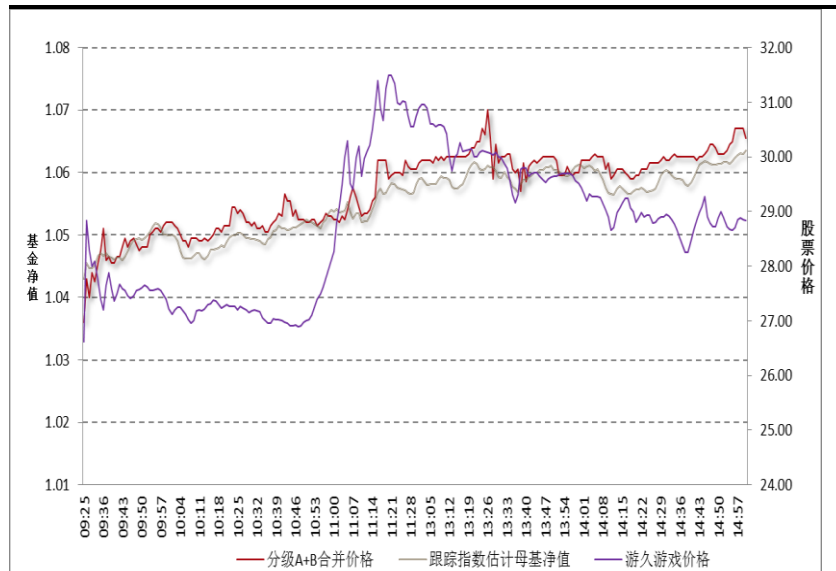
图表 11：煤炭分级收益率序列



资料来源：方正证券研究所，wind 资讯

那么我们能否对此进行套利呢？显然是可以的，因为煤炭分级是分级基金，投资者可利用分级基金在场内交易合成母基金的方式进行套利。即我们可以在游久游戏打开跌停当天就在场内买入煤炭A和煤炭B进行套利。买入煤炭A和煤炭B后，我们有两种操作方式，一是可以直接合并成母基金卖出获利，二是等到煤炭A和煤炭B价格上涨后再抛出获利。

图表 12：游久游戏打开跌停当日煤炭分级走势



资料来源：方正证券研究所，wind 资讯

**案例：**另外一个典型的案例就是前段时间火热的万科，接下来方正金工利用万科这一案例分析一下如何使用分级B进行停牌套利。

首先，我们以万科占基金净值比最大的两个基金（不包含债基）为例，这两个基金分别为国泰国证房地产分级及鹏华中证800地产分级。

图表 13：基金份额概述（除母基数据，其他数据均截止2016年7月1日）

基金名称	基金份额（份）	基金净值（元）
国泰国证房地产母基	438,660,667	0.729
国泰国证房地产A	1,002,527,051	1.027
国泰国证房地产B	1,002,527,051	0.430
鹏华中证800地产母基	152,126,660	0.933
鹏华中证800地产A	87,151,559	1.023
鹏华中证800地产B	87,151,559	0.843

资料来源：方正证券研究所，wind 资讯

具体万科占国泰国证房地产分级及鹏华中证800地产分级净值比分别为20.83%及24.28%。其中计算公式为：

$$\text{占净值比} = \frac{\text{持股数} \times \text{停牌前最新价} \times (1 + \text{停牌期间指数涨跌幅})}{\text{基金规模}} \times 100\%$$

图表 14：万科占重仓基金净值比

基金名称	基金规模(元)	持股万科(万)	停牌期间指数涨跌	万科停牌前收盘价	万科估值	占基金净值比
国泰国证房地产分级	1,780,490,581	2,034	-25.37%	24.43	18.23	20.83%
鹏华中证800地产分级	304,558,983	406	-25.37%	24.43	18.23	24.28%

资料来源：方正证券研究所，wind 资讯

对于单个股票占整个基金净值比例如此高的情况是比较少见的，这也导致万科股价的波动对整个基金的净值的影响是巨大的。下文就以万科在不同情况下开板进行讨论是否可以套利（假设在跌停期间基金其他持仓不涨不跌，同时基金规模不变）。

图表 15：理论套利收益

基金名称	万科占净值比	万科估值(以7/1收盘为准)	一个跌停打开 (21.99) 收益	两个跌停打开 (19.79) 收益	三个跌停打开 (17.81) 收益	实际万科打开跌停 (19.80) 收益
国泰国证房地产分级	20.83%	18.23	4.29%	1.78%	-0.48%	1.79%
鹏华中证800地产分级	24.28%	18.23	5.00%	2.07%	-0.56%	2.09%

资料来源：方正证券研究所，wind 资讯

我们可以看到实际上在不考虑基金其他持仓涨跌变化、基金规模变化、买卖基金手续费等因素的情况下，本次套利收益最大只有 1.8% 左右。而在考虑了其他因素后可能收益更是会大幅缩水，也就是说本次套利实际上收益不是很可观，利用买入分级 A 和分级 B 无法获得套利收益。但是由于市场对万科的关注，合理利用分级 B 的杠杆性和高波动性倒是造就了另一个套利机会。

我们以国泰国证房地产分级为例，国泰国证房地产母基在 7 月 4 日到 7 月 6 日相对基准的超额收益为 2.5% 左右，可认为是由于万科复牌对基金净值产生的提升。但是我们可以看到国泰国证房地产 B 在这三天的涨幅为 16%，这涨幅在考虑到分级 B 存在杠杆特性时也高得离谱。这也导致经过三个交易日后，分级 A+B 相对母基从折价转变为溢价。

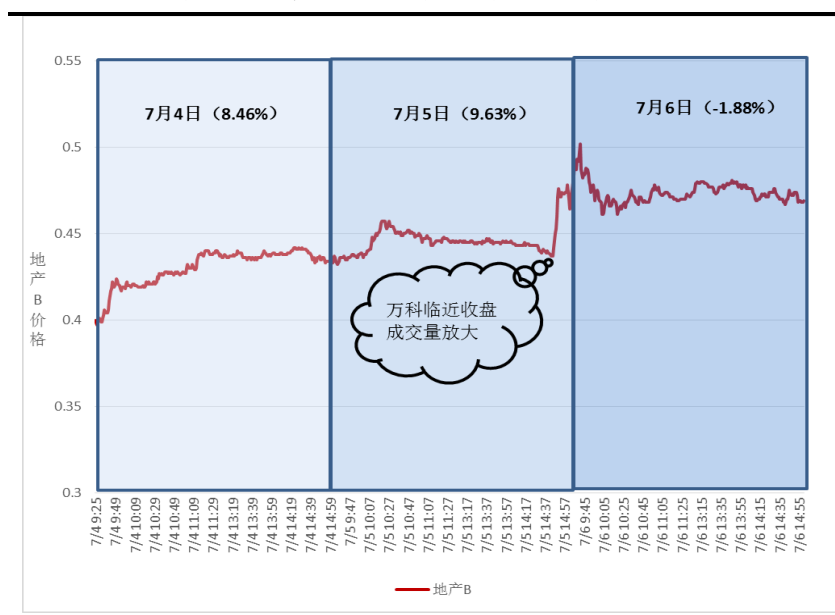
图表 16：国泰国证房地产分级收盘涨跌（7 月 1 日-7 月 6 日）

基金名称	7/1涨跌幅	7/4涨跌幅	7/5涨跌幅	7/6涨跌幅
国泰国证房地产母基	0.729%	0.740%	0.746%	0.753%
国泰国证房地产分级基准	0.046%	-0.071%	-0.582%	0.199%
国泰国证房地产A	0.383%	-0.191%	-0.287%	-0.192%
国泰国证房地产B	0.249%	8.458%	9.633%	-1.883%
分级折溢价（当日收盘）	-0.425%	0.189%	2.052%	0.385%

资料来源：方正证券研究所，wind 资讯

那么，为什么房地产 B 会上涨如此巨大呢？一方面是杠杆因素，另外很大的原因就是很多买入地产 B 的投资者都以为是在套利，但是没有准确预估可能的套利收益，疯狂买入地产 B，推升地产 B 价格走高。这一点我们从分级 B 的分时走势图中可以清楚地看出。

图表 17：地产 B 分时走势（7 月 4 日-7 月 6 日）



资料来源：方正证券研究所，wind 资讯

我们可以明显地看到，7 月 4 日已有资金进场买入地产 B，使得

当天涨幅达 8.46%，7 月 5 日临近收盘，万科成交量放大，有开板迹象，资金迅速流入地产 B，推升其价格，当日涨幅达 9.63%，其实此时进入从套利角度而言，由于溢价，假设第三天万科能够打开跌停也无收益空间！结果显而易见，接下来两天地产 B 以大跌收场。可以看到，很多投资人以套利为目的进场交易，却成了别人眼中可以套的“利”。但这一案例也清楚地告诉我们合理利用分级 B 的杠杆和高波动性可以获得意想不到的套利机会。

## 6. 停牌套利操作：ETF 基金

现在我们考虑 ETF 持有停牌股的情况。

在开始介绍利用 ETF 进行停牌套利之前，首先介绍一下 ETF 申赎机制。对于 ETF 而言，在场内申购和赎回分别是利用一篮子股票换购基金份额和利用基金份额换购一篮子股票，所以为了明确一篮子股票的种类和数量，每天基金管理人都会在当日开盘前公布这一篮子股票的名称和数量，此即为 ETF 的“申赎清单”。

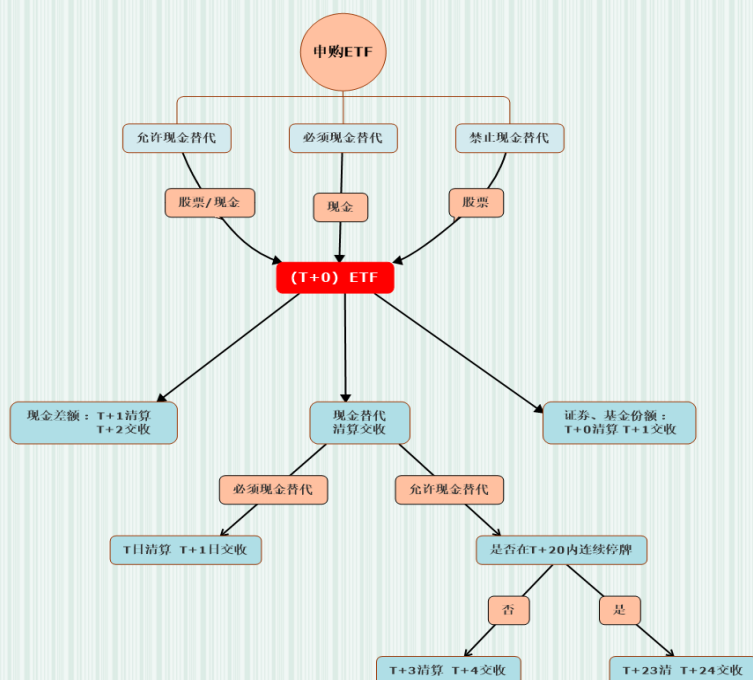
为了提高申赎的效率，ETF 基金管理人允许投资者在申赎过程中利用现金部分替代申赎清单中的某些股票，这部分现金就称为现金替代。对于申赎清单上的股票是否可以利用现金替代具体可分为三类。

- 1) 现金替代标志：必须现金替代，对于此类股票无法利用股票本身进行申赎，必须用现金代替股票进行申赎。**也就是说在对必须现金替代的股票进行清算交收时不涉及股票，只针对现金替代进行清算交收。**
- 2) 现金替代标志：允许现金替代，对于此类股票申购时可以利用股票本身进行申购，也可以利用现金代替股票进行申购。但是在赎回基金份额时，不允许利用现金进行替代。

