

别人不知道，停牌也有赚钱机会

——金融工程2017年投资策略

方正证券金融工程首席分析师：高子剑

联系人：朱 文

方正金融是方正集团下属的五大核心产业集团之一。

业务范围涉及证券、期货、公募基金、投行、直投、信托、财务公司、保险、商业银行、租赁等。

Founder Financial, one of the five core sectors of Founder Group.

Its business covers securities, futures, mutual fund, investment banking, direct investment, trust, corporate financing, insurance, commercial banking and leasing.

>> 目录

- 一 停牌股价值几何？
- 二 估值切换待何时？
- 三 停牌套利操作：普通开放式基金
- 四 停牌套利操作：分级基金
- 五 停牌套利操作：ETF基金

➤ 指数收益法 (AMAC行业指数)

➤ 可比公司法

➤ 市场价格模型法

➤ 估值模型法

>> 目录

- 一 停牌股价值几何？
- 二 估值切换待何时？
- 三 停牌套利操作：普通开放式基金
- 四 停牌套利操作：分级基金
- 五 停牌套利操作：ETF基金

➤ 基金重仓股复牌何时切换估值方式？

关于旗下基金所持停牌股票采用指数收益法进行估值的提示性公告

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

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

投资者可登录我公司网站（www.nuodefund.com）或拨打我公司客服电话（400-888-0009 免长话费）咨询有关信息。

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

特此公告。

➤ 基金重仓股复牌何时切换估值方式（基于复牌连续涨跌停）？



估值切换待何时

- 案例：建信中小盘基金估值时点选择：时点一
- 通鼎互联、大华农复牌

图表1：建信中小盘估值改变时点



资料来源：方正证券研究所，wind资讯

➤ 案例：长城优选基金调整中国北车估值方式选择：时点二

图表2：中国北车调整估值时机

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



资料来源：方正证券研究所，wind资讯

>> 目录

- 一 停牌股价值几何？
- 二 估值切换待何时？
- 三 停牌套利操作：普通开放式基金
- 四 停牌套利操作：分级基金
- 五 停牌套利操作：ETF基金

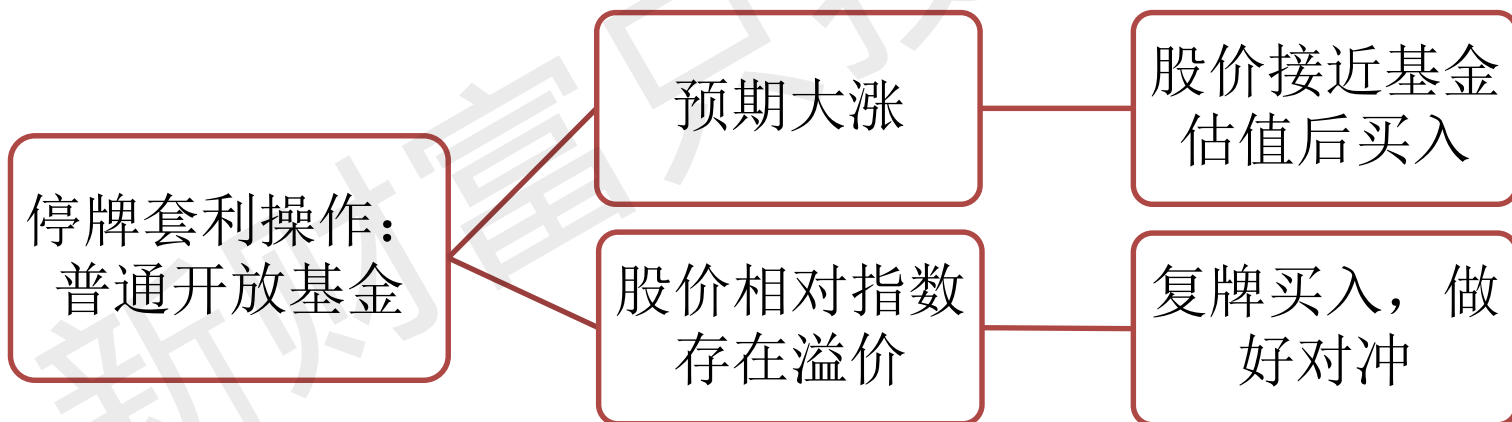
停牌套利操作：普通开放式基金

➤ 普通开放式基金特点：申购赎回存在迟滞性

➤ 套利机会：

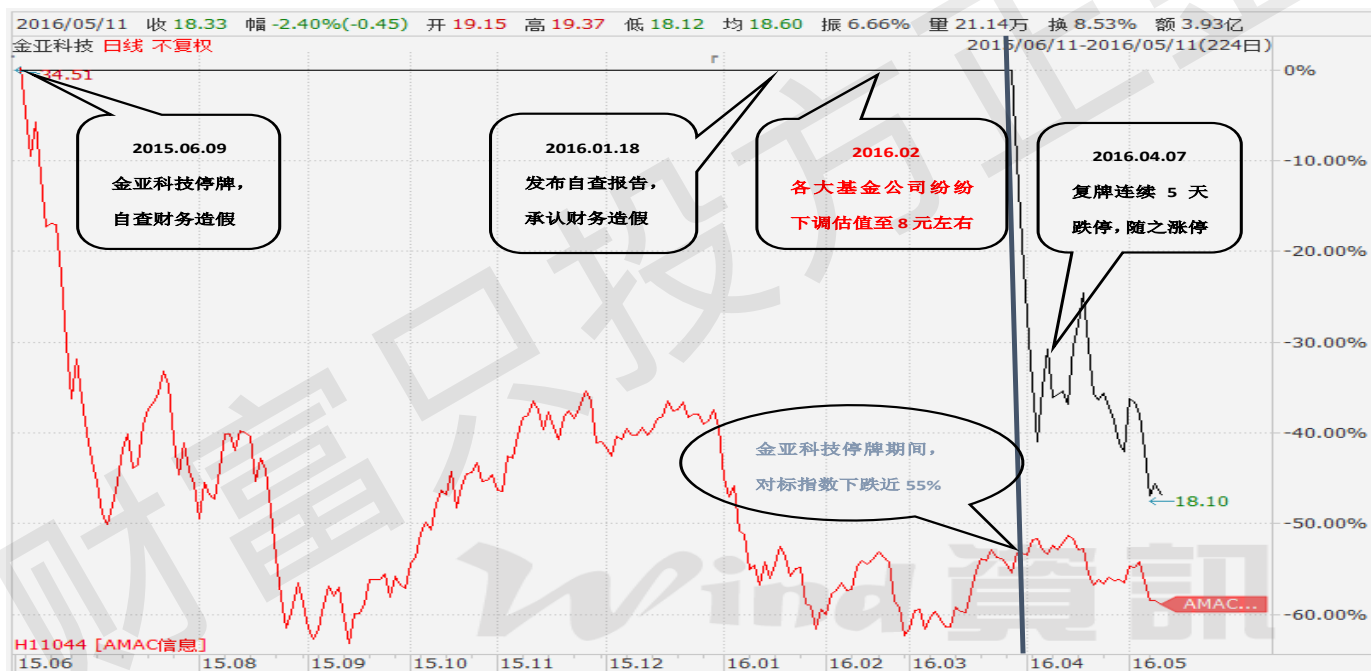
① 预估股票连续涨停->股价接近基金估值价时买入

② 停牌期间指数大跌，预估股票复牌不会有较大下跌，可以在股票复牌后买入基金，同时进行对冲，坐等基金估值切换带来套利收益



➤ 案例：金亚科技财务造假

图表3：金亚科技事件



资料来源：方正证券研究所，wind资讯

➤ 案例：金亚科技财务造假

图表4：金亚科技连续跌停天数可获得相对收益（成本8.67）

