

# 投资重组股是否一定能战胜市场？ ——量化重组更新研究报告



华泰联合证券  
HUATAI UNITED SECURITIES

## 分析师

冯伟

SAC 执业证书编号:S0350209030573  
0755-82364467 fengweisz@lhqz.com

戴爽

SAC 执业证书编号:S1000108061261  
0755-82492172 daishuang@lhqz.com

## 结论:

**海外并购套利策略。**实际上，并购套利并非一个新的策略，之前已经有很多海外资本玩家运用该策略进行并购套利。并购套利策略是以合并和收购公告期股票价格上升的非有效性为前提。一般来讲，并购交易的支付方式主要有现金交易型、股票对换型（固定比例股票互换、可变比例股票互换）、现金股票混合型等，针对不同的并购交易方式可以采取不同的套利策略。**很多海外多样化的股票组合中都会嵌入并购套利组合**，不仅能有效的降低风险，且更能够取得更好的超额收益。

**投资并购重组股是否能战胜市场？**海外并购套利策略基本都是关注公开信息，在上市公司发布公告后进行操作，而国内市场目前对于并购重组股票的投资基本还是以挖掘潜在重组股和内幕消息，博取投机收益为主。

在我们对并购重组股票进行跟踪分析时发现，实际上**并购重组股票有两波较大的上涨趋势**，而在不考虑内幕信息的情况下，对于国内投资者来讲最好的投资重组股时机是股东大会第二个交易日买入，证监会公告日当天卖出。我们尝试地按照这个简单策略构建模拟组合对我们的样本库进行滚动运作，检验是否能够获得超越市场的综合收益。

通过近 4 年的模拟分析，我们发现该策略表现出高度的周期性，当市场呈上升趋势时，该策略的市场表现显著优于市场平均水平，当市场下跌时同样不能幸免，且会跌过市场平均水平，但相对跌幅有限。重组模拟组合相对沪深 300 指数的累计超额收益率最低时为-53.44%（2007 年 10 月），最高时为 179.71%（2010 年 4 月）；重组模拟组合相对中证 800 指数的累计超额收益率最低时为-26.05%（2007 年 10 月），最高时为 164.72%（2010 年 4 月）。

**并购重组组合整体来看是能够战胜市场的**（市场繁荣时能远远取得超越市场平均水平的超额收益，市场低迷时不能免于下跌，但相对跌幅有限）。该组合近 4 年的累计绝对收益率为 322.48%，而同期开放式基金（06 年 6 月前成立的基金）的复权净值增长率只有 135.72%。当然这里我们尚未考虑交易费用等影响组合收益的因素，但该策略的换手率（一支股票只进入进出一次）和波动率（综合计算，该组合的波动率 0.56，而上证综指的波动率为 0.67）并不高。

**华泰联合并购重组指数。**通过参考国外标普等并购套利指数的编制，我们运用并购重组数据库构建了华泰联合并购重组指数，作为跟踪国内并购重组市场动态的重要指标，以后将在每周的并购重组周报中定期跟踪。

## 目 录

|                        |   |
|------------------------|---|
| 引言.....                | 4 |
| 一、海外的并购套利策略 .....      | 4 |
| 现金交易型 .....            | 4 |
| 股票对换型 .....            | 4 |
| 二、量化投资重组股能否战胜市场? ..... | 5 |
| 事件驱动型对冲基金在国内尚属空白 ..... | 5 |
| 构建国内的量化投资重组股策略.....    | 6 |
| 量化重组组合的模拟结果 .....      | 6 |
| 三、并购重组指数的编制 .....      | 9 |
| 海外的并购指数.....           | 9 |
| 华泰联合并购重组指数.....        | 9 |

## 图表目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图 1 现金型交易案例.....                     | 5  |
| 图 2 固定比例股票互换型案例 .....                | 5  |
| 图 3 重组股各阶段的投资收益 .....                | 6  |
| 图 4 并购重组类上市公司的市值占比情况 .....           | 7  |
| 图 5 A 股上市公司市值占比情况 .....              | 7  |
| 图 6 量化重组组合走势情况（以沪深 300 作为比较基准） ..... | 8  |
| 图 7 量化重组组合走势情况（以中证 800 作为比较基准） ..... | 8  |
| 图 8 S&P 的并购套利指数.....                 | 9  |
| 图 9 华泰联合并购重组指数.....                  | 10 |

## 引言

从海外经验来讲，很多多样化的股票组合中都会嵌入并购套利组合，不仅能有效的降低风险，且更能够取得更好的超额收益。我们曾在 2010 年 3 月 8 日《投资重组股的最好时机》的重组系列专题报告中运用事件研究方法对并购重组股进行了实证跟踪分析，发现对于国内投资者来讲最好的投资重组股时机是股东大会第二个交易日买入，证监会公告日当天卖出。本篇报告中我们将该策略运用到 A 股市场中，通过我们自己构建的并购重组数据库进行滚动跟踪模拟，测试该策略是否能够获得超额收益，为我们的研究和投资提供参考。

## 一、海外的并购套利策略

实际上，并购套利并非一个新的策略。之前已经有很多资本玩家运用该策略进行并购套利。20 世纪 80 年代，高盛的风险套利部门更是成为一个传奇，赚取了巨额收益。实际上并购套利策略是以合并和收购公告期股票价格上升的非有效性为前提。一般来讲，并购交易的支付方式主要有现金交易型、股票对换型（固定比例股票互换、可变比例股票互换）、现金股票混合型等，针对不同的并购交易方式可以采取不同的套利策略。

### 现金交易型

**现金交易：**即收购方以固定价格的现金购买目标公司的股份。一般来讲，收购价都是高于目标企业收购公告前的市场价格。

并购套利者主要关注股票市场价格和收购价之差（并购溢价）。通常，随着收购公告的公布和相关审批的进行，目标公司的股价会不断提升。并购套利者将持有目标公司股票直至收购完成。

实际上现金型的并购套利交易的隐含假设条件为以收购价进行收购的交易会成功。如果并购成功实施，套利者将能够获得一个基于净价差的利润。但如果收购失败，则套利者将承受远高于收购成功带来潜在收益的损失。

下面的图 1 描述的是一个现金型案例的典型过程，目标公司被兼并的公告发布后的股价是 17 美元/股，兼并价 17.05 美元/股，并购套利者只要买入该目标公司股票，在股价上涨至兼并价 17.05 美元时卖掉股票，即可赚取  $(17.05-17)/17=0.294\%$  的收益。

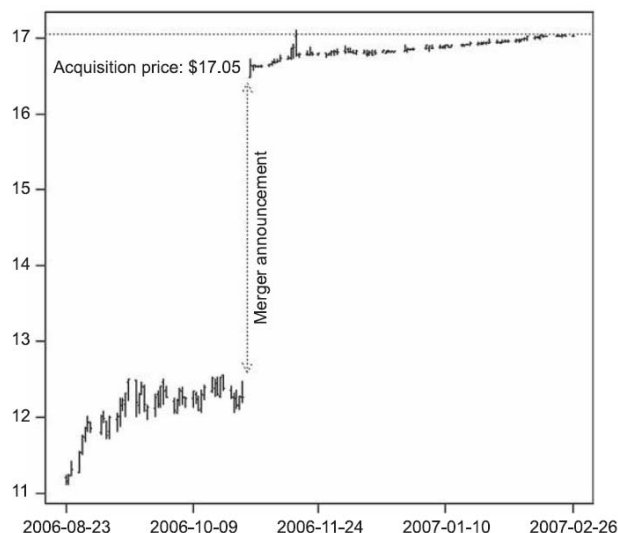
### 股票对换型

**固定比例股票交易：**即收购方以 Q1 数量的本企业的普通股交换目标企业 Q2 数量的普通股，Q1 和 Q2 通常固定不变。

收购公告后，通常目标公司的股价会低于收购方的要约收购价。该类型的并购套利者关注变动着的两种股票的相对股价，而不是绝对股价。为方便如假定  $Q2=1$ ，套利者的基本策略是买入 1 股目标企业的股票（相对于要约折价交易），再卖出 Q1 股收购方的股票来获取价差。如果要约收购成功，价差将降至 0。并购套利者实际上是在卖空价差，当价差降低时获利。

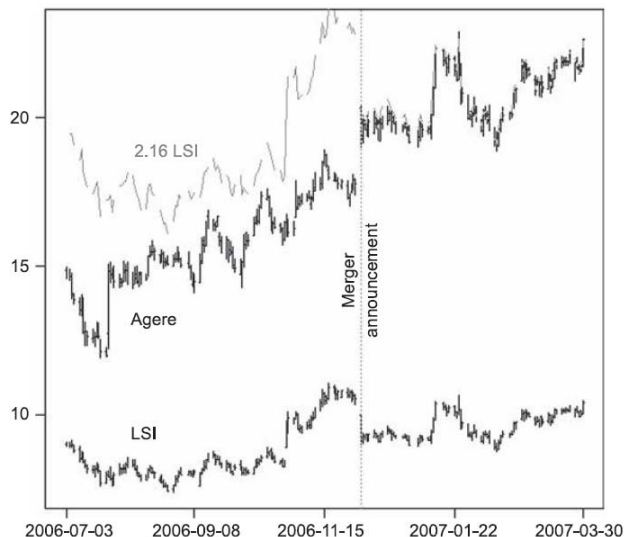
下面图 2 即是描述一个固定比例股票互换的典型案例。Agere 公司拟以每股换 2.16 股 LSI 的价格吸收合并 LSI。按照公告当日的股价计算, Agere 公司的股价为每股 19.3 美元, LSI 公司的股价为每股 9.12 美元, 则相应的策略可以为以每股 19.3 美元购买 100 股 Agere 公司股票, 同时以每股 9.12 美元做空 216 股 LSI 公司股票, 在价差降至零时, 套利者获取 40 美元的收益。

图 1 现金型交易案例



资料来源:《Merger Arbitrage》by Thomas Kirchner, 华泰联合证券研究所

图 2 固定比例股票互换型案例



资料来源:《Merger Arbitrage》by Thomas Kirchner, 华泰联合证券研究所

此外还有可变比例股票互换型并购交易, 其是目标公司股东根据并购完成期前后收购者股价波动范围来确定获得的股票数, 股份数可能是变动的。对于可变比例股票互换型并购, 进行套利的策略大致形同, 只不过具体策略会更复杂些。

## 二、量化投资重组股能否战胜市场？

### 事件驱动型对冲基金在国内尚属空白

通过上面对于海外并购套利的简单介绍和分析, 我们可以看到海外并购套利市场早在几十年前就已经兴起。并购套利策略风险小、收益高的特性也使得很多多元化股票组合都会嵌入并购套利组合, 同时事件驱动型对冲基金也大行其道。而反观国内, 事件驱动型对冲基金领域尚属空白。

海外的并购套利策略很多是建立在可以进行高杠杆、多空头寸等的基础上, 而国内的市场环境目前还不允许; 此外, 海外并购交易的主要方式是现金收购、股票互换等, 而目前国内这两种方式较少, 主流交易方式依然是定向增发购买资产; 海外并购套利策略基本都是关注公开信息, 在上市公司发布公告后进行操作, 而国内市场目前对于并购重组股票的投资基本还是走传统的老路, 挖掘潜在重组股和内幕消息, 博取投机收益。

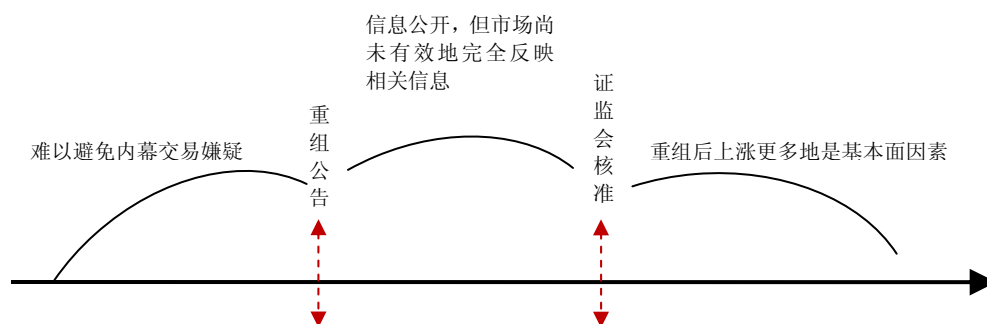
### 构建国内的量化投资重组股策略

在上面的分析中，可以看出即便是对已发布公告的上市公司，海外机构通过并购套利策略的构建也能够取得超越市场的综合收益。诚然，海外市场与国内市场并购及套利市场较为不同，一方面国内尚未建立起完全个股的做空机制，一方面也很难有效地放大杠杆比例。那我们是否能够在此种背景下，构建一个量化投资重组股的方法去博取超额收益呢？

对并购重组股进行投资时，普遍的疑问是如何进行操作才能获得超额收益？通过我们对样本库（华泰联合策略部自发构建的并购重组数据库）中的个股进行分析，发现如果把重组股投资分成三个阶段：重组公告前、重组审批中、重组完成后，平均来讲重组进程中股票的涨幅最高，即在重组公告后和重组完成前的一段时间内更能分享重组事件给公司股价带来的超额收益。

在我们对并购重组股票进行跟踪分析时发现，实际上并购重组股票有两波较大的上涨趋势，第一波即是在公告前介入，在上市公司发布并购重组预案后，股票价格大幅上涨，使得投机的套利者获取较为丰厚的超额收益；第二波即是在股东大会公告后介入，在证监会核准公告日退出，此波段也能获取较高的超额收益。

图3 重组股各阶段的投资收益



资料来源：华泰联合证券研究所

在2010年3月8日《投资重组股的最好时机》的重组系列专题报告中我们曾运用事件研究方法对并购重组股进行了实证跟踪分析，发现对于国内投资者来讲最好的投资重组股时机是股东大会第二个交易日买入，证监会公告日当天卖出。我们尝试地按照这个简单策略构建模拟组合对我们的样本库进行滚动运作，检验是否能够获得超越市场的综合收益。

### 量化重组组合的模拟结果

证监会在2008年5月才首次对重大资产重组发布了指导意见，对上市公司进行重大资产重组的进程、步骤和披露信息有了较为明确的规定。可以说2007年前的并购重组市场与现今相比无论从结构还是规范度都不可同日而语。因此我们在进行样本筛选时，并没有把太多精力放到早期数据的探寻上，主要就是因为2007年之前的上市公

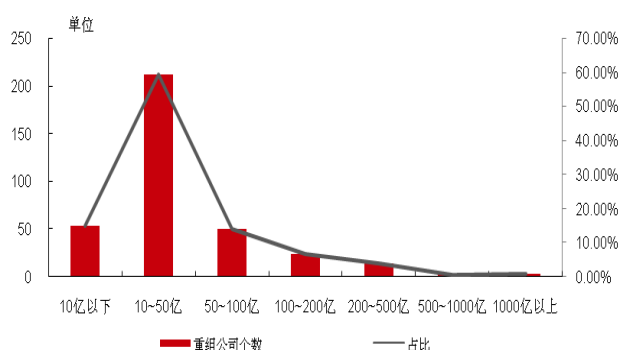


司并购重组信息与目前不具有可比性。考虑到 2007 年为大牛市，2008 年市场大幅下跌，2009 年企稳反弹，基本上可以囊括一个市场周期，我们选取的参考样本数据滚动时间定为 2006 年 6 月至今。

此外在进行模拟组合分析时，考虑纳入两个比较基准，一个是沪深 300 指数，一个是中证 800。目前很难精确定位一个最能代表市场走势的指数，我们希望通过两个相对有代表性的市场指数进行对比分析。

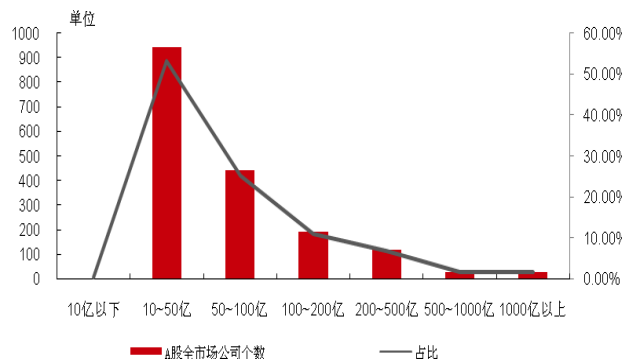
大家一直以来的市场经验是很多并购重组的个股以中小股票为主，但在进行并购重组数据实际跟踪时，我们发现尽管并购重组公司中的中小市值股票占比较多，但即便以并购重组停牌前的总市值与市场平均水平相比，二者也并非相差悬殊。并购重组类上市公司中总市值在 50 亿以下占比为 74.02%（以重组停牌前市值计算），相对 A 股上市公司总市值在 50 亿以下的占比 53.62%。同样沪深 300 指数与中证 800 指数也并未表现出走势的绝对差异性。

