



如何在个股风险警示摘除进程中寻求投资机会

摘帽ST公司机会梳理

年报季即将进入最后一个月的收尾，去年四季度至今已有 19 支股票实现摘帽，ST 板块经历过几轮炒作过后，我们梳理了 8 支股票，根据策略历史回测测算，或还有 3%-8% 的空间。

- **风险警示股票是中国资本市场的独有产物，因为其多方面的独特性，炒作热情从未匮乏。**1) **戴帽戴星股票是性价比较高的壳资源标的。**被实施风险警示的股票，长期利微导致股票价格较低，另外相比于正常状态的股票，戴帽戴星公司对收购的议价能力较弱，借壳成本较低；2) **市场风险偏好抬升阶段，低价股、绩差股、垃圾股受到资金青睐。**在过去几轮的牛市行情中，都存在着垃圾股阶段性受市场的追捧的现象。当市场整体风险偏好提升，由于市场退市率低、股价低、空间上限较高等原因，低价股、绩差股、垃圾股受到资金青睐；3) **存在摘帽摘星预期。**被实施实施风险警示的公司在信息披露、交易限制等多方面，具有诸多劣势，另外，考虑到社会舆论、企业形象等因素，上市公司通常会采取手段，尽快摘帽摘星。在这一利好消息预期的作用下，每年年报公布期前后，戴帽戴星公司都存在一定的行情。
- **利用沪深交易所业绩预告披露制度构建投资策略。**目前沪深交易所对业绩扭亏的所有 A 股上市企业强制要求披露业绩预告。而上市企业被戴帽戴星的最主要原因是生产经营出现问题，利润为负。扭亏无疑将带来强烈的摘帽摘星预期，属于重大利好消息。我们选择首次扭亏业绩预告公布日后一个交易日买入该 ST 或 *ST 股票，持有至年报公布后一个月，策略每年交易集中在上一年度 4 季度至该年一季度，持有期在 1-8 个月不等，视具体股票公告日决定。每年持有的股票数量平均为 45 支，权重设置采用等权重方式。
- **策略回测结果显示平均超额收益为 21.33%，胜率 72.06%。**2006-2017 年回测结果显示该策略在 2006 年超额收益（以沪深 300 为基准）最高为 93.26%，这两年表现一般，今年至今策略的超额收益为 38.34%，2008 年以来最佳。具体的，*ST 股票 (22.45%) 的历史表现略优于 ST 股票 (18.81%)；该级风险警示的持续时长在 1 年以内的股票表现优于持续时间更长的；由 ST 状态进入 *ST 状态的股票表现好于其他变动情况。经过挑选，目前该策略有 8 支股票平均超额收益为 12.26%。用历史数据测算盈利空间在 3%-8% 左右。
- **风险提示：**摘帽摘星潜在个股摘帽摘星推进程度不达预期；潜在个股一季报业绩变脸

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：市场策略

徐沛东

(8621)20328702

peidong.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001



目录

1、ST 制度简介	4
1.1、 戴帽戴星与摘帽摘星规则	4
1.2、 摘帽摘星的方式.....	4
2、ST 股票摘帽摘星投资策略介绍	8
2.1、 ST 股票一直备受市场关注	8
2.2、 风险警示股票好转预期投资策略	8
3、策略的回测	10
3.1、 平均超额收益 21.33%	10
4、原始策略的完善	13
4.1、回测结果提供的改善方式.....	13
4.2、其他改善方式.....	13
2019 年度该策略的情况以及剩余空间 (2018FY)	16
风险提示	17



图表目录

图表 1. 特别处理标识分类及其含义	4
图表 2. 风险警示板与退市整理板区别	4
图表 3. 戴帽戴星和摘帽摘星集中在 4 月份	5
图表 4. 历年戴帽戴星和摘帽摘星情况	5
图表 5. 2018 年 11 月份上市规则修订稿中关于退市风险警示的实施与撤销的表述	6
图表 6. 2018 年 11 月份上市规则修订稿中关于其他风险警示的实施与撤销的表述	6
图表 7. 2018 年至今摘星不摘帽情况	7
图表 8. 业绩预告、快报与业绩修正预告发布规则	9
图表 9. 策略回测情况面板数据	10
图表 10. 2017 年该策略的胜率为 65.22%	11
图表 11. *ST 股票超额收益率高于 ST 股票	11
图表 12. *ST 状态持续一年以内的股票超额收益为 21.64%	11
图表 13. *ST 状态持续一年以内的股票超额收益较稳定	11
图表 14. 上级状态为 ST 的 *ST 股票超额收益 34.25%	12
图表 15. 正常状态转至 *ST 的股票 2015 年超额收益 66.16%	12
图表 16. 策略的行业特征结果展示	12
图表 17. 优化策略提高收益 1.08 个百分点	13
图表 18. 2006 年至今共有 9 家公司业绩变脸	13
图表 19. 止盈策略提高这 9 支股票的收益率近 2 个百分点	14
图表 20. 近半数股票于最优卖出时点存在差距	14
图表 21. 信息比率呈下降态势	15
图表 22. 2019 年 37 支股票的平均超额收益为 38.34	16
图表 23. 剩余空间 3-8 左右	16

1、ST 制度简介

ST 是英文 Special Treatment 的缩写，意为“特别处理”。ST 制度针对的对象是出现财务状况或其他状况异常的上市公司，在异常的时间段内这些上市公司的股票交易会实行特别处理，其股票交易涨跌幅限制从 10% 降低至 5%，股票名称改为原股票名前加“ST”或“*ST”等特别处理标识，并强制定期向投资者发布风险警示公告，内容根据施行风险警示的不同原因而有所不同。上海证券交易所设立风险警示板，沪市被实行风险警示或进入退市整理期的股票移入该板交易。（退市整理期是交易所对上市公司作出终止上市决定后至摘牌前的为期 30 个交易日的整理阶段）。深圳证券交易所没有特别设立风险警示板，实施风险警示的深主板和中小板股票在原板交易。创业板没有 ST 制度，当触及终止上市条件后，公司会直接进入退市整理板交易。沪深证券交易所自 1998 年 4 月 22 日宣布开始实行特别处理制度，同年 4 月 28 日，“辽物资 A”由于连续两个会计年度的净利润均为负值，被实行风险警示，股票简称更名为“ST 辽物资”，A 股历史上第一支 ST 股票由此诞生。

