

# 金融工程

证券研究报告

2017年03月06日

## 潜伏系列之二：潜伏 ST 摘帽

### ST 摘帽事件逻辑

被实施 ST 的股票往往存在较为严重的财务问题或其他异常状况，股票风险较大；但是，当上市公司上述异常状况消除后，公司应当在董事会审议通过年度报告后及时向交易所报告并披露年度报告，同时可以申请撤销对其股票实施的退市风险警示，即“摘帽”。ST 股票摘帽是一个利好事件，我们试图在其中挖掘超额收益。由于上市公司需定期披露财务报告和业绩预告，所以对财务原因被实施风险警示的股票的摘帽进行预测具有较好的操作性，本报告主要研究对财务原因被实施风险警示的股票的预测和潜伏。

### 潜伏 ST 摘帽

统计结果显示，摘帽事件的盈利性主要集中在摘帽前，摘帽后样本呈现较大幅度的负的相对收益。所以，对可能进行摘帽的股票进行预测和潜伏是 ST 摘帽事件策略的关键。

根据年报预告类型是否扭亏，进而潜伏摘帽事件，统计显示预测的成功率多半在 80%以上，且命中率平均也在 80%左右的水平，可以较大程度的捕捉事件效应。扭亏的样本在预告后的 60 个交易日内，相对中证 500 指数具有稳定且逐渐上升的超额收益；在年报前 2 个月左右的时间内，平均亦具有较为稳定且逐渐上升的超额收益。

在扭亏预告日开盘价买入，年报发布后日开盘价卖出，样本在持仓期内相对中证 500 指数平均超额 10.50%，胜率 79.09%，盈亏比为 2.30；相对中信一级行业平均超额 10.03%，胜率达到 79.45%，盈亏比为 1.6；相对市值相近的 50 只股票构建的组合平均超额 7.06%，胜率达到 67.73%，盈亏比为 1.91。

### 回测表现

我们选择在预告后买入预告扭亏的股票，年报发布后卖出，单只股票权重上限 10%，剔除三季报同期发布的预告进行样本筛选，回测结果显示，策略在 2010 年至 2016 年中取得了年化 27.84% 的收益，年化超额基准 19.56%，相对最大回撤为 10.37%，收益回撤比为 1.89。

**风险提示：**模型基于历史数据，存在失效的风险。

### 作者

**吴先兴** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516120001  
wuxianxing@tfzq.com  
18616029821

**张欣慰** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010003  
zhangxinwei@tfzq.com

**阚文超** 联系人  
kanwenchao@tfzq.com  
021-68812972

### 相关报告

- 1 《金融工程：定期报告-量化择时及多因子跟踪周报》 2017-03-05
- 2 《金融工程：定期报告-衍生品周报-2017-03-03》 2017-03-05
- 3 《金融工程：定期报告-市场情绪一览 2017-03-03》 2017-03-04



## 内容目录

ST 摘帽事件概述.....	4
事件效应分析.....	6
事件效应捕捉.....	7
样本与潜伏时点的选择.....	7
卖出时点的选择.....	8
样本持仓期收益分析.....	9
策略回测表现.....	10
关于买点的思考.....	10
参数设置.....	11
策略表现.....	11
敏感性分析.....	13
小结.....	14
风险提示.....	14

## 图表目录

图 1：财务原因实施风险警示的股票数量及占比.....	5
图 2：摘帽日前后相对收益.....	6
图 3：摘帽日后相对收益.....	6
图 4：年报预告预测效果.....	7
图 5：三季报预测效果.....	7
图 6：预告扭亏样本预告日后相对收益.....	8
图 7：预告扭亏样本预告日后净值走势.....	8
图 8：财报到摘帽日交易天数.....	8
图 9：预告扭亏样本年报前后超额收益.....	9
图 10：样本持仓期绝对收益分布.....	9
图 11：样本持仓期超额收益分布-相对中证 500 指数.....	9
图 12：样本持仓期超额收益分布-相对中信一级行业.....	10
图 13：样本持仓期超额收益分布-相对相近市值组合.....	10
图 14：对年度业绩两次预告的案例.....	10
图 15：策略净值表现-包含三季报同期预告 1.....	11
图 16：策略相对强弱-包含三季报同期预告 2.....	11
图 17：策略净值表现-剔除三季报同期预告 1.....	12
图 18：策略相对强弱-剔除三季报同期预告 2.....	12
图 19：买入前一周日均成交额分布.....	13
图 20：敏感性分析.....	13
表 1：交易所风险警示股票监管规则梳理.....	4

表 2: 风险警示的原因及样本比例 .....	4
表 3: 每年被实施和撤销 ST 的股票数量 .....	5
表 4: 参与交易样本在持仓期内的表现 .....	10
表 5: 三季报同期预告效用统计 .....	11
表 6: 策略分年度回测结果-包含三季报同期预告 .....	12
表 7: 策略分年度回测结果-剔除三季报同期发布的预告 .....	12
表 8: 分报告期样本在持仓期内的表现 .....	13

## ST 摘帽事件概述

1998 年 4 月 22 日，沪深交易所宣布，将对财务状况或其它状况出现异常的上市公司股票交易进行特别处理(Special treatment)，并在股票简称前冠以“ST”，因此这类股票称为 ST 股票。我们梳理了交易所对风险警示股票的管理办法：

