

傲慢与偏见下的超预期

—ST 股票的数量化精选策略



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

曹力

SAC 执业证书编号:S1000510120026

(0755)8208 0141

caoli@mail.htlhsc.com.cn

联系人

陈杰

(0755)8212 5171

chenjie@mail.htlhsc.com.cn

- ST 股票有自己独特的逻辑来实现投资价值。尽管 ST 股票的基本面都存在问题，但是市场表现却非常抢眼。自 2007 年以来，ST 指数每年都显著战胜了沪深 300 指数！ST 股票是一个值得好好挖掘的投资金矿。
- 本报告给出了一个 ST 精选策略：自 2007 年 4 月至 2011 年 4 月的 4 年间，ST 精选策略取得了 121.59% 的投资收益！同期 ST 全组合的收益为 95.12%，中证 500 的收益率为 23.91%，沪深 300 的收益率为 -10.28%。
- ST 精选策略的逻辑。第一步是依据每期 ST 财报中的十大流通股东，从所有 ST 股票中挑选出已有机构进驻的 ST 股票，以此保证基本面的相对优质。第二步是在第一步基础上继续优选。依据 ST 股票特有的投资逻辑，找出最适合 ST 股票投资的量化指标。基于优选出的量化指标，对第一步选出的股票进行重要性打分，选取打分排名靠前的 ST 股票最终形成 ST 精选策略的投资组合。
- 投资组合包含的股票数量越少时，本策略的相对优势越明显。测试证明，剔除 *ST 股票对本策略的收益没有明显影响。
- 本报告最后给出了两份最新一期的 ST 精选策略的股票组合名单：包含 *ST 和不包含 *ST 股票。

目 录

一、傲慢与偏见下的 ST 板块	4
ST 板块概况.....	4
超预期的坏孩子	5
二、选择 “摘星脱帽”？——策略优势不稳定	6
三、ST 精选策略.....	7
第一步：找出有机构进驻的 ST 股票.....	7
第二步：综合考量并按重要性打分	8
ST 股票选股策略	10
浓缩版的 ST 精选策略，效果更优	14
安全版的 ST 精选策略，效果依旧	14
四、最新一期的策略组合	15
风险提示	16

图表目录

图 1:	A 股市场 ST 股票个数逐年变化	4
图 2:	摘星脱帽后的股票表现	7
图 3:	摘星脱帽后的相对强弱	7
图 4:	有机构进驻的筛选方法	8
图 5:	有机构进驻的 ST 组合的相对强弱	8
图 6:	ST 精选策略、中证 500 和沪深 300 指数的收益对比	11
图 7:	ST 策略精选、ST 全组合、中证 500 和沪深 300 指数的净值走势	11
图 8:	ST 精选策略的相对强弱	12
图 9:	打分排名前 20、打分排名后 20、打分排名前 5 的对比	13
图 10:	不同数量的 ST 股票组合的净值	14
图 11:	不同股票数量 ST 股票组合的相对优势	14
图 12:	剔除*ST 前后的净值走势（2005.4—2011.4）	14
图 13:	剔除*ST 前后的相对强弱（2005.4—2011.4）	14
表格 1:	ST 板块指数（大智慧 993072）年收益和沪深 300 指数比较	6
表格 2:	不同的“优选”逻辑	8
表格 3:	ST 精选策略、中证 500 和沪深 300 指数的收益	10
表格 4:	最新一期 ST 精选策略组合	15
表格 5:	最新一期 ST 精选策略组合（剔除*ST）	15

要想能够持续并合理地获得由于平均业绩的机会，投资者必须遵循以下两种策略：

- (1) 具有内在稳健性和成功希望的策略；
- (2) 在华尔街并不流行的策略

-----本杰明·格雷厄姆《聪明的投资者》

一、傲慢与偏见下的 ST 板块

ST 板块概况

ST 是英文 Special Treatment 缩写，意即“特别处理”。该政策针对的对象是出现财务状况或其他状况异常的。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)，由于“特别处理”，在简称前冠以“ST”，因此这类股票称为 ST 股。