图表 1. 特别处理标识分类及其含义

标号	含义
*ST	退市风险警示
ST	其他风险警示
S*ST	未完成股改&退市风险警示
SST	未完成股改&其他风险警示
S	未完成股改

资料来源：沪深交易所，中银国际证券

图表 2. 风险警示板与退市整理板区别

	交易所	成分
风险警示板	上海证券交易所	沪市风险警示股票&退市整理期股票
退市整理板	深圳证券交易所	深市退市整理期股票

资料来源：沪深交易所，中银国际证券

1.1、戴帽戴星与摘帽摘星规则

市场对“戴帽戴星”以及“摘帽摘星”的理解存在谬误。1998 年至今，沪深交易所针对股票上市规则分别做过 12 次和 11 次修订。与广为流传的“两年亏损 ST、三年亏损 *ST”的股谚中描述的规则不同，根据最新的 2018 年 11 月修订版，净利润两年为负就要被实行退市风险警示，如果在第三年仍不能扭亏将被做暂停上市的处理。另外戴帽戴星的判断因素涵盖广泛，除了利润因素，净资产、营业收入、财报审计意见、是否按规定按时出具财报以及公司重整、和解、破产清算或存在重大违法行为等都会作为是否实施退市风险警示的考量条件。而生产经营受到持续严重影响，关联方资金占用或担保数额巨大等其他情况，公司会被实施其他风险警示。最新修订版对戴星和戴帽的规则做了一定修改，将近一年净资产为负或近一年年报被出具无法表示意见或者否定意见的上市公司由戴帽范畴转至戴星，体现了沪深交易所对风险警示的严控。

1.2、摘帽摘星的方式

企业因为持续亏损而产生的多种经营风险，是被戴帽戴星的最常见情形，针对这一情况，上市公司对内对外有多种方式达到解除风险警示、保壳的目的：

(1) 自身经营改善，实现盈利。这一方式通常发生在周期性行业中，当企业处在周期的下行期时，行业整体面临着规模的缩水，利润率下滑等困境，但当拐点来临时，行业整体经营状况都产生好转，企业盈利改善，最终摘星摘帽；

(2) **盈余管理、确认一些非经常性收入。**有时，企业本身的利润率难以正常改善，但又处在摘帽摘星的时间当口，难以避免的，需要采用一些非常规手段，诸如：债务重组、不良资产剥离、出售投资性资产以及突增补贴款等。有些企业在被实施风险警示的第一年，先保留一些利润，等到第二年在一起释放，造成第一年巨亏，第二年扭亏的情形，也是保壳的常用手段；

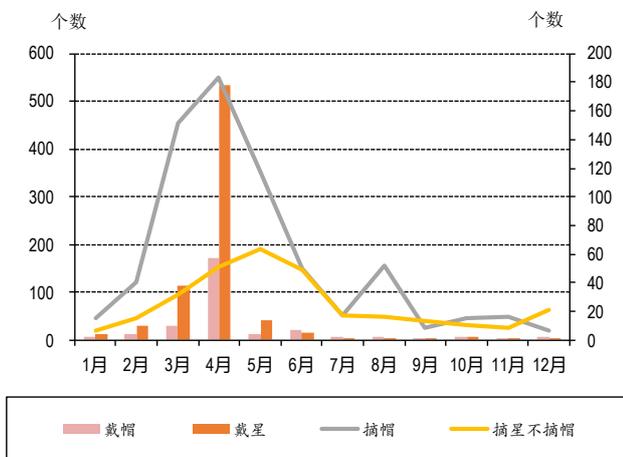
(3) **重大资产重组。**这一情况通常发生在集团公司，或借壳上市等情况下。上市公司引入集团或外部的利润体量较大的优质资产。

在被实施风险警示的原因消除后，公司向交易所申请撤销风险警示，上交所和深交所分别需要5个和10个工作日做出审核意见。具体的，如果上市公司因为净利润、净资产、收入规模等原因被实施退市风险警示，需要最近一个会计年度审计结果表明情况消除，并在董事会审议通过年度报告后申请撤销风险警示。

值得一提的，上市公司当被实施退市风险警示的事项消除后，会被实施摘星，但在经营上依旧存在风险的，将摘星不摘帽。之前市场普遍认为：如果因为资产甩卖，盈余管理等方式导致净利润扭亏但扣非依旧为负的上市公司会被摘星不摘帽，但根据18年至今的24起摘星不摘帽案例看，大部分扣非为负，也有个别公司微利，但业务转型，持续能力未知。还有公司则存在重大不确定风险事项，例如并购重组被立案调查，后续存在重大不确定性，投资者难以判断公司前景。

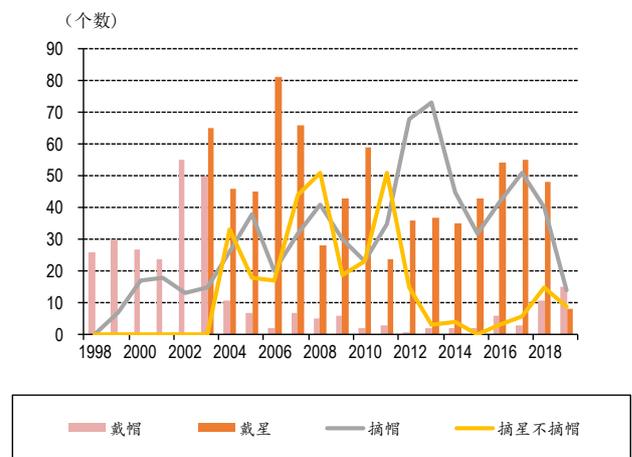
年内戴帽戴星、摘帽摘星集中在4月份前后。从历史数据看每年四月份是戴帽戴星集中的月份，摘帽集中在3、4月份，摘星不摘帽集中在4-5月份。2004年之后，每年的戴帽数量锐减，戴星数量相比增多，2012年和2013年曾经摘帽潮，摘帽个数分别为68、73。今年年初至今14支摘帽，9支摘星不摘帽。

