

事件驱动系列专题研究

“高送转”预测： 围猎次新、定增、解禁股

2014年11月18日

投资要点

- ❖ 在本篇报告中，我们深度剖析高送转背后的逻辑，搭建了从财务因子、市值管理、股东行为等多个维度筛选高送转标的的方案，剔除上涨过高过快的次新股后，我们给出 2014 年的高送转预测名单如下：
- ❖ 次新股推荐：迪瑞医疗、友邦吊顶、良信电器、博腾股份、好利来、飞天诚信等；定增股推荐：宏大爆破、长荣股份、联建光电等；其他推荐，麦趣尔、欧浦钢网、克明面业、永贵电器等。
- ❖ 在 2010-2013 年，我们的平均预测命中率 70% 以上，持有 4 个月平均超额收益 8.97%。1) 2010-2013 年的命中率为 89%、78%、65% 和 56%。2) 每年 11 月至次年 2 月等权重持有预测标的，2010-2013 年的收益分别为 4.32%、-6.62%、19.21%、21.24%，策略每年跑赢中证 500，除了在 2011 年不理想外，其他的时间均跑赢沪深 300 指数。
- ❖ 次新股和定增股是高送转重头戏。历史上，1) 上市不满一年的次新股高送转的概率高达 46.83%。2) 年内实施定增的股票有 27.1% 的比例随后会出台高送转。3) 对于上市不满 3 年或者年内发生过定增的公司，高送转的概率为 31.6%，远大于其对立面的 5.9% 的概率。
- ❖ 2014 年部分次新股涨幅过高，需精挑细选。1) 截止 11 月 12 日，逾 75% 的次新股股价涨幅超过 60%，过半翻倍，投资风险增大。2) 今年次新股平均每股资本公积只有 2.6 元，低于往年的 6.4 元，资本公积先天不足。3) 投资次新股应筛选有送转能力的，规避涨幅过大的。
- ❖ 披露增发预案，但股价逼近预案价的值得关注。1) 今年披露定向增发预案的公司超过 600 家，股价跌破增发价格或预案价下限的已有 17 家，此类具备送转实力的公司更有动力进行市值管理，为再融资保驾护航。2) 历史上，已披露定向增发但尚在审批中，且股价距增发价不足 30% 的，精选有送转能力的标的，平均命中率达到 4 成以上。
- ❖ 年报窗口期有解禁的公司，送转动力更高。1) 对于年报窗口期即将解禁的限售股，高送转或可帮助大股东进行避税。2) 历史上，在年报窗口期有解禁的标的中精选有送转实力的股票，高送转概率达到 6 成以上。
- ❖ 高送转预测方法：从财务、市值管理、股东行为多个角度预测。1) 每股资本公积、BPS、EPS、上市时间、股本、股价是非常显著的预测高送转的指标。对于上市满三年的股票，有送转历史的高送转概率更高。2) 基于上述财务因子排序打分，挑选出得分最高的 40 只股票，结合精选定增股、精选解禁股形成预测名单，剔除部分涨幅过高标的作为推荐。
- ❖ 投资时点：高送转投资需趁早，11 月、次年 2 月收益高。1) 高送转标的在预案前的表现好于预案后，但不是每年都有丰厚收益。其炒作与市场风格有关，当市场偏好小盘时，“高送转”标的会有不错收益。另外，高送转的收益也与市场供需有关，标的稀缺时收益更高。2) 11 月和次年 2 月，高送转标的超额收益更高、更稳定。除 2012 年外，其他年份的高送转均在 11 月就有所反应。



中信证券研究部

金融工程及衍生品组

李祖苑

电话：010-60838026

邮件：lizuyuan@citics.com

执业证书编号：S1010514070002

提云涛

电话：021-20262148

邮件：tiyuntao@citics.com

执业证书编号：S1010514030003

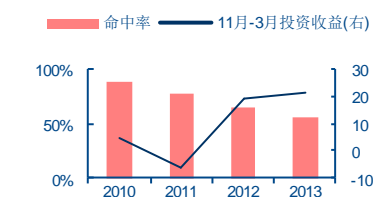
王兆宇

电话：021-20262110

邮件：wangzhaoyu@citics.com

执业证书编号：S1010514080008

预测命中率&投资收益



资料来源：中信数量化投资分析系统

相关研究

1. 高分红送转——能预测吗？能赚钱吗？ 2011.12.28
2. 高派现根正苗红，高送转生不逢时 2013.1.14
3. 业绩预增——于无声处听惊雷 2014.10.14
4. 增持策略：多维因子攫收益，首次增持价更高 2014.10.14
5. 把握预增预降投资机会——重点布局低覆盖度超预期股票 2012.2.15
6. 把握年报行情中的扭亏为盈机会 2012.1.16
7. 高分红送转——能预测吗？能赚钱吗？ 2011.12.28
8. 寻找股权激励背后的博弈逻辑 2013.12.16
9. 区别对待增持信息，建议更多重视股东增持 2013.12.11

目录

投资聚焦	1
“高送转”剖析：一级市场募资是关键	2
政策背景：推进现金分红	2
分红送转概况：现金分红增多，高送转稀缺度降低	3
解析高送转：与一级市场募资高度相关	4
聚焦 2014 年：次新股涨幅过大需精选，增发预案值得关注	6
次新股：已存共识涨幅高，需精挑细选	6
定增股：定增预案，送转动力高	7
“高送转”投资时点：赚钱需趁早	8
多角度预测高送转	10
寻找“高、富、帅”	10
淘金定增股	12
淘金限售股	13
高送转选股法则	13
策略回测	14
2014 年高送转预测名单	15

插图目录

图 1：高送转预测方案	1
图 2：预测命中率	2
图 3：11 月-次年 2 月持有预测标的组合收益	2
图 4：政策不断推进现金分红	3
图 5：分红送转占 A 股比例	3
图 6：高送转数目&占送转股比例	3
图 7：IPO 募资历史数据	4
图 8：增发募资历史数据	4
图 9：上市短、定增股票高送转概率高	5
图 10：高送转板块分布	6
图 11：高送转行业分布	6
图 12：上市短 or 定增股历年出现数目	6
图 13：2014 年次新股每股资本公积分布	7
图 14：历史次新股每股资本公积分布	7
图 15：定增募资历史数据	7
图 16：近一年实施定增股票资本公积分布	7
图 17：定增预案历史数据	7

图 18: 高送转相对沪深 300 指数累计超额收益	9
图 19: 高送转相对行业指数累计超额收益	9
图 20: 高送转收益 VS 小盘股溢价	10
图 21: “高送转”月相对沪深 300 收益分布	10
图 22: “高送转”月相对行业指数收益分布	10
图 23: 每股资本公积分组 VS 高送转概率	11
图 24: 每股未分配利润分组 VS 高送转概率	11
图 25: BPS 分组 VS 高送转概率	11
图 26: EPS 分组 VS 高送转概率	11
图 27: 近三年 EPS 增长率分组 VS 高送转概率	11
图 28: 上市时间分组 VS 高送转概率	11
图 29: 股价分组 VS 高送转概率	12
图 30: 股本分组 VS 高送转概率	12
图 31: 有无送转历史 VS 高送转概率[上市三年后的股票]	12
图 32: 定增预案筛选样本 VS 高送转	13
图 33: 定增实施筛选样本 VS 高送转	13
图 34: 限售股解禁筛选样本 VS 高送转	13
图 35: 高送转预测方案	14
图 36: 预测命中率	15

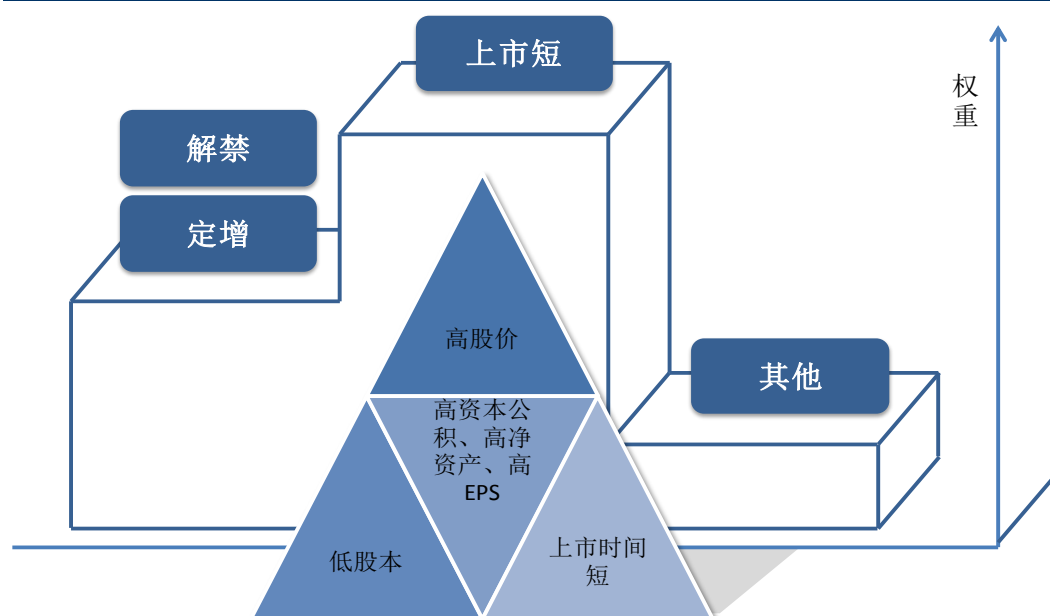
表格目录

表 1: 股价跌破定增预案价的股票	8
表 2: 投资高送转预测股收益	15
表 3: 2014 年高送转预测名单	16

投资聚焦

高送转作为 A 股市场每年末的重头戏备受关注，相关研究也很多。本篇报告的亮点在于：（1）重点分析了自 2010 年 IPO 扩张之后的高送转特征，发现高送转与一级市场募资高度相关，在上市时间短或一年内实施过定增的股票池中选股可以达到事半功倍的效果。（2）站在宏观角度剖析 2014 年的高送转行情，今年 IPO 重启，定增市场火爆，增加高送转概率。但次新股高送转早成共识，我们着力探寻更多挖掘高送转的逻辑。（3）除了从财务角度筛选“高、富、帅”潜力股，我们还从市值管理和股东行为的方面对高送转进行把脉。我们发现定增预案后股价走低，以及限售股解禁前，上市公司都有动力进行高送转，推高股价或进行避税。针对这些行为特点，我们设计了财务因子打分+定增、解禁股精选的高送转预测方案。

图 1：高送转预测方案

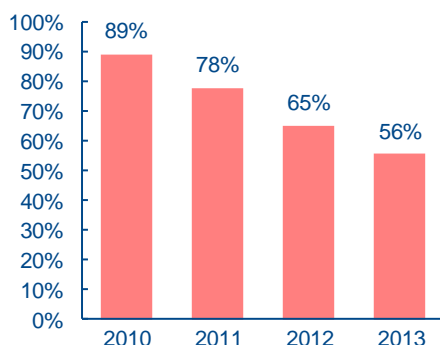


资料来源：中信证券研究部

通过多因子筛查，我们发现预测高送转标的，每股资本公积、BPS、EPS、上市时间、股本、股价是非常显著的指标。我们可以按照“高(EPS、股价)”、“富(资本公积、BPS)”、“帅(上市短、小盘股)”的标准筛选高送转标的。另外，具备送转实力的定增股和马上面临限售股解禁的标的也应重点关注。在收益方面，投资高送转，建仓需趁早。每年的 11 月和次年 2 月的收益最丰厚、稳定。高送转行情与当年市场风格高度相关，当市场偏向小盘股时，高送转题材往往收益较高。同时，“高送转”的炒作也受供需影响。

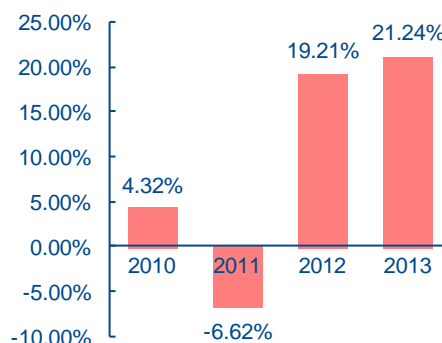
最终构建的预测方案在近四年取得较高的命中率。**2010-2013 年的命中率为 89%、78%、65% 和 56%**。近两年命中率下降的原因为 IPO 暂停，次新股减少，增加了预测的难度。如每年 11 月至次年 2 月持有预测标的，**2010-2013 年的收益分别为 4.32%、-6.62%、19.21%、21.24%**。策略每年都战胜中证 500，除了在 2011 年不太理想外，其他的时间均能跑赢沪深 300 指数。2013 年组合命中率虽不高，但收益大幅跑赢市场。

图 2：预测命中率



资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 3：11 月-次年 2 月持有预测标的组合收益



资料来源：中信证券量化投资分析系统

“高送转”可以说是 A 股市场每年末的重头戏，无论市场行情如何，每当“高送转”概念个股悉数登场，总有人能掀起波澜壮阔的上涨浪潮。回溯近两年，2013 年的云意电气、2012 年的川润股份，都在推出高送转前后股价上涨数倍。站在 2014 年末，今年的高送转行情会是什么境况？作为投资者如何不错过这岁末年初的盛宴？我们试图从本篇报告起，分几个专题，对今年的高送转投资机会做全景透视，帮助投资者挖掘高额收益。

一般地，投资者对于高送转标的的炒作分为三个阶段：方案公布前、预案公布后和除权前后。其中在方案公布前的猜想阶段，股价最具想象力，往往能走出天马行空的行情。本文，作为今年高送转专题的首篇，将致力于预测今年的高送转标的，帮助投资者把握预案之前的投资机会。这里，我们定义“高送转”为送转比例高于 0.5，即 10 送 5 以上的送转方案。

“高送转”剖析：一级市场募资是关键

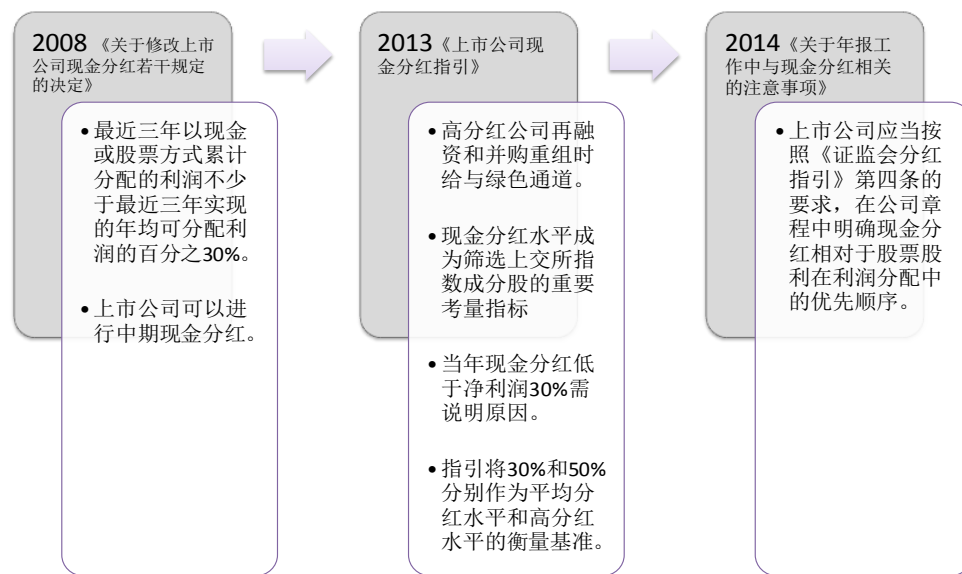
在预测今年高送转标的之前，我们先站在更高的角度俯视一下近几年的分红送转的趋势与特点，从而更好的把握高送转的运行脉络。

政策背景：推进现金分红

近几年，关于上市公司分红送转的政策演变，带来了 A 股分红行为的变化，需要引起投资者重视。从早年的半约束条款，到 2008 年提高现金分红比例至 30%，再到 2013 年交易所对持续高分红的公司开创融资、并购重组绿色通道，监管层大力鼓励上市公司重视现金分红，并不断推进现金分红政策的落地。

目前，以上交所为例，在分红机制上，1、明确了分红水平衡量基准，将上市公司现金分红金额占净利润比例的 30%和 50%分别作为平均分红水平和高分红水平的衡量基准，享有不同约束、鼓励政策。2、给出了几种备选分红政策：金额政策、固定比率政策、超额股利政策、剩余股利政策。3、强化信息披露。4、要求上市公司在公司章程中明确现金分红优先于股票股利。此外，上市公司的分红决策程序也被明确规范。

