

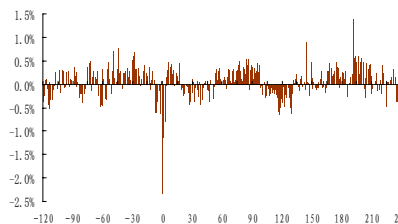
罗业华 杨向阳 曾敏 易海波

luoyh@cmschina.com.cn
86-755-25310140

2009年8月30日

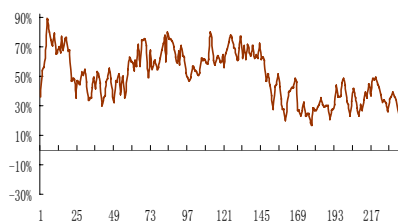
ST股投资策略

ST 处理前后的平均日超额收益



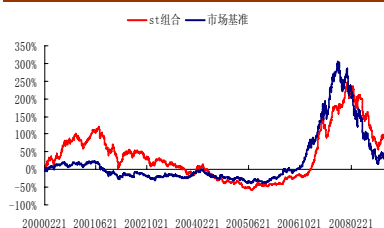
资料来源：招商证券研发中心

延迟购买对累计收益的影响



资料来源：招商证券研发中心

改进 ST 组合与市场基准收益对比



资料来源：招商证券研发中心

ST 股票基本面较差、退市风险较大，然而采选股和择时的改进策略投资 ST 组合，能够大幅降低波动性，获得远高于市场基准的收益；如果能结合牛熊市场特征进行投资，则收益率更高。

- **投资 ST 股票组合能够有效降低投资风险：**ST 股票通常是业绩亏损、财务异常的公司，持续经营能力存在较大的不确定性，这种非系统性风险是指个股的存在的经营、财务等风险，导致股价下跌及退市，因此投资单个 ST 股票面临较大的风险。投资组合理论认为，通过分散的投资组合来降低非系统性风险，将 ST 股票作为一个组合来进行投资，能有效地降低投资风险，提高投资收益。
- **ST 组合在不同市场阶段表现时好时坏：**长期看 ST 组合的波动率比市场基准的波动率要低；ST 组合在牛市初期及牛市末期能够跑赢市场基准，中途会交替上升；在熊市初期能跑赢大盘的，但是在长期熊市中，ST 组合大幅跑输市场基准。因此可以结合市场特征进行投资，在牛市初期和末期可以持有 ST 组合，在熊市初期可以在对冲市场风险的基础上持有 ST 组合，长期熊市不要投资 ST 股票。
- **精选 ST 组合能够战胜市场基准：**暂停上市股票，只有通过重组才能恢复上市，在 81 只暂停上市股票中，有 44 只股票重组成功，成功率 54%。而如果重组成功恢复上市后，则会出现较大的涨幅，如果重组失败则会亏掉本金。在分析暂停上市重组成功因素时，第一大股东为国有性质则公司重组成功可能性较大，成功率为 75.68%。经过精选剔除非国有性质的暂停上市股票后，ST 组合的业绩能够获得明显提高，累计收益为 36.67%，成功战胜市场基准。
- **使用改进策略能获得累计 60.06% 的超额收益：**由于原始 ST 组合整体业绩表现一般，因此必须对组合策略进行适当改进，加入选股和择时策略。选股方面，剔除非国有控股的暂停上市股票；择时方面，则把买入时机推迟到被 ST 处理之后 5 到 10 个交易日，整个 ST 组合收益率将大大提高。实践证明：2000 年至 2008 年期间，延迟 5 天的精选 ST 组合（等权重）最高的累计收益率为 89.079%，能超过市场基准累计收益 60.06 个百分点，而波动率比市场基准低。
- **ST 股票投资风险不可忽视：**由于 ST 股票都是经营能力较差、业绩亏损、陷入财务困境的公司，潜在的倒闭、退市风险较大，因此投资单个 ST 股票的风险较大。而在进行 ST 组合投资时，也存在许多不可忽视的风险，由于投资股票较多、期限较长，投资组合的调整比较频繁，所以投资者要做好投资规模和投资期限的规划，否则可能产生意想不到的风险。

正文目录

一、 引言	3
二、 ST 组合整体表现分析	4
三、 ST 股重组分析	9
四、 改进投资策略	11
五、 投资风险	13

图表目录

图 1: 股票被 ST 处理后的流程	3
图 2: ST 组合（市值权重）累计收益	5
图 3: ST 组合（等权重）累计收益	5
图 4 : ST 组合牛市表现（20000218 - 20010518）	6
图 5: ST 组合牛市表现（20050719 - 20080118）	6
图 6: ST 组合熊市表现（20010521 - 20050718）	7
图 7: ST 组合熊市表现（20080118 - 20081231）	7
图 8: 被 ST 处理前后股票的平均日超额收益分布	11
图 9: 延迟购买的天数对组合（市值权重）累计收益率的影响	12
图 10: 延迟购买的天数对组合（等权重）累计收益率的影响	12
图 11: 延迟 6 天的 ST 组合（市值权重）表现（20000221 - 20081231）	13
表 1: ST 组合（市值权重）风险收益分析	5
表 2: ST 组合（等权重）风险收益分析	5
表 3: 延迟 6 天的 ST 组合（市值权重）风险收益分析	13
表 4 : 重组成败与大股东性质	9