表 1：交易所风险警示股票监管规则梳理

	上交所	深交所
实施风险警示 (财务原因)	(一) 最近两个会计年度经审计的净利润连续为负值或者被追溯重述后连续为负值； (二) 最近一个会计年度经审计的期末净资产为负值或者被追溯重述后为负值； (三) 最近一个会计年度经审计的营业收入低于 1000 万元或者被追溯重述后低于 1000 万元； (四) 最近一个会计年度的财务会计报告被会计师事务所出具无法表示意见或者否定意见的审计报告；	(一) 最近两个会计年度经审计的净利润连续为负值或者因追溯重述导致最近两个会计年度净利润连续为负值； (二) 最近一个会计年度经审计的期末净资产为负值或者因追溯重述导致最近一个会计年度期末净资产为负值； (三) 最近一个会计年度经审计的营业收入低于一千万元或者因追溯重述导致最近一个会计年度营业收入低于一千万元； (四) 最近一个会计年度的财务会计报告被出具无法表示意见或者否定意见的审计报告；
撤销风险警示	上市公司最近一个会计年度审计结果表明上述第(一)项至第(四)项情形已经消除的，公司应当在董事会审议通过年度报告后及时向本所报告并披露年度报告，同时可以向本所申请撤销对其股票实施的退市风险警示。	上市公司出现上述规则第(一)项至第(四)项规定情形的，应当在董事会审议年度报告或者审议经更正的财务会计报告后，及时向本所报告并提交董事会的书面意见。公司股票及其衍生品种于年度报告或者财务会计报告更正公告披露当日停牌一天。公告日为非交易日的，于次一交易日停牌一天。自复牌之日起，本所对公司股票交易实行退市风险警示。

资料来源：上交所，深交所，天风证券研究所

被实施 ST 的股票往往存在较为严重的财务问题或其他异常状况，股票风险较大，并存在被暂停上市和终止上市的风险，投资者在交易时往往会避开此类股票。

但是，当上市公司上述异常状况消除后，公司应当在董事会审议通过年度报告后及时向交易所报告并披露年度报告，同时可以申请撤销对其股票实施的退市风险警示，即“摘帽”。ST 股票摘帽是一个利好事件，我们试图在其中挖掘超额收益。

首先，表 1 列明了上市公司被实施风险警示的原因，并统计了 1998 年初至 2016 年底所有被实施风险警示股票相对应的占比：

表 2：风险警示的原因及样本比例

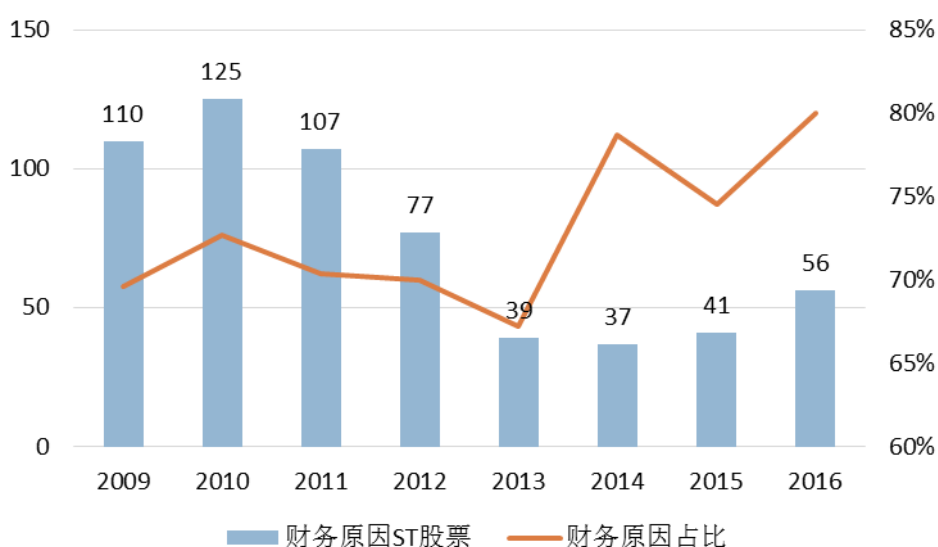
序号	实施 ST 原因	数量	占比
1	最近两个会计年度的审计结果显示的净利润均为负值	457	65.19%
2	被注册会计师出具无法表示意见或否定意见的审计报告	44	6.28%
3	最近一个会计年度股东权益低于注册资本，即每股净资产低于股票面值	41	5.85%
4	最近两个会计年度的审计结果显示的净利润均为负值，且最近一个会计年度每股净资产低于股票面值	40	5.71%
5	出现其它异常状况，实施特别处理	38	5.42%
6	最近两年连续亏损	22	3.14%
7	追溯调整导致最近两年连续亏损	18	2.57%
8	交易所或中国证监会认定为财务状况异常	16	2.28%
9	最近一个会计年度的审计结果显示其股东权益为负值	6	0.86%
10	追溯调整导致最近两年连续亏损，最近一个会计年度股东权益低于注册资本	5	0.71%
11	在法定期限内未依法披露定期报告	4	0.57%

12	最近两年连续亏损,且被会计师事务所出具无法表示意见或否定的审计意见	3	0.43%
13	最近三年连续亏损	2	0.29%
14	被注册会计师出具无法表示意见或否定意见的审计报告,交易所或中国证监会认定为财务状况异常	1	0.14%
15	欺诈发行	1	0.14%
16	在规定期限内未对存在重大会计差错或虚假财务会计报告进行改正	1	0.14%
17	追溯调整导致最近两年连续亏损,被注册会计师出具无法表示意见或否定意见的审计报告	1	0.14%
18	最近一个会计年度经审计的净利润为负值或者经更正的净利润为负值	1	0.14%
	总计	701	100.00%

资料来源: wind, 天风证券研究所

其中,因为财务原因被实施风险警示的股票,相较于欺诈发行等异常情况,可以更好的通过业绩情况监测其摘帽的可能性,具有较高的确定性。我们选择表 1 中序号 1、4、6、7 的实施原因涉及的股票作为本文的样本。首先观察 2009 年以来每年的样本数量:

图 1: 财务原因实施风险警示的股票数量及占比



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 1 显示,近年来每年因财务原因 ST 股票占全部 ST 股票的比例基本维持在 75%左右。由于上市公司需定期披露财务报告和业绩预告,所以对财务原因被实施风险警示的股票的摘帽进行预测具有较好的操作性,本报告主要研究对财务原因被实施风险警示的股票的预测和潜伏。

统计 2009 年以来每年被实施和撤销 ST 的股票数量:

表 3: 每年被实施和撤销 ST 的股票数量

年度	实施 ST	撤销 ST
2009	29	30
2010	39	23
2011	16	36
2012	26	68
2013	23	73
2014	35	45
2015	42	32
2016	58	42

资料来源: wind, 天风证券研究所

根据《上交所风险警示管理办法》,在上交所上市的 ST 股票交易时需注意以下 4 点:

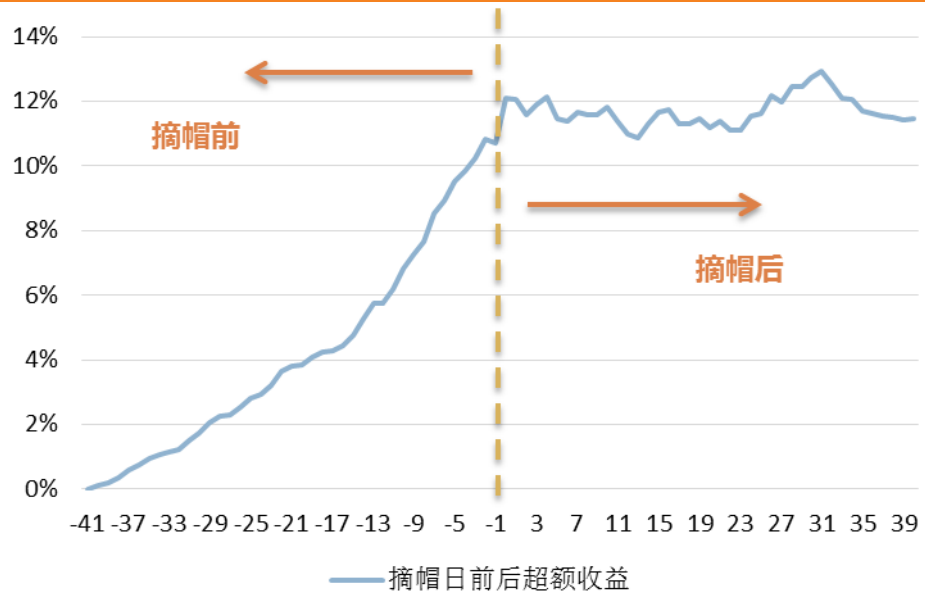
1. 投资者买卖风险警示股票,应当采用限价委托方式;

2. 风险警示股票价格的涨跌幅限制为 5%；
3. 风险警示股票连续 3 个交易日内日收盘价格涨跌幅偏离值累计达到  $\pm 15\%$  的，或盘中换手率达到或超过 30% 的，属于异常波动；
4. 当日通过竞价交易和大宗交易累计买入的单只风险警示股票，数量不得超过 50 万股。

## 事件效应分析

观察 2010 年以来摘帽成功的股票在摘帽日前后的相对收益：

图 2：摘帽日前后相对收益



资料来源：wind，天风证券研究所

摘帽成功的样本在摘帽日前后具有稳定且逐渐上升的累计超额收益。考虑到摘帽事件后，对应股票常常出现连续涨停或跌停的现象，我们进一步观察摘帽日后实际能买入后的相对收益：

图 3：摘帽日后相对收益



资料来源：wind，天风证券研究所

由此看到，摘帽事件的盈利性主要集中在摘帽前，摘帽后样本呈现较大幅度的负的相对收益。所以，对可能进行摘帽的股票进行预测和潜伏是 ST 摘帽事件策略的关键。

## 事件效应捕捉

### 样本与潜伏时点的选择

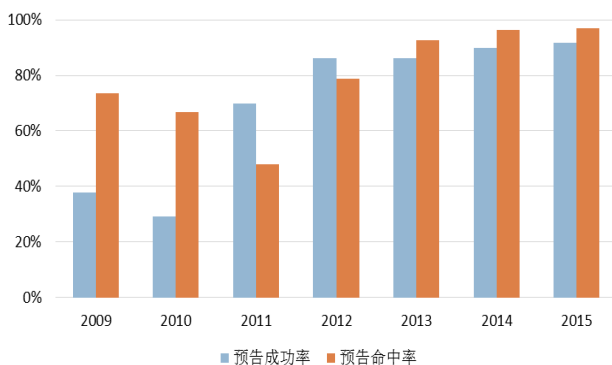
对于三季报归母净利润扭亏，以及年报预告中扭亏的股票，直观上有较大的概率摘帽。我们首先在年报预告中选择类型为“扭亏”的股票，因其他预告类型（如预增、略减等）的股票其净利润下限仍可能大于 0，故我们同时选取净利润下限大于 0 的样本，下文中的“扭亏”即指上述两类样本。

