

## 量化策略

# 如何准确解读年报业绩预告

近期，A股市场上市公司密集披露业绩预告，很多投资者希望通过业绩预告信息，掌握各行业、风格板块业绩强弱对比情况，以辅助板块配置决策。但如果直接用业绩预告增速来刻画各板块业绩表现，则容易出现较大误差。本篇报告尝试对板块业绩预告增速进行修正，使之更为真实地刻画各板块业绩表现的相对强弱，供投资者参考。

**为刻画真实的板块业绩表现，可用上一年度 Q4 季度利润对未披露业绩预告的企业进行填充**

业绩预告增速存在显著误差的原因有两方面，一是披露业绩预告的企业存在样本偏差，二是其利润占比较低。依据业绩预告披露规则，净利润变化幅度超过 50% 的企业，强制披露业绩预告，因而披露业绩预告的企业，往往也是业绩波动较大的企业。同时，我们统计了披露业绩预告的企业上一年度利润占全市场的比例，近年来这一比例均低于 40%，且仍处于下滑的趋势。

通过对未披露业绩预告的企业进行信息填充的方式进行修正。我们测试了 3 种信息填充的方式，并发现用上一年度 Q4 季度利润对未披露业绩预告的企业进行信息填充的效果最佳。修正后，2011 年以来，全市场整体真实业绩增速均落于业绩预告上下限增速范围内；各板块业绩预告增速与真实业绩增速的平均绝对误差均显著收敛，如：全市场预告增速误差从 27.7% 降低至 3.9%；银行行业预告增速误差从 10.7% 降低至 3.1%。

**各板块年度业绩比较：推荐关注有色、电子、新能源行业**

**行业板块：推荐关注有色金属、电子、电力设备及新能源。**依据 2020 年度同比增速排序，排名靠前的行业为有色金属、传媒、基础化工、通信；依据 Q4 季度同比增速排序，排名靠前的行业为电力设备及新能源、机械、电子、汽车。综合考虑业绩增速排名和低基数的影响，我们认为有色金属、电子、电力设备及新能源行业业绩表现较好，推荐关注。

**风格判断：价值因子尚待时机，成长风格或将延续。**从风格板块的业绩表现来看，高估值板块年度同比增速和 Q4 季度同比增速均显著优于低估值板块，高成长板块业绩表现亦优于低成长板块。因此，从基本面角度来看，价值股基本面表现趋弱，价值因子未来可能延续弱势表现；成长股基本面表现较好，进一步支撑成长风格的延续。

分析员

**刘均伟**

SAC 执证编号: S0080520120002

SFC CE Ref: BQR365

junwei.liu@cicc.com.cn

分析员

**王汉锋, CFA**

SAC 执证编号: S0080513080002

SFC CE Ref: AND454

hanfeng.wang@cicc.com.cn

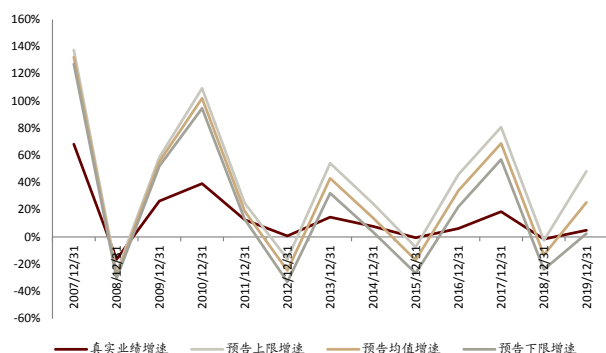
## 业绩预告无法直接反映市场真实业绩表现

近期，A 股市场上市公司密集披露业绩预告，投资者可以依据业绩预告披露信息，筛选出业绩表现较好的优质个股；同时，往往也希望通过业绩预告信息，掌握各行业、风格板块业绩强弱对比情况，以辅助板块配置决策。

然而，如果直接以业绩预告的整体增速刻画板块的真实业绩，则会出现较大误差。如图表 1、3 所示，我们以财报公告的业绩增速为真实业绩增速，将全市场及各行业业绩预告增速与真实业绩增速进行对比，其中，预告均值为预告上限和预告下限的均值。不难发现，业绩预告增速与真实业绩增速存在较大差异，主要有两方面原因：