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

资料来源：方正证券研究所，wind资讯

➤ 案例：金亚科技财务造假

图表5：重仓金亚科技基金列表及最新占基金净值比

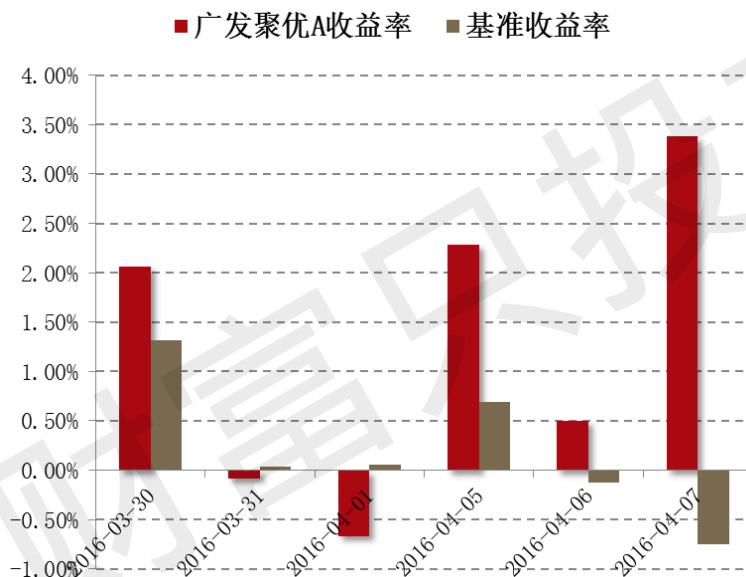
基金名称	持股数量	估值价格	原始占基金净值比	占基金净值比(调整估值后)
银华消费分级	757,513	8.67	6.75%	2.95%
广发聚优A	1,252,067	8.67	6.21%	4.83%
广发竞争优势	2,415,700	8.67	4.36%	2.91%
招商医药健康	4,616,353	8.67	3.86%	3.66%
东吴进取策略	151,320	8.78	3.57%	1.49%
广发新经济股票	686,400	8.67	3.27%	2.11%
广发聚富	4,490,800	8.67	3.22%	2.49%
安达策略	339,000	8.00	3.16%	1.38%
招商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

资料来源：方正证券研究所，wind资讯

停牌套利操作：普通开放式基金



- 案例：金亚科技财务造假
- 以广发聚优A套利为例，可获得7%左右的套利收益

图表6：实际金亚科技套利收益（以广发聚优A套利）



资料来源：方正证券研究所，wind资讯

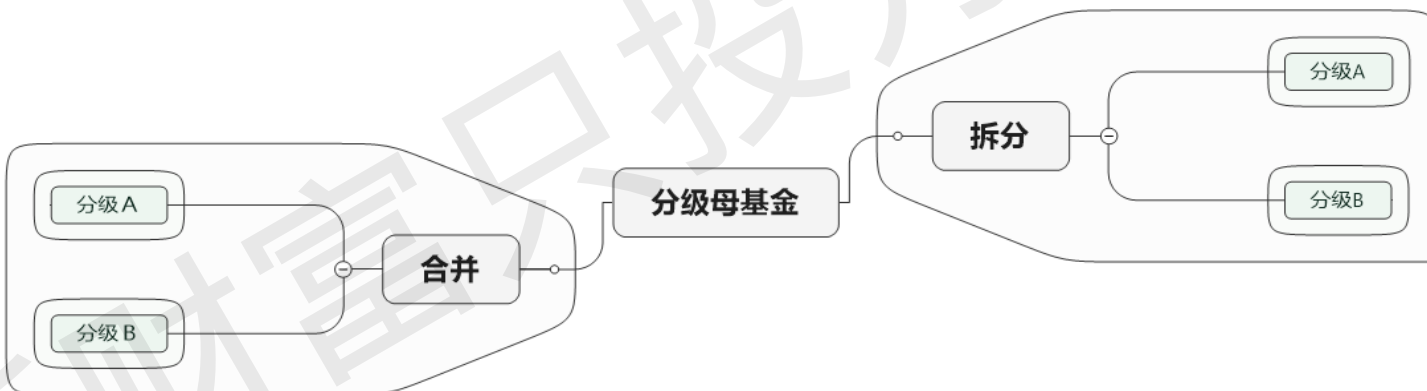
>> 目录

-  一 停牌股价值几何？
-  二 估值切换待何时？
-  三 停牌套利操作：普通开放式基金
-  四 停牌套利操作：分级基金
-  五 停牌套利操作：ETF基金