我们分别统计这两种方法的预测成功率和命中率，其中以年报预告为例：

$$\text{预测成功率} = \frac{\text{预告扭亏样本中当年摘帽成功的股票数量}}{\text{预告扭亏样本数量}}$$

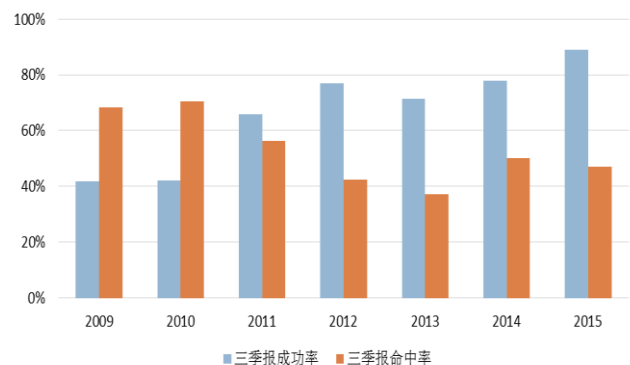
$$\text{预测命中率} = \frac{\text{预告扭亏样本中当年摘帽成功的股票数量}}{\text{当年全部摘帽成功的股票数量}}$$

图 4：年报预告预测效果



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：三季报预测效果



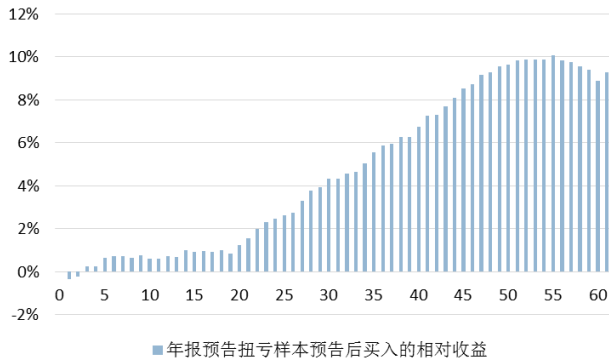
资料来源：wind，天风证券研究所

根据年报预告类型是否扭亏来预测 ST 股票摘帽，统计显示预测的成功率多半在 80%以上，且命中率平均也在 80%左右的水平，可以较大程度的捕捉事件效应。根据三季报归母净利润是否扭亏来预测 ST 股票摘帽，统计显示预测的成功率不及年报预告，命中率平均不足 50%，预测有效性较差，不能很好的捕捉事件效应。另外，买入时点过早，不确定性较大。

存在一些股票的扭亏预告在三季报同期发布，而此时买入会带来较长的持仓周期，下面分析暂时剔除三季报同期发布的预告，策略回测部分再做进一步的比较。

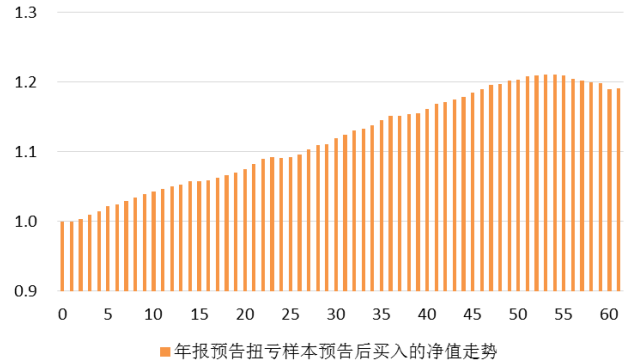
首先观察年度业绩预告扭亏的样本在预告日后买入的收益情况：

图 6：预告扭亏样本预告日后相对收益



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：预告扭亏样本预告日后净值走势



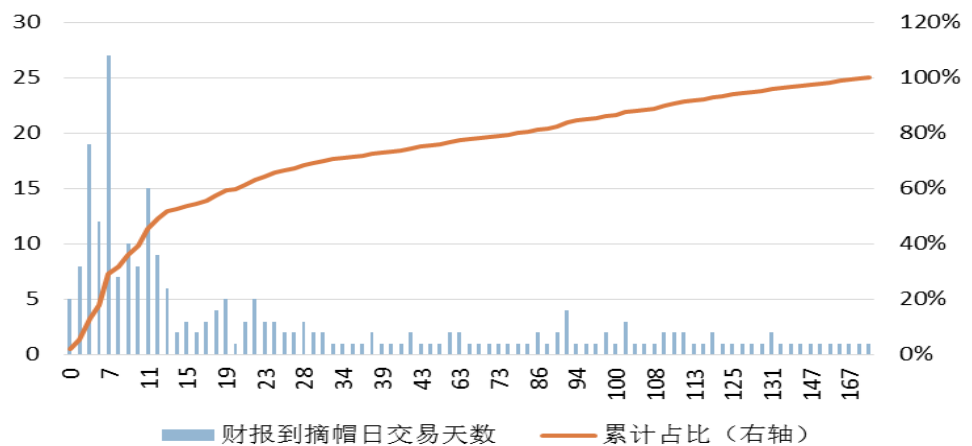
资料来源：wind，天风证券研究所

可以看到，扭亏的样本在预告后的 60 个交易日内，相对中证 500 指数具有稳定且逐渐上升的超额收益，两个月左右的时间平均超额 10%，且样本净值也逐渐上升，在第 55 个交易日附近达到高点。