一、引言

在价值投资理念的驱动下，投资者选择基本面良好的公司进行投资，而摒弃那些业绩亏损、财务状况异常的公司。然而好公司未必是好股票，差公司未必是差股票，通过适当的策略投资差股票也能够获得很好的回报。在美国的 80 年代，当时投资者厌恶风险高的垃圾债券、并低价抛售，但是有“垃圾债大王”之称的米尔肯，却倡导的垃圾债（Junk bond，或者 High-yield debt）投资，他认为：虽然单个垃圾债券风险很高，但是如果持有多个债券的组合则风险将大幅下降，而收益却比较高。既然垃圾债券如此，那么垃圾股票也应该有可以投资的机会。

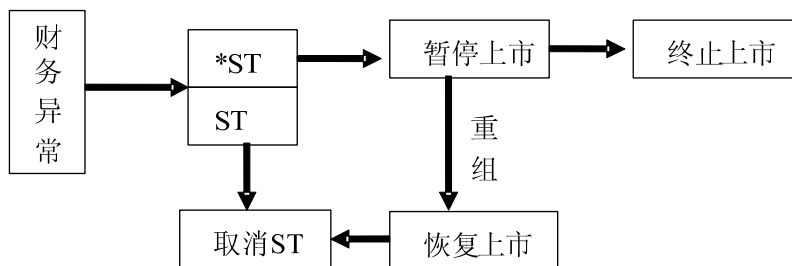
1. ST 股票概述

所谓的 ST 股就是指：上市公司出现财务状况或其他状况异常，导致股票存在终止上市风险，或者投资者难以判断公司前景，投资权益可能受到损害的，交易所对该公司实行特别处理，英文为 Special Treatment，简称 ST。ST 又分为终止上市风险的特别处理（简称“退市风险警示”，标以 *ST）和其他特别处理（标以 ST）。

根据沪深交易所股票上市规则，连续两年的财务报表业绩亏损的企业将被 *ST，意为退市风险警示。如果出现其他情况如股东权益为负、无法正常运行、财务报表有问题，则上市公司会被其他特别处理，标以 ST。如果被 *ST（或者 ST）处理一个会计年度内恢复正常，则取消 *ST（或者 ST）。本文如没有特别注明，则 ST 包括 *ST 和 ST 两种特别处理类型。

凡是被特别处理的股票将会限制涨跌幅为 5%，同时丧失再融资资格。*ST 股票如果第三个年度仍然亏损，交易所将对该股票实行暂停上市处理，如果在暂停上市的首个会计年度实现赢利，则可经交易所核准恢复上市；如果未能公布年报或者未能实现赢利等其他情况，则交易所终止它上市资格，即退市。一般转到三板市场继续交易，流动性极差，意味着股票分文不值。股票被 ST 处理后的流程参见图 1。

图 1：股票被 ST 处理后的流程



资料来源：招商证券研发中心

注：*ST 是指退市风险警示，ST 是其他风险警示

2. 分析理论

上市公司被 ST 处理，说明公司未来经营风险加大，存在退市风险。如果通过自身经营和借壳重组等方式改善公司状况，则预期业绩将会提升，从而迅速提升投资价值；如果无法通过自身改善和借壳重组等方式改变，则公司可能面临破产倒闭、股票退市的风险。正是由于这种不确定性，导致市场传言、股票操纵等严重影响股价，导致股价的巨幅波动，从而形成超涨超跌等极端局面。因此，投资单个 ST 股票，面临巨大的风险。

根据威廉·夏普的投资组合理论：投资面临系统性风险和非系统性风险，系统性风险是利率、经济周期等市场整体的风险；非系统性风险是指个股的存在的经营、财务等风险，但是能够通过分散的投资组合能有效地降低风险。相应的，ST 股票通常经营财务出现问题，存在较大的风险，因此通过投资整个 ST 组合能有效地降低非系统性风险。

二、ST 组合整体表现分析

1. ST 组合构建

对 2000 年 1 月 1 日到 2008 年 12 月 31 日期间，所有曾经首次被 ST 处理的 A 股股票进行了统计分析，共计 345 只 ST 股票，其中 233 只股票被取消 ST，退市股票 37 只，暂停上市后重组成功的股票 44 只，另外 31 只股票处于暂停上市阶段。股票价格统一按照 2008 年 12 月 31 日的价格复权。

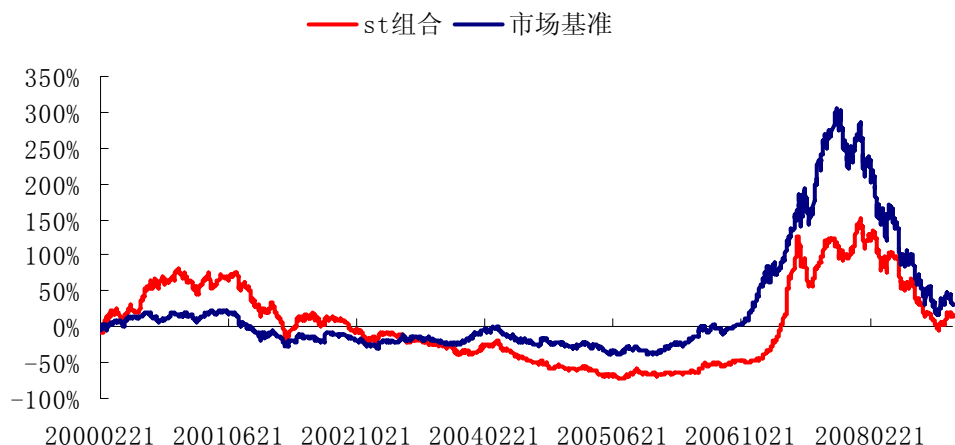
在构建组合时，从起始日 2000 年开始，不做选股处理，将所有 ST 股票在被 ST 处理日纳入组合，如果股票被取消 ST 或者退市，则剔除出 ST 组合。初始净额固定，遇到股票加入或者剔除，则再把资金按照等权重或者市值权重进行分配，这样得出一个完整的 ST 组合。