ST 公司的基本分类为：

*ST---公司经营连续三年亏损，退市预警。

ST----公司经营连续二年亏损，特别处理。

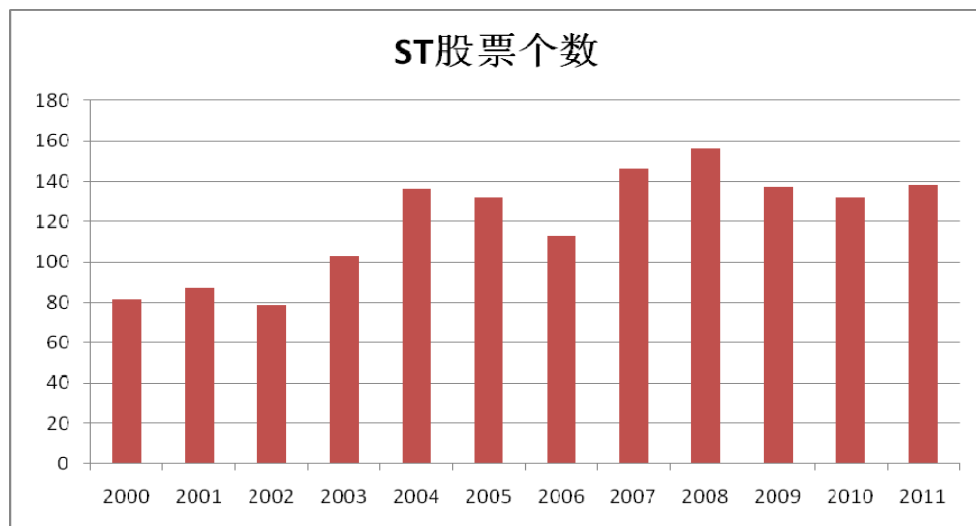
S*ST--公司经营连续三年亏损，退市预警+还没有完成股改。

SST---公司经营连续二年亏损，特别处理+还没有完成股改。

S----还没有完成股改

我们在每年的年初统计 A 股市场上 ST 股票的个数：

图 1： A 股市场 ST 股票个数逐年变化



资料来源：华泰联合证券研究所，天软科技

以目前 A 股市场 2000 个股票计算，2011 年 ST 股票个数 138 个，约为总股票数的 7%， 仍然是不可忽视的一个板块。

超预期的坏孩子

ST 公司因为糟糕的财务状况，被很多持有常规看法的投资者视为“垃圾公司”。但是垃圾中也有黄金，美国华尔街就曾出现一位赫赫有名的垃圾债券之王迈克·米尔肯。70 年代，20 岁出头的米尔肯最先关注到了低等级债券的巨大潜在投资价值，但又是一个几乎没有竞争的市场，他先进入并垄断了这个市场，赚取了数十亿美元的利润，成为 J.P. 摩根以来美国金融界最有影响力的风云人物，深刻影响了美国的证券业发展的历史。

中国的 ST 公司板块也是一个并不完全竞争的市场。首先，大部分的机构投资者，比如保险，基金，券商资产管理等，出于“价值投资的理念”和内部风险控制制度的要求，禁止投资经理投资于 ST 板块，即便允许投资 ST 公司的机构，也对这种“高风险”投资做出了非常严格的限制。因为 ST 公司有非常多的重组和资本运作，有更多靠内幕消息获利的可能性，使得监管层对于投资它们的投资者有更多的关注和过问，这给试图投资于 ST 公司的投资者也增加了压力。

对 ST 公司一刀切式的制度，类似于父母在管教小孩时常有的告诫：不要和那些坏孩子来往。ST 公司在这种偏见下，就被认为是证券市场上的坏孩子。

但是投资和管教子女不同，投资股票的收益很大程度上取决于所投资的公司未来能否超过市场预期能力。如果公司不能超过市场预期，股价基本上不会有超越大盘的表现。坏孩子通常有很高的超预期能力，ST 公司作为市场上的坏孩子，市场对它们的预期已经非常低，它们超越预期的能力非常强，只要停止变坏和稍稍变好一点就够了。

2003 年颁布的《上市公司收购管理办法》对要约收购和豁免严格规定的背景下，由于 ST 公司本身股价低，财务状况差，使得 ST 公司很可能被成为廉价收购的对象，收购 ST 股票很可能获准要约收购豁免，这样能大大减少收购的成本。另外，中国公司上市的审核制流程较长，成本很高。作为已上市公司，ST 股票的“壳价值”更被市场看重。上市公司的数量是衡量地方政府业绩的一个重要指标，保证壳资源不退市，通常是地方政府的一个底线，被当作政治任务来看待。

A 股市场的中国特色使得 ST 公司的退市概率较小，而重组保壳的希望非常大。据统计，1985 年到 2008 年的 23 年内，美国纳斯达克市场总共有 12965 家公司退市，而新增上市公司 11820 家，退出公司多于新增公司（不含 OTCBB 挂牌公司）。与美国这种宽进宽出，靠市场优胜劣汰的机制相对照的是，2001 年至 2010 年，A 股市场只有 44 家退市后转入三板，其中在 2001 至 2005 年，有 34 家公司被退回到了三板；到了 2006 年股改以后，退市的股票数量明显减少，仅有 10 家，距离目前最近的一家是 2008 年 4 月 28 日退市后转入三板的*ST 联谊（400057）。

正因为普遍偏见导致的 ST 板块的不完全竞争，和中国特色的保壳运动，使得 ST 公司能够以自己独特的逻辑来实现投资价值。最近几年 ST 板块的整体收益大幅度好于沪深 300 指数：

表格 1: ST 板块指数（大智慧 993072）年收益和沪深 300 指数比较

年份	ST 指数收益	沪深 300 收益	ST 指数超额收益
2007	202.34	161.55	40.79
2008	-54.79	-65.95	11.16
2009	127.07	96.71	30.36
2010	7.66	-12.51	20.17
2011 (截止 5.12)	16.20	0.02	16.18

资料来源：华泰联合证券研究所，天软科技

我们选择了大智慧的 ST 板块指数来和沪深 30 指数对比，该指数的成分股是全部的 ST 公司，每半年调整成分股。相信这个表格可以让很多不太关注 ST 板块的投资惊讶，简简单单将所有 ST 股票都买下来持有，在过去的 5 年内，每年都以大幅优势战胜了沪深 300 指数，完全是超级明星基金的表现。今年以来在沪深 300 几乎无涨幅的情况下，ST 股票总体获得了 16.18% 的回报，足以排在全部基金排名榜的第一名。特别是在明显下跌的 2008 年，ST 股票也跌得比市场少！这些事实说明 ST 股票是高风险的投资的看法需要重新审视。或许，我们过去在对待 ST 公司时，持有了太多的傲慢与偏见。

二、选择“摘星脱帽”？——策略优势不稳定

“摘星脱帽”是 ST 股票摆脱悲惨身世的最重要方式。投资者和市场对于“摘星脱帽”题材的也一直是追踪热点。从“摘星脱帽”的制度要求来看，“摘星脱帽”的 ST 股票必须达到主营业务正常运营（经审计最近年度净利润为正值）或是扣除非经常性损益后的净利润为正值的财务要求。“摘星脱帽”是制度和监管机构对于股票摆脱退市风险的标志性事件。