**图 4 并购重组类上市公司的市值占比情况**



资料来源：华泰联合证券研究所

**图 5 A 股上市公司市值占比情况**



资料来源：华泰联合证券研究所

**样本库：**2006 年至今的 246 个已通过股东大会的案例个股；

**组合滚动模拟期：**从 2006 年 6 月至今；

**比较基准：**沪深 300 和中证 800；

**模拟组合结果：**通过近 4 年的模拟分析，我们发现该策略表现出高度的周期性，当市场呈上升趋势时，该策略的市场表现显著优于市场平均水平，当市场下跌时同样不能幸免，且会跌过市场平均水平，但相对跌幅有限。重组模拟组合相对沪深 300 指数的累计超额收益率最低时为-53.44%（2007 年 10 月），最高时为 179.71%（2010 年 4 月）；重组模拟组合相对中证 800 指数的累计超额收益率最低时为-26.05%（2007 年 10 月），最高时为 164.72%（2010 年 4 月）。2007 年该重组量化组合录得负向超额收益，分析一方面是由于该策略高度周期性原因，另一方面可能由于当时样本不全导致（我们的样本基本包括 90% 的重组案例，但尚不全面），此外当时的重组市场环境和结构与目前也有较大差异性。

**总结：**构建该量化组合给我的启示是，如果按照该策略进行滚动操作的话，**并购重组组合整体来看是能够战胜市场的**（市场繁荣时能远远取得超越市场平均水平的超额收益，市场低迷时不能免于下跌，但相对跌幅有限）。该组合近 4 年的累计绝对收益率为 322.48%，而同期开放式基金（06 年 6 月前成立的基金）的复权净值增长率只有 135.72%。当然这里我们尚未考虑交易费用等影响组合收益的因素，但该策略的换手率（一支股票只进入进出一次）和波动率（综合计算，该组合的波动率 0.56，而上证综指的波动率为有 0.67）并不高。

**图 6 量化重组组合走势情况（以沪深 300 作为比较基准）**



资料来源：wind 资讯，华泰联合证券研究所

**图 7 量化重组组合走势情况（以中证 800 作为比较基准）**



资料来源：wind 资讯，华泰联合证券研究所



### 三、并购重组指数的编制

#### 海外的并购指数

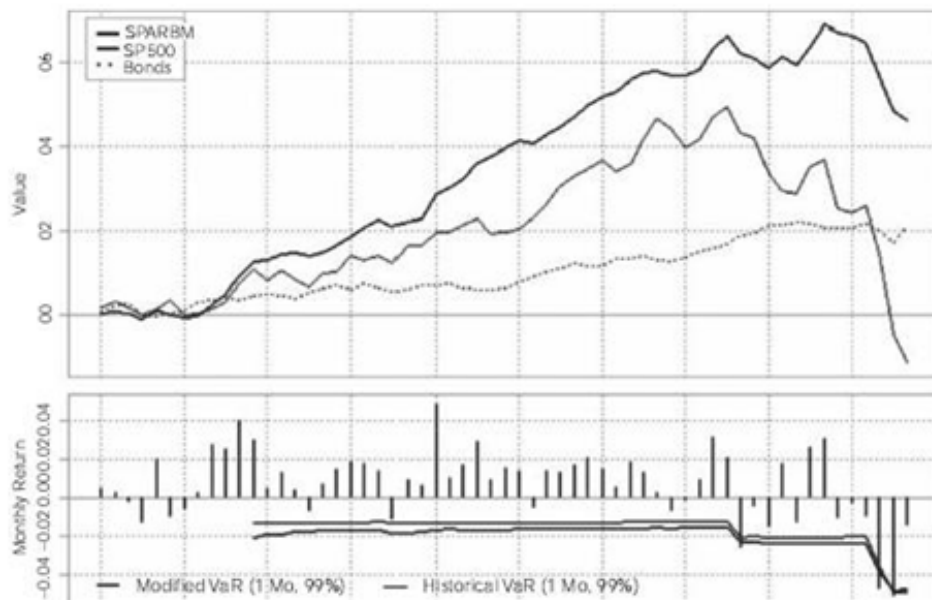
从海外的历史角度来看，并购套利是获得稳定回报的一种相对低风险的对冲基金投资策略。相应的，海外市场也构建了相关并购套利指数，如瑞信/Tremont 事件驱动/风险套利指数，标普的并购套利指数。

标普的并购套利指数自 2008 年开始计算，数据追溯至 2003 年 12 月 31 日，该指数仅限做多。此指数的大致规则是从上市公司公布并购信息日计入指数，并购成功后剔除指数，如果一年后该并购交易仍未完成，也自动剔除指数，这意味着 1 支个股最多被包含在该指数中 1 年。

我们通过分析标普的并购套利指数发现，并购套利的趋势与股票市场一致，特别是交易数量与股票市场的表现尤其是经济增长密切相关。实际上，海外的并购交易平均需要 100 天完成，套利收入滞后公司活动一个季度，下降的股票市场和经济的不确定性前景因此可能使大量的交易特别是与股票并购相关的交易流产。

从海外的历史角度来看，并购套利是获得稳定回报的一种相对低风险的对冲基金投资策略，该策略表现出高度周期性，市场繁荣时获得超越市场的正向收益。

图 8 S&P 的并购套利指数



资料来源：《Merger Arbitrage》by Thomas Kirchner，华泰联合证券研究所

#### 华泰联合并购重组指数

通过分析海外并购套利指数的构建与走势，我们借鉴其经验，利用并购重组数据库，也构建了一个华泰联合并购重组指数，以期对国内的并购重组市场进行刻画，并定期

跟踪和分析最新的并购重组市场动态（我们将在每周的并购重组周报中纳入华泰联合并购重组指数，并进行跟踪分析）。

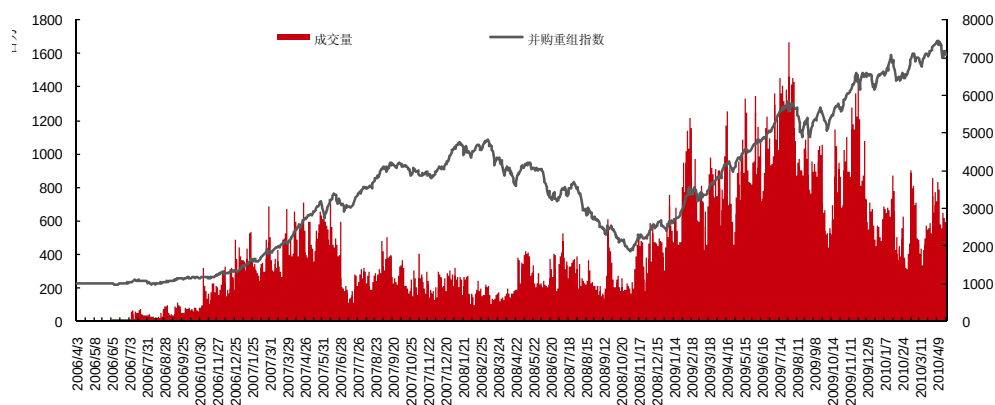
进入进出的标准同样参考海外并购套利指数的构建方法，具体如下：

**纳入：**上市公司公布并购重组公告日计入（并购重组预案）；

**剔除：**上市公司并购重组交易完成/发布预案一年后（不管上市公司重组完成与否）/并购重组中止。

通过构建该指数，我们发现其与海外的并购套利指数具有同样的特性和趋势，也表现出高度的周期性，但市场繁荣时表现出更好的上升趋势，市场低迷时也不能够幸免，但相对跌幅有限。

**图 9 华泰联合并购重组指数**



资料来源：华泰联合证券研究所

### 华泰联合证券股票评级标准

增 持      未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上  
中 性      未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间  
减 持      未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

### 华泰联合证券行业评级标准

增 持      行业股票指数超越大盘  
中 性      行业股票指数基本与大盘持平  
减 持      行业股票指数明显弱于大盘

### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

### 深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层  
邮政编码：518001  
电    话：86 755 8249 3932  
传    真：86 755 8249 2062  
电子邮件：lzrd@lhqz.com

### 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层  
邮政编码：200120  
电    话：86 21 5010 6028  
传    真：86 21 6849 8501  
电子邮件：lzrd@lhqz.com