### 卖出时点的选择

如前文所述，摘帽后超额收益回撤，故应选择在摘帽后及时卖出。对于财务原因被实施风险警示的样本，当其财务状况符合监管要求后，即可以申请摘帽。但是，由于不能预知年报预告扭亏样本能否摘帽成功，我们首先观察过去摘帽成功样本其年报发布日与摘帽日之间的间隔：

图 8：财报到摘帽日交易天数



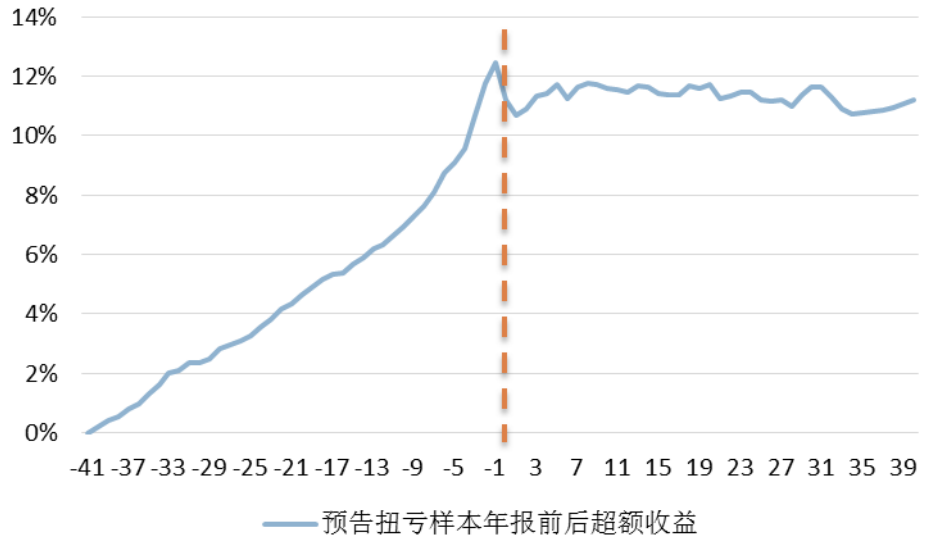
资料来源：wind，天风证券研究所

观察 2009 年以来的摘帽样本，50%的样本在发布财报后 13 个交易日内摘帽，80%的样本在发布财报后 85 个交易日内摘帽。

这里以年报披露日作为基准日，观察预告扭亏的样本在年报披露日前后的超额收益：



图 9：预告扭亏样本年报前后超额收益



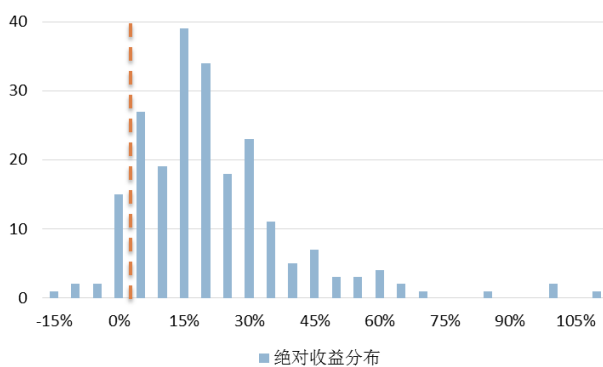
资料来源：wind，天风证券研究所

发布业绩预告扭亏的样本，在年报前 2 个月左右的时间内，平均具有较为稳定且逐渐上升的超额收益，而年报公布后的第一个交易日往往会高开，其后样本的平均收益有所回撤。为避免过长的持仓时间和无谓的等待，我们选择在年报披露日和摘帽日中较早的时点卖出。

### 样本持仓期收益分析

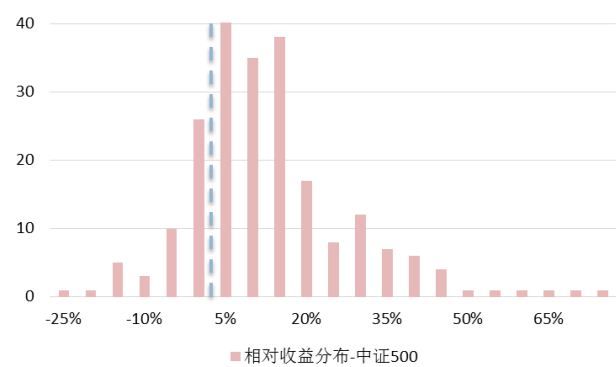
对于三季报后发布年度扭亏的业绩预告，分析实际可交易的 220 个样本，预告日开盘价买入，年报日开盘价卖出，观察样本的绝对收益分布；同时，为避免其他因素对收益的影响，我们分别相对中证 500 指数、中信一级行业 and 市值相近的 50 只股票构建的组合计算了样本的超额收益。

图 10：样本持仓期绝对收益分布



资料来源：wind，天风证券研究所

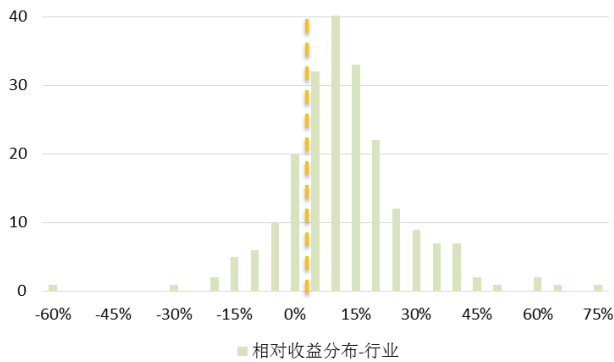
图 11：样本持仓期超额收益分布-相对中证 500 指数



资料来源：wind，天风证券研究所

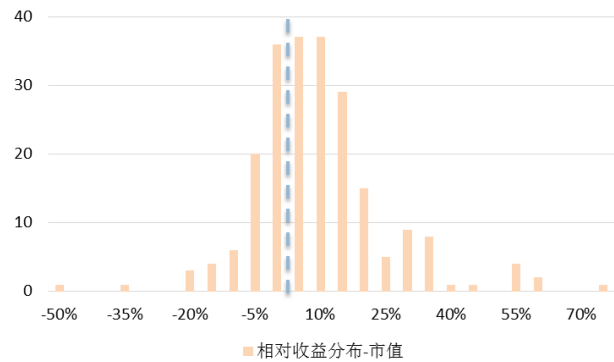
图 10 显示，在持仓期内，样本在持仓期内平均收益 19.06%，胜率 90.91%，盈亏比为 4.53。

图 12：样本持仓期超额收益分布-相对中信一级行业



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：样本持仓期超额收益分布-相对相近市值组合



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11, 12, 13 显示，相对中证 500 指数，样本在持仓期内平均超额 10.50%，胜率 79.09%，盈亏比为 2.30；相对中信一级行业，样本在持仓期内平均超额 10.03%，胜率达到 79.45%，盈亏比为 1.6；相对相近市值组合，样本在持仓期内平均超额 7.06%，胜率达到 67.73%，盈亏比为 1.91。

表 4：参与交易样本在持仓期内的表现

	绝对收益	相对收益-中证 500	相对收益-行业	相对收益-市值
平均盈利	19.06%	10.50%	10.03%	7.06%
胜率	90.91%	79.09%	79.45%	67.73%
盈亏比	4.53	2.30	1.66	1.91

资料来源：wind，天风证券研究所

综合来看，样本在持仓期内具有较高的平均盈利，相对中证 500 指数、同行业以及相近市值组合，均有较高的胜率和 2 左右的盈亏比，且样本在持仓期内的盈利分布具有明显的右偏的现象。

## 策略回测表现

### 关于买点的思考

上市公司在发布三季报的同时可能对年度业绩进行预告，也存在上市公司对年度业绩预告后进行一次或多次的修正。如股票 ST 光学（现名：凤凰光学）：

图 14：对年度业绩两次预告的案例



资料来源：wind，天风证券研究所

公司在三季报同期发布了对年度业绩的扭亏预告，但此时买入会导致较长的持仓时间和较大的资金成本，也可以等到公司二次发布预告的时候买入，此时的业绩预告传达的信息确定性更强，且有效避免了过长的持仓时间。

但是，三季报同期发布的预告是否是上市公司对于年报业绩的唯一预告呢？我们分年度统计了各期扭亏样本中仅来自三季报同期发布的扭亏预告的样本数量：

表 5：三季报同期预告效用统计

年度	ST 样本	扭亏样本	扭亏预告仅来自三季报	占比
2009	90	35	11	31.43%
2010	103	61	7	11.48%
2011	89	33	3	9.09%
2012	65	40	8	20.00%
2013	37	27	4	14.81%
2014	36	28	13	46.43%
2015	39	34	11	32.35%
合计	459	258	57	22.09%

资料来源：wind，天风证券研究所

表 4 显示，扭亏预告仅来自三季报的样本占比 20%左右，对整体样本数量影响不大。

为进一步探究，我们对两种不同的买点进行比较，一种是三季报及三季报后首次预告扭亏后买入；另一种是三季报后（不包含三季报）首次预告扭亏后买入。

我们在 2010 年至今对两种买点的策略进行回测比较，基准由中证 500 指数按策略可交易仓位调整后的净值计算，即：

$$\text{基准指数当日涨跌幅} = \text{中证 500 指数当日涨跌幅} \times \text{策略组合当日持仓中未停牌股票仓位}$$

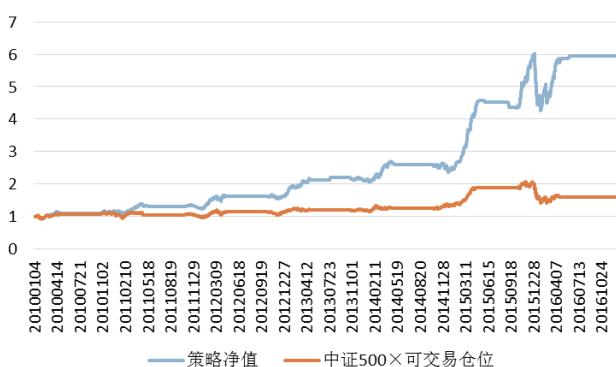
## 参数设置

1. 回测期间：2010 至今；
2. 买点：年报预告扭亏的 ST 股票，以预告日开盘价买入，若当天停牌或开盘涨跌停，则顺延至可交易时点买入；
3. 卖点：年报实际披露日或摘帽日中较早的一天，以当天开盘价卖出，若标的当日停牌或开盘涨跌停，则持有至可交易日卖出；
4. 交易成本：双边 0.3%；
5. 在实际投资中，对于事件驱动策略，投资者一般不会全仓买入 1 只或几只股票；同时，监管也对机构客户的单只股票持股比例有所限制，为贴近实际操作，设置单只股票持有权重上限为 10%，有股票调入或调出则对组合进行等权再平衡处理。

## 策略表现

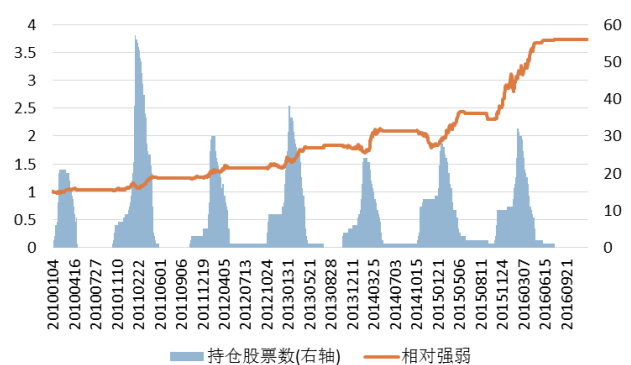
首先考虑包含三季报同期发布的预告的所有预告进行样本筛选，策略在全回测期内进行回测，结果如下：

图 15：策略净值表现-包含三季报同期预告 1



资料来源：wind，天风证券研究所

图 16：策略相对强弱-包含三季报同期预告 2



资料来源：wind，天风证券研究所

策略在 2010 年至 2016 年中取得了年化 29.06%的收益，年化超额基准 22.12%，相对最大回撤为 17.11%，收益回撤比为 1.29。

表 6：策略分年度回测结果-包含三季报同期预告

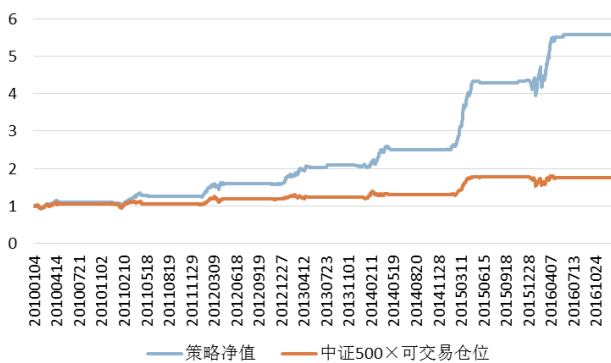
年度	组合收益率	基准收益率	超额收益率	相对最大回撤	收益回撤比
2010	12.69%	6.14%	6.55%	-3.79%	1.73
2011	10.19%	-7.15%	17.34%	-8.33%	2.08
2012	31.09%	16.59%	14.50%	-5.37%	2.70
2013	29.87%	4.32%	25.56%	-5.39%	4.74
2014	13.98%	11.09%	2.89%	-17.11%	0.17
2015	145.00%	47.94%	97.05%	-5.64%	17.20
2016	4.28%	-12.72%	17.00%	-8.94%	1.90
全回测期	29.06%	6.94%	22.12%	-17.11%	1.29

资料来源：wind，天风证券研究所

我们看到，策略在全回测期内取得了 20% 以上的年化超额收益，但是由于 2014 年出现了 17% 以上的相对回撤，导致收益回撤比较低，仅为 1.29。

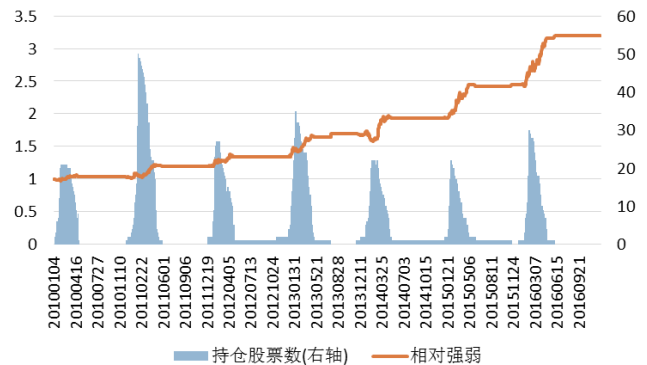
接下来剔除三季报同期发布的预告进行样本筛选，回测结果如下：

图 17：策略净值表现-剔除三季报同期预告 1



资料来源：wind，天风证券研究所

图 18：策略相对强弱-剔除三季报同期预告 2



资料来源：wind，天风证券研究所

策略在 2010 年至 2016 年中取得了年化 27.84% 的收益，年化超额基准 19.56%，相对最大回撤为 10.37%，收益回撤比为 1.89。

表 7：策略分年度回测结果-剔除三季报同期发布的预告

年度	策略收益	基准收益	超额收益	相对最大回撤	收益回撤比
2010	6.24%	5.34%	0.90%	-4.99%	0.18
2011	16.73%	-1.23%	17.96%	-6.31%	2.85
2012	27.67%	14.74%	12.94%	-3.70%	3.49
2013	30.20%	3.08%	27.12%	-5.09%	5.33
2014	20.60%	5.40%	15.21%	-10.37%	1.47
2015	73.37%	36.92%	36.44%	-4.17%	8.74
2016	28.76%	-0.87%	29.62%	-5.17%	5.73
全回测期	27.84%	8.28%	19.56%	-10.37%	1.89

资料来源：wind，天风证券研究所

可以看到，剔除三季报同期的年度预告，策略的年化超额收益虽然有所下降，但是由于较大程度的控制了相对回撤，使得收益回撤比有了明显的提升。

结合表 4 的统计结果，三季报同期发布的预告对我们筛选样本的影响较为有限，另外考虑到，若参考三季报同期发布的预告，则需在三季报发布日买入，持有到年报，持仓时间过长，不确定性加大，资金成本也较高。综合比较，我们更为推荐剔除三季报同期发布的年报预告进行样本筛选的策略。