图表 3. 戴帽戴星和摘帽摘星集中在 4 月份



资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 历年戴帽戴星和摘帽摘星情况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 5. 2018 年 11 月份上市规则修订稿中关于退市风险警示的实施与撤销的表述

戴帽原因	撤销条件
(1) 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	上市公司最近一个会计年度审计结果表明，以上情形已消除
(2) 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	
(3) 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	
(4) 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	
(5) 财务会计报告存在重大会计差错或者虚假记载，被中国证监会责令改正但未在规定期限内改正，且公司股票已停牌两个月	被实施退市风险警示后两个月内上述情形消除的，公司可以
(6) 未在法定期限内披露年度报告或者中期报告，且公司股票已停牌两个月	向本所申请撤销对其股票实施的退市风险警示
(7) 法院依法受理公司重整、和解或者破产清算申请	重整计划执行完毕； 和解协议执行完毕； 法院驳回破产申请； 法院作出中介破产程序的裁定
(8) 因股权分布不具备上市条件	在 6 个月内完成解决股权分布问题的方案且其股权分布具备上市条件的，可以向本所申请撤销对其股票实施的退市风险警示
(9) 因欺诈发行、重大信息披露违法或者其他涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的重大违法行为，本所对其股票作出实施重大违法强制退市决定的；	在股票暂停上市之前，作为上市公司重大违法强制退市认定依据的行政处罚决定、司法判决被撤销、确认无效或被依法变更的。上市公司可以申请撤销重大违法退市决定。
(10) 公司可能被依法强制解散	上述情形消除
(11) 本所认定的其他情形	

资料来源：沪深交易所官网，中银国际证券

图表 6. 2018 年 11 月份上市规则修订稿中关于其他风险警示的实施与撤销的表述

戴帽原因	撤销条件
(一) 被暂停上市的公司股票恢复上市后或者被终止上市的公司股票重新上市后，公司尚未发布首份年度报告；	公司已披露恢复上市或者重新上市后的首份年度报告的
(二) 生产经营活动受到严重影响且预计在 3 个月内不能恢复正常；	
(三) 主要银行账号被冻结；	被实施其他风险警示的情形已消除，可申请摘帽
(四) 董事会会议无法正常召开并形成决议；	
(五) 中国证监会或本所认定的其他情形	
(六) 公司被控股股东及其关联方非经营性占用资金或违反规定决策程序对外提供担保，情形严重的	会计师事务所出具的专项审核报告和独立董事发表的独立意见显示资金占用事项已消除的，或者公司董事会决议说明违规担保事项已解除或相应审议程序已追认

资料来源：沪深交易所官网，中银国际证券

图表 7.2018 年至今摘星不摘帽情况

股票代码	名称 (变更前)	名称 (变更后)	公告时间	备注
601798	*ST 蓝科	ST 蓝科	2019-04-23	公司在信息披露方面存在违规行为, 扣非为负
600807	*ST 天业	ST 天业	2019-04-20	公司股份、账户被冻结, 涉嫌违法违规, 扣非为负
000737	*ST 南风	ST 南风	2019-04-17	扣非为负
600870	*ST 厦华	ST 厦华	2019-04-05	扣非为负
600399	*ST 抚钢	ST 抚钢	2019-04-04	公司在信息披露方面存在违规行为, 扣非为负
600539	*ST 狮头	ST 狮头	2019-04-04	曾被多次实施风险警示, 扣非为正
600321	*ST 正源	ST 正源	2019-03-29	公司在信息披露方面存在违规行为, 扣非为正
600193	*ST 创兴	ST 创兴	2019-03-27	收入存在不确定性, 扣非为正
600408	*ST 安泰	ST 安泰	2019-03-27	持续经营能力存疑, 扣非为正
000972	*ST 中基	ST 中基	2018-11-01	扣非为负
002207	*ST 准油	ST 准油	2018-09-10	经营能力存疑, 扣非为正
000953	*ST 河化	ST 河化	2018-06-08	扣非为负
600149	*ST 坊展	ST 坊展	2018-05-09	扣非为负
600228	*ST 昌九	ST 昌九	2018-05-09	扣非为负
600654	*ST 中安	ST 中安	2018-05-09	扣非为负
600747	*ST 大控	ST 大控	2018-05-09	扣非为负
600275	*ST 昌鱼	ST 昌鱼	2018-05-08	扣非为负
600817	*ST 宏盛	ST 宏盛	2018-05-08	扣非为负
600767	*ST 运盛	ST 运盛	2018-04-11	扣非为负
601558	*ST 锐电	ST 锐电	2018-04-11	扣非为负
600608	*ST 沪科	ST 沪科	2018-04-03	扣非为负
600877	*ST 嘉陵	ST 嘉陵	2018-04-02	扣非为负
600733	S*ST 前锋	SST 前锋	2018-02-14	扣非为负
600696	*ST 匹凸	ST 匹凸	2018-02-08	持续经营能力存疑, 扣非为正

资料来源: 万得, 中银国际证券

2、ST 股票摘帽摘星投资策略介绍

2.1、 ST 股票一直备受市场关注

风险警示股票是中国资本市场的独有产物，因为其多方面的独特性，炒作热情从未匮乏。

(1) **戴帽戴星股票是性价比较高的壳资源标的。**被实施风险警示的股票，通常在经营方面有一些问题，长期利微导致股票价格较低，另外相比于正常状态的股票，戴帽戴星公司对收购的议价能力较弱。因此，借壳成本较低。2015 年、2016 年是近几年，借壳概念最火爆的年份，因为监管层对 IPO 发审的严控，IPO 申请企业形成了积压严重的“堰塞湖”，2016 年的上市企业，IPO 排队平均时长达到 753 天，将近两年。2018 年 2 月，证监会发布通知规定企业在 IPO 被否决后至少应运行 3 年才可筹划重组上市，同年 10 月，证监会再发通知，考虑到 IPO 被否原因多种多样，在对被否原因进行整改后，不乏公司治理规范、盈利能力良好的企业，其利用资本市场发展壮大的呼声非常强烈。为回应市场需求，推动上市公司质量提升，将 IPO 被否企业筹划重组上市的间隔期从 3 年缩短为 6 个月。短期被熄灭的借壳预期，又再度引燃。