停牌套利操作：分级基金

- 分级基金特点：分级A+B价格与母基净值价差可控
- 套利操作：利用分级基金变相“T+0”的特性，出现套利机会时，1）可直接在二级市场买入分级A+B；2）利用分级B的杠杆性和高波动性，直接买入分级B（时点选择）

图表7：分级基金特点



资料来源：方正证券研究所

➤ 案例：游久游戏停牌套利

图表8：游久游戏事件



资料来源：方正证券研究所，wind资讯

➤ 案例：游久游戏停牌套利

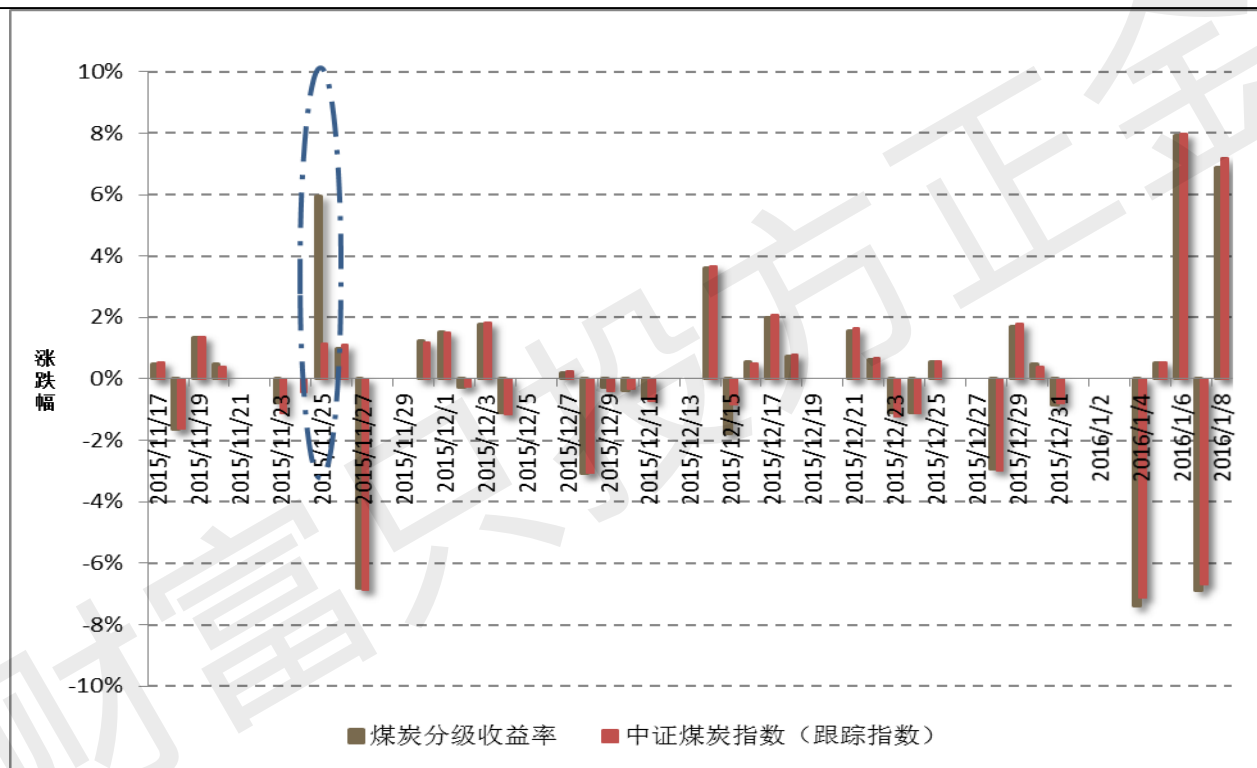
图表9：煤炭分级份额变化

指标	煤炭分级份额	煤炭A份额	煤炭B份额	煤炭分级单位净值	游久游戏公允价格	占基金净值比
2015/9/30	233,053,908	45,323,552	45,323,552	0.86	18.77	17.48%
2015/11/24	——	139,567,986	139,567,986	1.04	22.08	28.41%

