

量化策略

基本面量化系列（3）：业绩成长是否具有延续性

成长股投资的核心正是在于挖掘未来盈利具有真实成长性的企业。然而，市场上的公司数量繁多，运营模式复杂多样，投资者难以实现对所有企业的认知都达到足够深度。如果可以通过企业的某些特征，挖掘出大概率高成长的股票池，将提升投研效率。本篇报告基于企业的基本面、市场预期、技术面的信息，构建成长股的量化选股模型，挖掘未来大概率高成长的企业，供投资者参考。

业绩成长具有较强的动量效应

业绩成长具有一定的延续性，但直接投资当期高增长的股票存在较大尾部风险。从收益表现来看，当期业绩高增长股票在财报披露日后长期具有超额收益，效应可持续 120 个交易日。从基本面角度来看，我们统计了当期业绩高增长企业下一季度业绩增速的分布情况，并发现有超过一半的企业下一季度将延续业绩增长趋势，这一部分企业可能对于高增长组合财报披露日后的超额收益贡献较大；但仍有近 30% 企业的下期业绩出现反转，给业绩高增长组合带来较大风险。

结合加速度维度对业绩增长趋势进行更为准确的刻画，筛选业绩加速增长的企业，降低尾部风险。业绩加速增长的企业在财报披露日后累计超额收益表现优于业绩高增长企业。从下一季度业绩增速的分布来看，相较于业绩高增长企业，业绩加速增长的企业下一季度业绩增速仍排在全市场前 30% 的概率略有提升，从 54% 提升至 57%；下一季度业绩增速排在全市场后 30% 的概率显著下滑，从 26% 降低至 15%。

成长趋势共振模型：稳定跑赢偏股混合型基金指数

基于业绩成长的延续性构建选股策略，须规避非经常性因素的影响。具有延续性的业绩增长可能来源于技术进步、市场空间拓宽等方面，但如果当期业绩的成长是由于一些非经常性因素带来的，则其延续成长趋势的可能性将大大降低。因此，对于扣非利润占比较低、近一年发生股权融资事件、偿债能力指标较低的企业，应及时规避。

运用分析师预期、技术面信息增厚策略收益。业绩加速增长组合内，过去一个月收益（动量）因子和分析师一致预期上调均存在明显的动量效应，即：过去一个月收益较高的股票和分析师一致预期上调幅度较大的股票，未来收益表现较好。从逻辑上讲，这两个因子分别从分析师预期、技术面角度反映了市场对于公司业绩成长质量的观点。

成长趋势共振模型 2009 年以来年化收益达 37.9%，每年均跑赢偏股混合型基金指数。从绝对收益角度来看，该策略除 2011、2018 年外，每年均可获得正收益，年化收益达 37.9%；与偏股混合型基金收益比较，该策略 2009 年以来，每年均能跑赢偏股混合型基金指数，年化超额收益为 22.5%；2017 年以来，平均每年亦可超额偏股混合型基金 10 个百分点左右。从年度收益排名角度来看，我们以年度收益乘以 90%（按 9 成仓位计算），再与偏股型基金进行排名，绝大部分年份均可排名前三分之一。

分析员

古翔

SAC 执证编号：S0080521010010
xiang.gu@cicc.com.cn

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

相关研究报告

- 量化策略 | 如何准确解读年报业绩预告 (2021.02.01)
- 量化策略 | 基本面量化系列（1）：如何看待价值股的“价值” (2021.01.10)

目录

业绩成长存在较强的动量效应	4
高成长的企业在财报公告后具有超额收益	4
结合加速度维度指标，降低尾部风险	6
应用预告数据提升财务信息的及时性	7
规避非经常性因素带来的影响	10
剔除非经常性损益占比高的企业	10
剔除近期发生股权融资事件的企业	11
规避存在债务违约风险的企业	12
运用分析师预期和技术面信息增厚收益	15
技术面增强指标：改进动量因子	15
分析师预期增强指标 1：一致预期 3 个月上调	17
分析师预期增强指标 2：一致预期业绩增速	18
成长趋势共振选股策略	19
策略构建：基于业绩成长的延续性	19
策略表现：每一年度均能跑赢偏股混合型基金指数	20
策略全年换手率约 440%	21
总结	23

图表

图表 1：业绩高增长企业在财报披露日(T 日)前后累计超额收益统计	4
图表 2：业绩高增长企业在财报披露日(T 日)前后超额收益表现	5
图表 3：当期高增长企业在下一季度业绩增速分布	5
图表 4：上市公司利润变化趋势的四种状态	6
图表 5：业绩加速增长企业在财报披露日(T 日)前后超额收益表现	7
图表 6：业绩加速增长的企业在下一季度业绩增速分布	7
图表 7：业绩高增长企业在财报披露日(T 日)前后累计超额收益统计	7
图表 8：业绩预告披露数量及在各市场板块间数量分布	8
图表 9：不同财报期各市场板块的业绩预告数量占比	8
图表 10：业绩加速增长组合净值表现	9
图表 11：非经常性因素影响业绩成长的延续性	10
图表 12：扣非利润占比 50% 以上的业绩加速增长组合净值表现	11
图表 13：扣非利润占比高的业绩加速增长组合相对于原始业绩加速增长组合净值表现	11
图表 14：扣非利润占比较低的股票数量占原始业绩加速增长组合股票数量的比例	11
图表 15：剔除近一年股权融资股票后业绩加速增长组合净值表现	12
图表 16：业绩加速增长组合内近一年股权融资的股票数量占比	12
图表 17：永泰能源 2019 年半年报公告后净值走势与煤炭行业净值走势对比	13
图表 18：偿债能力指标小于-1 的业绩加速增长企业在财报披露日(T 日)前后超额收益表现	13
图表 19：偿债能力指标小于-1 的业绩加速增长企业在财报披露日(T 日)前后累计超额收益统计	13
图表 20：剔除偿债能力指标低于-1 的股票后业绩加速增长组合净值表现	14
图表 21：业绩加速增长组合内偿债能力指标低于-1 的股票数量占比	14
图表 22：运用分析师预期和技术面信息增厚组合收益	15
图表 23：业绩加速增长组合内，一个月动量因子分组净值表现	16
图表 24：H/L 指标的概率密度分布	16
图表 25：不同参数下，业绩加速增长组合内改进动量因子的多空收益表现 (Group3/Group1)	17

图表 26: 业绩加速增长组合内, 改进动量因子 ($k=1.10$) 分组净值表现.....	17
图表 27: 业绩加速增长组合内, 分析师一致预期数据覆盖度	18
图表 28: 业绩加速增长组合内, 分析师一致预期调整因子分组净值表现.....	18
图表 29: 业绩加速增长组合内, 分析师一致预期增速因子分组净值表现.....	18
图表 30: 成长趋势共振选股策略实施步骤	19
图表 31: 成长趋势共振选股策略回测框架	20
图表 32: 成长趋势共振选股策略历史净值表现	20
图表 33: 成长趋势共振选股策略分年度收益统计	21
图表 34: 大类板块划分标准 (基于中信一级行业分类)	21
图表 35: 各调仓期持仓股票市值分布	22
图表 36: 各大行业板块股票持仓数量分布	22

业绩成长存在较强的动量效应

成长股投资的核心正是在于挖掘未来盈利具有真实成长性的企业。从量化角度考虑，业绩成长的**线性外推是一种较为常见的思路**，即：用企业当期业绩的高增长，外推企业下一期仍然维持较高的业绩增速。这样的思路是否成立？本章节我们将通过统计的方式进行验证，并对其成因进行分析。

高成长的企业在财报公告后具有超额收益

我们运用事件研究法，取2009年以来，各个报告期业绩增速在全市场范围内排名前九分之一的个股，统计其财报公告日（T日）前后的超额收益表现，其中，超额收益的比较基准为中信一级行业的等权指数；业绩增速定义为 TTM 归母净利润环比增速。

业绩高增长的企业在财报公告日后具有超额收益，效应持续120个交易日。如下图所示，T日为业绩高增长企业的财报披露日；T日前，业绩高增长企业超额收益显著，说明市场对于业绩高增长具有一定的前瞻性；T日后，业绩高增长企业超额收益依然延续，并且可持续120个交易日，累计平均超额收益达2%。

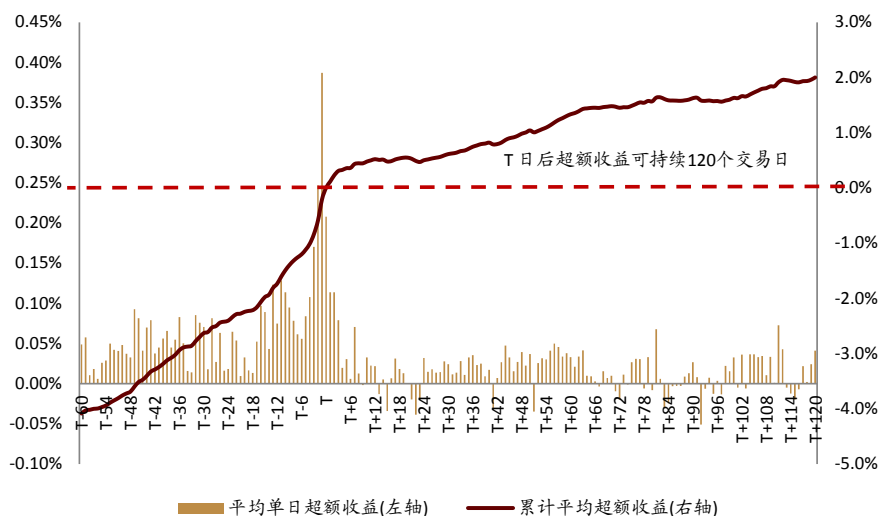
直接投资当期业绩增长的企业仍存在较大风险。虽然从平均超额收益来看，业绩高增长的企业具有持续性的超额收益，但实际上胜率不到50%，即：当期高增长的企业，有超过一半的企业在财报披露后无超额收益。之所以平均超额收益显著，是部分个股超额收益较为丰厚，使得超额收益的分布总体右偏。