(2) **市场风险偏好抬升阶段，低价股、绩差股、垃圾股受到资金青睐。**在过去几轮的牛市行情中，都存在着垃圾股阶段性受市场的追捧的现象。当市场整体风险偏好提升，由于市场退市率低、股价低、空间上限较高等原因，低价股、绩差股、垃圾股受到资金青睐。行为金融学中的前景理论或可以更好的解释这一现象，非理性的投资者对小概率大盈利事件会有较高的风险溢价，期权的隐含波动率微笑和这一现象有所相似。另外，在市场风险偏好抬升阶段，游资相对活跃，垃圾股具有进货成本低，没有长庄把守等优势，也往往会被游资当作炒作的对象。

(3) **存在摘帽摘星预期。**被实施实施风险警示的公司在信息披露、交易限制等多方面，具有诸多劣势。另外，社会舆论、企业形象等因素，也导致上市公司通常会采取手段，尽快摘帽摘星。在这一利好消息预期的作用下，每年年报公布期前后，戴帽戴星公司都存在一定的行情。

2.2、 风险警示股票好转预期投资策略

本策略的投资逻辑，选择了上小节所述的第三条，即投资风险警示股票的摘星摘帽预期。

买入标的：具有摘帽摘星预期的股票，我们判断每年度末发布业绩扭亏公告的公司，通常具有该预期。

买入时点的选择：我们认为股票摘帽摘星的广泛预期，形成于年度扭亏业绩预告发布日前后，选择公告后一个交易日买入。

卖出时点的选择：对于事件驱动型策略，常考虑的卖出时点是利好释放后或事件公告后。但我们的策略具有特殊性，存在两个利好释放节点，一是，正式年报公布；二是摘帽摘星申请得到批准。在这期间，股价会受到前次利好释放和后次利好酝酿的多重影响，股价的波动趋势难以把握，综合考虑后，我们选择年报公布一个月后最近的一个交易日卖出。

图表 8.业绩预告、快报与业绩修正预告发布规则

板块	业绩预告		业绩快报		发布业绩修正公告的情况
	强制性	必须强制披露的情况	强制性	必须披露的情况	
上交所	有条件	年报须披露的情况： 1、可能出现亏损； 2、扭亏为盈； 3、净利润较前一年度增长或下降 50 以上。半年报和季报无要求。	有条件	在定期报告披露前业绩泄露，或因传闻导致公司股票交易异常波动的；	“差异较大”的情况
深交所：主板	有条件	1、净利润为负； 2、扭亏为盈； 3、实现盈利且净利润与上年同期相比上升或者下降 50 以上； 4、期末净资产为负值； 5、年度营业收入低于一千万	有条件	1、在定期报告披露前业绩泄露，或因传闻导致公司股票交易异常波动的； 2、拟发布一季报业绩预告但尚未披露上年年报的上市公司	1、业绩变动方向变化； 2、原业绩预告为区间的，业绩变动超过区间上下限 20； 3、原业绩预告为确数的，业绩变动超过原数值 50 以上； 4、其他重大差异情况。
深交所：中小板	有条件	1、净利润为负； 2、扭亏为盈； 3、实现盈利且净利润与上年同期相比上升或者下降 50 以上	有条件	1、在定期报告披露前业绩泄露，或因传闻导致公司股票交易异常波动的； 2、拟发布一季报业绩预告但尚未披露上年年报的上市公司	1、业绩变动方向变化； 2、业绩变动幅度较大
深交所：创业板	强制披露		有条件	1、年度报告预约披露时间在 3-4 月份的公司，应在 2 月底之前披露快报； 2、在定期报告披露前业绩泄露，或因传闻导致公司股票交易异常波动的；	1、业绩变动方向变化； 2、业绩变动幅度超过 20； 3、预计盈亏性质发生变化； 4、其他重大差异情况

资料来源：沪深交易所，中银国际证券

3、策略的回测

因为本策略的特殊性（每年在年报公布前后集中进行，事前不可获知交易股票的总个数，每只股票的持有时间不等），所以个股的收益和组内的标准差未经年化处理，分组收益选择组内数据的算术平均值计算（即等权重）。年份数字表示，针对该年度的业绩预告和年报消息判断进行买卖。例如2006年，即买入的股票是2006年业绩扭亏存在摘帽摘星预期的，买卖时点在2006年四季度到2007年一季度之间，根据个股具体公告时间而定。市场基准收益选取沪深300。

持有期超额收益：个股持有期收益-沪深300期间收益

3.1、平均超额收益 21.33%

我们对上述构建的策略进行了模拟回测。结果显示，2006年至2017年，本策略一共交易了544支股票，平均每年交易45只股票，2010年交易股票个数最高为70支，2014年最低为27支。分类型看，每年*ST股票是主要持仓类型，2013年之后基本没有满足我们买入条件的ST股票了，考虑的原因可能是，盈余管理开始被更广泛的管理层采用，在被戴帽的第一年，保留利润，第二年进入*ST状态后再释放，实现摘帽。

从盈利情况上看，总体超额收益均值为21.33%。2006年超额收益最高，为93.26%，其中现名ST节能、文投控股、富奥股份、*ST罗顿和神州数码等超额收益近200%。最近两年，超额收益显著缩小，原因可能是价值投资慢慢被广泛的投资者接受并采用，退市制度逐渐完善，当然这两年行情的冷淡也和该策略表现不佳有很大关系，在熊市期，投资者对戴帽戴星股票的投资热情相对较低。从绝对收益上看，本策略，2007年、2009年和2017年未能实现盈利，2007年绝对收益最低，为-18.78%，主要受2007年年末牛熊更迭的影响。分类型看，*ST股票平均超额收益为22.45%，优于ST股票（18.81%）。一方面ST股票样本数较少，另一方面，ST股票被实施风险警示的原因不如*ST集中，业绩扭亏并不能带来较强的摘帽预期。

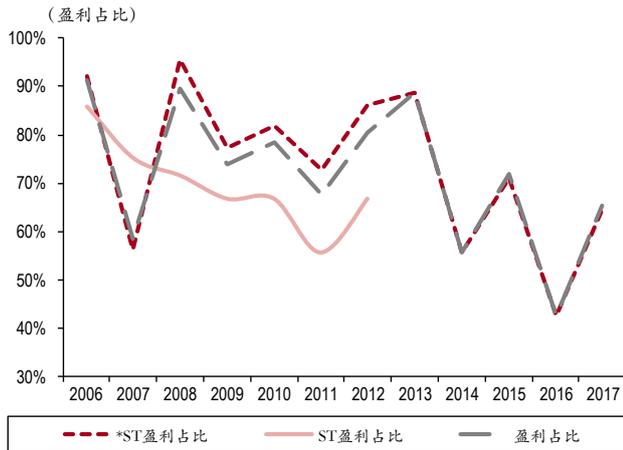
从盈利占比上看，544次买卖中72.06%的交易实现了超额收益，12年中只有2016年一年，胜负比低于1。分类型看，*ST股票实现超额收益的比例为72.53%，优于ST股票（69.23%）。

图表 9.策略回测情况面板数据

	*ST				ST				总体			
	持有期收益均值(%)	持有期净收益均值(%)	个数	实现超额收益比(%)	持有期收益均值(%)	持有期净收益均值(%)	个数	实现超额收益比(%)	持有期收益均值(%)	持有期净收益均值(%)	个数	实现超额收益比(%)
2006	189.83	96.83	51	92.16	151.58	96.83	7	85.71	185.21	93.26	58	91.38
2007	(19.72)	8.21	57	56.14	(12.12)	8.21	8	75.00	(18.78)	9.11	65	58.46
2008	79.11	46.36	22	95.45	75.10	46.36	7	71.43	78.14	42.77	29	89.66
2009	(0.09)	11.82	31	77.42	0.15	11.82	15	66.67	(0.01)	10.93	46	73.91
2010	15.25	14.13	55	81.82	10.21	14.13	15	66.67	14.17	13.37	70	78.57
2011	11.24	7.78	22	72.73	7.20	7.78		55.56	10.07	6.81	31	67.74
2012	28.22	28.88	36	86.11	14.71	28.88	15	66.67	24.25	24.40	51	80.39
2013	23.86	27.79	35	88.57		27.79	0		23.86	27.79	35	88.57
2014	66.16	13.54	27	55.56		13.54	0		66.16	13.54	27	55.56
2015	13.72	14.20	38	71.05	13.96	14.20	1	100.00	13.73	14.08	39	71.79
2016	1.16	(2.09)	47	42.55	(2.09)	(2.09)	0		1.16	(2.09)	47	42.55
2017	(6.02)	1.92	45	64.44	3.36	1.92	1	100.00	(5.82)	2.04	46	65.22
总体		22.45	466	72.53		22.45	78	69.23		21.33	544	72.06

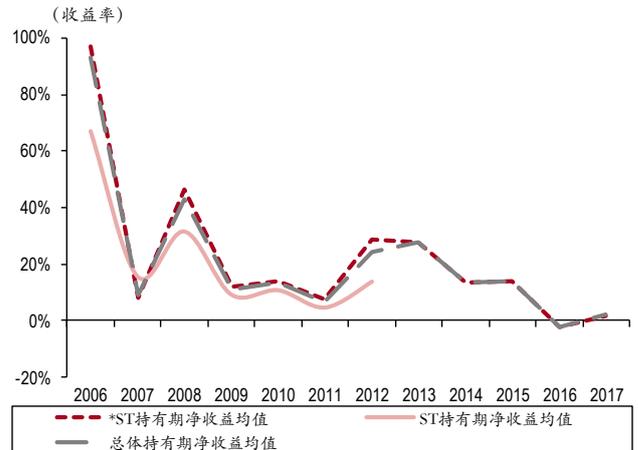
资料来源：国泰安，万得，中银国际证券

图表 10. 2017 年该策略的胜率为 65.22%



资料来源：国泰安，万得，中银国际证券

图表 11. *ST 股票超额收益率高于 ST 股票



资料来源：国泰安，万得，中银国际证券

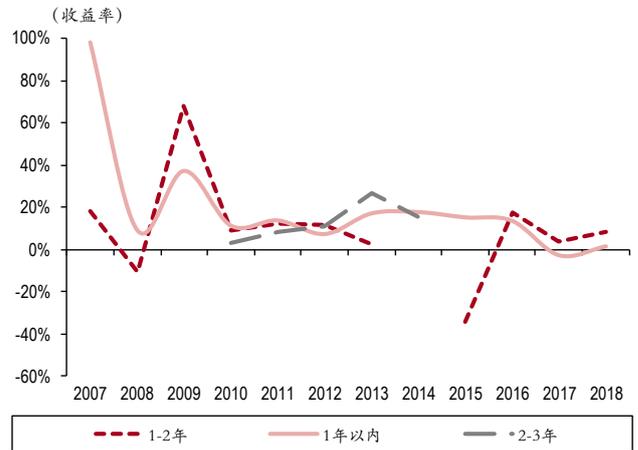
风险警示时长在一年以内的股票收益较高。从风险警示时长看（风险警示时长指，本级风险警示状态截至业绩扭亏预告公布日的持续时间，暂时别除了 3 年以上的情形，因为 2013 年以后就没有超过 3 年的样本数据了），一年以内的样本数最多，超额收益均值也相对较高，为 21.6%。分类型看，*ST 状态一年以内的超额收益较高，而一年以上超额收益会下降 5-6 个百分点，考虑到持续时间较长的*ST 股票，风险会相对较高。时间序列上看，风险警示持续时长在一年以内的股票超额收益比较稳定，基本位于 0%-20% 的空间内，甚至更高。

图表 12. *ST 状态持续一年以内的股票超额收益为 21.64%

	1 年以内		1-2 年		2-3 年	
	超额收益(%)	个数	超额收益(%)	个数	超额收益(%)	个数
*ST	21.64	436	16.15	14	15.22	9
ST	19.83	10	11.83	35	20.14	15
总计	21.60	446	13.07	49	18.30	24

资料来源：国泰安，万得，中银国际证券

图表 13. *ST 状态持续一年以内的股票超额收益较稳定



资料来源：国泰安，万得，中银国际证券

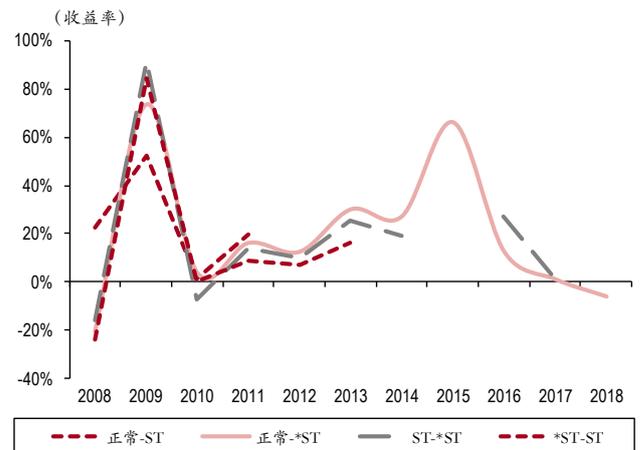
上级状态为 ST 的*ST 股票收益较高。从变动类型上看(由何种状态近入本级风险警示状态)，从正常发行状态进入*ST 的样本数较多，平均超额收益在 19.28%，略低于策略的平均收益。但值得一提的是由正常发行状态进入 ST 的和 ST 状态进入*ST 的有明显较高的超额收益，前者或是因为风险较小，另外多集中于前几年，策略表现较好的年份，且样本数较少。后者或是因为，从企业自身角度，持续的风险警示使得企业对摘星摘帽的愿景更大，也可能由于企业采用了一些盈余管理的手段，摘帽预期较高。

图表 14. 上级状态为 ST 的*ST 股票超额收益 34.25%

变动类型	超额收益(%)	标准差(%)	总数
正常/ST	35.15	48.23	14
正常/*ST	19.28	45.88	355
ST/*ST	34.25	86.99	111
*ST/ST	13.76	29.38	64

资料来源: 国泰安, 万得, 中银国际证券

图表 15. 正常状态转至*ST 的股票 2015 年超额收益 66.16%



资料来源: 国泰安, 万得, 中银国际证券

策略的行业特征可供参考。行业上的特征(根据申万一级行业分类准则划分), 显著性比较差, 但值得一提的是, 有色金属、房地产和传媒样本数分别为 33、38 和 28 个, 超额收益均值分别为 36.04%、32.35% 和 31.14%, 高于总样本。机械设备和农林牧渔, 分别有 35 和 24 个样本, 超额收益分别为 6.64% 和 10.71% 大幅低于总样本均值。考虑行业因素对风险警示股票的影响可能是通过行业的总体估值, 行业所处的商业周期和外部环境等多方面因素所传导, 导致超额收益的行业特征较不显著, 借鉴意义相对较低。

图表 16. 策略的行业特征结果展示

行业	超额收益(%)	标准差(%)	总数
纺织服装	100.12	241.95	9
家用电器	40.10	46.40	4
有色金属	36.04	58.69	33
建筑材料	33.87	43.96	12
计算机	33.30	71.75	16
房地产	32.35	57.71	38
国防军工	32.06	59.59	8
传媒	31.14	44.41	28
建筑装饰	30.64	65.00	18
综合	26.53	64.37	24
公用事业	25.34	42.21	34
汽车	25.15	103.51	19
非银金融	22.10	50.96	10
食品饮料	20.58	24.37	18
商业贸易	20.45	47.23	17
医药生物	19.33	23.59	24
通信	19.32	28.44	13
休闲服务	15.79	28.91	11
化工	15.66	23.51	54
轻工制造	14.12	31.73	17
电气设备	13.65	32.84	19
电子	12.66	25.48	16
农林牧渔	10.71	36.40	24
机械设备	6.64	29.02	35
钢铁	6.53	14.63	7
交通运输	3.74	11.57	9
采掘	2.06	34.02	16

资料来源: 国泰安, 万得, 中银国际证券

4、原始策略的完善

4.1、回测结果提供的改善方式

根据回测结果，*ST 股票的超额收益较高，但对于 ST 股票，如果上级是正常状态，也具有较高的超额收益。另外，风险警示持续时间在一年以内的表现较好。优化结果显示，原始策略提示风险警示持续 3 年以上的超额收益平均值为 21.04%，（2013 年之后，该分类已经没有样本了，对策略现在的情况没有参考意义，同时随着未来退市制度的不断完善，风险警示持续 3 年以上的股票将不具备投资价值）样本个数为 518 个，通过优化，策略可投资个数下降至 435 个，但收益率上升 1.08 个百分点。

图表 17. 优化策略提高收益 1.08 个百分点

	超额收益(%)	标准差(%)	个数
原始策略（剔除风险警示持续三年以上）	21.04	52.37	518
剔除 ST	21.80	54.42	458
加入正常/ST	22.02	54.21	469
保留一年以内的风险警示持续时长	22.12	55.40	435

资料来源：国泰安，万得，中银国际证券

4.2、其他改善方式

4.2.1 公司业绩变脸后止盈

在每年的年报公布期，有些公司在发布业绩预增或扭亏的预告后，经过编制报表时的进一步核算，或出于其他多方面考虑，产生与前次预告较大差异的情况，须再次发布更正公告。通常业绩变脸的公司，短期内股价会产生较大波动。在我们的投资策略中，共有 9 支股票，发生了业绩变脸的情况。其中 5 支股票没有产生超额收益，平均超额收益为 9.51%，按照我们策略构建的逻辑，这些公司因为业绩未被改善，摘帽或摘星预期大大降低，应该从策略中剔除，止盈时间点选择在业绩变脸预告发布日，实施止盈策略后，这 9 支股票的平均超额收益为 11.44%，只有两支股票未获得超额收益。

图表 18. 2006 年至今共有 9 家公司业绩变脸

现名	预告日期	预警类型	现名	预告日期	预警类型
烽火电子	2009/1/15	扭亏	*ST 河化	2013/1/31	扭亏
烽火电子	2009/3/20	不确定	*ST 河化	2013/4/8	续亏
鲁北化工	2009/10/30	扭亏	山东金泰	2013/1/31	扭亏
鲁北化工	2010/4/10	不确定	山东金泰	2013/3/27	续亏
国美通讯	2010/1/30	扭亏	国恒(退市)	2013/10/26	扭亏
国美通讯	2010/3/25	续亏	国恒(退市)	2014/1/29	不确定
国美通讯	2010/4/8	续亏	国恒(退市)	2014/3/14	续亏
康欣新材	2011/7/21	扭亏	退市博元(退市)	2016/1/30	扭亏
康欣新材	2011/11/11	不确定	退市博元(退市)	2016/4/28	续亏
康欣新材	2012/1/31	不确定	五矿资本	2016/10/29	扭亏
康欣新材	2012/2/10	续亏	五矿资本	2017/1/25	略减

资料来源：万得，中银国际证券

图表 19. 止盈策略提高这 9 支股票的收益率近 2 个百分点

代码	现名	原收益(%)	止盈收益(%)
000561.SZ	烽火电子	90.29	51.16
600727.SH	鲁北化工	22.50	34.75
600898.SH	国美通讯	21.99	19.18
600076.SH	康欣新材	(26.92)	11.34
000953.SZ	*ST 河化	(3.96)	1.33
600385.SH	山东金泰	76.00	28.16
000594.SZ	国恒(退市)	(26.85)	1.11
600656.SH	退市博元(退市)	(37.01)	(33.08)
600390.SH	五矿资本	(30.48)	(11.04)
平均值		9.51	11.44

资料来源: 国泰安, 万得, 中银国际证券

4.2.2、卖出时点优化思路

卖出时点的选择上, 存在优化的空间, 回测结果显示, 在原始策略的买入和卖出区间内, 最大涨幅日与原始策略的卖出日之间相隔 1 至 7 天的, 占总体的比例为 22.06%, 如果在最大涨幅日卖出预增超额收益 3.15%。这一部分我们基本实现了区间的最大涨幅, 效果较好, 但是如果与最大涨幅日间隔 7 至 30 天的, 还可增加的超额收益空间为 15.04%, 占总体的比例为 28.86%, 这一部分说明原始策略, 在逻辑上买点的选择是基本正确的, 但是具体地, 是应该在年报公布 1 月后卖出, 还是更短的时间间隔还有待进一步讨论商榷。但值得注意的是将近一半的股票在一个月甚至更长的时间内就已经达到了最高涨幅, 还可增加的超额收益空间为 23.16%。

图表 20. 近半数股票于最优卖出时点存在差距

最大涨幅日距卖出日	个数	占比(%)	预增超额收益(%)
1-7 天	120	22.06	3.15
7-30 天	157	28.86	15.04
30 天以上	267	49.08	23.16
总计	544		16.40

资料来源: 国泰安, 万得, 中银国际证券

在实际中我们发现, 带有摘帽摘星预期的股票, 每日波动非常巨大, 天地板、连续涨停与连续跌停交替不断、停牌、换手率和成交量激增与突减等现象非常常见。所以以戴帽戴星股票为标的的交易策略设置止盈和止损条件非常重要, 从信息比率可以看出原始策略的风险较大(以沪深 300 为基准)。且每年的表现有下降趋势。一定程度上这和我们错过了较优的卖出时点, 导致具体到每支股票的盈利空间与策略逻辑的匹配度差异较大有很大的关系。

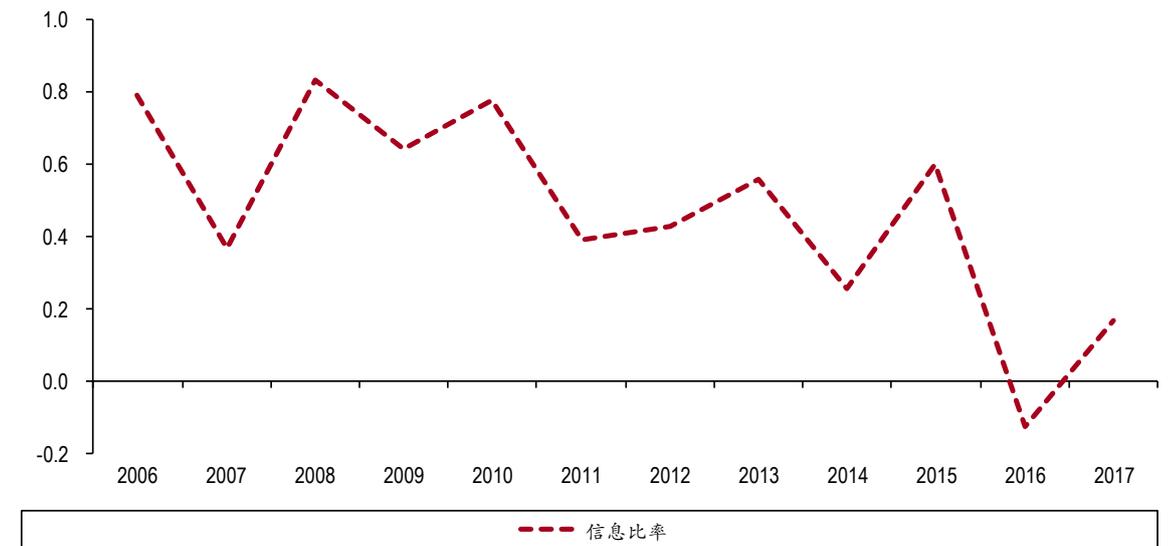
可以参考的止盈止损策略包括:

(1) 用换手率、资金流向, 日内价差等构建止盈信号。如果存在游资或庄家炒作情况的, 通常主力出货会伴随着激增的换手率和交易量, 日内价差扩大等现象。如果此时继续持有, 通常会面临日后大跌或者持续阴跌的困境, 应当及时清算了结。

(2) 开板即卖出, 我们观测发现, 部分戴帽戴星股票在资金和摘帽摘星预期的作用下在年报公布之前会有连板行情, 开板后, 股价有均值回归的态势, 极端行情下, 甚至会连续跌停。而即使股价没有走低, 上行斜率也会明显下降, 所以如果出现连板情况, 在开板后卖出, 及时获利了解, 可以提高资金利用率, 降低资产组合风险。



图表 21. 信息比率呈下降态势



资料来源：国泰安, 万得, 中银国际证券

4.2.3、标的选择和权重优化。

在研究中，存在一些风险警示股票，因为各种原因，在符合买入条件并在买入时点之前就已经在近期被热炒过，这些股票在之后的上涨明显呈现动力不足的情况。原因很可能是，该企业的摘星摘帽预期在当时已经被提前支付，上涨空间不大。另外近期被热炒过的股票，在高位存在套牢盘，上涨过程中时刻面临着解套跑路者的卖空压力。可供参考的完善方法有，添加买入条件，计算最近半年区间内的最大涨幅，剔除涨幅过大的企业。

另外在本策略构建中，选取的是所有业绩预告扭亏的企业，等权重配置。忽略了具体预告中，扭亏幅度的大小，利好程度是不同的，大幅扭亏的企业往往更能受到市场的青睐。参考的完善方式有，将业绩扭亏幅度比例进行分组，给予扭亏较大的组别更大的权重，组内采用等权重的方式。

2019 年度该策略的情况以及剩余空间 (2018FY)

2019 年度，本策略共买入了 37 支 ST 或 *ST 股票，截至 4 月 22 日，超额收益平均值为 38.34%，为该策略 2008 年以来表现最好的一年，大唐电信、*ST 凡谷和中国船舶表现最好，实现超额收益分别为 172.89%、366%、153.26%。，实现超额收益的股票 31 支，占比 83.78%。共有 11 支股票目前已经摘帽。

图表 22. 2019 年 37 支股票的平均超额收益为 38.34

	买入时点	卖出时点	当前超额收益 (%)		买入时点	卖出时点	超额收益 (%)
贝因美	2018/10/25	2019/4/29	36.41	石化油服	2019/1/26	2019/4/25	38.29
大唐电信	2018/10/26	2019/5/18	172.89	ST 抚钢	2019/1/26	2019/4/28	38.88
*ST 友好	2018/10/26	2019/5/25	25.62	ST 宏盛	2019/1/26	2019/5/23	17.84
*ST 东南	2018/10/26	2019/5/30	62.16	ST 正源	2019/1/26	2019/4/22	1.94
ST 安泰	2018/10/27	2019/4/21	(23.68)	ST 创兴	2019/1/26	2019/4/19	(13.01)
宝鼎科技	2018/10/30	2019/3/3	65.48	西藏旅游	2019/1/26	2019/4/29	18.67
圣莱达	2018/10/30	2019/3/31	48.16	安源煤业	2019/1/29	2019/5/12	36.83
*ST 新能	2018/10/30	2019/4/25	79.36	*ST 东凌	2019/1/29	2019/5/30	78.77
哈空调	2018/10/30	2019/4/25	56.63	*ST 双环	2019/1/30	2019/4/26	9.70
*ST 凡谷	2018/10/31	2019/5/3	366.00	*ST 宜化	2019/1/30	2019/5/4	7.30
泸天化	2018/10/31	2019/4/19	(31.60)	ST 厦华	2019/1/31	2019/4/29	(8.98)
中国船舶	2018/10/31	2019/4/19	153.26	*ST 蓝科	2019/1/31	2019/5/17	4.04
览海投资	2019/1/9	2019/4/27	12.76	*ST 东电	2019/1/31	2019/4/28	12.25
*ST 慧业	2019/1/17	2019/4/19	25.70	*ST 天业	2019/1/31	2019/5/13	20.90
ST 南化	2019/1/18	2019/4/20	(21.83)	*ST 椰岛	2019/1/31	2019/5/23	21.44
ST 南风	2019/1/23	2019/4/4	39.10	*ST 成城	2019/1/31	2019/5/27	12.86
*ST 云网	2019/1/24	2019/3/31	11.39	ST 景谷	2019/1/31	2019/5/30	(9.26)
*ST 罗顿	2019/1/25	2019/5/27	18.23	ST 狮头	2019/1/31	2019/4/27	6.88
金岭矿业	2019/1/25	2019/4/22	27.13	平均			38.34

资料来源：国泰安, 万得, 中银国际证券

尚未到卖出时点的股票还剩 25 支, 剔除近 10 个交易日内将达到卖出时点的股票 (考虑到空间较小), 剔除已经摘帽和前期超额收益较高的股票, 从策略的角度出发, 下列 8 支股票平均超额收益为 12.26%。还存在一定空间, 按照近十年的平均超额收益测算, 盈利增长空间为 3% 左右, 按照 2006 年至今该策略的平均超额收益测算, 盈利增长空间在 8% 左右。

图表 23. 剩余空间 3-8 左右

代码	股票名称	买入时点	超额收益 (%)	剩余天数
600778.SH	*ST 友好	2018/10/26	25.62	33
600209.SH	*ST 罗顿	2019/1/25	18.23	35
600817.SH	ST 宏盛	2019/1/26	17.84	31
000422.SZ	*ST 宜化	2019/1/30	7.30	12
601798.SH	*ST 蓝科	2019/1/31	4.04	25
600238.SH	*ST 椰岛	2019/1/31	21.44	31
600247.SH	*ST 成城	2019/1/31	12.86	35
600265.SH	ST 景谷	2019/1/31	-9.26	38

资料来源：国泰安, 万得, 中银国际证券



风险提示

摘帽摘星潜在个股摘帽摘星推进程度不达预期；潜在个股一季报业绩变脸。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371