

人间四月芳菲尽·山寺桃花始盛开——追送对价股投资机会再挖掘

报告日期：2009年4月22日

相关报告：

《朝花夕拾——追送对价股的投资策略研究》

2009年1月31日

《长风破浪会有时 直挂云帆济沧海》

2008年12月31日

《以史为鉴探索中国股市兴衰规律》

2008年12月19日

天相宏观及策略组

分析师：仇彦英 周荣华

021-58824282-816

qiuyy@txsec.com

服务热线

010-66045555

服务邮箱

service@txsec.com

本报告关注点：

- 人间四月芳菲尽，山寺桃花始盛开。
- 花开堪折直须折，莫待无花空折枝。

投资要点：

- 天相策略在2009年1月31日推出的《朝花夕拾——追送对价股的投资策略研究》一文中，率先提出了追送对价股的投资策略。目前来看，已经追送过对价的个股所带来的超额收益验证了我们天相策略的及时性和有效性。
- 按照股改时的承诺，如果上市公司的业绩达到其承诺水平，意味着其业绩依然保持着高速增长，这将使得其股票的投资价值变得较为突出。如果达不到，则必须按照股改中的承诺，为相应的流通股股东追加送出一定比例的股权或者现金。如果支付的是现金对价，流通股股东能够获得稳健的超额收益。如果支付的是股票对价，流通股股东增加了筹码，降低了成本，利好股价进而产生超额收益。
- 根据08年报的披露情况，我们在做出过股改业绩承诺的公司里进行了更细化的筛选，剔除了已经实现业绩承诺的公司和已经完成追送对价的公司，对于无法实现业绩承诺、即将进行追送对价的公司，我们列举如下，分别是：S*ST大通、宜华地产、S ST亚华、威孚高科、博盈投资、*ST 恒立、SST海纳、亿阳信通，其中威孚高科、博盈投资已经发布公告，确认将追送对价，另外6家目前尚未公布年报，但我们测算其实现业绩承诺的难度较大。
- 本轮中级反弹是建立在经济刺激、产业驱动、政策支持的基础之上的，另外，宽松货币政策带来的流动性的充裕强化了市场上涨的正反馈作用。由于这些支持股市上涨的基本因素仍然存在，那么继续积极地参与股市行情的进一步上涨仍然是不可避免的基本策略。
- 对于追送对价股所带来的超额收益，我们建议投资者以积极型投资策略，去把握其中的交易性机会。由于S*ST大通、S ST亚华、*ST 恒立、SST海纳长期停牌，因此暂时没有交易性机会；而宜华地产、威孚高科、博盈投资、亿阳信通，建议投资者重点关注。