资料来源：方正证券研究所，wind资讯

➤ 案例：游久游戏停牌套利

图表10：游久游戏收益率序列



资料来源：方正证券研究所，wind资讯

➤ 案例：游久游戏停牌套利

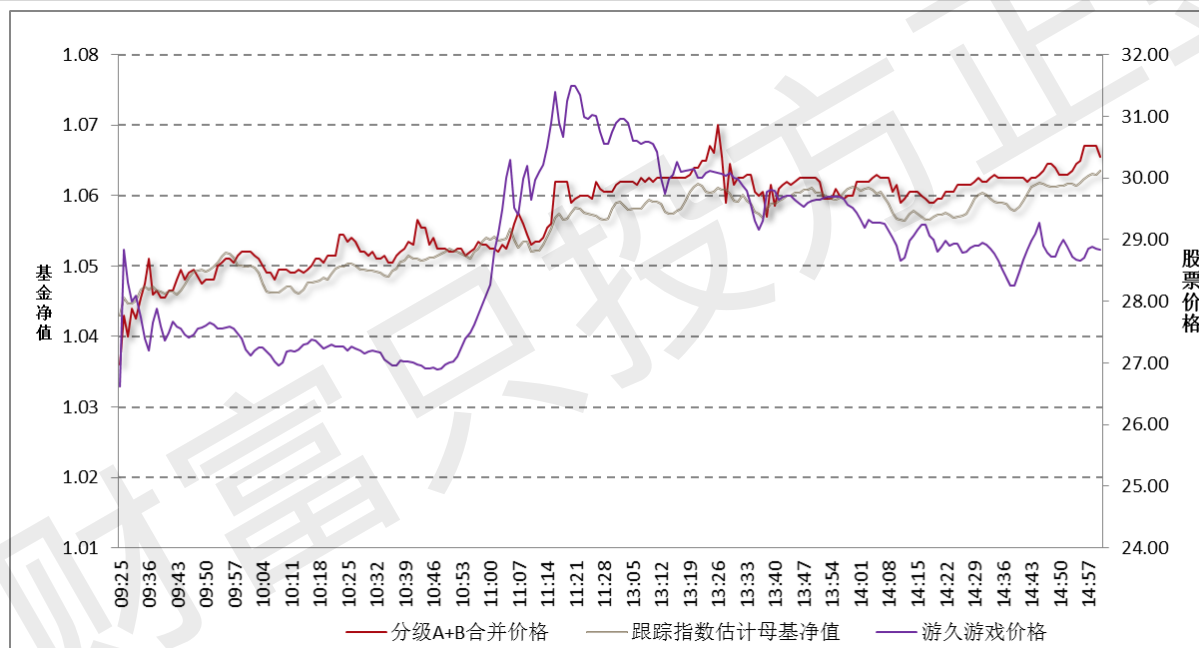
图表11：游久游戏价格序列

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

资料来源：方正证券研究所，wind资讯

➤ 案例：游久游戏停牌套利

图表12：游久游戏打开跌停当日煤炭分级走势



资料来源：方正证券研究所，wind资讯

>> 目录

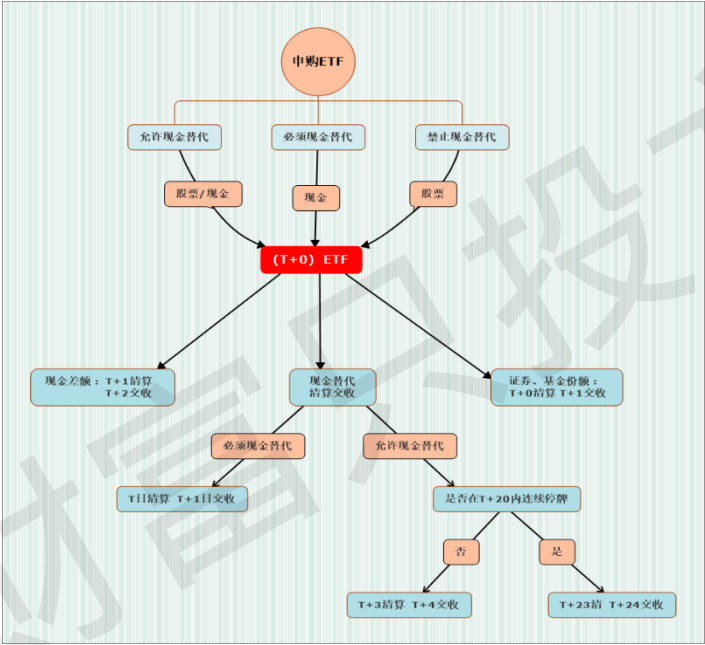
- 一 停牌股价值几何？
- 二 估值切换待何时？
- 三 停牌套利操作：普通开放式基金
- 四 停牌套利操作：分级基金
- 五 停牌套利操作：ETF基金