现金替代标志：禁止现金替代，对于此类股票申赎必须要用股票进行申赎，不可利用现金替代。

具体场内 ETF 申购流程如下图所示：

图表 18：ETF 申购流程



资料来源：方正证券研究所

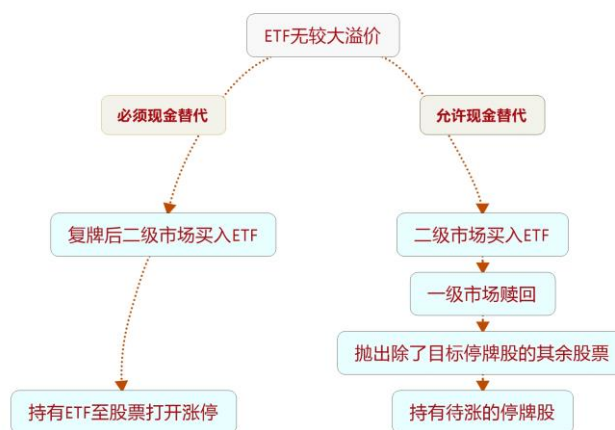
其中值得注意的是：第一，对于 ETF 基金而言，股票估值是利用研究源于数据 12 研究创造价值



最近交易日的收盘价进行估值的，也就是说如果股票处于长期停牌状态，是按停牌前的最近交易日的收盘价进行估值，这点与其他基金是不同的；第二，对于允许现金替代部分的清算交收时间，依据不同的股票交易状态也是不同的，但对于长期停牌股票，最晚会在 T+21 日进行清算，T+22 日进行交收，其中清算价即为最近交易日的收盘价。

所以在利用 ETF 进行停牌套利时，如果此股在 ETF 申赎清单中的现金替代标志是允许现金替代，那么我们是可以通过申赎操作获得纯净的停牌股。但是如果 ETF 基金对此股的现金替代标志是必须现金替代，则无法通过申赎操作获得纯净的停牌股，我们只能等待此股在二级市场上复牌后，买入场内 ETF 份额进行套利。

图表 19：ETF 基金套利流程介绍



资料来源：方正证券研究所

接下来方正金工结合案例对此进行具体分析。假设我们预期停牌股复牌后会大涨，那么理论上对于预期复牌会涨停的 ETF 成分股，在没有很大溢价的情况下，我们可以在二级市场买入 ETF，然后转手在一级市场赎回，抛出除了目标停牌股的其余股票后，即可持有待涨的停牌股。

然而在实际操作中是否真的那么简单呢？实际上，上述操作的背后隐含了一个前提，即我们所需的股票在 ETF 申赎清单上是“允许现金替代”，而不是“必须现金替代”。因为如果是“必须现金替代”，那么本质上 ETF 在这一阶段把此股票踢出了持有股清单，因为一切与此股票相关的都运用了现金进行替代。

**案例：**我们以苏州高新为例，在停牌期间，大盘指数上涨近 20%，同时它在 2015 年 12 月 8 日发布重组预告，市场预期其复牌会连续涨停，但是当市场对其信心很足时，我们却尴尬地发现我们无法利用 ETF 获得我们所需的苏州高新股票。这正是因为持有此股的南方 500ETF 在苏州高新打开涨停前的申赎清单上此股一直为“必须现金替代”。



图表 20: ETF 基金套利失败案例



资料来源: 方正证券研究所, wind 资讯

所以如果遇到比较好的套利机会, 但是此股在 ETF 中为必须现金替代, 而此股在 ETF 中占净值比较高, 或许复牌后直接在二级市场买入 ETF 是一个不错的选择。

## 7. 风险提示

进行停牌套利受到基金其他持股涨跌风险, 不排除市场暴跌影响套利收益的情况发生。同时, 依据基金季报(年报)所得数据与当前基金份额、持股结构可能存在较大差异, 套利收益可能存在较大不确定性。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com