ST 股票的“摘星脱帽”，对其股价往往很较强的提升作用。从投资逻辑和投资者行为金融的角度上看，第一、相比于其他股票，投资者更关注 ST 股票的风险，进而在投资中回避 ST 股票，导致了 ST 股票出现了超跌情况；而当 ST 股票“摘星脱帽”恢复正常身份之后，投资者往往会降低对该股票的风险厌恶程度，甚至不再将其当作高风险股票；第二、机构投资者往往面临不许投资 ST 股票的投资限制。“摘星脱帽”后该限制解除；第三、ST 股票“摘星脱帽”后股价对于其业绩改善的弹性较大。第四、市场有时会将“摘星脱帽”看作是“脱胎换骨”式的变化，甚至出现了将某些“摘星脱帽”的 ST 股票当作新股投资的现象。

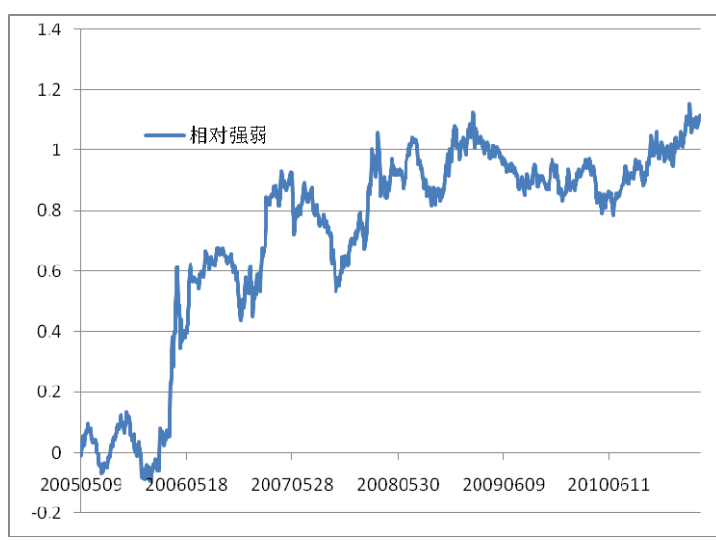
为了验证“摘星脱帽”的威力，我们在每个季度最后一天，将本季度内“摘星脱帽”成功的股票选作下季度的投资标的。所有“摘星脱帽”的 ST 股票在投资组合中的权重为均配。每个季度最后一天换仓一次。

图 2: 摘星脱帽后的股票表现



资料来源: 华泰联合证券研究所, 天软科技

图 3: 摘星脱帽后的相对强弱



资料来源: 华泰联合证券研究所, 天软科技

从测试结果来看, ST“摘星脱帽”的相对优势集中体现在 2006 年第 2 季度和 2008 年第 1 季度。除此之外的时间段内, ST“摘星脱帽”的上涨动力并不持久, 并存在较大回撤。数据证明了市场并没有真正认可“摘星脱帽”股票的基本面和价值。市场中热热闹闹的“摘星脱帽”股价飙升行情, 往往发生在“摘星脱帽”事件发生前后很短的时间内, 热度稍为平复后, “摘星脱帽”的魔力不再。

测试表明: 对于已经“摘星脱帽”, 脱离苦海的“前 ST”股票, 虽然可能仍存在较好的获利机会, 但 ST 股票身上的共有市场特质随着“摘星脱帽”逐渐消失, 此时需要更多的个股研究才能进一步在“前 ST”股票中选出优异的投资标的。所以, 目前还在“ST”苦海中的那些股票, 才是我们发掘投资策略的对象。

如何选择“摘星脱帽”前的 ST 股票? 下面我们给出一个 ST 精选策略, 帮助大家把握那些还没有“摘星脱帽”的 ST 股票的投资机会。

三、ST 精选策略

我们的 ST 股票精选策略将分两步进行:

第一步: 找出有机构进驻的 ST 股票

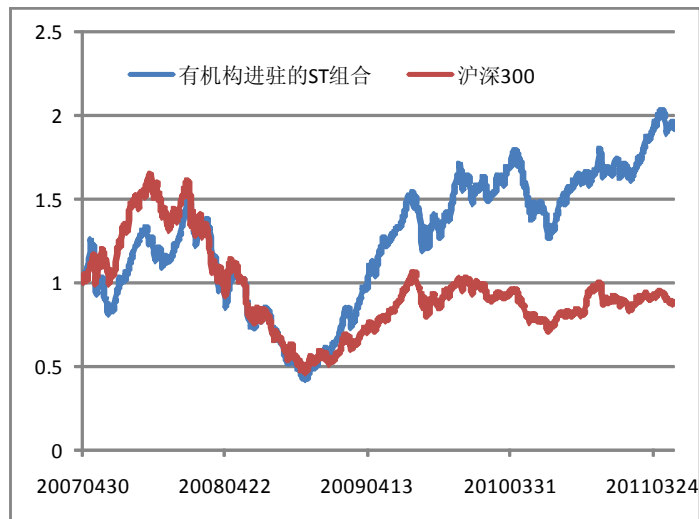
ST 股票相比其他股票, 风险因素和基本面情况显得更为重要。第一步初次筛选的目的就是为了首先在基本面方面做好把关, 尽可能保证进入后续步骤的 ST 股票都有相对更优的基本面和未来改善预期。

我们没有采用对股票财务报表逐项分析的方法, 我们选择了一个“讨巧”的方法: 利用机构投资者的投资决策行为为我们指出基本面和改善预期更优的 ST 股票。我们设定的初选方法是: 有机构进驻。

