

事件驱动策略之十三

2014 年 05 月 20 日

定增事件投资——甄别市场，把握买点

增发类股票即将解禁前，折价股票存在超额收益机会，相对而言股价启动不会太过提前，投资者可选择临近解禁时参与，如提前 60 个交易日。其股价在解禁日前后的表现与其相对于增发价格的折价率的大小有一定关系：折价率大的股票表现相较折价率小的股票表现更优。

解禁日前溢价的股票集合，绝大多数在解禁前明显下跌，相对指数超额收益、胜率均为负值，且超额收益以及胜率的低点基本全在解禁日附近形成。这很可能是由于具有溢价空间的增发股票，其持有人在股票可流通之后选择了卖出股票获利了结。因此，对于该种类型的股票，不建议投资者在解禁前再进行参与。

折价增发股票的投资机会一方面与其折价率密切相关，另一方面也受到市场走势较大影响。市场的上涨带动超额收益效应更为明显，而在市场下跌时，折价公司难以逆市而上获取超额收益。对于这类机会的把握，对投资者的要求较高，最好建立在对未来市场趋势有一定预判的前提下再参与。且此类事件投资标的有限，平均持仓股票数量仅在 10 余只，构建单一策略净值势必会经历大幅波动。

增发预案发布后，个股在中长期时间窗口存在超额收益机会。增发事件的参与时点不宜过于延后，对消息的及时反映会获得较多超额收益回报。

市场环境对预案发布后的股价具有影响：增发预案发布前，市场涨跌对增发后股价有一定区分作用，相对而言，选择在上涨市发布增发预案的公司，后期的股价涨幅更为平稳。预案发布后的市场走势对股价的影响和临近解禁期股价的影响截然不同：市场小幅震荡和小幅下跌的环境下，股票的平均超额收益明显高于其他市场环境。当市场大涨大跌时，增发事件难以形成股价的强有力刺激，价格上看不到支撑或是动力。由此，较为平稳的市场环境更有利于增发股票的投资。

根据定向增发的预案发布构建策略指数，相对沪深 300 年化收益可达 24%，信息比 1.5，2009 年以来年度胜率为 100%，且每年超额收益均保持在 10%以上。

相关研究

事件驱动策略之十一——事件驱动组合止损机制设计

2014-04-02

事件驱动策略之十一——如何刻画股票热度以及寻找“潜在热门股”

2012-12-19

事件驱动策略之九——股权激励续篇

2012-10-16

从持股变动挖掘股票情绪信息——他山之石实证系列之一

2013-11-12

金融工程高级分析师

郑雅斌

SAC 执业证书编号：S0850511040004

电话：021-23219395

Email: zhengyb@htsec.com

目 录

1. 临近解禁日，股票投资机会分析	5
1.1 解禁压力对折价股票具有驱动力	5
1.2 市场的上涨能够形成股价上升的助力	10
1.3 折价股票投资策略	11
2. 增发预案后投资机会分析	12
2.1 增发预案发布后，个股存在超额收益机会	12
2.2 买入时点的延后会损失超额收益	13
2.3 市场环境对增发公司股价影响显著	14
2.4 增发事件策略的构建	16
3. 结论	18

图目录

图 1 解禁前 60 个交易日折价股票集合的平均超额收益.....	5
图 2 解禁前 60 个交易日折价股票集合的胜率	6
图 3 解禁前 60 个交易日折价股票持有至解禁日和解禁后的超额收益率分布	6
图 4 解禁日前 60 个交易日溢价股票集合的平均超额收益率	7
图 5 解禁日前 60 个交易日溢价的股票集合的胜率	8
图 6 解禁 60 交易日溢价股票持有至解禁日和解禁日后的超额收益率分布	8
图 7 解禁日前 120 个交易日折价股票组合的平均超额收益率以及胜率	9
图 8 解禁前 120 个交易日折价股票的超额收益率分布	9
图 9 解禁日前 120 个交易日溢价股票集合的平均超额收益率及胜率	10
图 10 解禁前 120 个交易日溢价股票的超额收益率分布	10
图 11 市场环境对即将解禁股票的影响	11
图 12 解禁前买入折价股票策略净值	12
图 13 增发预案后股票平均超额收益及胜率	13
图 14 预案后不同持有期的超额收益	13
图 15 预案后不同年份的累计超额收益走势	13
图 16 买入时点对收益的影响	14
图 17 增发预案前的市场走势对增发后股价的影响	15
图 18 上涨市预案后股票超额收益走势	15
图 19 下跌市预案后股票超额收益走势	15
图 20 预案后股价在震荡市表现	16
图 21 不进行市场区分，买入后持有 2 个月策略表现	17
图 22 进行市场区分，买入后持有 2 个月策略表现	17
图 23 个股收益分位点考察	18

表目录

表 1 解禁前买入折价股票策略表现	11
表 2 策略各年度超额收益（沪深 300 基准）	17
表 3 策略收益的具体统计数据	17

定向增发事件一直以来受到很多投资者的关注，且一般上市公司进行定增募集资金总是会伴随着后期的收购、重组、技术升级等动作，故而其中很可能存在投资机会。本文就针对这一事件可能产生的超额收益机会进行研究与分析。我们认为这个事件的超额收益有两个比较容易把握的时段，一个是在公告发布后，利用信息产生的情绪刺激捕捉收益，一个是在股票临近解禁前，上市公司有推高股价的动机。后文也将主要围绕这两个时段的投资机会进行分析。

1. 临近解禁日，股票投资机会分析

本节主要研究定向增发的股票，在临近解禁前，是否由于股票即将上市流通而使得上市公司高管或是股东具有驱动股价上涨的动力？如果存在这一动力，那么没有拿到定向增发股票的投资者可以通过在二级市场进行交易获取一定的收益机会。我们认为对于即将解禁的股票，其所承受的最大压力来自于股价相对增发价折价，故而折溢价率是我们分析股票的一个要素。除此之外，对应时间段上市场情绪如何，或者说市场走势如何，对股价也会造成较大影响。后文主要针对这两个要素进行分析。

1.1 解禁压力对折价股票具有驱动力

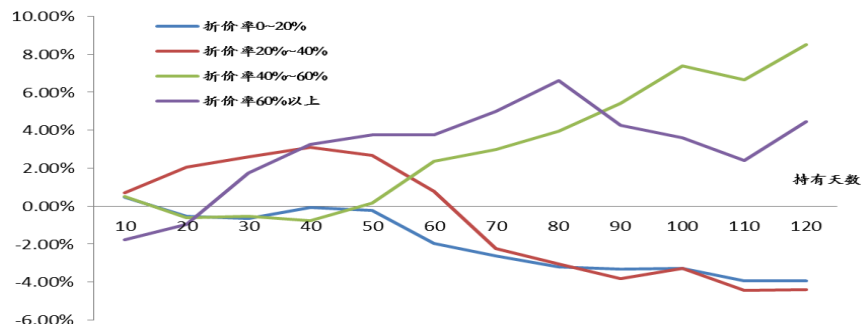
我们统计了自 2006 年以来的所有定向增发的沪深 A 股，共 1251 只股票，其中很多股票的解禁日在本报告发布日之后，无法确切知道股票在当时的表现。所以具有统计意义的股票有 763 只。分别研究在解禁日前的第 60 个交易日时股价相对增发价格的折溢价率以及在解禁日前的第 120 个交易日时股价相对增发价格的折溢价率对于股价日后表现的影响。

在所有的 763 只股票中，解禁日前的第 60 个交易日时股价相对增发价格折价的有 300 只股票，溢价的有 463 只股票。解禁日前的第 120 个交易日时的股价相对增发价格折价的有 255 只股票，溢价的有 508 只股票。将折价股票分为 4 档：低于增发价格 0~20%、20%~40%、40%~60%、低于增发价格 60% 以上的股票集合；将溢价股票分为 4 档：高于增发价格 0~20%、20%~40%、40%~60%、高于增发价格 60% 以上的股票集合，然后分情况统计从解禁日前 60 个交易日或者 120 个交易日开始持有每个股票集合的平均超额收益率、超额收益率的胜率以及超额收益率的分布情况。