➤ ETF特性：存在“申赎清单”；成分股存在“现金替代标志”

- **必须现金替代**；无法利用股票本身进行申赎，必须用现金代替股票进行申赎。
即对必须现金替代的股票进行清算交收时不涉及股票，只针对现金替代进行清算交收。
- **允许现金替代**；可以利用股票本身进行申购，也可以利用现金代替股票进行申购。但在赎回基金份额时，不允许利用现金进行替代。
- **禁止现金替代**；必须要用股票进行申赎，不可利用现金替代。

➤ ETF申购流程

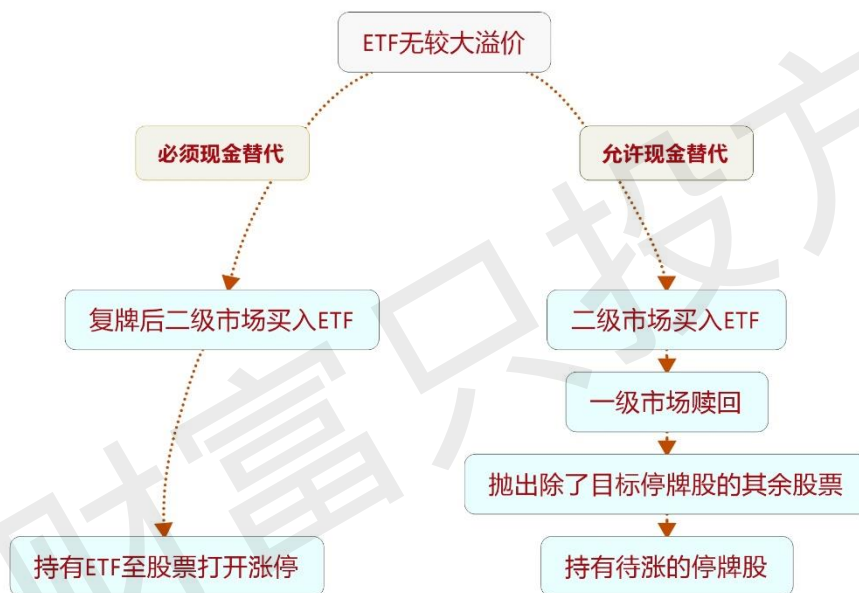
图表13：ETF基金申购流程介绍



资料来源：方正证券研究所

➤ ETF套利流程

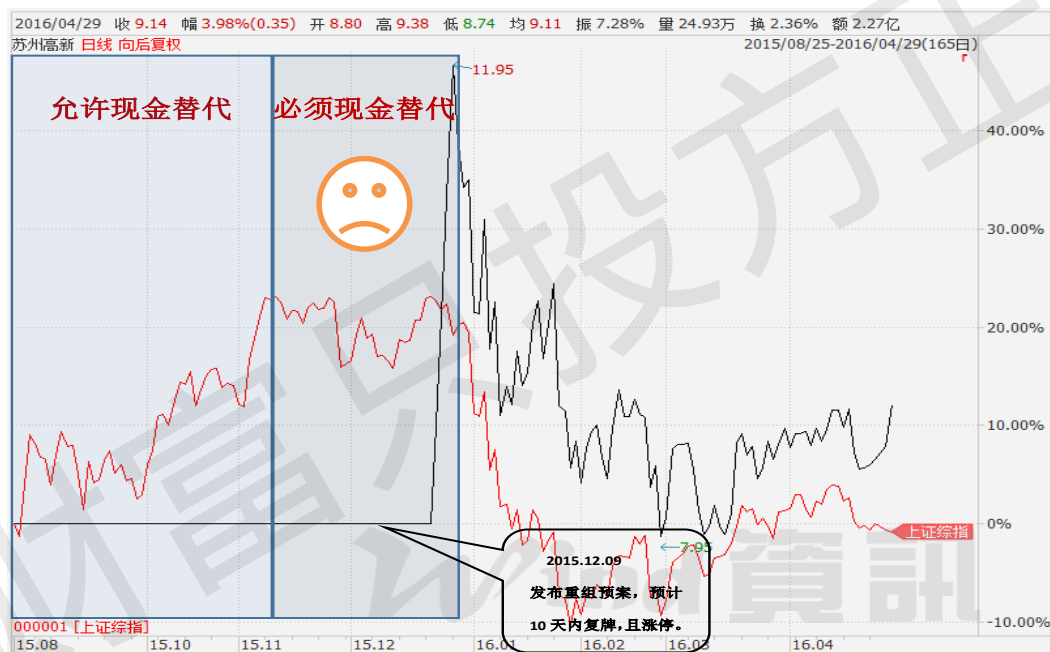
图表14：ETF基金套利流程介绍



资料来源：方正证券研究所

➤ 案例：苏州高新停牌套利

图表15：ETF基金套利案例



资料来源：方正证券研究所，wind资讯

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

THANKS

方正金融 正在你身边



方正证券研究所

联系人：高子剑，金融工程小组组长