图 4：政策不断推进现金分红



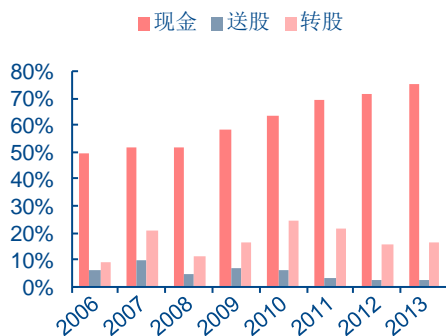
资料来源：中信证券研究部、证监会、上交所网站

此外，在股息红利税的缴纳上，证监会也在逐步完善差异化征收，鼓励长期持有。《关于实施上市公司股息红利差别化个人所得税政策有关问题的通知》经国务院批准，自 2013 年 1 月 1 日起，持股超过 1 年的，税负为 5%；持股 1 个月至 1 年的，税负为 10%；持股 1 个月以内的，税负为 20%。但对于很多市场参与者来说，该政策对增加投资者红利净收入的实际效果有限。2014 年 5 月，上交所发布《沪市上市公司 2013 年度现金分红专题分析报告》，报告指出，现行红利税政策形成的交易成本相对偏高，投资者通过现金分红获得投资收益的意愿不强。建议进一步优化现金分红税收政策，减轻投资者的红利税负，鼓励长期投资，抑制短期炒作。

分红送转概况：现金分红增多，高送转稀缺度降低

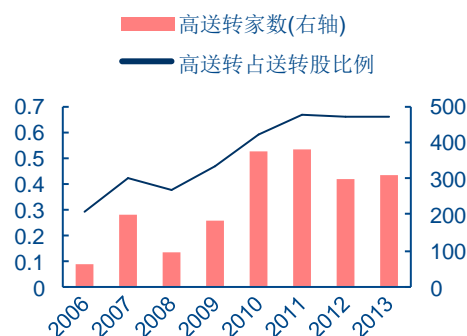
在监管层不断强化现金分红重要性的背景下，我们看看近几年市场分红行为发生了哪些变化？通过下图可知，2008 年强制提高现金分红比例后，A 股现金分红公司占比不断提升。2013 年共有 1857 家上市公司在披露 2012 年年报的同时推出派现方案，比 2008 年增加了 1024 家，占上市公司总数的 75%。

图 5：分红送转占 A 股比例



资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 6：高送转数目&占送转股比例



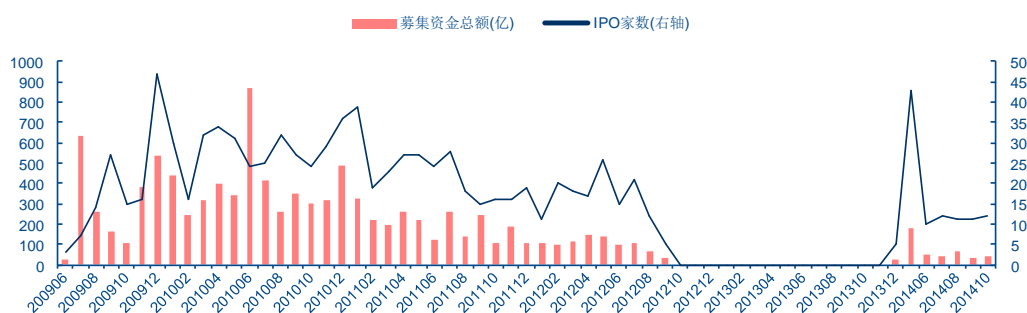
资料来源：中信证券量化投资分析系统

相比于现金分红的遍地开花，送转标的近几年有所减少，但整体较几年前上移，不再稀缺。即使在送转数目较低的 2012 和 2013 年，A 股市场每年依然有 300 只左右的高送转标的，相比 2010 年前，几近翻倍。另外，值得注意的是，送转案例中的高送转比例节节攀升，2013 年，每 10 只公布送转方案的股票，近 7 只都在 10 转 5 以上。采用送转方式扩大股本的公司，现在更愿意采用对股价刺激效果更强的高送转。

解析高送转：与一级市场募资高度相关

近几年送转事件的增多主要与 2010 年后的 IPO 扩容有关。2010-2012 年间，中小、创业板共上市 691 家公司。这些股本小、高成长的公司有更大的诉求扩张股本，做高市值。而通过上市超募，这些公司坐拥大量资本公积，自然倾向采用高比例转增股本的方式，扩张股本，降低股价，提高股票流动性，迎合投资者偏好。于是，我们看到 2010 年后，高送转的样本数大量增加。到了 2012 年新股停发，2012 和 2013 两年的高送转了不少新鲜热辣的标的，数目有所下降。但是基于前两年大量囤积的新股，近两年的高送转样本并没有大幅减少到 2010 年前的水平。

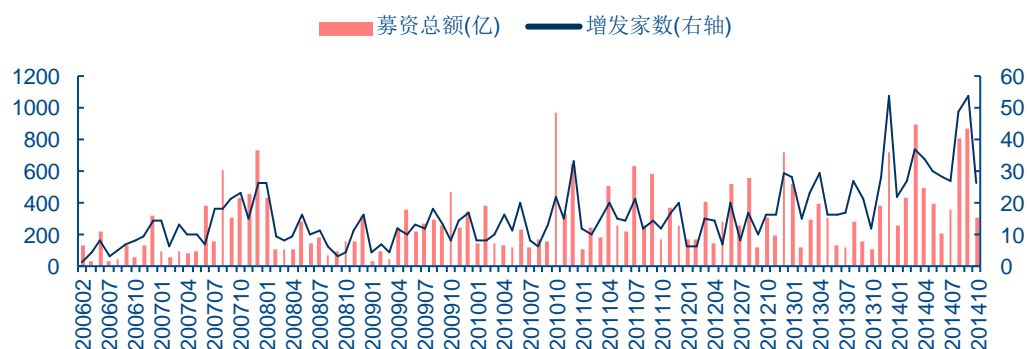
图 7：IPO 募资历史数据



资料来源：中信证券量化投资分析系统

定增市场上，2010 年后，每年实施定向增发的公司数目也处在上升趋势中。2008、2009 年，每年有约 130 家公司实施定向增发，至 2013 年，实施定向增发的公司有 286 家。从募集资金的总额来看，2010-2013 年，年均募集资金约 3650 亿，较 2006-2009 年的 2375 亿有大幅提升。

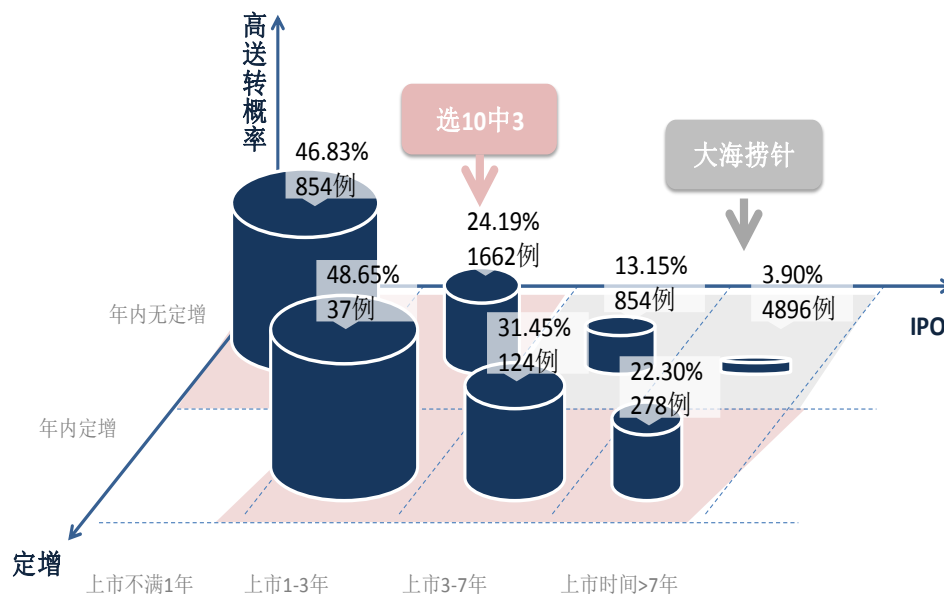
图 8：增发募资历史数据



资料来源：中信证券量化投资分析系统

下面，我们用数据说明 2010 至 2013 年间高送转样本与一级市场活动的紧密关联。

图 9：上市短、定增股票高送转概率高



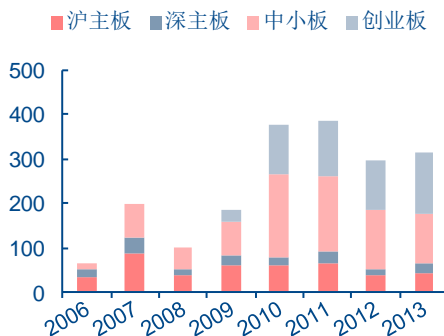
资料来源：中信证券数量化投资分析系统

上图中，我们分“年内定增”、“年内无定增”VS“上市不满一年”、“上市1-3年”、“上市3-7年”、“上市时间>7年”共计8种情形，统计各种情形下高送转的概率。我们发现对于上市不满3年或者年内发生过定增的公司，高送转的概率为31.6%，远大于近几年没有进行一级市场募资的5.9%的概率。特别，对于上市不满一年的次新股，历史上在年报出台高送转的概率高达46.83%。次新股永远是A股高送转的热点板块。而上市时间在1-3年的，也有25.3%的公司实施了高送转。这是因为新上市公司有更强的股本扩张动力，并且上市不满三年的，由于大股东还在锁定期，通过高送转方案提升股价也更利于日后的减持。所以，全样本来来看，上市时间越短，高送转的概率越大。对于定增来说，无论上市时间的长短，年内实施定增后进行高送转的几率都会提高。总体上，年内定增后的股票有27.1%的比例随后会出台高送转。