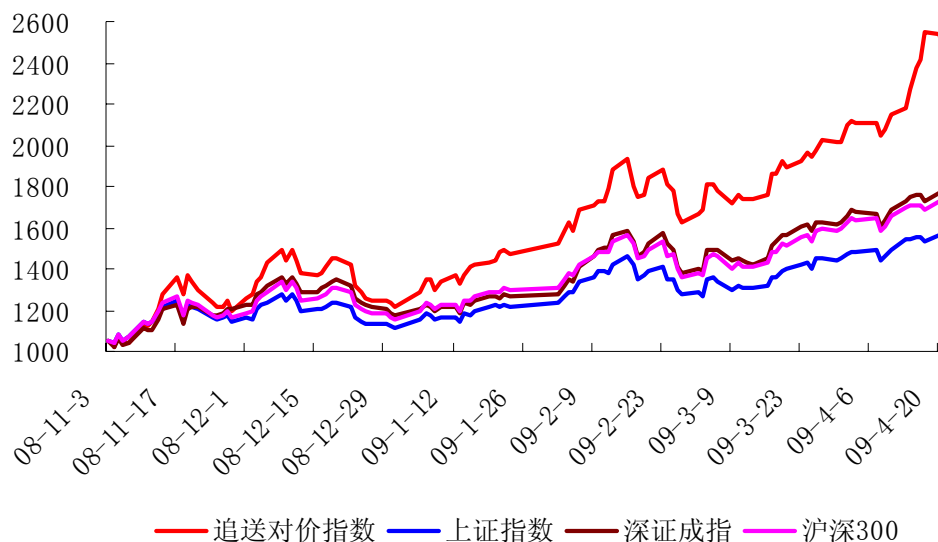
1. 追送对价投资策略回顾

我们天相投顾策略组在 2009 年 1 月 31 日推出的《朝花夕拾——追送对价股的投资策略研究》一文中，对于在股改中做出过业绩承诺并可能在 2008 年的年报中无法兑现承诺，因而将追送对价的个股进行了梳理，并对历史上追送过对价的个股表现进行了总结，从而提出了对于追送对价股的投资策略。目前来看，已经追送过对价的个股所带来的超额收益验证了我们天相策略的及时性和有效性。

在股改的高峰阶段，中国经济正处于繁荣阶段，上市公司的净利润增速也处于高速增长期，在这样的背景下，上市公司大股东做出的业绩承诺都建立在高增长的基础之上。而在 2008 年中国经济步入了周期性调整，GDP 增速和上市公司利润增速大幅下滑。按照当初的承诺，如果上市公司的业绩达到其承诺水平，意味着其业绩依然保持着高速增长，这将使得其股票的投资价值变得较为突出；如果达不到，则必须按照股改中的承诺，为相应的流通股东追加送出一定比例的股权或者现金。

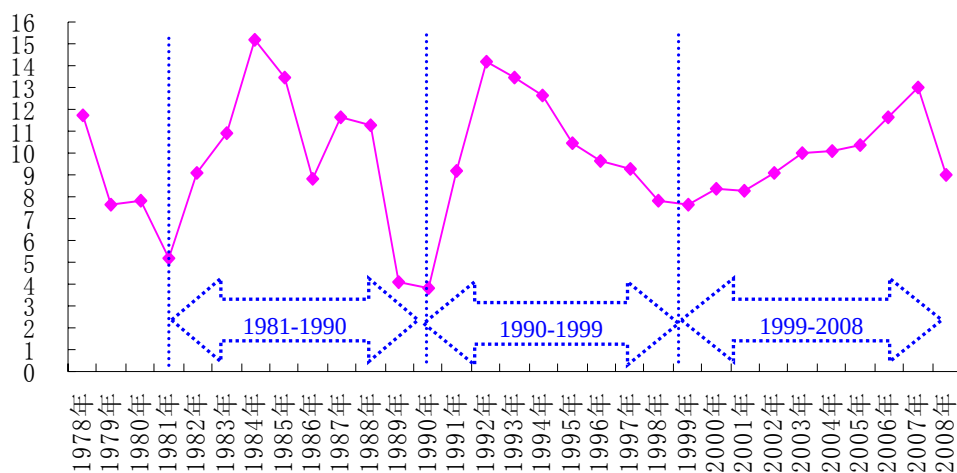
从追送对价的形式来看，如果支付的是现金对价，那么流通股股东能够获得稳健的超额收益。如果支付的是股票对价，由于追送股份并不改变总股本，只是将部分非流通股股东的自有股份划与流通股股东，不会造成利润被摊薄，对于流通股股东来讲，增加了筹码，降低了成本，无疑也是利好，股价将会受到市场追捧进而产生超额收益。