统计 ST 组合的表现时，采取加权收益方法：在股票被 ST 处理日，开始计算每天的所以有 ST 股票的日收益。如果是股票退市则日收益计为-100%，如果股票取消 ST 则卖出，不计入组合，如果暂停上市则记录停牌值。最后计算组合中所有 ST 股的加权收益，最好得出组合累计收益。这样的主要好处是，便于处理新增或剔除组合的股票，符合实际投资过程，可以进行有效组合业绩计算。在统计组合累计收益时，分别按照市值权重和等权重进行统计。

2. ST 组合整体表现

图 2 是市值加权的累计收益，在 2003 年之前，ST 组合（市值权重）的收益均跑赢市场基准，而之后，在漫长的大熊市中，ST 组合（市值权重）跑输市场基准。最终的累计收益比市场基准收益要差，市场基准为 29.01%，市值权重的 ST 组合为 13.95%。但是 ST 组合（市值权重）的波动率比市场基准低，组合为 25.18%，市场基准为 27.01%， β 值为 0.54。

图 2: ST 组合 (市值权重) 累计收益



资料来源: 招商证券研发中心 注: 市场基准是上证综合指数和深圳成份指数的算术平均值

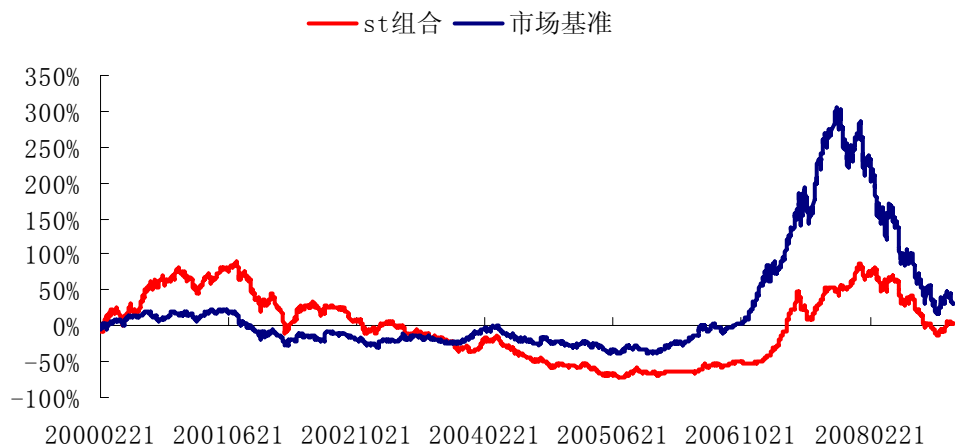
表 1: ST 组合 (市值权重) 风险收益分析

	累计收益	超额收益	波动率(年)	α	β	sharpe	treynor	jensen	信息比率
ST 组合	13.95%	-15.06%	25.18%	0.00%	0.54	-0.03	-1.25	0.01	-0.08
基准	29.01%		27.01%		1.00	0.04	1.02		

资料来源: 招商证券研发中心 注: 年波动率根据日波动率计算的

图 3 中是等权重的组合累计收益。在 2003 年之前, ST 组合 (等权重) 的收益均跑赢市场基准, 在 2003 年后的大熊市, 也基本跑输市场基准。最终的累计收益都比市场基准收益要逊色, 等权重的 ST 组合为 2.22%, 表现不及市值权重组合。但是 ST 组合 (等权重) 的波动率比市场基准低和市值加权都要低, 组合为 23.34%, β 值为 0.54 (见表 2)。

图 3: ST 组合 (等权重) 累计收益



资料来源: 招商证券研发中心 注: 市场基准是上证综合指数和深圳成份指数的算术平均值

表 2: ST 组合 (等权重) 风险收益分析

	累计收益	超额收益	波动率(年)	α	β	sharpe	treynor	jensen	信息比率
ST 组合	2.22%	-26.79%	23.34%	0.01%	0.49	-0.09	-4.05	0.00	-0.02
基准	29.01%		27.01%		1.00	0.04	1.02		