总之，在上市时间不满三年或近期发行定增的股票中，筛选高送转标的可以达到事半功倍的效果，成功率大大提升。而在近期没有一级市场融资的公司中寻找高送转，无异于大海捞针。

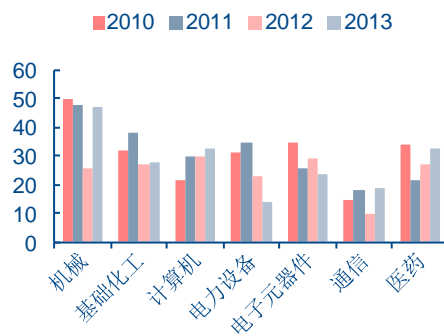
最后我们统计近期高送转在板块和行业的分布情况。板块上看，近几年中小板、创业板是高送转的主力军。高送转的行业主要分布在机械、基础化工、计算机、电力设备、电子元器件、通信和医药等新兴产业。

图 10：高送转板块分布



资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 11：高送转行业分布

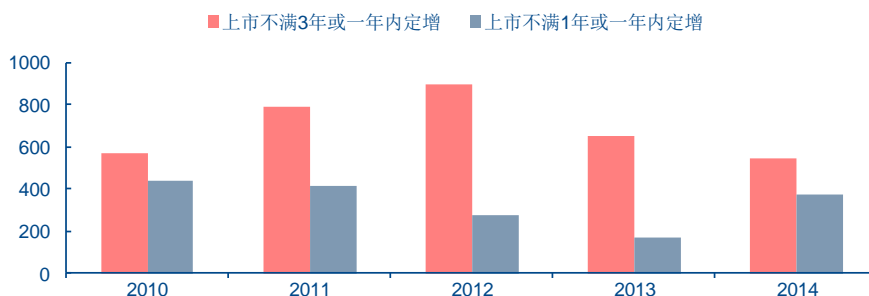


资料来源：中信证券量化投资分析系统

聚焦 2014 年：次新股涨幅过大需精选，增发预案值得关注

今年 IPO 重启，定增市场火爆，一级市场上大量募集的资金会增厚上市公司资本公积，增加高送转概率。今年新上市或一年内实施定向增发的股票为 370 只，较 2012 和 2013 年有明显回升。

图 12：上市短 or 定增股历年出现数目



资料来源：中信证券量化投资分析系统

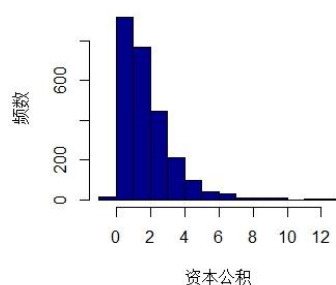
次新股：已存共识涨幅高，需精挑细选

新股方面，截止 11 月 12 日，2014 年 A 股共有 104 只新股上市，其中中小板和创业板占 70 家。不过由于今年新股发行改革，并没有出现大规模超募情况。今年新股共募集资金 409 亿，较往年处于低位。统计今年次新股，我们发现其平均每股资本公积只有 2.6 元。而往年发生高送转的次新股的平均每股资本公积为 6.4 元。今年半数次新股的资本公积存在“先天不足”。

另外，由于 IPO 发行价被管制，以及受高送转预期影响，众多新股自上市起就得到大量资金追捧，涨幅惊人。截止 11 月 12 日，新上市的 103 只个股中，逾 75% 的股份涨幅超过 60%，过半的次新股价格翻倍。其中，兰石重装的股价破天荒地翻了 10 逾倍。次新股近期的爆炒，使得投资此类高送转概念股的风险增大。

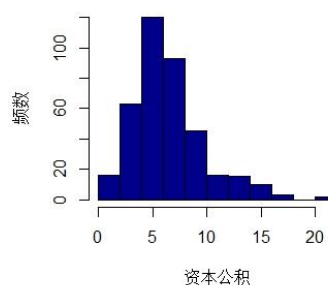
所以，2014 年末布局次新股，精挑细选很重要。1) 选择资本公积高，真正具备送转实力，且成长性高，股本小，股本扩张意愿强的。2) 应当规避部分上市后涨幅过高的次新股。即使有些标的有较高的送转概率，但其前期气势如虹的涨幅也可能透支未来高送转炒作的空间。

图 13：2014 年次新股每股资本公积分布



资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 14：历史次新股每股资本公积分布

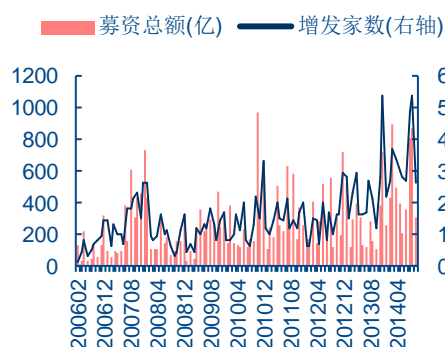


资料来源：中信证券量化投资分析系统

定增股：定增预案，送转动力高

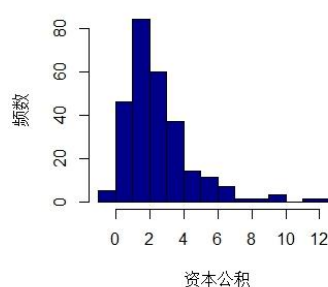
定增方面，今年定增市场的火爆是史无前例的。2014 年 1 月至 11 月，共有 273 家公司实施定向增发，募集资金逾 5000 亿。而 2011-2013 年的增发公司数分别为 180、160、254 家。今年实施定向增发的股票的平均每股资本公积为 2.5 元，具备转股实力。

图 15：定增募资历史数据



资料来源：中信证券量化投资分析系统

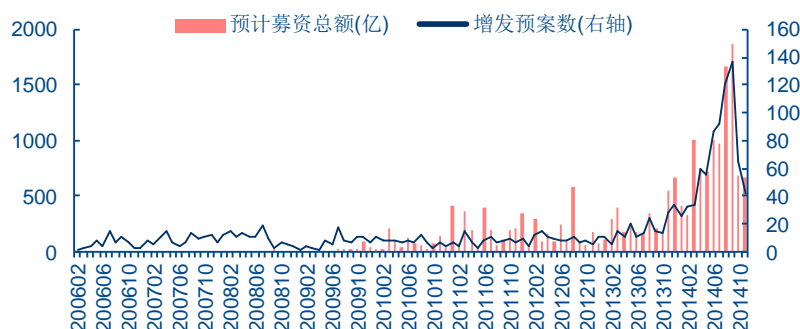
图 16：近一年实施定增股票资本公积分布



资料来源：中信证券量化投资分析系统

特别，今年披露定向增发预案的公司超过 600 家，呈井喷态势。剔除股东大会、发审委未通过和停止实施的，目前在审批进程中的共计 545 家。

图 17：定增预案历史数据



资料来源：中信证券量化投资分析系统

对于处于定增审批中尚未实施的公司，我们应该给予更多的关注。历史上，定增预案后，因为股价走低，导致定增破产的案例屡见不鲜。特别在市场行情比较惨淡的情况下，上市公司更有动力进行市值管理，为再融资保驾护航。今年尚在筹备定向增发的公司中有 159 家创业板、201 家中小板公司。自 2012 年底，中证 500 指数已持续走强近两年，许多小盘股面临不小的回调压力。目前，适逢“沪港通”、“一带一路”题材活跃之际，中小创业还能否坚守高位？后市并不明朗。站在上市公司的角度，具备送转实力的公司，在增发推进行程中遭遇股价下跌的，实施高送转的可能性更高。

进一步统计定增预案标的，股价跌破增发价格或预案价下限的已有 15 家，有 98 家的股价离增发底价的跌幅空间不足 15%。这些公司更值得我们筛查是否具备高送转可能。

表 1：股价跌破定增预案价的股票

代码	名称	板块	行业	预案公告日	进程	离增发底价空间	每股公积	每股未分配利润	每股净资产	每股收益	每股现金流	PE_TTM
002148.SZ	北纬通信	中小板	通信	2014/6/9	发审委通过	-25.27%	1.97	0.92	4.02	0.09	0.47	140.49
300157.SZ	恒泰艾普	创业板	计算机	2014/10/16	股东大会通过	-13.19%	1.98	0.73	3.75	0.16	-0.41	52.33
000587.SZ	金叶珠宝	深主板	石油石化	2014/4/30	股东大会通过	-11.09%	0.71	0.54	2.28	0.21	0.40	45.33
300010.SZ	立思辰	创业板	计算机	2014/11/6	董事会预案	-8.36%	2.52	0.70	4.28	0.10	0.37	109.15
000793.SZ	华闻传媒	深主板	传媒	2014/5/30	证监会批准	-7.32%	0.49	1.03	2.65	0.44	-0.03	23.76
002681.SZ	奋达科技	中小板	电子元器件	2014/9/15	股东大会通过	-6.96%	0.97	1.41	3.52	0.36	-0.57	61.05
300052.SZ	中青宝	创业板	传媒	2014/4/12	股东大会通过	-6.89%	2.25	0.45	3.77	0.11	-0.46	126.82
002071.SZ	长城影视	中小板	传媒	2014/7/11	股东大会通过	-5.56%	-0.56	0.82	1.33	0.13	0.00	163.67
002261.SZ	拓维信息	中小板	通信	2014/5/20	发审委通过	-4.81%	0.16	1.06	2.30	0.14	0.02	120.91
300104.SZ	乐视网	创业板	传媒	2014/8/8	股东大会通过	-3.73%	1.74	0.89	3.71	0.27	-0.25	97.59
300287.SZ	飞利信	创业板	计算机	2014/9/25	股东大会通过	-3.14%	0.38	0.87	2.28	0.19	-0.16	83.21
600587.SH	新华医疗	沪主板	医药	2014/4/19	发审委通过	-2.88%	3.28	2.08	6.55	0.99	-0.11	45.80
002575.SZ	群兴玩具	中小板	轻工制造	2014/7/22	股东大会通过	-2.23%	1.77	0.54	3.40	0.08	-0.68	185.94
300089.SZ	长城集团	创业板	轻工制造	2014/9/12	董事会预案	-0.96%	3.24	0.85	5.28	0.06	-0.55	-10350.91
002004.SZ	华邦颖泰	中小板	医药	2014/8/13	股东大会通过	-0.38%	4.84	2.34	8.43	0.57	2.28	31.18

资料来源：中信证券量化投资分析系统

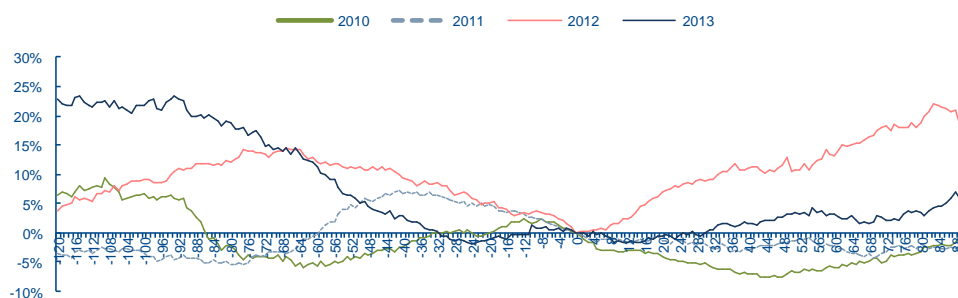
“高送转”投资时点：赚钱需趁早

高送转的收益有多丰厚？什么时间介入最合适？

首先我们观察预案公告前后的超额收益的走势。这里，我们分别考察了预案公告日 [-120,90] 个交易日的窗口上，股价相对沪深 300 指数和中信一级行业指数的累计超额收益走势。这里， $T < 0$ 的情况为 T 日至预案公告日的超额收益。 $T > 0$ 的情况为预案公告日至 T 日的累计超额收益。为排除异常值影响，我们取累计超额收益的中位数进行考察。

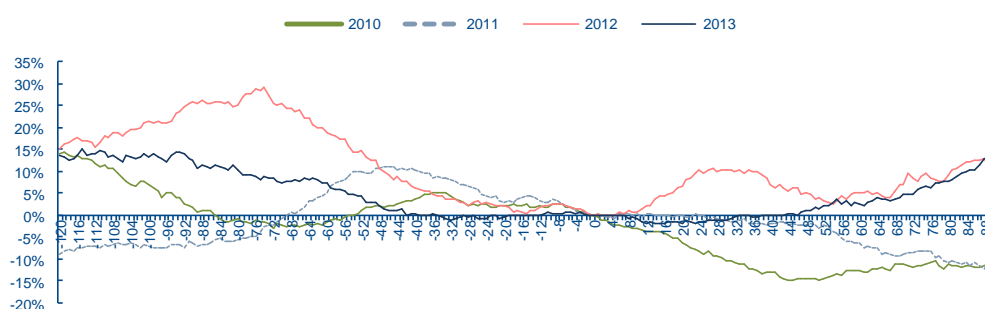
由于 2010 年前，高送转样本较为稀缺，市场炒作热情较高。而 2010 年后高送转样本数大幅增长，市场供需发生改变。因此在本篇报告中，我们重点分析 2010 年以后的高送转行情。

图 18：高送转相对沪深 300 指数累计超额收益



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

图 19：高送转相对行业指数累计超额收益



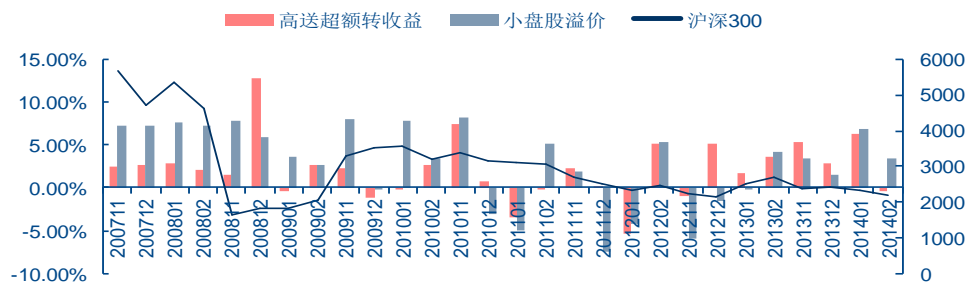
资料来源：中信证券数量化投资分析系统

从超额收益累计图上看，“高送转”事件在预案前的表现好于预案后，但不是每年都有丰厚收益。2012 和 2013 年，高送转取得的超额收益更多。如果从预案前 3 个月持有至预案，2012、2013 两年，高送转组合均可以取得 15% 左右的相对沪深 300 指数的超额收益。并且在近两年，高送转的炒作更早，2013 年从预案前 5 个月就已经启动高送转行情。而在 2010 年，预案前高送转组合超额收益非常微薄，预案后反而大幅下跌，不能跑赢市场。2011 年高送转行情启动较晚，从预案前 2 个月持有，大至有 7% 的超额收益，预案后同样跑输市场。

究其背后原因，我们认为有以下 2 点。首先，“高送转”的炒作与市场风格有关，当市场偏好小盘时，“高送转”标的会有不错收益，当小盘股被市场抛弃时，即使高送转也难获青睐。下图中，我们统计了 2007 年至 2013 年，每年 11 月-次年 2 月的高送转标的超额收益与小盘股溢价程度的对比。这里我们用同期中证 500 与沪深 300 的涨幅差表征小盘股溢价。我们发现，高送转的收益与市场风格高度相关。2010、2011 年小盘股总体较弱，高送转亦无法跑赢市场。近两年，小盘股如日中天，资金又开始围绕高送转概念炒作。

其次“高送转”的炒作受供需影响。2010 年 IPO 扩容，可预期的高送转标的数目大大增加。当年共有 373 家公司实行高送转，约是 2009 年 2 倍，2008 年的 4 倍。明显增多的高送转标的，稀释了市场的炒作热情。2012、2013 年的高送转数目下降，收益有所提升。

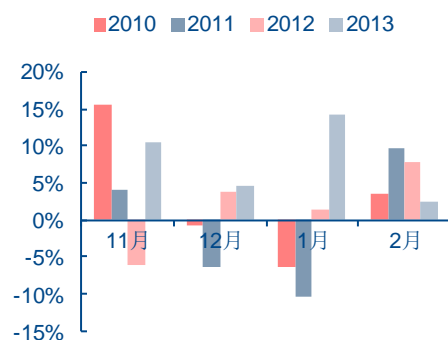
图 20：高送转收益 VS 小盘股溢价



资料来源：中信证券量化投资分析系统

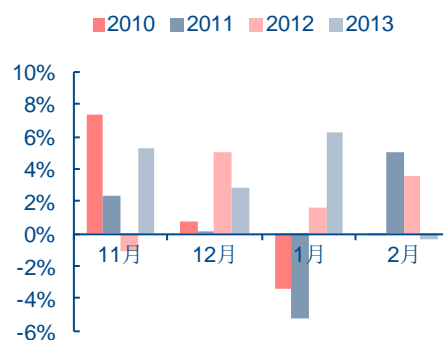
分月度统计高送转相对沪深 300 指数和行业指数的超额收益。**11 月和 2 月的超额收益更高、更稳定。**除 2012 年外，其他年份的高送转的股价均在 11 月就有所反应。而在 12 月和 1 月，收益有所降低，月度的胜率只有 50%。所以，投资高送转标的，建仓要早。如果错过建仓良机，可以等待股价回调之后的机会。

图 21：“高送转”月相对沪深 300 收益分布



资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 22：“高送转”月相对行业指数收益分布



资料来源：中信证券量化投资分析系统

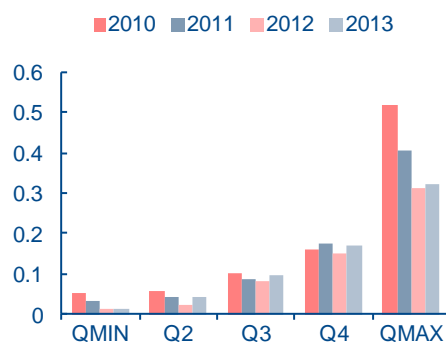
多角度预测高送转

寻找“高、富、帅”

高送转的硬性基础是高资本公积或高未分配利润，上市公司进行高送转的动机是扩张股本和降低股价，从而提高股票流动性，敢于高送转摊薄利润的勇气是对未来公司高速成长的信心。新上市的股票资本公积较高，是送转的热门候选。因此，筛选高送转标的，可以从高资本公积、高未分配利润、高股价、高 EPS、高 EPS 增速、低股本和上市时间短等方面进行筛选。下面我们从相应的财务指标出发，看看历史上的高送转标的是否具备这些特征。

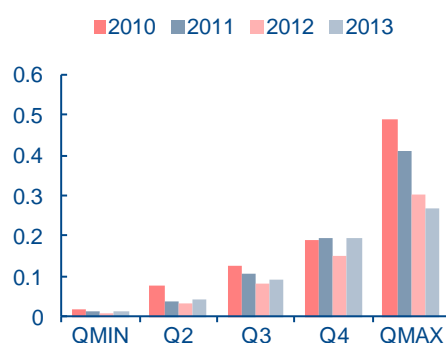
这里，我们每年按季报的财务指标，以及每年 11 月 1 日的股价将全部 A 股由低到高排序并等分成 5 组。计算每组在当年实施高送转的概率。

图 23: 每股资本公积分组 VS 高送转概率



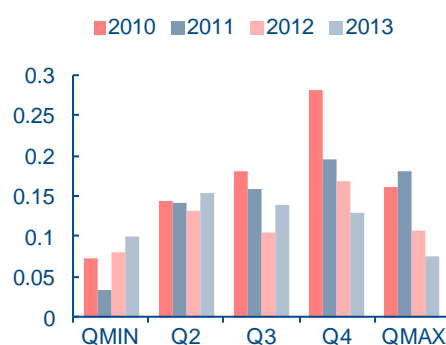
资料来源: 中信证券量化投资分析系统

图 25: BPS 分组 VS 高送转概率



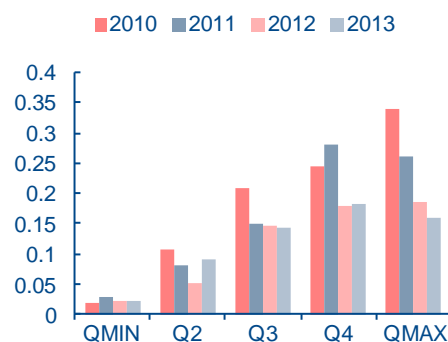
资料来源: 中信证券量化投资分析系统

图 27: 近三年 EPS 增长率分组 VS 高送转概率



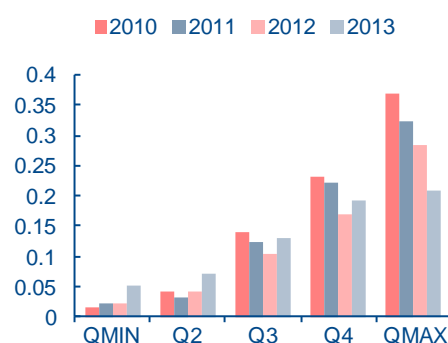
资料来源: 中信证券量化投资分析系统

图 24: 每股未分配利润分组 VS 高送转概率



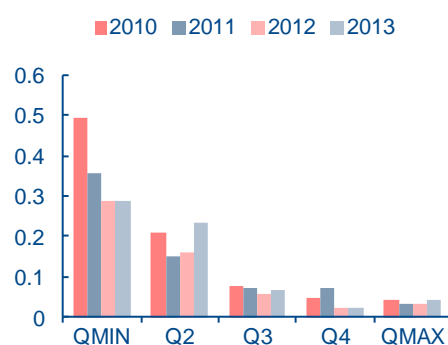
资料来源: 中信证券量化投资分析系统

图 26: EPS 分组 VS 高送转概率



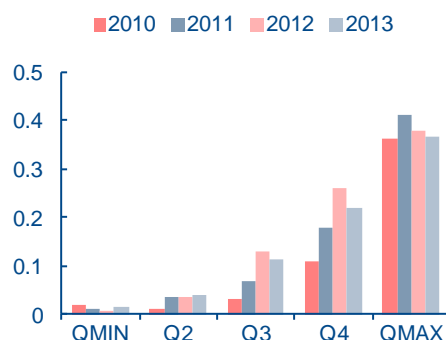
资料来源: 中信证券量化投资分析系统

图 28: 上市时间分组 VS 高送转概率



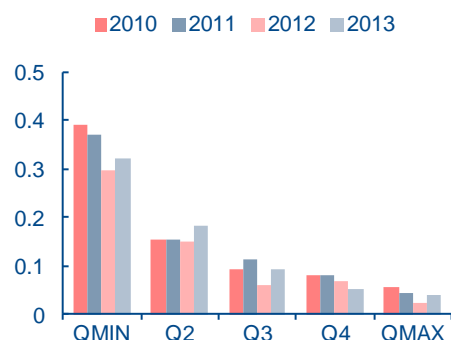
资料来源: 中信证券量化投资分析系统

图 29：股价分组 VS 高送转概率



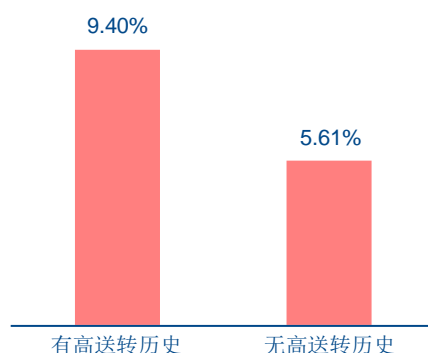
资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 30：股本分组 VS 高送转概率



资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 31：有无送转历史 VS 高送转概率[上市三年后的股票]



资料来源：中信证券量化投资分析系统

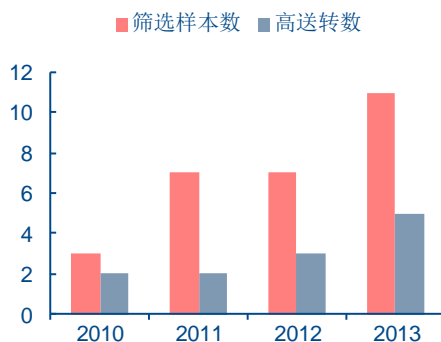
考察 2010-2013 年 4 年财务分组情况，我们发现每股资本公积、BPS、EPS 是很显著的指标。每年按上述指标分组后，高送转概率都呈现严格的单调性。每股未分配利润这个指标总体单调性良好，但由于大部分高送转股票采用的是资本公积转增股本的形式，该指标的区分度不如资本公积，在个别年份也不具备单调性。另外，由于很多高送转标的是次新股，上市前的成长性可能不可延续，EPS 增长率这个指标的区分度也不十分显著。另外，上市时间、股本、股价也是单调性很好的指标，概率最高的一组平均发生高送转的概率都在 30% 左右。而对于上市满三年的个股，没有送转历史的标的发生高送转的概率更低。综上，我们可以按照“高(EPS、股价)”、“富(资本公积、BPS)”、“帅(上市短、小盘股)”的标准筛选高送转标的。

淘金定增股

定向增发推行中，如果股价低迷接近增发价，上市公司有动力出台利好，以确保定增的顺利发行。我们收集了历史上每年末，已披露定向增发但尚在审批中的样本，选择其中资本公积高，股价高，股本小，三季报 EPS>0.2 元且股价距增发价不足 30% 的标的公司。发现在此类有送转能力的拟定增股中，高送转的比例较高。另外，定向增发实施后，公司资本公积充裕，更容易送转。同样，我们在每年末筛选一年内实施过定增的样本，精选其中资本公积高，股价高，股本小，三季报 EPS>0.2 元的标的，高送转概率更高。

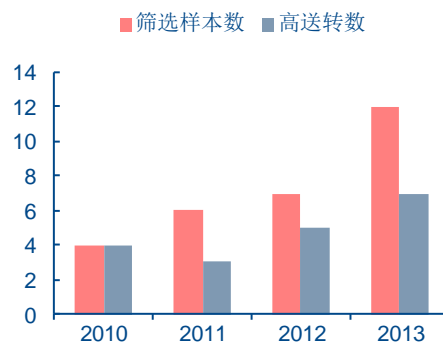
这里，我们筛选的标准是：1、每股资本公积>2 元；2、股价>当年 A 股价格的 80% 分位数；3、股本<5 亿股；4、三季报 EPS>0.2 元。

图 32：定增预案筛选样本 VS 高送转



资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 33：定增实施筛选样本 VS 高送转



资料来源：中信证券量化投资分析系统

淘金限售股

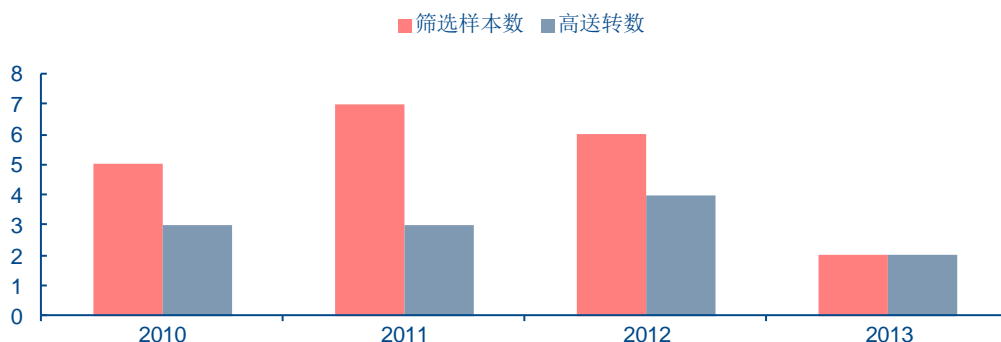
对于年报窗口期即将解禁的限售股，需要引起我们更多的关注。**高送转或可帮助大股东进行避税。**

根据财政部发布的规定，对个人所持限售股征税的范围含：“2006 年股权分置改革新老划断后，首次公开发行股票并上市的公司形成的限售股，以及上市首日至解禁日期间由上述股份孳生的送、转股。”“纳税人同时持有限售股及流通股的，其股票转让所得，按照限售股优先原则，即转让股票视同为先转让限售股，按规定计算缴纳个人所得税。”根据上述规定，首发限售股，以及上市首日至解禁日期间由上述股份孳生的送、转股，日后解禁都将视为个人所得税缴纳 20% 的个人所得税。但**大股东解禁日之后所获的转增股票将不算限售股，不予征税个人所得税。**

这样，即将面临解禁的大股东，是有动力在即将解禁时出台高送转方案，并把送转日安排在解禁日之后，既能刺激股价，又能少缴纳个税，可谓一箭双雕。

同样，我们在每年末筛选未来半年有限售股解禁的标的，精选其中资本公积高，股价高，股本小，三季报 $EPS > 0.2$ 元的标的，发现高送转概率很高。

图 34：限售股解禁筛选样本 VS 高送转



资料来源：中信证券量化投资分析系统

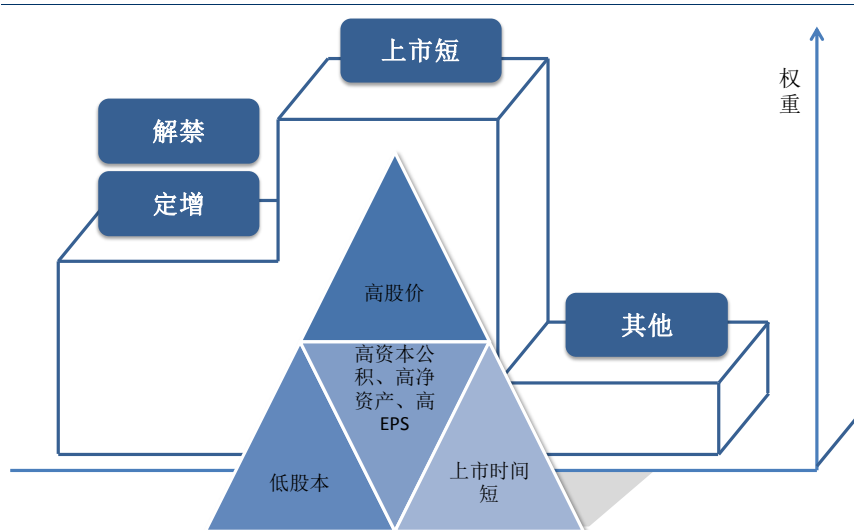
高送转选股法则

根据上文所述因子，并考虑到上市短和定增股发生送转概率较高，我们按照如下方式预测高送转标的。

第一步：

1. 每年 11 月 1 日，对全部 A 股股票按照每股资本公积、每股净资产、EPS、股价由高到低排序，分成 10 组。对最高组的标的在对应指标项赋 10 分，次高组赋 9 分，至最低组赋 1 分。
2. 对上市时间、股本排序分 10 组。对最低组的标的在对应指标项赋 10 分，次低组赋 9 分，至最高组赋 1 分。
3. 将上述 6 个指标的得分加总，形成预测得分。
4. 按最终得分对标的排序，选取得分最高的前 40 只，形成高送转预测名单 1。

图 35：高送转预测方案



资料来源：中信证券研究部

第二步：

1. 在一年内实施过定增的公司中，筛选每股资本公积>2 元、股价>当年 A 股价格的 80% 分位数、股本<5 亿股，三季报 EPS>0.2 元的标的。
2. 在未来 6 个月有限售股解禁的公司中，筛选每股资本公积>2 元、股价>当年 A 股价格的 80% 分位数、股本<5 亿股，三季报 EPS>0.2 元的标的。

第三步：合并上述选股名单，剔除上市满 7 年却没有送转记录的个股。

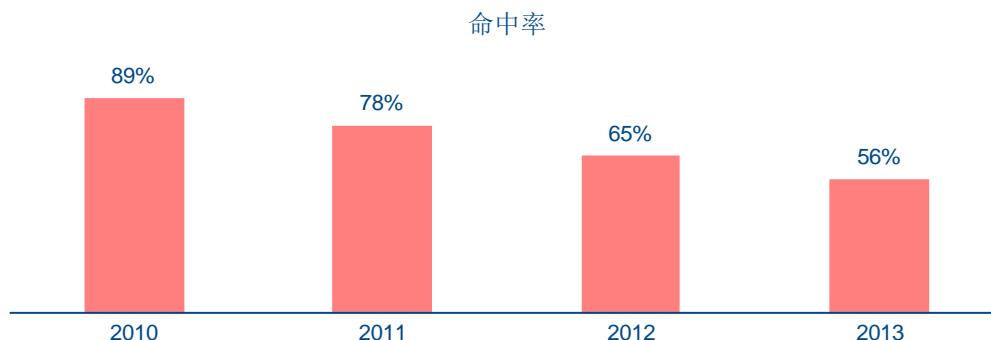
第四步：剔除上市后涨幅过大的次新股。

策略回测

按上述预测方法预测高送转，每年给出 50 只左右的股票名单，历年命中率较高，特别在有大批次新股上市的年份，我们的命中率接近 90%。2010 年，我们的命中率为 89%，2011 年为 78%。2012 年、2013 年的命中率分别为 65% 和 56%。近两年命中率下降的原因因为 IPO 暂停，次新股减少，增加了预测的难度。

可以预见的是，在今年大批次新股上市的背景下，该预测方法的准确度将比过去两年有大幅提升。

图 36：预测命中率



资料来源：中信证券量化投资分析系统

按照上述方法给出的预测名单进行投资能取得多少收益呢？

这里，我们结合前文分析的投资时点，在每年的 11 月 1 日买入高送转预测标的，等权重配置，并持有至次年的 3 月 1 日。在最近 4 年的时间里，回测显示，该策略除了在 2011 年不太理想外，其他的时间均能跑赢沪深 300 指数，并且每年都战胜中证 500。这主要跟 2011 年末的市场风格有关，小盘股普遍较弱，当年所有的高送转标的在测试的 4 个月时间里，也未能战胜市场，收益为-7%，略逊于我们筛选的标的。近两年，高送转题材受到市场追捧，我们的预测组合也都在这 4 个月的时间里，取得了 20%左右的收益。

表 2：投资高送转预测股收益

	高送转组合收益	相对沪深 300 超额收益	相对中证 500 超额收益	胜率	相对沪深 300 胜率	相对中证 500 胜率
2010	4.32	8.02	2.99	0.52	0.67	0.46
2011	-6.62	-4.32	0.47	0.28	0.38	0.44
2012	19.21	0.85	4.05	0.96	0.45	0.63
2013	21.24	29.44	14.18	0.89	0.96	0.72
总计	9.83	8.97	5.66	0.67	0.62	0.57

资料来源：中信证券量化投资分析系统

2014 年高送转预测名单

今年，我们共给出 55 只高送转预测股票，其中，28 只为次新股，14 只披露了定增预案，尚未实施，17 只在一年内实施了定向增发，5 只股票的限售股即将解禁，20 只个股在历史上进行过送转。这 55 只标的的平均资本公积为 4.90 元，平均总股本为 1.52 亿。

另外，次新股中的腾信股份、众信旅游、飞凯材料、莎普爱思、艾比森、飞天诚信、国祯环保也有很高的高送转概率，但由于上市后涨势过高、过快，我们建议投资者谨慎参与。

表 3：2014 年高送转预测名单

代码	股票名称	每股资本公积	BPS	EPS	股价	总股本(亿)	上市时间	定增预案	发行定增	解禁	曾经送转	今年涨幅
300195.SZ	长荣股份	9.67	12.87	0.74	32.16	1.7	1311	0	1	0	0	0.58
300004.SZ	南风股份	9.42	11.58	0.3	37.37	2.55	1826	0	1	0	1	7.55
603018.SH	设计股份	9	14.99	1.34	62.39	1.04	17	0	0	0	0	41.25
300396.SZ	迪瑞医疗	8.18	14.51	1.55	96.36	0.61	50	0	0	0	0	123.58
300295.SZ	三六五网	7.7	14.98	2.2	74.59	0.8	959	0	0	0	0	70.66
300055.SZ	万邦达	7.63	10.31	0.48	37	2.45	1707	1	1	0	1	-11.49
002695.SZ	煌上煌	7.44	11.83	0.68	33	1.27	785	0	0	0	0	10.95
300384.SZ	三联虹普	6.74	12.53	1.7	76.12	0.53	90	0	0	0	0	84.42
002281.SZ	光迅科技	6.64	11.62	0.7	39.47	2.03	1896	0	1	0	0	5.30
300321.SZ	同大股份	6.36	11.86	0.51	51.87	0.44	890	0	0	0	0	56.55
300190.SZ	维尔利	6.29	8.2	0.26	26.52	1.74	1324	1	1	0	1	14.33
300269.SZ	联建光电	6.27	8.68	0.51	35.27	1.73	1114	1	1	0	1	50.38
300294.SZ	博雅生物	6.22	10.89	0.94	73.79	0.76	966	0	0	0	0	55.13
002649.SZ	博彦科技	5.95	8.99	0.63	38.42	1.68	1028	0	0	0	1	26.24
002667.SZ	鞍重股份	5.87	10.98	0.51	32.75	0.68	945	0	0	0	0	36.24
300222.SZ	科大智能	5.78	7.65	0.31	30.5	1.64	1254	0	1	0	1	111.85
300237.SZ	美晨科技	5.23	7.98	0.36	25.27	1.3	1219	1	1	0	1	34.28
002683.SZ	宏大爆破	5.12	8.02	0.51	31	2.44	870	0	1	0	0	-2.04
002019.SZ	鑫富药业	5.01	6.96	0.51	30.58	4.4	3761	0	1	0	1	33.73
002661.SZ	克明面业	4.97	8.55	0.76	42.78	0.86	958	0	0	0	0	9.78
002706.SZ	良信电器	4.88	8.91	0.99	56.9	0.86	282	0	0	0	0	98.19
300306.SZ	远方光电	4.83	8.43	0.51	32.37	1.2	945	0	0	0	1	36.95
300395.SZ	菲利华	4.64	9.67	0.91	61.4	0.65	50	0	0	0	0	131.80
300387.SZ	富邦股份	4.6	9.1	0.67	53.35	0.61	120	0	0	0	0	86.40
002725.SZ	跃岭股份	4.53	8.56	0.8	38.68	1	274	0	0	0	0	75.85
002519.SZ	银河电子	4.52	7.35	0.33	25.72	2.77	1423	1	1	0	1	78.26
300385.SZ	雪浪环境	4.46	7.96	0.5	53.86	0.8	126	0	0	0	0	153.98
300382.SZ	斯莱克	4.46	11.07	1.07	70.98	0.53	274	0	0	0	0	35.91
002630.SZ	华西能源	4.4	7.37	0.35	22	3.69	1084	0	1	0	1	37.76
002271.SZ	东方雨虹	4.31	8.04	1.17	28.44	4.16	2241	0	1	0	1	6.74
300266.SZ	兴源过滤	3.89	6.13	0.25	40.21	1.54	1129	1	1	0	1	153.04
002421.SZ	达实智能	3.89	6.17	0.35	32.5	2.56	1610	1	1	0	1	72.91
300351.SZ	永贵电器	3.85	6.28	0.52	42.65	1.53	770	1	0	0	1	115.33
002712.SZ	思美传媒	3.75	9.38	0.47	52.61	0.85	280	0	0	0	0	44.86
002719.SZ	麦趣尔	3.58	7.04	0.41	35.1	0.92	275	1	0	1	0	-3.89
300020.SZ	银江股份	3.46	6.49	0.49	30.38	2.76	1826	1	1	0	1	15.47
300148.SZ	天舟文化	3.43	4.85	0.22	23.62	3.52	1415	0	1	0	1	21.92
002728.SZ	台城制药	3.38	7.2	0.8	42.2	1	91	0	0	0	0	108.28
002709.SZ	天赐材料	3.38	6.95	0.43	38.6	1.2	280	1	0	0	0	89.72
002711.SZ	欧浦钢网	3.37	7.98	0.54	43.01	1.5	276	0	0	1	0	56.97
002675.SZ	东诚药业	3.32	6.61	0.45	24.18	1.73	888	0	0	1	1	41.20
300375.SZ	鹏翎股份	3.28	9.72	1.12	50	0.91	276	1	0	0	0	66.91
600587.SH	新华医疗	3.28	6.55	0.99	36.98	3.98	4416	1	0	1	1	1.53
002664.SZ	信质电机	3.19	6.36	0.68	35.2	2	958	0	0	0	0	23.03
002718.SZ	友邦吊顶	3.08	9.57	1.41	75.9	0.52	275	0	0	0	0	93.22
603306.SH	华懋科技	3.03	6.29	0.54	29.9	1.4	34	0	0	0	0	75.40
300363.SZ	博腾股份	2.98	6.92	0.62	85.11	1.09	274	0	0	0	0	115.20
300289.SZ	利德曼	2.97	6.01	0.43	33.85	1.57	987	1	0	0	0	-5.72
300383.SZ	光环新网	2.85	6.14	0.63	53.53	1.09	274	0	0	1	1	89.24
603010.SH	万盛股份	2.79	5.04	0.45	26.73	1	20	0	0	0	0	74.48
300393.SZ	中来股份	2.73	5.99	0.95	44.2	1.19	48	0	0	0	0	92.94

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。