图表 1：追送对价股的相对超额收益



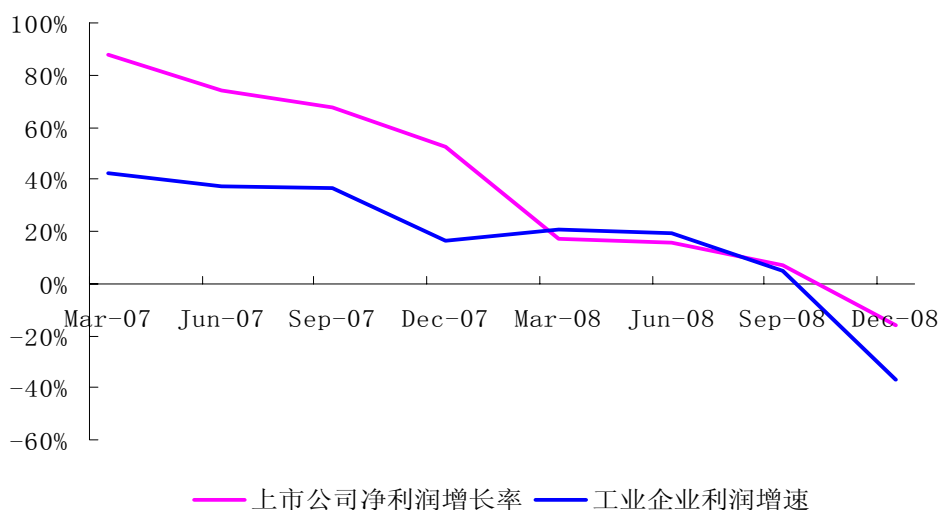
资料来源：天相整理（各指数以 08 年 11 月 3 日为基准日，1000 点为基点折算）

图表 2：改革开放以来的 GDP 增速周期性波动



资料来源：国家统计局、天相整理

图表 3：工业企业利润和上市公司利率增速呈全面回落态势



资料来源：中经数据、天相整理

2. 实现业绩承诺的公司

进入 2008 年以后，由于原材料价格上涨、综合生产成本上升、雪灾、地震等自然灾害的影响、政府紧缩性宏观经济调控、世界性金融危机、人民币升值压力降低出口竞争力、消费行业需求乏力、存货资产及相关资产计提减值准备等综合因素的作用，上市公司 08 年净利润增速在 07 年高速增长的基础上大幅滑坡。

从行业的周期性变化来看，2008 年下半年，各周期性行业全面由高峰回落，周期性行业仿佛一夜间就从夏季进入到了冬天，昔日的繁华代之以萧条。经济周期波动导致很多公司面临着业绩无法兑现股改承诺的窘境。

在这样的背景下，上市公司的业绩表现开始分化，部分行业景气度较高的行业

仍能够依靠主业的增长来实现股改业绩承诺，例如：商业、食品、医药、煤炭等行业；或者是通过已经实施的资产重组来实现业绩的高增长，例如房地产、化工等行业；另外一部分只能通过其他的方式来实现业绩承诺，例如：递延所得税、少数股东权益、补贴收入、债务重组利得、降低费用、预售款项确认为收入、关联交易等。

图表 4：天相对行业所处景气阶段的判断

景气阶段	天相行业（二级行业）
谷底期	石油石化、化纤和电力
复苏期	
成长期	医药、保险、家电、软件与服务、通讯、铁路运输、食品、酒店旅游、基础设施、商业、机械
高峰期	煤炭、电气设备、银行、建材、建筑
衰退期	钢铁、元器件、贸易、房地产、有色
萧条期	纺织服装、民航和计算机硬件、航运、化工、造纸、汽车及配件

资料来源：天相整理

图表 5：已经实现业绩承诺的公司

序号	名称	代码	天相行业
1	中天城投	000540	房地产开发
2	莱茵置业	000558	房地产开发
3	ST 中辽	000638	房地产开发
4	鑫茂科技	000836	房地产开发
5	天保基建	000965	房地产开发
6	中江地产	600053	房地产开发
7	湖北宣化	000422	化工
8	渝三峡 A	000565	化工
9	盐湖集团	000578	化工
10	建峰化工	000950	化工
11	南京中商	600280	商业
12	大厦股份	600327	商业
13	东百集团	600693	商业
14	重庆百货	600729	商业
15	泸州老窖	000568	食品
16	承德露露	000848	食品
17	双汇发展	000895	食品
18	惠泉啤酒	600573	食品
19	三九医药	000999	中药
20	上海辅仁	600781	中药
21	天目药业	600671	中药
22	鲁 泰 A	000726	纺织服装
23	中银绒业	000982	纺织服装
24	雅戈尔	600177	纺织服装
25	美锦能源	000723	煤炭