资料来源: 招商证券研发中心 注: 年波动率根据日波动率计算的

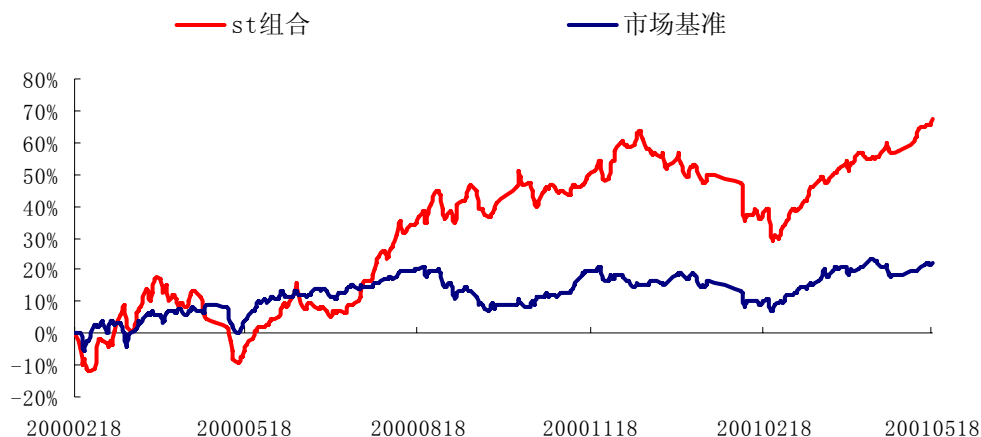
市场普遍认为 ST 经常涨跌停, 波动率较大, 但是经过组合投资之后波动率大幅下降,

对两种权重组合的风险绩效分析显示（见表 1、2），组合的年波动率显著低于基准的波动率 27.01%（由日波动率）； β 值均低于 0.5，而 α 值也较低，说明主要受市场状况影响；信息比率为很小，说明没有超额收益。通过对不同权重的 ST 组合进行测算比较，可以发现市值权重比等权重要好，累计收益高出 11%， β 值为也要低很多，而 α 值要高。

3. 牛市表现

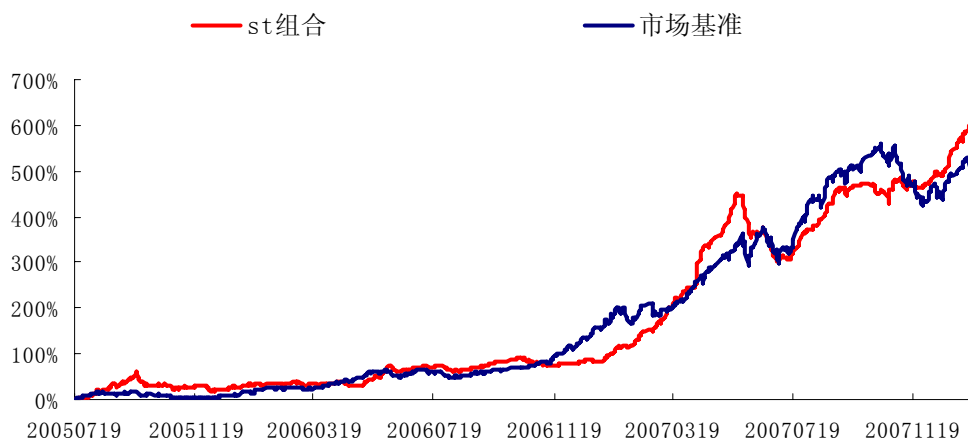
按照市值权重方法分阶段对 ST 组合进行分析。其中牛市阶段分为 2000 年 2 月 18 日至 2001 年 5 月 18 日（见图 4），在此期间，市场基准涨了 21.89%，组合涨了 76.18%。以及 2005 年 7 月 19 日至 2008 年 1 月 18 日（见图 5），市场基准涨了 493.03%，组合涨了 587.38%。

图 4：ST 组合牛市表现（20000218 - 20010518）



资料来源：招商证券研发中心

图 5：ST 组合牛市表现（20050719 - 20080118）



资料来源：招商证券研发中心

从两次牛市的表現看，2001 年牛市頂峰時，ST 股票走勢非常強，遠遠超越大盤 54.29 個百分點；而在 2005 年至 2007 年的牛市中，牛市初期 ST 組合表現較好，之後走勢與市場基準交替上升，最終的累計收益高於市場基準 93.35 個百分點。

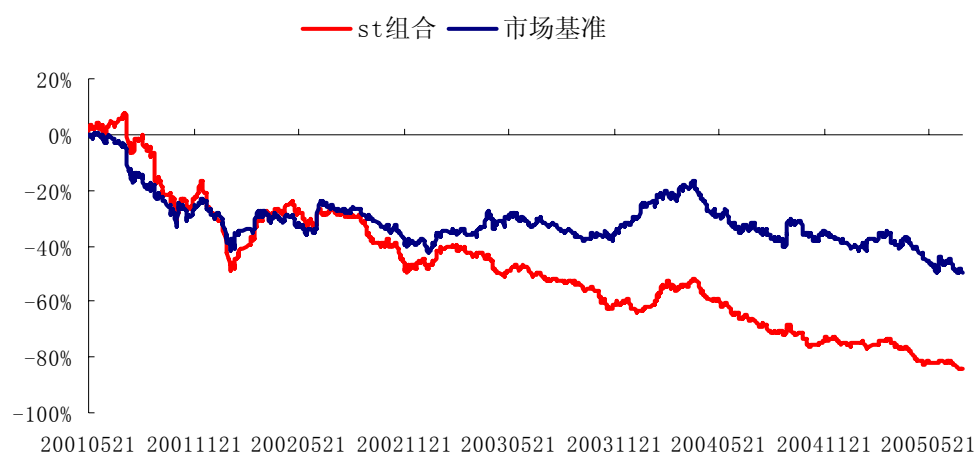
之所以出现较大变化，是因为机构投资者的增多，推行的价值投资理念，是 ST 股的炒作之风下降，所以 2007 年的牛市，ST 组合没有明显的跑赢大盘。2007 年 5 月 30 日之后，印花税上调，打击了 ST 的投机气氛。之后随着大盘股的投资机会的减少，不少投资者又开始热潮 ST 股，最终导致收益率高于市场基准。