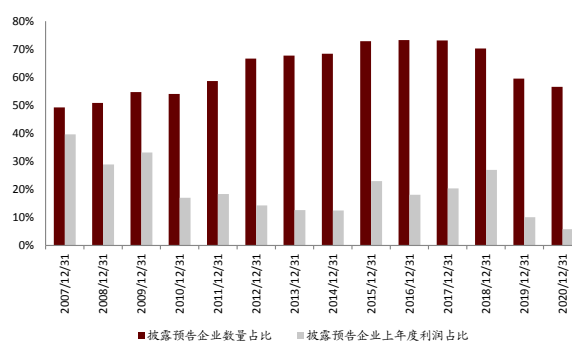
- **披露业绩预告的企业利润占比低，无法直接表征板块整体表现。**如图表 2 所示，虽然历年披露年度业绩预告的企业数量占比超过 50%，但披露业绩预告的企业利润占比低于 40%（按上一年度利润统计），且近年来其利润占比处于持续下行趋势，当前披露 2020 年度业绩预告的企业利润占比已低于 10%。因此，以业绩预告增速刻画板块整体业绩表现可能存在较大误差（如图表 3 所示）。
- **披露业绩预告的企业具有显著的样本偏差。**依据业绩预告披露规则，满足净利润上升或下降 50% 以上、净利润为负、扭亏为盈等情形的企业，强制要求披露业绩预告。即：被强制要求披露业绩预告的企业，往往是业绩波动较大的企业。因而，业绩预告增速的波动显著大于市场真实业绩增速（如图表 1 所示）。

图表 1：业绩预告增速波动显著大于市场真实业绩增速



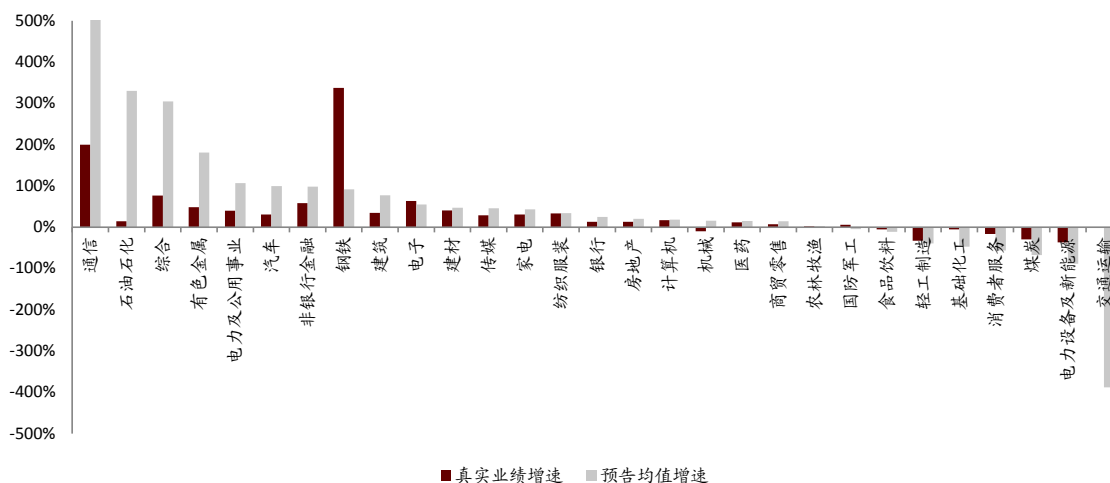
资料来源：万得资讯，中金公司研究部（业绩增速：年度业绩同比增速；预告均值为预告上限与预告下限的均值）

图表 2：业绩预告覆盖度统计



资料来源：万得资讯，中金公司研究部（数据截止于 2021 年 1 月 31 日）

图表 3：2013 年度各行业业绩预告增速与真实业绩增速对比（中信一级行业分类）



资料来源：万得资讯，中金公司研究部（业绩增速：年度业绩同比增速；预告均值为预告上限与预告下限的均值）

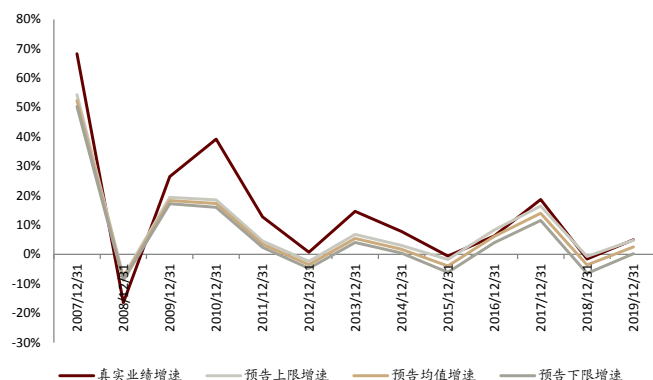
## 修正方法：对未披露业绩预告的企业进行信息填充

由于披露业绩预告的企业存在样本偏差，且利润占比较低，投资者通过业绩预告信息刻画全市场和板块业绩表现时，须进行修正，即：对未披露业绩预告的企业进行信息填充，可以考虑以下三种方案。

- ▶ 方法 1：未披露业绩预告企业年度利润用上一年度利润进行填充。
- ▶ 方法 2：未披露业绩预告企业 Q4 季度利润，用上一年度同期利润进行填充。
- ▶ 方法 3：未披露业绩预告企业 Q4 季度利润，用上一年度同期利润乘以前三季度业绩同比增速的结果进行填充。

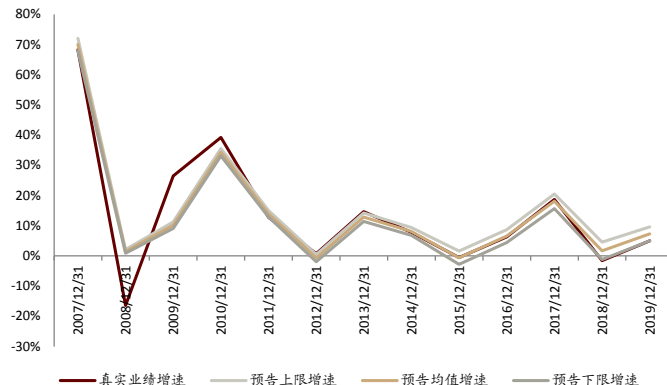
经过测试，方法 2 修正效果最佳，2011 年以来，真实业绩增速均落于业绩预告上下限增速范围内。如图表 4-6 所示，方法 1、方法 2 修正后，全市场整体业绩预告增速均与真实业绩增速较为接近，其中，方法 2 修正效果最佳，2011 年以来，全市场整体真实业绩增速均落于业绩预告上下限增速范围内。方法 3 则在 2015 年度出现较大误差，说明基于前三季度业绩同比增速外推 Q4 同比增速在部分时点误差较大。

图表 4：方法 1 修正后，业绩预告增速 vs 真实业绩增速



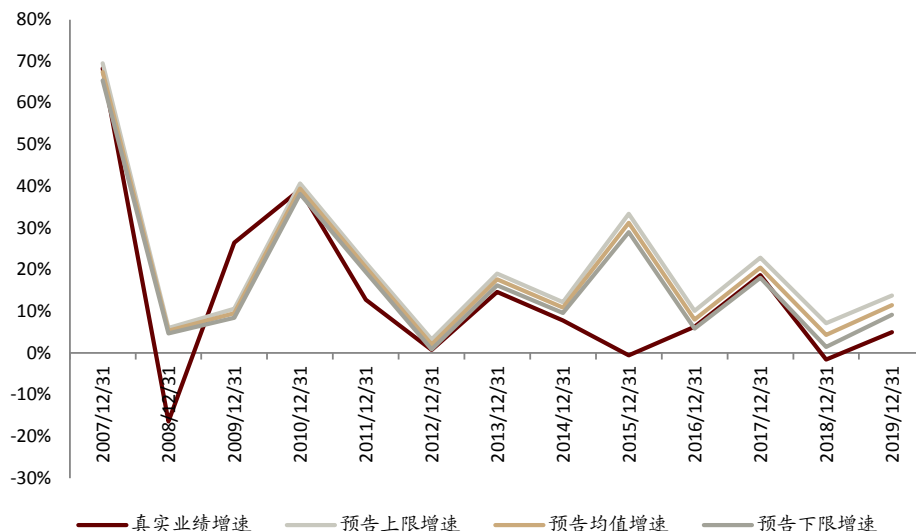
资料来源：万得资讯，中金公司研究部（业绩增速：年度业绩同比增速；预告均值为预告上限与预告下限的均值）

图表 5：方法 2 修正后，业绩预告增速 vs 真实业绩增速



资料来源：万得资讯，中金公司研究部（业绩增速：年度业绩同比增速；预告均值为预告上限与预告下限的均值）

图表 6：方法 3 修正后，业绩预告增速 vs 真实业绩增速



资料来源：万得资讯，中金公司研究部（业绩增速：年度业绩同比增速；预告均值为预告上限与预告下限的均值）

进一步, 我们比较各行业、风格板块内, 修正前后, 年度业绩预告增速与真实业绩增速的平均绝对误差 (统计报告期为 2007-12-31 至 2019-12-31)。其中, 业绩预告增速按业绩预告均值计算; 行业板块划分依据中信一级行业分类; 成长板块依据该年三季度 TTM 净利润环比增速, 在行业中性条件下进行划分, 按个股数量均分成三组; 估值板块依据市净率 (PB\_LF) 指标, 在行业中性条件下划分, 按个股数量均分成三组。

经过方法 2 修正后, 各板块业绩预告增速与真实业绩增速的平均绝对误差均显著收敛。如图表 7 所示, 经方法 2 修正后, 各板块业绩预告增速与真实业绩增速平均绝对误差均显著低于原始预告增速的误差, 其中, 全市场预告增速误差从 27.7%降低至 3.9%; 银行行业预告增速误差从 10.7%降低至 3.1%。

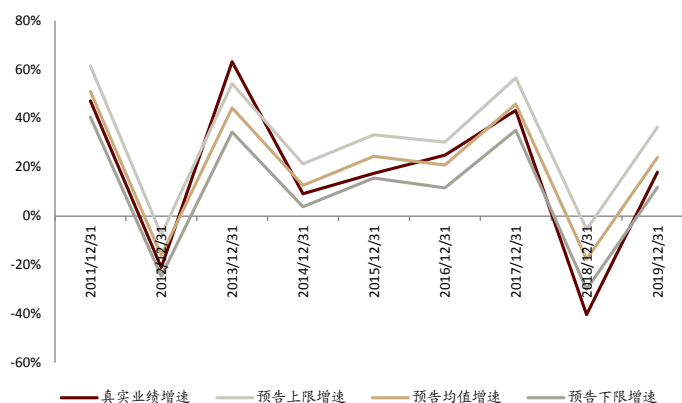
图表 7: 各板块业绩预告增速与真实业绩增速的平均绝对误差统计

	原始预告增速误差	方法 1 修正后误差	方法 2 修正后误差	方法 3 修正后误差
全市场	27.7%	7.3%	3.9%	7.9%
银行	10.7%	13.3%	3.1%	2.8%
商贸零售	18.5%	7.6%	7.8%	12.0%
纺织服装	18.6%	18.8%	18.1%	24.4%
建筑	23.1%	13.2%	9.1%	9.4%
汽车	23.2%	13.7%	11.0%	36.4%
轻工制造	31.0%	28.1%	21.2%	20.1%
房地产	33.2%	13.8%	8.4%	18.6%
基础化工	36.0%	29.4%	27.7%	36.8%
医药	36.7%	18.7%	16.3%	39.2%
非银行金融	39.7%	26.2%	17.4%	19.0%
建材	45.4%	13.3%	11.1%	15.4%
煤炭	55.9%	16.9%	12.7%	36.5%
农林牧渔	58.3%	20.0%	22.0%	55.3%
计算机	60.6%	18.9%	19.0%	19.1%
消费者服务	72.6%	10.9%	5.1%	7.0%
综合金融	92.2%	17.7%	27.8%	35.4%
电力设备及新能源	93.0%	19.0%	20.8%	31.3%
石油石化	97.9%	12.8%	11.5%	14.8%
传媒	121.7%	50.2%	42.5%	52.8%
食品饮料	127.6%	31.0%	27.1%	36.0%
钢铁	145.0%	28.6%	26.0%	25.2%
交通运输	172.5%	33.6%	29.5%	33.2%
综合	236.8%	35.0%	30.7%	24.3%
家电	284.8%	107.8%	53.2%	54.9%
电力及公用事业	302.4%	117.9%	95.7%	88.4%
国防军工	614.4%	13.5%	17.6%	29.6%
机械	678.0%	18.2%	15.7%	18.3%
电子	990.3%	196.0%	179.1%	165.3%
通信	1555.7%	32.0%	34.1%	366.0%
有色金属	2168.8%	46.3%	24.6%	20.3%
低估值	37.6%	7.3%	5.0%	10.4%
中估值	25.7%	8.5%	3.7%	6.0%
高估值	59.6%	15.7%	11.8%	13.4%
低成长	64.6%	9.3%	3.5%	3.9%
中成长	37.5%	7.4%	5.5%	7.3%
高成长	79.2%	14.9%	7.0%	29.9%

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (统计报告期为 2007-12-31 至 2019-12-31; 业绩增速: 年度业绩同比增速; 成长板块依据三季度 TTM 净利润环比增速划分; 估值板块依据市净率划分)

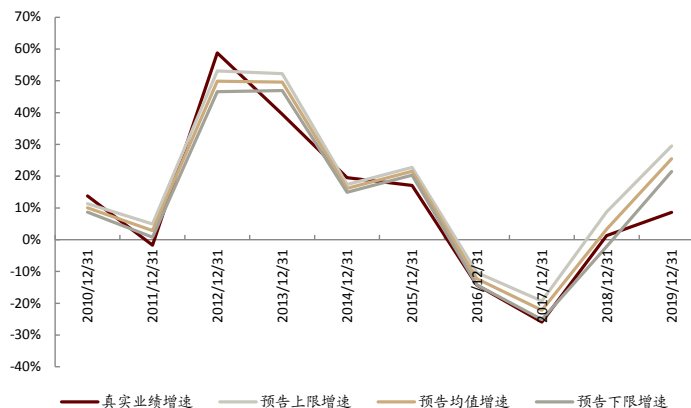
经过方法 2 修正后, 部分板块平均绝对误差仍较大, 是因为个别年度业绩增速较高, 绝对误差较大。如图表 7 所示, 经过方法 2 修正后, 电子行业、电力及公用事业行业业绩预告增速误差较大, 主要是因为 2010 年以前个别年度业绩增速较高, 绝对误差大; 而 2010 年以后, 这两个行业的业绩预告增速均与真实增速较为接近 (如图表 8、9 所示)。

图表 8: 方法 2 修正后, 电子行业业绩预告增速 vs 实际业绩增速



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (业绩增速: 年度业绩同比增速; 预告均值为预告上限与预告下限的均值)

图表 9: 方法 2 修正后, 电力及公用事业行业业绩预告增速 vs 实际业绩增速



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (业绩增速: 年度业绩同比增速; 预告均值为预告上限与预告下限的均值)

基于以上分析, 我们利用年度业绩预告信息比较各板块业绩强弱时, 可以用上一年度 Q4 季度利润对未披露业绩预告的企业 Q4 季度利润进行填充, 从而获得接近于真实水平的业绩增速预测。

## 各板块年度业绩比较：推荐关注有色、电子、新能源行业

我们通过上述方式，对各行业、风格板块的业绩增速进行预测，结果如图表 10 所示。

- **行业板块：推荐关注有色金属、电子、电力设备及新能源。**依据 2020 年度同比增速排序，排名靠前的行业为有色金属、传媒、基础化工、通信；依据 Q4 季度同比增速排序，排名靠前的行业为电力设备及新能源、机械、电子、汽车。综合考虑业绩增速排名和低基数的影响，我们认为有色金属、电子、电力设备及新能源行业业绩表现较好，推荐关注。
- **风格判断：价值因子尚待时机，成长风格或将延续。**从风格板块的业绩表现来看，高估值板块年度同比增速和 Q4 季度同比增速均显著优于低估值板块，高成长板块业绩表现亦优于低成长板块。因此，从基本面角度来看，价值股基本面表现趋弱，价值因子未来可能延续弱势表现；而成长股基本面表现较好，进一步支撑成长风格的延续。

图表 10：2020 年度各板块业绩增速预测

	2020年度同比增速			2020年Q4季度同比增速		
	上限增速	均值增速	下限增速	上限增速	均值增速	下限增速
全市场	2%	0%	-3%	68%	48%	28%
有色金属	355%	326%	297%	194%	179%	164%
传媒	294%	219%	143%	68%	55%	42%
基础化工	242%	216%	190%	135%	123%	110%
通信	169%	152%	135%	367%	282%	197%
综合	122%	98%	73%	71%	60%	49%
农林牧渔	80%	75%	71%	17%	6%	-5%
国防军工	70%	63%	56%	248%	202%	155%
电子	68%	59%	51%	699%	565%	430%
电力设备及新能源	64%	56%	48%	8159%	6257%	4355%
机械	56%	48%	40%	1025%	814%	603%
医药	51%	43%	36%	323%	238%	153%
电力及公用事业	24%	20%	16%	177%	81%	-16%
食品饮料	18%	17%	16%	35%	29%	23%
建材	17%	15%	12%	64%	51%	37%
汽车	13%	4%	-4%	512%	272%	32%
综合金融	8%	2%	-4%	-18%	-92%	-165%
建筑	3%	2%	1%	11%	8%	5%
计算机	27%	1%	-25%	113%	68%	23%
轻工制造	3%	-1%	-5%	30%	11%	-8%
家电	-2%	-3%	-4%	78%	68%	57%
钢铁	-3%	-5%	-6%	59%	49%	39%
非银行金融	-5%	-6%	-6%	2%	-3%	-8%
煤炭	-5%	-6%	-6%	47%	43%	39%
银行	-6%	-6%	-6%	0%	0%	0%
纺织服装	1%	-10%	-21%	159%	104%	48%
房地产	-14%	-16%	-19%	-10%	-17%	-23%
石油石化	-30%	-32%	-34%	22%	12%	2%
商贸零售	-44%	-54%	-63%	78%	47%	17%
交通运输	-86%	-95%	-104%	-215%	-337%	-459%
消费者服务	-94%	-101%	-109%	-433%	-584%	-735%
低估值	-15%	-17%	-20%	-12%	-32%	-52%
中估值	2%	0%	-2%	46%	33%	21%
高估值	26%	23%	21%	176%	154%	133%
低成长	-36%	-40%	-44%	-69%	-145%	-220%
中成长	13%	12%	11%	90%	83%	76%
高成长	32%	28%	24%	85%	64%	44%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部（业绩增速：年度业绩同比增速；均值为预告上限与预告下限的均值；成长板块依据三季度 TTM 净利润环比增速划分；估值板块依据市净率划分）



---

## 法律声明

---

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（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，但中国国际金融股份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，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

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（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》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联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受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”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

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。

**特别声明**

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

**中金研究基本评级体系说明：**

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

**股票评级定义：**

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

**行业评级定义：**

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

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。

V190624  
编辑：赵静



## 中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街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

### 美国

**CICC US Securities, Inc**

32<sup>th</sup> Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

### 英国

**China International Capital Corporation (UK) Limited**

25<sup>th</sup> Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

### 新加坡

**China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited**

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

### 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

### 上海

**中国国际金融股份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

### 深圳

**中国国际金融股份有限公司深圳分公司**

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