➤ 解禁日前 60 个交易日时股价相对增发价格折价

下图中统计了解禁前折价的股票，其后期持有一定时间相对于沪深 300 指数平均累计超额收益的走势。横轴为持有天数，纵轴为累计超额收益率。

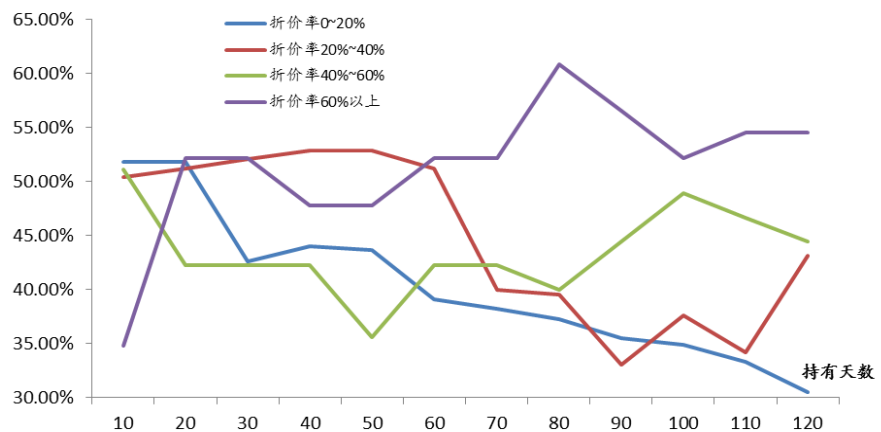
图 1 解禁前 60 个交易日折价股票集合的平均超额收益



资料来源：海通证券研究所

从图 1 中可以看出,在所有折价的股票当中,折价率在 0~20%的股票集合走势较差,一直弱于市场;而折价率在 20%~40%的股票则在解禁日前 60 个交易日的初期表现较好,然而在持有 40 天后,其超额收益率一路走低,直追折价 0~20%集合;折价率在 40%~60%的股票集合在持有初期表现平平,但是在临近解禁日时开始爆发,持有 120 天后超额收益率能够达到 8.52%;而折价率在 60%以上的股票集合,在解禁日前后的一段时间内都有很不错的表现。基本可以得出,如果解禁日前股价相对增发价的折价率越高,其在之后的表现会越好,尤其是折价率大于 40%的股票,在解禁日前后的表现比较不错。

图 2 解禁前 60 个交易日折价股票集合的胜率

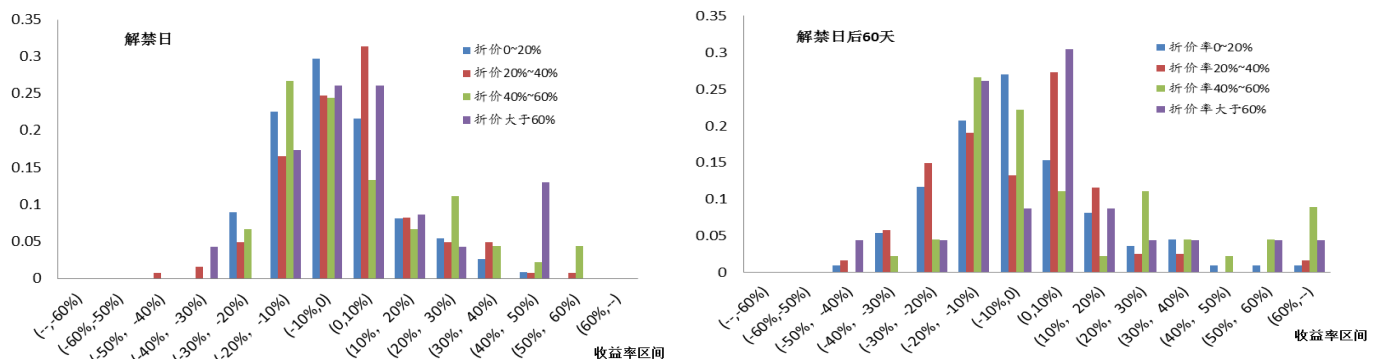


资料来源:海通证券研究所

从图 2 中可以看出在胜率方面,表现最好的是折价率大于 60%的股票集合,其在很长一段时期内都保持这大于 50%的胜率,最高到达 60.87%。而其他股票集合的胜率表现一般。但根据整个折线图的走势,也可以看出股票走势是受到其解禁前折价率的影响的。折价率越高的股票,其后期反弹的可能性也越高。

下图中我们统计了将折价股票分别持有到解禁日,解禁日后 60 天,股票的超额收益分布。

图 3 解禁前 60 个交易日折价股票持有至解禁日和解禁后的超额收益率分布



资料来源:海通证券研究所

从图 3 中我们可以直观的看出,相比于折价率 0~20%与 20%~40%的股票集合,折

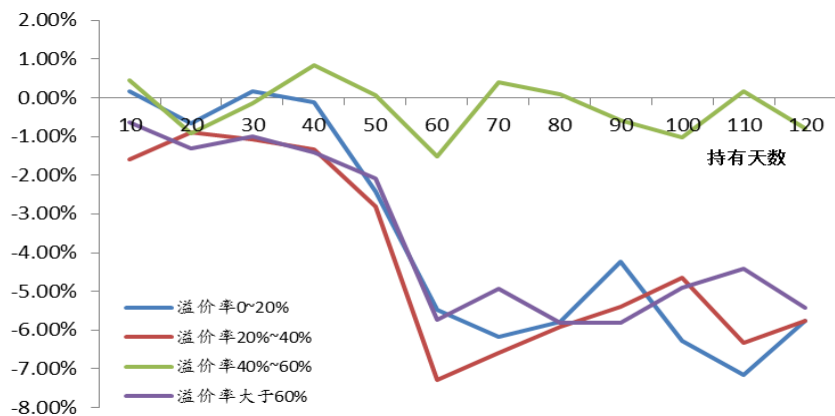
价率 40%~60%的和大于 60%的股票集合所呈现的收益率分布右端明显较厚。而从整体的分布情况来看，除去折价大于 60%的股票集合，其它集合的超额收益率为负的股票分布居多，这也与前面分析胜率所得到的结论相吻合。

从上面的统计分析可以初步得出结论，解禁前 60 天折价的股票集合，其股价在解禁日前后的表现确实与其相对于增发价格的折价率的大小有一定关系：折价率大的股票表现相较折价率小的股票表现好些。

➤ 解禁前 60 个交易日股价相对增发价格溢价

前面我们重点分析折价股票在临近解禁时点时的股价表现，原因在于折价股票很可能会面临股东方面或是增发股票持有者的压力，其股价具有潜在上涨可能，尤其是折价较大的股票。那么具有溢价率的股票，其前期的上涨动力能否延续？本节具体分析溢价股票其后期的股价走势。

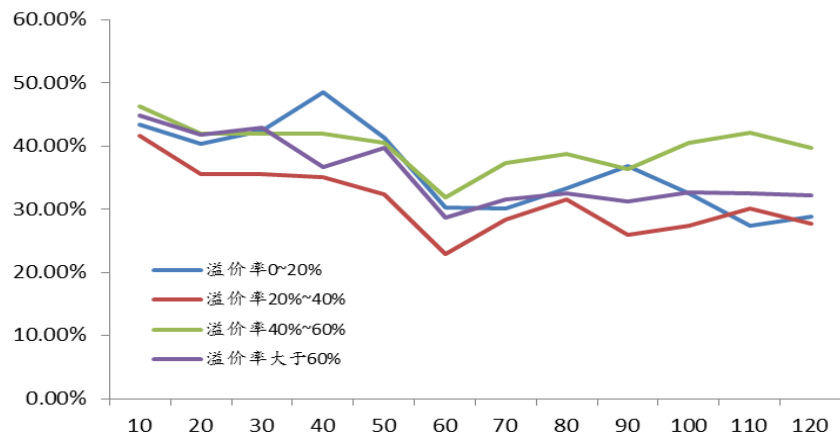
图 4 解禁日前 60 个交易日溢价股票集合的平均超额收益率



资料来源：海通证券研究所

图 4 是溢价股票的平均超额收益率，与图 1 对比发现，溢价股票在解禁日前后的表现明显较差。从图中发现，除溢价率 40%~60%的股票集合外，其他股票的走势基本相同：初期小跌，进入平稳状态，然后在解禁日前的 20 天时开始大幅下跌，到解禁日时进入一个小幅上涨的趋势。而溢价率 40%~60%的股票集合也具有这样的总体趋势，但是其在大幅下跌的趋势区间下跌并不明显。