下文的测试中使用的测试时间段为 2007 年至今。之所以没有选择 2007 年之前的数据进行测试, 是因为 2007 年之前机构投资者投资 ST 股票的情况非常少, 能够进入初选股票池的 ST 股票数目过少。

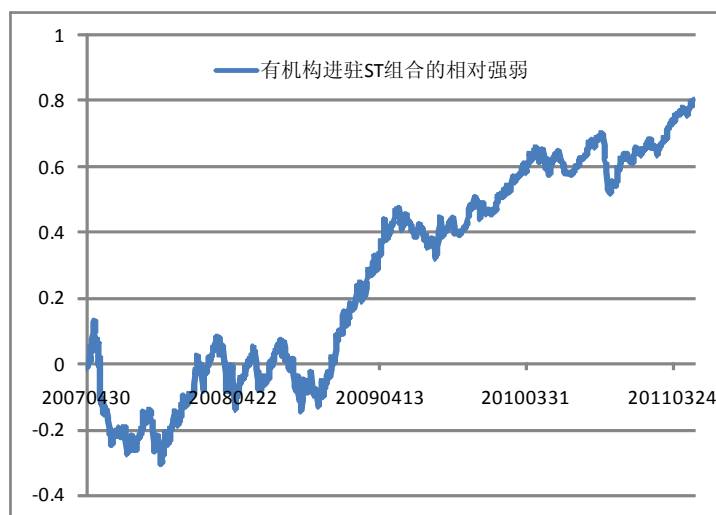
在 ST 股票的财报（包含年报、半年报和季报）中十大股东中搜索机构投资者的身影和持仓比例。所谓的机构投资者包含“证券投资基金”、“证券投资公司”、“资产管理公司”、“社保”。有机构投资者进驻的股票进入第二步筛选程序。

图 4. 有机构进驻的筛选方法



资料来源：华泰联合证券研究所，天软科技

图 5. 有机构进驻的 ST 组合的相对强弱



资料来源：华泰联合证券研究所，天软科技

第二步：综合考量并按重要性打分

符合初次筛选要求的ST股票可能数量较多。如果经过初次筛选进入备选股票池的股票数量超过20只，则需再经过第二步的筛选程序，将最终投资的股票数量筛减至20支。如果第一步得出的股票数量小于20支，则直接进入最终投资组合。

我们一直将最终投资组合保持在20支左右，主要是考虑ST股票一般市值较小，市场深度不足。对于大资金或是以指数化投资的角度考虑，必须提供足够多的投资标的以容纳大资金投资。同时适当增加ST股票的投资数目，也能分散化个股风险。

加入什么指标进行打分，可以见仁见智。我们挑选了一些认同度高的筛选方法，见下表：

表格 2：不同的“优选”逻辑

策略对象	排序	投资逻辑
收益率	顺序	动量方法投资 ST 股票：追涨
收益率	逆序	反转方法投资 ST 股票：抄底
换手率	顺序	寻找市场交易活跃的 ST 股票
换手率	逆序	寻找市场交易沉寂的 ST 股票
价格	顺序	寻找 ST 股票中的低价股
流通市值	逆序	寻找小市值的 ST 股票
流通市值	顺序	寻找大市值，保证该股票有足够的市场深度

机构投资者持仓比例	顺序	寻找过去一个季度中机构持股比例最高的 ST 股票
机构投资者增持比例	顺序	寻找过去一个季度中机构增持最多的 ST 股票
户均持股	顺序	寻找筹码最为集中的 ST 股票
股东人数	逆序	寻找筹码最为集中的 ST 股票
该股票所在省份的 ST 股票个数	逆序	衡量所在地域壳资源相对稀缺的 ST 股

资料来源：华泰联合证券研究所，天软科技

在展示选取不同投资逻辑的效果之前，介绍一下计算方法：

在每年的 4 月 30 日和 10 月 31 日进行调仓。按照信息披露要求，上述两个时点前，公司的年报、半年报和季报均已披露，我们可以在上述两个时点对比相邻两期的财报，获得初选股票池。初选方法：最新财务报表中的十大股东中出现了机构进驻。

得到最终投资组合后等权配，持有到下一个调仓时点。投资模拟过程考虑了因停牌和涨跌停无法买入或卖出的情况。

经过测试，我们将不同优选方法的配对测试结果总结如下：

收益率影响效果适中。高收益率长期看有较强的优选效果，但是历史中也出现了相对优势指标的较大回撤。说明单凭高收益筛选 ST 股票，短期风险较大，测试结果印证了投资经验：ST 股票的业绩通常是集中爆发，股价或相对优势能持续走强的机会比较小。选择出 ST 股票是一项技术，找到更好的买卖点更是一项投资 ST 股票的艺术。低收益率没有明显的优选效果，说明股价近期没有启动的 ST 股票不是好的投资标的。

换手率反映了市场对于 ST 股票的关注程度，高换手率的优化效果非常明显，且期间回撤明显小于高收益率。“换手率高，市场关注度高，是 ST 股票行情启动的催化因素和先行指标。”我们的测试结果证实了这样的市场投资经验。换手率低没有明显的优化效果。

流通市值的优化效果不显著，无论是大市值还是小市值都没有体现出持续显著的相对优势。ST 股票通常已经是小市值，所以在 ST 股票中再去区分大小市值的实际投资效果不大。测试说明了市值因素不是 ST 股票收益变化的主要驱动因素。

机构投资者持仓比例有显著的优化效果，高持仓比例一定程度上反映了机构投资者对于该支 ST 股票未来发展的确定程度，体现的是机构对于重仓的 ST 股票的认同度高。测试发现选择机构投资者持仓排名靠前的投资组合，夏普率有非常显著的提升。

机构增仓比例也有显著的优化效果。与高持仓比例类似，机构投资者愿意在短期内大幅加仓，一样反映了机构投资者对于股票未来业绩改善的确认。在研究中，我们也发现机构持仓的排名和机构增仓的排名差异不大。相比于机构持仓比例，机构增仓比例的夏普率略高一点。

户均持股高和股东人数少，主要是想测试 ST 股票筹码集中程度高的优化效果。测试结果显示，单纯的加入筹码集中度的优化效果不稳定，相对优势的波动幅度要大于其他优选指标

该股票所在省份的 ST 股票个数：我们尝试用这个指标来刻画出一个 ST 股票作为壳资源的珍贵程度。一个省份的 ST 股票数目越少，我们就姑且认为这个省的 ST 股票作为一个壳资源就更加宝贵，保壳的动力更大。

换个思路来评价 ST 的壳重要性，或是评价其他相关部门对于保壳的重视度，我们可以通过一个地区上市公司的数目多少来刻画。例如，新疆上市公司很少，所以如果我们可以尝试考虑这样的逻辑：新疆的有关当局，对于属于新疆的 ST 股票会给予更大的支持，更有可能将优质资源注入新疆的 ST 股票，或是更积极的推动该 ST 股票重组，以保证该 ST 股票不被退市。测试效果来看，这样的思路得到了数据的印证，选择上市公司数目少的省份的 ST 股票，有较为明显的优化作用。一个省份的 ST 股票数目和上市公司数目有相关性，所以这两种优化方法的差异不大。

ST 股票选股策略

策略流程

我们的选股策略的流程如下：

Step1. 每年的4月30日和10月31日，定期遍历所有ST股票相邻两期的财务报表，找出有机构投资者进驻的ST股票构建初选股票池。剔除在4月30日和10月31日停牌的 ST 股票。

Step2. 对Step1的挑出的ST股票做再次筛选。筛选方法是依据我们给出的因素重要性进行排序、打分，最后计算总得分。如果Step1中得出的初选股票数不超过20支，则将初选股票池直接作为最终投资标的。

下面演示的收益效果中，我们选用的优化指标，按照重要性排序如下：机构增持比例、机构持仓比例、高换手率、壳资源珍贵程度。

Step3. 根据step2中的得分情况，抽取得分前20的股票进入最终投资组合。

Step4. 每年的4月30日和10月31日，进行调仓。如某只股票在4月30日和10月31日出现涨停或跌停，则顺延至第一个非涨/跌停日进行买入和卖出。

策略效果

自2007年4月开始到2011年4月为止，共计8个投资期的收益结果统计如下表。

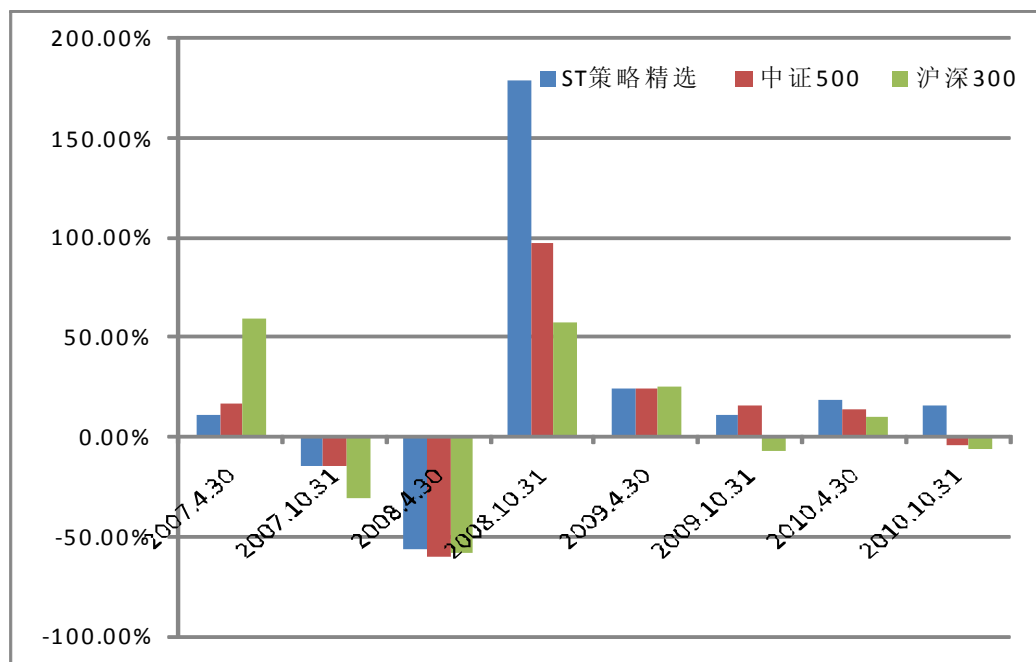
表格 3：ST 精选策略、中证 500 和沪深 300 指数的收益 (2007.4.30_2011.4.30)

投资期间	ST 策略精选	中证 500	沪深 300
2007.4.30—2007.10.31	11.32%	16.56%	59.85%
2007.10.31—2008.4.30	-14.70%	-14.22%	-30.40%
2008.4.30—2008.10.31	-55.93%	-59.98%	-57.98%
2008.10.31—2009.4.30	179.43%	97.58%	57.66%
2009.4.30—2009.10.31	24.32%	24.03%	25.07%
2009.10.31—2010.4.30	11.23%	15.96%	-6.49%
2010.4.30—2010.10.31	18.73%	13.90%	10.19%
2010.10.31—2011.4.30	15.41%	-4.32%	-5.54%
整个期间的收益率	121.59%	23.91%	-10.28%

