



**CICC**  
中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED

## 组合与量化策略

证券研究报告

2012 年 4 月 24 日

A 股市场

研究部

汪超<sup>1</sup>

分析师, SAC 执业证书编号: S0080511010018  
wangchao@cicc.com.cn

### 事件驱动策略专题

## 退市新规启示: “抢帽子”不如“摘帽子”

### 投资要点:

- ▶ **创业板退市新规彰显监管层力推价值投资决心。**本次创业板退市制度的出台体现了三个方面的意义: 1) 对借壳上市规定较其他市场严格, 创业板中连续两年亏损后的退市率会大幅攀升; 2) 创业板退市标准增多, 单项标准要求从严; 3) 强调退市信息披露; 对虚假、诚信缺失行为零容忍。**退市制度短期抑制创业板整体估值水平, 长期有利于引导市场价值投资理念。**退市制度的正式出台意味着创业板“零退市”制度弊端的终结。1) 从短期投资角度来看, 新的退市制度提升了创业板公司的潜在风险, 将降低创业板公司整体的估值水平; 2) 从长期投资角度来看, 创业板退市制度的调整使得市场重新恢复了优胜劣汰机制, 绩差公司难以再滥竽充数, 投资理念将更注重公司的价值投资。
- ▶ **“戴帽”股票的投机风险陡增。**对于 ST 及 \*ST 等戴帽公司, 一旦有明确的退市机制, 其整体板块的估值体系则需要重新评估。其中, 暂停上市的 23 家 \*ST 公司退市概率较大; 而目前尚未暂停上市的 \*ST 股但 2011 年年报披露净利润为负或年报未披露的业绩预告为预减、略减、首亏、续亏类型的公司, 退市风险也在加大。这些“戴帽”股票即使作为投机标的, 也是风险巨大的。
- ▶ **股票“摘帽”事件有显著的 alpha 效应。**绩差股“摘帽”有基本面原因支撑, 或由于业绩增长, 或发生重大资产重组。具体分析历史上 537 例“摘帽”事件案例, 有几点发现: 1) “摘帽”股票中期走势好于市场整体表现; 2) ST 类股票在业绩预增预告披露后、重组草案公告日后以及年报披露日之前大幅跑赢市场。从策略角度上, 我们建议追求绝对收益投资者对于“摘帽”事件驱动的投资机会可以把握: 1) 业绩预增使得有摘帽预期的 ST 类股票三个月内有超额收益机会; 2) 年报公告日与摘帽日之间的 ST 类股票存在超额收益机会; 3) 已经公告重大资产重组的 ST 类股票有中期超额收益的机会。

### 相关报告:

2011.11.30 《事件驱动策略专题——股利分配探析: “抢权”高送转下的成长预期》

2011.10.11 《事件驱动策略专题——不破不立, 从“破发”中寻求安全边际》

2011.09.06 《事件驱动策略专题——股权激励事件前因后果: 寻找与管理层共赢的投资线索》

2011.08.11 《事件驱动策略专题——业绩预告信息驱动的投资逻辑》

2011.06.29 《事件驱动策略专题——从定向增发的股票中寻找 alpha》

<sup>1</sup>报告贡献人: 刘健 (liujian3@cicc.com.cn), 李求索 (liqs@cicc.com.cn)

## 目录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 退市新规彰显监管层力推价值投资决心 .....    | 3  |
| ST 类股票“摘帽”有其基本面原因 .....    | 8  |
| 股票“摘帽”事件驱动的 alpha 机会 ..... | 12 |
| “摘帽”事件驱动投资策略推荐 .....       | 16 |

## 图表

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图表 1: 历年因不同原因退市的公司数统计 .....              | 3  |
| 图表 2: 1995-2011 年美国两大股市退市公司数统计 .....     | 3  |
| 图表 3: 我国有关退市制度的文件发布时间以及主要内容 .....        | 4  |
| 图表 4: 美国和日本上市公司退市的标准 .....               | 5  |
| 图表 5: 境外创业板市场公司退市去向及市场反应 .....           | 5  |
| 图表 6: 尚未暂停上市的*ST 股但业绩仍然亏损的公司退市概率较大 ..... | 6  |
| 图表 7: 暂停上市的*ST 公司退市概率较大 .....            | 7  |
| 图表 8: ST 类股票类型分布 .....                   | 8  |
| 图表 9: ST 类股票业绩预告情况 .....                 | 8  |
| 图表 10: 当前 ST 类股票重组进度分布 .....             | 8  |
| 图表 11: 实施 ST 以后的结果分布 .....               | 8  |
| 图表 12: 历年实施特别处理的公司数比较 .....              | 9  |
| 图表 13: 戴星戴帽次数占比 .....                    | 9  |
| 图表 14: 历年摘帽摘星的公司数比较 .....                | 9  |
| 图表 15: 摘星摘帽详细原因占比统计 .....                | 9  |
| 图表 16: 首次实施 ST 股票历史表现回顾 .....            | 10 |
| 图表 17: 首次实施*ST 股票历史表现回顾 .....            | 10 |
| 图表 18: 摘帽公司一年之内累计收益优于市场 .....            | 12 |
| 图表 19: ST 和*ST 公司每年 1 季度超额收益显著 .....     | 12 |
| 图表 20: ST 类公司在预盈业绩预告公告日前后表现 .....        | 13 |
| 图表 21: 重组型 ST 类公司在重组公告日前后表现 .....        | 13 |
| 图表 22: 业绩预增的 ST 类公司在年报披露日前后表现 .....      | 13 |
| 图表 23: ST 类公司摘帽日前后表现 .....               | 13 |
| 图表 24: 重组和业绩好转类型的 ST 类股票组合投资收益分析 .....   | 14 |
| 图表 25: 一季度投资绩差股可获超额收益概率 .....            | 15 |
| 图表 26: 年报披露日期到摘帽日期的天数分布统计 .....          | 15 |
| 图表 27: 年报披露至摘帽日的超额收益表现 .....             | 15 |
| 图表 28: 预计年度可摘星摘帽的 ST 类股票（年报已披露） .....    | 16 |
| 图表 29: 预计年度可摘星摘帽的 ST 类股票（年报未披露） .....    | 17 |
| 图表 30: 当前尚未完成资产重组的 ST 类股票 .....          | 17 |

## 退市新规彰显监管层力推价值投资决心

A 股市场连续 4 年没有因连续亏损而退市的公司，历史数据估算绩差股退市概率仅有 2%，这种现象对于一个完善的资本市场而言是不完善的。比较美国 1995-2011 年期间从纽约证券交易所和纳斯达克证券交易所退市的公司情况，如图表 2 所示，可以看出“大进大出”是美国股市优胜劣汰机制及资源配置功能的充分体现，这与“形同虚设”的我国 A 股退市制度形成鲜明的对照或反差。

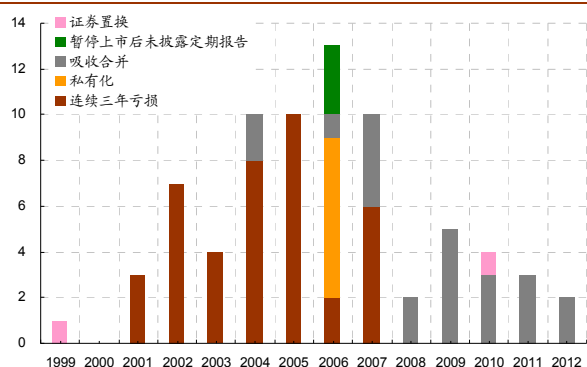
### “退市难”现象具有中国特色

由借壳上市摘星摘帽的公司在市场中占比最高，这是 A 股退市难的首要原因，这是具有中国特色的现象。由于目前新股上市采用的是审批制，对于一些企业尤其是被证监会特殊限制的个别行业上市困难，为了达到上市融资的目的，选择一些绩差股进行借壳上市就成了很多公司的无奈选择。而对于这些绩差股股东来说，这也不是一件坏事，毕竟优质资产的注入可以迅速提升其手中日益缩水的股票价值。有了存在交易需求的买卖双方，再加上 PE/VC 投资在中国的迅速崛起，一个个原本回天乏力的绩差股在走投无路之下还可通过这种借壳上市的方式咸鱼翻身。

从短期来看，借壳上市本身无论对公司对股东甚至对整个市场都是有利的。因为优质资产的注入使得股东持有的股票价值可以得以回升，若借壳上市的公司也会在一定程度上改善整体市场的基本面。但是长期来看，这种退市难现象无疑给市场带来了严重的弊端。长期的退市难问题导致股市价值投资理念的逐渐流失。没有完善退市制度的 A 股市场就像一个无法正常新陈代谢的病人；二级市场恶炒 ST 股等绩差股的现象屡禁不止，价值投资在市场中失去方向，广大中小投资者更是成为牺牲品。

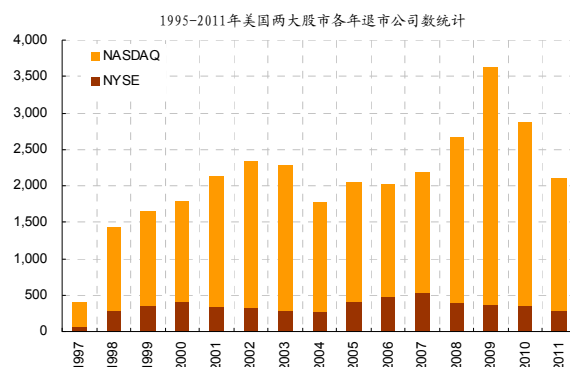
这种背景下，证监会力推退市新规，也是引导价值投资理念的重要举措。

图表 1: 历年因不同原因退市的公司数统计



资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 2: 1995-2011 年美国两大股市退市公司数统计



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

### 创业板退市规则正式发布 抑制市场短期投机行为 中长期引导价值投资理念

为促进证券市场的健康发展，保护投资者的合法权益，证监会于 2001 年 2 月 22 日发布《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》；随后，于同年 12 月 4 日发布《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法(修订)》，并明确自 2002 年 1 月 1 日起施行，

同时表明原办法废止。新《办法》中对旧办法做了一些修改，不仅明确了暂停上市、恢复上市以及终止上市的条件，更强调了公司披露信息以及证监会决定的时效性。特别地，为进一步健全创业板市场优胜劣汰机制，提高创业板市场质量，促进创业板市场长远健康发展，在研究借鉴主板、中小企业板和海外成熟市场退市制度经验和教训的基础上，证监会又于 2011 年 11 月 29 日提出《完善创业板退市制度方案（征求意见稿）》，今年的 4 月 20 日，深交所正式发布《深圳证券交易所创业板股票上市规则》（2012 年修订），标志着创业板退市制度正式出台。另外，证监会主席郭树清于 2012 年 3 月表示，主板退市制度也有望在 2012 年上半年推出。这些有关退市制度的文件以及相关主要内容如图表 3 所示。

**图表 3：我国有关退市制度的文件发布时间以及主要内容**

| 发布时间       | 发布文件                      | 实施时间                   | 实施范围   | 关于终止上市的内容                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|------------|---------------------------|------------------------|--------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2001年2月22日 | 《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》     | 2001年2月22日-2001年12月31日 | 主板     | （一） 暂停上市的公司，在宽限期内第一个会计年度继续亏损的，或者其财务报告被注册会计师出具否定意见或拒绝表示意见审计报告的，由中国证监会作出其股票终止上市的决定；<br>（二） 公司决定不提出宽限期申请的；<br>（三） 自暂停上市之日起45日内未提出宽限期申请的或申请宽限期未获证券交易所批准的；<br>（四） 暂停上市的公司，在宽限期内第一个会计年度继续亏损的，或者其财务报告被注册会计师出具否定意见或拒绝表示意见审计报告，至宽限期截止日未公布年度报告的；<br>（五） 申请恢复上市未获中国证监会核准的。                                                                                                                                                                                                                    |
| 2001年12月4日 | 《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法(修订)》 | 2002年1月1日-现在           | 主板和中小板 | （一） 公司在法定期限结束后仍未披露暂停上市后第一个半年度报告的，证券交易所应当在法定披露期限结束后十个工作日内做出公司股票终止上市的决定。公司在法定期限内披露了暂停上市后的第一个半年度报告，但未在披露后的五个工作日内提出恢复上市申请，或提出申请后证券交易所未予受理的，证券交易所应在披露后十五个工作日内做出终止上市的决定；<br>（二） 证券交易所受理公司恢复上市申请后，经审核认为不符合恢复上市条件的，应在受理申请后三十个工作日内做出终止上市的决定；<br>（三） 公司股票暂停上市后，股东大会作出终止上市决议的，公司应当在两个工作日内通知证券交易所，证券交易所应在接到通知后的五个工作日内作出公司股票终止上市的决定；<br>（四） 公司股票恢复上市后，在法定期限结束后仍未披露恢复上市后的第一个年度报告的，证券交易所应在法定期限结束后的十个工作日内做出公司股票终止上市的决定。公司股票恢复上市后，在法定期限内披露了恢复上市后的第一个年度报告，但公司出现亏损的，证券交易所应在其披露年度报告后的三十个工作日内做出终止上市的决定。 |

资料来源：中金公司研究部通过公开信息整理

创业板退市制度体现了几个方面的意义：

1) **对借壳上市规定较严，创业板退市率或明显上升。**《上市规则》的“恢复上市”一项中，新增了暂停上市公司申请恢复上市的条件。明确要求申请恢复上市的公司须满足在暂停上市期间主营业务没有发生重大变化，并具有可持续的盈利能力；同时也对申请恢复上市过程中公司补充材料的期限做出明确限制，要求公司必须在 30 个交易日内提供补充材料，期限届满后，深交所将不再受理新增材料的申请。同时，由连续三年亏损暂停上市的公司，以扣除非经常性损益前后的净利润最小值作为恢复上市的盈利判断依据。其中“主营业务没有发生重大变化”条款限制了暂停上市的创业板公司通过其他行业公司以及母公司置换优质资产的可能，而补充材料缩短至 30 个交易日也使得公司基本不具备借壳或资产重组的准备时间。因而新规的出台将使暂停上市的公司最终退市的概率大增。

2) **创业板退市标准增多，单项标准要求从严，**《上市规则》中“暂停上市”一项，“连续两年净资产为负”的量化标准调整为“最近一个年度的财务会计报告显示当年年末经审计净资产为负”，要求标准明显从严。

同时在“暂停上市”情形中，新增了“因财务会计报告存在重要的前期差错或者虚假记载，对以前年度财务会计报告进行追溯调整，导致最近一年年末净资产为负”；

在“终止上市”的规定中，新增了三项，分别为1)公司最近三十六个月内累计受到本所三次公开谴责；2)公司股票连续20个交易日每日收盘价均低于每股面值；3)因财务会计报告存在重要的前期差错或者虚假记载，对以前年度财务会计报告进行追溯调整，导致最近两年年末净资产为负。

3) **强调退市信息披露；对虚假、诚信缺失行为零容忍。**《上市规则》分别对“暂停上市”和“终止上市”情形明确规定了风险披露频率，要求公司每五个交易日披露一次风险提示公告，在暂停上市期的时点、期限和风险提示也做出了规定。同时，《上市规则》中对于违反企业会计准则、制度和相关信息披露规范性规定的行为明显加大了惩罚力度，要求在规定的期限内披露纠正后的财务会计报告和有关审计报告。在期满之后四个月内未改正的将被暂停上市，六个月内未改正将被终止上市。

4) **实施“退市整理期”制度，设立“退市整理板”。**为了保证投资者在创业板公司退市前拥有必要的交易机会，使投资者有充足的时间处理手中持有的股票，实施“退市整理期”制度。

5) **明确退市公司去向安排。**创业板公司终止上市以后拟统一平移至代办股份转让系统挂牌，给投资者提供一个可以进行股份转让的渠道和平台。从境外创业板公司退市的情况来看，公司退市后或者进入场外市场，或者是“一退到底”。

#### 发达国家退市制度较为完善

我国的退市制度经历了十几年的变迁，形成了一个由宽松到严格的渐进式的过程，对比其他发达国家的退市制度以及境外创业板市场公司退市去向及市场反应，如图表4和5所示，可以看出我国上市公司退市制度还有待于加强，这样才能更好的维护保护投资者的合法权益，促进证券市场的健康发展。

图表4：美国和日本上市公司退市的标准

| 美国                               | 日本                            |
|----------------------------------|-------------------------------|
| (一) 股东少于600个，持有100股以上的股东少于400个；  | (一) 上市股票股数不满1000万股，资本额不满5亿日元； |
| (二) 社会公众持有股票少于20万股，或其总值少于100万美元； | (二) 社会股东数不足1000人（延缓一年）；       |
| (三) 过去的5年经营亏损                    | (三) 营业活动停止或处于半停止状态            |
| (四) 总资产少于400万美元且过去4年每年亏损；        | (四) 最近5年没有发放股息；               |
| (五) 总资产少于200万美元且过去2年每年亏损         | (五) 连续3年的负债超过资产               |
| (六) 连续5年不分红利。                    | (六) 上市公司有“虚伪记载”且影响很大。         |

资料来源：中金公司研究部通过公开信息整理

图表5：境外创业板市场公司退市去向及市场反应

| 国家/地区 | 市场       | 退市去向                                                       | 退市时的市场反应       |
|-------|----------|------------------------------------------------------------|----------------|
| 美国    | NASDAQ市场 | 退市公司大部分进入OTCBB市场，也有少部分进入粉单市场(Pink Sheets)                  | 投资者反应不大，市场压力较小 |
| 英国    | AIM市场    | 公司退市后，可以选择进入场外市场，但不是强制要求                                   | 投资者反应不大，市场压力较小 |
| 韩国    | KOSDAQ市场 | 韩国场外市场，公司退市后可以进入该市场，但不是强制性要求；公司退市后也有再次上市机制，只要符合主办要求就可以再次上市 | 投资者反映强烈        |
| 日本    | JASDAQ   | 日本有场外市场(绿单市场)，但是公司退市后很少进入这一市场，基本一退到底                       | 市场压力较小         |
| 中国香港  | GEM市场    | 香港无场外市场，公司一退到底                                             | 投资者反应不大，市场压力较小 |

资料来源：中金公司研究部通过公开信息整理

图表 6：尚未暂停上市的\*ST 股但业绩仍然亏损的公司退市概率较大

| 证券代码      | 证券简称    | 板块  | 中金行业    | 2011 年报披露日期 | 净利润(万元)     | 2011 年业绩预告日期 | 2011 年业绩预告类型 | 2011 年业绩预告净利润下限(万元) | 年初至今涨跌幅(%) |
|-----------|---------|-----|---------|-------------|-------------|--------------|--------------|---------------------|------------|
| 002114.SZ | *ST 锌电  | 中小板 | 有色金属    | 2012-03-22  | (28,208.93) | 2012-01-20   | 续亏           | (28,700.00)         | 92.07      |
| 000035.SZ | *ST 科健  | 主板  | 技术硬件及设备 | 2012-03-20  | (2,181.83)  | 2012-03-13   | 首亏           | (2,100.00)          | 0.00       |
| 000420.SZ | *ST 吉纤  | 主板  | 化工      | 2012-02-25  | (30,976.99) | 2012-01-31   | 续亏           | (32,000.00)         | 7.63       |
| 000557.SZ | *ST 广夏  | 主板  | 食品饮料    |             |             | 2012-01-20   | 续亏           | (20,004.56)         | 0.00       |
| 000576.SZ | *ST 甘化  | 主板  | 食品饮料    | 2012-02-28  | (19,581.31) | 2012-01-20   | 续亏           | (21,000.00)         | 1.80       |
| 000605.SZ | *ST 四环  | 主板  | 医疗保健    | 2012-03-09  | (183.64)    | 2012-01-31   | 续亏           | (190.00)            | 39.40      |
| 000669.SZ | *ST 领先  | 主板  | 医疗保健    | 2012-03-17  | (104.06)    | 2012-01-31   | 扭亏           | 100.00              | 26.70      |
| 000697.SZ | *ST 偏转  | 主板  | 电子元器件   |             |             | 2011-10-28   | 续亏           | (3,200.00)          | 36.53      |
| 002145.SZ | *ST 钛白  | 中小板 | 化工      |             |             | 2012-01-31   | 首亏           | (14,000.00)         | 0.00       |
| 002200.SZ | *ST 大地  | 中小板 | 建筑与工程   |             |             | 2011-10-27   | 首亏           | (4,500.00)          | 0.90       |
| 600603.SH | *ST 兴业  | 主板  | 房地产     | 2012-01-18  | (2,130.89)  | 2011-10-29   | 续亏           |                     | 0.00       |
| 600678.SH | *ST 金顶  | 主板  | 建材      | 2012-02-25  | (1,759.99)  | 2012-01-18   | 扭亏           |                     | 0.00       |
| 600691.SH | *ST 东碳  | 主板  | 钢铁      | 2012-03-28  | (5,072.35)  |              |              |                     | 12.63      |
| 600733.SH | S*ST 前锋 | 主板  | 证券      | 2012-03-15  | (2,627.21)  | 2012-01-31   | 续亏           | (3,500.00)          | 7.72       |
| 600882.SH | *ST 大成  | 主板  | 化工      | 2012-03-17  | (38,158.50) | 2012-01-31   | 续亏           |                     | 44.62      |
| 600894.SH | *ST 广钢  | 主板  | 钢铁      | 2012-02-11  | (68,921.44) | 2012-01-19   | 续亏           |                     | 10.65      |

资料来源：WIND，中金公司研究部通过公开信息整理

### “戴帽”股票的投机风险陡增

对于 ST 及 \*ST 等戴帽公司，一旦有明确的退市机制，其整体板块的估值体系则需要重新评估。其中，暂停上市的 \*ST 公司退市概率较大，此类 23 家公司的状态明细如图表 6 所示；而目前尚未暂停上市的 \*ST 股暂停上市概率较大的公司为 2011 年年报披露净利润为负或年报未披露的业绩预告为预减、略减、首亏、续亏类型的公司，此类 16 家公司明细如图表 7 所示。这些“戴帽”股票即使作为投机标的，也是风险巨大的。

但是不是“戴帽”股票就一文不值呢？显然不是，成熟市场的“反转”策略就是专门来投资绩差股中预期“业绩反转”或“基本面反转”的股票。“反转”的股票标的一旦实现反转股价将会非常显著的超额收益，这也是追求绝对收益的投资者无法不关注的一种策略。下面我们将重点剖析“摘帽”带来的 alpha 机会。

图表7: 暂停上市的\*ST公司退市概率较大

| 代码        | 名称    | 暂停上市日期     | 暂停上市原因   | 中金行业    | 当前状态                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 年报披露日期     | 净利润(万元)    | 2011年财报业绩报告日期 | 2011年财报业绩预告类型 | 预告净利润下限(万元) |
|-----------|-------|------------|----------|---------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|------------|---------------|---------------|-------------|
| 000156.SZ | *ST嘉瑞 | 2006-04-13 | 最近三年连续亏损 | 有色金属    | 深交所于2007年3月5日正式受理本公司关于恢复股票上市申请, 回复并要求公司补充提交恢复上市申请的相关资料。2011年8月16日, 本公司第六届董事会第二十九次会议审议通过了本公司重大资产重组方案, 并签署了相关协议。2011年9月5日, 本公司召开了嘉瑞新2011年第二次临时股东大会, 审议通过了公司重大资产重组方案。2011年9月6日, 中国证监会下发《中国证监会行政许可申请材料补正通知书》。2011年9月16日, 本公司收到中国证监会行政许可申请材料补正通知书。2011年9月15日下发的《中国证监会行政许可申请材料补正通知书》, 中国证监会上发[2011]220号, 新嘉瑞新材料集团股份有限公司发行股份购买资产核准》行政许可申请材料进行了审查, 经审查, 该申请材料需要补正。截至2012年3月6日, 相关回复材料正在准备过程中, 但尚未最终完成。无法在规定的时间内向中国证监会提交本次补正通知的书面回复材料。已于2011年10月28日向中国证监会申请延期报送相关补正材料。                                                                         | 2012-03-13 | 10,531.97  | 2012-01-18    | 略减            | 10,500.00   |
| 000805.SZ | *ST炎黄 | 2006-05-15 | 最近三年连续亏损 | 软件及服务   | 深交所于2007年5月18日正式受理本公司股票恢复上市申请, 截止2012年3月6日, 公司正在补充和完善恢复上市的有关文件。本公司于2012年2月14日发布了《关于筹划重大资产重组的提示性公告》, 并于2012年3月13日提交了延期公告。公司控股股东北京中金华盛投资有限公司与山东鲁商投资控股有限公司的重大资产重组事宜已达成初步意向。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | 2012-04-21 |            | 2012-01-30    | 略减            | 1,800.00    |
| 000622.SZ | *ST恒立 | 2006-05-15 | 最近三年连续亏损 | 汽车及零部件  | 深交所于2007年5月18日正式受理本公司关于恢复股票上市申请, 2008年6月30日, 公司非公开发行股票的申请未获得中国证监会审核委员会发行审核委员会审核通过。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 2012-04-26 |            | 2012-01-19    | 续亏            | (3,800.00)  |
| 000403.SZ | *ST生化 | 2007-04-27 | 最近三年连续亏损 | 医疗保健    | 深交所于2008年5月9日正式受理本公司关于恢复股票上市申请, 并要求公司补充提交恢复上市申请的相关资料。公司2009年4月28日披露了《关于转让出售公司重大资产重组进展情况的公告》, 2009年12月18日, 宜工资产及负债转让事项在宜春袁州区工商行政管理局办理股权过户手续。2009年12月23日, 公司向深交所提交《三九宜工生化股份有限公司恢复上市补充材料》。深交所认为: 宜工资产及负债的股权过户手续已办理完毕, 但涉及宜工相关债务的转移尚未完成, 相关诉讼没有彻底解决, 公司应继续完善补充材料的第一条, 待材料完善后及时提交材料。2010年4月22日公司披露了债务转移公告, 同时披露了《公司出售资产及负债转让问题的法律意见书》以证明公司涉及宜工相关债务转移的完成。深交所认为: 涉及宜工的诉讼尚未彻底解决, 公司应继续着力于此项工作, 待相关诉讼彻底解决后再行提交完善补充材料。截止2012年3月6日, 公司正在加快恢复上市进程, 努力按照深圳证券交易所的要求准备材料, 严格按照有关法律法規的规定和要求, 及时做好恢复上市的信息披露工作。                                         | 2012-04-25 |            |               |               |             |
| 000672.SZ | *ST钢钒 | 2007-05-11 | 最近三年连续亏损 | 房地产     | 深交所于2008年5月15日正式受理了公司关于恢复股票上市申请, 截止2012年3月2日, 公司正在按照深圳证券交易所的要求补充申请恢复上市的相关资料。2010年8月16日, 公司第六届董事会第九次会议审议通过了《关于终止公司非公开发行股票购买资产暨关联交易之重大资产重组的议案》, 该议案已经2010年9月15日召开的2010年第三次临时股东大会表决通过。2010年9月25日, 公司向中国证监会提交了《关于撤回公司发行股份购买资产暨关联交易申请文件的申请》, 2010年11月23日, 证监会决定终止对本公司发行股份购买资产暨关联交易报告书行政许可申请的审查。2011年8月24日, 公司第一大股东北京兴业玉海投资有限公司的控股股东北京锦绣大地农产品有限责任公司(持股比例为38%)和参股股东通力合电(北京)信息技术有限公司(持股比例为35%)与兴业玉海的参股股东浙江金昌投资管理有限公司(持股比例为25%)在北京签署《股权转让协议》, 金昌投资受让上述两家公司所持兴业玉海73%的股权, 股权受让后, 金昌投资持有兴业玉海98%的股权, 成为兴业玉海控股股东, 为本公司的实际控制人。金昌投资承诺将积极筹划上市公司资产重组事宜。 | 2012-04-24 |            |               |               |             |
| 000863.SZ | *ST商务 | 2007-05-15 | 最近三年连续亏损 | 技术硬件及设备 | 深交所于2008年5月16日正式受理公司恢复股票上市申请, 公司重大资产重组及发行股份购买资产方案已于2011年10月9日收到证监会批复。截至2012年2月10日, 本次重大资产重组尚未完成。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 2012-04-24 |            | 2012-01-30    | 预增            | 22,800.00   |
| 000038.SZ | *ST大通 | 2007-05-22 | 最近三年连续亏损 | 房地产     | 深交所于2008年5月15日正式受理公司恢复股票上市申请, 截止2012年3月2日, 公司正在积极推进恢复上市工作。根据问询函的要求, 公司需要提交中国证监会豁免要约收购批复涉及的股份变更登记过户到青岛星亚实业有限公司名下的证明文件。即方正延中传媒有限公司、上海文思投资有限公司和上海锦泰投资有限公司分别让10.65%的比例向星亚实业赠送股份, 合计赠送股份29,063,249股的过户证明。截止2012年3月2日, 方正延中、上海文思、上海锦泰已分别将其所持的9,237,850股、11,513,248股、650万股公司股份以股权分置改革暨股份回购偿还方式过户给星亚实业。目前, 公司仍在积极跟各方沟通办理其余1,812,150股按每股9.92元合计17,976,528元人民币支付给星亚实业的相关事宜。                                                                                                                                                                     | 2012-04-20 |            | 2012-01-20    | 预减            | 30.00       |
| 000693.SZ | *ST聚友 | 2007-05-23 | 最近三年连续亏损 | 软件及服务   | 深交所于2008年5月16日正式受理公司关于恢复股票上市申请, 由于公司第二步债务重组方案尚未实施, 仍有巨额债务及对外担保的连带责任, 公司既2009年度后, 2011年度再度出现了亏损。公司于2010年11月30日与首控聚友集团有限公司及陕西华泽锦钛金业有限公司实际控制人王彦虎先生签订了《成都聚友网络股份有限公司重大资产重组之框架协议》, 截止2012年3月7日, 公司的重组方案已制定完成, 现公司正与重组相关各方积极磋商重组的重大资产重组方案。                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | 2012-03-07 | (6,276.95) | 2011-10-20    | 首亏            | (7,000.00)  |
| 000688.SZ | *ST朝华 | 2007-05-23 | 最近三年连续亏损 | 建材      | 深交所于2008年5月7日正式受理恢复上市申请, 2012年2月11日公司收到了证监会行政许可撤回资产重组申请终止审查通知书, 重大资产重组尚未完成。现公司正与重组相关各方积极磋商重组的重大资产重组方案。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 2012-04-17 |            | 2012-01-17    | 扭亏            | 180.00      |
| 000757.SZ | *ST方向 | 2007-05-23 | 最近三年连续亏损 | 汽车及零部件  | 深交所于2008年3月20日正式受理恢复上市申请, 目前公司正按照深圳证券交易所的有关要求, 提交恢复上市的补充材料。截止2011年12月31日, 本公司已按照《重整计划》处置了资产, 清偿了各项的定债权, 并引入重组方天津海物机电汽车贸易有限公司, 全权执行《重整计划》, 截止2012年3月10日, 本公司在管理人的监督下积极开展《重整计划》执行工作。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 2012-04-24 |            | 2012-01-31    | 扭亏            | 61,000.00   |
| 000787.SZ | *ST创智 | 2007-05-24 | 最近三年连续亏损 | 软件及服务   | 深圳证券交易所已于2008年5月12日正式受理了本公司关于恢复股票上市申请, 2010年8月23日深圳中院裁定自2010年8月23日起对公司进行重整。于2011年5月27日裁定批准《重整计划》并终止重整程序。于2012年2月24日裁定批准延长公司《重整计划》执行期限至2012年5月31日。截止2012年3月10日, 本公司在管理人的监督下积极开展《重整计划》执行工作。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | 2012-04-26 |            | 2012-01-31    | 不确定           |             |
| 600705.SH | *ST北亚 | 2007-05-25 | 最近三年连续亏损 | 工业综合    | 上交所于2008年5月12日正式受理公司关于恢复股票上市申请, 哈尔滨市中级人民法院于2010年12月28日裁定, 北亚公司重整计划已依法全面执行完毕, 破产重整程序已依法全部终结。公司重大资产重组事项已于2012年2月15日经中国证监会审核通过并获批准, 相关情况公司已于2012年2月27日作了及时信息披露, 为积极推进并顺利完成公司本次重大资产重组及恢复上市工作顺利完成。本公司已经和重组各方中国航空工业集团公司共同成立了重大资产重组和股改方案实施工作组。截至2012年3月22日, 公司重组与股改方案实施工作正在有序推进中。                                                                                                                                                                                                                                                            | 2012-02-10 | 432.98     |               |               |             |
| 000670.SZ | *ST天发 | 2007-05-25 | 最近三年连续亏损 | 房地产     | 深交所于2008年5月12日正式受理公司关于恢复股票上市申请, 截止2012年3月6日, 公司在按照深圳证券交易所的要求补充提交申请恢复上市的相关资料。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 2012-04-26 |            |               |               |             |
| 000498.SZ | *ST丹化 | 2008-05-16 | 最近三年连续亏损 | 化工      | 深交所于2009年5月12日正式受理公司恢复股票上市申请, 辽宁省丹东市中级人民法院2010年4月21日裁定《重整计划》执行完毕, 本公司不再承担清偿责任。本公司与山东高速集团有限公司于2012年3月27日签署了《重大资产重组框架协议》, 向高速集团发行股份购买资产并实施重组。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | 2012-03-31 |            |               |               |             |
| 000681.SZ | *ST远东 | 2009-03-24 | 最近三年连续亏损 | 房地产     | 深交所于2010年5月7日正式受理公司恢复股票上市申请, 公司正在与四川水祥股份有限公司筹划重大资产重组事宜, 已于2012年3月1日披露了《远东实业股份有限公司关于重大资产重组的提示性公告》, 截至2012年3月28日, 本次重大资产重组的相关准备工作尚未全部完成。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 2012-02-28 | 581.79     | 2012-01-19    | 预增            | 450.00      |
| 600556.SH | *ST北生 | 2009-05-27 | 最近三年连续亏损 | 医疗保健    | 公司于2010年8月24日上交所《关于对广西北生药业股份有限公司年报暨恢复上市申请材料的审核意见》中的相关问题进行了回复。上交所审核后下发了《关于对广西北生药业股份有限公司恢复上市申请材料的审核意见》, 要求公司在2010年10月31日前就公司重大资产重组工作目前的进展情况、存在的障碍和风险等问题作出进一步的解释和说明。公司于2010年10月28日就《恢复上市申请材料审核意见》中的相关问题进行了回复。上交所审核后下发了《关于对广西北生药业股份有限公司恢复上市申请材料的审核意见》, 要求公司以书面形式说明如何确保公司2010年度实现盈利等问题作进一步的解释或补充。公司于2012年2月23日披露与浙江安山壳电股份有限公司进行重大资产重组。                                                                                                                                                                                                     | 2012-04-28 |            | 2012-01-31    | 预减            | 25.00       |
| 000657.SZ | *ST中钨 | 2010-04-09 | 最近三年连续亏损 | 有色金属    | 深交所于2011年3月25日正式受理公司关于恢复股票上市申请, 目前, 公司在按照深圳证券交易所的要求补充提交申请恢复上市的相关资料, 截止2012年3月6日, 公司及控股股东、实际控制人将按照《关于同意受理中钨高新材料股份有限公司恢复上市申请的函》的要求制定相关方案, 推进恢复上市进程, 并补充提供相关材料。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 2012-03-27 | 462.22     | 2012-01-20    | 略减            | 400.00      |
| 600817.SH | *ST宏盛 | 2010-04-09 | 最近三年连续亏损 | 电子元器件   | 上交所于2011年5月10日正式受理公司关于恢复股票上市申请, 2011年5月18日, 公司收到上交所《恢复上市申请材料的审核意见函》, 公司将针对相关问题提交补充说明和解释。西安中院于2011年10月27日裁定受理了公司进行重整的申请。2011年12月22日西安中院裁定公司重整。2012年2月20日西安中院作出对债权确认的裁定。截止2012年3月1日, 西安中院已指定评估机构, 与重整相关的评估等各项工作正在有序进行中。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 2012-04-26 |            | 2012-01-31    | 预减            |             |
| 000722.SZ | *ST金果 | 2010-05-10 | 最近三年连续亏损 | 工业综合    | 深交所于2011年4月8日正式受理公司恢复股票上市申请, 并要求公司补充提交恢复上市申请的相关材料。公司于2012年2月3日递交了《关于撤销股票退市风险警示的申请》和《关于撤销股票其他特别处理的申请》, 2012年2月15日, 深交所对公司股票恢复上市申请出具问询函, 公司已于2012年2月17日根据要求对相关问询做出了回复。2012年1月9日, 本公司第七届董事会第六次会议审议通过了《关于发行股份购买资产暨关联交易的议案》, 本公司《发行股份购买资产暨关联交易预案》, 同日, 本公司与发展集团签署了附生效条件的《发行股份购买资产协议》、《盈利补偿协议》, 目前本次交易相关事项仍在进行中, 截止2012年3月29日, 本次资产重组各项工作进展顺利, 审计、评估和盈利预测等相关工作正在有序进行。                                                                                                                                                                       | 2012-01-10 | 8,289.58   | 2011-10-31    | 预增            | 6,800.00    |
| 000831.SZ | *ST关铝 | 2011-03-24 | 最近三年连续亏损 | 有色金属    | 深交所于2012年3月14日正式受理公司恢复上市申请, 截止2012年3月15日, 公司正在根据深交所要求补充材料中。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | 2012-03-05 | 862.34     | 2012-02-23    | 扭亏            | 500.00      |
| 600634.SH | *ST海鸟 | 2011-04-25 | 最近三年连续亏损 | 房地产     | 公司于2012年3月1日与东方证券签订了《推荐恢复上市、委托代办股份转让协议书》, 与中国证券登记结算有限公司上海分公司签订了《证券登记服务协议》补充协议》, 公司委托东方证券担任公司恢复上市的保荐机构或担任其代办股份转让的主办券商, 负责推荐公司恢复上市或提供代办股份转让业务。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 2012-04-28 |            | 2012-01-31    | 扭亏            |             |
| 000820.SZ | *ST金城 | 2011-04-28 | 最近三年连续亏损 | 林业与造纸包装 | 截止2012年3月6日, 公司预计2011年盈利4000万元至4500万元, 将于2012年4月20日披露《2011年年度报告》, 如2011年盈利, 公司将及时申请深圳证券交易所提出股票恢复上市申请, 如2011年亏损, 公司股票将终止上市。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 2012-04-27 |            | 2012-01-18    | 扭亏            | 4,000.00    |
| 600455.SH | *ST博通 | 2011-05-16 | 最近三年连续亏损 | 工业综合    | 2011年3月4日公司第三届董事会第三十六次会议审议通过了《关于终止重大资产重组事项的议案》, 同意公司与西安经安集团有限公司终止重大资产重组, 与经安集团签订《重大资产重组终止协议》, 准备向证监会申请撤回重大资产重组行政许可申请材料, 该事项公司于2011年3月5日披露公告。2011年7月7日公司公告了《关于终止重大资产重组事项的进展公告》, 申请撤回重大资产重组行政许可申请材料的相关工作已于2011年完成。公司转让其所持博通国际软件有限公司90%股权事宜, 已于2011年9月24日、10月11日、11月8日披露公告, 截至2011年11月29日, 公司已就博通国际软件有限公司90%股权转让的工商变更登记手续, 本次股权转让事项手续全部完成。公司出售所持博通国际软件有限公司100%股权事宜, 已于2012年1月14日披露公告; 截至2012年1月31日, 公司已完成博通国际100%股权转让的工商变更登记手续, 本次出售股权事项手续已全部完成。                                                                                         | 2012-04-21 |            | 2012-01-31    | 扭亏            |             |

资料来源: 中金公司研究部通过公开信息整理

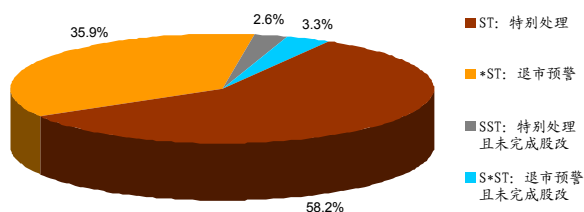
## ST类股票“摘帽”有其基本面原因

### ST类股票超50%会“摘帽”

尽管ST类型股票的主要组成部分为ST类股票和\*ST类股票，但从广义上来讲，还包括S股（未完成股改）、SST股（一般特别处理且未完成股改）以及S\*ST股（退市风险预警且未完成股改）等等。目前，A股市场共有特别处理类股票153只，仅5只为中小板公司，其余均为主板公司。这些特别处理类股票中，ST、\*ST、SST以及S\*ST的占比情况如图表8所示，可见一般特别处理ST类股票占比超过一半。从最新的2011年年报披露的情况来看，首亏类型占比最多，为27.2%，扭亏类型紧随其后，为24.5%；而目前已实施重组计划的公司占比较少，各方案进度共占比9.9%。

图表8：ST类股票类型分布

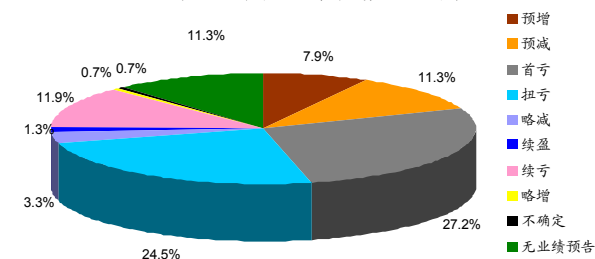
当前A股二级市场不同特别处理类型的公司占比



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表9：ST类股票业绩预告情况

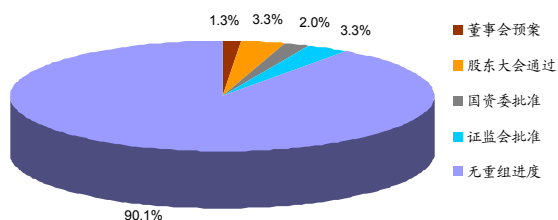
当前A股二级市场ST类股票的业绩预告类型分布占比



资料来源：WIND，中金公司研究部

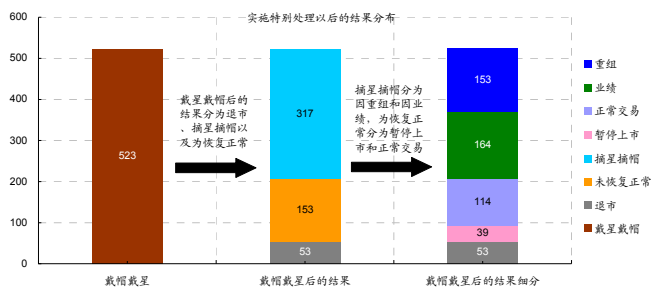
图表10：当前ST类股票重组进度分布

当前A股二级市场ST类股票的重组进度分布占比



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表11：实施ST以后的结果分布



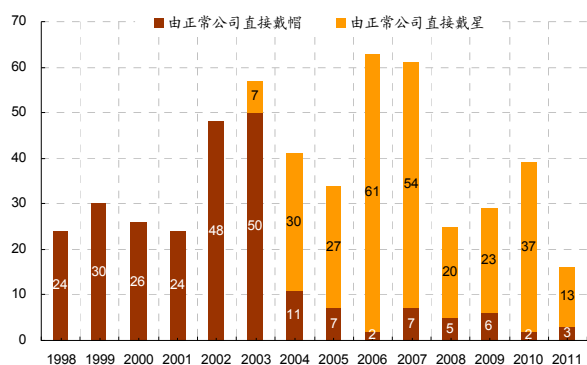
资料来源：WIND，中金公司研究部

A股市场自1998年4月以来实施ST的次数共523次（有些公司戴帽戴星多于1次），之后有317次摘星摘帽，53家公司退市，153家公司依然存留ST或\*ST；细分原因可知，“摘帽”分为因重组摘帽和因业绩好转摘帽，其公司数分布如图表11所示，可见ST类股票“摘帽”的概率高于50%。

## 关于戴帽以及摘帽的分布和原因统计

ST 公司部分由正常公司直接戴帽，也有部分是由\*ST 公司摘帽而来；\*ST 公司部分由正常公司直接戴星，也有部分是由 ST 戴星。由正常公司直接戴帽和戴星的次数如图表 12 所示，可见自 2003 年退市风险警示制度实施以来，\*ST 的公司数大增；此外，公司戴星戴帽次数占比如图表 13 所示，有近 30% 的特别处理是超过 1 次实施。一般来讲，如果\*ST 公司实现扭亏，但主营业务没有恢复正常，扭亏只是由于非经常损益项目的原因，则可以申请摘星，但不能摘帽。ST 公司短期将没有退市风险，不像\*ST 公司濒于退市的边缘，因此每年末都有大量\*ST 公司进行保壳重组，只为暂时保存住上市资格。

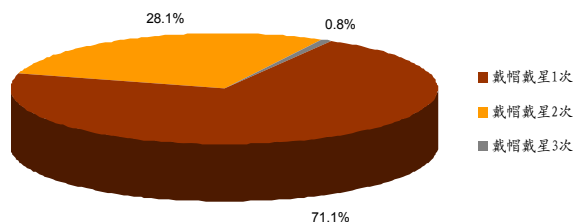
图表 12: 历年实施特别处理的公司数比较



资料来源：WIND，中金公司研究部

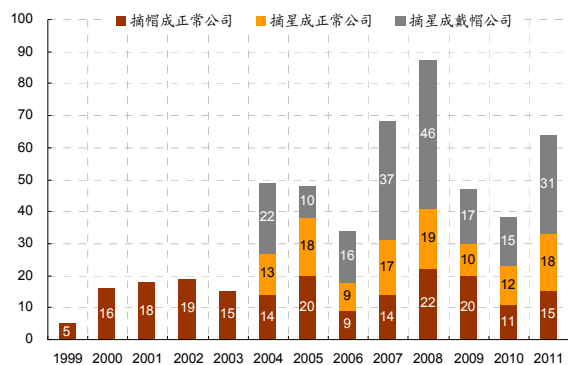
图表 13: 戴星戴帽次数占比

自特别处理实施以来不同戴星戴帽次数的公司数占比



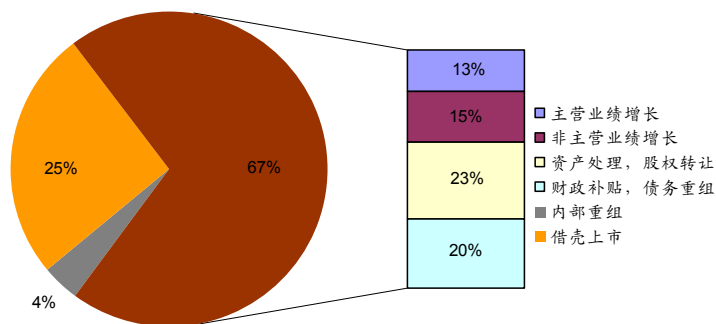
资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 14: 历年摘帽摘星的公司数比较



资料来源：中金公司研究部通过公开信息整理

图表 15: 摘星摘帽详细原因占比统计



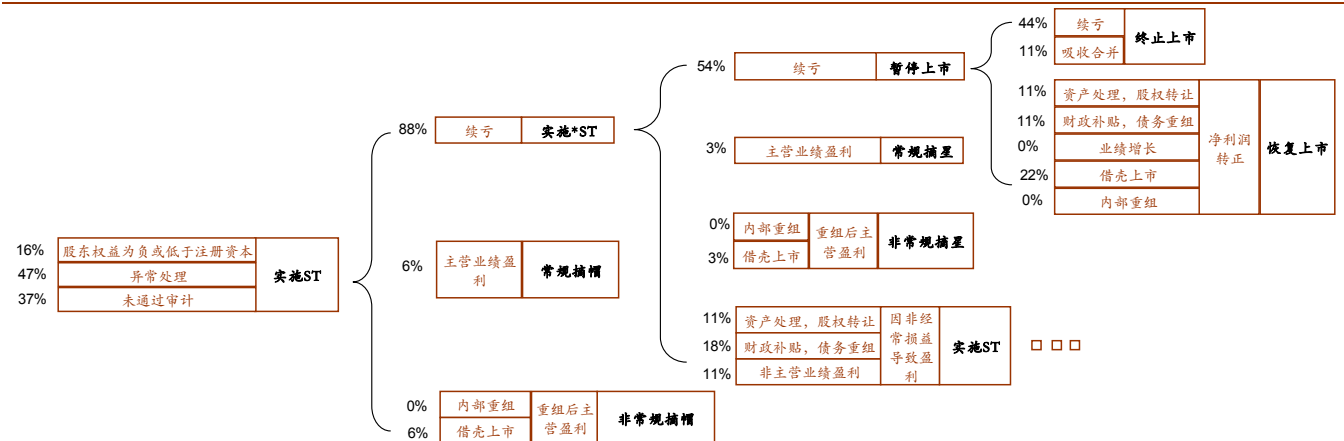
资料来源：中金公司研究部通过公开信息整理

为弄清楚 ST 类股票摘帽摘星的原因，我们具体分析 A 股历史上发生摘星摘帽的 537 个案例，发现这些上市公司摘星摘帽的原因可大致分为两大类：

**第一大类是由于业绩增长导致的摘星摘帽。**一般来说，若是由主营业务增长导致的除去非经常性损益的年度净利润为正，公司的股票名称便可由\*ST 或 ST 转为正常，通过历史数据我们发现，此种理论上来说最为正常合理的摘星摘帽方式实际并不多见，仅有 13% 左右的公司是因此恢复为正常上市。其背后的逻辑也不难理解，对于一个连续两年净利润为负的公司来说，其连续亏损的原因一般都是在主营业务关键环节、公司管理、经济周期或外部环境上出现了重大问题所致，而这些因素又是在短时间内难以恢复的。从这些因主营业务增长而正常摘星摘帽的公司便可看出端倪：这些公司基本集中在有

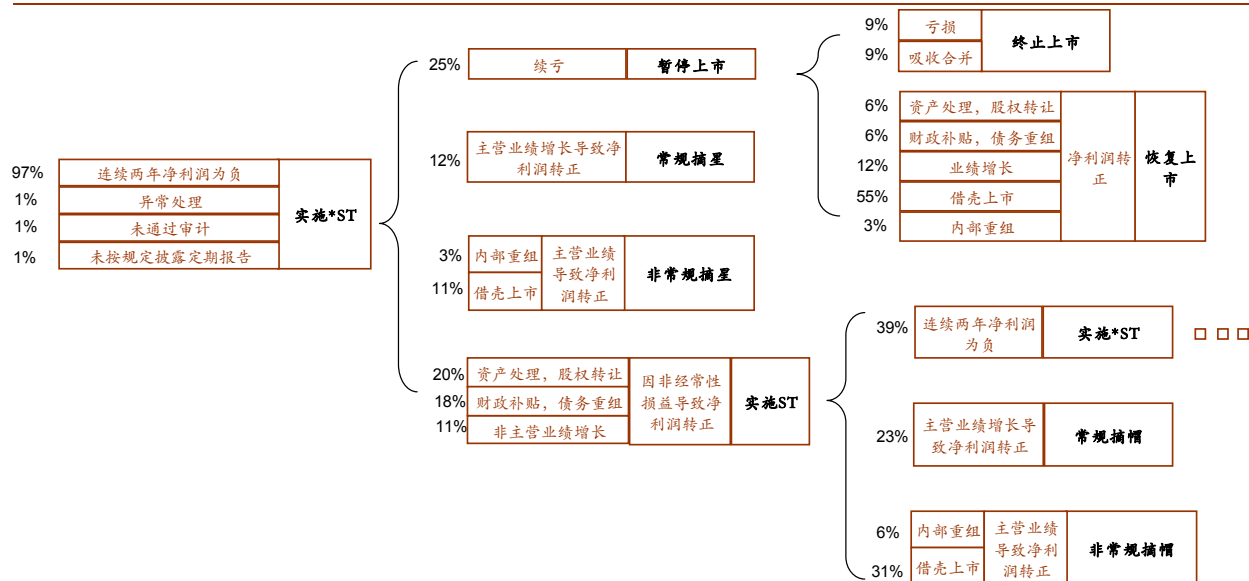
色、水泥、房地产、航空、电力以及部分科技类公司上，所依靠的扭亏动力也大多为原材料价格的上涨（有色、水泥）或下跌（电力、航空）以及经济回暖导致的产品价格或需求的回升（房地产、水泥、科技、航空）。其他如长周期步入夕阳产业的纸类或部分制造业（自行车、仪表）以及同业竞争导致的净利润下滑等公司是难以靠自身的业绩增长而摘星摘帽的。

图表 16：首次实施 ST 股票历史表现回顾



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 17：首次实施\*ST 股票历史表现回顾



资料来源：WIND，中金公司研究部

除了主营业务增长之外，还有一些其他方式可以使得上市公司的年度净利润暂时出现正值，而非经常性损益下的净利润依然为负。一般来说这种情况上市公司的股票名称将由 \*ST 转为 ST，涨跌幅区间依然限制在 5%。虽然仍为特殊处理的股票但是至少避免了即将退市的风险，这也是这些公司最根本的目的所在。从改善原因上我们可以将此类摘星再分为三类，一类是由于公司进行了一定的内部整顿获得的非经常性收益。如将公司一些管理不善的资产或地产等变卖给其他公司获得的现金收益，或者是将公司名下一些子公司的股权出让等。这种类型导致的净利润增长在摘星公司中较为常见，占比在 23%

左右。第二种类型是一些与政府关系较为密切的国有上市企业在政府补贴或银行给予免息或债务减记的帮助下暂时出现了净利润增长。此类情况在国企改革阶段出现的较多，其亏损在一定程度上是由计划经济向市场经济转型时导致的历史遗留问题，此种类型在历史上占比近 20%，不过这个比例将随着时代的前进而逐渐下降。第三类则是由于一些非主营业务的增长所导致的净利润转正。此种类型发生的次数也不多，占比在 15% 左右并且集中在 2006 至 2007 年的市场牛市阶段。其业绩增长大多因投资导致的一次性获利所致。

第二大类是由于发生重大资产重组导致的摘星摘帽。我们将重大资产重组定义为公司的主营业务或已经发生了本质性的改变，这也可以包括两种，一种是控股股东或母公司引导下的资产重组。由于这些绩差公司中有母公司或者控股股东在连续亏损之下尚有条件进行大规模重组的本就不多，因此这种情况在 A 股历史上出现的次数较少，仅占 4% 左右。第二种则是摘星摘帽原因中占比最高的，即由外部法人引领的通过吸收合并等方式注入优质资产的情况。其中绝大多数借壳的目的便是以此曲线上市，获得更好的融资渠道。此类借壳公司的性质也相对集中，基本发生在以“融资+扩张”为主要盈利模式以及受证监会限制上市的企业中，如证券公司及房地产企业便多利用这种来达到借壳上市的目的。

## 股票“摘帽”事件驱动的 alpha 机会

### “摘帽”股票中期走势好于市场整体表现

从理论上来说，1）无论公司是由于自身业绩增长还是出于内部重组或借壳引致的优质资产进入，其导致的结果都是公司基本面发生了好转；2）对于摘星摘帽的公司来说，事件本身意味着公司潜在流动性风险的下降；3）市场很多机构投资者（如险资）按规定不允许买卖 ST 类股票，绝大多数指数型基金对应的重要指数（如沪深 300、深证成指等）的成分股中亦不能包含 ST 类公司，因此摘星摘帽也意味着潜在供给资金的增加。这三个因素很有可能在股票摘星摘帽后通过股价得以表现。我们统计的历史数据也印证了这一判断。图表 18 中可明显观察到发生摘星摘帽公司一年内的收益要明显好于整体市场。同时，我们发现因重组摘星摘帽的表现要好于因业绩的公司，这可能是出于两个原因导致的，一是从盈利恢复原因分析，靠自身业绩摘星摘帽的公司大多依靠的是财政补贴以及资产变卖等的非经常性收益增长，即使是因主营业务转增的公司也大多依赖成本及产品价格的变化或周期性的回暖，其整体的业绩增长带有较大的波动性，即使恢复为正常上市也难以打消长期投资者对其估值的疑虑，而重组类公司的业绩增长则来自于主营业务的本质性改善，优质资产的注入能够带来更为稳定的盈利方式。二是目前市场的投资理念依然以投机性为主，价值投资较为淡薄，这就使得投资者更为关注重组背后的题材类概念，因此相对来说比业绩增长类公司更易受到资金的追捧。

### 一二季度 ST 板块表现优于市场为大概率事件

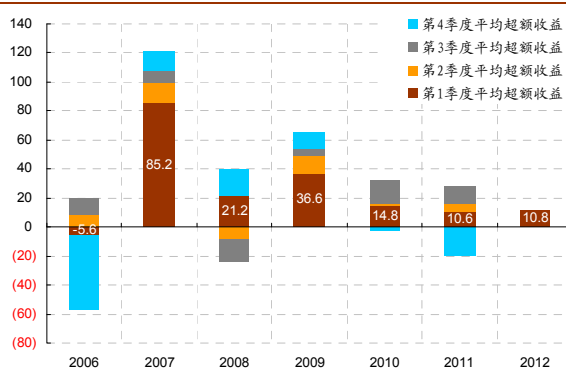
在研究 ST 类股票整体收益时我们发现了一个较为有趣的现象，如图表 19 所示，我们发现 ST 类公司在每年的一二季度获得超额收益的概率和幅度远大于另外两个季度，其中 2007 年表现的最为明显，相对上证指数的平均超额收益高达 85.2%。2008 年至 2012 年的超额收益也在 10% 以上。我们认为产生这种现象的原因有以下几点：

图表 18：摘帽公司一年之内累计收益优于市场



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 19：ST 和\*ST 公司每年 1 季度超额收益显著

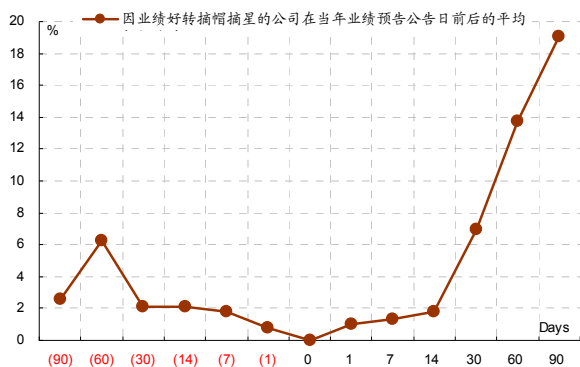


资料来源：WIND，中金公司研究部

首先，每年年底及第二年年初是业绩预报或业绩快报的集中披露期，由于预报快报的准确率较高，尤其是在扭亏或续亏的方向性问题上很少出现与年报披露不一致的情况。而同时摘星摘帽的规则又是固定下来的，只要符合要求即可申请办理，因此不少投资者会在此期间抢先买入扭亏及预增的 ST 股票以获得摘星摘帽后公众预期好转下带来的超额收益。

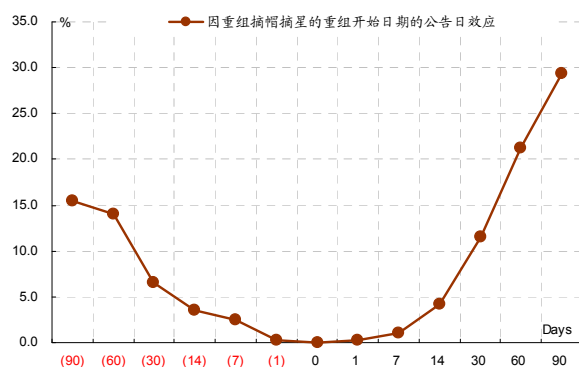
其次，对于\*ST公司来说，再续亏一年公司将有可能面临暂停上市风险，若股票禁止在二级市场交易则会大大降低该股的流动性，股价也会随之出现大幅度下降，导致股东财富明显缩水，这显然是股东都不愿看到的现象，因此对于一些尚在续亏的ST类公司来说，其内部将采取各种手段来避免终止上市的情况发生，包括变卖资产、借壳上市以及债务重组等，在这个预期之下，部分投资者或选择提前买入的方式来等待公司基本面暂时或持续的好转。而且从目前的市场情况来看，这样的投资风险实际上是很小的。因为自2008年以来国内A股市场上便已没有因业绩连续亏损而终止退市的公司。

图表 20: ST 类公司在预盈业绩预告公告日前后表现



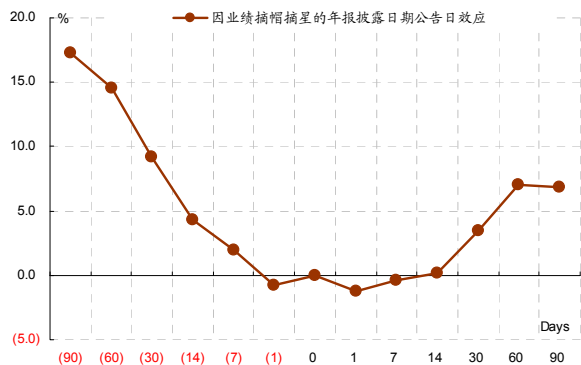
资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 21: 重组型 ST 类公司在重组公告日前后表现



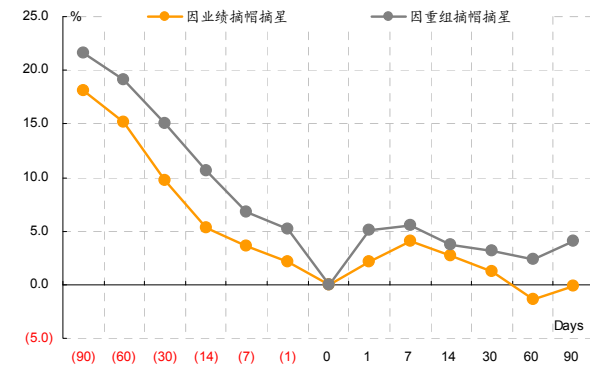
资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 22: 业绩预增的 ST 类公司在年报披露日前后表现



资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 23: ST 类公司摘帽日前后表现



资料来源: WIND, 中金公司研究部

ST 类股票在业绩预增预告披露后、重组草案公告日后以及年报披露日之前有着明显的 Alpha 效应

如图表 20 至 23 所示，从公告日效应来看，ST 类公司在能够摘星或摘帽的业绩预告出台之后以及重大资产重组消息公告前后相对市场有着明显的超额收益，在业绩预告出台之前则超额收益不明显；而业绩预告中预示可以摘星摘帽的 ST 类公司在年报披露日之前以及摘星摘帽之前有着较明显的超额收益，但在年报披露日之后以及摘星摘帽之后超额收益不显著。

产生这种现象的原因是显而易见的：

- 1) 从扭亏以及预增的业绩预告前后的公告日效应来看，我们从历史数据中发现有很多 \*ST 公司在摘星成为 ST 之前有一个共性的现象，便是该公司一般在三季度时净利润尚在负值状态，直到业绩预告披露前才通过变卖资产、转让股权等方式转正，以此来避免公司因连续三年亏损被强制暂停上市。而在扭亏及预增的业绩公告披露之后，公司在未来摘星的概率大增，受此利好消息冲击公司股价往往会有不错的表现。
- 2) 从重大资产重组的公告日效应来看，由于重大资产重组如若成功将给公司带来本质上的改善，因此属于明显的利好消息。
- 3) 由于目前上市公司中有 90% 左右会在年报之前披露业绩预告，且在方向性上业绩预告和年报一致的概率也在 90% 以上，因此在年报出台之前投资者对此利好消息已经有所预期，在年报披露之后股价反而会受到利好兑现的压力。摘星摘帽日的公告日效应也与此类似。

因此，从策略上来看，我们可以有如下策略推荐：

#### 策略一：摘帽的 ST 类股票组合一年内表现好于整体市场

正如前文分析，摘星摘帽公司来基本面和流动性改善的利好因素影响下未来一年内的表现好于市场整体为大概率事件。从交易策略上来说，假设可在摘星摘帽的公告日买入，持有一年后卖出，则从 2005 年以来的统计数据来看，90 家重组型 ST 类股票中有 56 支表现好于市场，占比 62.2%，平均超额收益为 56.51%，IR 值为 0.09；94 家业绩好转型 ST 类股票中有 54 支表现好于市场，占比 57.4%，平均超额收益为 25.59%，IR 值为 0.27。因此从历史分析来看，在 ST 类股票已经公告摘星摘帽后，仍然可获取超额收益。

图表 24：重组和业绩好转型的 ST 类股票组合投资收益分析

| 回归参数     | 摘帽后一年内的收益 |         |         |
|----------|-----------|---------|---------|
|          | 全部摘帽      | 因业绩好转摘帽 | 因公司重组摘帽 |
| $\alpha$ | 21.74     | 5.11    | 37.92   |
| $\beta$  | 1.47      | 1.62    | 1.32    |
| $R^2$    | 0.27      | 0.66    | 0.12    |
| $\sigma$ | 108.53    | 57.59   | 142.60  |
| IR       | 0.20      | 0.09    | 0.27    |

资料来源：WIND，中金公司研究部

#### 策略二：把握 ST 类股票的公告日效应

从上文分析可知，ST 类公司在能够摘星或摘帽的业绩预告出台之后以及重大资产重组消息公告前后相对市场有着明显的超额收益，在业绩预告出台之前则超额收益不明显；而业绩预告中预示可以摘星摘帽的 ST 类公司在年报披露日之前以及摘星摘帽之前有着较明显的超额收益，但在年报披露日之后以及摘星摘帽之后超额收益不显著。在这里，除了较难确定摘星摘帽日的公告时间外，其他三个时间点均有获得超额收益的机会，即：**1) ST 类股票业绩预增公告日之后；2) ST 类股票重大资产重组消息公告日之后；**从 IR 值来看，业绩好转类型 ST 类公司在业绩预增公告后 90 日内的 IR 值最高，达到 0.5，

因此在以上策略中，选择在业绩预告日买入，90 日之后卖出所获得超额收益的方式最为稳定，风险偏好较高的投资者亦可选择均值相对较高的资产重组公告日效应。

图表 25：一季度投资绩差股可获超额收益概率

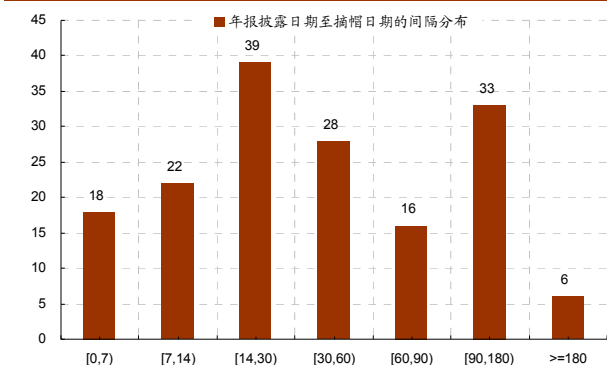
| 回归参数     | 因业绩好转摘帽的业绩预告日后效应 |      |      |       |       |       | 因公司重组摘帽的重组起始日后效应 |      |      |       |       |       | 年报披露日到摘帽日的效应 |
|----------|------------------|------|------|-------|-------|-------|------------------|------|------|-------|-------|-------|--------------|
|          | 1日               | 7日   | 14日  | 30日   | 60日   | 90日   | 1日               | 7日   | 14日  | 30日   | 60日   | 90日   |              |
| $\alpha$ | 1.03             | 1.31 | 1.74 | 7.02  | 12.61 | 17.47 | 1.06             | 0.29 | 0.40 | 2.33  | 4.37  | 5.47  | 7.77         |
| $\beta$  | 0.54             | 0.69 | 1.10 | 0.97  | 1.25  | 1.45  | 0.47             | 0.79 | 0.72 | 1.00  | 1.26  | 1.19  | 1.08         |
| $R^2$    | 0.11             | 0.19 | 0.38 | 0.18  | 0.35  | 0.51  | 0.06             | 0.14 | 0.14 | 0.32  | 0.44  | 0.49  | 0.42         |
| $\sigma$ | 2.73             | 6.77 | 9.70 | 18.86 | 31.30 | 35.08 | 2.73             | 6.77 | 9.70 | 18.86 | 31.30 | 35.08 | 25.88        |
| IR       | 0.38             | 0.19 | 0.18 | 0.37  | 0.40  | 0.50  | 0.39             | 0.04 | 0.04 | 0.12  | 0.14  | 0.16  | 0.30         |

资料来源：WIND，中金公司研究部

### 策略三：把握年报公告日与“摘帽”公告日之间的超额收益机会

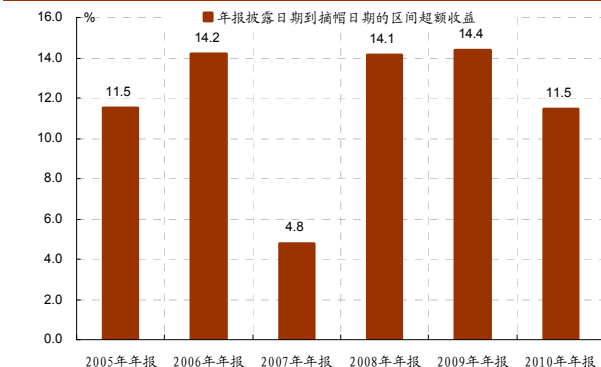
虽然我们无法提前预知摘星摘帽的公告日时间，但如表 26 所示，我们发现摘星摘帽日距年报披露日在 6 个月以内的概率在 90% 以上，在年报披露后的 1-2 月内审批通过的概率最大。同时我们统计了历史上摘星摘帽公司从年报披露期间至摘星摘帽时间的超额收益情况，发现从 2006 年以来这段时间内 ST 类型股票的整体收益均要好于市场，超额收益基本可以达到 10% 以上。因此，从历史数据来看在年报披露日买入可摘星摘帽的绩差股，在摘星摘帽日卖出也是一个较好的投资策略。

图表 26：年报披露日期到摘帽日期的天数分布统计



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 27：年报披露至摘帽日的超额收益表现



资料来源：WIND，中金公司研究部

## “摘帽”事件驱动投资策略推荐

对于 ST 类股票的投资，我们建议对 ST 类的投资进行进一步筛选。筛选思路基于以下两个方向：

- 1) 对于即将进行摘星摘帽类 ST 的选股，重点应关注其净利润恢复的方式和年报以及业绩预告披露的时点。相对来说，通过主营业务增长以及借壳完成实现的摘星摘帽其未来业绩预期要好于仅由非经常性损益导致的净利润转正的公司，在前文中我们已对此做过统计分析。

图表 28：预计年度可摘星摘帽的 ST 类股票（年报已披露）

| 证券代码      | 证券简称   | 中金一级行业 | 最新状态戴帽日期       | 年报披露日期     | 净利润(万元)    | 年报披露至今涨跌幅(%) | 当前股价       | 股价涨跌幅(%) |         |        |  | 申请摘帽日期     |
|-----------|--------|--------|----------------|------------|------------|--------------|------------|----------|---------|--------|--|------------|
|           |        |        |                |            |            |              | 2012-04-23 | 一周       | 一月      | YTD    |  |            |
| 000007.SZ | ST零七   | 可选消费   | ST: 20070423   | 2012-02-23 | 831.053862 | 15.43        | 10.62      | (5.09)   | (1.76)  | 61.40  |  | 2012-02-28 |
| 000430.SZ | ST张家界  | 可选消费   | 去*ST: 2011041  | 2012-03-28 | 8956.53456 | 0.79         | 10.18      | 0.79     | 4.09    | 6.60   |  | 2012-03-28 |
| 000587.SZ | ST金叶   | 可选消费   | 去*ST: 2011102  | 2012-02-21 | 54641.8153 | (23.49)      | 11.17      | (1.41)   | (9.99)  | 27.08  |  |            |
| 000603.SZ | ST盛达   | 工业     | 去*ST: 2011102  | 2012-03-30 | 55924.3886 | 0.41         | 24.60      | (5.06)   | (2.77)  | 58.61  |  | 2012-04-06 |
| 000633.SZ | ST合金   | 工业     | 去*ST: 2007052  | 2012-04-14 | 628.257768 | (5.44)       | 7.30       | (5.56)   | (13.81) | 24.57  |  |            |
| 000856.SZ | ST唐陶   | 可选消费   | 去*ST: 2010050  | 2012-03-28 | 7857.37725 | (10.00)      | 8.64       | (5.47)   | (12.02) | 19.50  |  | 2012-01-11 |
| 000921.SZ | ST科龙   | 可选消费   | 去*ST: 2007072  | 2012-03-30 | 22544.9228 | (1.95)       | 4.03       | (3.13)   | (7.78)  | 6.05   |  |            |
| 000995.SZ | ST皇台   | 日常消费   | 去*ST: 2010062  | 2012-04-20 | 438.962926 | (1.19)       | 12.45      | (3.19)   | (5.61)  | 9.21   |  |            |
| 002002.SZ | ST金材   | 基础材料   | 去*ST: 2010041  | 2012-03-19 | 290.658686 | 17.91        | 8.36       | (7.52)   | 17.91   | 17.91  |  |            |
| 600080.SH | ST金花   | 医疗保健   | 去*ST: 2011070  | 2012-04-13 | 16558.5546 | (8.99)       | 7.69       | (4.59)   | (7.35)  | 15.29  |  |            |
| 600130.SH | ST波导   | 科技     | 去*ST: 2010063  | 2012-04-17 | 6015.19026 | (1.81)       | 3.26       | (1.81)   | 6.54    | 17.69  |  |            |
| 600149.SH | ST麻发展  | 科技     | *ST: 20091028  | 2012-02-16 | 5117.73514 | 12.15        | 6.37       | 1.43     | 0.16    | 40.31  |  | 2012-03-26 |
| 600207.SH | ST安彩   | 科技     | 去*ST: 2008042  | 2012-03-16 | 2109.32503 | (8.94)       | 4.38       | (1.13)   | (8.56)  | 2.10   |  |            |
| 600234.SH | ST天龙   | 可选消费   | 去*ST: 2010060  | 2012-03-20 | 6629.46047 | (5.11)       | 4.83       | (1.83)   | (1.83)  | 31.61  |  |            |
| 600299.SH | ST新材   | 基础材料   | 去*ST: 2011070  | 2012-04-11 | 6911.55628 | (13.97)      | 6.96       | (5.05)   | (17.44) | (5.69) |  |            |
| 600313.SH | ST中农   | 日常消费   | *ST: 20090421  | 2012-03-27 | 2127.28296 | 2.57         | 7.99       | 1.91     | 0.63    | 12.06  |  | 2012-03-27 |
| 600355.SH | ST精伦   | 科技     | 去*ST: 2011062  | 2012-03-30 | 6030.45889 | (3.60)       | 5.36       | 3.68     | 0.19    | 30.73  |  |            |
| 600401.SH | ST中龙   | 基础材料   | *ST: 20080429  | 2012-03-27 | 36879.7227 | (24.18)      | 7.87       | (7.52)   | (22.62) | 183.09 |  |            |
| 600506.SH | ST香梨   | 日常消费   | 去*ST: 2010111  | 2012-03-15 | 508.387281 | 0.11         | 9.09       | (5.21)   | (7.24)  | 29.12  |  |            |
| 600608.SH | ST沪科   | 工业     | 去*ST: 2011090  | 2012-03-13 | 1793.49855 | 18.30        | 5.69       | (5.17)   | 14.49   | 44.78  |  |            |
| 600609.SH | ST金杯   | 工业     | 去*ST: 2011062  | 2012-04-14 | 7705.58184 | (1.74)       | 2.82       | (0.35)   | 0.36    | 8.88   |  |            |
| 600610.SH | SST中纺  | 工业     | 去*ST: 2008053  | 2012-03-06 | 556.335888 | (17.73)      | 12.34      | (2.30)   | (6.73)  | (6.87) |  |            |
| 600727.SH | ST鲁北   | 基础材料   | *ST: 20090504  | 2012-03-09 | 2785.57017 | (7.75)       | 6.07       | (4.11)   | (0.82)  | 22.13  |  |            |
| 600847.SH | ST渝万里  | 工业     | 去*ST: 2005032  | 2012-02-29 | 252.723589 | (9.26)       | 12.55      | (2.11)   | (2.71)  | (5.71) |  |            |
| 600854.SH | ST春兰   | 可选消费   | *ST: 20070430  | 2012-04-20 | 1106.63925 | (1.75)       | 4.49       | 0.22     | 6.65    | 25.77  |  |            |
| 600868.SH | ST梅雁   | 公用事业   | 去*ST: 2009051  | 2012-04-10 | 1553.92808 | 0.45         | 2.25       | (0.44)   | (3.43)  | 11.39  |  |            |
| 600870.SH | ST厦华   | 可选消费   | *ST: 20080505  | 2012-02-14 | 1449.71074 | (2.30)       | 4.24       | 0.00     | 3.16    | 7.34   |  |            |
| 600890.SH | ST中房   | 房地产    | 去*ST: 2010071  | 2012-02-25 | 4733.93135 | (5.74)       | 4.60       | (2.75)   | 0.44    | 50.82  |  |            |
| 600984.SH | ST建机   | 工业     | 去*ST: 2011111  | 2012-04-17 | 1081.29997 | 2.47         | 7.06       | 2.47     | 5.53    | 40.92  |  |            |
| 600988.SH | ST宝龙   | 工业     | 去*ST: 2011090  | 2012-03-12 | 158.335676 | 99.17        | 16.81      | (4.22)   | 63.84   | 99.64  |  |            |
| 000017.SZ | *ST中华A | 可选消费   | *ST: 20100428  | 2012-04-21 | 3972.09015 | (4.52)       | 3.17       | (3.65)   | (1.25)  | 16.12  |  | 2012-04-21 |
| 000409.SZ | *ST泰复  | 工业     | *ST: 20110503  | 2012-04-20 | 560.580775 | (4.64)       | 6.78       | 0.15     | 0.30    | 41.25  |  |            |
| 000595.SZ | *ST西轴  | 工业     | *ST: 20110420  | 2012-03-20 | 716.636731 | (10.07)      | 6.88       | 0.88     | (3.64)  | 2.38   |  |            |
| 000602.SZ | *ST金马  | 基础材料   | 去*ST: 20120416 | 2012-02-21 | 69771.5607 | (12.03)      | 24.20      | (6.02)   | (6.82)  | 0.83   |  | 2012-04-13 |
| 000607.SZ | *ST华控  | 科技     | *ST: 20110419  | 2012-02-21 | 4122.30869 | 5.32         | 4.55       | (3.60)   | (3.40)  | 33.82  |  |            |
| 000691.SZ | *ST亚太  | 基础材料   | *ST: 20090226  | 2012-03-30 | 557.122711 | 4.14         | 5.03       | (5.09)   | 8.64    | 37.06  |  | 2012-03-30 |
| 000737.SZ | *ST南风  | 日常消费   | *ST: 20110425  | 2012-04-19 | 12348.4391 | (5.25)       | 4.51       | (1.74)   | 2.50    | 28.86  |  | 2012-04-19 |
| 000892.SZ | *ST星美  | 工业     | *ST: 20110228  | 2012-01-20 | 63.082493  | 29.00        | 5.16       | (1.53)   | 7.95    | 35.79  |  |            |
| 600083.SH | *ST博信  | 基础材料   | *ST: 20110302  | 2012-03-16 | 1653.95622 | 11.43        | 5.75       | (4.33)   | (1.03)  | 31.88  |  |            |
| 600228.SH | *ST昌九  | 基础材料   | *ST: 20110426  | 2012-04-10 | 2162.07979 | (12.02)      | 11.34      | (6.90)   | (0.35)  | 71.30  |  |            |
| 600281.SH | *ST太化  | 基础材料   | *ST: 20110427  | 2012-04-21 | 1612.8237  | (4.99)       | 5.71       | (1.55)   | 9.60    | 22.01  |  |            |
| 600335.SH | *ST盛工  | 工业     | *ST: 20110223  | 2012-03-23 | 54098.0163 | (10.22)      | 15.73      | (8.97)   | (6.37)  | 11.96  |  |            |
| 600365.SH | *ST通葡  | 日常消费   | *ST: 20110216  | 2012-03-06 | 390.531438 | 1.81         | 7.89       | (1.00)   | (0.38)  | 33.05  |  |            |

资料来源：WIND，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2) 对于正在通过借壳和内部重组方式实现摘星摘帽的公司，应重点关注重组的进程、借壳方的基本面及未来发展前景以及当前的股价是否已经反映了重组预期。

由于 4 月份之后年报和一季报集中披露完毕，同时也有不少公司做二季度业绩预告公告；这样对 ST 类公司是否能够“摘帽”会有较为明确的认识。从这个角度而言，我们建议可以关注的 ST 类股票“摘帽”事件驱动的投资策略包括：

- 1) 业绩预增使得有摘帽预期的 ST 类股票三个月内有超额收益机会；
- 2) 年报公告日与摘帽日之间的 ST 类股票存在超额收益机会；
- 3) 已经公告重大资产重组的 ST 类股票有中期超额收益的机会。

图表 28 和 29 中给出了 2012 年可能进行摘星摘帽的绩差股信息，图表 30 给出了目前尚在资产重组中的绩差股信息，可以重点关注。

**图表 29：预计年度可摘星摘帽的 ST 类股票（年报未披露）**

| 证券代码      | 证券简称  | 中金一级行业 | 最新状态/摘帽日期     | 业绩预告日期     | 预警类型 | 预告净利润最大变动幅度(%) | 年报预计披露日期   | 业绩预告公告至今涨跌幅(%) | 当前股价<br>2012-04-23 | 股价涨跌幅(%) |        |         |
|-----------|-------|--------|---------------|------------|------|----------------|------------|----------------|--------------------|----------|--------|---------|
|           |       |        |               |            |      |                |            |                |                    | 一周       | 一月     | YTD     |
| 000010.SZ | SST华新 | 工业     | 去*ST: 2007032 | 2012-01-19 | 扭亏   | 723.17         | 2012-04-26 | (23.03)        | 11.26              | (7.10)   | (3.60) | (23.03) |
| 000048.SZ | ST康达尔 | 日常消费   | 去*ST: 2008052 | 2012-01-19 | 扭亏   | 1,049.46       | 2012-04-24 | (1.95)         | 7.55               | 0.67     | (2.45) | (6.44)  |
| 000408.SZ | ST金谷源 | 工业     | 去*ST: 2011052 | 2011-11-21 | 续盈   |                | 2012-04-27 | (19.94)        | 7.87               | 1.81     | 3.55   | 14.89   |
| 600771.SH | ST东盛  | 医疗保健   | ST: 20080430  | 2012-01-13 | 预增   | 60.00          | 2012-04-24 | 36.23          | 8.95               | 2.52     | 4.80   | 44.82   |
| 000545.SZ | *ST吉药 | 医疗保健   | *ST: 20110428 | 2012-01-20 | 扭亏   | 104.86         | 2012-04-26 | 11.74          | 6.76               | 1.05     | (5.45) | 8.51    |
| 002113.SZ | *ST天润 | 基础材料   | *ST: 20110428 | 2011-12-20 | 扭亏   | 110.54         | 2012-04-25 | 35.48          | 7.56               | 1.75     | 0.67   | 22.93   |
| 600074.SH | *ST中达 | 基础材料   | *ST: 20110426 | 2012-01-30 | 扭亏   |                | 2012-04-27 | 13.33          | 3.40               | 0.00     | 1.80   | 14.48   |
| 600671.SH | *ST天目 | 医疗保健   | *ST: 20110504 | 2012-01-30 | 扭亏   |                | 2012-04-25 | 20.07          | 10.17              | (1.26)   | 12.25  | 24.94   |
| 600715.SH | *ST松辽 | 可选消费   | *ST: 20110429 | 2012-01-20 | 扭亏   |                | 2012-04-27 | 36.83          | 6.91               | (2.26)   | (1.29) | 44.26   |

资料来源：WIND，中金公司研究部

**图表 30：当前尚未完成资产重组的 ST 类股票**

| 代码        | 名称     | 中金行业 | 最新戴帽日期     | 最新重组进度公告日  | 最新重组方案进度 | 被借壳公司             | 最新重组进度公告至今涨跌幅(%) | 当前股价<br>2012-04-23 | 股价涨跌幅(%) |        |       |  |
|-----------|--------|------|------------|------------|----------|-------------------|------------------|--------------------|----------|--------|-------|--|
|           |        |      |            |            |          |                   |                  |                    | 一周       | 一月     | YTD   |  |
| 600892.SH | *ST宝诚  | 工业   | 2011-02-28 | 2010-06-09 | 国资委批准    | 钜盛华实业             | (19.68)          | 13.10              | 0.92     | (3.18) | 34.77 |  |
| 000030.SZ | *ST盛润A | 工业   | 2009-04-09 | 2012-02-10 | 董事会预案    | 富奥汽车零部件股份有限公司     | (6.01)           | 11.26              | (11.06)  | (4.09) | 44.36 |  |
| 600698.SH | *ST轻骑  | 可选消费 | 2011-04-06 | 2012-01-05 | 证监会批准    | 中国长安汽车集团股份有限公司    | 43.14            | 5.01               | 4.81     | 18.16  | 43.14 |  |
| 600691.SH | *ST东碳  | 基础材料 | 2010-04-22 | 2011-12-03 | 证监会批准    | 阳泉煤业（集团）有限责任公司    | (0.22)           | 13.92              | 4.04     | 28.41  | 35.28 |  |
| 600203.SH | *ST福日  | 工业   | 2011-01-27 | 2011-06-15 | 股东大会通过   | 福建省电子信息（集团）有限责任公司 | (17.46)          | 5.72               | 0.88     | 4.95   | 18.67 |  |
| 000805.SZ | *ST炎黄  | 科技   | 2005-04-18 | 2012-02-14 | 董事会预案    | 山东鲁地投资控股有限公司      |                  |                    |          |        |       |  |
| 000156.SZ | *ST嘉瑞  | 基础材料 | 2005-03-22 | 2011-09-06 | 股东大会通过   | 华数数字电视传媒集团有限公司    |                  |                    |          |        |       |  |
| 600155.SH | *ST宝硕  | 基础材料 | 2007-02-16 | 2011-07-14 | 股东大会通过   | 新希望化工投资有限公司       | (29.22)          | 4.87               | 2.10     | 8.71   | 28.50 |  |
| 000922.SZ | ST阿继   | 工业   | 2011-05-16 | 2012-01-17 | 证监会批准    | 哈尔滨电气集团           | 36.07            | 8.45               | 1.32     | (0.59) | 30.00 |  |
| 600706.SH | ST长信   | 医疗保健 | 2008-06-19 | 2011-10-10 | 证监会批准    | 西安曲江文化旅游有限公司      | (24.43)          | 11.85              | (2.15)   | (5.28) | 5.80  |  |
| 600604.SH | *ST二纺  | 工业   | 2011-03-15 | 2011-12-27 | 证监会批准    | 市北集团              | 14.70            | 7.10               | (3.53)   | 3.50   | 5.03  |  |
| 600180.SH | ST九发   | 日常消费 | 2011-12-15 | 2012-01-13 | 股东大会通过   | 郑州瑞茂通供应链有限公司      | 34.38            | 9.42               | 3.40     | 8.28   | 19.54 |  |
| 600562.SH | ST高陶   | 可选消费 | 2011-08-25 | 2010-01-06 | 国资委批准    | 中国电子科技集团公司        | 8.98             | 27.80              | (6.05)   | (7.49) | 18.25 |  |
| 600885.SH | ST力阳   | 基础材料 | 2011-12-22 | 2011-11-29 | 股东大会通过   | 厦门有格投资有限公司        | 1.13             | 10.74              | 5.19     | 0.09   | 47.33 |  |
| 600894.SH | *ST广钢  | 基础材料 | 2012-02-14 | 2011-09-30 | 国资委批准    | 广州广日集团有限公司        | (13.96)          | 6.47               | (2.27)   | 0.62   | 11.17 |  |

资料来源：WIND，天相，中金公司研究部

---

## 法律声明

---

### 一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 [http://research.cicc.com/disclosure\\_cn](http://research.cicc.com/disclosure_cn)，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 北京

中国国际金融有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## Singapore

China International Capital  
Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road,  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 上海

中国国际金融有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## United Kingdom

China International Capital  
Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号  
新世界中心写字楼4层  
邮编: 430032  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号  
绿地广场2层  
邮编: 210008  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼107、201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼3层  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

### 大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B  
邮编: 116000  
电话: (86-411) 8755-5088  
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED