

## 中期策略报告

2012 年 6 月 15 日

## 量化选股之事件驱动策略

- 本篇报告对事件驱动策略进行系统研究，按照事件主题与投资风格的关系，将其分为长期价值型事件（如股权激励、大股东增减持等）、短期信息驱动型（如业绩预告、ETF 股票停复牌、高送转等）、市场资金面驱动型（如指数成分股调整等）等几个大类。本篇报告围绕每种类型的细分事件进行深入剖析，考察其中存在的长短期投资价值。
- **股权激励事件通过管理层与股东利益的一体化，形成上市公司股价的长期利好信息。**股权激励首次实施公告披露后买入股票标的，持有一年时间能够获取相对沪深 300 最高约 20 个点的超额收益。实施公告披露后股价存在 1-2 个月的蛰伏期，规避蛰伏期后介入，可有效降低资金占用成本。对事件标的股票进行筛选时，重点参考行权价的折溢价率，折价公司参与的价值更大，合理溢价的股票也可作为备选。
- **大股东增持事件在不同的投资周期上均有超额收益机会。**从市场情绪面而言，大股东增持对股价的驱动作用强于减持事件，其相对沪深 300 的超额收益在公告后两周达到峰值。重点关注增持主体为高管或是个人的投资标的，其更能反映高管对于公司未来战略规划或是成长性的信心。增持比例对后期股票走势影响较大，关注增持幅度大的标的，其对股价冲击作用更明显。从价值投资角度而言，一年的持有期能够为投资者带来较为确定的超额收益。
- **业绩快报适用投资者进行短线操作，中小板预增类型盈利预告对股价中期利好。**主板股票中，牛市中预减快报作为利空出尽标的，后期有较大概率出现短线反弹；扭亏快报为确定性非常高的利好消息，其在不同市场环境中均有不错表现，在熊市中可以作为较好的防御工具进行投资；中小板股票对于业绩敏感度高，利好消息的表现普遍强于利空消息，业绩快报与预告均关注预增类型，持有期分别为一周或一至两个月。通过反转指标剔除前期股价已经有所反应的股票，收益空间能够得到进一步提升。
- **高送转行情把握关键在于提前布局，信息公开披露是最理想的出货时机。**高送转股票特征为股价高、股本小、成长快。送转概率直接与每股收益、每股净资产、每股资本公积、每股未分配利润和每股现金流相关。2012 年 1 月底预测 2011 年报行情，提供 50 只股票最终 41 只发生高送转，命中率为 82%，持有至送转预案日退出相对沪深 300 获取平均 8.42% 的超额收益。
- **ETF 相关股票停牌、涨跌停板能够通过一、二级市场套利、融券工具进行绝对收益提取。**事件关键在于分析相关股票在指数中所占权重并对未来涨跌幅进行判断。
- **指数成分股调整每年两次收益显著、胜率稳定，近期可关注沪深 300 调仓形成的交易型机会，重点关注基金资金流动对价格形成较大冲击的股票。**

## 相关研究

事件性选股策略之业绩预告——把握扭亏、预减公告，获取短期超额收益

2011.9.7

事件驱动策略之三——指数样本股调整交易机会研究

2011.12.14

事件驱动策略之四——ETF 事件套利研究

2012.12.26

事件驱动策略之五——关注增持比例较大的事件机会

2012.3.27

事件驱动策略之六——股权激励，规避预案陷阱，把握实施收益

2012.4.10

金融工程分析师

郑雅斌

SAC 执业证书编号：

S0850511040004

电话：021-23219395

Email: zhengyb@htsec.com

联系人

周雨卉

电话：021-23219760

Email: zyh6106@htsec.com

张欣慰

电话：021-23219370

Email: zxw6607@htsec.com

## 目 录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 1. 长期价值型事件与上市公司股价的联动分析 .....         | 3  |
| 1.1 股权激励的实施能够形成股价的长期上涨动力 .....       | 3  |
| 1.2 大股东增持在长期战略持有及短线情绪驱动下均有良好表现 ..... | 5  |
| 2. 短期信息驱动策略分析 .....                  | 7  |
| 2.1 业绩快报具有较高的短线参与价值 .....            | 7  |
| 2.2 提前布局，把握年报高送转行情 .....             | 10 |
| 2.3 ETF事件套利研究 .....                  | 12 |
| 3. 市场资金面驱动型策略 .....                  | 16 |
| 3.1 指数调整成分股公布后股票收益走势 .....           | 16 |
| 3.2 2012 年 6 月份沪深 300 调整机会 .....     | 18 |
| 4. 几点总结 .....                        | 19 |

## 图 目 录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图 1 首次实施公告披露后股票超额收益走势 .....      | 4  |
| 图 2 增减持主体的不同对股票收益的影响 .....       | 6  |
| 图 3 增减持主体的不同对股票胜率的影响 .....       | 6  |
| 图 4 大股东增减持策略 VS 沪深 300 .....     | 7  |
| 图 5 业绩快报在不同板块中的收益分析 .....        | 8  |
| 图 6 主板的动量反转效应 .....              | 9  |
| 图 7 中小板股票的动量反转效应 .....           | 9  |
| 图 8 业绩预告/快报策略走势 .....            | 10 |
| 图 9 高送转预测模型 .....                | 11 |
| 图 10 高送转策略持有至不同时间退出的平均超额收益 ..... | 12 |
| 图 11 指数定期调整样本股后绝对收益机会 .....      | 16 |
| 图 12 指数定期调整样本股后对冲收益机会 .....      | 17 |
| 图 13 2011 年 12 月份交易机会收益走势 .....  | 18 |

## 表 目 录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 表 1 套利策略——买入停牌股票的收益敏感性分析 .....      | 14 |
| 表 2 套利策略——卖出停牌股票的收益敏感性分析 .....      | 14 |
| 表 3 套利策略——融券卖出停牌股票的收益敏感性分析 .....    | 15 |
| 表 4 套利策略——融券买入涨停股票的收益敏感性分析 .....    | 15 |
| 表 5 2012 年 6 月份沪深 300 成分股调整预测 ..... | 19 |

证券市场的价格波动被各种各样的事件所影响，如政策导向、资金异动等宏观层面信息，个股的价格更是与上市公司所披露的诸种公告与事件息息相关，重要事件的披露对投资者情绪的影响会导致股价直接反应事件的内在价值，驱动涨跌停板。本篇专题报告意在追踪不同类型不同特征的股票事件对价格形成的驱动有何不同，进而挖掘其中存在的事件性价值，通过事件的筛选获取超额收益。

上市公司披露的事件重要性差异较大，其对股价的影响时间窗口也有所不同，事件披露的密集期亦相去较远，我们按照事件主题与投资风格的关系，将其分为长期价值型事件（如股权激励、大股东增减持等）、短期信息驱动型（如业绩预告、ETF 股票停牌等）、市场资金面驱动型（如指数成分股调整等）等几个大类。本篇报告围绕每种类型的细分事件进行深入剖析，考察其中存在的长短期投资价值。

## 1. 长期价值型事件与上市公司股价的联动分析

该类事件我们目前覆盖的子类有股权激励、上市公司大股东增减持两种。

### 1.1 股权激励的实施能够形成股价的长期上涨动力

股权激励通过经营者获得公司股权形式给予企业经营者一定的经济权利。公司股东和管理人是一种委托代理管理，在该模式下，由于信息的不对称，股东和管理人的契约难以达到有效的水平，需要依赖管理人员的“道德自律”。股权激励的意图就是尽可能的同化股东和管理人的目标，驱使公司管理人员能够更多的关心股东的利益和企业的长期价值以使股东财富最大化。目前国内常用的股权激励方式有赋予公司的高级管理人员限制性股票、股票期权和股票增值权让管理人员也成为公司的股东或潜在的股东。管理层为了能够最终兑现奖励财富，需要在指定时间内做高公司业绩，达到奖励兑现条件。这就使得公司的价值与成长性在股权激励推出后均会得到提高，我们期望参与的即是这段机会。对这类事件的关注点决定了其收益窗口会在较长时间内反映，故而重点观察一年持有期下投资收益情况。

#### ● 股权激励预案日后存在一定陷阱，资金回报可观，占用成本较大

预案公告日是该类事件的第一个公开信息，即第一个可以介入的投资时点。考虑到信息的即时性，选择预案日后第二个交易日即买入对应股票，其在随后的一年中，平均能够贡献相对沪深 300 约 10 个点左右超额收益。收益幅度在一年的持有期中随着时间的拉长呈现递增趋势，这与我们认定的事件长期投资价值逻辑相符合，而组合中个股战胜沪深 300 的胜率在 50% 上下波动，难以稳定在大概率战胜的水平上。这说明投资标的中贡献正收益的股票个数偏少，获取超额收益的关键在于部分大幅超越指数的股票上。对投资组合分析发现，预案日后的超额收益绝大部分来自最终能够实施激励计划的公司，其他阶段的公司基本只占用了资金成本却无法贡献有效收益。

#### ● 激励实施公告披露是确定性较高的投资时机

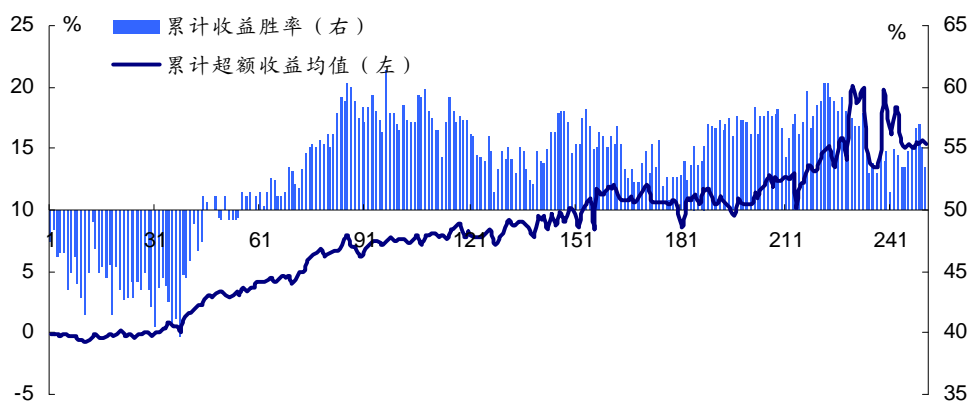
由于预案日后即投资选中的标的成功率不高，我们不妨将投资时点延后至首次实施公告披露后。时点的延后有助于我们选择真正存在价值的公司，有效降低资金占用成本，提高投资的稳定性。图 1 中列示了实施公告第二日参与投资，持有 250 天时间，在每一天股票相对同期沪深 300 的累计超额收益均值，以及每一天累计收益战胜沪深 300 的概率。

（1）实施公告后期，股票相对沪深 300 的胜率在第 40-50 个交易日后基本处于稳定上升通道，超额收益基本保持同样趋势。第 90-100 个交易日，组合的胜率达到高点，之后在 50% 之上的区间内震荡。超额收益均值在 90 个交易日之前经历一个快速上涨阶

段，之后小幅递增，在第 220 个交易日左右到达第二个高点，幅度最高约 20%。这说明将投资时点后推，依然还存在着不少超额收益空间可以介入。

(2) 实施公告公布初期，胜率没有良好表现，超额收益也没有体现。我们观察了实施公告公布前后期的股价，发现在公告公布前后各一个月的区间范围内（即围绕公告日的 2 个月左右时间），胜率持续下降，收益空间亦不具备吸引力。而时间继续前推，股价表现具有亮点，时间后推，也有参与价值。我们认为前期股票的涨幅主要缘于信息不对称，不少投资者能够提前布局，对于该类投资者，公告释放之后是较好的出货时机。本篇报告的重点是利用市场公开信息发掘投资价值，不对股权激励的公告进行预测，故而将收益考察重点放在公告之后。股票后期的涨幅，更多的来源于公司层面因素（管理层推高股价亦或是财务指标的改善吸引投资者介入），这也是投资者更能够把握的涨幅。公告日前后的平庸走势，说明从市场层面而言，股权激励实施公告的释放，对投资者并不是个短期利好消息，不建议作为短期驱动因素参与。

图 1 首次实施公告披露后股票超额收益走势



资料来源：海通证券研究所

#### ● 股权激励数量与投资收益关系不密切

股权激励的股票数量占总股本比例从直观理解应该是较为重要的参数，其或许代表着激励对象的覆盖面，或许代表奖励可能涉及的幅度大小，理应与高管的工作动力直接相关。但经过研究发现，激励数量占比在 6% 以下的上市公司分布较为均匀，其收益走势没有呈现与数量占比的单调趋势。少量激励数量在 6% 以上的样本投资回报相当可观，但其作为量化结果的支撑，样本过少导致说服力不足，该变量不作为事件的重要相关因素进行推荐。

#### ● 折价发行股权激励占比较高，在折价情况下买入后期收益更为稳定

行权价的折溢价水平对于股权激励而言是个重要因素，这直接涉及到激励对象的工作积极性从而影响公司的股价波动。历史上来看，股权激励折价发布的概率明显高于溢价发行的概率，即上市公司实行股权激励的方式倾向于允诺给管理层当前可见的收益空间，而非设定过高的行权价以鞭策管理层推动股价。

研究发现大多数股票在实施股权激励时，折溢价率集中于[-60%，60%]的区间中。对具体区间的股票表现深入剖析，发现对于溢价股票而言，溢价幅度不宜过高，过高的溢价幅度很可能会导致激励计划的最终流产，其激励管理层的初衷难以得到兑现，合理的溢价幅度对于激励对象能够形成实际动力，驱动后期股价上涨。对于折价股票而言，折价幅度则越大越好，其可见的收益空间类似“糖果”的作用，每多一分股价的上涨，



就多一分获利空间，激励效果显著。

- **股权激励标的具有小盘风格，大小盘标的股票均能战胜各自风格指数**

从历史来看股权激励的标的股票多数集中在中小板股票中，我们提取不同板块的股票，比较其相对于各自风格指数的超额收益，发现剔除风格后事件本身贡献的收益均能跑赢风格指数。这对于在不同风格组合中运用股权激励进行增强提供了良好的支撑。

- **策略指数年化收益 45%，夏普值 1.24**

根据上述分析，可以确定股权激励是具有长期投资价值的驱动型事件，最好的介入时点为实施公告公布之后，投资标的锁定在真正能够兑现奖励的公司。对其构建策略指数跟踪，规避实施公告公布初期的股价蛰伏期后买入股票，持有 9 个月退出，策略年化收益高达 45%，夏普值 1.24。自 2006 年 8 月份以来，跑赢沪深 300 约 620%。

## **1.2 大股东增持在长期战略持有及短线情绪驱动下均有良好表现**

大股东增持公司股票与股权激励类似，是一个长期利好消息，主要是由于股东大幅增持公司股票，代表其极有可能对公司未来有系统性的战略规划等，故而对后期的股价有足够信心。投资者在大股东增持股票之后介入股票，等于共同分享公司后期的成长机会，尽量与股东利益一体化。利好消息的释放总是伴随着市场的情绪炒作，大股东增减持也同样。当前市场上对股东增减持事件的高度关注进一步放大了其在股价上造成的短期影响，我们由此也发现了大股东增持这类事件在短线操作以及长期价值投资的角度而言，均有较好表现。本事件的另一大特征是发生频率高，每年基本都有 1000 次以上的增减持发生，参与机会较多，基本达到日频交易。

- **增持股票表现显著强于减持股票，短线投资两周为界，长线持有建议一年**

从 2007 年至 2011 年，增持股票相对于沪深 300 的超额收益都大于减持股票相对于沪深 300 的超额收益。短期来看，增持和减持股票组合相对于沪深 300 的超额收益都在第 14 个自然日（也就是两周时间）到达最大，之后衰减。长期来看，我们将各个年度发生的大股东增减持事件汇总，长期的总体超额收益持续上升至一年到三年时间不等，建议长线持有期为一年。我们重点分析增持股票组合细分类别对股价的影响，并将比较有代表性的细分类别在之后列举。

- **高管/个人增持构成的股价动力强于公司增持**

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

图 2 增减持主体的不同对股票收益的影响

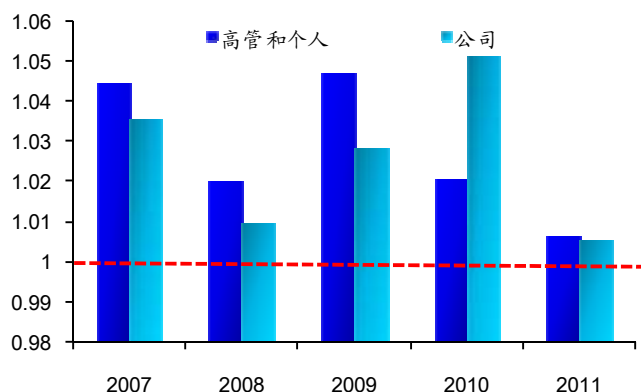
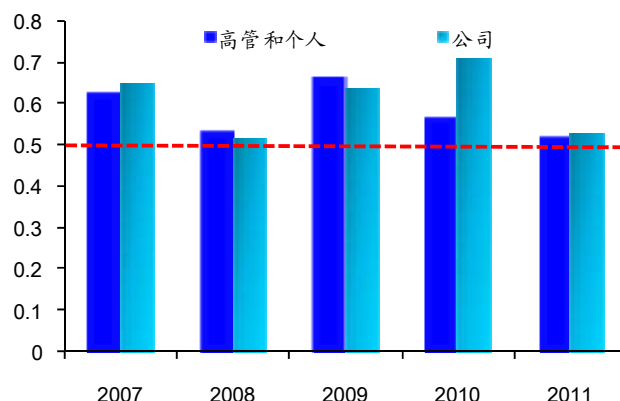


图 3 增减持主体的不同对股票胜率的影响



资料来源：海通证券研究所

高管和公司两类股票组合各个年度相对于沪深 300 的胜率都大于 50%，小于 75%，除了 2010 年公司增持组合强于高管增持组合的超额收益，其他年份公司增强组合都略弱于高管组合。而两者战胜市场的胜率大体来说公司组合的胜率大于高管组合的胜率。综合来看，我们认为高管增持能够更多的反映公司未来的利好消息，一方面是缘于公司未来业绩直接掌握在高管手中，另一方面因为股价未来的波动直接与高管的资金收益相关，而公司增持则蕴含着较复杂的信息，与股价的关联不如高管增持简单明确。

#### ● 增持幅度大，股价驱动大

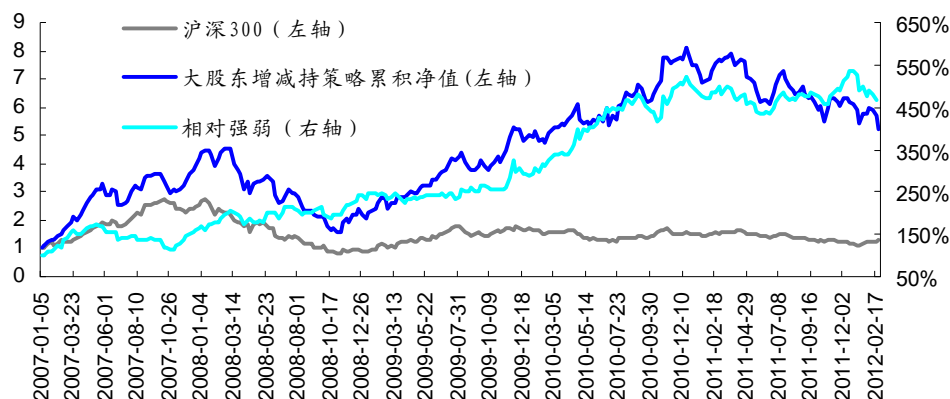
从增持变动数量占流通股比例的角度对事件进行分析。我们将 2007 年至 2011 年变动占比数据汇总，按照分位点将其分为 5 类，0.2 分位点、0.4 分位点、0.6 分位点、0.8 分位点和 1 分位点。从超额累积净值和相对于沪深 300 的胜率来看，0.8 分位点的组合综合表现最佳，1 分位点的组合实际包含标的变动范围大，增持变动比例数据分布比较分散，含有不少极值情况，表现很不稳定。最后将 0.8 分位点列为我们后序策略构建的标准之一。

#### ● 策略没有明显的牛熊市偏好，年化收益 36%

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

首先我们将资金等分为两个账户，第一个账户的开仓时点是单周的周一开盘，平仓时点是双周周五的收盘。第二个账户的开仓时点是双周周一开盘，平仓时点是单周周五的收盘。即我们的每个账户的持有期是两周，而每个账户的股票组合为开仓前三天内公告的股东持股占比较低或增持变动比例较大的股票，最多不超过 5 只。每次的双边交易费用设为 0.3%，回溯了 2007 年至今的股票收益情况，如下图所示。（这里我们主要跟踪短期持有的策略走势，缘于长期持有策略在投资者真正运用时，难免受到情绪影响以致难以完全遵从策略指令持有一年，故而主要以持有期为两周的策略结果进行展示。）

图 4 大股东增减持策略 VS 沪深 300



资料来源：海通证券研究所

2007 年以来策略表现良好，扣除手续费后，5 年相对于沪深 300 的超额收益为 470%，累积收益为 590%，年化收益率 36%，信息比率为 0.6。策略在 2007 年和 2011 年表现不稳定，2008 至 2010 年表现良好，相对强弱指数的最大回撤发生在 2007 年 10 月份为 34%，2008 年至今最大回撤发生在 11 年 6 月份为 17%。2007 年后期，市场处于罕见的普涨大牛市行情，而在牛市中，投资者对于各类信息都极其敏感，各种事件都可能构成股票上涨驱动因素，在这样较为极端的行情下，单一的追踪一类利好信息，很难超越市场获取大幅超额收益。2011 年 6 月份策略发生了第二次较大回撤，这一时点经历了 2010 这一市场震荡没有明显行情的时期之后，2011 年上半年指数又处于下跌周期中，这与 2008 年的熊市行情存在着较大差异。2008 年是牛市过后的下跌期，投资者在悲观情绪的引导下，希望寻求基本面有明确利好的消息作为支撑，高管增持在一定程度上能够体现高管对于企业利润增厚的信息，这对于投资者而言无疑是一种安慰，故而策略在 2008 年的表现可圈可点。而 2011 年则是在大盘三年熊市区间，这种徘徊不前的走势会形成投资者的惰性心理，对各种信息事件都反映不充分，也是导致策略在 2011 年后期失效的原因。在剩余的较长样本时间上，策略基本能够稳定战胜指数，超额收益比较显著。

## 2. 短期信息驱动策略分析

短期的刺激事件一般而言对股价的影响在短期内即反应完毕，难以带动公司股价的长期趋势，这类事件我们覆盖了以下几种：业绩预告及快报的披露、年报高送转行情、ETF 相关成分股停牌构成的套利机会。

### 2.1 业绩快报具有较高的短线参与价值

上市公司在财报披露前会相继对未来财季盈利状况进行预测，发布盈利预告，当完整财季结束之后、正式季报披露之前提前公告上个财季的盈利情况，发布业绩快报。两类公告的涉及期一般而言以季度为基准，公布最近一个季度的盈利情况，其对于股价的影响时间窗口不会过长。尤其是对于业绩快报而言，公告之后最快可能几个交易日后即发布正式财报，其内容基本在一周甚至更短的时间内就在股价上反应完毕。研究发现市场对于这类公告的披露具有一定的反映，主要是投资者对于盈利类公告的关注较高，情绪的影响必然会传导到投资操作上。对于这类事件，我们设定了快报的收益观察窗口为一周，预告的观察窗口最长不超过 2 个月。

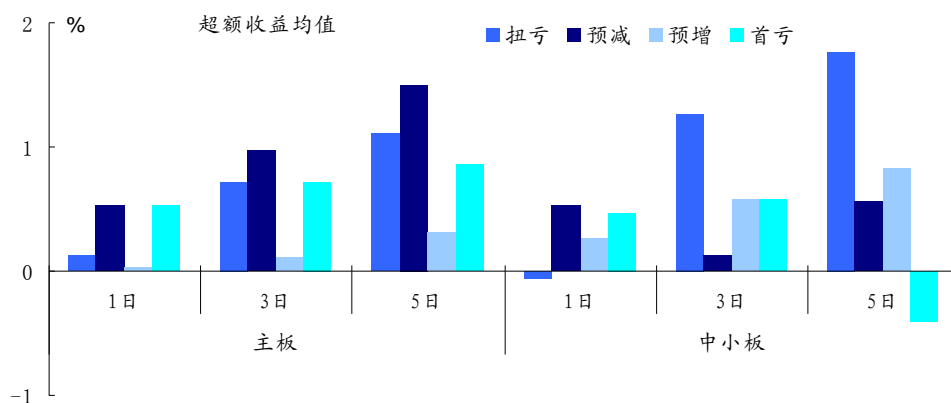


### ● 业绩快报具有显著板块效应，中小板股票对业绩敏感度高

图 5 中列示了不同类型的业绩快报公布后第二个交易日买入股票，分别持有 1、3、5 个交易日后退出相对于沪深 300 的超额收益分布。扭亏、预增、预减、首亏这四类公告的样本量最多，得到的量化结果可靠性有保障，我们主要分析这四类公告的投资价值。在主板股票中，预减、扭亏公告超额收益的均值和中位数表现与胜率一致：预减公告的胜率、超额收益均值以及中位数表现都优于扭亏公告；首亏公告公布后却不一定伴随着股价的即时下跌，表现甚至强于预增公告。主板股票的业绩走势并不与业绩快报内容的利好利空呈现单调趋势。预减、扭亏两类公告都具有投资价值。

相对而言，中小板股票对于业绩快报的敏感度高于主板股票，表现在：业绩发生质的反转的扭亏公告超额收益表现最为突出；预增公司的表现强于主板股票，随着公告公布后投资者的逐渐介入推高超额收益，后期逐步超越预减公司；首亏公告公布后，超额收益以及胜率都随着时间递减，但在主板中预增和首亏公告并没有显著特征。这说明投资者在投资中小板股票时，对上市公司过往业绩的关注度明显强于主板公司。在主板股票中，未来的业绩增长性相对而言扮演着更为重要的角色，历史盈利状况对股价影响非常小。

图 5 业绩快报在不同板块中的收益分析



资料来源：海通证券研究所

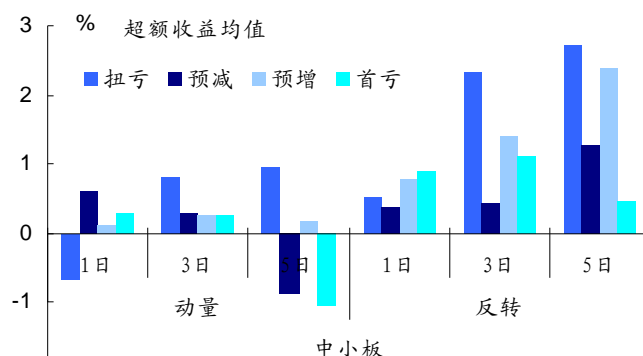
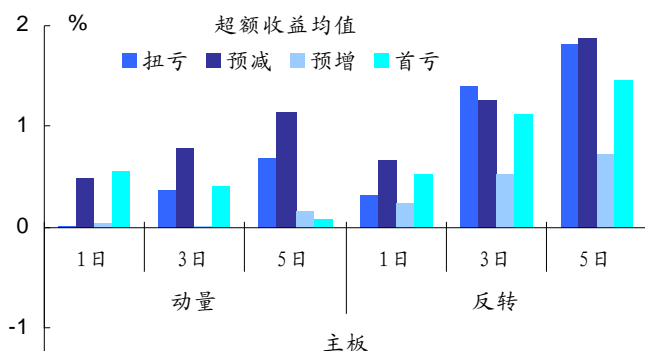
### ● 业绩快报在主板、中小板中均有显著反转效应

投资者在投资公告类事件时，存在公告内容是否在公布前已在股价上有所反应的疑虑，我们在前期报告中针对这一疑虑采用了动量反转指标进行解决。发现多数公告存在一定共性：前期已经有显著超额收益的股票组合，其后期表现总是弱于前期走弱的组合（即反转效应）。这里我们在不同板块中也进行了动量反转分析。动量反转的定义如下：公告公布前 5 个交易日，股票收益 > 上证指数，即为动量组合，股票收益 < 上证指数，即为反转组合。

对于主板而言，反转效应显著存在。（1）预增公告对于选股而言基本没有价值，但经过反转指标进行区分后，虽然难以战胜扭亏和预减公告，但超额收益明显有大幅提升。（2）扭亏、首亏公告的动量组合胜率难以超越 50%，反转组合的胜率和收益遥遥领先于动量。（3）预减公告在主板中走强态势非常明显，动量组合尽管跑输反转，依然可以看到其胜率维持在 50% 之上，超额收益均值也较为可观，可见主板股票在预减公告公布利空出尽之后，大概率会有短线反弹的机会。

图 6 主板快报的动量反转效应

图 7 中小板股票的动量反转效应



资料来源：海通证券研究所

在中小板中，反转指标的有效性得到进一步的验证。（1）首亏、预减这两类利空公告的动量组合胜率和收益均值随着时间累积显著下降，但前期的收益并不会在 1-2 日内迅速消失，给了投资者一定的时间进行操作，反转组合跑赢动量，而表现不如预增和扭亏这两种利好消息。（2）预增公告反转组合在中小板中的表现可圈可点，5 日持有期上，超额收益均值可以和扭亏组合相媲美，虽然 60% 的胜率相比扭亏 80% 的胜率逊色不少，但由于扭亏公告总共仅有 60 余条样本量，而预增有 400 余条样本，60% 的胜率可靠性更强。（3）扭亏公告表现类似于主板的预减公告，走强态势在动量和反转组合中都有体现。综合来看，中小板股票对于历史业绩的敏感性也得到了验证。

#### ● 业绩预告标的，重点关注中小板预增公告，反转效应依然适用

本节的考察标的为财季结束前上市公司发布的未来经营状况的业绩预告。该类标的与前面章节中的业绩快报性质有所不同，其一是对未来盈利状况的提前预期，相比而言不确定性更高；其二该类公告相对所预测财季公布时间较早，对股价的影响时间可能更长，如延续至一个月甚至是直至财季结束后或是季报正式公布后。考虑到这两点，也考虑到对于大机构而言过短的持有期难以操作，本节针对业绩预告我们将考察其在较长的时间窗口中对股价的影响。我们观察了持有 20 个交易日、40 个交易日以及持有到公告对应财季结束日期的收益表现。