电话：010-68386225

手机：139-1816-0241（微信）

邮件：gaozijian@foundersc.com

金工组：面向量化研究，覆盖选股、择时、衍生品等。

停牌套利操作：分级基金（补充案例）

➤ 案例：万科停牌套利

图表16：万科占重仓基金净值比

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

资料来源：方正证券研究所，wind资讯

图表17：理论套利收益

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

资料来源：方正证券研究所，wind资讯

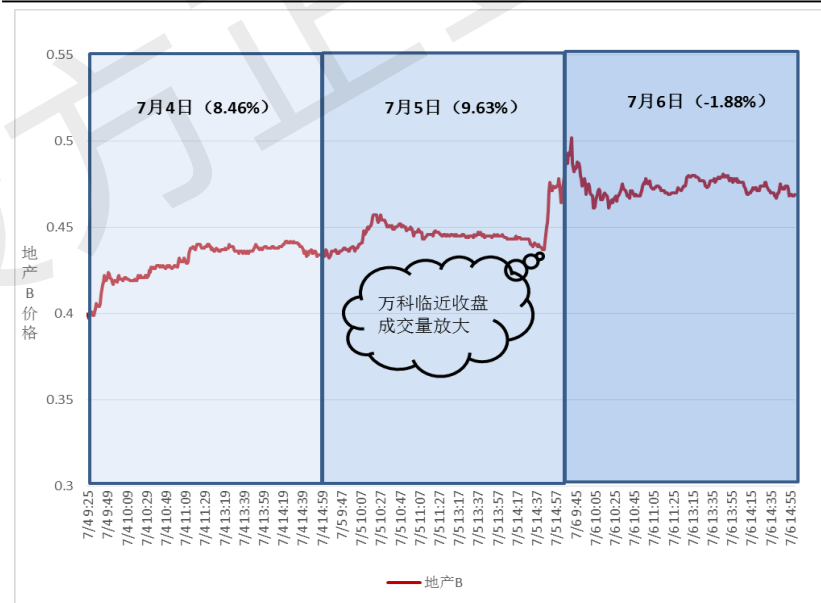
停牌套利操作：分级基金（补充案例）

➤ 案例：万科停牌套利

图表18：国泰国证房地产分级收盘涨跌（7月1日-7月6日）

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

图表19：地产B分时走势（7月4日-7月6日）



资料来源：方正证券研究所，wind资讯

资料来源：方正证券研究所，wind资讯