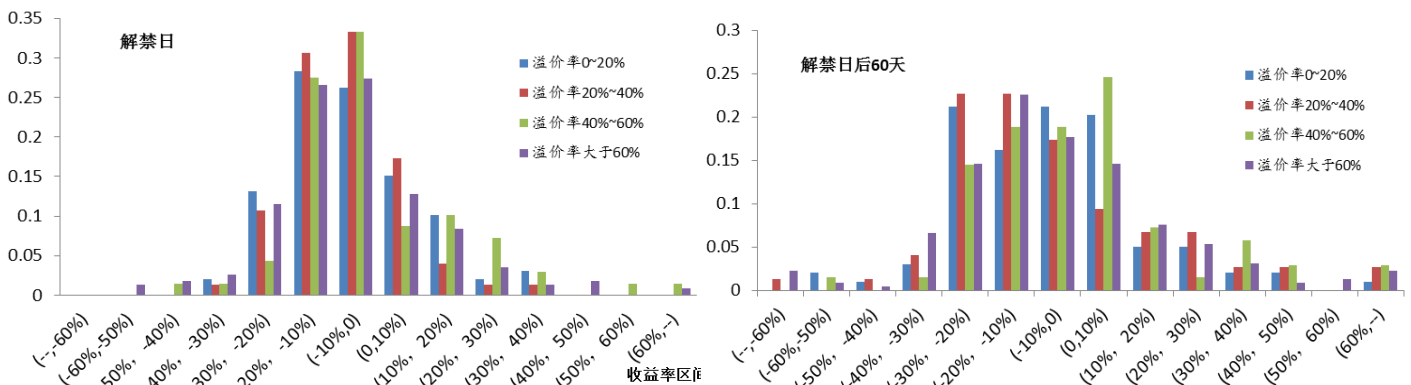
图 5 解禁日前 60 个交易日溢价的股票集合的胜率



资料来源：海通证券研究所

研究溢价股票集合的超额收益率的胜率。从图 5 中可以看出，所有溢价股票集合的胜率均小于 50%。且观察到在临近解禁时点，股票胜率基本都达到低点。

图 6 解禁 60 交易日溢价股票持有至解禁日和解禁日后的超额收益率分布



资料来源：海通证券研究所

图 6 显示了溢价股票的集合在解禁日时和解禁后 60 天时的超额收益率分布情况。到解禁日时的收益率分布比较集中的区间是 $(-20\%, 0\%)$ 。大部分的股票超额收益率小于 0，也与之前所研究的结论相吻合。解禁日后 60 天的收益率分布中，比较集中的分布区间是 $(-30\%, 10\%)$ 。相比于解禁日时的情况，超额收益率大于 0 的股票小量增多，这一阶段，胜率与收益率小幅提升。

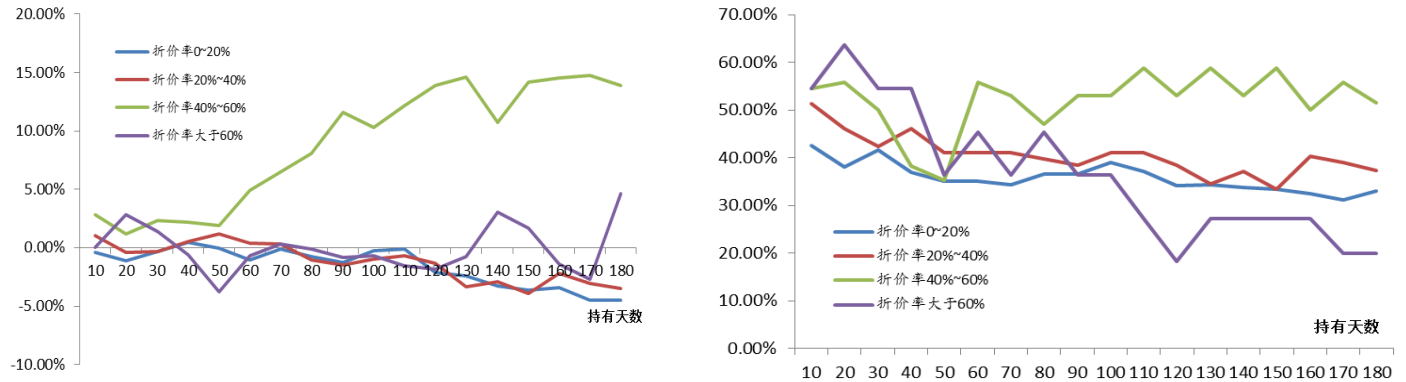
从之上的分析中可以看到，解禁日前 60 天溢价的股票集合，绝大多数在解禁前明显下跌，相对指数超额收益、胜率均为负值，且超额收益以及胜率的低点基本全在解禁日附近形成。这很可能是由于具有溢价空间的增发股票，其持有人在股票可流通之后选择了卖出股票获利了结。因此，对于该种类型的股票，不建议投资者在解禁前再进行参与。

➤ 解禁日前 120 个交易日股价相对增发价格折价

与研究解禁日前 60 个交易日的折价股票相同，我们对解禁日前的第 120 个交易日

时的价格相对于增发价格的折价率分组统计，得到如下结果。

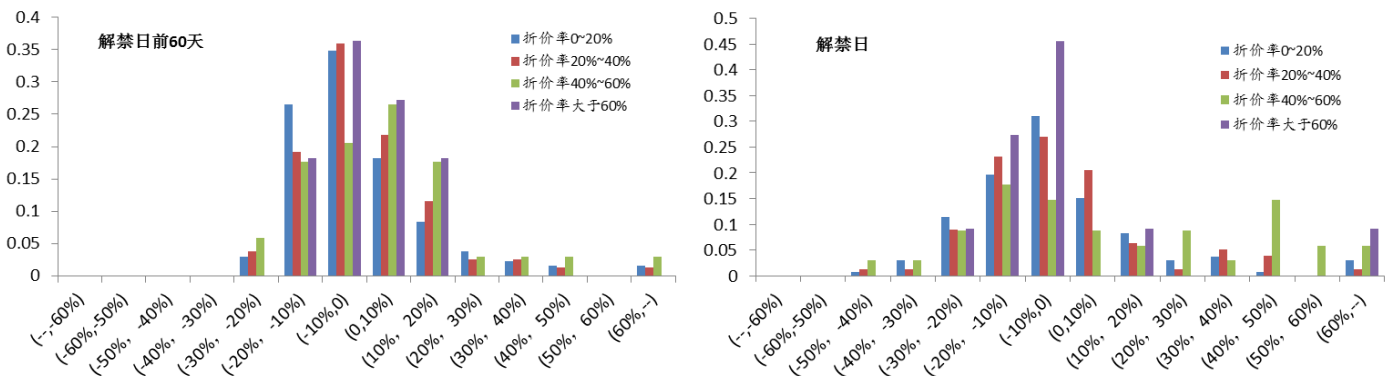
图 7 解禁日前 120 个交易日折价股票组合的平均超额收益率以及胜率



资料来源：海通证券研究所

从图 7 中可以看出，仅有一组股票组合其超额收益有启动趋势，其他组合的超额收益在较长时间内上下震荡没有明显趋势，当然折价率较大的股票组合基本强于折价率小的组合。这说明折价股票相对而言股价启动不会太过提前，投资者可选择临近解禁时参与。

图 8 解禁前 120 个交易日折价股票的超额收益率分布



资料来源：海通证券研究所

图 8 分别统计了对于解禁前 120 个交易日折价的股票，持有至解禁前 60 个交易日、解禁日的超额收益分布。我们发现结论与前面类似，折价率大的股票，其收益分布右尾明显厚于折价率较小的股票。

➤ 解禁日前 120 个交易日时股价相对增发价格溢价

继续考察解禁前 120 天溢价股票走势，在初期股价没有明显异动，超额收益率上下波动，随后随着解禁日期的临近，超额收益率下跌幅度明显，在解禁日附近（即附中持有天数 120 天左右）超额收益达到阶段低点。这与前面的结论也一致。溢价股票的胜率都比较低，基本都小于 50%，并且随着持有天数的增加，胜率会越来越低。

从上面对溢价股票的分析中，我们可以得出一个很明显的结论：大多数溢价股票在

解禁日前的 20 个交易日之内会有一次大幅下跌的过程。而在其他时间段，股票走势较平稳。

图 9 解禁日前 120 个交易日溢价股票集合的平均超额收益率及胜率

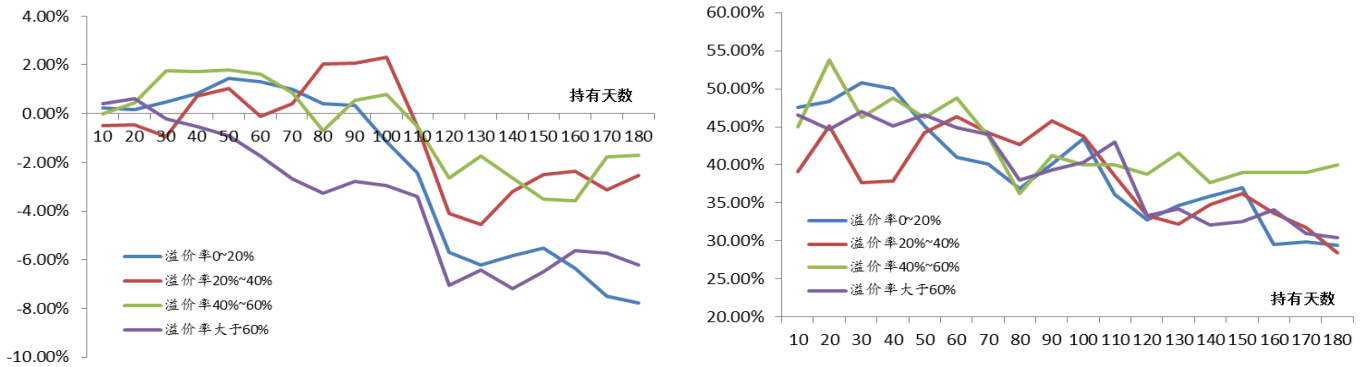
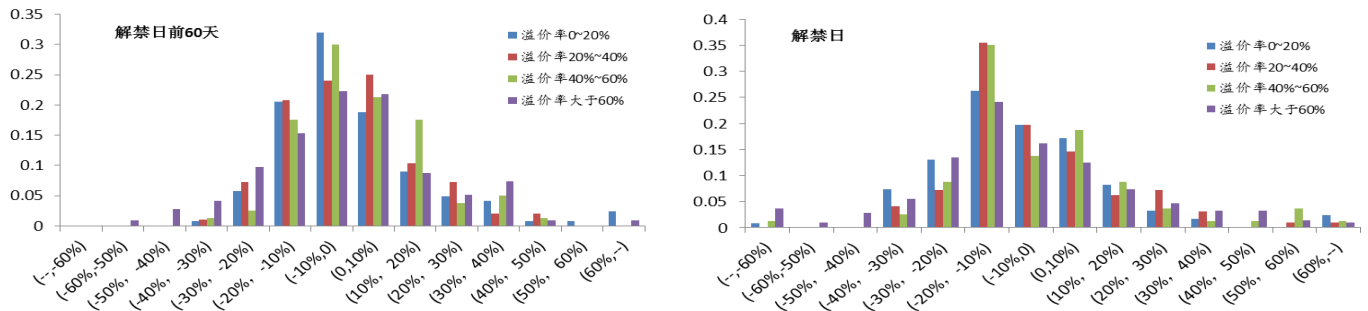


图 10 解禁前 120 个交易日溢价股票的超额收益率分布



资料来源：海通证券研究所

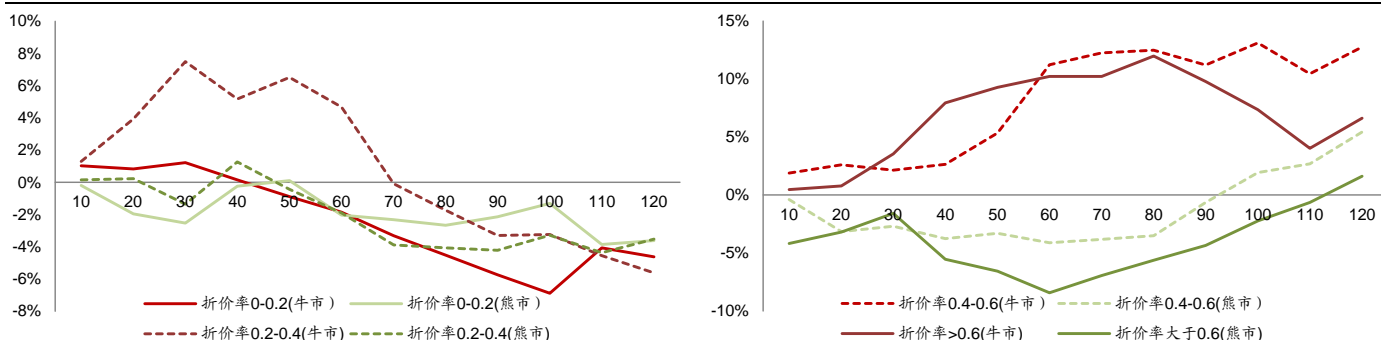
1.2 市场的上涨能够形成股价上升的助力

本节我们主要考察在对应时间区间内，市场走势对于股价是否也会产生影响。根据考察收益的时间窗口中，沪深 300 指数的收益率大于 0 还是小于 0 来定义市场环境，如我们考察解禁前 60 日到解禁日的股票收益，如果该段时间沪深 300 指数收益为正，则记为牛市，否则记为熊市。

图 11 中我们对不同折价股票所处的市场环境进行划分，统计解禁前 60 个交易日买入股票，持有不同时间长度的平均超额收益。除了折价率极小的公司（0-0.2 折价率），市场环境对于股价的影响不明显之外，其他公司基本具有统一规律：市场的上涨带动超额收益效应更为明显，而在市场下跌时，折价公司难以逆市而上获取超额收益。

由此，投资者在进行折价股票投资时，还需要对市场环境进行一定预判，这种投资机会并非能够免疫市场走势，总是获取超额收益。

图 11 市场环境对即将解禁股票的影响



资料来源：海通证券研究所

1.3 折价股票投资策略

根据上述结论：临近解禁日期的较大幅度折价股票短期内具有一定概率获取超额收益，且平均超额收益较为可观，我们可以制定投资策略来观测该种方案的投资效果。由于观察到折价公司的股价并不会过早启动，故而将参与时间设定在解禁前 60 个交易日。观察窗口设置在解禁前[-65,-60]个交易日。策略构建法则如下：当观察窗口内，5 个交易日的平均股价相对增发价的折价率低于 40%，则发出买入信号。观察 5 天的时间通过均价来确认买入信号，主要是为了避免股价短期波动产生毛刺信号。持有期投资者可根据资金运作需求自行设定，我们观察到股票一般在解禁后较短时间内仍会有一波上涨行情，故而将持有期设置为 75 个交易日。所有股票被选入之后，按照等权重分配，调仓时计入手续费 0.3%。

表 1 解禁前买入折价股票策略表现

个股数据		组合数据	
平均超额收益	10%	年化超额收益	4.73%
胜率	58%	信息比	0.346
上涨市平均超额收益	18%	最大回撤	-25.81%
下跌市平均超额收益	1%	收益回撤比	0.183
上涨市胜率	69%		
下跌市胜率	44%		

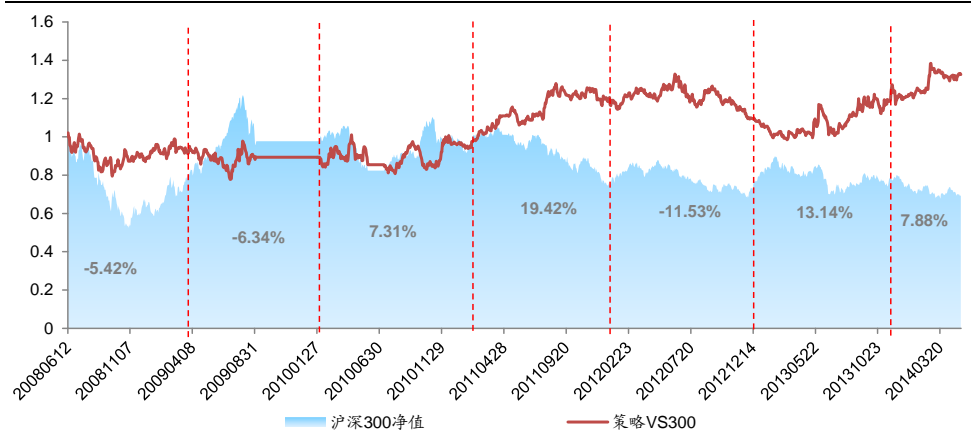
资料来源：海通证券研究所

表 1 中统计了策略所选择到的 88 只股票收益表现以及策略整体净值表现。由于我们在前文中分析过，折价股票对于市场环境的走势较为敏感，故而策略净值并不如先前个股统计结果那样令人满意。整体运作下来策略年化超额收益仅有 4.73%，且信息比非常低，难以对投资者形成吸引力。但从中我们依然可以得到一些有价值的信息：

- **上涨市中，折价股票表现突出：**股票胜率高达 69%，个股平均超额收益为 18%（持有期 75 个交易日）。这个数据告诉我们，如果投资者对未来的市场环境有一定的预判能力，那么临近解禁期的折价股票是非常好的选股标的。
- **市场疲软走势，势必拖累折价股票。**当市场走势较差时，已经折价的股票，投资者本身就具有负面情绪，外加外界市场负面情绪的影响，很可能形成雪上加霜的局面，上市公司推高股价的动力难抵情绪面影响，最终拖累股价。这种时候，该类标的的胜率仅有 44%，虽然平均超额收益为 1%，并没有出现负值，但建议投资者回避。

- 从策略整体表现看，在 2009 年的上涨市中策略并没有获取超额收益，原因在于 2009 年 3 月到 6 月期间发生了较大回撤。当时策略并没有选出新的股票，且持仓少于 10 只，股票不断到期退出。该段时间的股票前期超额收益都较为显著，但在退出时点附近发生了一定回调，没有跟住市场的强势上涨行情，导致回撤发生。
- 在 2011 年的下跌市中，策略取得了良好收益，年化超额收益高达 19%，与一般的下跌市表现不一致，原因在于 2011 年净值上涨最快的时间中，策略整体持仓股票较少，多数在 2-5 只，而且期间分别在 3 月以及 7 月，策略捕捉到两只高收益个股：华新水泥在 2011 年初期经历了股价翻番的行情、苏宁环球 2011 年 7 月份附近逆市上涨约 30%。
- 总体而言，折价增发股票的投资机会一方面与其折价率密切相关，另一方面也受到市场走势较大影响，对于这类机会的把握，对投资者的要求较高。且此类事件投资标的有限，平均持仓股票数量仅在 10 余只，构建单一策略净值势必会经历大幅波动。

图 12 解禁前买入折价股票策略净值



资料来源：海通证券研究所

2. 增发预案后投资机会分析

前文中，我们主要从情绪面出发，捕捉在临近解禁时，上市公司可能具有做高股价的动力，分析投资者是否能够在二级市场根据这种情绪变动获取超额收益。本节我们则从事件驱动的角度出发，分析在上市公司公布了增发计划后，无论是从投资者期许方面还是从上市公司利用募集资金可能采取的动作方面，二级市场股价是否会有一定反映。

2.1 增发预案发布后，个股存在超额收益机会

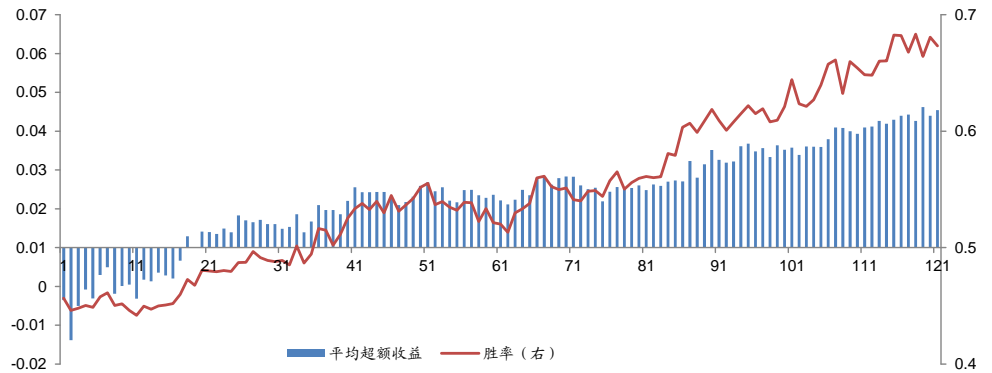
首先我们考察预案发布后，股票标的的股价表现。统计增发股票在预案发布后 120 个交易日左右的股价相对沪深 300 超额收益以及胜率走势，如图 13。总体来看股票超额收益初期会经历一定幅度的震荡，后期有较为稳定的上升趋势，胜率表现类似。

另外我们发现，预案发布后公司股价中长期虽然一直处于上升通道，但是在发布后的一个月以内(即 20 个交易日以内)，股价相对指数基本不存在超额收益，围绕在指数附近震荡。这与我们先前对股权激励事件的研究结果类似，这种现象存在的原因，多数是由于重大事件披露后，往往会有一段时间是前期的不对阵信息交易者的出货期。投资者

在二级市场进行参与时，我们建议可以规避这段时期后再进行买入。

下图中的统计结果将多种市场环境下的股票放在一起进行考察，难以明确看出股票的时间序列收益如何。我们简单的将市场按照年份划分，考察收益表现。

图 13 增发预案后股票平均超额收益及胜率



资料来源：海通证券研究所

图 14、15 中我们按照不同年份、不同持有期统计股票在预案发布后相对于沪深 300 指数的超额收益走势。

- 从持有期角度看，绝大多数年份中，持有一年的超额收益都高于持有半年的超额收益。增发事件是个相对影响时间窗口较长的事件。
- 超额收益与市场环境关系显著。图 15 中罗列了 2011 年-2013 年的累计超额收益走势，持有一年期超额收益的波动区间可从 0 分布至 30% 左右。这一结论与前文对解禁前机会的研究结论一致。
- 总体而言，发布增发预案的上市公司在中长期时间窗口具有超额收益空间。

图 14 预案后不同持有期的超额收益

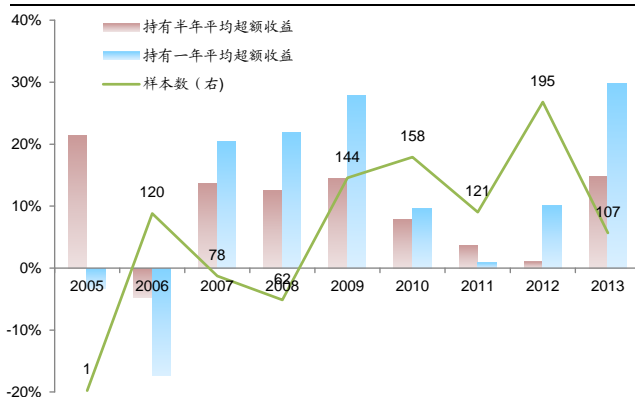
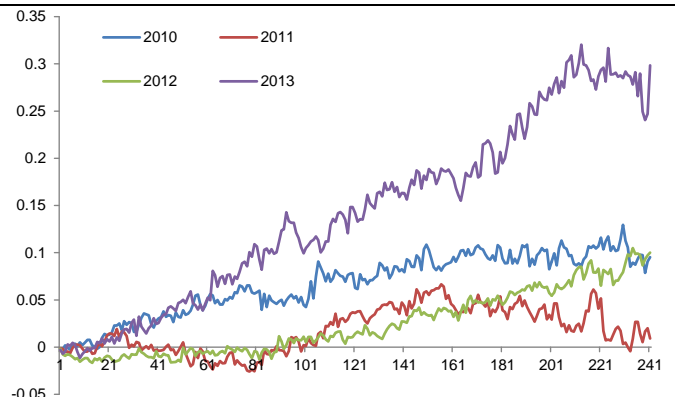


图 15 预案后不同年份的累计超额收益走势



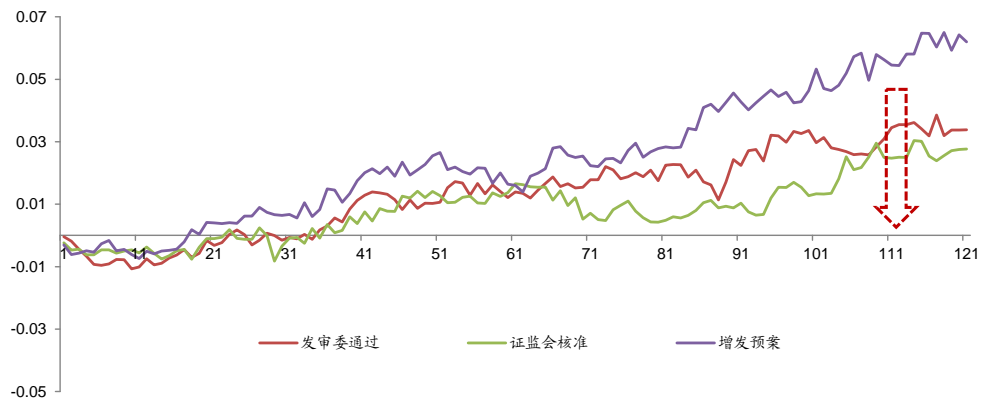
资料来源：海通证券研究所

2.2 买入时点的延后会损失超额收益

对于增发类事件，一般而言有几个比较重要的时点：董事会决议、股东大会批准、发审委通过、证监会核准通过、股票发行。这其中二级市场投资者首次获得增发信息是在增发预案发布日，也就是我们在第一节中考察的首个买点。在这个时间节点之后，投资者会非常关注两个进程：发审委是否通过、证监会核准是否通过。当这两个进程完成后，公司的增发股票即可以进行发行，是个比较重要的利好信息。故而我们考察如果将买入时点延后至预案可以实行的确定性更高的这两个时点，是否能够在投资收益和胜率上有所改善。

下图中我们能够看到，考察在不同时点买入股票后相对沪深 300 指数的累计超额收益情况，随着时点的不断延后，超额收益存在较为明显的递减趋势，且具有单调性：预案后的首个买点，累计超额收益总是高于后期买入的超额收益；发审委通过后买入的超额收益也高于证监会核准后的超额收益。由此，增发事件的参与时点不宜过于延后，对消息的及时反映会获得较多超额收益回报。

图 16 买入时点对收益的影响



资料来源：海通证券研究所

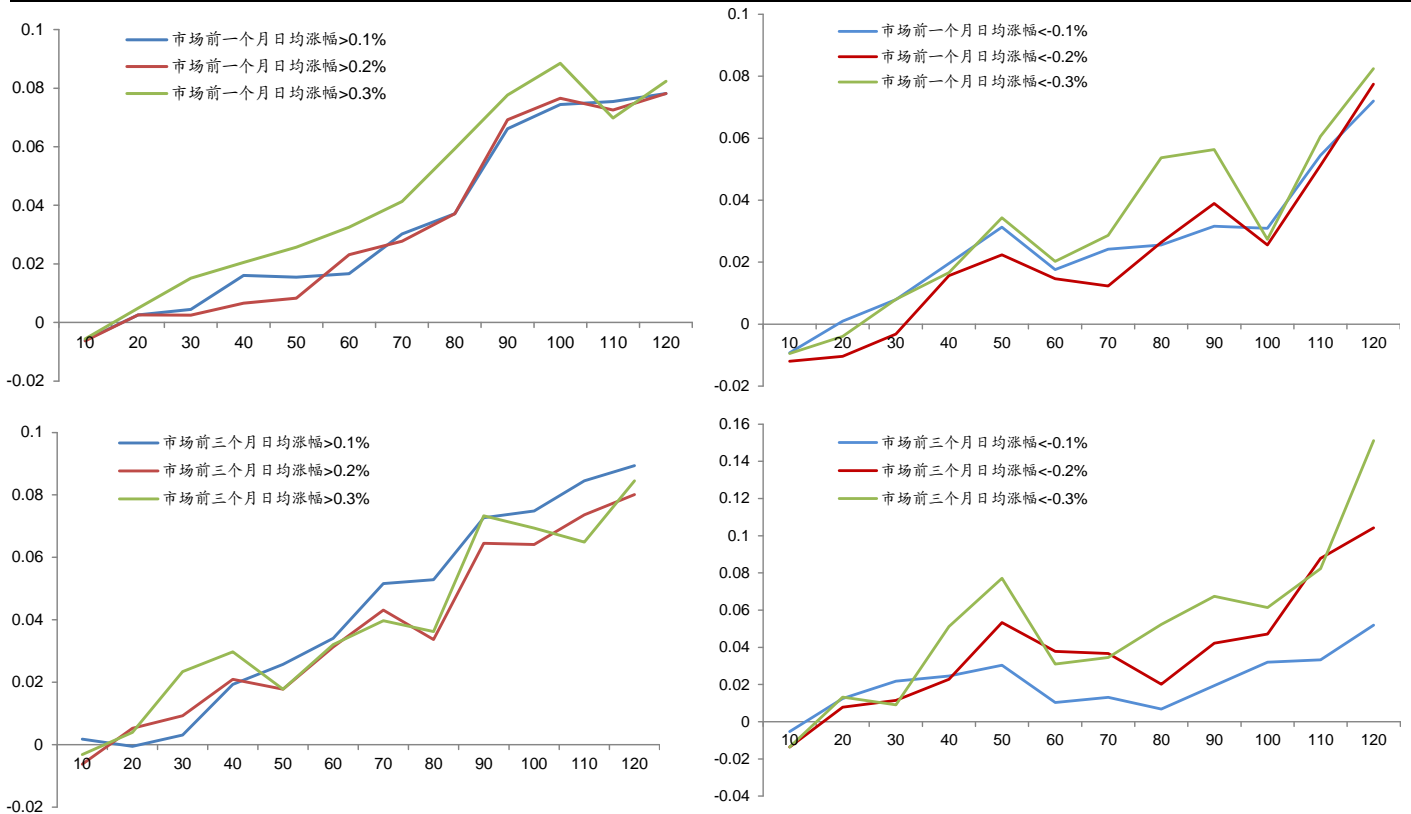
2.3 市场环境对增发公司股价影响显著

增发事件势必对于市场走势较为敏感，作为一种融资行为，投资者一般会根据市场的涨跌产生积极或是负面情绪，这种情绪自然会传导到对于企业融资行为的预期上。考察市场对增发股票的影响时，多数投资者会简单的根据牛熊市对市场进行划分。但我们需要注意的是，一方面需要考察增发时或者增发前市场走势如何，另一方面是增发后市场的走势对股价有何带动作用。

- 增发预案发布前，市场涨跌对增发后股价有一定影响，但区分作用不十分显著，相对而言，选择在上涨市发布增发预案的公司，后期的股价涨幅更为平稳。

我们考察增发预案发布前 1 个月、3 个月市场的走势，根据这段时间的市场涨跌划分股票标的（选择沪深 300 作为市场指数）。图 17 中为不同市场环境下，持有股票最长达 120 个交易日时股票的平均累计超额收益。最终股票的累计超额收益幅度在 120 个交易日时相差不大，但是相对而言，上涨市中收益的累计趋势较为平稳，而下跌市中超额收益会经历大幅度震荡，从投资角度而言，平稳的上升趋势更容易把握，故而投资者可以适当根据预案前期的市场环境进行投资标的的筛选。

图 17 增发预案前的市场走势对增发后股价的影响

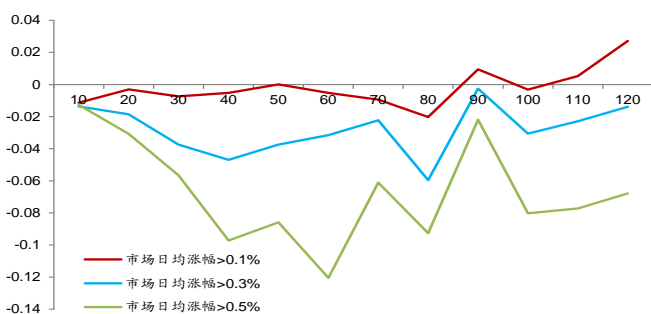


资料来源：海通证券研究所

- 预案发布后的市场走势对股价的影响和临近解禁期股价的影响截然不同：市场小幅震荡和小幅下跌的环境下，股票的平均超额收益明显高于其他市场环境。当市场大涨大跌时，增发事件难以形成股价的强有力刺激。价格上看不到支撑或是动力。由此，较为平稳的市场环境更有利于增发股票的投资。

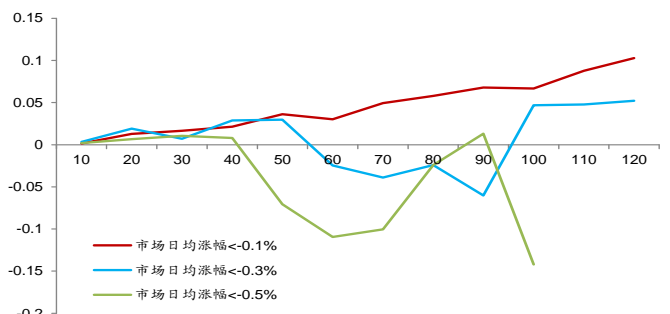
图 18、19 中我们按照收益考察时间窗口中沪深 300 指数的走势对市场环境进行划分，如考察买入后 30 天的收益，也根据同期沪深 300 指数的涨跌幅进行市场状态划分。图 17 中分别将市场划分为日均涨幅>0.1%,>0.3%,>0.5%三种情况考察标的收益，图 18 中对应将市场划分为日均跌幅<-0.1%,<-0.3%,<-0.5%三种情况。图 17 中市场日均跌幅<-0.3%,<-0.5%的情况下，持有期超过 30 个交易日后，样本数量较少，从几十个减少至十位数以内，参考价值不大，其他统计结果样本量均在 100 只以上。

图 18 上涨市预案后股票超额收益走势



资料来源：海通证券研究所

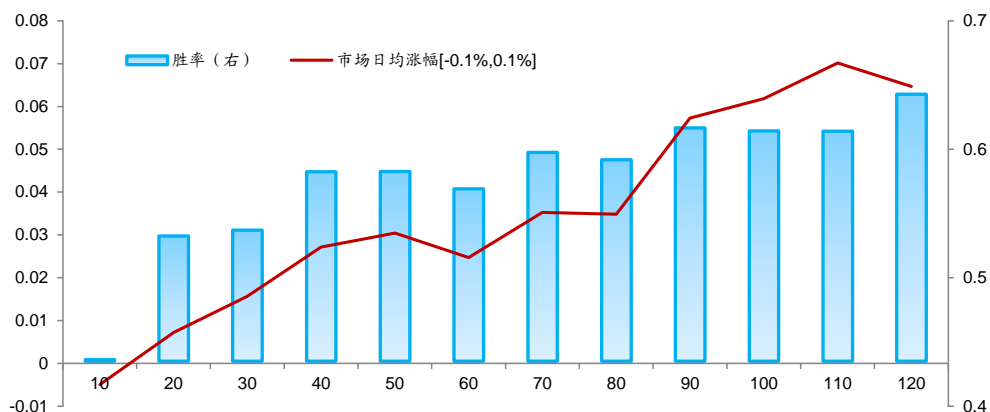
图 19 下跌市预案后股票超额收益走势



不难发现当市场出现小幅下跌时（日均涨幅 $<-0.1\%$ ），股票超额收益明显强于上涨环境中的股票表现。但是当市场大幅下跌时，股价也难挡系统性风险的下挫，超额收益会大幅下降至零值以下。市场大幅上涨，增发公司股价难以追上市场涨幅，说明**增发事件的驱动作用较为平和，并不是短期的有力刺激，在市场大幅波动时无法形成股价的支撑或是动力。**

类似的，我们将市场小幅震荡的环境单独划分出来，分析股价走势。选择对应时间窗口中，沪深 300 指数日均涨跌幅在 $[-0.1\%, 0.1\%]$ 的样本。如下图中可以看到，超额收益走势类似于小幅下跌市的表现：累计收益基本稳步提升，胜率也绝大多数维持在 50% 以上。

图 20 预案后股价在震荡市表现



资料来源：海通证券研究所

2.4 增发事件策略的构建

根据前文的研究结果，我们可以将增发事件形成策略指数具体考察投资效果。

- 买入时点：前文提到增发类事件驱动策略的买点不宜过于延后，可能会造成超额收益的损失，但是预案发布后短期内可能具有“出货期效应”，我们将股票的买入时点设为增发预案后的 20 个交易日买入。
- 持有期：增发事件是个可以中长期持有的事件驱动策略，但是过长的持有期往往会造成中间难以控制的个股风险出现，而且考虑到股票的超额收益在一年以内大概率处于上升通道，我们分别考察持有 1、2 个月的超额收益。由于增发股票标的不多，我们建议投资者可以持有 2 个月，一方面扩大组合容量，一方面降低组合波动。
- 市场环境影响：预案前后的市场走势对于股票收益都会产生一定影响，但是后期的市场环境我们难以通过模型进行判断，这里仅对前期的市场环境进行一定区分。预案前处于上涨市的增发股票，其后期的超额收益相对较为稳定，我们可以选择前期一个月市场日均涨幅在 0.1% 以上的股票进行投资。

图 21 不进行市场区分，买入后持有 2 个月策略表现

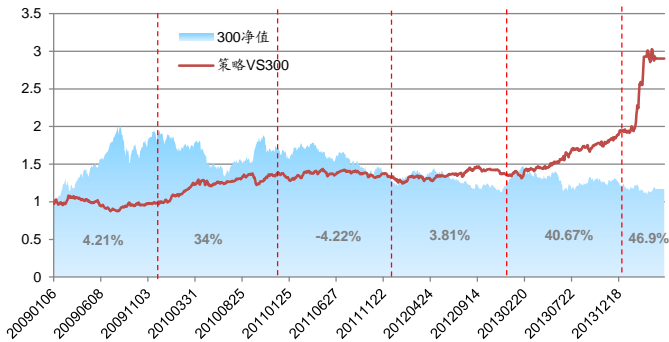
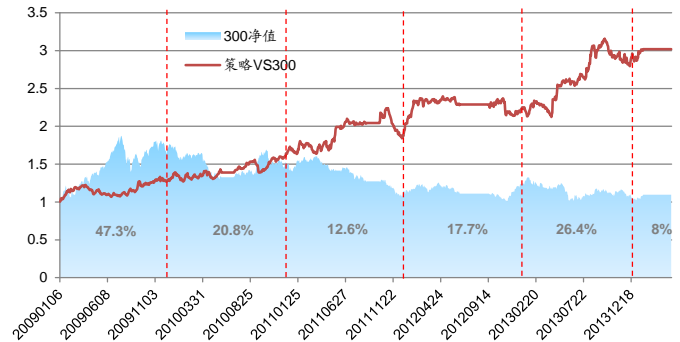


图 22 进行市场区分，买入后持有 2 个月策略表现



资料来源：海通证券研究所

在上图中的结果能够看到，虽然几年累计下来策略的最终超额收益类似，但是通过市场环境划分后，超额收益趋势明显稳定更多，与研究结论一致。下表中统计了不同参数条件下，策略的具体表现。

表 2 策略各年度超额收益（沪深 300 基准）

年份	预案后即买入		预案后延迟一个月买入		区分市场环境，预案后延迟买入	
	持有 1 个月	持有 2 个月	持有 1 个月	持有 2 个月	持有 1 个月	持有 2 个月
2009	22.48%	27.78%	34.02%	4.21%	66.59%	47.26%
2010	33.52%	47.14%	46.31%	33.80%	31.21%	20.81%
2011	-14.13%	-0.37%	-1.49%	-4.22%	10.02%	12.62%
2012	-0.34%	-7.61%	-18.94%	3.81%	0.81%	17.66%
2013	6.61%	26.73%	23.56%	40.67%	44.65%	26.38%
2014	12.10%	4.80%	-5.42%	46.94%	-1.81%	8.00%

资料来源：海通证券研究所

表 3 统计了不同参数设置下，各个策略净值的具体统计数据。

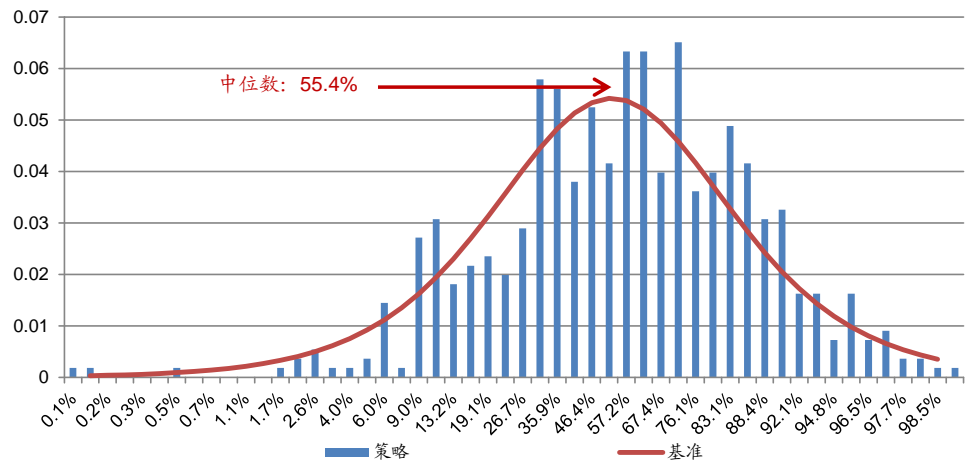
表 3 策略收益的具体统计数据

年份	预案后即买入		预案后延迟一个月买入		区分市场环境，预案后延迟买入	
	持有 1 个月	持有 2 个月	持有 1 个月	持有 2 个月	持有 1 个月	持有 2 个月
年化超额收益	8.39%	17.52%	12.12%	23.51%	24.87%	24.41%
信息比	0.54	1.05	0.73	1.43	1.70	1.50
最大回撤	-26.16%	-16.29%	-24.88%	-19.25%	-19.42%	-17.80%
收益回撤比	0.32	1.08	0.49	1.22	1.28	1.37
平均持仓数量	14	28	14	28	6	11

资料来源：海通证券研究所

下图中我们将甄别市场环境、延后买入且持有 2 个月的策略进行个股收益分位点检验。严格来说，事件类策略的基准比较难以确定，我们暂且以全市场股票池为基准，考察增发类事件策略的收益分布。从图中数据看到，平均来看策略的选股能力较好。且在 50% 以右区间，策略多数情况下由于市场随机选股，分布厚于基准分布，但在最右侧的极值上未能选到股票，即增发类的事件难以在中短期窗口中找到大牛股。

图 23 个股收益分位点考察



资料来源：海通证券研究所

3. 结论

增发类股票即将解禁前，折价股票存在超额收益机会，相对而言股价启动不会太过提前，投资者可选择临近解禁时参与，如提前 60 个交易日。其股价在解禁日前后的表现与其相对于增发价格的折价率的大小有一定关系：折价率大的股票表现相较折价率小的股票表现更优。

解禁日前溢价的股票集合，绝大多数在解禁前明显下跌，相对指数超额收益、胜率均为负值，且超额收益以及胜率的低点基本全在解禁日附近形成。这很可能是由于具有溢价空间的增发股票，其持有人在股票可流通之后选择了卖出股票获利了结。因此，对于该种类型的股票，不建议投资者在解禁前再进行参与。

折价增发股票的投资机会一方面与其折价率密切相关，另一方面也受到市场走势较大影响。市场的上涨带动超额收益效应更为明显，而在市场下跌时，折价公司难以逆市而上获取超额收益。对于这类机会的把握，对投资者的要求较高，最好建立在对未来市场趋势有一定预判的前提下再参与。且此类事件投资标的有限，平均持仓股票数量仅在 10 余只，构建单一策略净值势必会经历大幅波动。

增发预案发布后，个股在中长期时间窗口存在超额收益机会。增发事件的参与时点不宜过于延后，对消息的及时反映会获得较多超额收益回报。

市场环境对预案发布后的股价具有影响：增发预案发布前，市场涨跌对增发后股价有一定区分作用，相对而言，选择在上涨市发布增发预案的公司，后期的股价涨幅更为平稳。预案发布后的市场走势对股价的影响和临近解禁期股价的影响截然不同：市场小幅震荡和小幅下跌的环境下，股票的平均超额收益明显高于其他市场环境。当市场大涨大跌时，增发事件难以形成股价的强有力刺激，价格上看不到支撑或是动力。由此，较为平稳的市场环境更有利于增发股票的投资。

根据定向增发的预案发布构建策略指数，相对沪深 300 年化收益可达 24%，信息比 1.5，2009 年以来年度胜率为 100%，且每年超额收益均保持在 10% 以上。

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

路 颖 所长 (021) 23219403	luying@htsec.com	高道德 副所长 (021) 63411586	gaodd@htsec.com	姜 超 副所长 (021) 23212042	Jc9001@htsec.com
江孔亮 所长助理 (021) 23219422	kljiang@htsec.com				

宏观经济研究团队 姜 超(021)23212042 陈 勇(021)23219800 高 远(021)23219669 周 霞(021)23219807 联系人 顾潇啸(021)23219394	jc9001@htsec.com cy8296@htsec.com gaoy@htsec.com zx6701@htsec.com gxx8737@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 冯佳睿(021)23219732 朱剑涛(021)23219745 杨 勇(021)23219945 张欣慰(021)23219370 曾逸名(021)23219773 联系人 杜 灵(021)23219760 纪锡靛(021)23219948	wuxx@htsec.com dinglm@htsec.com zhengyb@htsec.com fengjr@htsec.com zhuji@htsec.com yy8314@htsec.com zxw6607@htsec.com zym6586@htsec.com dg9378@htsec.com jxl8404@htsec.com	金融产品研究团队 单开佳(021)23219448 倪韵婷(021)23219419 罗 震(021)23219326 唐洋运(021)23219004 孙志远(021)23219443 陈 亮(021)23219914 陈 瑶(021)23219645 伍彦妮(021)23219774 桑柳玉(021)23219686 陈韵婷(021)23219444 田本俊(021)23212001 联系人 冯 力(021)23219819	shankj@htsec.com niyt@htsec.com luozh@htsec.com tangyy@htsec.com szy7856@htsec.com cl7884@htsec.com chenyao@htsec.com wyn6254@htsec.com sly6635@htsec.com cyc6613@htsec.com tbj8936@htsec.com fl9584@htsec.com
固定收益研究团队 姜 超(021)23212042 李 宁(021)23219431	jc9001@htsec.com lin@htsec.com				

策略研究团队 荀玉根(021)23219658 陈瑞明(021)23219197 汤 慧(021)23219733 王 旭(021)23219396 李 珂(021)23219821	xyg6052@htsec.com chenrm@htsec.com tangh@htsec.com wx5937@htsec.com lk6604@htsec.com	中小市值团队 邱春城(021)23219413 钮宇鸣(021)23219420 何继红(021)23219674 孔维娜(021)23219223	qiucc@htsec.com ymniu@htsec.com hejh@htsec.com kongwn@htsec.com	政策研究团队 李明亮(021)23219434 陈久红(021)23219393 吴一萍(021)23219387 联系人 朱 蕾(021)23219946 周洪荣(021)23219953	lml@htsec.com chenjiuhong@htsec.com wuyiping@htsec.com zl8316@htsec.com zhr8381@htsec.com
--	--	--	--	---	---

批发和零售贸易行业 路 颖(021)23219403 汪立亭(021)23219399 潘 鹤(021)23219423 李宏科(021)23219671	luying@htsec.com wanglt@htsec.com panh@htsec.com lhk6064@htsec.com	互联网及传媒行业 白 洋(021)23219646 薛婷婷(021)23219775	baiyang@htsec.com xtt6218@htsec.com	石油化工行业 邓 勇(021)23219404 王晓林(021)23219812	dengyong@htsec.com wxl6666@htsec.com
---	---	--	--	--	---

机械行业 龙 华(021)23219411 熊哲颖(021)23219407 联系人 黄 威(021)23219963	longh@htsec.com xzy5559@htsec.com hw8478@htsec.com	公用事业 陆凤鸣(021)23219415 汤砚卿(021)23219768	lufm@htsec.com tyq6066@htsec.com	非银行金融行业 丁文韬(021)23219944 李 欣(010)58067936 联系人 吴绪越(021)23219947	dwt8223@htsec.com lx8867@htsec.com wxy8318@htsec.com
---	--	--	-------------------------------------	--	--

钢铁行业 刘彦奇(021)23219391	liuyq@htsec.com	建筑工程行业 赵 健(021)23219472 张显宁(021)23219813	zhaoj@htsec.com zxn6700@htsec.com	医药行业 周 锐(0755)82780398 余文心(0755)82780398 刘 宇(021)23219608 江 琦(021)23219685 王 威(0755)82780398 郑 琴(021)23219808	zr9459@htsec.com ywx9460@htsec.com liuy4986@htsec.com jq9458@htsec.com ww9461@htsec.com zq6670@htsec.com
--------------------------	-----------------	--	--------------------------------------	---	---

农林牧渔行业 丁 频(021)23219405 夏 木(021)23219748	dingpin@htsec.com xiam@htsec.com	银行业 刘 瑞(021)23219635 林媛媛(0755)23962186	lr6185@htsec.com lyy9184@htsec.com	房地产业 涂力磊(021)23219747 谢 盐(021)23219436 贾亚童(021)23219421	tl5535@htsec.com xiey@htsec.com jiayt@htsec.com
--	-------------------------------------	--	---------------------------------------	--	---

基础化工行业 曹小飞(021)23219267 张瑞(021)23219634 联系人 朱睿(021)23219957	caoxf@htsec.com zr6056@htsec.com zr8353@htsec.com	有色金属行业 钟奇(021)23219962 施毅(021)23219480 刘博(021)23219401	zq8487@htsec.com sy8486@htsec.com liub5226@htsec.com	计算机行业 陈美凤(021)23219409 蒋科(021)23219474 联系人 王秀钢(010)58067934 安永平(021)23219950	chenmf@htsec.com jiangk@htsec.com wxg8866@htsec.com ayp8320@htsec.com
社会服务业 林周勇(021)23219389	lzy6050@htsec.com	交通运输行业 黄金香(021)23212081 虞楠(021)23219382 姜明(021)23212111	hjx9114@htsec.com yun@htsec.com jm9176@htsec.com	家电行业 陈子仪(021)23219244 联系人 宋伟(021)23219949	chenzy@htsec.com sw8317@htsec.com
通信行业 徐力(010)58067940 侯云哲(021)23219815	xl9312@htsec.com hzy6671@htsec.com	汽车行业 陈鹏辉(021)23219814	cph6819@htsec.com	电力设备及新能源行业 张浩(021)23219383 牛品(021)23219390 陈日华(021)23219716 房青(021)23219692 徐柏乔(021)23219171	zhangh@htsec.com np6307@htsec.com crh9585@htsec.com fangq@htsec.com xbg6583@htsec.com
食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 马浩博(021)23219822	whw9587@htsec.com mhb6614@htsec.com	造纸轻工行业 徐琳(021)23219767	xl6048@htsec.com	纺织服装行业 焦娟(021)23219356	jj9604@htsec.com
煤炭行业 朱洪波(021)23219438	zhb6065@htsec.com	建筑建材行业 周煜(021)23219972	zy9445@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 董事副总经理
(021)23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队 蔡铁清 (0755)82775962 刘晶晶 (0755)83255933 辜丽娟 (0755)83253022 高艳娟 (0755)83254133 伏财勇 (0755)23607963 邓欣 (0755)23607962	ctq5979@htsec.com liujj4900@htsec.com gulj@htsec.com gyj6435@htsec.com fcy7498@htsec.com dx7453@htsec.com	上海地区销售团队 贺振华 (021)23219381 姜洋 (021)23219442 高溱 (021)23219386 季唯佳 (021)23219384 胡雪梅 (021)23219385 黄毓 (021)23219410 朱健 (021)23219592 黄慧 (021)23212071 卢倩 (021)23219373 孙明 (021)23219990 孟德伟 (021)23219989	hzh@htsec.com jy7911@htsec.com gaoqin@htsec.com jiwj@htsec.com huxm@htsec.com huangyu@htsec.com zhuj@htsec.com hh9071@htsec.com lq7843@htsec.com sm8476@htsec.com mdw8578@htsec.com	北京地区销售团队 赵春 (010)58067977 郭文君 (010)58067996 隋巍 (010)58067944 江虹 (010)58067988 杨帅 (010)58067929 张楠 (010)58067935 许诺 (010)58067931	zhc@htsec.com gwj8014@htsec.com sw7437@htsec.com jh8662@htsec.com ys8979@htsec.com zn7461@htsec.com xn9554@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