在主板股票中，业绩预告对于选股无效，没有规律可循，可见投资者对于未来盈利状况的不确定性有较多担心，并不会完全根据盈利预告进行投资，利好或者利空消息都不一定伴随着股价的同向变化。

在中小板中，观测样本量较多的预增、预减、首亏、续赢、略增和略减公告，我们其一可以看到反转效应，其二看到股价的表现与盈利预测内容基本呈现单调性。预增公告的反转组合表现最好，持有期最长为 40 个交易日时胜率为 65% 左右，超额收益达到 8 个点。续赢和略增公告表现次之，能获得 60% 左右的胜率以及 4 到 6 个点的超额收益。首亏公告无论前期走势如何，后期股价走势难以战胜市场。以上几个现象与在上部分中发现的业绩快报的表现一致，中小盘股票对于上市公司的业绩敏感度较高。此外，最长持有 20 个交易日的表现不如更长的持有期，我们建议持有 30-40 个交易日。

#### ● 不同公告市场适用性有所区别，总策略年化收益 45%

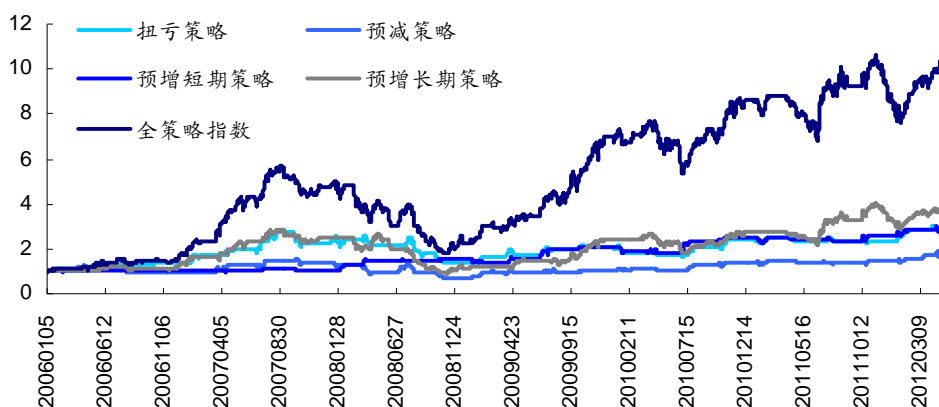
我们构建了对应的策略指数：分别为主板扭亏反转指数，主板预减反转指数，中小板短期预增反转指数，中小板长期预增反转指数，以及全策略指数。分别跟踪：扭亏业

绩快报的反转股票组合，买入后持有 5 个交易日；主板股票预减快报的反转组合，持有 5 个交易日；中小板股票预增快报的反转组合，持有 5 个交易日；中小板股票预增盈利预告的反转股票，持有日为  $\min(30 \text{ 个交易日}, \text{持有至财季结束期})$ ；全策略指数为上述四个策略组合的合集，买入时点均为公告后的第二日，卖出时点与上述四个策略指数中的卖出时点一致，所有股票都采用等权重加权。图 8 中为 5 只策略指数自 2006 年 1 月开始的走势，当没有股票可交易的时候，策略净值保持不变。

全策略指数对所有策略进行了中和，最大跌幅和最大涨幅都不会超越任何一个指数的最大涨跌幅，较为保险的策略使得该指数 2006 年至今累积了最高的策略净值。（1）预增反转的短期组合基本没有经历过大幅下跌，在 2008 年的熊市中，策略不仅累积了超额收益，也获得了正的绝对收益，其他三只策略指数在熊市中都难以获得正收益。但预增反转短期组合在牛市和震荡市中的表现不如预增反转长期组合，该组合波动最大，具备高  $\beta$  特征，在牛市和震荡市中表现相当引人注目。从样本股来分析，长期组合中为预期未来盈利增长的股票组合，在市场趋势向好或者不明朗的情况下，投资者对于未来的利好预期会给予正向反应。而在熊市中，投资者对于上市公司未来的盈利预告反应不敌市场消极情绪的影响，业绩预告难以推动股价逆势而上，反而是确定性的业绩增长（即历史业绩的确认）对于投资者的吸引力更高。这反映了投资者在大环境向好时愿意接受不确定的上涨预期，情绪较为激进，但在环境萧条时普遍采取保守策略。（2）预减反转和扭亏反转策略表现相对中庸，没有极大的涨跌幅，策略的稳定性较好。

对比策略与沪深 300 的相对强弱。策略在 2007 年以及 2008 年战胜市场幅度较小，绝大部分的超额收益来自于 2009 年之后。这与市场上的大小盘轮动有着密切关系，自 2009 年以来，小盘股较长时间都处于风格领先优势，我们的全策略指数中，仅预减反转策略和扭亏反转策略中包含了主板股票，另外两只策略标的都仅限于中小板股票，这就使得全策略指数在小盘风格领先的市场环境中会有更为突出的表现。当然这并不说明当风格轮动出现大盘走强时策略就会跑输指数，如 2011 年 9 月份以来，市场出现了短期的风格切换，9、10 月份大盘股显著战胜小盘，全策略指数保持着战胜市场的走势。策略自 2006 年以来年化收益 45.16%，夏普值 1.21，累计战胜沪深 300 约 740%。

图 8 业绩预告/快报策略走势



资料来源：海通证券研究所

## 2.2 提前布局，把握年报高送转行情

“高送转”是指大比例送红股或大比例以资本公积金转增股本，一般 10 送或转 5 以才定义为高送转。如每 10 股送 6 股、每 10 股转增 8 股或每 10 股送 5 股转增 5 股等。上市公司选择“高送转”方案，一方面表明公司对业绩的持续增长充满信心，公司正处于快速成长期，有助于保持良好的市场形象，另一方面一些股价高、股票流动性较差的

公司，也可以通过“高送转”降低股价，增强公司股票流动性。因此，我国股票市场存在很显著的“高送转”效应，即在上市公司发布“高送转”预告前后，股票常常会有显著的超额收益。本文旨在预测可能发生高送转的股票，提示事件性的投资机会，以供投资者参考。

### ● 高送转股票具有低股本、高股价、高成长的特征

2006 年以来，每年发生高送转的股票数量基本维持逐年增加的趋势（除 2008 年数量有所减少）。从股本规模来看，高送转股票的总股本平均在 4 亿股左右，而从分位数角度来看，85% 高送转的股票的总股本都在 6 亿股以下。这与经验判断一致，因为股本越小的上市公司，股本扩张的意愿就更强。

近年来，高成长性的中小盘股票逐渐成为高送转队伍的主力军。在 2006 年以来高送转股票中，中小板和创业板的股票占比越来越高，这一占比在 2006 年至 2010 年分别为 21%、35%、45%、56% 和 76%，每年都能有 10% 以上的稳定增加，而中小板和创业板的股票大多具有较高的股价。此外，高送转的股票成长性普遍较好，2006 年至 2010 年，高送转股票的扣非后净利润平均增速分别为 68%、112%、94%、168% 和 146%。

此外，转增股是指用公司的资本公积金按权益折成股份转增，而送股是用公司的未分配利润以股利形式送股。因此，高送转股票往往具有较高的每股收益、每股净资产、每股资本公积、每股未分配利润和每股现金流。这些指标整合在一起，成为了预测高送转股票的有效工具。

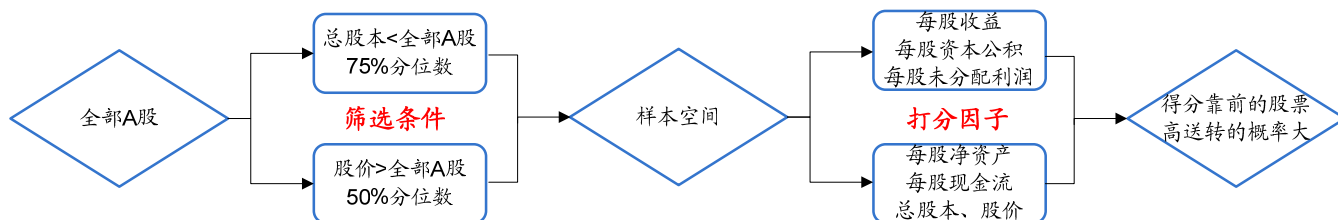
### ● 高送转股票预测模型的搭建

我们的预测模型分为两个部分：样本股的筛选和因子打分环节。

样本股的筛选：根据我们前面的分析，绝大多数高送转股票都具有股本小、股价高、成长性高业绩增速快等特点。于是我们以全部 A 股为对象，剔除总股本在 75% 分位数以上、股价在 50% 分位数以下的股票，剩余的股票作为我们的样本空间，以避免预测过程中过多的噪音。

因子打分环节：设定每股收益、每股净资产、每股资本公积、每股未分配利润、每股现金流、总股本和股价这 7 个因子为打分因子（由于股本越小扩张的意愿就更强，便于处理，总股本指标取负数），针对每个因子将样本空间中的股票进行打分，最后将股票在各个因子上的得分加总，得分越高的股票我们预测其发生高送转的可能性越大。预测模型的具体流程如图 9：

图 9 高送转预测模型



资料来源：海通证券研究所



### ● 高送转股票预测模型有效性高，命中概率大

我们针对每年的年报行情预测高送转事件，为了提前布局，增强操控性，我们财务数据来源均是以当年的三季报为准，股本和股价以当年最后一个交易日为准。依据我们的筛选规则，每年我们选出得分靠前的 50 只股票作为参考组合，当参考组合中的股票在当年年报实施 10 送转 5 股或以上时，我们认为预测正确。