26	ST 百花	600721	煤炭
27	靖远煤电	000552	煤炭
28	科力远	600478	元器件
29	三安光电	600703	元器件
30	金岭矿业	000655	钢铁
31	中原环保	000544	供水供气
32	上风高科	000967	机械
33	深圳华强	000062	计算机硬件
34	同力水泥	000885	建材
35	隆平高科	000998	农林牧副渔
36	武汉塑料	000665	汽车及配件
37	双鹭药业	002038	生物制品
38	东湖高新	600133	园区土地开发
39	大亚科技	000910	造纸包装
40	粤 富 华	000507	综合

资料来源：天相整理

3. 完成追送对价的公司

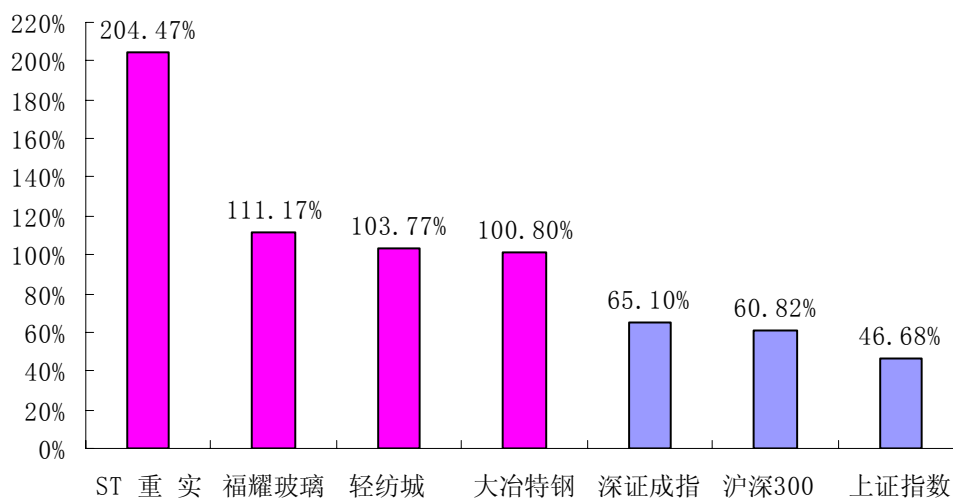
然而，并不是所有的公司都能如此“幸运过线”，部分公司由于处于行业景气周期的底部，主业增速快速下滑；缺乏一些非常规手段，难以调节利润；资产重组进程出现搁置，或者新注入的资产尚处于建设期，短期内对提升经营效益的作用难以达到预期；导致了相关公司股改方案中的业绩承诺未能在承诺期限内完成，触发了股改追送对价的条件。

在上一篇报告里，我们已经对历史上追送过对价的个股表现进行过分析，并得出结论，追送对价股在追送公告日至实施追送日的时间段里，表现出超越市场平均水平的超额收益，而超额收益的幅度与当时的股票市场环境息息相关。

目前来看，在 08 年报披露之后，已经完成追送对价的个股是：大冶特钢、ST 重实、福耀玻璃、轻纺城，从其股价在本轮中级反弹的表现来看，同样呈现了较为明显的超额收益。由于本轮中级反弹是建立在经济刺激、产业驱动、政策支持的基础之上的，因此市场上涨的幅度和时间跨度都较为可观，另外，宽松货币政策带来的流动性的充裕强化了市场上涨的正反馈作用。

在这样的市场环境下，投资者对于追送对价股关注的焦点侧重于追送对价带来的筹码增加、成本摊薄，加上股市的流动性充裕，对于超额收益的追逐会引发市场的共鸣，放大超额收益率的空间，进而延长股价上涨的持续时间，放大超额收益的空间。

图表 6：完成追送对价的个股具备超额收益



资料来源：天相整理（时间区间：08.11.03—09.04.21）

图表 7：完成追送对价的公司

序号	名称	代码	追送对价情况	天相行业
1	索 芙 特	000662	06.03.23 已完成追送	日用品
2	东方银星	600753	07.05.22 已完成追送	房地产开发
3	东方市场	000301	07.05.24 已完成追送	纺织服装
4	*ST 国农	000004	07.05.28 已完成追送	化学原料药
5	ST 科 龙	000921	08.04.11 已完成追送	家电
6	大冶特钢	000708	09.02.09 已完成追送	钢铁
7	ST 重 实	000736	09.04.17 已完成追送	房地产开发
8	福耀玻璃	600660	09.04.21 已完成追送	汽车及配件
9	轻纺城	600790	09.04.20 公告为股权登记日，于 09.04.24 实施	商业

资料来源：天相整理

4. 即将追送对价的公司

根据最新的 08 年报的披露情况，我们在做出过股改业绩承诺的公司里进行了更细化的筛选，剔除了已经实现业绩承诺的公司和已经完成追送对价的公司，对于无法实现业绩承诺、即将进行追送对价的公司，我们列举如下，分别是：S*ST 大通、宜华地产、S ST 亚华、威孚高科、博盈投资、*ST 恒立、SST 海纳、亿阳信通，在这 8 家公司里有 2 家已经发布公告，确认将追送对价，另外 6 家目前尚未公布年报，但我们测算其实现业绩承诺的难度较大。

鉴于目前股市依然处于中级反弹的进程之中，而且从完成追送对价的个股超额收



益来看，这些即将追送对价的个股值得投资者去重点关注。

图表 8：即将追送股改对价的公司

序号	名称	代码	天相行业	追送对价条件 (业绩承诺)	追送对价情况	追送股数(万 股)/或其它 对价形式	每 10 股 流通股 获赠追 加对价	备注
1	S*ST 大通	000038	房地产开发	2008 年归属母 公司股东净利 润不低于 1500 万元。	09.04.28 公布年 报，公司前三季 度亏损 469 万元， 较难实现承诺。 09.04.29 公布年 报，08 年前 3 季 度净利润为 2,000 万元，较难 实现承诺。	248.82	10: 1	07.04.27 起长期停 牌至今
2	宜华地产	000150	房地产开发	2008 年实现净 利润不低于 8,000 万元。	09.04.28 公布年 报，公司预计 08 年净利润约 -35000 万元，较 难实现承诺。 09.04.20 公告称 股改完成后复 牌。股改送股与 追送股份共同送 出。	3,402.00	10: 2.7	
3	S ST 亚华	000918	食品	2008 年实现的 审计净利润不 低于 6.45 亿 元。	09.04.20 公告称 股改完成后复 牌。股改送股与 追送股份共同送 出。	1,440.00	10: 1.5	08.05.19 起长期停 牌至今
4	威孚高科	000581	汽车及配件	2006 至 2008 年实现净利润 合计不低于 8.5 亿元，或 2008 年实现 净利润不低于 3.4 亿元。	09.04.16 已出公 告，确认追送对 价，将于 09.05.12 后的 20 个工作日内实 施。	1,404.00	10: 0.5	
5	博盈投资	000760	汽车及配件	2008 年经审计 的净利润不少 于 7000 万元。	09.04.17 已出公 告，触发追送条 件。将在 2008 年 年度报告经股东 大会审议通过后的 30 日内实施。	2,222.37	10: 1.5	
6	*ST 恒立	000622	汽车及配件	2008 年经审计 的净利润不低 于 1,200 万 元。	09.04.30 公布年 报，08 年前 3 季 度净利润亏损 1,670 万元，较难 实现承诺。	989.54	10: 1.5	06.04.28 起长期停 牌至今

7	SST 海纳	000925	元器件	浙江海纳 2008 年实现归属母公司净利润不低于 7,471.48 万元。	09.04.30 公布年报, 公司预计 08 年归属母公司净利润同比下降 90%以上, 07 年为 3.91 亿元, 较难实现承诺。	现金 1000 万	10 股获赠现金 3.333 元	08.04.17 起长期停牌至今
8	亿阳信通	600289	软件及服务	2008 年净利润较上年增长比例不低于 30%。	09.04.30 公布年报, 公司预告 08 年净利润同比下降 35%, 较难实现承诺。	大股东让渡当年利润分配	利润分配方案不详	

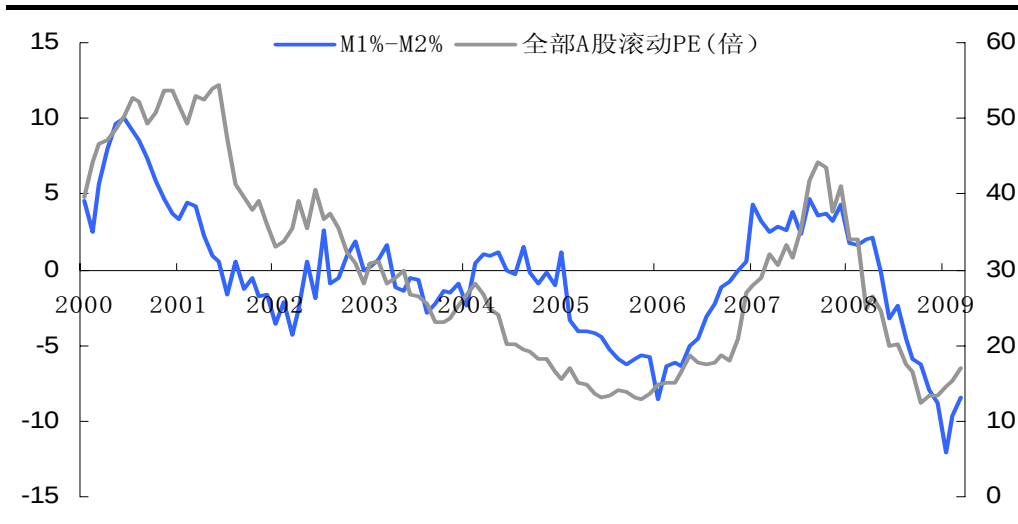
资料来源: 天相整理

5. 投资策略

在 2009 年度策略《拐点·成长》中, 我们明确地指出股市在经济衰退期的表现并不差, 并有望迎来不可思议的上涨, 去年四季度以来的 A 股市场的表现印证了我们的判断。在 A 股率先见底后, 美国股市也已于今年的 3 月份形成了重要的底部, 根据“市场走在前面”的逻辑, 两大股市的见底回升意味着经济的负向反馈(修复)也将随之到来。

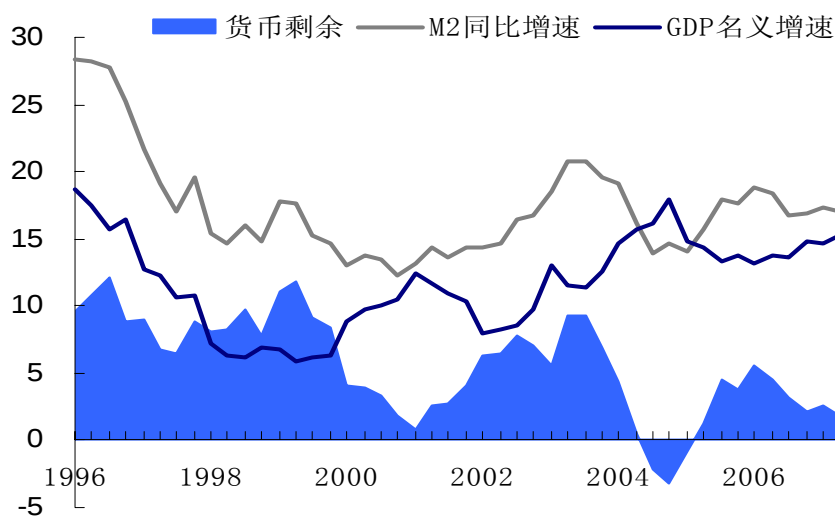
本轮中级反弹是建立在经济刺激、产业驱动、政策支持的基础之上的, 另外, 宽松货币政策带来的流动性的充裕强化了市场上涨的正反馈作用。在目前快速增长的货币供给以及 GDP 名义增长率下行对流动性需求下降的背景下, 二季度市场的流动性将继续保持充裕且很可能延续至下半年, 衡量股市流动性的指标 M1 和 M2 增速剪刀差已经出现了回升的迹象。按照当前的市场特征, 流动性将继续强化价格上涨的基本趋势。由于这些支持股市上涨的基本因素仍然存在, 那么继续积极地参与股市行情的进一步上涨仍然是不可避免的基本策略。