表 8：分报告期样本在持仓期内的表现

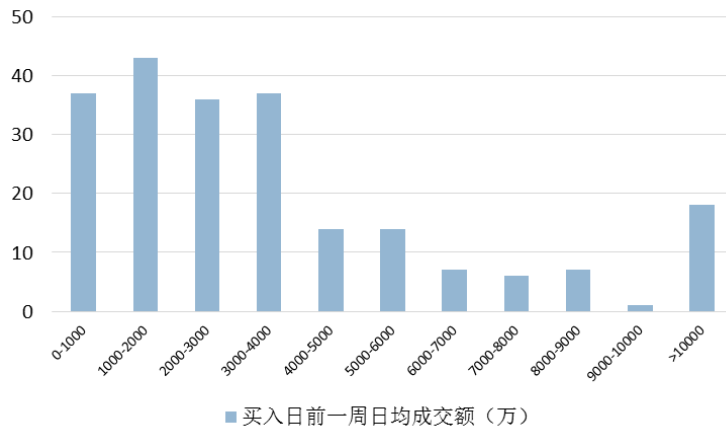
报告期	样本数量	平均超额收益	胜率	盈亏比	平均持仓时间	持仓时间中位数
2009 年报	24	4.40%	70.83%	1.22	44.42	50
2010 年报	54	7.60%	72.22%	2.83	41.67	41
2011 年报	30	10.15%	80.00%	2.19	50.23	37.5
2012 年报	36	12.63%	75.00%	3.59	42.14	44.5
2013 年报	24	12.30%	83.33%	2.27	53.92	43
2014 年报	21	12.60%	80.95%	1.4	45.67	36
2015 年报	31	15.32%	96.77%	1.16	38.65	37
全回测期	220	10.50%	79.09%	2.3	44.5	42

资料来源：wind，天风证券研究所

回测期涉及到的 7 个报告期的样本,其在持仓期内相对中证 500 指数有 10.50%的超额收益,胜率维持在 80%左右,平均持仓时间为 2 个月。

另外,我们对策略的资金容量进行了测算。对于参与交易样本,观察买入前一周日均成交额的分布:

图 19：买入前一周日均成交额分布



资料来源：wind，天风证券研究所

买入前一周,单个样本日均成交额的均值为 4186 万元,中位数为 2693 万元。

## 敏感性分析

对于剔除三季报同期预告的策略,我们对买入卖出时点进行敏感性分析。对于买点,分别设置为预告日、预告日后 5 天、预告日后 10 天和预告日后 20 天;对于卖点,分别设置年报预计披露日期前 10 天、年报披露日、年报披露日后 10 天和年报披露日后 20 天;设置单只股票权重上限为 10%,观测策略回测得到的年化超额收益:

图 20：敏感性分析

买点 \ 卖点	卖点			
	年报前10天	年报日	年报后10天	年报后20天
预告日	12.23%	19.56%	16.27%	16.64%
预告后5天	11.52%	18.68%	15.45%	15.93%
预告后10天	9.90%	16.39%	13.26%	13.70%
预告后20天	9.96%	15.96%	13.21%	13.60%

资料来源：wind，天风证券研究所

通过对买入时点和卖出时点的敏感性分析,可以看到,选择在预告日买入、年报发布日卖出可以获得最大的年化超额收益。

## 小结

1. 被实施 ST 的股票往往存在较为严重的财务问题或其他异常状况，股票风险较大；但是，当上市公司上述异常状况消除后，公司应当在董事会审议通过年度报告后及时向交易所报告并披露年度报告，同时可以申请撤销对其股票实施的退市风险警示，即“摘帽”。ST 股票摘帽是一个利好事件，我们试图在其中挖掘超额收益。由于上市公司需定期披露财务报告和业绩预告，所以对财务原因被实施风险警示的股票的摘帽进行预测具有较好的操作性，本报告主要研究对财务原因被实施风险警示的股票的预测和潜伏。
2. 统计结果显示，摘帽事件的盈利性主要集中在摘帽前，摘帽后样本呈现较大幅度的负的相对收益。所以，对可能进行摘帽的股票进行预测和潜伏是 ST 摘帽事件策略的关键。
3. 根据年报预告类型是否扭亏，进而潜伏摘帽事件，统计显示预测的成功率多半在 80% 以上，且命中率平均也在 80% 左右的水平，可以较大程度的捕捉事件效应。扭亏的样本在预告后的 60 个交易日内，相对中证 500 指数具有稳定且逐渐上升的超额收益；在年报前 2 个月左右的时间内，平均亦具有较为稳定且逐渐上升的超额收益。
4. 在扭亏预告日开盘价买入，年报发布后日开盘价卖出，样本在持仓期内相对中证 500 指数平均超额 10.50%，胜率 79.09%，盈亏比为 2.30；相对中信一级行业平均超额 10.03%，胜率达到 79.45%，盈亏比为 1.6；相对市值相近的 50 只股票构建的组合平均超额 7.06%，胜率达到 67.73%，盈亏比为 1.91。
5. 剔除三季报同期发布的预告进行样本筛选，回测结果显示，策略在 2010 年至 2016 年中取得了年化 27.84% 的收益，年化超额基准 19.56%，相对最大回撤为 10.37%，收益回撤比为 1.89。
6. 通过对买入时点和卖出时点的敏感性分析，可以看到，选择在预告日买入、年报发布日卖出可以获得最大的年化超额收益。

## 风险提示

模型基于历史数据，存在失效的风险。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com