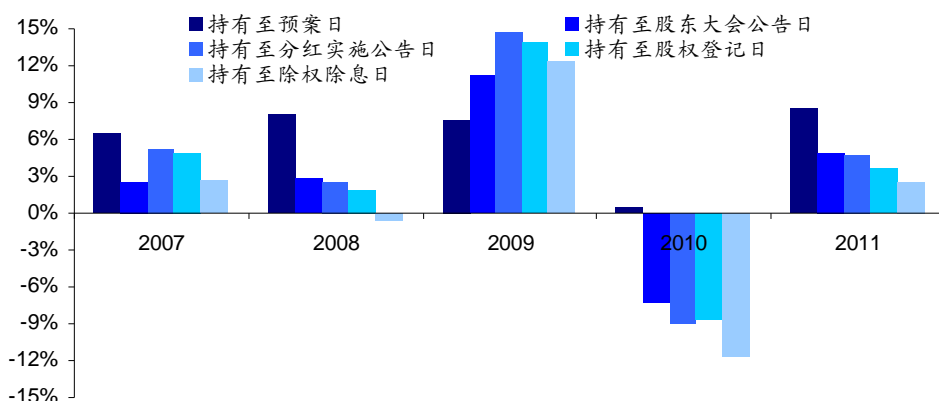
2007-2011 年的年报行情中，50 只股票的命中率分别为 72%、40%、60%、94%、82%。2008 年度的低命中率原因是市场环境导致，2008 年经历了大幅下跌之后，多数公司股价都已处在非常低的区间中，送转动力必然不充分，导致了年度命中率较低。综合来看，模型得分越高的股票，其送转概率越高，5 年中得分最高的 10 只股票平均中率高达 82%，50 只股票平均中率为 70%，这也印证了我们打分模型的有效性。

### ● 提前布局，预案公告当日退出是最有效的投资周期

根据每年预测的高送转股票构建投资策略，在每年一月份的最后一个交易日建仓，买入 50 只股票。可以考虑的退出时点有几个公告日供选择：预案公告日、股东大会日、分红实施公告日、股权登记日、除权除息日。其中最重要的为预案公告日，因为这是送转预案的首次公开披露。图 10 中列示了持有到不同时间退出，策略组合中股票相对沪深 300 的超额收益情况。除去 2009 年，其他年份中持有至预案日即退出总是能够获取最高超额收益，收益水平在随后的时间中呈现递减趋势，说明了这类事件提前布局参与的重要性。2009 年的异常表现，缘于 2009 年的年报行情参与时点为 2010 年年初，2010 年初是小盘股大幅走强的时段，其风格带动组合在 2、3 月份相对沪深 300 持续走强，并不单纯受到预案公告的影响。

由于高送转具有高度时间集中性，需要在固定时段占用资金。我们测算了持有至预案日退出的占用时间，在 30-40 个交易日不等，相对于这段时间能够获取的超额收益（以 2012 年年初行情为例，平均超额收益为 8.45%），策略性价比相当之高。随后我们将在每年的 1 月最后一个交易日预测股票，发布跟踪报告披露。

图 10 高送转策略持有至不同时间退出的平均超额收益



资料来源：海通证券研究所

## 2.3 ETF 事件套利研究

众所周知，跌停的股票很难卖出，涨停的股票很难买进，而停牌的股票更是没有办法进行交易。股票市场的变化总是超乎人们的预期，利空（好）消息放出，常常是多个跌（涨）停连续出现，而这时卖出（买入）相应的股票是很困难的，然而若相应的股票



是 ETF 的成分股，我们则可以变相买入（卖出）相应的股票。本节详细介绍了如何通过一、二级市场和融券机制买入（卖出）停牌（涨跌停）的股票，并对套利收益率进行了敏感性分析。

#### • ETF 套利事件参数说明

进行 ETF 套利会涉及到较多参数以及费用，我们如下考虑：

- 1) ETF 买卖佣金——上交所 3bp，深交所 4-5bp，记为  $d_1$
- 2) 股票、ETF 买卖冲击成本——10bp，记为  $d_2$
- 3) 股票买卖佣金——10bp，记为  $d_3$
- 4) 股票卖出印花税——10bp，记为  $d_4$
- 5) 融券年化利息——9.1%，按日利息 2.5bp ( $9.1\%/365$ ) 收取，记为  $d_5$
- 6) ETF 申购赎回费——不收取费用
- 7) 融券保证金比例——50%，记为  $c$
- 8) 停牌（涨/跌停）股票占相应指数中的权重——记为  $w$
- 9) ETF 中股票现金替代比例——10%，记为  $q$
- 10) XX 股票在停牌（涨/跌停）期间的涨跌幅为  $r$
- 11) 操作时点 XXETF 的最新参考净值为  $S$

其后计算套利收益的敏感度时，我们均按照上述费用或资金比例进行测算。

#### • ETF 一二级市场套利——买入停牌股票

情形一：XX 股票停牌（XX 股票是 YYETF 成分股），预期复牌后股价将大涨，利用一、二级市场买入停牌的 XX 股票。

操作方法：在二级市场买入 YYETF，立刻在一级市场赎回 YYETF，取回相应的一篮子股票，卖出除 XX 股票以外的其他股票，保留 XX 股票。

注意事项：若 XX 股票“必须现金替代”，那么赎回时基金公司将返还给 XX 股票对应时点价格的现金，而无法得到 XX 股票，导致套利无法完成。

表 1 中对股票在 ETF 中所占权重以及预计股票涨跌幅对套利策略的收益敏感性分析。

表 1 套利策略——买入停牌股票的收益敏感性分析

| 权重\涨幅 | 5%     | 10%    | 15%    | 20%    | 25%    | 30%    | 35%    | 40%    | 45%    | 50%    |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 0.50% | -0.33% | -0.31% | -0.28% | -0.26% | -0.24% | -0.21% | -0.19% | -0.16% | -0.14% | -0.11% |
| 1.00% | -0.31% | -0.26% | -0.21% | -0.16% | -0.11% | -0.06% | -0.01% | 0.04%  | 0.09%  | 0.14%  |
| 1.50% | -0.28% | -0.21% | -0.14% | -0.06% | 0.01%  | 0.09%  | 0.16%  | 0.24%  | 0.31%  | 0.39%  |
| 2.00% | -0.26% | -0.16% | -0.06% | 0.04%  | 0.14%  | 0.24%  | 0.34%  | 0.44%  | 0.54%  | 0.64%  |
| 2.50% | -0.24% | -0.11% | 0.01%  | 0.14%  | 0.26%  | 0.39%  | 0.51%  | 0.64%  | 0.76%  | 0.89%  |
| 3.00% | -0.21% | -0.06% | 0.09%  | 0.24%  | 0.39%  | 0.54%  | 0.69%  | 0.84%  | 0.98%  | 1.13%  |
| 3.50% | -0.19% | -0.01% | 0.16%  | 0.34%  | 0.51%  | 0.69%  | 0.86%  | 1.03%  | 1.21%  | 1.38%  |
| 4.00% | -0.16% | 0.04%  | 0.24%  | 0.44%  | 0.64%  | 0.84%  | 1.03%  | 1.23%  | 1.43%  | 1.63%  |
| 4.50% | -0.14% | 0.09%  | 0.31%  | 0.54%  | 0.76%  | 0.98%  | 1.21%  | 1.43%  | 1.66%  | 1.88%  |
| 5.00% | -0.11% | 0.14%  | 0.39%  | 0.64%  | 0.89%  | 1.13%  | 1.38%  | 1.63%  | 1.88%  | 2.13%  |

资料来源：海通证券研究所

### • ETF 一二级市场套利——卖出停牌股票

情形二：XX 股票停牌（XX 股票是 YYETF 成分股），预期复牌后股价将大跌，利用一、二级市场卖出停牌的 XX 股票。

操作方法：在二级市场买入除 XX 股票以外的其他股票，用现金（加 10% 的溢价）替代 XX 股票一起申购 YYETF，立即在二级市场卖出 YYETF，等 XX 股票复牌后基金公司按复牌后的价格代为买入，替代的现金多退少补。

注意事项：若 XX 股票“禁止现金替代”，那么申购 YYETF 时基金公司不接受现金替代 XX 股票，从而导致套利无法完成。

表 2 套利策略——卖出停牌股票的收益敏感性分析

| 权重\涨幅 | 5%     | 10%    | 15%    | 20%    | 25%    | 30%    | 35%    | 40%    | 45%    | 50%    |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 0.50% | -0.33% | -0.31% | -0.28% | -0.26% | -0.24% | -0.21% | -0.19% | -0.16% | -0.14% | -0.11% |
| 1.00% | -0.31% | -0.26% | -0.21% | -0.16% | -0.11% | -0.06% | -0.01% | 0.04%  | 0.09%  | 0.14%  |
| 1.50% | -0.28% | -0.21% | -0.14% | -0.06% | 0.01%  | 0.09%  | 0.16%  | 0.24%  | 0.31%  | 0.39%  |
| 2.00% | -0.26% | -0.16% | -0.06% | 0.04%  | 0.14%  | 0.24%  | 0.34%  | 0.44%  | 0.54%  | 0.64%  |
| 2.50% | -0.24% | -0.11% | 0.01%  | 0.14%  | 0.26%  | 0.39%  | 0.51%  | 0.64%  | 0.76%  | 0.89%  |
| 3.00% | -0.21% | -0.06% | 0.09%  | 0.24%  | 0.39%  | 0.54%  | 0.69%  | 0.84%  | 0.98%  | 1.13%  |
| 3.50% | -0.19% | -0.01% | 0.16%  | 0.34%  | 0.51%  | 0.69%  | 0.86%  | 1.03%  | 1.21%  | 1.38%  |
| 4.00% | -0.16% | 0.04%  | 0.24%  | 0.44%  | 0.64%  | 0.84%  | 1.03%  | 1.23%  | 1.43%  | 1.63%  |
| 4.50% | -0.14% | 0.09%  | 0.31%  | 0.54%  | 0.76%  | 0.98%  | 1.21%  | 1.43%  | 1.66%  | 1.88%  |
| 5.00% | -0.11% | 0.14%  | 0.39%  | 0.64%  | 0.89%  | 1.13%  | 1.38%  | 1.63%  | 1.88%  | 2.13%  |

资料来源：海通证券研究所

需要注意的是，在情形一中，投资者可以持有 XX 股票直至 XX 股票涨到目标幅度，而在情形二中，股票复牌后基金公司会在短期内买入 XX 股票，所以复牌后的跌幅一般不大，实际操作中想获得套利正收益很困难。在一二级市场套利策略中，每次操作完成后都可以立即获得大部分的初始投入资金，我们可以反复操作以增加收益。

### • 利用融券机制套利——卖出跌停股票

情形三：XX 股票连续一字跌停（XX 股票是 YYETF 成分股），通过融券卖出 YYETF，买入其他成分股变相卖出 XX 股票。

操作方法：融券卖空 YYETF，同时根据 YYETF 成分股比重买入除 XX 股票外的其它股票，等待 XX 股票打开后买入和之前购入的股票一起申购 YYETF 还券结算。

注意事项：一字跌停打开后我们就立刻买入 XX 股票，因此 XX 股票在跌停期间的跌幅为  $r = 1 - 0.9^n$ ，其中 n 为跌停天数。另外，融券需要支付保证金和利息，这在一定程度上降低了套利收益。

表 3 套利策略——融券卖出停牌股票的收益敏感性分析

| 权重\涨幅 | 5%     | 10%    | 15%    | 20%    | 25%    | 30%    | 35%    | 40%    | 45%    | 50%    |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 0.50% | -0.20% | -0.19% | -0.18% | -0.17% | -0.17% | -0.16% | -0.16% | -0.16% | -0.17% | -0.17% |
| 1.00% | -0.17% | -0.13% | -0.09% | -0.06% | -0.03% | -0.01% | 0.01%  | 0.03%  | 0.04%  | 0.05%  |
| 1.50% | -0.14% | -0.06% | 0.00%  | 0.06%  | 0.11%  | 0.15%  | 0.19%  | 0.22%  | 0.24%  | 0.27%  |
| 2.00% | -0.10% | 0.00%  | 0.09%  | 0.17%  | 0.24%  | 0.31%  | 0.36%  | 0.41%  | 0.45%  | 0.49%  |
| 2.50% | -0.07% | 0.06%  | 0.18%  | 0.29%  | 0.38%  | 0.47%  | 0.54%  | 0.60%  | 0.66%  | 0.71%  |
| 3.00% | -0.04% | 0.13%  | 0.27%  | 0.41%  | 0.52%  | 0.62%  | 0.72%  | 0.80%  | 0.87%  | 0.93%  |
| 3.50% | 0.00%  | 0.19%  | 0.37%  | 0.52%  | 0.66%  | 0.78%  | 0.89%  | 0.99%  | 1.08%  | 1.15%  |
| 4.00% | 0.03%  | 0.26%  | 0.46%  | 0.64%  | 0.80%  | 0.94%  | 1.07%  | 1.18%  | 1.29%  | 1.38%  |
| 4.50% | 0.06%  | 0.32%  | 0.55%  | 0.75%  | 0.94%  | 1.10%  | 1.25%  | 1.38%  | 1.50%  | 1.60%  |
| 5.00% | 0.10%  | 0.38%  | 0.64%  | 0.87%  | 1.08%  | 1.26%  | 1.43%  | 1.58%  | 1.71%  | 1.83%  |

资料来源：海通证券研究所

#### ● 利用融券机制套利——买入涨停股票

情形四：XX 股票连续一字涨停（XX 股票是 YYETF 成分股），通过买入 YYETF、融券卖出其他成分股变相买入 XX 股票。

操作方法：买入 YYETF，同时根据 YYETF 成分股比重融券卖空除 XX 股票外的其它股票，等待 XX 股票打开后赎回 YYETF，归还除 XX 股票外的其他股票，卖出 XX 股票锁定收益。

注意事项：一字涨停打开后我们就立刻赎回 ETF 并卖出 XX 股票，因此 XX 股票在涨停期间的涨幅为  $r = 1.1^n - 1$ ，其中 n 为涨停天数。另外，融券需要支付保证金和利息，这在一定程度上降低了套利收益。

表 4 套利策略——融券买入涨停股票的收益敏感性分析

| 权重\涨幅 | 5%     | 10%    | 15%    | 20%    | 25%    | 30%    | 35%    | 40%    | 45%   | 50%   |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 0.50% | -0.27% | -0.25% | -0.23% | -0.20% | -0.17% | -0.13% | -0.09% | -0.04% | 0.02% | 0.08% |
| 1.00% | -0.24% | -0.18% | -0.12% | -0.04% | 0.04%  | 0.13%  | 0.23%  | 0.34%  | 0.47% | 0.61% |
| 1.50% | -0.20% | -0.11% | -0.01% | 0.11%  | 0.24%  | 0.39%  | 0.55%  | 0.72%  | 0.92% | 1.14% |
| 2.00% | -0.17% | -0.04% | 0.10%  | 0.27%  | 0.45%  | 0.64%  | 0.86%  | 1.11%  | 1.38% | 1.68% |
| 2.50% | -0.14% | 0.03%  | 0.22%  | 0.42%  | 0.65%  | 0.90%  | 1.18%  | 1.49%  | 1.83% | 2.21% |
| 3.00% | -0.10% | 0.10%  | 0.33%  | 0.58%  | 0.86%  | 1.16%  | 1.50%  | 1.88%  | 2.29% | 2.75% |
| 3.50% | -0.07% | 0.17%  | 0.44%  | 0.74%  | 1.06%  | 1.43%  | 1.83%  | 2.27%  | 2.75% | 3.29% |
| 4.00% | -0.04% | 0.24%  | 0.55%  | 0.89%  | 1.27%  | 1.69%  | 2.15%  | 2.66%  | 3.22% | 3.83% |
| 4.50% | 0.00%  | 0.31%  | 0.66%  | 1.05%  | 1.48%  | 1.95%  | 2.47%  | 3.05%  | 3.68% | 4.38% |
| 5.00% | 0.03%  | 0.39%  | 0.78%  | 1.21%  | 1.69%  | 2.22%  | 2.80%  | 3.44%  | 4.14% | 4.92% |

资料来源：海通证券研究所

### 3. 市场资金面驱动型策略

市场资金面驱动的事件我们主要覆盖了指数成分股调整。随着股票市场的日益发展，指数基金作为便捷的趋势性投资工具，其规模在近几年以来得到迅速扩大。2009 年之后，基金的规模 and 个数的扩张速度较之前有着大幅提升。由于指数基金的标的样本股存在交集，调仓时间也相对集中，那么这些大规模的资金在进行交易运作时，很可能对于小额投资者存在着交易型投资机会。本篇报告意在对此进行挖掘，寻找当指数样本股发生变化时，即指数基金需要进行大规模调仓时，变化的样本股标的中是否有超额收益或绝对收益。

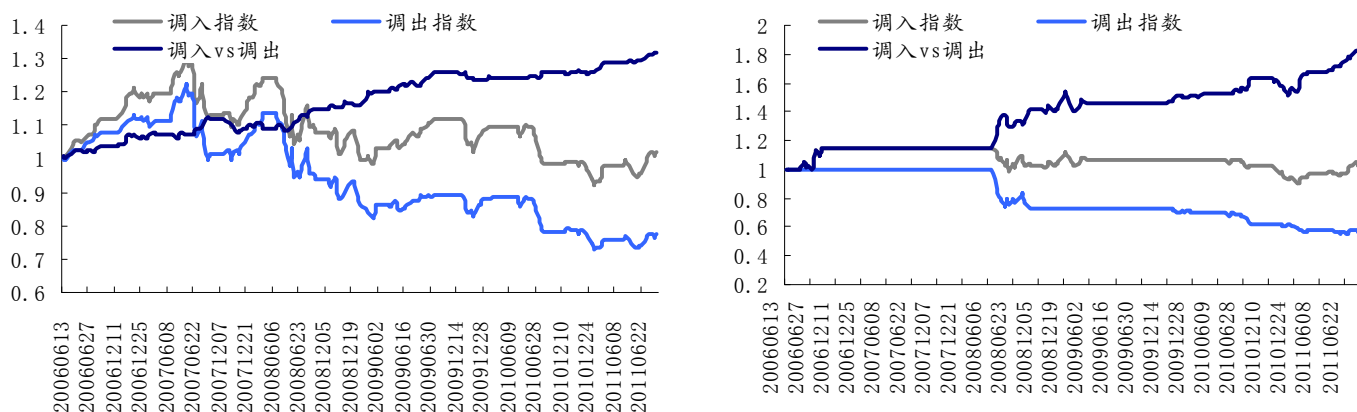
#### 3.1 指数调整成分股公布后股票收益走势

由于指数基金调仓时间集中，追随基金的资金流动参与调整成分股机会，可以等待指数公司公布后介入。买入时点选择在调整公告公布后第二日构建组合，卖出时点选择在指数生效前一天平仓。对调入调出股票的选择分为两类，一是全部调整样本股；二是前期交易量相对调仓即将产生的交易量明显不活跃的股票品种，这类标的由于前期交易相对较为清淡，后期基金调仓产生的大额交易量会使成交量与历史走势发生一定偏差，这种偏差在价格上的反应很可能与其他交易量走势平滑的股票有所不同，故而将其区别对待。我们对第二类标的的划分标准为：估算交易用时大于三天，即估算出的基金调仓交易量/前期日均股票成交量  $> 3$  天。

##### ● 指数调整后的绝对收益机会

一般认为调入的股票后期大单买入可能会对股价构成上涨动力，这种动力能否使得股票突破大盘走势，在不同的市场环境都能够获取绝对收益？在图 11 中分别列示了自 2006 年年中之后，调入调出股票构建的组合净值走势。左图中为全部调整样本股构建的股票组合，右图中为估算交易用时  $> 3$  天的股票组合。在有些时段上，第二类标中没有股票，则持有现金组合，对应图中的直线段。

图 11 指数定期调整样本股后绝对收益机会



资料来源：海通证券研究所

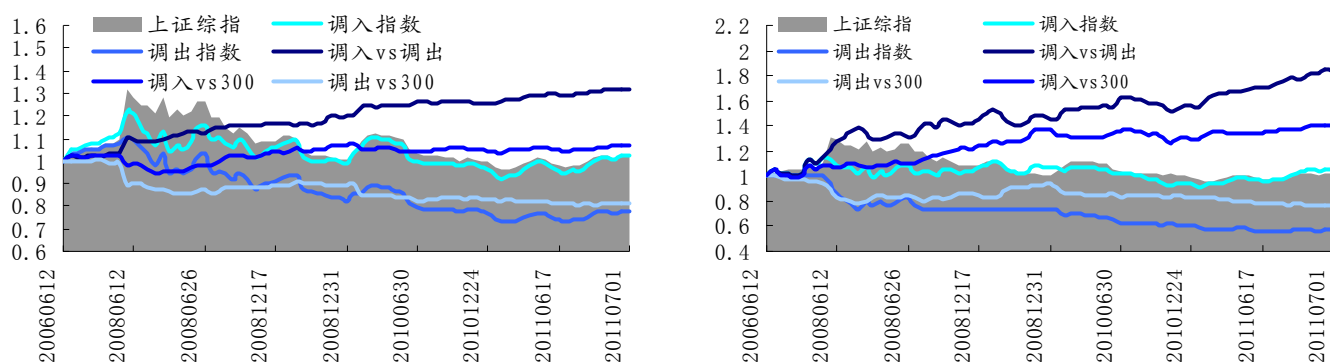
两种组合当中，（1）调出组合无论市场走势如何，净值均持续向下，即调出股票其绝对收益基本都维持在零值之下；（2）调入组合的净值在调出组合之上，但对于投资者而言，并没有绝对收益，其 2006 年以来的 11 次投资收益累计，净值基本围绕在 1 附近波动；（3）调入组合相对于调出组合而言，具备明显优势。从相对强弱曲线观察，调入组合基本都战胜了同期的调出组合，相对强弱曲线累计向上。（4）前期交易量较小的股票群（右图），其收益曲线相对全样本而言并没有明显改善。可见仅仅通过投资

调入股票样本，难以获取绝对收益，如果调入调出股票都能够在融资融券样本中找到对应标的，那么通过多空组合的构建，能够获取到较为稳定的绝对收益。

### ● 指数调整后组合对冲收益机会

仅仅通过投资调入组合，难以获取绝对收益；通过构建调入调出的多空组合能够达到这一目的。本节我们将调入调出组合与大盘指数进行比较，考察事件发生后的超额收益水平。如果存在超额收益，那么可以通过对冲股指期货来获取这部分收益。图 12 中为两种标的（左图）组合的净值以及相对沪深 300 的强弱走势。全样本组合相对沪深 300 战胜幅度非常小，其净值走势基本与大盘走势一致。历史交易量较小的组合（右图）与沪深 300 的相对强弱和全样本相比有了明显提升，2006 年至今累计超越幅度约为 40%。

图 12 指数定期调整样本后对冲收益机会



资料来源：海通证券研究所

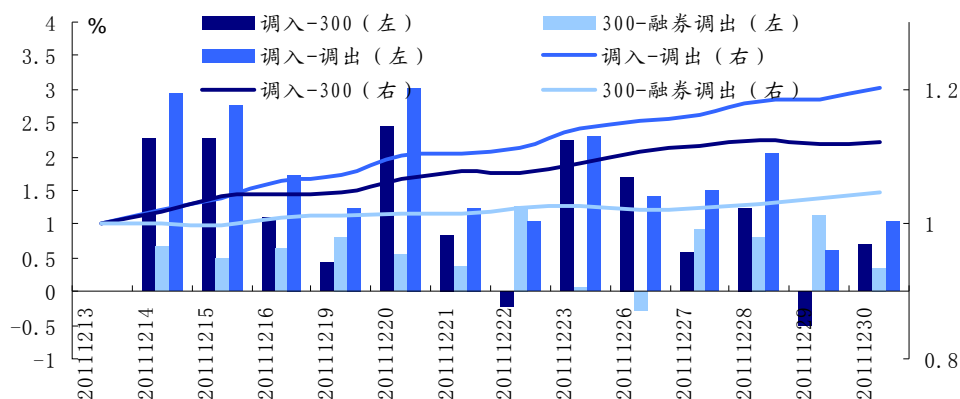
### ● 2011 年 12 月份指数调整收益空间显著，收益可达 10% 以上

根据 12 月份的公布股票通过模型分析后，我们构建了三种投资组合：（1）买入调入股票，做空股指期货；（2）做多股指期货，融券卖出能够融券的调出股票；（3）买入调入股票，融券卖出调出股票。所有的指数调整公告在 12 月 13 号白天公布完毕，我们按照 13 号的收盘价构建组合，在 12 月 30 号以收盘价卖出股票。关于资金配比，第一种组合中，将 70% 的资金用于现货组合，剩余 30% 作为期货保证金；第二种组合，30% 的资金作为期货保证金，70% 作为融券抵押；第三种组合，全部资金用于买入调入股票，买入的股票作为抵押进行融券，能够融券的比例设为全部资金的 60%。

图 13 中展示了自从建仓以来的日收益以及净值走势。收益序列为图中的柱状图，不考虑资金配比，仅将进行对冲的两种组合收益相减；净值序列为图中的曲线图，是考虑了资金分配后的对冲组合净值走势。从日收益序列的分布来看，对冲组合绝大多数情况都能够获取正的绝对收益。三种组合中，买入多头股票、做空融券股票的组合操作起来最为容易，其收益水平也最高。在交易的 13 天中，每日组合的绝对收益均大于 0。该组合 13 天的累积收益为 20.14%。手续费按照 0.5% 计算，融券费率 9.1%，整个组合的费用约为 1%。费后组合收益高达 19.14%。日胜率为 100%（胜率即日绝对收益大于 0 的概率）。（做多股票-300 期货）的累积收益为 12%，胜率为 85%；（做多 300 期货-融券组合）的累积收益为 4.6%，胜率为 92%。



图 13 2011 年 12 月份交易机会收益走势



资料来源：海通证券研究所

### 3.2 2012 年 6 月份沪深 300 调整机会

随着 4 月底两只跨市场 ETF 的募集完成，市场上完全复制跟踪沪深 300 指数的基金规模约为 1400 亿元(不包括抽样复制及指数增强基金,基金规模数据来自基金一季报,由于两只沪深 300ETF 均在 4 月底完成募集,可能会有部分沪深 300 指数基金的资金流入两只沪深 300ETF,而此时基金一季报已经发布,所以 1400 亿的规模可能较真实值有所偏差)。预计在今年 6 月 11 日左右,中证指数公司将公布沪深 300 指数成分股的调整名单。届时调入调出样本股将在短期内面临较大的资金冲击,不少指数基金经理也都会根据指数的调整规则预测样本股的调入调出,提前布局,避免样本股调整期资金集中流入/出带来过大跟踪误差。本策略对 2012 年 6 月份的样本股调整做出预测,并根据成分股调整带来的资金流入/出和前期成交量分析对成分股带来的冲击,提示投资者交易性的投资机会。

#### ● 预测调整成分股及价格冲击测算

根据沪深 300 指数的编制规则,我们预测 6 月份有 14 只发生调整可能性较大的股票,为了扩大收益空间,需要对调入调出股票的冲击进行测算。具体方法如下:

1) 测算调整股票的调仓产生的交易量。根据自由流通股、A 股总股本以及分级靠档规则计算成分股的调整后的自由流通股本,再根据收盘价计算出个股的权重  $w$ 。假设跟踪沪深 300 指数基金的总规模为  $M$ ,那么由于成分股调整产生的交易量为  $M \times w$

2) 计算调整股票近期的日均成交量  $V$ 。我们取的时间段为 2012 年 5 月 3 日-2012 年 5 月 19 日。

3) 计算调整股票的冲击  $\text{Shock} = M \times w \div V$ ,冲击越大,则预期后期对股票价格的影响越显著。

表 5 是我们预测的 6 月份即将调整的成分股以及调整带来的个股冲击。

表 5 2012 年 6 月份沪深 300 成分股调整预测

| 预测调出   |      |        |      |        | 预测调入 |        |      |        |      |
|--------|------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|------|
| 股票代码   | 股票名称 | 股票代码   | 股票名称 | 股票代码   | 股票名称 | 股票代码   | 股票名称 | 股票代码   | 股票名称 |
| 601727 | 上海电气 | 601727 | 上海电气 | 601727 | 上海电气 | 601727 | 上海电气 | 601727 | 上海电气 |
| 600635 | 大众公用 | 600635 | 大众公用 | 600635 | 大众公用 | 600635 | 大众公用 | 600635 | 大众公用 |
| 600008 | 首创股份 | 600008 | 首创股份 | 600008 | 首创股份 | 600008 | 首创股份 | 600008 | 首创股份 |
| 600808 | 马钢股份 | 600808 | 马钢股份 | 600808 | 马钢股份 | 600808 | 马钢股份 | 600808 | 马钢股份 |
| 600879 | 航天电子 | 600879 | 航天电子 | 600879 | 航天电子 | 600879 | 航天电子 | 600879 | 航天电子 |
| 000027 | 深圳能源 | 000027 | 深圳能源 | 000027 | 深圳能源 | 000027 | 深圳能源 | 000027 | 深圳能源 |
| 600098 | 广州控股 | 600098 | 广州控股 | 600098 | 广州控股 | 600098 | 广州控股 | 600098 | 广州控股 |
| 600026 | 中海发展 | 600026 | 中海发展 | 600026 | 中海发展 | 600026 | 中海发展 | 600026 | 中海发展 |
| 600737 | 中粮屯河 | 600737 | 中粮屯河 | 600737 | 中粮屯河 | 600737 | 中粮屯河 | 600737 | 中粮屯河 |
| 000021 | 长城开发 | 000021 | 长城开发 | 000021 | 长城开发 | 000021 | 长城开发 | 000021 | 长城开发 |
| 600151 | 航天机电 | 600151 | 航天机电 | 600151 | 航天机电 | 600151 | 航天机电 | 600151 | 航天机电 |
| 600161 | 天坛生物 | 600161 | 天坛生物 | 600161 | 天坛生物 | 600161 | 天坛生物 | 600161 | 天坛生物 |
| 600481 | 双良节能 | 600481 | 双良节能 | 600481 | 双良节能 | 600481 | 双良节能 | 600481 | 双良节能 |
| 002498 | 汉缆股份 | 002498 | 汉缆股份 | 002498 | 汉缆股份 | 002498 | 汉缆股份 | 002498 | 汉缆股份 |

资料来源：海通证券研究所

## ● 投资建议

根据我们前期的研究，当冲击大于 2.5 时，后期对成分股的冲击较为显著。根据我们表 1 分析的结果，预期指数调整期有较大上涨动力的组合为华能国际、京东方 A、友谊股份、金螳螂、中国水电和泛海建设。预期指数调整期股价有一定压力的组合为上海电气、马钢股份、首创股份、深圳能源、中海发展、长城开发、航天机电和大众公用。

建议投资者结合自己的判断，在合适的时机买入多头组合，同时做空股指期货或者融券卖空空头组合中可融券的股票。

## 4. 几点总结

截止到目前为止我们对大股东增减持、股权激励、业绩预告、高送转、ETF 相关股票停复牌、指数成分股调整等事件进行了深入剖析，发现股权激励、大股东增减持是长期利好的价值型投资事件，与上市公司长期成长能力相关，可以参与的时间为一年；大股东增持从市场情绪而言，也可作为两周持有策略进行短线操作；业绩预告的反映时间快，快报内容在一周之内即可反映完毕，预告最多 2 个月即可反映完毕，中小板股票对于业绩的敏感度显著高于主板股票；高送转策略的关键在于提前预测与布局，投资周期在每年的 2、3 月份，最好的退出时点在送转预案发布时；ETF 股票停复牌的关键在于把握停牌股票/涨跌停股票在 ETF 中的权重以及其未来预计涨跌幅，从敏感性分析决定是否参与套利；指数成分股调整我们可以关注近期沪深 300 的调整机会，跟随指数基金资金动向提前布局。

以上事件的跟踪机会我们将在《事件价值评估量化快报》中进行定期跟踪，不断提示每日各类事件可以参与的投资机会，并根据事件相关要素对各只股票给予投资推荐评级。后期我们也会继续拓宽事件驱动策略的研究领域，将较为重要、对股票价格能够形成动力的事件均纳入覆盖范围之内。

## 信息披露

### 分析师声明

郑雅斌：金融工程

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

### 法律声明

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

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

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

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

## 海通证券股份有限公司研究所

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

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

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

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

宏观经济研究团队  
李明亮 (021) 23219434  
汪辉 (021) 23219432  
刘铁军 (021) 23219394  
高远 (021) 23219669

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

联系人  
李宁 (021) 23219431  
周霞 (021) 23219807

lin@htsec.com  
zx6701@htsec.com

策略研究团队  
陈瑞明 (021) 23219197  
吴一洋 (021) 23219387  
荀玉根 (021) 23219658

chenrm@htsec.com  
wuyiping@htsec.com  
xyg6052@htsec.com

联系人  
王旭 (021) 23219396  
汤慧 (021) 23219733  
李珂 (021) 23219821

wx5937@htsec.com  
tangh@htsec.com  
lk6604@htsec.com

基金研究团队

娄静 (021) 23219450  
单开佳 (021) 23219448  
倪韵婷 (021) 23219419  
罗震 (021) 23219326  
唐洋运 (021) 23219004  
王广国 (021) 23219819  
孙志远 (021) 23219443  
陈亮 (021) 23219914

loujing@htsec.com  
shankj@htsec.com  
niyt@htsec.com  
luozh@htsec.com  
tangyy@htsec.com  
wgg6669@htsec.com  
szy7856@htsec.com  
cl7884@htsec.com

联系人  
陈瑶 (021) 23219645  
伍彦妮 (021) 23219774  
桑柳玉 (021) 23219686  
曾逸名 (021) 23219773  
陈韵骋 (021) 23219444

chenyao@htsec.com  
wyn6254@htsec.com  
sly6635@htsec.com  
zym6586@htsec.com  
cyc6613@htsec.com

金融工程研究团队  
吴先兴 (021) 23219449  
丁鲁明 (021) 23219068  
郑雅斌 (021) 23219395  
联系人  
冯佳睿 (021) 23219732  
朱剑涛 (021) 23219745  
张欣慰 (021) 23219370  
周雨卉 (021) 23219760

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

fengjr@htsec.com  
zhujt@htsec.com  
zxw6607@htsec.com  
zyh6106@htsec.com

固定收益研究团队  
姜金香 (021) 23219445  
徐莹莹 (021) 23219885  
联系人  
武亮 (021) 23219883  
黄轩 (021) 23219886

jiangjx@htsec.com  
xyy7285@htsec.com  
wl7222@htsec.com  
hx7252@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393  
陈峥嵘 (021) 23219433  
联系人  
倪玉娟 (021) 23219820

chenjiuhong@htsec.com  
zrchen@htsec.com  
nyj6638@htsec.com

计算机行业  
陈美凤 (021) 23219409  
联系人  
蒋科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com  
jiangk@htsec.com

煤炭行业  
朱洪波 (021) 23219438  
刘惠莹 (021) 23219441

zhh6065@htsec.com  
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

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

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

建筑工程行业  
江孔亮 (021) 23219422  
联系人  
赵健 (021) 23219472  
张显宁 (021) 23219813  
张光鑫 (021) 23219818

kljiang@htsec.com  
zhaoj@htsec.com  
zxn6700@htsec.com  
zgx7065@htsec.com

石油化工行业  
邓勇 (021) 23219404  
联系人  
王晓林 (021) 23219812

dengyong@htsec.com  
wxl6666@htsec.com

机械行业

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

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

农林牧渔行业  
丁频 (021) 23219405  
联系人  
夏木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com  
xiam@htsec.com

纺织服装行业  
联系人  
杨艺娟 (021) 23219811

yyj7006@htsec.com

非银行金融行业

董乐 (021) 23219374  
联系人  
黄媚 (021) 23219638  
陈通行 (021) 23219800

dl5573@htsec.com  
hm6139@htsec.com  
cth7221@htsec.com

电子元器件行业  
邱春城 (021) 23219413  
联系人  
张孝达 (021) 23219697  
郑震湘 (021) 23219816

qiucc@htsec.com  
zhangxd@htsec.com  
zzx6787@htsec.com

互联网及传媒行业  
联系人  
白洋 (021) 23219646  
薛婷婷 (021) 23219775

baiyang@htsec.com  
xtt6218@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420  
钱列飞 (021) 23219104  
联系人  
虞楠 (021) 23219382  
李晨 (021) 23219817

ymniu@htsec.com  
qianlf@htsec.com  
yun@htsec.com  
lc6668@htsec.com

汽车行业  
赵晨曦 (021) 23219473  
冯梓钦 (021) 23219402  
联系人  
陈鹏辉 (021) 23219814

zhaocx@htsec.com  
fengzq@htsec.com  
cph6819@htsec.com

食品饮料行业  
赵勇 (0755) 82775282  
齐莹 (021) 23219166

zhaoyong@htsec.com  
qiy@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391  
联系人  
任玲燕 (021) 23219406

liuyq@htsec.com  
rly6568@htsec.com

医药行业

联系人  
刘宇 (021) 23219608  
刘杰 (021) 23219269  
冯皓琪 (021) 23219709  
郑琴 (021) 23219808

liuy4986@htsec.com  
liuj5068@htsec.com  
fhq5945@htsec.com  
zq6670@htsec.com

有色金属行业

联系人  
刘博 (021) 23219401

liub5226@htsec.com

基础化工行业

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

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

|   |  |  |
|---|--|--|
| <b>家电行业</b><br>陈子仪 (021) 23219244    chenzy@htsec.com<br>联系人<br>孔维娜 (021) 23219223    kongwn@htsec.com  | <b>建筑建材行业</b><br>联系人<br>赵健 (021) 23219472    zhaoj@htsec.com   | <b>电力设备及新能源行业</b><br>张浩 (021) 23219383    zhangh@htsec.com<br>牛品 (021) 23219390    np6307@htsec.com<br>联系人<br>房青 (021) 23219692    fangq@htsec.com<br>徐柏乔 (021) 23219171    x bq6583@htsec.com |
| <b>公用事业</b><br>陆凤鸣 (021) 23219415    lufm@htsec.com<br>联系人<br>汤砚卿 (021) 23219768    tyq6066@htsec.com   | <b>银行业</b><br>联系人<br>刘瑞 (021) 23219635    lr6185@htsec.com<br>汤婧 (021) 23219809    tj6639@htsec.com      | <b>社会服务业</b><br>林周勇 (021) 23219389    lzy6050@htsec.com<br>联系人<br>胡宇飞 (021) 23219810    hyf6699@htsec.com  |
| <b>房地产业</b><br>涂力磊 (021) 23219747    tll5535@htsec.com<br>谢盐 (021) 23219436    xiey@htsec.com<br>联系人<br>贾亚童 (021) 23219421    jiayt@htsec.com | <b>造纸轻工行业</b><br>徐琳 (021) 23219767    xl6048@htsec.com<br>联系人<br>马浩博 (021) 23219822    mhb6614@htsec.com | <b>通信行业</b><br>袁兵兵 (021) 23219770    ybb6053@htsec.com<br>联系人<br>侯云哲 (021) 23219815    hyz6671@htsec.com   |

## 海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理  
(021) 63609993  
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理  
(021) 23219381  
hzh@htsec.com

|  |   |  |
|--|---|--|
| <b>深广地区销售团队</b><br>蔡铁清 (0755) 82775962    ctq5979@htsec.com<br>刘晶晶 (0755) 83255933    liujj4900@htsec.com<br>辜丽娟 (0755) 83253022    gulj@htsec.com<br>高艳娟 (0755) 83254133    gyj6435@htsec.com<br>伏财勇 (0755) 23607963    fcy7498@htsec.com<br>邓欣 (0755) 23607962    dx7453@htsec.com | <b>上海地区销售团队</b><br>高溱 (021) 23219386    gaoqin@htsec.com<br>姜洋 (021) 23219442    jy7911@htsec.com<br>季唯佳 (021) 23219384    jiwj@htsec.com<br>胡雪梅 (021) 23219385    huxm@htsec.com<br>黄毓 (021) 23219410    huangyu@htsec.com<br>张亮 (021) 23219397    zl7842@htsec.com<br>朱健 (021) 23219592    zhuj@htsec.com<br>王丛丛 (021) 23219454    wcc6132@htsec.com<br>卢倩 (021) 23219373    lq7843@htsec.com | <b>北京地区销售团队</b><br>孙俊 (010) 58067988    sunj@htsec.com<br>张广宇 (010) 58067931    zgy5863@htsec.com<br>王秦豫 (010) 58067930    wqy6308@htsec.com<br>隋巍 (010) 58067944    sw7437@htsec.com<br>张楠 (010) 58067935    zn7461@htsec.com |
|--|---|--|

海通证券股份有限公司研究所  
 地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼  
 电话: (021) 23219000  
 传真: (021) 23219392  
 网址: www.htsec.com