资料来源：华泰联合证券研究所，天软科技

下图表明了ST精选策略、中证500和沪深300的在每个投资期内收益率之间的关系：

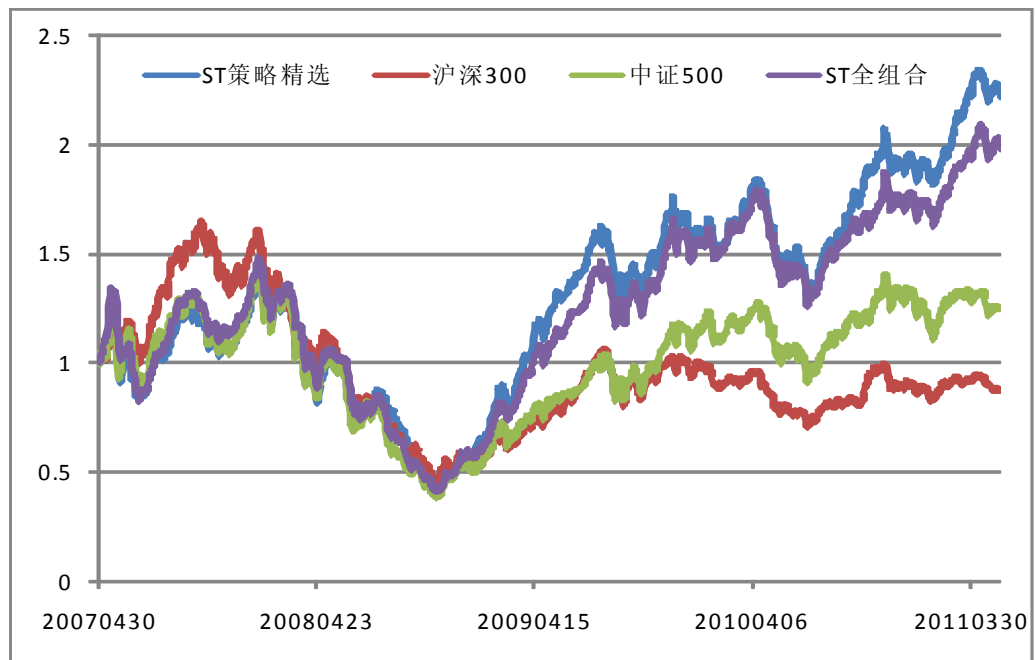
图 6、ST 精选策略、中证 500 和沪深 300 指数的收益对比(2007.4.30_2011.4.30)



资料来源：华泰联合证券研究所，天软科技

下图为ST精选策略、ST全组合、中证500和沪深300指数之间净值的关系：

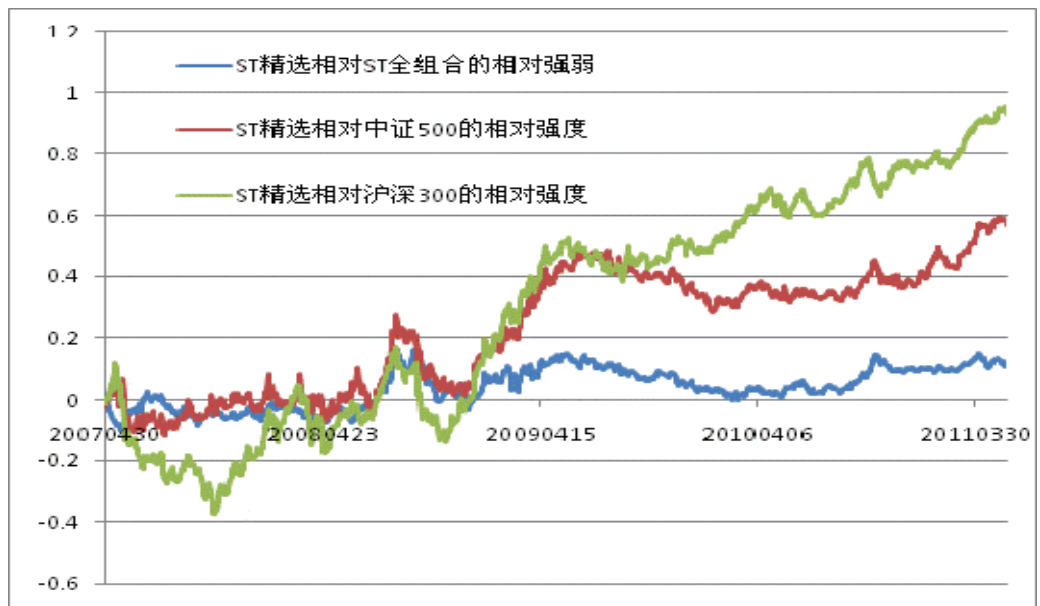
图 7、ST 策略精选、ST 全组合、中证 500 和沪深 300 指数的净值走势(2007.4.30_2011.4.30)



资料来源：华泰联合证券研究所

相对强弱为ST策略的收益率与标杆指数收益率的对数差。当相对强弱上升时，表明策略的表现优于标杆指数。

图 8、ST 精选策略的相对强弱(2007.4.30_2011.4.30)



资料来源：华泰联合证券研究所，天软科技

总结ST策略的表现，我们发现在市场处于强趋势下，ST策略的优势不明显。当市场处于震荡市时，ST策略的优势非常明显。在上图中可以看出，自2009年之后，ST精选策略的优势非常显著。所以，在目前市场状况下，使用ST精选策略是一种非常合适的投资机会。

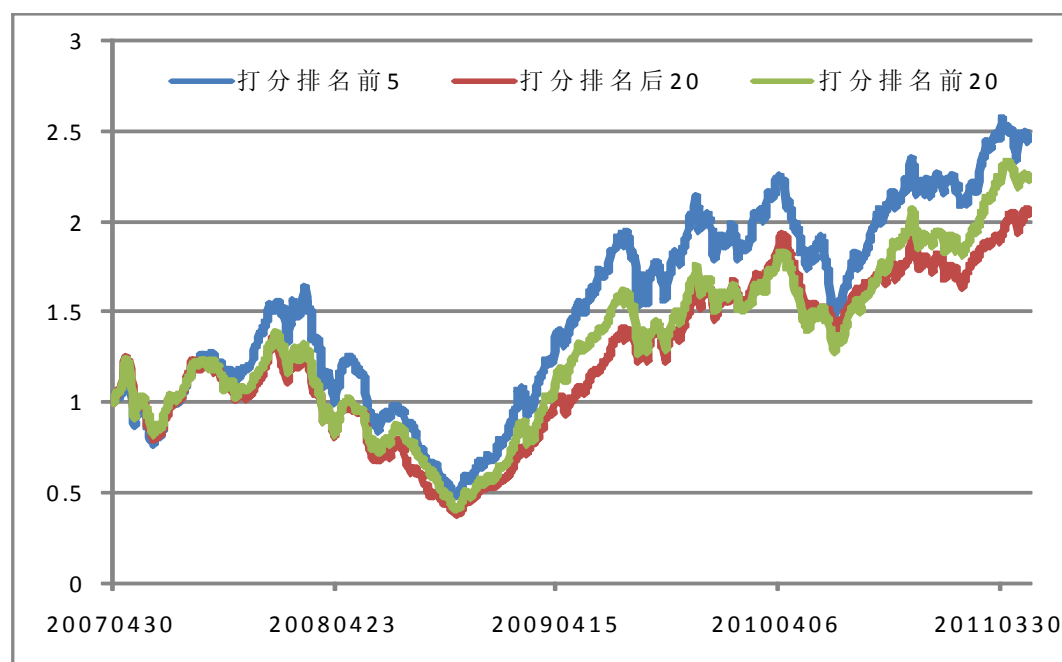
最后，我们通过下面两个测试说明使用ST精选策略的优点：

第一、通过ST精选策略的打分系统，我们量化了ST股票的投资价值。如果能够选择排名更为靠前的ST股票，例如从高到低的选择5支股票，则选股效果更为明显、稳定。

第二、通过ST精选策略的打分系统，能够规避和区分差的ST股票。我们选取了打分排名最后20名的ST组合进行测试，发现最后排名20的ST组合走势明显弱于打分排名前20位的组合。

下图表明了ST精选策略（打分排名前20）、打分排名后20、和打分排名前5的组合在2007年4月至2011年4月间的净值走势：

图 9、打分排名前 20、打分排名后 20、打分排名前 5 的对比(2007.4.30_2011.4.30)

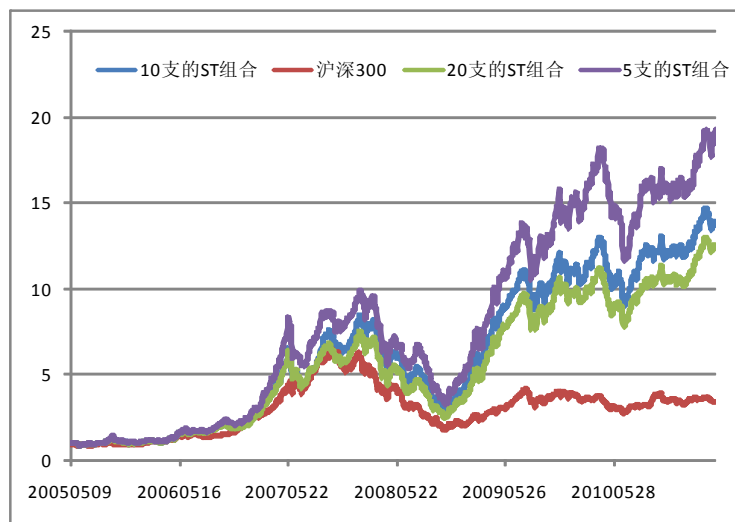


资料来源：华泰联合证券研究所，天软科技

浓缩版的 ST 精选策略，效果更优

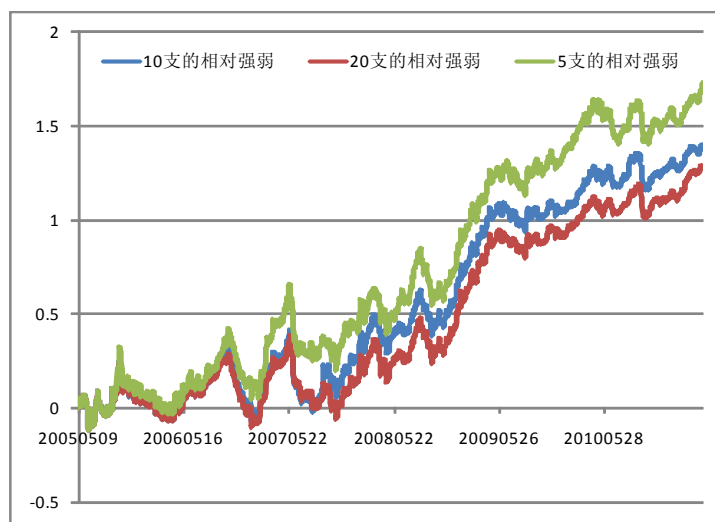
在考虑ST精选策略的股票数量时，我们考虑ST股票一般市值较小，大资金投入会对股价产生较大冲击，所以将ST策略包含的股票数量放大至二十支。如要资金数量比较小，则可以适当缩小ST精选策略包含的股票数量，比如只选择重要性打分前十，或者前五的ST股票，则ST精选策略的效果会更好。下图是分别选择五支、十支和二十支ST股票的投资情况：

图 10、不同数量的 ST 股票组合的净值



资料来源：华泰联合证券研究所，天软科技

图 11、不同股票数量 ST 股票组合的相对优势



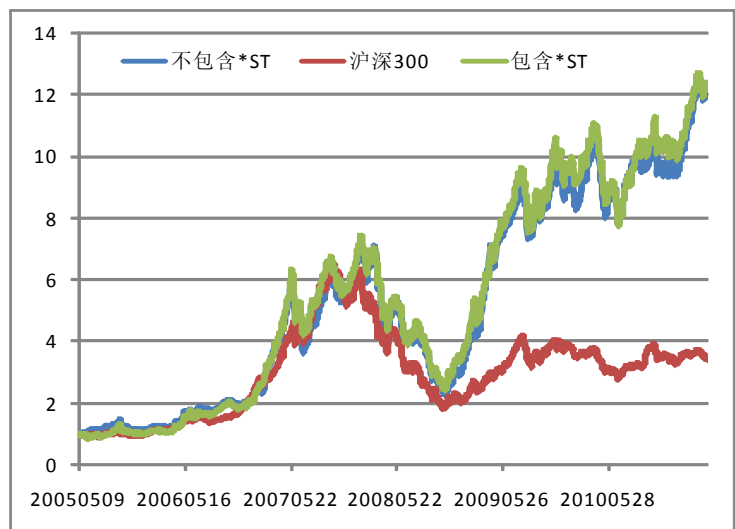
资料来源：华泰联合证券研究所，天软科技

安全版的 ST 精选策略，效果依旧

*ST 股票相对 ST 股票而言，基本面更为恶劣，所承担的退市风险更大。如果投资者担忧*ST 股票的风险，则可以在使用本策略时剔除所有*ST 的股票，增加整个策略组合的安全性。

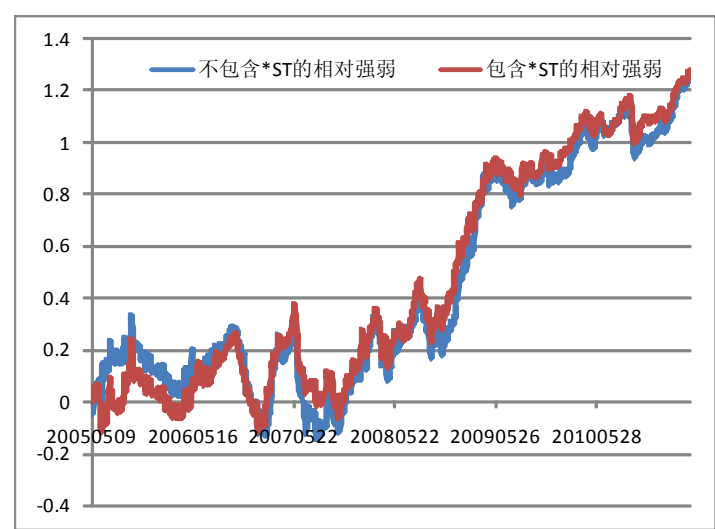
测试发现，是否剔除*ST 对于整个策略的收益影响不大。对于风险要求更高的投资者，可以放心的将*ST 股票剔除。

图 12、剔除*ST 前后的净值走势（2005.4—2011.4）



资料来源：华泰联合证券研究所，天软科技

图 13、剔除*ST 前后的相对强弱（2005.4—2011.4）



资料来源：华泰联合证券研究所，天软科技

四、最新一期的策略组合

下表显示了最新一期策略的股票组合，股票按照打分结果由高到底排列：

表格 4：最新一期 ST 精选策略组合

股票名称	股票代码	精选排序
ST 东源	000656	1
*ST 南方	000716	2
*ST 通葡	600365	3
*ST 偏转	000697	4
*ST 盛工	600335	5
ST 厦华	600870	6
ST 汇通	000415	7
ST 张家界	000430	8
ST 唐陶	000856	9
*ST 金花	600080	10
*ST 华控	000607	11
ST 科龙	000921	12
ST 长信	600706	13
*ST 金马	000602	14
*ST 昌九	600228	15
ST 中源	600645	16
ST 甘化	000576	17
ST 东海 A	000613	18
*ST 威达	000603	19
*ST 宝诚	600892	20

资料来源：华泰联合证券研究所，天软科技

下表是初选时剔除了所有的*ST股票后的最新策略组合：

表格 5：最新一期 ST 精选策略组合（剔除*ST）

股票名称	股票代码	精选排序
ST 东源	000656	1
ST 汇通	000415	2
ST 厦华	600870	3
ST 唐陶	000856	4
ST 张家界	000430	5
ST 长信	600706	6
ST 科龙	000921	7
ST 甘化	000576	8
ST 中源	600645	9
ST 东海 A	000613	10
ST 安彩	600207	11

ST 百花	600721	12
ST 新太	600728	13
ST 能山	000720	14

资料来源：华泰联合证券研究所，天软科技

风险提示

本报告中的所有模型都是根据历史数据建立和测算的，虽然有样本外跟踪，但图表中展示的效果亦是基于历史数据，并不必然保证未来有同样好的收益。本报告中的所有模型和结论只供投资者参考，并不能完全排除未来的风险。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

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 2011 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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn