

金融工程高级分析师：楼华锋  
执业证书编号：S1220514080011  
TEL：021-50432679  
E-mail：[louhuafeng@foundersc.com](mailto:louhuafeng@foundersc.com)

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](mailto:gaozijian@foundersc.com)

联系人：李杨  
TEL：021-68371099  
Email：[jgliyang@foundersc.com](mailto:jgliyang@foundersc.com)

### 报告摘要

- 目前 A 股市场有 300 只左右的股票处于连续停牌中，其中大部分股票正在进行定增募资、并购重组等重大事项。并购重组能够明显提升公司价值，多数公司复牌后股票价格会有较大幅度的上涨，关注停牌带来的投资机会，就好像插上了隐形的翅膀，在牛市中飞的更高。
- 从停牌股票对指数的影响来看，**小盘股指数**受到的影响要大于**大盘蓝筹股指数**，建议关注中证 500 指数，中证 1000 指数和创业板指数。行业指数方面，目前停牌影响比例较高的是**餐饮旅游行业**，**通信行业**，**计算机行业**和**纺织服装行业指数**，其中餐饮旅游行业停牌影响比例高达 9.7%。
- 停牌股票对于指数相关衍生品的影响也需要重视：对于指数期货和指数期权的定价，股票停牌会直接影响期货价格。对于指数 ETF 而言，股票停牌会影响 ETF 折溢价水平。对于分级基金而言，股票停牌会影响分级 B 的高估比例，从而导致分级 B 被高估或是低估。目前中证 500 指数停牌影响比例较高，但并未在中证 500ETF 的折溢价中体现出来，建议期现套利的投资者重点关注。对于分级基金而言建议关注跟踪指数成份股数量较少且停牌数量较多的行业分级基金和主题型分级基金带来的投资机会。
- 连续停牌股票复牌后往往大幅上涨，很可能复牌就连续涨停，无法买入，建议通过重仓该股的指数型基金或者主动型基金进行套利：在该股票复牌前买入，待股票大幅上涨后卖出，可以享受该股票复牌后大幅上涨的收益。但要关注基金规模的短期变化，如基金规模增长过快，会导致该股上涨的收益被大幅摊薄，因此套利需要规避这类基金。

## 目 录

1. 停牌为牛市插上隐形翅膀.....	3
1.1 牛市催生并购重组新浪潮.....	3
1.2 停牌股票复牌表现值得期待.....	5
2. 成份股停牌多显著影响指数.....	7
2.1 停牌股票对主要指数影响.....	7
中证全指.....	7
沪深 300 指数.....	8
中证 500 指数.....	9
中证 1000 指数.....	10
创业板指数.....	11
2.2 停牌股票对于行业指数的影响.....	12
2.3 停牌股票影响投资策略.....	14
3. 停牌股票影响相关指数衍生品定价.....	15
3.1 停牌对于指数期货的影响.....	15
3.2 成份股停牌对于 ETF 的价格影响.....	17
3.3 停牌对于 ETF 期权的影响.....	19
3.4 停牌对于指数期权的影响.....	20
3.5 停牌对于分级基金的影响.....	20
4. 停牌股票影响比例高凸显基金套利机会.....	22
4.1 被动型指数基金套利.....	22
4.2 主动型基金套利.....	23
5. 关注停牌，在牛市里飞的更高.....	25

## 1. 停牌为牛市插上隐形翅膀

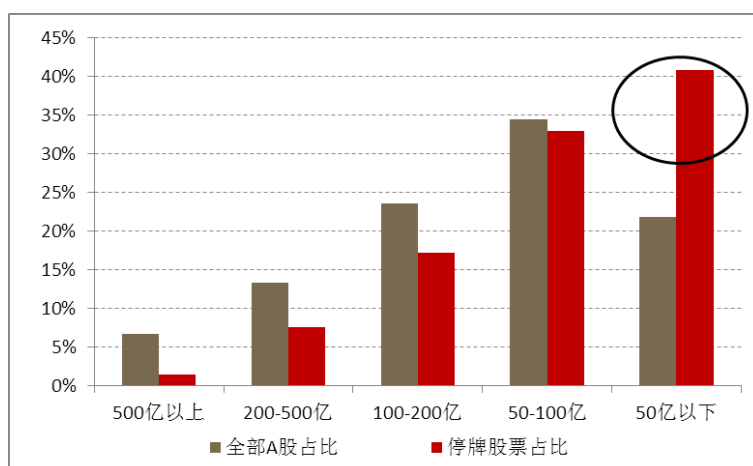
目前 A 股市场有超过 300 只股票处于连续停牌中，其中大部分股票在进行定增募资、并购重组等重大事项。并购重组能够明显提升公司价值，多数公司复牌后股票价格会有较大幅度的上涨，由于停牌，这些涨幅目前无法兑现，但复牌后巨大的上涨空间，将为市场插上隐形的翅膀。在本报告中，我们重点研究股票停牌对于市场的影响及相应的投资策略。

### 1.1 牛市催生并购重组新浪潮

并购是本轮牛市启动的基本逻辑，监管层对于上市公司再融资审批的放松，释放出再融资监管市场化改革的政策红利，为本轮牛市奠定了坚实的基础。近几年来上市公司增发募集金额不断攀升，在 IPO 受到监管限制的大环境下，通过增发募集到的资金并购优质资产，增强盈利能力，从而提高自身价值成为了当前的主流模式。事实上，上市公司更愿意在公司估值较高的时候进行定向增发，原因在于增发定价往往低于市场价格，所以较高的估值能够在发行购买资产时更少地摊薄原股东的权益比例。

就目前来看，并购重组已经成为了影响公司股价上涨的主要动力，上市公司的价值能够在这个过程中获得巨大的重估。同时，中小市值企业，尤其是民营企业进行市值管理的意愿明显更强。这类公司自身体量较小，股价弹性大，并购重组对于股价的影响能够体现的更为明显，相较而言大盘蓝筹公司的并购重组动力显得不那么强烈，尽管当前处在国企改革的大背景下，国有企业通过合并重组的方式进一步提升公司估值的案例也屡见不鲜，但就目前来看，中小市值公司进行定增、并购重组等事项的数量占比仍然远大于大盘蓝筹公司。考虑到上市公司进行并购重组、定向增发等重大事项通常会连续停牌，所以我们统计当前连续停牌的股票市值分布与全部 A 股的市值分布对比来说明上述观点，从图表 1 可以看出，市值 50 亿以下的上市公司占 A 股比例不足 25%，但在连续停牌的股票中所占比例高达 40%，可以看出小市值的公司并购重组意愿明显更为强烈。

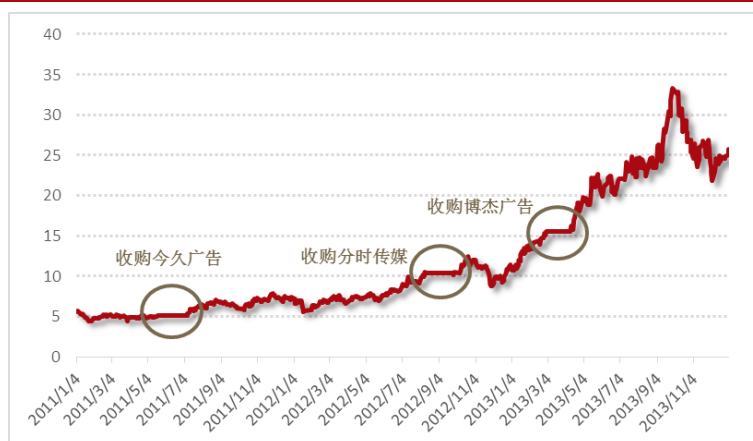
图表 1：当前连续停牌股票市值分布



数据来源：方正证券研究所

通过增发再融资，完成并购重组并实现公司整体价值的提升这一模式的典型案例是蓝色光标。该公司自 IPO 以来，已经先后完成多次定向增发募资和可转债募资，并通过这些资金完成多个并购项目。这里统计了蓝色光标上市以来几次比较重大的并购重组的案例以及他们在重组前后的涨幅情况，这几次并购重组都伴随着较长时间的停牌，依次分别收购了今久广告、分时传媒和博杰广告。停牌前后公司的股价都毫无例外的上了一个新的台阶。通过并购重组提升公司价值的模式效果显著。

图表 2：蓝色光标重组提升公司价值



停牌开始时间	停牌结束时间	停牌天数 (交易日)	停牌原因	停牌前 60天涨幅	停牌后 60天涨幅
2011/5/23	2011/7/7	33天	收购今久广告	1.83%	18.17%
2012/8/14	2012/9/26	33天	收购分时传媒	44.93%	4.52%
2013/3/4	2013/4/11	27天	收购博杰广告	71.13%	45.07%

数据来源：方正证券研究所

蓝色光标的成功被迅速复制，尤其是有市值管理意愿和需求的中小市值公司，在再融资审批放松的环境下，并购的对象和并购的模式都变得越来越多样化，公司的价值在这一过程中得到明显提升，并最终反映在股价上，成为当前股市整体上涨的重要推动力。进行

并购重组等重大事项往往要连续停牌，这正是当前市场上长时间连续停牌的股票数量与之前相比明显增多的原因。

## 1.2 停牌股票复牌表现值得期待

当前两市中有超过 300 只股票连续停牌，其中部分股票的停牌时间较长，在停牌期间行业涨幅较大，图表 3 列出了停牌期间行业涨幅最大的十只股票，方正金工认为这类股票在复牌后涨幅空间巨大，很可能远超其对应行业的涨幅。图表 4 列出目前已经公布并购重组进展的部分股票的停牌原因，比如：新潮实业拟以发行 A 股股份的方式收购浙江犇宝实业投资有限公司 100% 股权；皖江物流已初步确定了重组的标的资产范围为淮南矿业下属全资电厂（除未获核准的新庄孜电厂）及淮沪煤电一体化项目；中瑞思创拟以现金向医惠科技全体股东购买其持有的医惠科技 100% 的股权。大地传媒拟采用发行股份及支付现金方式收购笛女影视 100% 的股权；华兴创业与一家从事 IDC 及增值业务、云计算服务的公司股东达成收购意向；这些股票的停牌均涉及并购重组，复牌后上涨空间巨大。

图表 3：停牌股票停牌时间及对应行业涨跌幅（数据截止 2015 年 5 月 8 日）

股票代码	股票名称	停牌起始日期	停牌时长（交易日）	停牌期间行业涨跌幅
002512	达华智能	20141109	112	148%
002659	中泰桥梁	20141125	108	128%
600777	新潮实业	20141125	108	128%
600756	浪潮软件	20150113	75	128%
000938	紫光股份	20141222	89	119%
002021	中捷资源	20140905	159	119%
600575	皖江物流	20140909	158	118%
000982	中银绒业	20140825	168	113%
000715	中兴商业	20140819	172	106%
300078	中瑞思创	20150202	61	103%

数据来源：方正证券研究所

图表 4：部分停牌股票停牌原因（数据截止 2015 年 5 月 8 日）

股票代码	股票名称	停牌说明
600777	新潮实业	于2015年2月9日与有关各方签署了协议，拟发行A股股份的方式收购浙江犇宝实业投资有限公司的十一位股东所持浙江犇宝合计100%股权，该标的资产所对应的权益包括浙江犇宝将要收购的Juno Energy II, LLC与Juno Operating Company II, LLC两公司所有的位于美国二叠盆地的油田资产。
600575	皖江物流	因重大重组事项停牌，主要交易对方为控股股东淮南矿业（集团）有限责任公司，截至5月7日，已初步确定了重组的标的资产行业类型为淮南矿业所属煤炭、电力业务板块的部分资产，标的资产的规模、权属边界等已初步确定，资产范围为淮南矿业下属全资电厂（除未获核准的新庄孜电厂）及淮沪煤电一体化项目
300078	中瑞思创	根据2015年4月29日披露的报告，拟以现金向医惠科技全体股东购买其持有的医惠科技100%的股权；交易对方获得股权转让款后，以每股23.2 元受让路楠和俞国骅持有的中瑞思创的4,686 万股股份。
000719	大地传媒	据2015年5月8日的停牌进展公告，拟采用发行股份及支付现金收购笛女影视100%的股权，笛女影视是一家以影视策划、制作、发行为主营业务的影视公司。
300025	华星创业	据2015年5月8日的停牌进展公告，公司已与一家从事IDC 及增值业务、云计算服务的公司股东达成收购意向

数据来源：方正证券研究所

我们在附录中列出了停牌期间行业涨幅较大的前 100 只股票，建议重点关注这类股票在复牌后快速上涨带来的投资机会。

## 2. 成份股停牌多显著影响指数

在本轮牛市中，并购重组成为上市公司驱动股价上涨的基本逻辑，这类公司在完成并购重组的进程中，会出现长时间的连续停牌，而复牌后该类公司往往会因为新注入的资产获得价值重估的机会，股价会有较大概率大幅上涨，从而对当前指数产生影响。单一个股的大幅上涨并不会对指数造成明显的影响，但是当指数的成份股中停牌个股数较多时，则不能不重视这类股票复牌后的潜在上涨空间对于指数的影响。因此有必要研究连续停牌成份股对指数的影响。

为了更加清楚的了解停牌股票对于指数的影响，这里定义了指数成份股**停牌数量占比**、指数成份股**平均停牌时间**以及指数成份股**停牌影响比例**这三个指标（停牌股票统计均指连续停牌）：

**停牌数量占比**：统计当天指数成份股中停牌股票占全体成份股的比例。

**平均停牌时间**：统计当天指数成份股中所有停牌股票当前已停牌时间的平均值。

**停牌影响比例**：为了了解指数成份股中停牌的股票在未来复牌后对指数产生的可能影响，这里需要对该股票复牌后的潜在涨跌幅进行估算。事实上，预测个股未来涨跌幅的难度较高，预测偏差也会较大。这里采用该股票对应行业在停牌期间的平均涨跌幅进行估计；为了方便起见，直接采用对应行业指数涨跌幅代替。通过该方法可以获得股票在复牌后的潜在涨跌幅的估算值，并且对所有停牌股票复牌后的预期涨跌幅加权和来获得该指数停牌股票的影响比例：

$$\text{停牌影响比例} = \sum \text{成份股权重} * (\text{对应行业涨跌幅})|_{\text{停牌日}-\text{当日}}$$

下面我们根据以上几个指标对当前主要指数进行分析：

### 2.1 停牌股票对主要指数影响

为了对整个 A 股市场当前停牌影响有一个全面的了解，我们对市场主要指数逐一进行分析（数据截止 2015/05/06）：

#### 中证全指

中证全指成份股基本上覆盖了 A 股市场的股票，从 2010 开始，其成份股连续停牌数量的占比就开始持续的攀升，目前连续停牌股票占比高达 12%，也就是当前市场有超过 300 只个股在连续停牌。这些连续停牌的股票，停牌原因多数是筹划定增，并购重组等重大事项，这表明当前 A 股市场上市公司的并购重组需求更加旺盛。但是从停牌股票的停牌平均天数的角度来看，当前的平均天数与 2012 年相比明显下降，这表明上市公司在牛市中进行重大事项的节奏明



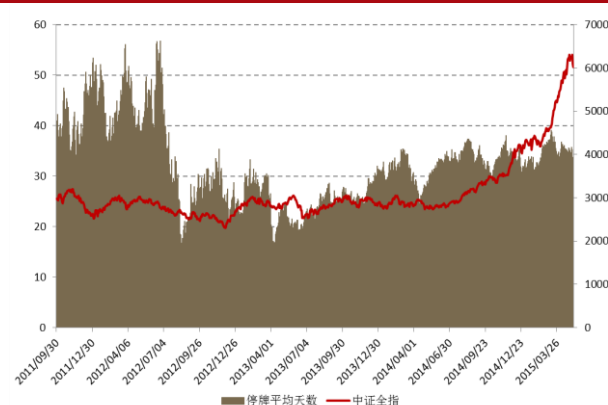
显加快。在指数明显上涨和停牌股票数量增多的双重作用下，中证全指的停牌股票对指数的影响比例高达 2%，这也就意味着这些停牌股票如果现在复牌，则可能对指数贡献 2% 的涨幅。因此我们不得不重视指数的停牌影响。

图表 5：中证全指停牌数量占比



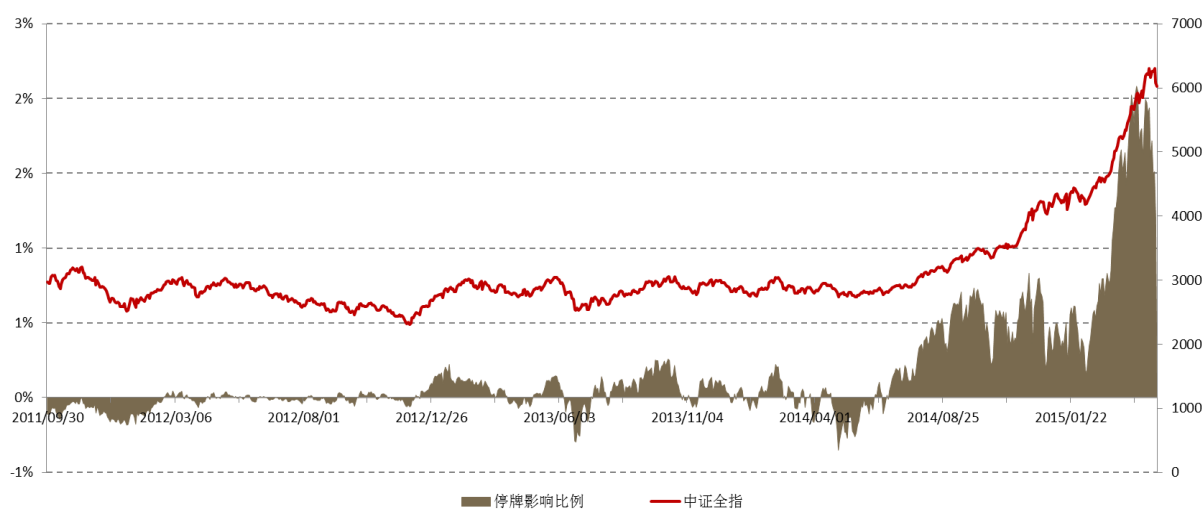
数据来源：方正证券研究所

图表 6：中证全指停牌平均天数



数据来源：方正证券研究所

图表 7：中证全指停牌影响指数比例



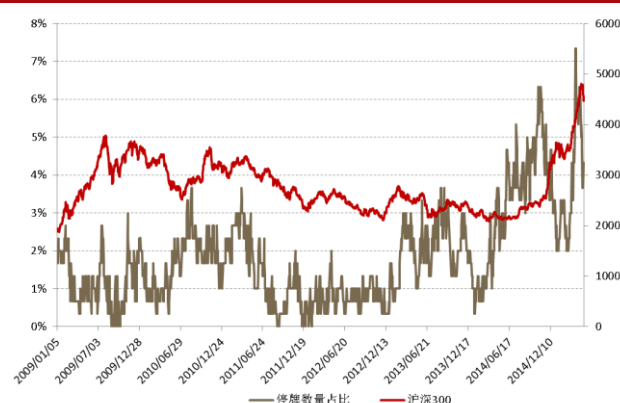
数据来源：方正证券研究所

## 沪深 300 指数

沪深 300 指数成份股停牌数量自去年开始也呈现出明显上升，但是所占比例仍然相对较低，目前仅 4% 左右。就停牌影响比例而言，目前的影响比例不足 0.5%，与中证全指相比偏低，反映了大盘蓝筹股票市值管理、并购重组的意愿明显不足。

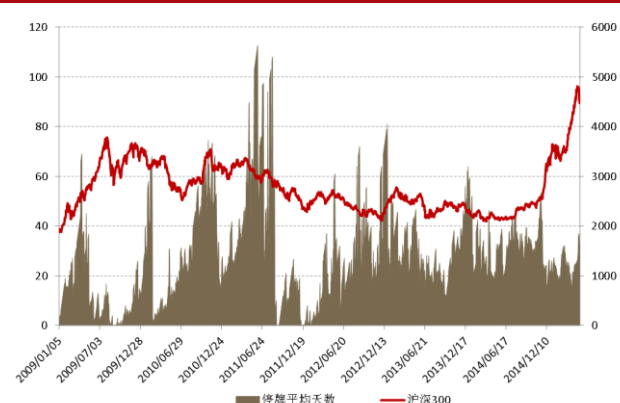


图表 8：沪深 300 指数停牌数量占比



数据来源：方正证券研究所

图表 9：沪深 300 指数停牌平均天数



数据来源：方正证券研究所

图表 10：沪深 300 指数停牌影响指数比例



数据来源：方正证券研究所

## 中证 500 指数

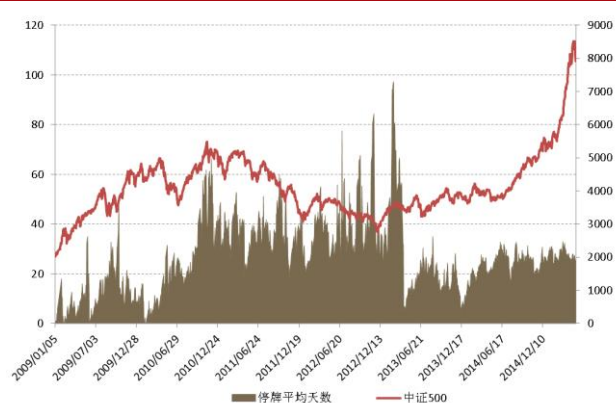
中证 500 指数目前有近 10% 的股票连续停牌, 明显高于沪深 300 指数。随着本轮牛市的来临, 停牌影响比例持续增高, 一度超过 2%, 但之后有所回落, 目前为 0.8%。总体而言, 停牌股票对中证 500 指数的影响比例要明显高于沪深 300 指数。

图表 11：中证 500 指数停牌数量占比



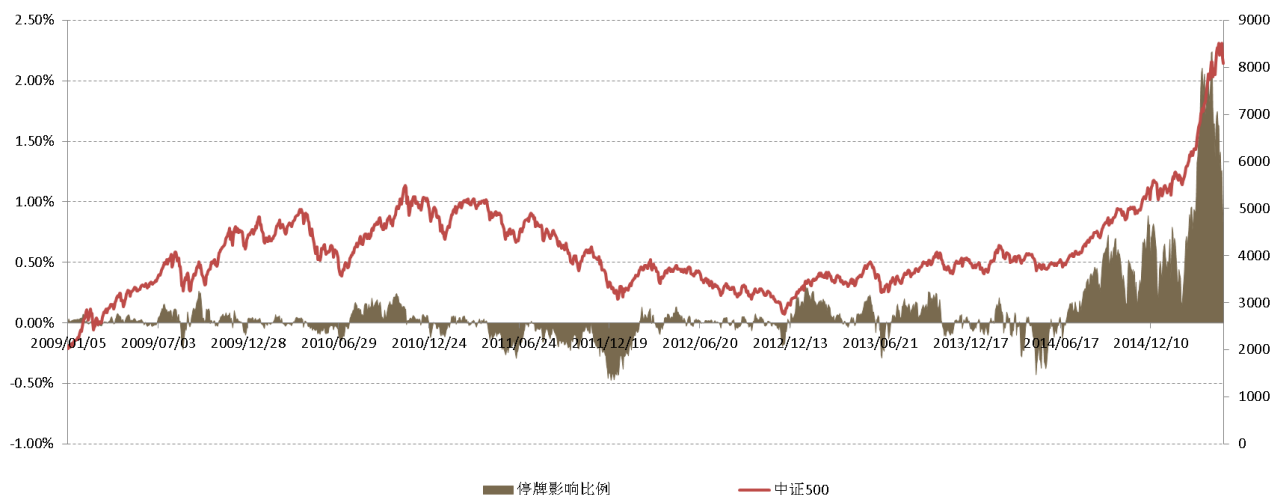
数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 12：中证 500 指数停牌平均天数



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 13：中证 500 指数停牌影响指数比例



数据来源：方正证券研究所、万得资讯

## 中证 1000 指数

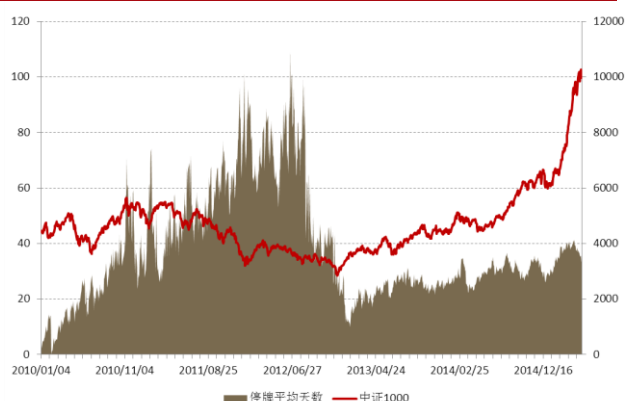
中证 1000 指数是代表小盘股股价表现的指数，可以看到中证 1000 指数的成份股中停牌股票占比很高，超过了 10%。这充分说明在本轮牛市中，中小市值的上市公司对于市值管理的意愿更为强烈。停牌平均天数与其他指数类似，牛市来临之后平均停牌时间明显减小，并购重组节奏加快。停牌影响比例在最高峰时一度超过 4%，5 月以来有所回落，但还是高于 2%，影响仍然十分明显。

图表 14: 中证 1000 指数停牌数量占比



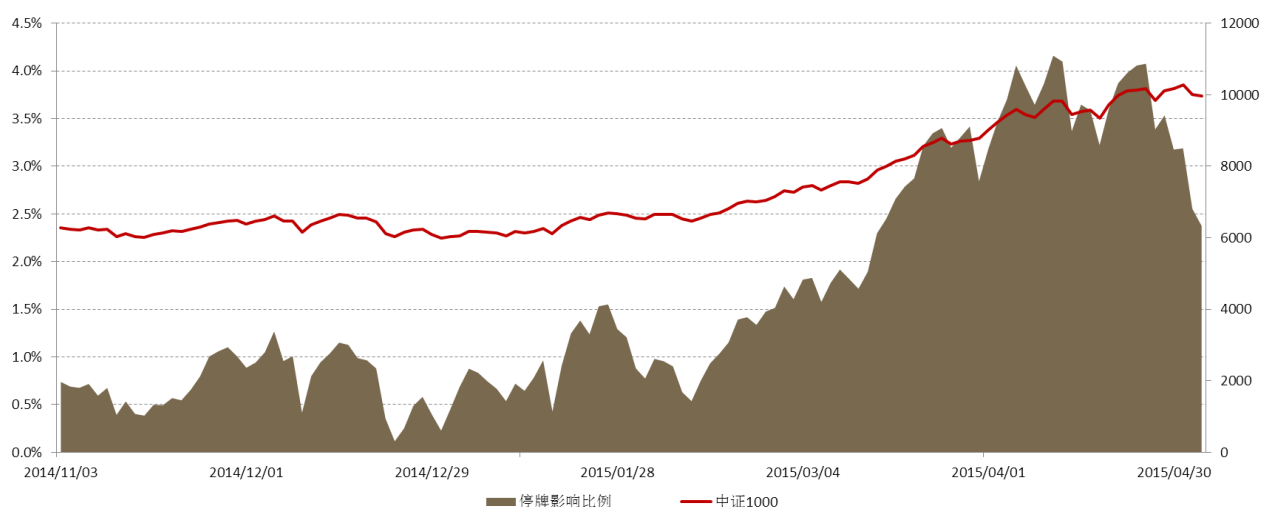
数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 15: 中证 1000 指数停牌平均天数



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 16: 中证 1000 指数停牌影响指数比例



数据来源: 方正证券研究所、万得资讯

### 创业板指数

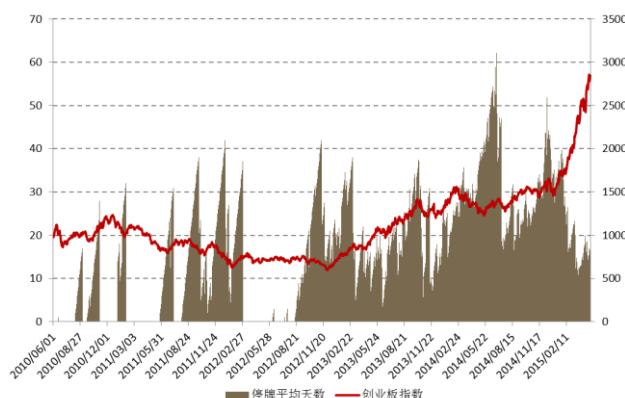
创业板指数当前停牌数量占比高达 15%，由于创业板仅有 100 只成份股，也就是说有 15 家股票目前处在连续停牌中。同时可以看到，去年 12 月是停牌并购重组的高峰，有高达 20 只的股票停牌。停牌平均天数较之前明显下降，但停牌影响比例在 4 月中旬才达到高峰。这里要特别提到的是，创业板中千亿市值股票东方财富在 4 月 16 日复牌，并在半个月里涨幅高达 185.35%，潜在涨幅在复牌后得以兑现。考虑到东方财富在创业板指数中的权重较高，其大幅上涨对创业板在 4 月下旬连创新高贡献颇多。因此在本轮牛市中，研究停牌股票潜在涨跌幅对于指数的影响非常重要。

图表 17：创业板指停牌数量占比



数据来源：方正证券研究所

图表 18：创业板指停牌平均天数



数据来源：方正证券研究所

图表 19：创业板指停牌影响指数比例



数据来源：方正证券研究所

## 2.2 停牌股票对行业指数的影响

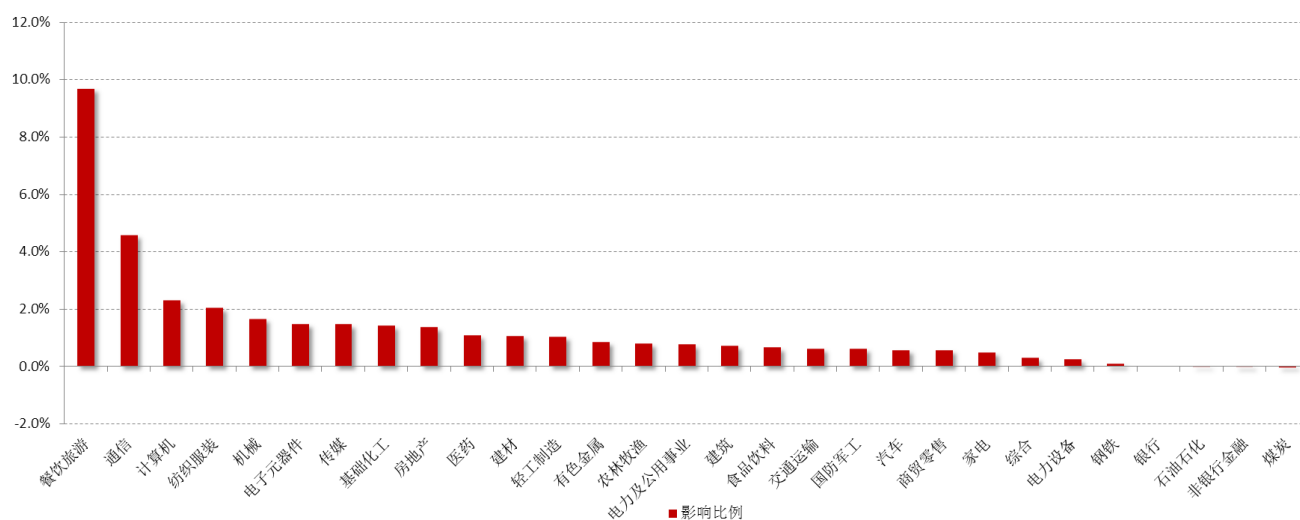
这里统计了停牌股票对于中信 29 个一级行业指数的影响情况，目前停牌数量占比排名最高的三个行业分别为通信、纺织服装、和餐饮旅游，这三个行业的停牌股票数量占比达到了 26.6%，18.9% 和 18.8%。停牌数量占比最低的行业是非银金融，钢铁和银行，分别为 2.9%，0.1%，0%，行业之间的差距明显。从停牌股票对于行业指数的影响来看：**餐饮旅游行业**影响比例高达 9.7%。这主要是因为餐饮旅游目前成份股仅有 32 只，且中国国旅（601888）和众信旅游（002707）在行业指数中所占权重较高，这两只股票复牌后对于指数的推动作用明显。**通信行业**，**计算机行业**和**纺织服装行业**指数的影响也较高，分别达到了 4.6%、2.3%和 2%，这几个行业指数近期上涨势头迅猛，涨幅较高，同时成份股中停牌股票数量占比也较大，因此对指数的影响更为明显。银行、石油石化、非银行金融和煤炭四个行业的停牌影响较小。

图表 20： 行业停牌数量占比和停牌平均天数(截止 2015 年 5 月 8 日)

中信行业	停牌数量占比	停牌平均天数
通信	26.6%	37.9
纺织服装	18.9%	38.7
餐饮旅游	18.8%	42.5
建筑	15.6%	38.4
商贸零售	15.1%	27.1
综合	13.5%	34.0
机械	13.4%	25.1
农林牧渔	13.3%	23.4
基础化工	13.0%	37.2
汽车	12.5%	19.9
医药	12.1%	29.2
房地产	12.1%	36.6
建材	12.0%	22.8
电子元器件	12.0%	40.5
轻工制造	11.9%	14.9
有色金属	11.3%	22.0
计算机	11.2%	31.4
家电	10.7%	28.5
国防军工	10.0%	32.5
电力设备	9.3%	15.3
传媒	8.8%	27.5
交通运输	8.8%	24.8
石油石化	8.7%	24.3
电力及公用事业	8.5%	28.0
煤炭	8.1%	31.7
食品饮料	6.6%	36.6
非银行金融	2.9%	3.0
钢铁	0.1%	24.2
银行	0.0%	0.0

数据来源：方正证券研究所

图表 21：中信行业指数停牌影响比例(截止 2015 年 5 月 8 日)



数据来源：方正证券研究所

### 2.3 停牌股票影响投资策略

通过对主要指数的停牌影响分析可以看到，成份股停牌对于创业板指、中证 1000 和中证 500 指数的影响较大，对于沪深 300 影响较小，中小盘指数较大盘指数停牌影响更大。这一结论也印证了我们在章节 1 中提出的观点：中小盘股票相比大盘蓝筹股票，市值管理意愿更为强烈。建议关注中证 500，中证 1000 等停牌影响明显的指数所带来的投资机会。

通过对行业指数的停牌影响分析可以看到，目前餐饮旅游、通信、计算机和纺织服装四个行业停牌影响比例较高，预期停牌成份股复牌后能够对指数带来较大的推动作用，建议关注这几个行业的投资机会。

### 3. 停牌股票影响相关指数衍生品定价

成份股停牌股票如果对指数有明显的影响，就不得不考虑对于相应的衍生品价格的影响。

#### 3.1 停牌对于指数期货的影响

2015 年 4 月 16 号中证 500 和上证 50 指数期货开始上市交易，目前已经有三个品种指数期货合约同时交易，这里计算了当前三个品种对应指数的停牌影响比例和影响点位。其中，中证 500 影响比例最高，达到 0.8%，沪深 300 为 0.29%，上证 50 由于近几日的调整，目前影响比例为-0.03%。停牌对 3 个指数的影响点位分别为 64.8、13.1 和-1.1 点，对中证 500 的影响最为明显（停牌影响点位超过分红对指数的影响点位），影响点位在 4 月中旬一度超过 150 点，5 月以来由于市场出现了较大的调整，停牌影响才有所回落，因此方正金工认为指数期货的交易者应该更加重视中证 500 指数停牌股票对期货价格的影响。

图表 22：中证 500、沪深 300 和上证 50 指数停牌影响（2014 年 5 月 6 日）

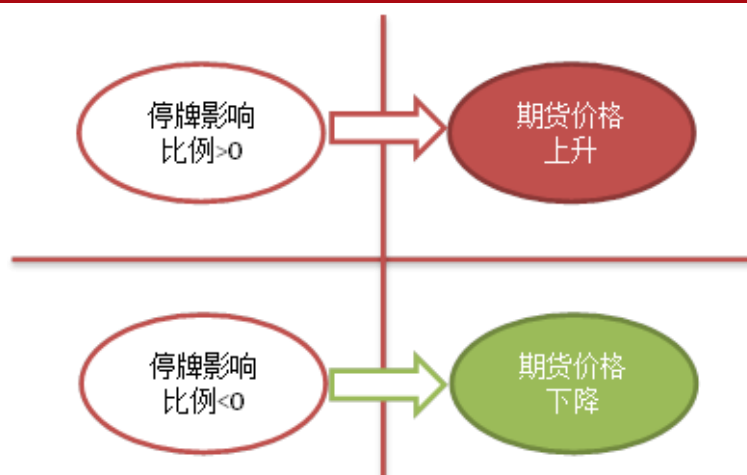
5月6日	中证500	沪深300	上证50
指数点位	8083	4553	3139
停牌影响比例	0.80%	0.29%	-0.03%
停牌影响点位	64.8	13.1	-1.1

数据来源：方正证券研究所

如果市场对成份股停牌影响有充分的反应，则有如下结论：当停牌影响比例 $>0$ ，预期复牌后股票大幅上涨会推动指数上涨，从而导致期货价格的上升。相反的，如果停牌影响比例 $<0$ ，预期复牌后股票下跌会导致指数下跌，从而使得期货价格下降。这里要特别提到的是，由于上市公司的复牌时间无法准确获得，因此虽然我们能够估算出当前停牌股票的影响点位，但是停牌股票的潜在涨跌幅在何时兑现难以估计，因此方正金工认为停牌影响对于远月合约的影响要大于近月合约（有可能停牌股票在近月合约的期货交割日仍然没有复牌，潜在涨跌幅无法兑现，因此无法在期货价格中得以反应），当前建议重点关注停牌对于远月合约的影响。中证 500 期货自 4 月 16 日上市以来，各合约价格持续处于贴水状态，考虑到影响期货价格的因素较多，目前停牌影响并不被市场重视，因此影响暂时未反映在期货价格中。

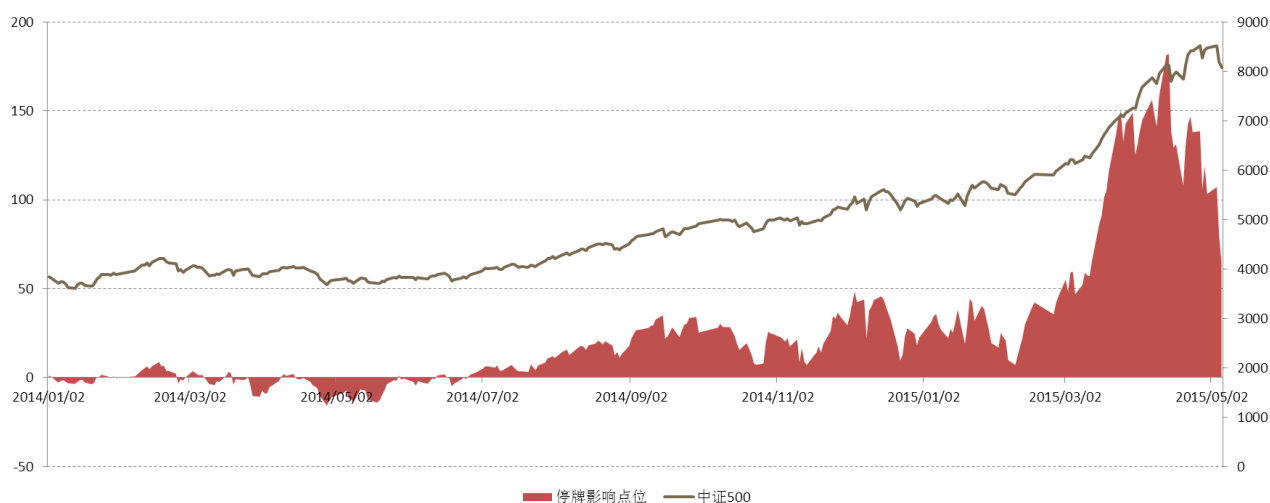


图表 23： 停牌影响比例对期货价格的影响



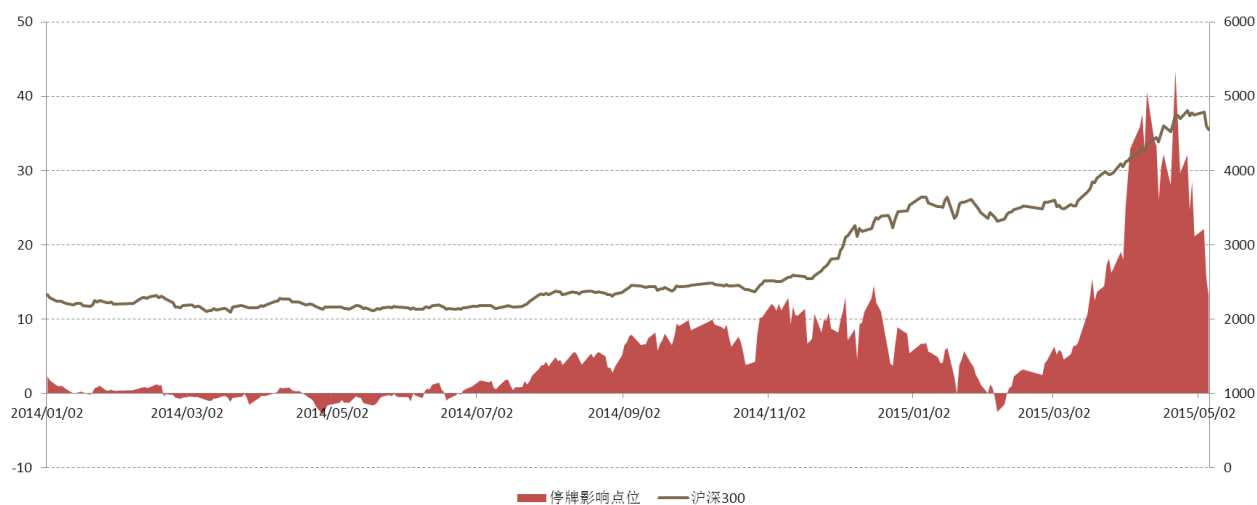
数据来源：方正证券研究所

图表 24： 中证 500 停牌影响点位



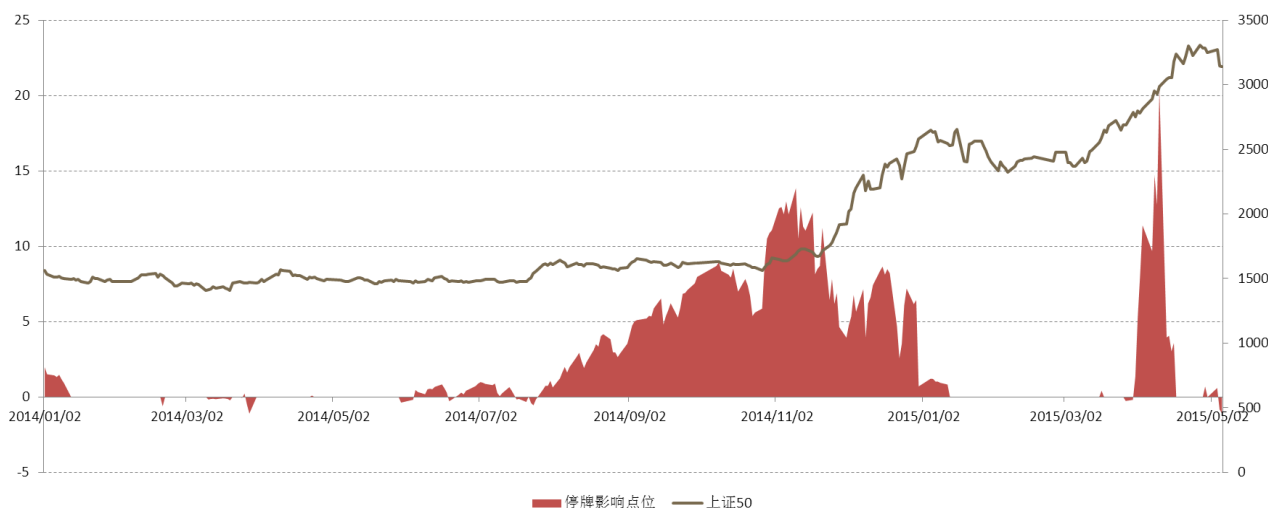
数据来源：方正证券研究所

图表 25：沪深 300 停牌影响点位



数据来源：方正证券研究所

图表 26：上证 50 停牌影响点位



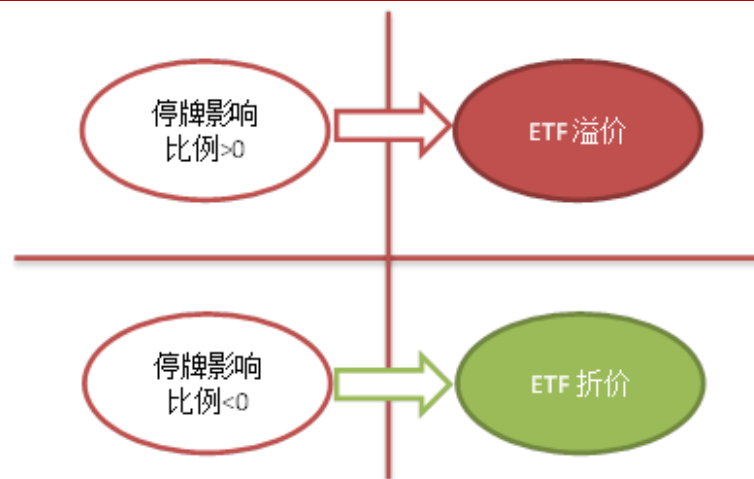
数据来源：方正证券研究所

### 3.2 成份股停牌对 ETF 的价格影响

指数成份股停牌对相应的 ETF 价格也有明显的影响，由于 ETF 需要用指数对应的成份股构成的一揽子股票来申购，在指数成份股中长期停牌的股票则需要通过现金替代，ETF 基金经理会在该股恢复交易后买入，并向申购者收取一定的现金溢价。当指数成份股中停牌股票的影响比例较大时，交易者更愿意从二级市场上买入或卖出 ETF，使得 ETF 的交易价格较净值出现持续的溢价或者折价的情况，从而影响 ETF 的折溢价率。这对于期现套利的投资者而言需要尤其关注。具体来说，如果市场对于指数成份股停牌影响充分反应，则当停牌影响比例大于 0 时，会导致相应 ETF 出现溢价，从而增加正向期现套利（多现货，空期货）的成本。同样的，如果停牌影响

比例小于 0，则会导致相应 ETF 出现折价，进而增加反向期现套利（多期货，空现货）的成本。因此若进行期现套利，则不能不重视成份股停牌对指数的影响。

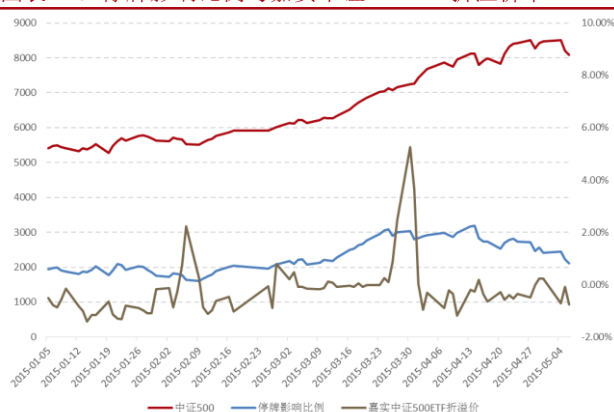
图表 27： 停牌影响比例对 ETF 交易折溢价水平的影响



数据来源：方正证券研究所

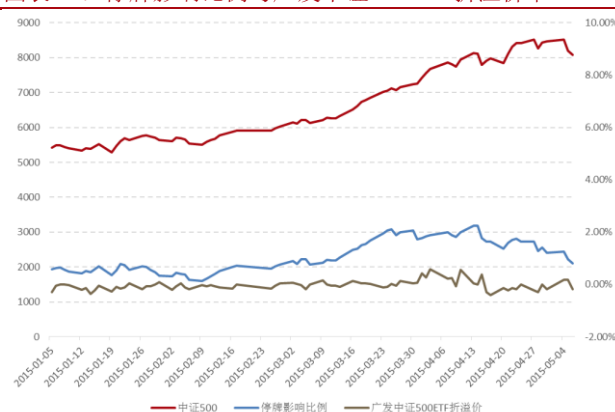
以停牌影响较大的中证 500 指数为例，我们统计了嘉实中证 500ETF、广发中证 500ETF、诺安中证 500ETF 和南方中证 500ETF 四只 ETF 的折溢价率，并与成份股对中证 500 的停牌影响比例作对比。目前来看，停牌股票的影响并没有被市场充分认知，中证 500 指数今年 3 月份以来，停牌影响较高，一度超过 2%，这一影响比例目前并没有反映在这几只中证 ETF 的折溢价率中。方正金工认为，未来随着市场会对指数成份股停牌影响的认识不断加深，停牌影响比例对 ETF 的折溢价的影响将逐渐得到体现。

图表 28： 停牌影响比例与嘉实中证 500ETF 折溢价率



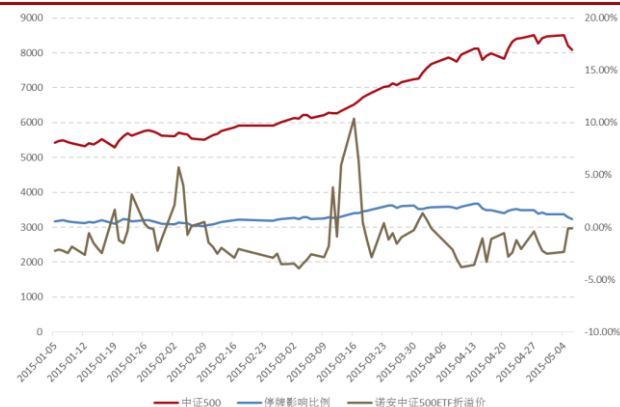
数据来源：方正证券研究所

图表 29： 停牌影响比例与广发中证 500ETF 折溢价率



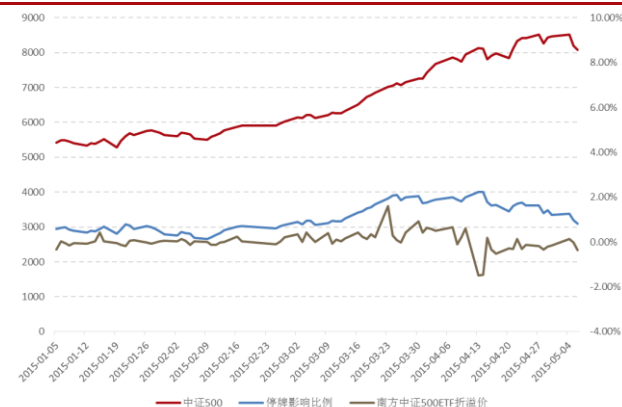
数据来源：方正证券研究所

图表 30：停牌影响比例与诺安中证 500ETF 折溢价率



数据来源：方正证券研究所

图表 31：停牌影响比例与南方中证 500ETF 折溢价率

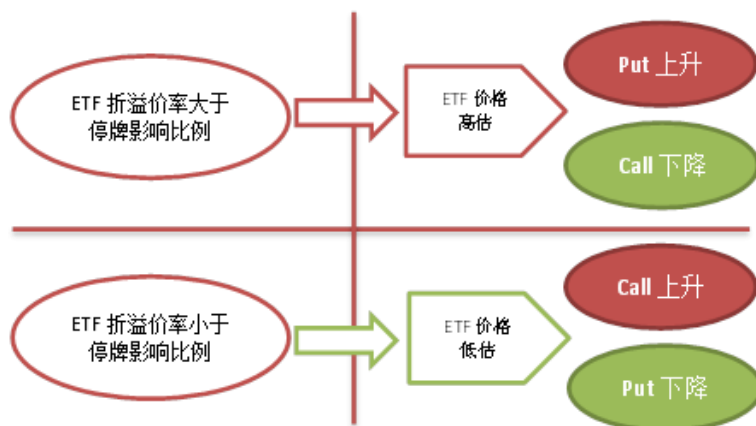


数据来源：方正证券研究所

### 3.3 停牌对 ETF 期权的影响

目前市场仅有上证 50ETF 期权一个期权品种，深证 100ETF 期权目前正在模拟交易中，预期很快将正式挂牌交易，因此关注停牌对期权的影响也是非常必要的。停牌股票对 ETF 期权价格的影响是间接传导关系：首先，如果 ETF 折溢价率大于停牌影响比例，则认为 ETF 价格被高估，在 ETF 期权中则反映为认沽期权价格上升，认购期权价格下降。反过来，如果 ETF 的折溢价率小于停牌影响比例，ETF 价格被低估，在 ETF 期权中则反映为认购期权价格上升，认沽期权价格下降。

图表 32：指数成份股停牌影响 ETF 期权价格



数据来源：方正证券研究所

考虑到 ETF 期权属于高杠杆衍生品，因此停牌影响比例对期权价格的影响会被杠杆放大，因此在 ETF 期权的交易中要特别关注这一影响。目前上证 50 成份股中有招商证券、东方明珠、中国南车和中国北车四只股票停牌（合计占指数权重的 8.18%），考虑到这四只股票均停牌时间较短，目前对于指数的影响较小，但随着时间的推移，未来有可能对于上证 50 指数产生明显的影响，从而影响上证 50ETF 的折溢价率和上证 50ETF 期权的价格。考虑到股票复牌时

间的不确定性，方正金工认为，停牌对期权远月合约的影响要大于近月合约。

### 3.4 停牌对指数期权的影响

ETF 期权上市后，未来指数期权上市可以期待，停牌股票对指数期权的影响和对指数期货的影响类似。当停牌影响比例大于 0，则会导致认购期权的价格上升，认沽期权的价格下降。反之，如果停牌影响比例小于 0，则会导致认购期权的价格下降，认沽期权的价格上升。

图表 33： 指数成份股股票停牌影响指数期权价格



数据来源：方正证券研究所

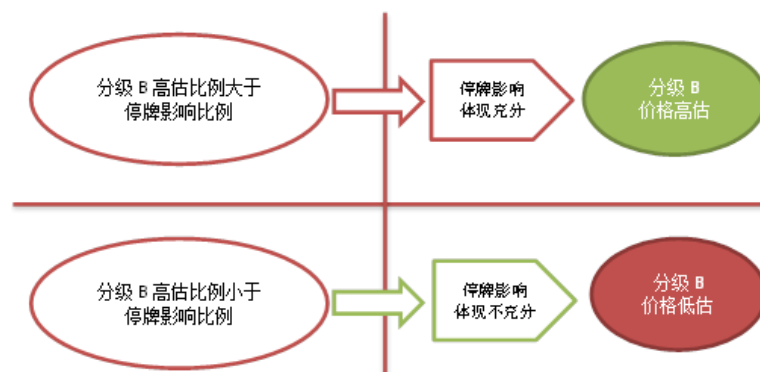
### 3.5 停牌对于分级基金的影响

当前分级基金市场火热，分级市场的规模在不断的扩大，今年下半年将有大量的分级基金上市交易，当前有很多主题型的分级基金已经或者即将上市交易，如白酒主题分级基金，一带一路主题分级基金等。

分级基金母基金多数为被动型指数基金。由于基金条款不同，分级 A 和分级 B 的价格相对于净值会有一定程度的折价和溢价，一般而言，多数分级 A 折价交易，分级 B 溢价交易。如果成份股停牌影响大于 0，首先会导致母基金溢价。母基金有溢价就会吸引套利资金介入，从而将溢价缩小至无套利范围内，因此停牌的影响所带来的溢价会转嫁到分级 B 上，我们定义分级 B 的溢价水平高于同类型分级产品的溢价水平称为高估，相应的高估幅度为高估比例。这里我们关注停牌影响比例与分级 B 的高估比例的关系，如果高估比例大于停牌影响比例，则停牌影响已经在分级 B 的价格中被体现，我们认为分级 B 价格被高估，此时购买分级 B 并不会带来超额收益。

相反，如果分级 B 高估比例小于停牌影响比例，则停牌影响并没有被充分体现，此时分级 B 价格被低估，购买分级 B 能够获得超额收益。

图表 34： 指数成份股停牌影响分级 B 价格



数据来源：方正证券研究所

如果指数的成份股数量较少，成份股停牌容易对指数产生较大比例的影响，从而对分级 B 的价格产生影响，建议关注成份股较少的行业分级基金和主题类分级基金，这类分级基金成份股停牌容易对指数造成较大的影响比例。

图表 35： 停牌数量占比较高的分级基金

母基代码	母基名称	跟踪指数	指数成分 股总数	指数停牌 股个数	停牌数量 占比
161721	地产分级	地产等权	10	2	20.0%
161022	创业分级	创业板指	100	16	16.0%
161024	军工分级	中证军工	66	10	15.2%
163115	申万军工	中证军工	66	10	15.2%
161223	国投创业	创业成长	99	15	15.2%
161910	万家中创	创业成长	99	15	15.2%
163209	诺安中创	创业成长	99	15	15.2%
160221	国泰有色	国证有色	50	7	14.0%
160628	房地产	800地产	46	6	13.0%
164304	新华环保	中证环保	100	13	13.0%

数据来源：方正证券研究所

## 4. 停牌股票影响比例高凸显基金套利机会

如果股票停牌期间有并购重组等重大事项，加上补涨需求的共同作用，股票复牌后可能会连续涨停，很难直接买入获利。但我们可以通过购买重仓这些股票的基金来获得股票大幅上涨所带来的收益。

### 4.1 被动型指数基金套利

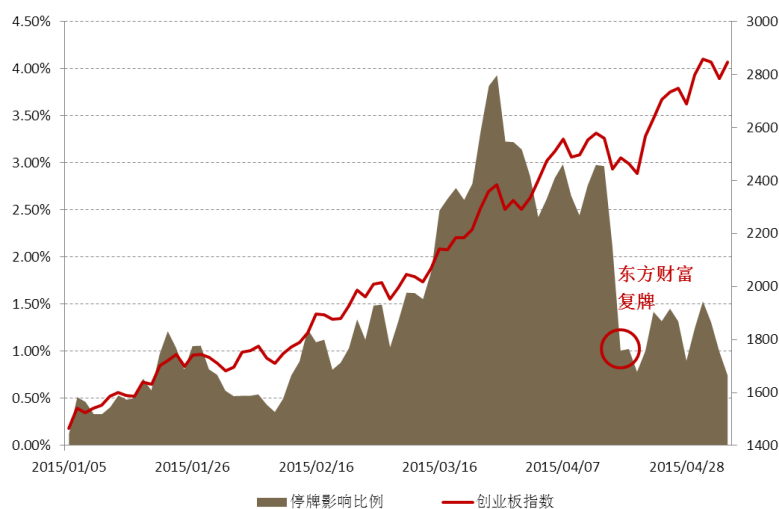
当指数的成份股中停牌股票的权重占比较高且预期复牌后能够大幅上涨，则可以在该股停牌时买入相关的指数基金或者分级基金，并在股票复牌后卖出，从而获得停牌股票复牌后上涨带来的收益。这一套利方法的经典案例就是利用东方财富对于创业板指数的影响进行套利：

从图表 36 中可以看到，4 月 16 日东方财富复牌，我们计算的停牌股票对创业板指数的影响比例出现大幅下降，随后东方财富在 4 月 16 日到 4 月 30 日这半个月的时间里大幅上涨，涨幅高达 185.35%，潜在涨跌幅逐渐兑现。由于东方财富在创业板指中的权重较高，因此对于创业板指数的推动作用明显。这段时间创业板指上涨 416.15 点，根据方正金工的估算，东方财富的大幅上涨对创业板指贡献了 176.50 点，贡献比例超过 40%。换句话说，创业板指在这段时期涨幅为 17.04%，其中东方财富一只股票贡献的涨幅超过 7%。因此可以在复牌前买入创业板指数基金或者创业板分级 B，能够获得较高的套利收益。

需要注意的是，指数基金中个股的占比相对较低，因此标的指数需要寻找成份股数量较少的指数。与此同时，如果在停牌股票复牌前后基金规模增长明显，则停牌股票在复牌后的收益将会被大幅摊薄，因此方正金工建议在套利时关注基金的规模变化，规避规模增长较大的基金。



图表 36：东方财富复牌后创业板指涨幅（2015/4/16-2015/04/30）



复牌时间	东方财富 涨幅	创业板 涨幅	创业板 上涨点数	东方财富 贡献点数	涨幅 贡献率
2015/4/16	185.35%	17.04%	416.15	176.50	42.4%

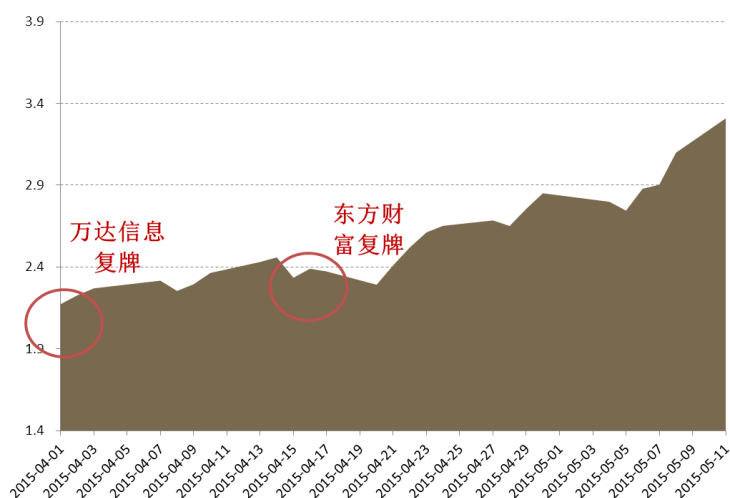
数据来源：方正证券研究所

## 4.2 主动型基金套利

套利方法与被动型指数基金的方法类似。但与被动型基金所不同的是，主动型基金的股票持仓和持仓变化并不会及时对外披露，我们仅能够通过基金年报或者季报中披露的持仓股票情况来估计当前该基金的股票持仓，因此误差难以避免。但是考虑到基金中个股的持仓比例往往较被动型基金更高，因此通过对主动型基金进行停牌股票套利能够获得更高的套利收益。

方正金工关注到在 2015 年季报的前十大重仓股中，易方达新兴成长有两只停牌股票，占基金资产的比例超过 10%。万达信息于 3 月 31 日复牌，东方财富于 4 月 16 日复牌，这两只股票在复牌后的 10 天里最大涨幅分别达到了 78.8% 和 159.4%。而在这两段时间里，易方达新兴成长则分别上涨 13.2% 和 15.3%，套利收益非常显著。

图表 37：万达信息和东方财富对复牌对易方达新兴成长的影响



停牌股票	复牌时间	复牌后10日 最大涨幅	复牌后10日基金 最大涨幅
万达信息	20150401	78.8%	13.2%
东方财富	20150416	159.4%	15.3%

数据来源：方正证券研究所

这里同时统计了所有停牌股票中预测涨跌幅最大的股票以及在停牌前已经重仓这类股票的基金。我们预测广发内需增长由于浪潮软件的停牌，在该股复牌后能够获得 6% 的超额收益。其他基金如新华优选成长、信诚盛世蓝筹也能获得超过 4% 的收益，在未来市场上涨大趋势不改变的情况下，通过这些基金进行套利能够获得较高的套利收益。

主动型基金套利有一定的风险，当前我们能够获得的是 2015 年 3 月 31 日的基金持仓情况，但主动型基金持仓可能会变化较大，因此收益具有较强的不确定性；同时如果在股票停牌期间基金规模增长明显，则停牌股票复牌后的收益将会被大大摊薄，因此方正金工建议在套利时关注基金的规模变化，这一点与被动型基金一致。

图表 38：停牌影响显著的主动型基金

基金	重仓股	基金资产占比	停牌期间行业涨跌幅	预计贡献涨幅
广发内需增长	浪潮软件	5.40%	128%	6.91%
东吴内需增长	新潮实业	4.90%	128%	6.28%
新华优选成长	华星创业	5.20%	91%	4.73%
光大精选	中银绒业	4.16%	113%	4.69%
信诚盛世蓝筹	华星创业	4.90%	91%	4.46%
农银汇理研究精选	中瑞思创	3.88%	103%	3.98%
农银汇理低估值高增长	中瑞思创	3.72%	103%	3.82%
华商大盘量化精选	城投控股	3.05%	90%	2.74%
南方盛元红利	锐奇股份	3.06%	86%	2.62%

数据来源：方正证券研究所

## 5. 关注停牌，在牛市里飞的更高

本文计算了当前主要指数和行业中的停牌影响。其中小盘股指数的停牌影响大于大盘蓝筹指数，建议重点关注股票停牌对中证 500，中证 1000，以及创业板指数的影响。行业指数方面，建议关注餐饮旅游行业，股票停牌影响比例超过 9%。其次通信行业，计算机行业和纺织服装行业停牌影响比例也较大。

股票停牌会对相关衍生品产生影响，建议关注股票停牌对于中证 500ETF 和中证 500 指数期货的影响。考虑到期权是高杠杆衍生品，股票停牌对上证 50ETF 期权和未来上市的指数期权价格的影响会被放大。目前上证 50 有四只股票停牌，建议投资者持续关注。同时，股票停牌会对分级基金，尤其是分级 B 价格产生影响，建议关注跟踪指数成份股数量较少且停牌成份股较多的分级基金带来的投资机会。

股票停牌后往往大幅上涨，很可能复牌就连续涨停，无法直接买入，建议通过买入重仓该股的指数型基金或者主动基金进行套利，但要注意关注基金规模的短期变化，如基金规模增长过快，则会导致该股上涨的收益被大幅摊薄。

本轮牛市催生了上市公司并购重组的新浪潮，目前 A 股市场有 300 只左右的股票处于连续停牌中，其中大部分股票在进行定增募资、并购重组等重大事项。并购重组能够明显提升公司价值，多数公司复牌后股票价格会有较大幅度的上涨。关注停牌带来的各类投资机会，就好像插上了隐形的翅膀，能够在牛市中飞的更高。

图表 39：停牌为牛市插上隐形的翅膀



数据来源：方正证券研究所

附录：连续停牌股票列表（截止 2015 年 5 月 8 日）

股票代码	股票名称	停牌时长 (交易日)	停牌期间行业 涨跌幅	股票代码	股票名称	停牌时长 (交易日)	停牌期间行业 涨跌幅
002512	达华智能	112	148%	600209	罗顿发展	38	55%
002659	中泰桥梁	108	128%	600870	*ST 厦华	81	55%
600777	新潮实业	108	128%	300213	佳讯飞鸿	45	55%
600756	浪潮软件	75	128%	300366	创意信息	45	55%
000938	紫光股份	89	119%	000411	英特集团	105	54%
002021	中捷资源	159	119%	002180	艾派克	121	54%
600575	皖江物流	158	118%	002660	茂硕电源	55	53%
000982	中银绒业	168	113%	000510	*ST 金路	71	53%
000715	中兴商业	172	106%	002319	乐通股份	71	53%
300078	中瑞思创	61	103%	002169	智光电气	46	52%
002359	齐星铁塔	116	102%	000989	九芝堂	69	52%
000719	大地传媒	85	97%	000005	世纪星源	84	51%
600076	青鸟华光	88	96%	002196	方正电机	36	50%
002558	世纪游轮	129	94%	002513	蓝丰生化	56	50%
300025	华星创业	104	91%	600747	大连控股	60	50%
600649	城投控股	124	90%	300110	华仁药业	53	49%
000676	智度投资	119	89%	002464	金利科技	66	47%
002645	华宏科技	97	86%	000996	中国中期	99	47%
300126	锐奇股份	97	86%	000068	*ST 华赛	65	47%
002417	*ST 元达	56	82%	000526	银润投资	56	47%
300322	硕贝德	61	81%	000403	ST 生化	65	46%
600250	南纺股份	112	80%	002602	世纪华通	100	45%
300098	高新兴	52	78%	600677	航天通信	92	44%
600797	浙大网新	54	78%	002548	金新农	60	44%
600701	工大高新	124	78%	601888	中国国旅	36	44%
002036	汉麻产业	70	75%	600599	熊猫金控	40	43%
002159	三特索道	73	74%	300038	梅泰诺	34	43%
002015	*ST 霞客	88	74%	600438	通威股份	65	42%
000883	湖北能源	113	71%	002349	精华制药	49	42%
600232	金鹰股份	75	71%	000863	三湘股份	52	41%
600083	博信股份	69	71%	000990	诚志股份	46	41%
002173	千足珍珠	104	69%	600817	ST 宏盛	68	40%
300192	科斯伍德	114	66%	300368	汇金股份	33	40%
600667	太极实业	81	66%	600258	首旅酒店	35	40%
002211	宏达新材	97	65%	600293	三峡新材	64	40%
002119	康强电子	80	64%	300101	振芯科技	39	40%
000010	深华新	85	63%	600179	黑化股份	104	39%
002010	传化股份	81	62%	000692	惠天热电	62	39%
002361	神剑股份	81	62%	000008	神州高铁	38	38%
300233	金城医药	81	62%	002249	大洋电机	32	38%
002316	键桥通讯	50	61%	002680	黄海机械	31	38%
002188	新嘉联	84	60%	002057	中钢天源	49	38%
300141	和顺电气	67	59%	600461	洪城水业	48	37%
600522	中天科技	41	59%	002637	赞宇科技	46	37%
000564	西安民生	89	58%	300242	明家科技	41	36%
002569	步森股份	61	58%	002656	卡奴迪路	36	36%
002255	海陆重工	44	58%	000995	*ST 皇台	94	36%
000677	*ST 海龙	95	58%	000502	绿景控股	46	35%
002171	精诚铜业	109	56%	002596	海南瑞泽	44	35%
600806	昆明机床	45	56%	300008	上海佳豪	30	35%

数据来源：方正证券研究所、万得资讯

## 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。

## 公司投资等级的说明：

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。

## 行业投资等级的说明：

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