图表1：业绩高增长企业在财报披露日(T日)前后累计超额收益统计

	均值	中位数	胜率	标准差	样本数	T统计量
前60个交易日	3.9%	1.9%	55.7%	18.2%	13704	25.29
前20个交易日	2.1%	0.8%	54.1%	11.3%	13702	21.36
前5个交易日	1.0%	0.4%	54.4%	5.8%	13701	20.23
T日	0.2%	-0.1%	48.4%	3.2%	13702	7.61
后5个交易日	0.4%	-0.2%	47.9%	5.9%	13704	7.06
后20个交易日	0.5%	-0.6%	47.0%	11.4%	13707	5.61
后60个交易日	1.3%	-0.3%	49.3%	18.7%	13728	8.35
后120个交易日	2.0%	-0.3%	49.2%	24.2%	13752	9.52

资料来源：万得资讯，中金公司研究部（统计期：2009年1月1日至2020年12月31日；基准为中信一级行业的等权指数）

图表 2: 业绩高增长企业在财报披露日(T 日)前后超额收益表现

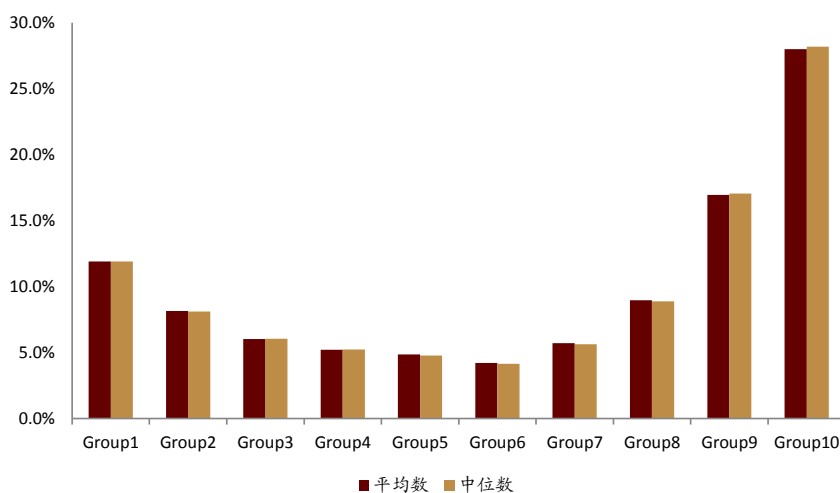


资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (统计期: 2009 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日; 基准为中信一级行业的等权指数)

从基本面角度来看, 我们统计了业绩高增长企业下一季度业绩增速的分布情况, 以观察业绩高成长企业在业绩增速方面的延续性。如下图所示, Group 10 表示下一季度业绩增速排在全市场前 10%, Group 1 表示下一季度业绩增速排在全市场后 10%。

当期业绩高增长的企业, 有超过 50%的企业将延续业绩增长趋势, 但仍有近 30%企业的下期业绩出现反转。如下图所示, 当期业绩高增长的企业, 超过 50%的企业下一季度业绩增速仍排在全市场前 30%, 延续增长趋势, 这一部分企业可能对于高增长组合财报披露日后的超额收益贡献较大; 但“尾部风险”较大, 有近 30%的企业下一季度业绩排在全市场后 30%。

图表 3: 当期高增长企业在下一季度业绩增速分布



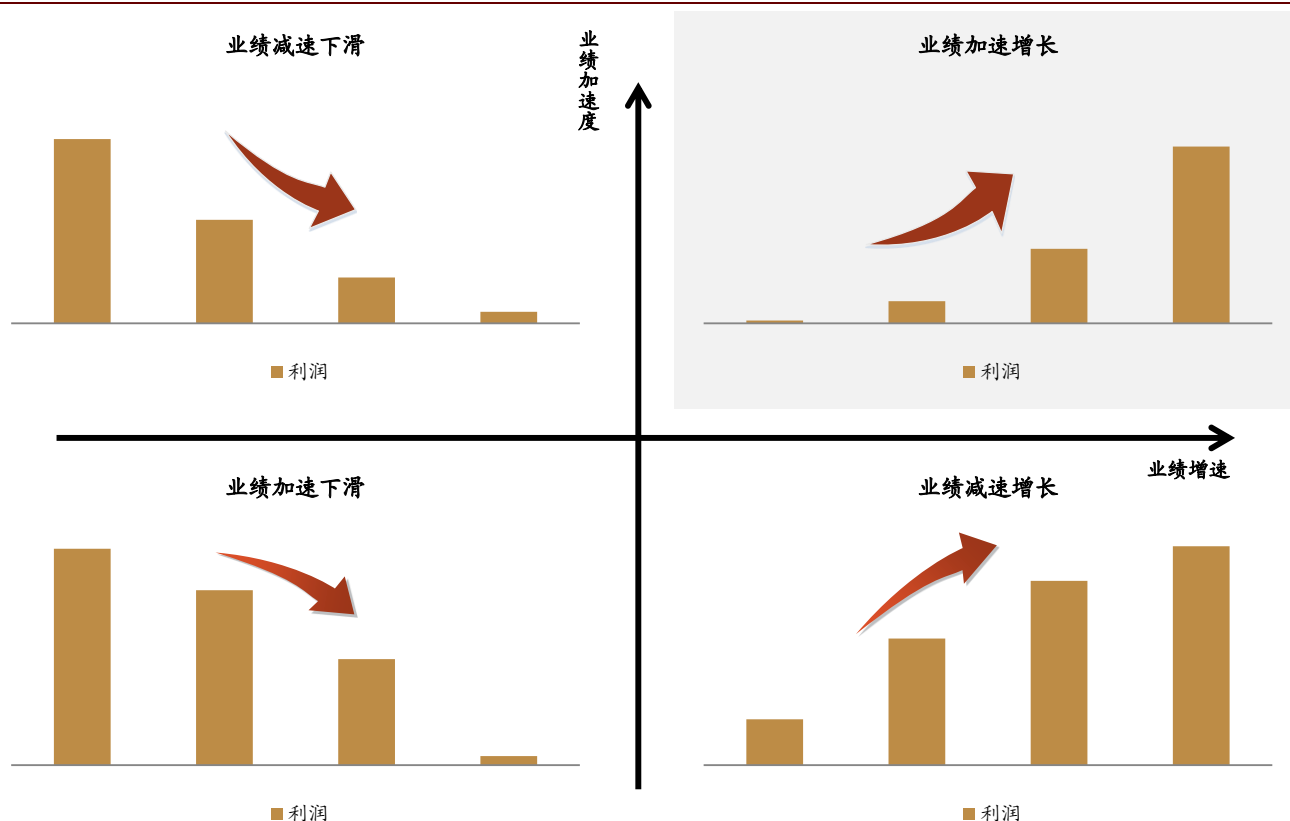
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (统计期: 2009 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日; Group 10 表示下一季度业绩增速排在全市场前 10%, Group 1 表示下一季度业绩增速排在全市场后 10%)

因此,我们认为业绩高增长企业在业绩披露日后持续贡献的超额收益,主要来源于部分企业在下一季度延续了业绩增长的趋势,一定程度说明,业绩成长是具有一定延续性的;但是,直接线性外推的方式还是存在较大的“尾部风险”,有相当一部分高增长企业下一季度业绩出现反转。

结合加速度维度指标,降低尾部风险

基于以上分析,业绩高增长组合的风险主要在于存在部分业绩出现反转的企业。如何降低业绩“变脸”风险呢?针对这一问题,我们考虑结合加速度维度对业绩增长的趋势进行更为准确的刻画,从而筛选出业绩增长,加速度也为正的企业,即:业绩加速增长的企业。这一类企业业绩成长趋势更强,马上出现业绩反转的概率可能更低。

图表 4: 上市公司利润变化趋势的四种状态



资料来源: 中金公司研究部

如何刻画企业业绩的加速度呢?我们取企业过去 8 个季度的单季度净利润,对时间序列的二次方程进行回归,并取二次项回归系数 a 为加速度指标的代理变量,当 a 大于 0 时,说明利润增长的加速度为正,且 a 指标值越大,利润增长的加速度也越大。其中,由于企业利润总额的高低也会影响回归系数 a 的大小,为降低利润额数量级对于加速度指标可比性的影响,在回归前需先对参与回归加速的利润序列进行 z-score 标准化处理。

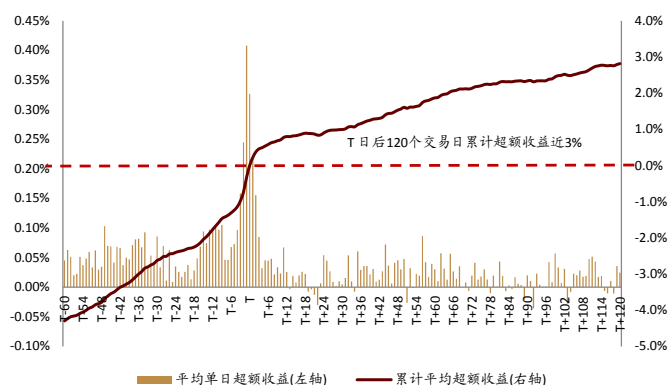
$$NetProfit_t = a \times t^2 + b \times t + c$$

我们取当期业绩增速全市场排名前三分之一的个股作为基础池,再从基础池中筛选加速度指标排名前三分之一的个股作为业绩加速增长的股票池。并运用相同方法,从组合超额收益表现、业绩增长的延续性两个角度,检验组合的有效性。

业绩加速增长的企业在财报披露日后具有持续超额收益，且累计超额收益优于业绩高增长的企业。如下图所示，业绩加速增长的企业在财报披露日后累计超额收益可达 2.8%，优于业绩高增长企业收益表现；并且从超额收益中位数和胜率角度来看，相较业绩高增长企业也有所提升。

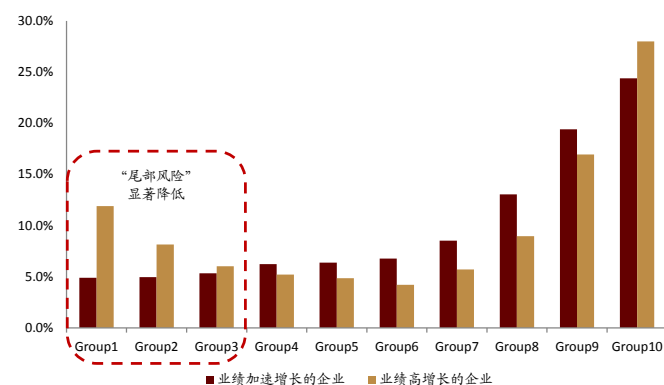
业绩加速增长的企业，下一季度业绩增速反转的概率显著降低，有效较低风险。从下一季度业绩增速的分布来看，相较业绩高增长企业，业绩加速增长的企业下一季度业绩增速仍排在全市场前 30% 的概率略有提升，从 54% 提升至 57%；下一季度业绩增速排在全市场后 30% 的概率显著下滑，从 26% 降低至 15%。

图表 5: 业绩加速增长企业在财报披露日(T 日)前后超额收益表现



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (统计期: 2009 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日; 基准为中信一级行业的等权指数)

图表 6: 业绩加速增长的企业在下一季度业绩增速分布



资料来源: (统计期: 2009 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日; Group 10 表示下一季度业绩增速排在全市场前 10%, Group 1 表示下一季度业绩增速排在全市场后 10%)

图表 7: 业绩高增长企业在财报披露日(T 日)前后累计超额收益统计

	均值	中位数	胜率	标准差	样本数	T 统计量
前 60 个交易日	4.0%	2.1%	56.1%	18.2%	13679	25.76
前 20 个交易日	2.0%	0.8%	53.8%	11.2%	13676	20.91
前 5 个交易日	1.0%	0.4%	54.6%	5.6%	13675	20.31
T 日	0.3%	0.0%	50.3%	3.2%	13676	11.93
后 5 个交易日	0.5%	0.0%	49.6%	5.9%	13676	10.73
后 20 个交易日	0.9%	-0.2%	49.0%	11.2%	13676	9.22
后 60 个交易日	1.9%	0.3%	51.0%	18.4%	13690	11.89
后 120 个交易日	2.8%	0.7%	51.4%	24.1%	13709	13.51

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (统计期: 2009-01-01 至 2020-12-31; 基准为中信一级行业的等权指数)

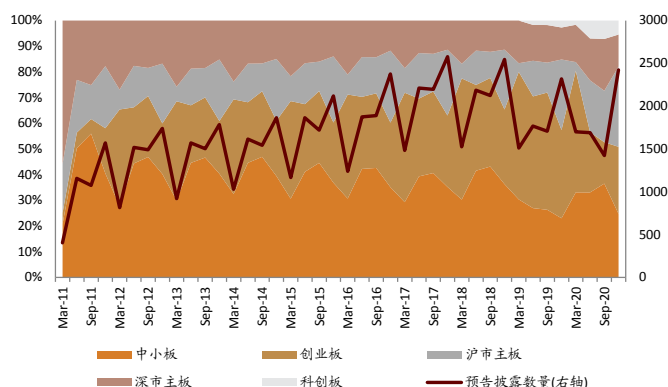
应用预告数据提升财务信息的及时性

若应用财报数据筛选业绩加速增长的企业，则须在全市场财报披露截止以后进行，即：4 月底、8 月底、10 月底，年报和半年报的业绩信息滞后程度较为严重。为提升对上市公司财务信息的利用效率，我们可以考虑应用及时性更强的业绩预告信息。

业绩预告具有较强的及时性。通常情况下,年报业绩预告须在 1 月 31 日前发布,一季报、半年报、三季报业绩预告分别在 4 月 15 日、7 月 15 日、10 月 15 日前发布,相比正式财报披露截止时间均有所提前,如:年度财务信息可提前 3 个月使用,半年度财务信息可提前 1 个半月使用。

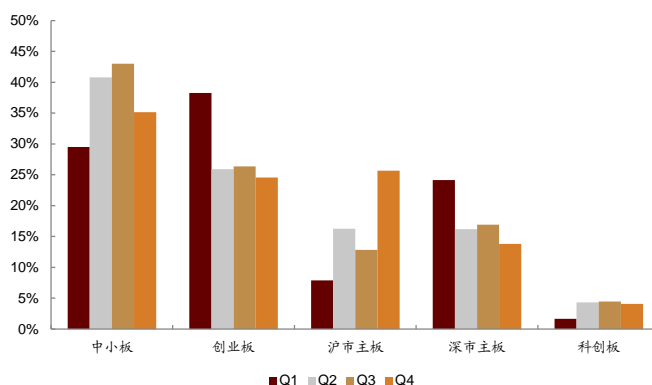
业绩预告存在样本偏差。如下图所示,由于深交所和上交所对于业绩预告的披露规则不尽相同,上交所仅对年度业绩预告有披露要求,而深交所则对各个报告期均有披露要求,因而不同报告期业绩预告披露数量存在显著差异。并且,沪市主板股票仅在年度业绩预告披露数量占比超过 25% (占全市场披露预告数量的比例),其他报告期的预告数量占比比较低。

图表 8: 业绩预告披露数量及在各市场板块间数量分布



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 9: 不同财报期各市场板块的业绩预告数量占比

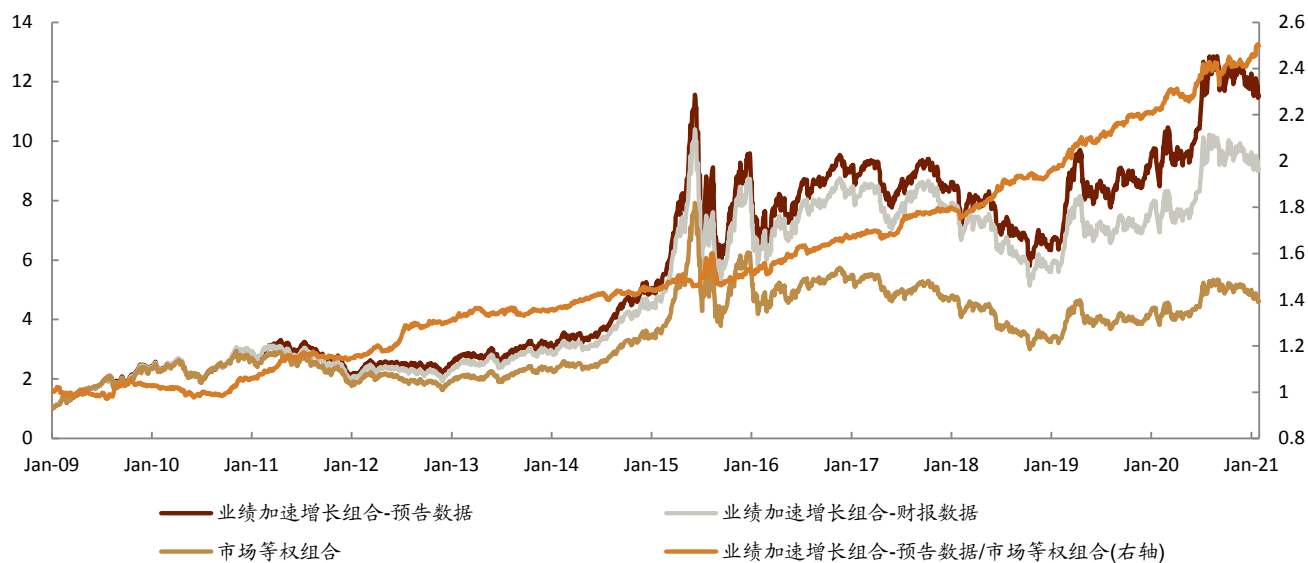


资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (统计期: 2009-01-01 至 2020-12-31; 预告数量占比: 各市场板块披露预告数量占全市场预告数量的比例)

综合考虑业绩预告的及时性和样本偏差的问题,我们在构建策略组合时,可以考虑在原来财报截止日(4月底、8月底、10月底)调仓的基础上,增加两个调仓日,即:1月31日和7月15日。这两个调仓日可以依据最新报告期的预告信息进行调仓。如下图所示,我们对比了等权配置持仓个股的情形下,应用预告数据的业绩加速增长组合、只用财报公告数据的业绩加速增长组合以及全市场等权组合的收益表现。

业绩加速增长组合相对于全市场等权组合超额收益显著,且应用预告数据后,业绩加速增长组合年化收益可增强近 3 个百分点。如下图所示,2009 年以来,仅在财报截止日调仓的业绩加速增长组合年化收益为 20.7%,相对市场等权组合具有显著超额收益,年化超额收益达 6.7%;应用预告数据后,业绩加速增长组合年化收益达 23.3%,增强幅度近 3 个百分点。

图表 10：业绩加速增长组合净值表现



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

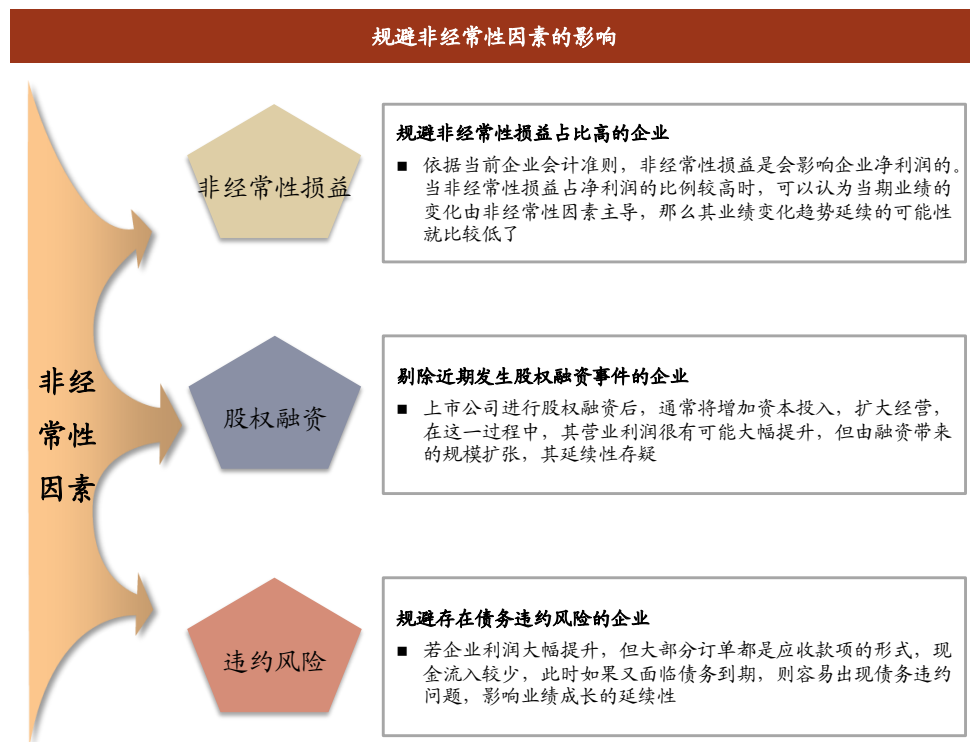
综上所述，上市公司业绩成长具有一定的延续性，当期高增长的企业有超过 50% 的概率下一季度延续较高的业绩增速；但如果直接配置业绩高增长的组合，仍存在较高的业绩发生反转的风险。我们可以通过结合业绩的加速度维度，更准确刻画业绩的增长趋势，筛选业绩处于加速增长状态的企业，有效降低业绩发生反转的风险。

经过测试，业绩加速增长组合相对于市场等权组合具有显著超额收益。同时，应用预告数据可以提升上市公司财务信息的及时性，并进一步提升业绩加速增长组合的收益表现，年化收益率可提升近 3 个百分点。

规避非经常性因素带来的影响

如前文所述，上市公司的业绩成长具有一定延续性，这种业绩增长的延续性可能来源于技术的进步、市场空间的开拓等方面；但如果当期业绩的成长是由于一些非经常性因素带来的，则其延续成长趋势的可能性将大大降低。本章内容将具体探讨几类可能带来业绩增长的非经常性因素，在基于上述逻辑构造选股策略时，非经常性因素影响较大时，须及时规避。

图表 11：非经常性因素影响业绩成长的延续性



资料来源：中金公司研究部

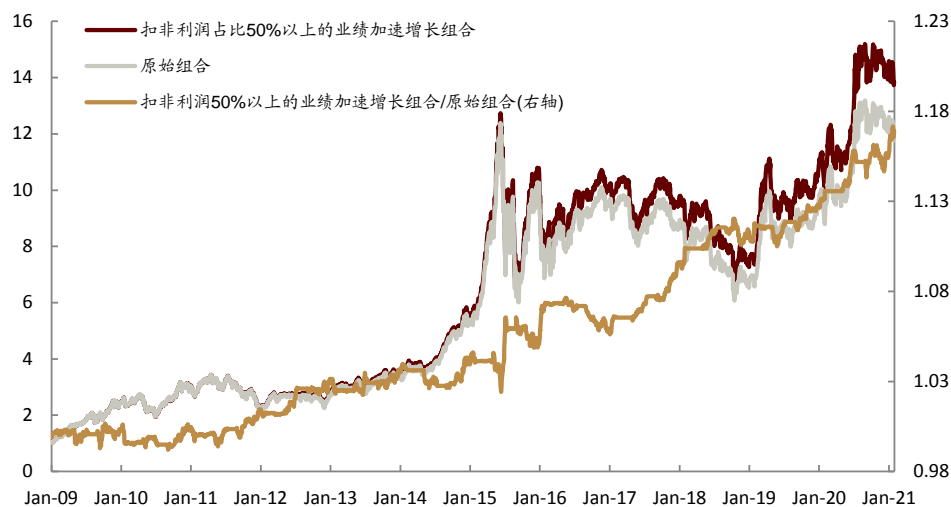
剔除非经常性损益占比高的企业

通常情况下，上市公司正式的财务报告披露报告期内的非经常性损益，依据当前企业会计准则，非经常性损益是会影响企业净利润的。当非经常性损益占净利润的比例较高时，我们可以认为当期业绩的变化由非经常性因素主导，那么其业绩变化趋势延续的可能性就比较低了。因此，在上述策略中，我们需要规避非经常性损益占比高的企业，可用扣非利润占比指标进行刻画，扣非利润占比越低，非经常性损益占比就越高。

$$\text{扣非利润占比} = \text{扣除非经常性损益净利润} / \text{abs(净利润)}$$

- **业绩加速增长组合中，扣非利润占比高的股票收益表现优于原始业绩加速增长组合。**如下图所示，我们在业绩加速增长组合中，筛选扣非利润占比 50% 以上的股票构建新的组合，并与原始业绩加速增长组合表现进行对比。其中，由于业绩预告未披露非经常性损益的信息，组合调仓时，扣非利润占比仅在财报截止的换仓时点使用，即：4 月、8 月、10 月底。

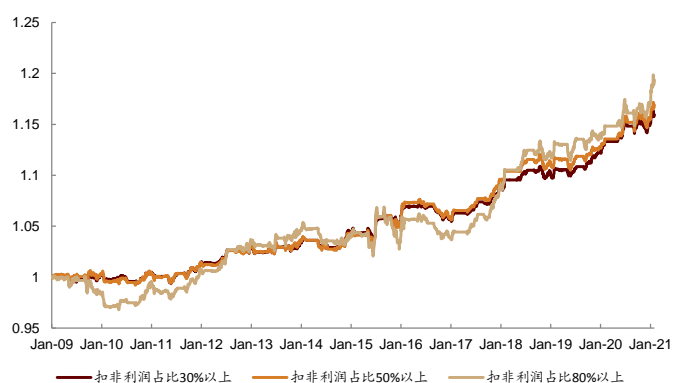
图表 12: 扣非利润占比 50% 以上的业绩加速增长组合净值表现



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (截止于 2021 年 1 月 31 日, 原始组合为原始业绩加速增长组合)

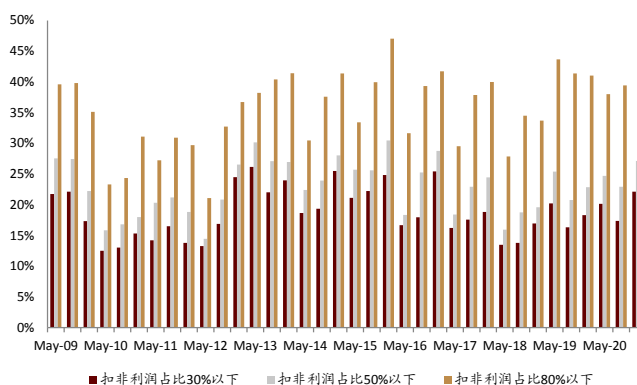
- 扣非利润占比阈值的参数敏感度不高, 可以取 50% 作为筛选阈值。如下图所示, 我们分别测试了扣非利润占比 30%、50%、80% 以上的业绩加速增长组合的相对收益表现和剔除股票数量占比。总体来看, 扣非利润占比阈值对于组合相对收益表现影响较小; 而 80% 阈值剔除股票数量占比接近 40%, 相对较多。综合收益与剔除数量情况, 可以取 50% 作为扣非利润占比的筛选阈值。

图表 13: 扣非利润占比高的业绩加速增长组合相对于原始业绩加速增长组合净值表现



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

图表 14: 扣非利润占比较低的股票数量占原始业绩加速增长组合股票数量的比例



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

剔除近期发生股权融资事件的企业

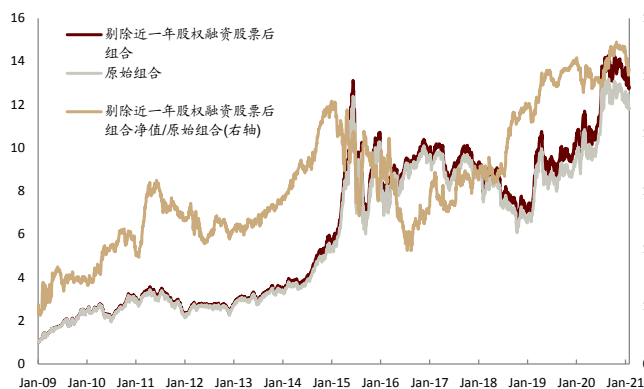
上市公司的股权融资事件主要包括: 增发、配股、可转债发行。上市公司进行股权融资后, 通常将增加资本投入, 扩大经营, 在这一过程中, 其营业利润很有可能大幅提升, 但由融资带来的规模扩张, 其延续性存疑; 另一方面, 基于优序融资理论, 上市公司选择进行股权融资, 也是反映股价较高的一种信号。因此, 我们在对于股权融资项目了解

较少的情况下, 构建量化选股策略时, 可以考虑规避近一年发生股权融资事件的股票。

在组合构建过程中, 剔除近一年发生股权融资事件的股票时, 以股权事件的实施公告日为标准。如下图所示, 我们统计了剔除近一年发生股权融资事件的股票后, 业绩加速增长组合的收益表现以及各调仓期近一年发生股权融资事件的股票数量占比。

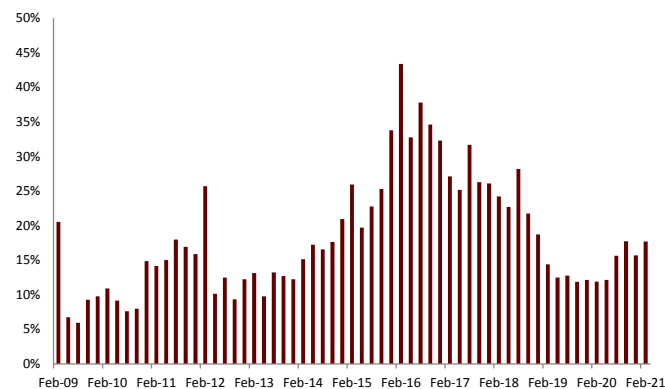
- ▶ **市场整体估值较高时, 进行股权融资的上市公司数量较多, 此时直接剔除发生股权融资事件的股票, 亦可能错误剔除一些优质企业。**从相对收益表现来看, 剔除近一年发生股权融资事件的股票后, 新组合在历史上大部分时间内均显著跑赢原始组合; 仅 2015 年 1 月至 2016 年 6 月期间, 新组合持续跑输, 而这段时间正是市场估值较高、进行股权融资的公司数量较多的时间段, 很有可能错误剔除了一些优质企业。

图表 15: 剔除近一年股权融资股票后业绩加速增长组合净值表现



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

图表 16: 业绩加速增长组合内近一年股权融资的股票数量占比



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

规避存在债务违约风险的企业

我们筛选业绩加速增长的上市公司时, 主要利用了上市公司净利润的信息, 而忽略了现金流方面的情况。部分上市公司可能存在营业利润大幅提升, 但大部分订单都是应收款项的形式, 现金流入较少, 此时, 如果又面临债务到期, 则容易出现债务违约问题。对于这一类企业, 业绩成长的延续性往往也比较弱, 构建上述策略时, 应及时规避。

如何刻画上市公司的偿债能力强弱呢? 我们可以比较上市公司可用于偿债的现金和即将到期的债务的相对大小。其中, 可用于偿债的现金包括账上的**货币资金、交易性金融资产**等可以快速变现的金融资产, 以及未来经营过程中现金净流入 (可用**过去一年的经营性现金流量净额**进行外推); 而即将到期的债务则可以用短期有息负债作为代理变量, 具体包括: **短期借款、应付短期债券、一年内到期的非流动负债**。

$$\text{偿债能力指标} = (\text{可用于偿债的现金} - \text{短期有息负债}) / \text{净资产}$$

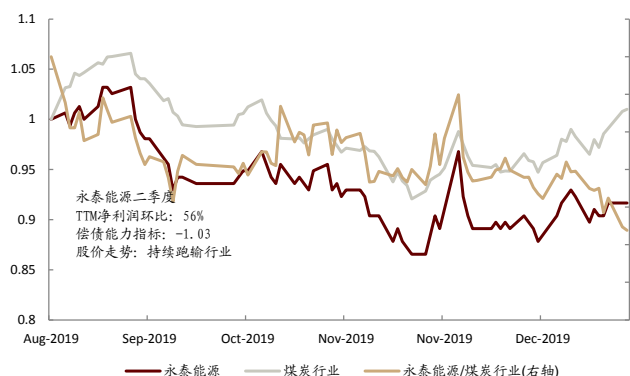
$$\text{短期有息负债} = \text{短期借款} + \text{应付短期债券} + \text{一年内到期的非流动负债}$$

$$\text{可用于偿债的现金} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} - \text{TTM 经营性现金流量净额}$$

- ▶ **利润大幅提升, 但偿债能力较弱的股票风险较大。**如下图所示, 永泰能源 2019 年 8 月 30 日公告了 2019 年半年报, TTM 净利润环比增速达 56%, 但偿债能力指标仅 -1.03, 说明其可用于偿债的现金与即将到期的债务之间的缺口, 超过了净资产的规模, 债务违约风险较大。因而, 在财报公告后, 该股票显著跑输行业指数。
- ▶ **业绩加速增长的组合中, 偿债能力指标小于 -1 的股票在财报披露后, 基本无超额收益。**我们用事件研究法, 统计了业绩加速增长组合中, 偿债能力指标小于 -1 的股票

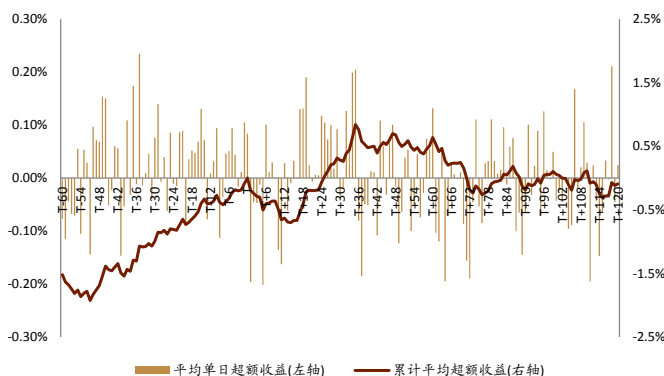
在财报披露日(T日)前后的超额收益表现,并发现该类股票在财报披露后一个月内(20个交易日)持续跑输基准,无显著超额收益,说明该类股票风险较大,应及时规避。

图表 17: 永泰能源 2019 年半年报公告后净值走势与煤炭行业净值走势对比



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (截止于 2019 年 12 月 31 日)

图表 18: 偿债能力指标小于-1 的业绩加速增长企业在财报披露日(T日)前后超额收益表现



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (统计期: 2009-01-01 至 2020-12-31; 基准为中信一级行业的等权指数)

图表 19: 偿债能力指标小于-1 的业绩加速增长企业在财报披露日(T日)前后累计超额收益统计

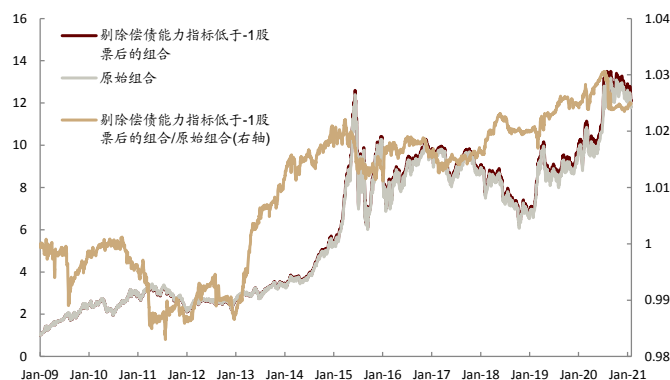
	均值	中位数	胜率	标准差	样本数	T统计量
前 60 个交易日	1.36%	-0.54%	48.05%	18.46%	924	2.23
前 20 个交易日	0.56%	0.09%	50.92%	10.81%	923	1.58
前 5 个交易日	0.24%	-0.01%	49.73%	5.39%	923	1.34
T日	0.08%	-0.13%	47.24%	2.90%	923	0.88
后 5 个交易日	-0.50%	-0.56%	42.69%	6.00%	923	-2.55
后 20 个交易日	-0.19%	-0.81%	46.27%	11.51%	925	-0.51
后 60 个交易日	0.64%	-1.12%	47.62%	17.92%	926	1.08
后 120 个交易日	-0.08%	-0.91%	48.76%	25.76%	929	-0.09

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (统计期: 2009-01-01 至 2020-12-31; 基准为中信一级行业的等权指数)

偿债能力指标对于企业偿债能力强弱是一种概率性的刻画,偿债能力指标越低,其发生违约风险的概率越大,但并不表示可用于偿债的现金低于未来即将到期债务的企业一定会发生债务违约事件,因为企业还可以通过融资、贷款展期等方式缓解债务压力。

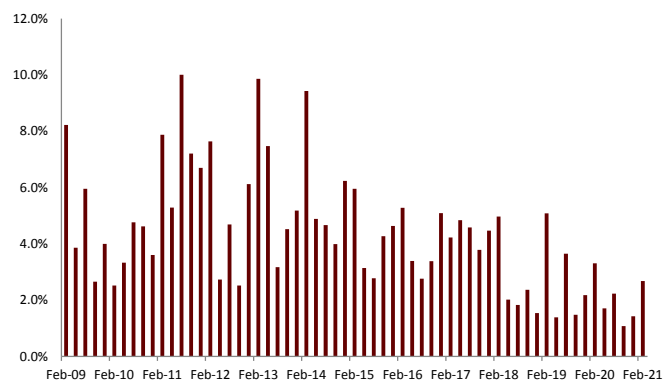
- ▶ 剔除偿债能力指标低于-1 的股票后,业绩加速增长组合收益略增强。如下图所示,剔除偿债能力指标低于-1 的股票后,业绩加速增长组合收益略增强幅度有限,主要是因为偿债能力指标低于-1 的股票数量占比较低,大部分时间段低于 10%。虽然增强幅度有限,但剔除偿债能力指标较低的股票可以帮助规避特定风险,构建策略时还是有必要纳入考虑。

图表 20：剔除偿债能力指标低于-1 的股票后业绩加速增长组合净值表现



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

图表 21：业绩加速增长组合内偿债能力指标低于-1 的股票数量占比



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

综上所述，我们认为在利用业绩成长的延续性构建策略时，须关注非经常性损益、股权融资项目、现金流方面的信息，因为它们对业绩成长的延续性存在较大的影响。具体来说，可以通过扣非利润占比、近一年是否发生股权融资事件、偿债能力指标对组合进行风险筛查，剔除风险较大股票。

运用分析师预期和技术面信息增厚收益

如前文所述，我们可以利用上市公司业绩成长的延续性构建成长风格的主动量化选股策略，并运用非经常性损益、偿债指标等规避非经常性因素带来的风险，均是基于企业基本面角度进行的优选。若想进一步增厚策略收益，可以叠加分析师预期、技术面方面的信息，挖掘有效性较强的量化指标。

图表 22：运用分析师预期和技术面信息增厚组合收益

增强指标1：技术面动量

- 业绩加速增长组合的调仓时点为业绩预告或财务报告披露截止日，过去一个月恰恰为业绩密集披露的时间段，这段时间收益表现较好，反映市场对于上市公司业绩成长质量的认可

增强指标2：分析师预期上调

- 业绩加速增长组合中，寻找分析师一致预期近三个月上调的公司，以此反映分析师对于上市公司业绩成长质量的观点

增强指标3：分析师预期增速

- 在业绩加速增长的组合内，分析师一致预期增速较低的股票，收益表现反而相对较好，相当于捕捉到了业绩加速增长的股票中市场预期不充分的标的，从而获取未来业绩超预期的收益

业绩加速
增长组合

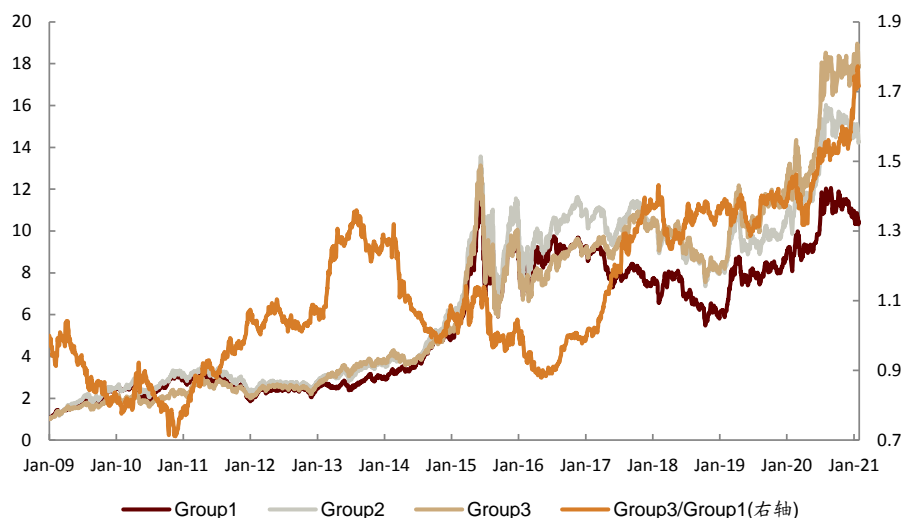
资料来源：中金公司研究部

技术面增强指标：改进动量因子

业绩加速增长组合内，过去一个月收益因子表现为动量效应。在全市场范围，过去一个月收益因子通常表现为反转效应，即：过去一个月收益较高的股票，未来相对收益表现较弱。但是，在业绩加速增长组合内，过去一个月收益因子总体表现为动量效应：如下图所示，在业绩加速增长组合内，依据过去一个月收益（动量）因子均分成三组，因子值最高一组（Group3）总体收益表现优于因子值最低一组（Group1）。

由于业绩加速增长组合的调仓时点为业绩预告或财务报告披露截止日，过去一个月恰恰为业绩密集披露的时间段，这段时间收益表现较好，可以和业绩动量产生共振作用，从技术面角度反映市场对于上市公司业绩成长质量的认可。

图表 23: 业绩加速增长组合内, 一个月动量因子分组净值表现



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (截止于 2021 年 1 月 31 日, Group1 为动量因子值最低一组, Group3 为动量因子值最高一组)

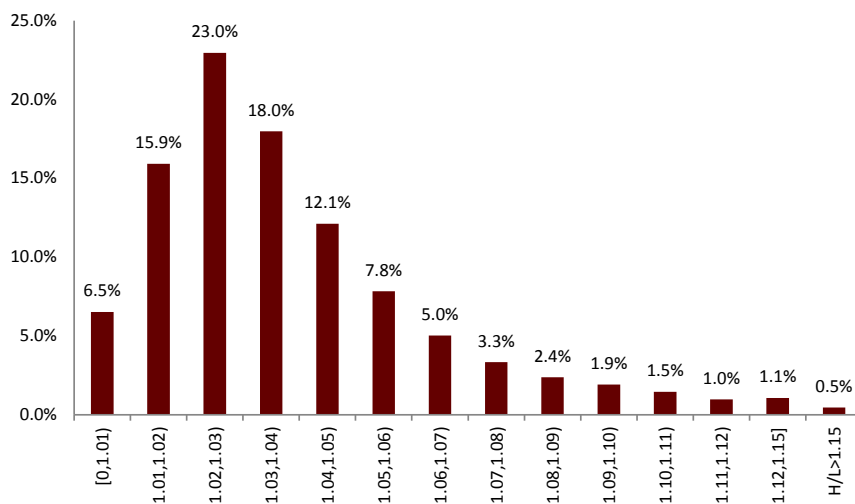
然而, 从动量因子的多空收益表现来看 (Group3/Group1), 传统动量因子的有效性并不稳定, 2013 年 7 月至 2016 年 7 月间出现持续回撤。为了对动量因子进行改进, 我们引入 H/L 指标, 即: 日 K 线最高价与日 K 线最低价的比值, 用以衡量当日股票价格的波动幅度。当股票价格的波动幅度较大时, 说明当日市场对于股票价格的观点差异较大, 最终交易形成的当日收益率可能并非“有效动量”。基于这样的理解, 我们在构建改进动量因子时, 应该把当日价格波动幅度较大的日度收益率加以剔除。

$$H/L = \text{当日最高价} / \text{当日最低价}$$

$$\text{改进动量因子} = \sum_{t \in T} \text{ret}_t, T = \{t | H_t/L_t < k\}$$

因此, 构建改进动量因子的关键参数就是 H/L 达到多大幅度 (k) 时, 当日收益率需剔除。针对这一问题, 我们首先观察 H/L 指标的分布情况, 如下图所示, 我们统计了 2009-01-01 至 2021-01-31 时间段内, 全市场股票日度的 H/L 指标的概率分布。其中, H/L 指标主要集中于 0 到 1.08 的范围内, 累计概率达 91.69%, 1.10 以下的概率为 96.01%。

图表 24: H/L 指标的概率密度分布

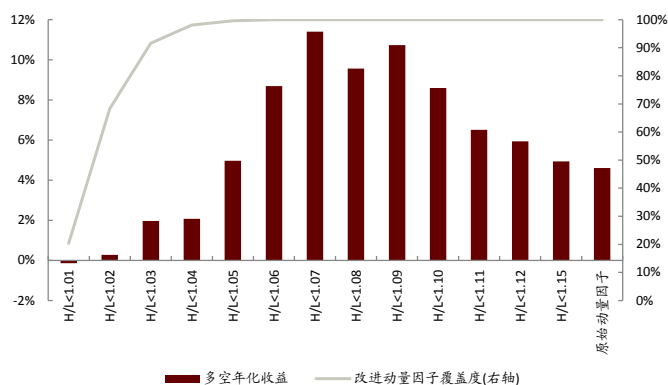


资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (统计期: 2009-01-01 至 2021-01-31)

如下图所示, 我们展示了业绩加速增长组合内, 改进动量因子($k=1.10$)的分组收益表现, 以及 k 取不同参数时, 改进动量因子的多空收益和因子覆盖度情况。

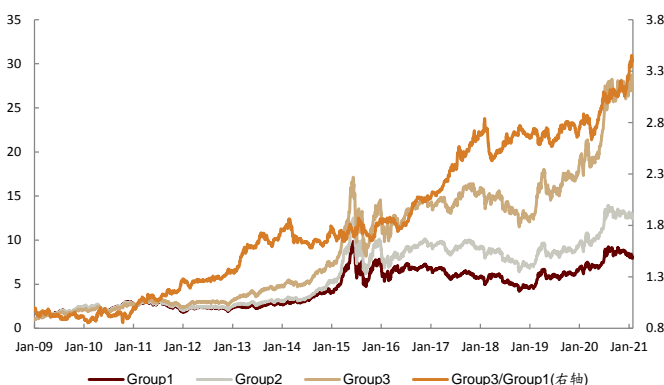
- ▶ **改进动量因子的稳定性有所提升, 多空年化收益可达 10%。**在业绩加速增长组合内, 改进动量因子值最高一组 (Group3) 相对于其他各组均有显著超额收益, 多空收益回撤控制水平显著提升。
- ▶ **参数 k 可在 1.06 至 1.10 范围内取值。**当 k 大于 1.10 时, 取值越大, 改进动量因子多空年化收益越低, 说明这一区间大多为噪音信号; 而当 k 小于 1.06 时, 取值越小, 改进动量因子收益也越低, 说明这一区间内包含了有效信息, 不能过度剔除。总体而言, 参数 k 取值在 1.06 至 1.10 范围内, 改进动量因子有效性均较好, 出于尽可能保留更多信息的考虑, 本篇报告改进动量因子的参数 k 取 1.10。

图表 25: 不同参数下, 业绩加速增长组合内改进动量因子的多空收益表现 (Group3/Group1)



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (统计期: 2009-01-01 至 2021-01-31)

图表 26: 业绩加速增长组合内, 改进动量因子 ($k=1.10$) 分组净值表现



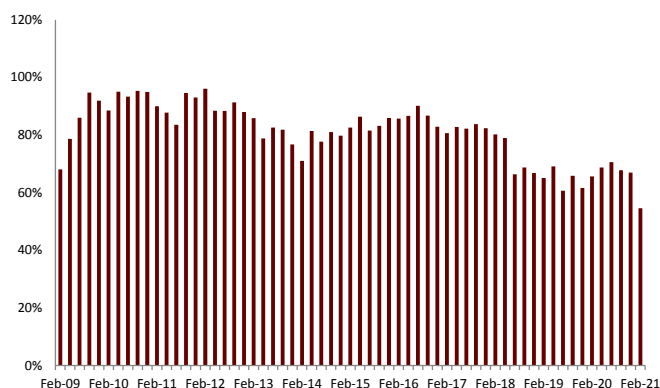
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (截止于 2021 年 1 月 31 日, Group1 为改进动量因子值最低一组, Group3 为改进动量因子值最高一组)

分析师预期增强指标 1: 一致预期 3 个月上调

除了技术面角度的成长趋势共振, 还可以从分析师一致预期调整的角度寻求“共振”信息, 即: 业绩加速增长组合中, 寻找分析师一致预期近三个月上调的公司, 以此反映分析师对于上市公司业绩成长质量的观点。其中, 本篇报告中, 分析师一致预期数据采用朝阳永续一致预期净利润; 一致预期上调因子为过去三个月一致预期净利润上调比例。

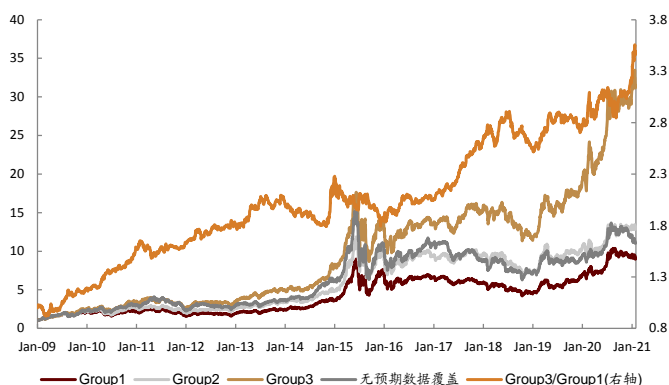
- ▶ **分析师一致预期上调幅度最大一组历史上超额收益较为稳定。**如下图所示, 在业绩加速增长组合内, 分析师预期数据覆盖率大多在 60% 以上; 分析师一致预期上调因子最高一组 (Group3) 相对于其他各组 (包括无分析师覆盖的组合) 均有显著超额收益, 尤其是 2020 年下半年以来, 分析师一致预期上调幅度最大一组的超额收益尤为显著。

图表 27: 业绩加速增长组合内, 分析师一致预期数据覆盖度



资料来源: 万得资讯, 朝阳永续, 中金公司研究部

图表 28: 业绩加速增长组合内, 分析师一致预期调整因子分组净值表现



资料来源: 万得资讯, 朝阳永续, 中金公司研究部 (截止于 2021 年 1 月 31 日, Group1 为分析师一致预期调整因子值最低一组, Group3 为分析师一致预期调整因子值最高一组)

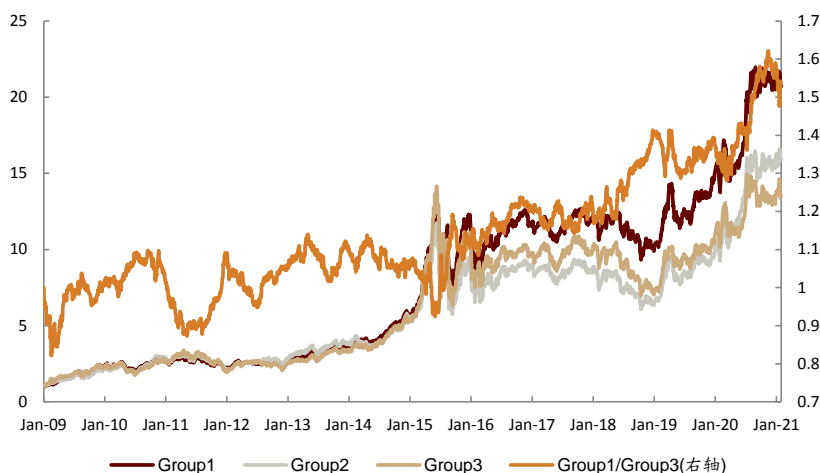
分析师预期增强指标 2: 一致预期业绩增速

分析师一致预期上调因子是从分析师预期的变化情况来反映分析师对业绩增长质量的观点, 分析师一致预期的静态数据则可以作为市场预期的代理变量。当市场预期大幅向好时, 往往股票价格也会有提前的反应。

因此, 在业绩加速增长的组合内, 分析师一致预期增速较低的股票, 收益表现反而相对较好, 相当于捕捉业绩加速增长的股票中市场预期不充分的标的, 从而获取未来业绩超预期的收益。其中, 一致预期业绩增速因子具体构造为分析师一致预期相对上一年度利润的变化率; 另外, 对于分析师预期增速为负的股票要进行规避, 该类股票数量少、胜率较低。

- 分析师一致预期增速较低的组合 2015 年以来具有超额收益。在业绩加速增长组合中, 分析师一致预期增速因子较低一组在 2015 年以前相对收益波动较大, 超额收益不明显; 但 2015 年以后, 具有比较显著的超额收益。

图表 29: 业绩加速增长组合内, 分析师一致预期增速因子分组净值表现



资料来源: 万得资讯, 朝阳永续, 中金公司研究部 (截止于 2021 年 1 月 31 日, Group1 为分析师一致预期业绩增速因子值最低一组, Group3 为分析师一致预期业绩增速因子值最高一组)

成长趋势共振选股策略

本章节我们将结合前述研究成果，基于业绩成长的延续性构建成长股的选股策略，依据非经常性损益、近期是否进行股权融资、偿债能力指标规避非经常性因素带来的风险，利用分析师预期、技术面的信息进一步增强策略收益，并对策略表现、持仓股票特征进行分析。

策略构建：基于业绩成长的延续性

成长趋势共振选股策略的具体构建方式如下：

- ▶ **业绩加速增长基础池：**在全市场范围内，筛选 TTM 归母净利润环比增速排名前三分之一的股票，并在其中进一步筛选加速度指标排名前 50%且加速度绝对值大于 0 的股票作为基础池。
- ▶ **规避非经常性因素带来的风险：**非经常性因素对于公司业绩增长的延续性影响较大，因此，在基础池内，我们进一步筛选扣非利润占比大于 50%、近一年未发生股权融资事件、偿债能力指标大于-1 的公司作为待选股票池。出于稳健性考虑，我们将 ROE 大于 0.01，过去半年日均成交额全市场排名前 90%也加入筛选标准。
- ▶ **叠加分析师预期和技术面信息增厚收益：**在待选股票池内，依据改进动量因子、分析师一致预期调整因子、分析师一致预期业绩增速因子进行排序打分，并等权加总为综合得分，取综合排名前 30 名的股票作为最终持仓。

图表 30：成长趋势共振选股策略实施步骤



资料来源：中金公司研究部

回溯框架如下，策略调仓时点为每年 1 月 31 日、4 月 30 日、7 月 15 日、8 月 31 日、10 月 31 日的下一交易日，其中，1 月 31 日和 7 月 15 日的下一交易日调仓时，应用年度和半年度的业绩预告数据，其他调仓时点则应用最新的财报数据计算相关指标。

图表 31：成长趋势共振选股策略回测框架

参数设定	
回测期	2009-01-01至2021-01-31
换仓时点	每年1月31日、4月30日、7月15日、8月31日、10月31日的下一交易日
手续费	单边0.3%
权重配置	等权重
换仓日停牌或一字板	调入名单中有换仓日停牌或一字板的股票，则剔除该股票；并依据综合得分，调入得分次高的股票

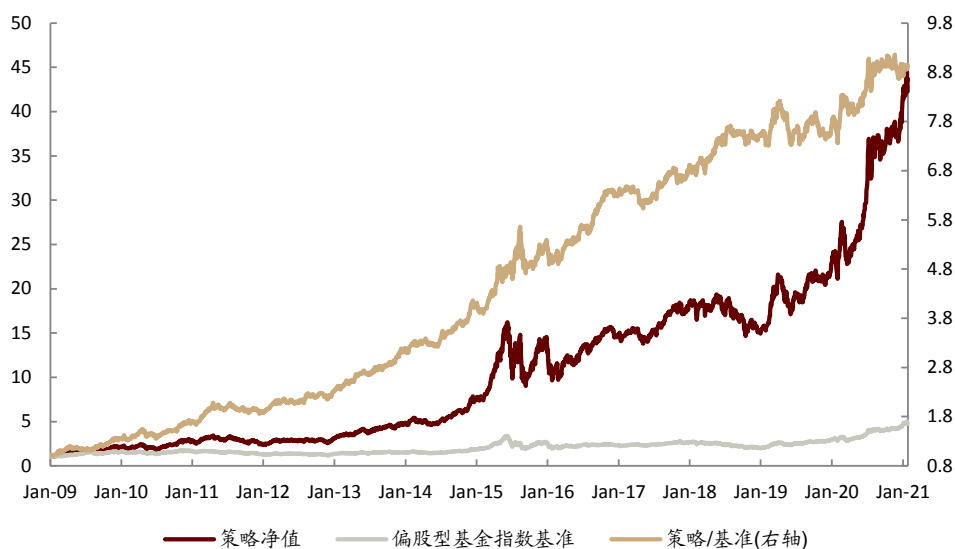
资料来源：中金公司研究部

策略表现：每一年度均能跑赢偏股混合型基金指数

取 Wind 编制的偏股混合型基金指数（885001.WI）为基准，成长趋势共振选股策略表现如下图所示。

该策略 2009 年以来，年化收益率为 37.9%，每一年度均能跑赢偏股混合型基金指数。从绝对收益角度来看，该策略除 2011、2018 年外，每年均可获得正收益，年化收益达 37.9%；与偏股混合型基金收益比较，该策略 2009 年以来，每年均能跑赢偏股混合型基金指数，年化超额收益为 22.5%；2017 年以来，平均每年亦可超额偏股混合型基金 10 个百分点左右。从年度收益排名角度来看，我们以年度收益乘以 90%（按 9 成仓位计算），再与偏股型基金进行排名，绝大部分年份均可排名前三分之一。

图表 32：成长趋势共振选股策略历史净值表现



资料来源：万得资讯，朝阳永续，中金公司研究部（截止于 2021-01-31）

图表 33：成长趋势共振选股策略分年度收益统计

	年化收益率	年化波动率	年化超额收益率	相对收益波动率	信息比率	月度胜率	最大回撤率	年度排名	基金总数
2009	123.0%	33.6%	39.4%	14.9%	2.65	75.0%	-15.9%	7	234
2010	33.5%	31.7%	29.2%	14.6%	2.00	75.0%	-26.7%	3	279
2011	-13.4%	25.6%	14.4%	12.0%	1.21	75.0%	-29.5%	10	330
2012	26.1%	24.1%	22.8%	11.3%	2.01	66.7%	-14.7%	5	386
2013	58.8%	24.9%	41.3%	11.0%	3.75	91.7%	-12.8%	11	442
2014	57.8%	23.5%	29.7%	10.5%	2.82	83.3%	-14.7%	31	467
2015	93.0%	52.4%	39.6%	19.8%	2.00	66.7%	-44.4%	46	506
2016	2.5%	34.6%	20.9%	11.1%	1.88	66.7%	-32.1%	49	625
2017	25.0%	16.9%	9.5%	8.3%	1.15	66.7%	-11.3%	230	687
2018	-16.6%	25.4%	11.1%	10.1%	1.10	50.0%	-24.3%	74	784
2019	48.3%	23.9%	1.7%	11.2%	0.15	58.3%	-20.8%	529	924
2020	86.3%	30.7%	19.3%	13.3%	1.45	58.3%	-17.3%	301	1134
2021	4.7%	28.0%	0.7%	13.4%	0.71	100.0%	-4.9%	939	1525
总体	37.9%	30.2%	22.5%	12.7%	1.77	69.7%	-44.4%		

资料来源：万得资讯，中金公司研究部（统计期：2009-01-01 至 2021-01-31，2021 年收益率为截止于 1 月 31 日的收益率；基准为偏股混合型基金指数）

策略全年换手率约 440%

本节我们对成长趋势共振选股策略的持仓分布和换手率方面的信息进行分析，以清晰掌握策略特征。

成长趋势共振选股策略平均单边换手率约 88%。该策略基于业绩成长的延续性构建，追逐业绩成长趋势，各期换手率较高，平均单边换手率 88%，全年固定调仓五次，全年换手率约 440%。

成长趋势共振选股策略持仓市值大部分时段偏中小盘，部分时段略偏中大盘。如下图所示，统计了各期持仓的市值分布情况。从具体数据来看，2017、2020 年下半年持仓略偏中大盘，策略持仓市值的 35%分位数大多在 100 亿元以上，80%分位数达 600 亿元；其他大部分时段持仓偏中小盘，80%分位数平均约 200 亿元左右。

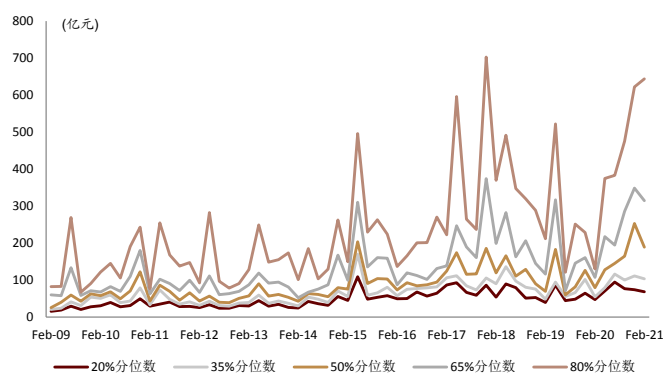
周期中游、科技、必需消费行业股票数量占比较高。统计行业分布时，为方便展示，我们在中信一级行业的基础上划分了大类行业板块，具体划分标准如下表所示。从统计结果来看，持仓股票数量较为集中于周期中游、科技以及必需消费行业，数量占比通常超过 60%。板块分布各期差异较大，部分阶段单一板块股票数量占比可超过三分之一。

图表 34：大板块划分标准（基于中信一级行业分类）

金融	可选消费	必需消费	科技板块	周期上游	周期中游	周期下游
银行	汽车	农林牧渔	电子	石油石化	基础化工	建筑
非银行金融	家电	纺织服装	通信	煤炭	钢铁	房地产
综合金融	食品饮料	医药	计算机	有色金属	建材	电力及公用事业
		商贸零售	传媒		机械	交通运输
		消费者服务			电力设备及新能源	
		轻工制造			国防军工	

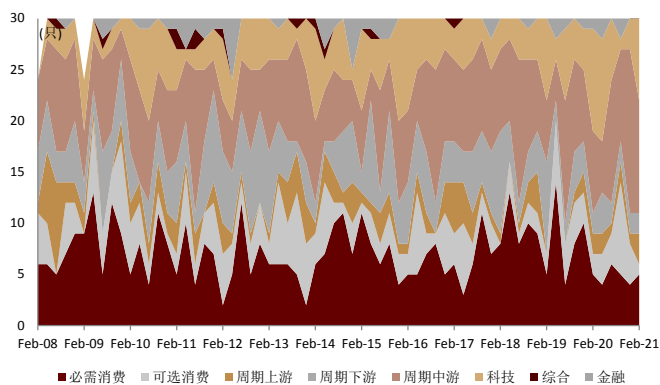
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 35：各调仓期持仓股票市值分布



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 36：各大行业板块股票持仓数量分布



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

总结

本篇报告首先对上市公司业绩成长是否具有延续性这一问题进行了验证，并发现当期业绩高增长的企业，下一季度有超过 50% 的概率延续业绩增长的趋势。但如果直接投资当期业绩高增长的企业，将面临较大的尾部风险：有近 30% 的概率出现业绩反转。为了降低该风险，我们推荐结合加速度的维度对业绩增长趋势进行更为准确的描述，筛选业绩增长、加速度为正的公司的组合，构建业绩加速增长组合，可以有效降低尾部风险发生的概率。

其次，基于业绩成长的延续性构建选股策略，须规避非经常性因素的影响。具有延续性的业绩增长可能来源于技术进步、市场空间拓宽等方面，但如果当期业绩的成长是由于一些非经常性因素带来的，则其延续成长趋势的可能性将大大降低。因此，对于扣非利润占比较低、近一年发生股权融资事件、偿债能力指标较低的企业，应及时规避。

进一步，可以运用分析师预期、技术面信息增厚策略收益。业绩加速增长组合内，过去一个月收益（动量）因子和分析师一致预期上调均存在明显的动量效应，即：过去一个月收益较高的股票和分析师一致预期上调幅度较大的股票，未来收益表现较好。从逻辑上讲，这两个因子分别从分析师预期、技术面角度反映了市场对于公司业绩成长质量的观点。

基于上述分析，最终构建了成长趋势共振模型，该模型 2009 年以来年化收益达 37.9%，每年均跑赢偏股混合型基金指数。从绝对收益角度来看，该策略除 2011、2018 年外，每年均可获得正收益，年化收益达 37.9%；与偏股混合型基金收益比较，该策略 2009 年以来，每年均能跑赢偏股混合型基金指数，年化超额收益为 22.5%；2017 年以来，平均每年亦可超额跑赢偏股混合型基金 10 个百分点左右。从年度收益排名角度来看，我们以年度收益乘以 90%（按 9 成仓位计算），再与偏股型基金进行排名，绝大部分年份均可排名前三分之一。

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

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

32th 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

25th 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