图表 9: M1-M2 增速剪刀差回升



资料来源：天相整理

图表 10：货币剩余将维持正值



资料来源：天相整理

对于具体的股票投资，有多种投资策略，这些策略可以概括为趋势型策略、事件驱动型策略、相对价值型策略、套利型策略等。

作为趋势型策略，主要是分析宏观经济走向、行业趋势和企业的经营形势，通过选择和把握基本趋势来获得预期的收益。对于这种策略，可以进一步演化为自上而下或自下而上的投资选股策略。由于这种策略具有基本价值的研究支持，是市场投资人士最为关注的。

事件驱动型策略，也可以称之为主题投资，往往依赖于某些事件或某种预期，引发投资热点。虽然这种策略具有很大的风险性，但在良好的预期下，能够启动市场情绪，带动相关公司股价出现快速上涨，实现快速收益，因此很能够引发市场的广泛关注，也成为很多投资者乐于参与的投资。

相对价值型策略、套利型策略都可以理解为上述策略类型下的延伸。当某类股票上涨或下跌以后，会出现脱离其所属群体的情况，从而使得相关股票出现相对低估或高估的情形，从而提供新的盈利机会。

股票市场是由不同层次的投资者、不同经营业绩的上市公司股票、投资银行、监管机构等要素构成的，因此是一个复杂的社会系统或者生态系统。正是因为股票市场的复杂多样性决定了多种策略都可以找到发挥作用的机会。僵化地套用价值体系，来应对多样的市场系统，很难取得良好的收益；作为注重博弈的股票投资，僵化地理解基本策略，很难有效规避市场的基本风险。

2009 年中国经济将处于筑底阶段，对应的股市的系统性风险已大大降低，但目前依然不具备支持趋势型策略的信号，基于宏观经济走向、企业盈利增长变化的趋势型策略很难获得超额收益。基于泡沫循环和市场风格的角度，事件驱动型策略最可能在 2009 年获得超额收益。投资者依然可以重点关注事件驱动型策略或者主题投资策略，也许这是当前更容易应对风险、把握机会的有效方式。

在确定了当前股市的基本投资策略之后，对于追送对价股所带来的超额收益，我们建议投资者以积极型投资策略，去把握其中的交易性机会。之所以称之为交易性机会，主要是因为，从以往的经验来看，年报披露时如果触发追送对价条件，上市公司会公布追送对价方案，股票价格会受到资金运作而出现上涨；而股权登记日过后，特别是在追送对价上市交易日，股价往往会遭受较大的获利回吐压力，由于追送对价上市当日不设涨跌幅限制，因此可能会出现股价大幅下跌的风险。

对于股票的选择，在无法实现业绩承诺、即将进行追送对价的这 8 只个股里，由于 S*ST 大通、S ST 亚华、*ST 恒立、SST 海纳这 4 只个股长期停牌，因此暂时没有交易性机会；而宜华地产、威孚高科、博盈投资、亿阳信通这 4 只个股，建议投资者重点关注。

最后，引用两句诗作为结束语。

“人间四月芳菲尽，山寺桃花始盛开。”——《大林寺桃花》

“花开堪折直须折，莫待无花空折枝。”——《金缕衣》

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜花园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014