总体来说，牛市中 ST 组合不会输给大盘。在牛市末期，市场资金充裕，当大盘蓝筹股缺乏上涨动力时，资金开始追逐具有各种重组概念的低价 ST 股票，导致 ST 组合在牛市末期表现比较好。

4. 熊市表现

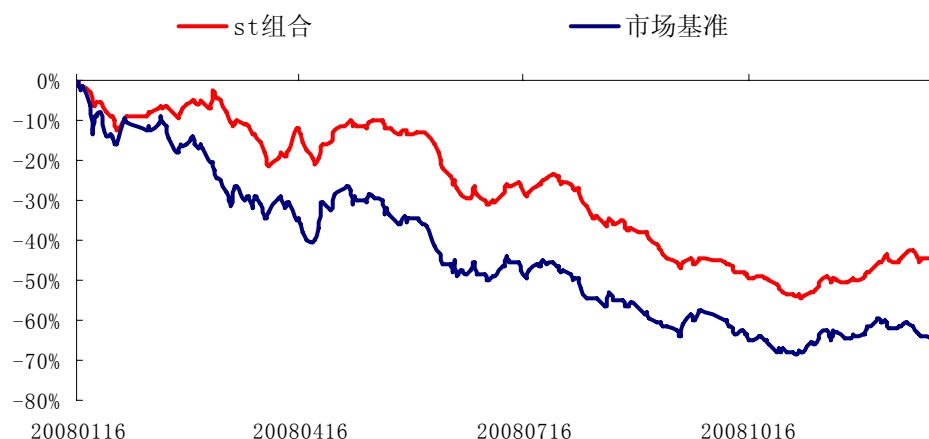
熊市阶段分为两个阶段，2001 年 5 月 21 日至 2005 年 7 月 18 日（见图 6），在此期间，市场基准跌了 49.50%，ST 组合跌了 84.53%；在 2008 年 1 月 18 日至 2008 年 12 月 31 日期间（见图 7），市场基准跌了 65.12%，组合跌了 45.50%。

图 6：ST 组合熊市表现（20010521 - 20050718）



资料来源：招商证券研发中心

图 7：ST 组合熊市表现（20080118 - 20081231）



资料来源：招商证券研发中心

ST 组合在两个熊市之中的表现有些不同，2001 年至 2005 年的熊市较长，在前期 ST 组合虽然往下跌，但是是跑赢大盘的；当时期往后延长，价值投资逐渐深入人心，ST 股遭到冷落，逐渐大幅跑输大盘；即使 IPO 停滞，但是由于市场低迷，融资额度较小，因此借壳 ST 也比较少，所以 2001 年到 2005 年的熊市，ST 组合表现比较差，远远跑

输大盘。

而 2008 年的大熊市则明显跑赢大盘，主要源于几个重组 ST 股票复牌的影响，加大了人们对 ST 股的投资热情，而大盘股的低迷，投机资金向 ST 股集中，导致跌幅低于市场基准。另外，2008 年的大跌持续时间不够长，如果像 2001 年到 2005 年，持续 4 年，则收益率将会大低于市场基准，说明市场对 ST 股票的喜欢程度大幅下降。

5. 结论

尽管有些股票退市，但是更多股票的经营能力得到了提升，由被 ST 到取消 ST，是存在基本面改善的内在原因的。企业被特别处理之后，失去了融资能力，对企业的形象产生负面影响，因此公司有动力和积极性进行业绩改善。许多公司只需短期改善业绩就能够达到摘帽（取消 ST）的标准，其方法有两种：一是财务结构改善，通过一次性计提坏帐或者债权人豁免债务，或者关联交易，或者重组业务、注入资产，达到改善财务结构，迅速提升公司业绩的目的；二是经营能力改善，更换管理层，加强费用控制，投产新项目，提升公司的赢利能力。

上述分析表明，ST 组合在牛市初期是能够跑赢市场基准的，在熊市末期也能跑赢市场基准，中途会交替上升；在熊市初期是跑赢大盘的，但是在长期熊市中，ST 组合大幅跑输市场基准；因此如果结合市场环境，对 ST 组合进行波段性投资，将能够获得较好的收益：在牛市初期和牛市末期可以持有 ST 组合，在熊市初期可以在对冲市场风险的基础上持有 ST 组合；在长期熊市中，不建议投资 ST 组合。当然，投资者需要有较好的市场把握能力，以便作出适当的投资。

三、ST 股重组分析

被 ST 的股票在财务和经营能力上出现困难，可能面临退市的危险，卖壳可能是一条好的出路。目前 A 股市场壳资源是稀缺和有价值的，由于 A 股上市采取核准制，需要满足三年赢利等苛刻的上市条件，需要通过证监会审核批准，如果遇到市场不好，则可能面临 IPO 停发的困境。而且 IPO 上市过程复杂、冗长且存在不确定性。而通过借壳，则门槛较低、程序相对简单且期限较短，因此，很多企业愿意通过借壳重组的方式曲线上市。通过借壳上市的企业，往往是基本面往往发生巨大改变，公司的赢利能力、企业价值以及业绩提升非常快，这样股价也会出现较大的涨幅。当然如果重组失败，则股票将退市，投资者可能血本无归。因此，进行 ST 股重组分析，将能够提升组合收益。

1. 暂停上市股票

由于 ST 重组预期不好把握，我们只用暂停上市股票来进行投资分析。按照交易所有关规定，如果 *ST 公司在第三年年报公布时仍然亏损，则将面被暂停上市处分，并且在此之前会进行相关公告，可以预期暂停上市日期。在暂停上市期间，企业可以进行重组，并提交恢复上市申请。由于壳资源存在价值，在靠企业自身无法改善的情况，采取卖壳重组的方式将能实现利益最大化。因此绝大部分企业将会选择卖壳重组，这样将能够提供较多的投资机会。

截至 2008 年 12 月 31 日，有 112 家暂停上市的公司，除去 31 家仍然处在暂停上市阶段。其中有退市股票 37 家，暂停上市后重组成功恢复上市的股票 44 家，成功率为 54%。我们把这 81 家股票等金额配置构成一个组合，只计算其暂停上市前收盘价与恢复上市后首日收盘价的涨跌幅，如果退市则计为 -100%，而重组成功之后则按照股票价格上涨幅度计算。

从统计结果看，重组成功恢复上市之后，27 家上涨，17 家下跌。涨幅最大的是中福实业，涨 1164.71%，涨幅超过 100% 涨幅的有 10 只股票，涨幅超过 50% 的有 12，涨幅超过 10% 的有 22 只；而跌幅最大的是 ST 泰格，跌幅为 34.15%，跌幅超过 10% 的有 12 只股票。最终组合的收益为 12.09%，平均重组时间为 268 天，年化收益为 16.46%。而 2000 年到 2008 年 9 年时间，市场基准的年平均收益率为 6.86%。组合的收益明显比市场基准高，因此投资暂停上市股票整体上还是能够获得超额收益。

2. 重组成败因素分析

从上述情况看，重组成败成为影响组合收益的关键，如果在暂停上市之前，进行必要的筛选，将能够有效地提高收益率。我们分析了企业的地域、行业、大股东性质、财务状况、股本结构及股本大小等因素，发现地域、行业、财务状况、流通股比例及股本大小对公司是否重组成功影响不大，没有明显的相关性，而大股东性质的性质有较大关系。

表 3：重组成败与大股东性质

	共计	境内法人股	国有及国家股	其他外资股
共计	81	39	37	5
退市	37	25	9	3
重组成功	44	14	28	2
成功概率		35.90%	75.68%	

资料来源：招商证券研发中心

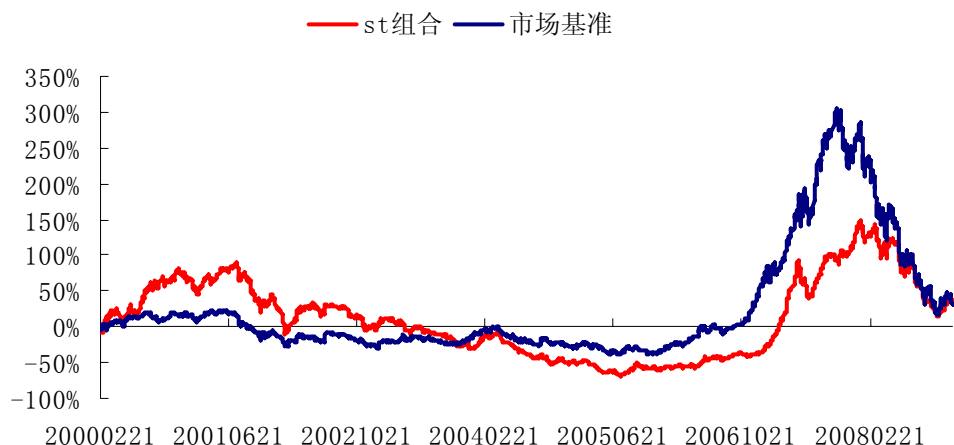
股东性质的影响最为明显，如表 3，统计了 81 只暂停上市的股票的第一大股东性质，其中 39 家境内法人股，37 家国有法人股及国家股，5 家外资股。其中境内法人股重组成功率只有 35.90%，而国有法人股及国家股重组成功率有 75.68%。投资国有性质的暂停上市公司组合，年化收益能达到 26.41%。因此看出股东性质对 ST 重组成败影响最为明显。

国有性质的股东对暂停上市股票重组成功影响比较大，这是有深层次原因的：由于重组关系到原有大股东、企业员工、债权人、借壳企业等各方的利益，需要当地政府进行政策支持 and 协调各方利益，如果是国有性质的大股东，政府背景较强，更加有利于重组成功。因此，在选择暂停上市股票投资时，大股东的性质将做重点考虑，投资大股东是国有性质的公司，重组成功的概率较大。

3. 精选组合表现

根据上面的结论，对暂停上市股票进行适当筛选（精选组合），剔除非国有控股的暂停上市股票后，对剩下的成分股进行等权重分配，得到精选 ST 组合，计算组合收益。

图 8: 精选 ST 组合（等权重）表现



资料来源：招商证券研发中心

表 4: ST 组合（等权重）风险收益分析

	累计收益	超额收益	波动率(年)	α	β	sharpe	treynor	jensen	信息比率
ST 组合	35.67%	6.66%	20.34%	0.01%	0.49	0.24	11.13	0.07	-0.02
基准	29.01%		27.01%		1.00	0.14	3.88		

资料来源：招商证券研发中心 注：年波动率根据日波动率计算的

如图 8 给出的是精选 ST 组合收益，经过对暂停上市股票的筛选后，精选 ST 组合的表现比之前未精选的 ST 组合有大幅提升，累计收益由原来的 2.22% 提高到 35.67%，累计超额收益为 6.66%。而风险收益情况看，波动率较之前也有小幅下降，由 23.48% 降到 20.34%，说明精选组合是有效的。

四、改进投资策略

1. ST 处理对股价的影响

在研究股票被 ST 处理后对股价的影响时，普遍采用市场超额收益模型法，通过预估收益率与实际收益率的差值，来分析被 ST 处理事件对股价的影响程度，这样做的好处是排除市场状况对股票价格的影响。具体计算方法如下：

根据股票 i 的历史数据，通过公式 2.1，计算出 α 和 β 参数：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (2.1)$$

然后将参数代入公式 2.2 中，用分析时间段的市場数据 R_{mt} ，计算预期收益率 ER_{it} ：

$$ER_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (2.2)$$

再用实际收益 R_{it} 减去预期收益 ER_{it} ，计算股票 i 的每日超额收益：

$$AR_{it} = R_{it} - ER_{it} \quad (2.3)$$

最后将所有股票的超额收益 AR_{it} 进行算术平均，得出 ST 组合被 ST 处理之后的超额收益情况。

图 9：被 ST 处理前后股票的平均日超额收益分布



资料来源：招商证券研发中心

注：x 轴表示被 ST 处理前后的交易天数，负数表示前面日期，0 表示 ST 当天，正数表示后面日期

我们的参数确定区间为该公司被 ST 的前半年到前 1 年，由此参数再计算出被 ST 处理前 120 天的超额收益率，以及被 ST 处理后 240 天的超额收益。从图表 9 中可以看出，在被 ST 前 10 天左右，股票的超额收益大幅下降，并为负值，在 ST 处理之后，很多股票连续出现跌停，导致每日的平均超额收益非常差，为 -2.0% 到 -2.5%，连续几天如此。

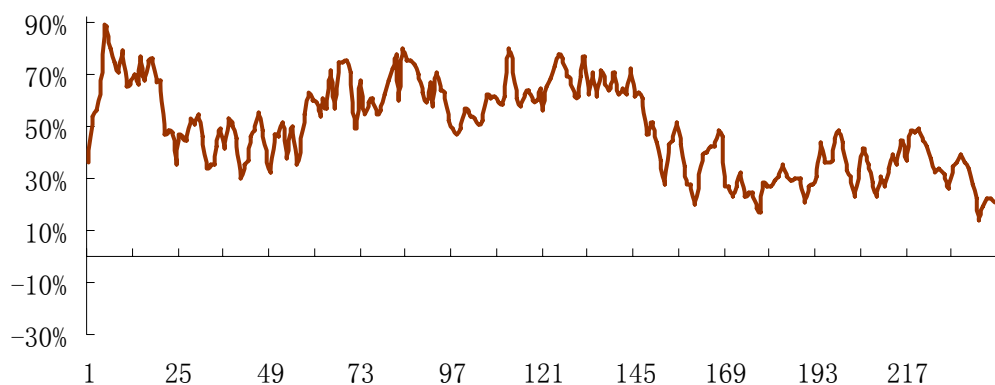
而在被 ST 之后的 5 到 10 天，股票价格开始大幅反弹，超额收益迅速恢复为正值。然后再反复交错，超额在正负之间交错，呈现较为明显的波段特征，如果都是连续为正的超额收益，则接下来一段时间为连续负的超额收益。到 200 天左右，预期很多股票将取消 ST，则收益显著为正。

2. 改进投资策略

直接投资 ST 组合的绩效并不好，所以应该对投资策略进行选股和择时的改进。在选股方面，根据上章节的结论，剔除非国有控股的暂停上市股票；在择时方面，从图 9 可以看出，适当地延迟购买 ST 股票的日期，将能够有效地降低组合风险，提高收益率。

根据上述改进策略，把购买日期定在被 ST 日之后延迟 1-240 个交易日，都剔除非国有控股企业暂停上市股票，以此来统计累计收益。数据仍然是取 2000 至 2008 年，截至 2008 年 12 月 31 日，ST 组合的累计收益率，分市值权重和等权重进行配置，得出延迟天数对 ST 组合累计收益的影响（参见图表 10、11）。

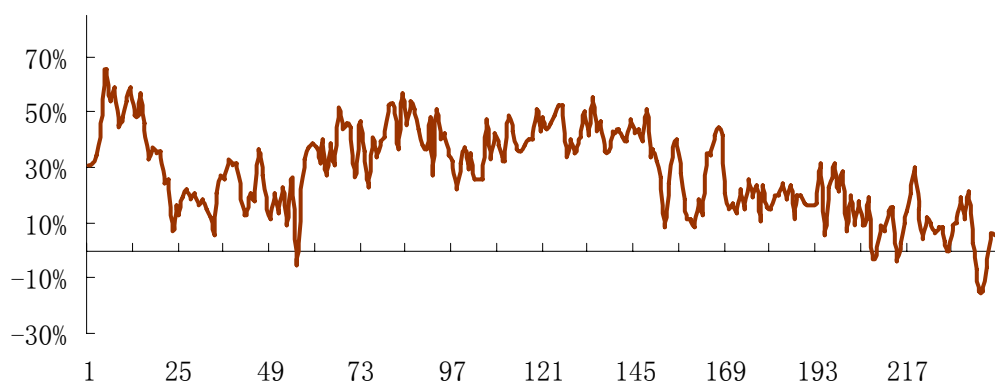
图 10: 延迟购买的天数对精选 ST 组合（等权重）累计收益率的影响



资料来源：招商证券研发中心

注：x 轴表示延迟购买的天数，即距离被 ST 处理后的交易天数，y 轴累计收益率。

图 11: 延迟购买的天数对精选 ST 组合（市值权重）累计收益率的影响



资料来源：招商证券研发中心

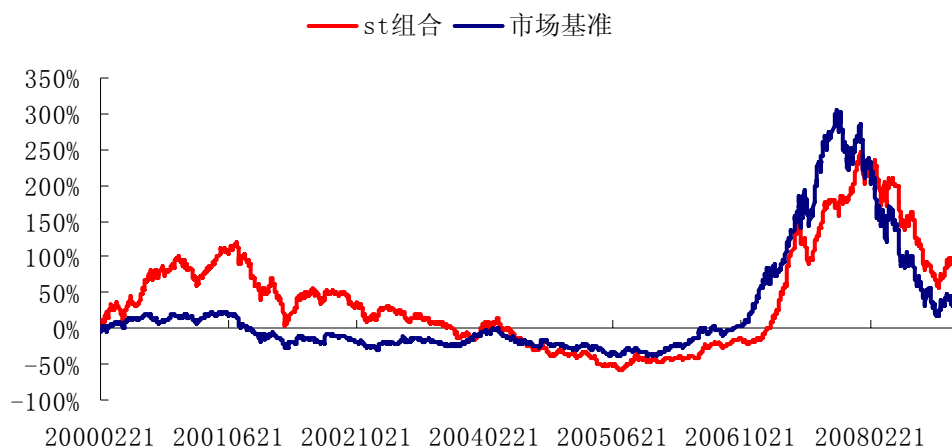
注：x 轴表示延迟购买的天数，即距离被 ST 处理后的交易天数，y 轴累计收益率。

从两幅图可以看出，有两个区域比较好，第一个区域是延迟 5 到 10 天时购买，能够获得 60% - 90% 的累计收益，高于市场基准 29.01%；第二个较好的区域是延迟 70 到 80 天购买，能够获得 40% 以上的收益，高于市场基准。

我们重点对延迟 5 天购买 ST 组合（等权重）进行分析，总体表现相当好（见图 12），除了在 2004 - 2005 年的大熊市中表现较差以外，其他时候都表现较好，在 2001 年牛市中比市场基准高出 100 个百分点，在 2007 年也紧跟大盘上涨，累计收益 89.07%，

超额收益为 60.06%，年波动率为 20.21%，比市场基准 26.94% 低， β 值也只有 0.50，整个组合稳定性和风险收益都比较好（见表 5）。

图 12：延迟 5 天精选 ST 组合（等权重）表现（20000221 - 20081231）



资料来源：招商证券研发中心

表 5：延迟 5 天的 ST 组合（等权重）风险收益分析

	累计收益	超额收益	波动率(年)	α	β	sharpe	treynor	jensen	信息比率
ST 组合	89.07%	60.06%	20.21%	0.03%	0.50	0.34	15.69	0.10	0.16
基准	29.01%		26.94%		1.00	0.04	1.03		

资料来源：招商证券研发中心

注：年波动率根据日波动率计算的

五、投资风险

由于 ST 股票都是经营能力较差、业绩亏损、陷入财务困境的公司，潜在的倒闭、退市风险较大。而由于重组牵涉到各方的利益，需要政策支持和监管部门的协调，存在诸多人为的、政策方面的因素，重组时间和重组方式比较难于预测，因此投资 ST 股票时必须谨慎，有可能血本无归。

虽然单个 ST 股票的投资风险较大，但是通过改进策略投资 ST 组合，则总体的风险大幅下降，波动率低于市场基准的波动率。但是在进行 ST 组合投资时，也存在一些不容忽视的风险，由于投资股票较多、期限较长，投资组合的调整比较频繁，所以投资者必须做好投资规模和投资期限的规划，否则容易扩大风险。

研究员简介

罗业华：计算机工学和金融经济学双学位。从业经历六年，2003 年进入万联证券，先后负责 IT、汽车行业研究；2006 年进入招商证券研发中心，从事过基金研究，现为招商证券金融工程研究员。

曾敏：英国伦敦大学（UCL）经济学硕士，英国雷丁大学 ISMA 系国际证券、投资及银行学一等荣誉学士。现为招商证券金融工程研究员。

杨向阳：理学硕士，现为招商证券金融工程研究员。

易海波：华中科技大学金融工程专业硕士，大连理工大学电气工程专业学士，现为招商证券金融工程研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。