

# 金融工程

证券研究报告

2017 年 04 月 16 日

## 预知业绩能有多少超额收益？

预知公司业绩能产生多高的超额收益？本文从量化角度，对业绩与收益的关系进行初探。

我们首先假设在季度结束时能够预知当期业绩，根据归母净利润同比增速选择增速靠前的 50 个标的构建等权组合，分别以 3 月 31 日、6 月 30 日、9 月 30 日和 12 月 31 日作为调仓时点。结果显示，在 2010 年至 2016 年的回测期中，平均超额基准 6.00%，季度胜率为 89.66%；将样本限制在中小板和创业板后，组合在回测期内的超额收益进一步上升为 7.98%，季度胜率为 82.76%。

我们进一步思考，股价领先业绩多久呢？通过比较预知当期净利润、未来 1-3 年净利润构建的高增速组合的季度表现，我们看到根据未来 1 年归母净利润数据构建的组合，其季度收益和稳定性均较为优秀。由此提醒我们更应该关注和重视对未来一年的盈利预测。

实际上，在正式财报发布前，业绩预告和业绩快报等均使得市场提前预知了公司业绩，并逐渐反映到了股价上。所以，我们转而依据业绩预告中公布的净利润下限，构建定期调仓的业绩预增策略。结果显示，选择前 40 个高增速股票中 20 个小市值股票构建组合，策略在 2010 年至 2017 年 3 月 31 日的回测期内，年化超额中证 500 指数 28.41%，最大回撤仅为 9%，收益回撤比为 3.16，信息比为 2.53。另外，除了 2017 年，在回测期内的 7 个完整年度，有 6 个年度都实现了 20% 以上的年化超额收益。而且，该组合季度调仓，理论上每期仅持有 20 只股票，换手率低。同时，样本相对于中证 500 指数、同等市值组合和同行业指数均有较为显著和稳定的超额收益。

**风险提示：**模型基于历史数据，存在失效的风险。

### 作者

吴先兴 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516120001  
wuxianxing@tfzq.com  
18616029821

阚文超 联系人  
kanwenchao@tfzq.com  
021-68812972

### 相关报告

- 1 《金融工程：专题报告-潜伏业绩预增》 2017-02-13
- 2 《金融工程：专题报告-量化 CTA 策略概述》 2017-02-14
- 3 《金融工程：专题报告-潜伏 ST 摘帽》 2017-03-06
- 4 《金融工程：专题报告-定增节点收益全解析》 2017-03-06
- 5 《金融工程：专题报告-基于自适应破发回复的定增选股策略》 2017-03-09
- 6 《金融工程：专题报告-日间趋势策略初探》 2017-03-10
- 7 《金融工程：专题报告-策略的趋势过滤》 2017-03-22

## 内容目录

公司业绩与投资收益的关系.....	4
假设一：预知当期业绩.....	4
归母净利润构建组合 .....	4
扣非净利润构建组合 .....	5
假设二：预知未来业绩.....	7
预知 1 年业绩构建组合 .....	7
预知 2 年业绩构建组合 .....	8
累计净利润 or 单季净利润？ .....	8
构建定期调仓的业绩预增策略 .....	10
根据累计净利润构建组合 .....	10
根据单季净利润构建组合 .....	11
基于单季净利润的业绩预告高增速策略 .....	12
样本数敏感性分析 .....	12
最优策略分析 .....	13
小结.....	15
风险提示 .....	15

## 图表目录

图 1：全市场归母净利润高增速构建组合 .....	4
图 2：中小创归母净利润高增速构建组合 .....	5
图 3：全市场归母净利润扭亏构建组合 .....	5
图 4：全市场扣非净利润高增速构建组合 .....	6
图 5：中小创扣非净利润高增速构建组合 .....	6
图 6：全市场扣非净利润扭亏构建组合 .....	7
图 7：预知 1 年财报净利润全市场构建组合 .....	8
图 8：预知 1 年财报净利润中小创构建组合 .....	8
图 9：预知 2 年财报净利润全市场构建组合 .....	8
图 10：预知 2 年财报净利润中小创构建组合 .....	8
图 11：全市场单季净利润高增速构建组合 .....	9
图 12：中小创单季净利润高增速构建组合 .....	9
图 13：全市场单季净利润扭亏构建组合 .....	10
图 14：全市场业绩预告高增速组合-基于累计净利润 .....	11
图 15：全市场业绩预告扭亏组合-基于累计净利润 .....	11
图 16：中小创业绩预告高增速组合-基于累计净利润 .....	11
图 17：中小创业绩预告扭亏组合-基于累计净利润 .....	11
图 18：全市场业绩预告高增速组合-基于单季净利润 .....	12
图 19：全市场业绩预告扭亏组合-基于单季净利润 .....	12

图 20: 不同样本数高增速组合年化超额收益及收益回撤比 .....	12
图 21: 不同样本数小市值组合年化超额收益及收益回撤比 .....	12
图 22: 策略分析-组合净值 .....	13
图 23: 策略分析-相对强弱 .....	13
图 24: 各报告期样本相对中证 500 指数的胜率及盈亏比 .....	14
图 25: 持有期相对收益-同等市值 50 组合 (截止 20170331) .....	14
图 26: 持有期相对收益-中信一级行业 (截止 20170331) .....	14
表 1: 策略分析-各年度表现 .....	13
表 2: 业绩预告 40 高增速 20 小市值组合最新持仓明细 .....	14

## 公司业绩与投资收益的关系

时值 4 月下旬，越来越多的公司开始披露年报。直观上看，业绩扭亏、业绩稳定增长、业绩持续高速增长均是利好事件，代表公司财务状况良好，内在价值上升。但是，预知公司业绩能产生多高的超额收益？本文从量化角度，对业绩与收益的关系进行初探。

根据公式

$$P = EPS \times P/E$$

股价由 EPS 和估值共同决定，投资收益亦来自公司业绩的增长、估值的提升以及二者之间的相互作用。其中 EPS 与公司业绩对应，而 P/E 则受景气度、市场情绪、资金面和预期等多重因素的综合影响。当宏观经济景气度较高、市场情绪偏向乐观的情况下，人们更愿意相信公司的业绩增长可以持续，从而产生积极的预期，加之充足的资金面的支持，股价上涨，业绩与预期呈现互相佐证和促进的现象。但是，大部分情况下影响估值的因素错综复杂，同时受到各种突发事件和宏观调控的影响，存在股价与业绩负相关的阶段现象。

我们暂时抽身出来，单纯观察业绩与收益的关系。我们以季度报告中净利润同比增速作为排序指标，每个报告期选取前 50 个标的，季度调仓，观察组合在其后一段时间的收益情况；建仓时构建等权组合，取买入 0.1%，卖出 0.2% 的交易成本，以中证 500 指数作为基准。

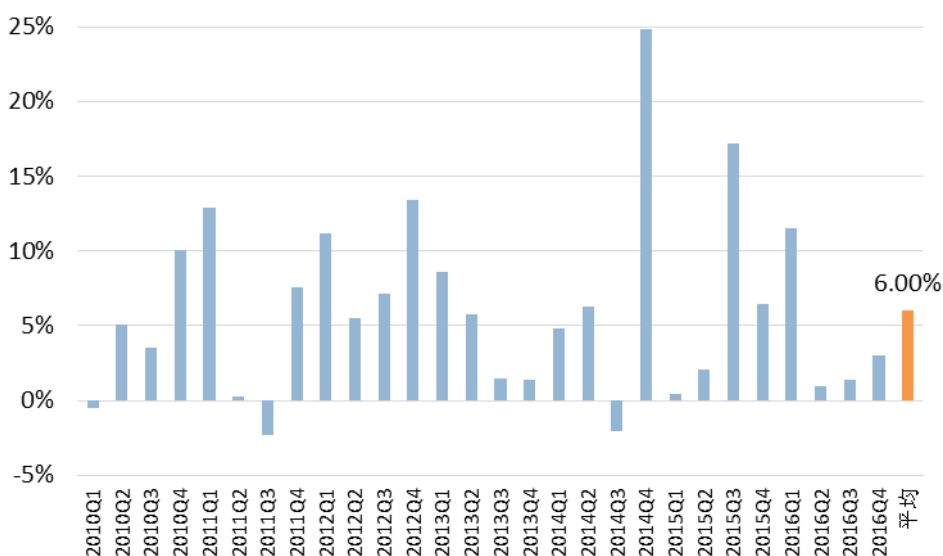
### 假设一：预知当期业绩

为探究业绩与收益的关系，我们首先假设在季度结束时能够预知当期业绩，即选择净利润同比增速靠前的标的构建等权组合，分别以 3 月 31 日、6 月 30 日、9 月 30 日和 12 月 31 日作为调仓时点。这里我们分别在全市场中每期选择 50 个高增速样本、在中小创股票中每期选择 30 个高增速样本构建组合，另外在全市场中每期选择扭亏幅度（本期净利润-去年同期净利润）最大的 50 个样本构建组合进行考察。

### 归母净利润构建组合

以财报归母净利润同比增速作为排序指标，全市场前 50 只高增速股票构建的组合在 2010 年至 2016 年的回测期中，平均超额基准 6.00%，季度胜率为 89.66%。

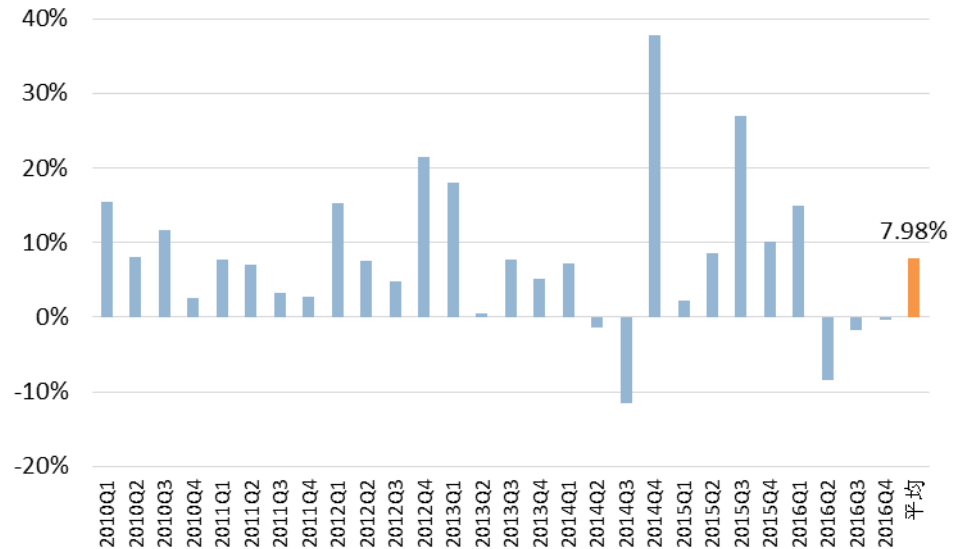
图 1：全市场归母净利润高增速构建组合



资料来源：wind，天风证券研究所

另外，我们将样本限制在中小板和创业板，组合在回测期内的超额收益进一步上升为 7.98%，季度胜率为 82.76%。

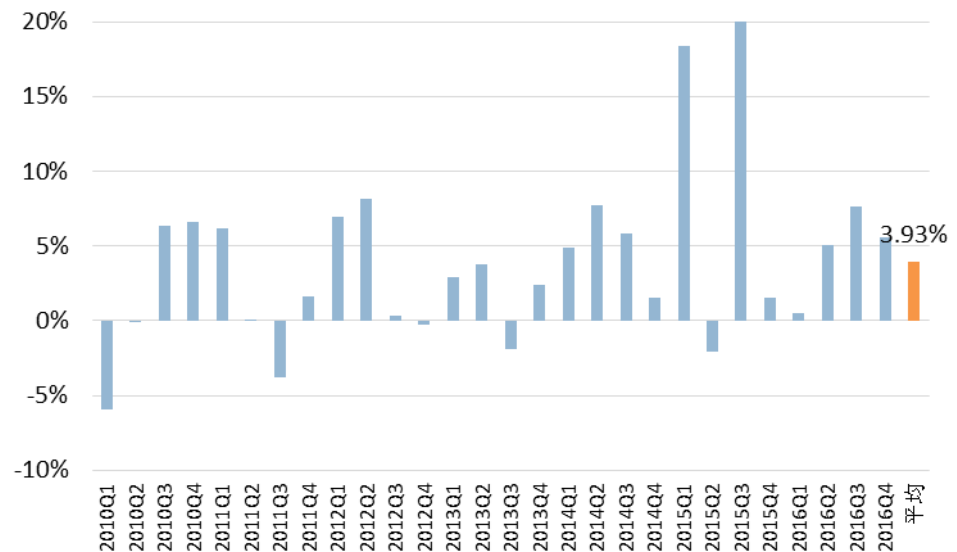
图 2：中小创归母净利润高增速构建组合



资料来源：wind，天风证券研究所

在全市场中每期选择扭亏幅度(本期净利润-去年同期净利润)最大的 50 个样本构建组合，组合在回测期内的超额收益仅为 3.93%，季度胜率为 79.31%。

图 3：全市场归母净利润扭亏构建组合

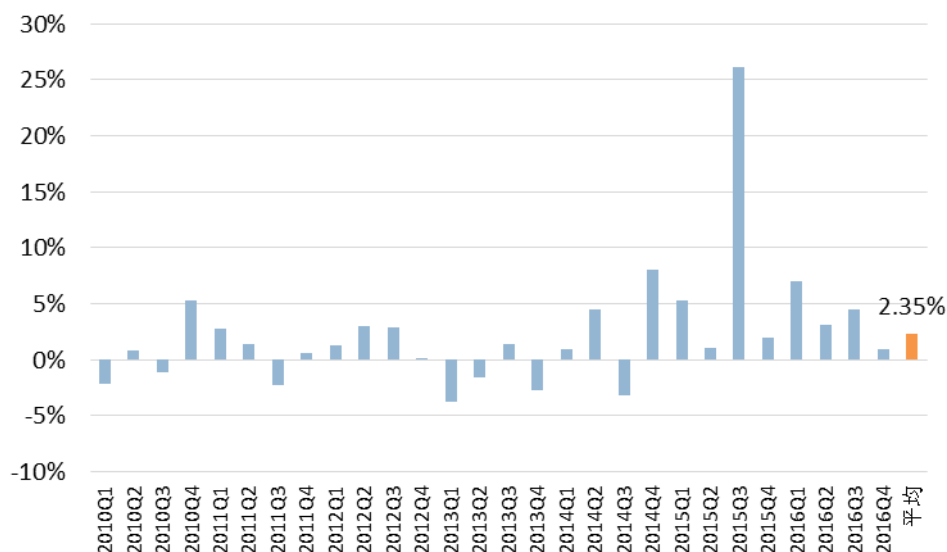


资料来源：天风证券研究所

### 扣非净利润构建组合

为了进一步捕捉真实业绩的收益效应，我们选取扣非净利润同比增速作为排序指标，全市场前 50 只高增速股票构建的组合在 2010 年至 2016 年的回测期中，平均超额基准 2.35%，季度胜率也大幅下降，为 75.86%。

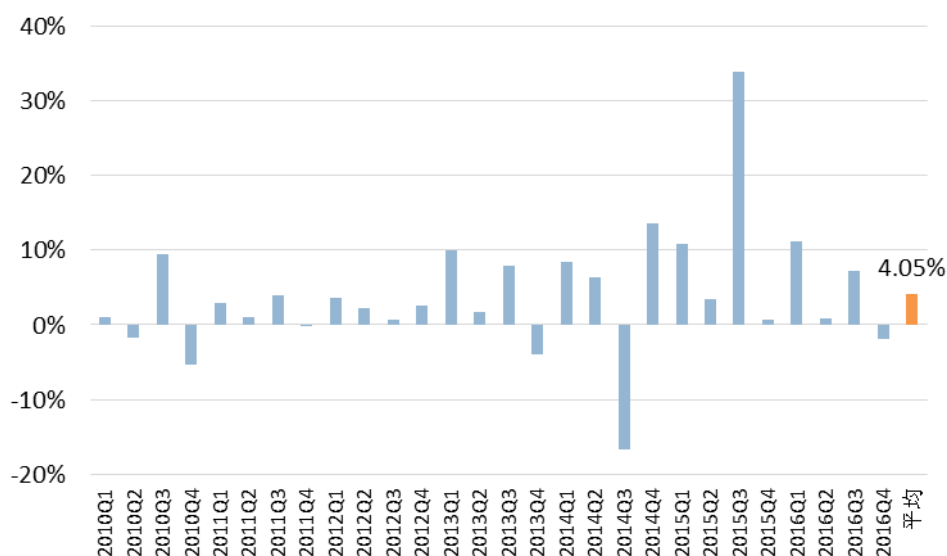
图 4：全市场扣非净利润高增速构建组合



资料来源：wind，天风证券研究所

另外，我们将样本限制在中小板和创业板，组合在回测期内的超额收益同样有所下降，为 4.05%，季度胜率也降为 79.31%。

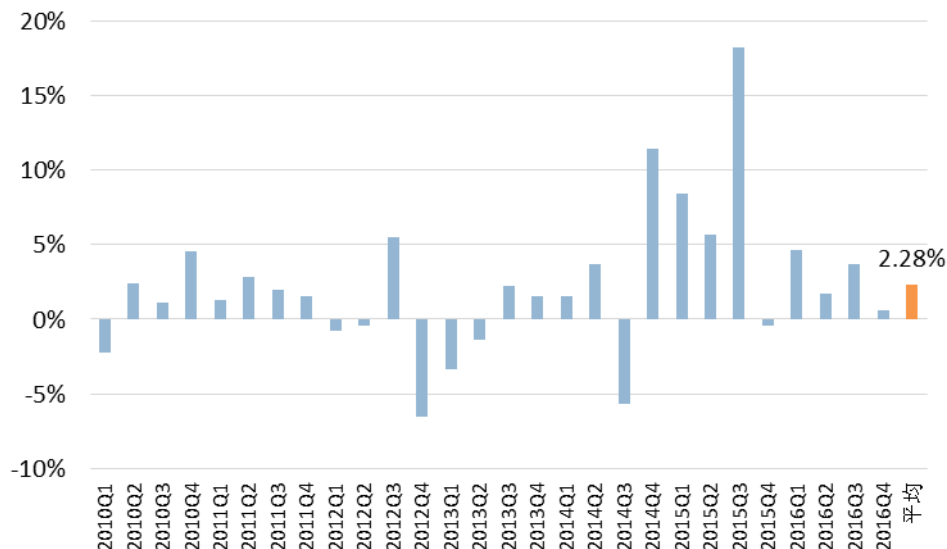
图 5：中小创扣非净利润高增速构建组合



资料来源：wind，天风证券研究所

在全市场中根据扣非净利润每期选择扭亏幅度（本期净利润-去年同期净利润）最大的 50 个样本构建组合，组合在回测期内的超额收益仅为 2.28%，季度胜率为 72.41%。

图 6：全市场扣非净利润扭亏构建组合



资料来源：wind，天风证券研究所

综上，相对扣非净利润，根据归母净利润筛选高增速的样本能够获得更高的季度超额收益。全市场前 50 只高增速股票构建的组合在 2010 年至 2016 年的回测期中，平均超额基准 6.00%，季度胜率为 89.66%；将样本限制在中小板和创业板，组合在回测期内的超额收益进一步上升为 7.98%，季度胜率为 82.76%。在全市场中每期选择扭亏幅度（本期净利润-去年同期净利润）最大的 50 个样本构建组合，组合在回测期内也有一定的超额收益，但是不及高增速组合。

## 假设二：预知未来业绩

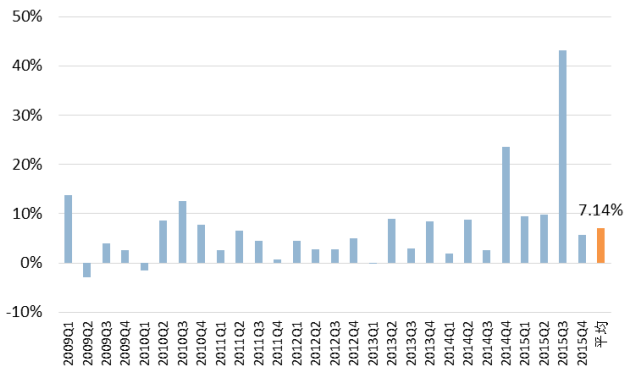
上文的统计中我们看到，如果能预知当年的净利润并及时建仓，可以获得可观的收益。这在一定程度上说明了，公司业绩的增长会在财务数据披露前反应到股价上，预知公司业绩能够产生一定的超额收益。我们进一步思考，股价领先业绩多久呢？如果我们不仅能够预知当期业绩，也能够提前预知未来 1 到 3 年的业绩，由此构建的组合是否能够获取更大的超额收益？这个结论将有助于指导我们进行盈利预测时的预测区间。

### 预知 1 年业绩构建组合

以未来 1 年财报归母净利润同比增速作为排序指标，全市场前 50 只高增速股票构建的组合在 2009 年至 2015 年的回测期中，平均超额基准 7.14%，季度胜率仍然为 89.66%；中小创中前 30 只高增速股票构建的组合在回测期中，平均超额基准 10.93%，季度胜率略升为 86.21%。

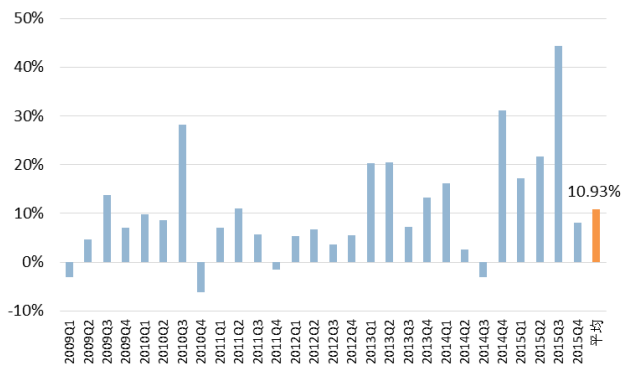
相比预知当期业绩构建的组合，根据未来 1 年归母净利润数据构建的组合季度收益均有显著提升。

图 7：预知 1 年财报净利润全市场构建组合



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：预知 1 年财报净利润中小创构建组合

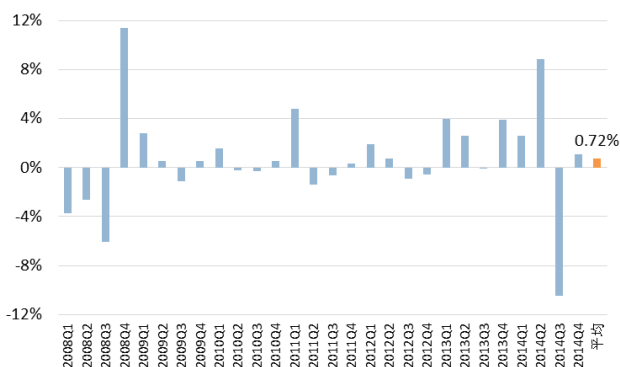


资料来源：wind，天风证券研究所

## 预知 2 年业绩构建组合

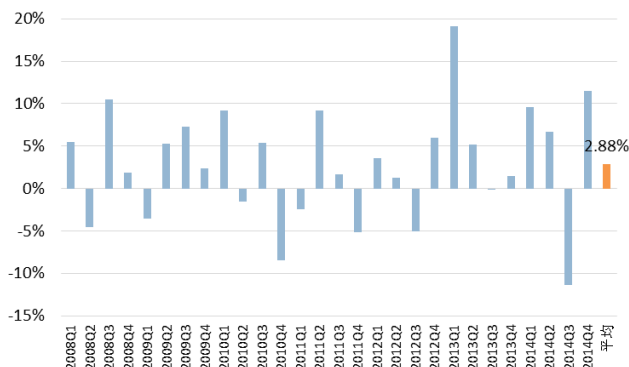
以未来 2 年财报归母净利润同比增速作为排序指标，全市场前 50 只高增速股票构建的组合在 2008 年至 2014 年的回测期中，平均超额基准 0.72%，季度胜率为 58.62%；中小创中前 30 只高增速股票构建的组合在回测期中，平均超额基准 2.88%，季度胜率为 68.97%。可以看到，根据未来 2 年归母净利润数据构建的组合季度收益及稳定性远远不及预知 1 年业绩和预知当期业绩构建的组合。

图 9：预知 2 年财报净利润全市场构建组合



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：预知 2 年财报净利润中小创构建组合



资料来源：wind，天风证券研究所

以未来 3 年财报归母净利润同比增速作为排序指标，全市场前 50 只高增速股票构建的组合在 2007 年至 2013 年的回测期中，平均超额基准 1.36%，季度胜率为 51.72%；中小创中前 30 只高增速股票构建的组合在回测期中，平均超额基准 1.29%，季度胜率为 58.62%。可以看到，根据未来 3 年归母净利润数据构建的组合季度收益及稳定性同样不理想。综上，通过比较预知当期净利润、未来 1-3 年净利润构建的高增速组合的季度表现，我们看到根据未来 1 年归母净利润数据构建的组合，其季度收益和稳定性均较为优秀。由此提醒我们更应该关注和重视对未来一年的盈利预测。

## 累计净利润 or 单季净利润？

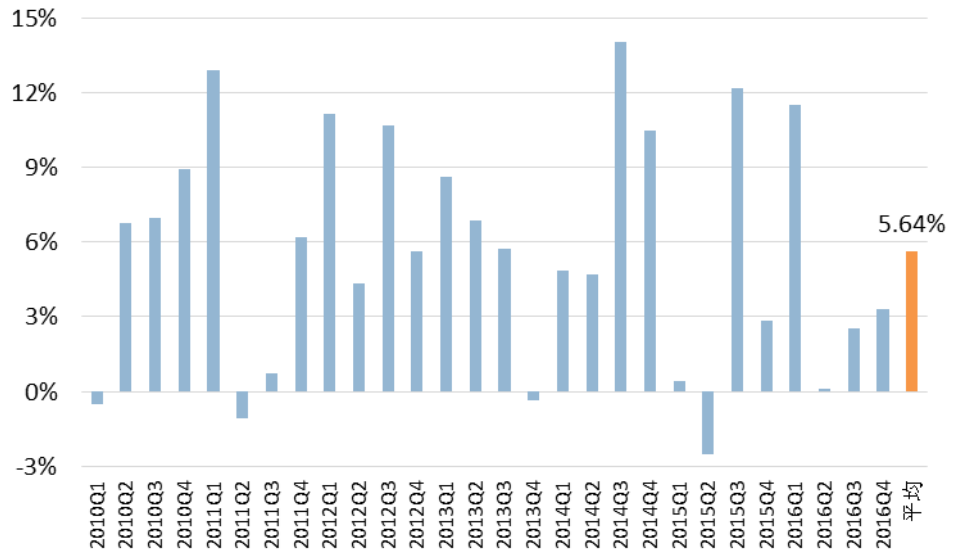
财务报告中公布的净利润数据一般指上市公司在年初至报告期末期间实现的净利润，但是我们可以其中减去前期财报公布的净利润，从而加工得到单季度净利润。这两类数据哪个与投资收益的关系更紧密、能够更好的指导我们投资呢？上文中我们已经运用财报中公布的累计净利润构建了组合，现在我们运用加工后的单季度净利润的同比增速构建组合，



进行比较。

以单季归母净利润同比增速作为排序指标，全市场前 50 只高增速股票构建的组合在 2010 年至 2016 年的回测期中，平均超额基准 5.64%，季度胜率为 86.21%，均略低于累计净利润构建的组合。

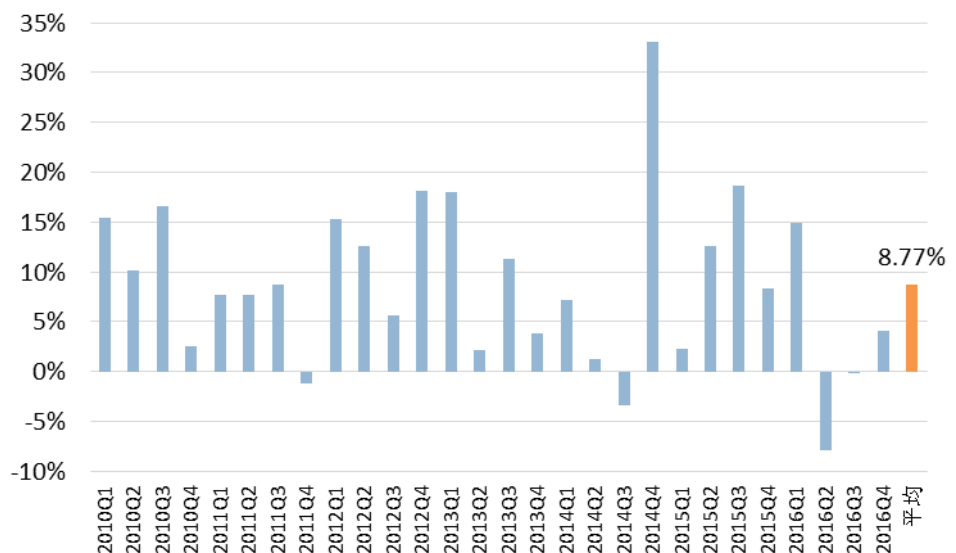
图 11：全市场单季净利润高增速构建组合



资料来源：wind，天风证券研究所

以单季归母净利润同比增速作为排序指标，将样本限制在中小板和创业板，组合在回测期中，平均超额基准 8.77%，略高于累计净利润构建的组合，季度胜率仍为 86.21%。

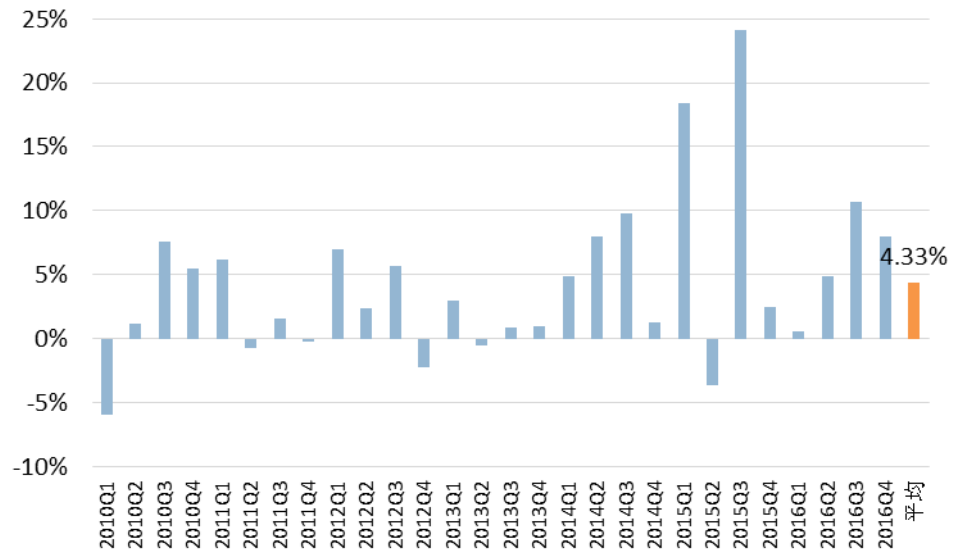
图 12：中小创单季净利润高增速构建组合



资料来源：wind，天风证券研究所

基于单季归母净利润，在全市场中每期选择扭亏幅度（本期净利润-去年同期净利润）最大的 50 个样本构建组合，组合在回测期内的超额收益略升为 4.33%，季度胜率仍为 79.31%。

图 13：全市场单季净利润扭亏构建组合



资料来源：wind，天风证券研究所

综上，在全市场选择前 50 只高增速股票构建组合，基于累计净利润能够获得比基于单季净利润更高的超额收益；而在中小创中选择前 30 只高增速股票构建组合、在全市场中选择扭亏幅度最大的 50 只股票构建组合，基于单季净利润能够获得更高的超额收益。对此，我们在下文中构建定期调仓的业绩预增策略时，会进一步进行比较分析。

## 构建定期调仓的业绩预增策略

根据上述分析，我们看到业绩和当期收益之间存在一定的关系，根据净利润同比增速作为筛选指标，构建的组合能够获得可观的超额收益。特别的，上述分析中，我们采用季度调仓，换手率和交易成本相对较低。

实际上，在正式财报发布前，业绩预告和业绩快报等均使得市场提前预知了公司业绩，并逐渐反映到了股价上。所以，我们转而依据业绩预告中公布的净利润下限，构建定期调仓的业绩预增策略。

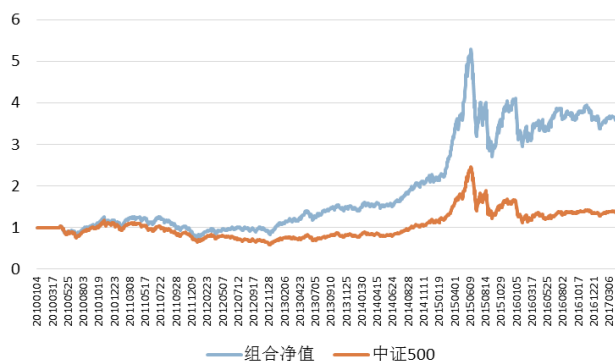
根据统计，在 4 月 20 日、7 月 20 日、10 月 20 日和 1 月 20 日之前，当季大部分的业绩预告均已披露，于是我们将其作为调仓时点。

回测期间取 2010 年至 2017-3-31；买入交易成本为 0.1%，卖出交易成本为 0.2%；持仓股票变动时对持有股票进行等权再平衡；设置单只股票持仓上限为 10%；比较基准为中证 500 指数。

## 根据累计净利润构建组合

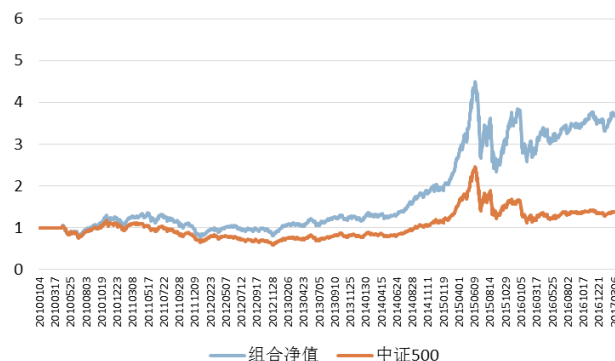
首先在全市场股票中，基于调仓日前已发布业绩预告，根据预告中公布的净利润下限，分别选择增速前 50 只股票和扭亏幅度最大的 50 只股票构建组合。另外，选择高增速样本时，为了避免前期微利导致的高增速的样本入选，我们首先限制前期净利润大于 500 万，净利润增速大于 50%，然后进行排序筛选。

图 14：全市场业绩预告高增速组合-基于累计净利润



资料来源：wind，天风证券研究所

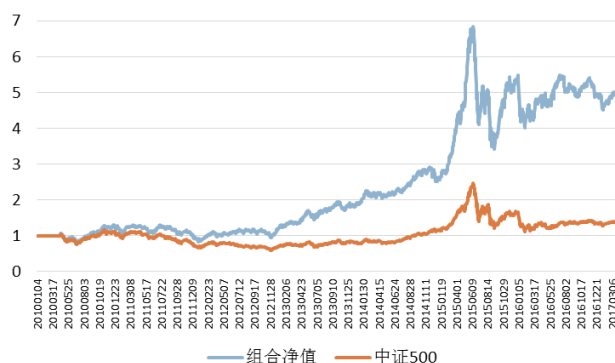
图 15：全市场业绩预告扭亏组合-基于累计净利润



资料来源：wind，天风证券研究所

高增速组合在回测期中，年化超额基准 15.00%，相对最大回撤 10.60%，收益回撤比为 1.42；扭亏组合在回测期中，年化超额基准 14.92%，相对最大回撤 8.04%，收益回撤比为 1.86。进一步将样本限制在中小板和创业板，基于调仓日前已发布业绩预告，根据预告中公布的净利润下限，分别选择增速前 30 只股票和扭亏幅度最大的 30 只股票构建组合。

图 16：中小创业业绩预告高增速组合-基于累计净利润



资料来源：wind，天风证券研究所

图 17：中小创业业绩预告扭亏组合-基于累计净利润



资料来源：wind，天风证券研究所

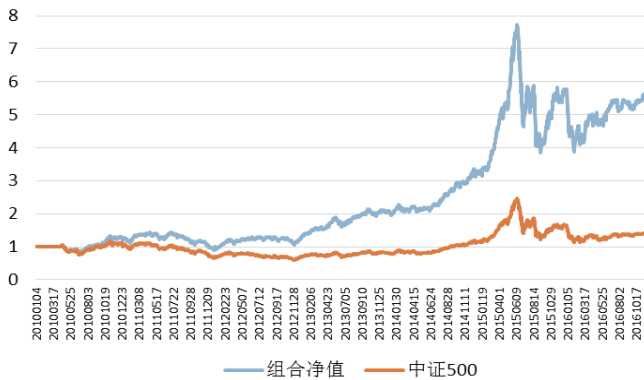
将样本限制在中小板和创业板后，高增速组合在回测期中，年化超额基准 20.02%，相对最大回撤 24.70%，收益回撤比为 0.81；扭亏组合在回测期中，年化超额基准 19.01%，相对最大回撤 15.08%，收益回撤比为 1.26。

我们看到，根据累计净利润构建的组合能够获得 15%左右的年化超额收益；将样本限制在中小创中后，年化超额收益进一步上升至 20%左右，但同时产生了较大的最大回撤。扭亏样本的年化超额收益略低于高增速样本，同时最大回撤也较小。

## 根据单季净利润构建组合

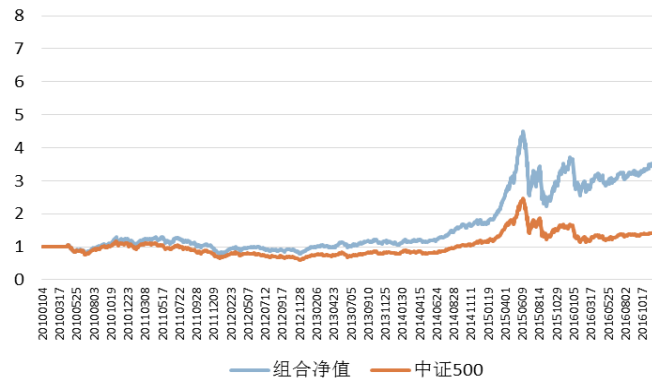
首先在全市场股票中，基于调仓日前已发布业绩预告，根据预告中公布的净利润下限，加工为单季度净利润，分别选择增速前 50 只股票和扭亏幅度最大的 50 只股票构建组合。选择高增速样本时同样限制前期净利润大于 500 万，净利润增速大于 50%。

图 18：全市场业绩预告高增速组合-基于单季净利润



资料来源：wind，天风证券研究所

图 19：全市场业绩预告扭亏组合-基于单季净利润



资料来源：wind，天风证券研究所

高增速组合在回测期中，年化超额基准 21.44%，相对最大回撤 8.70%，收益回撤比为 2.46；扭亏组合在回测期中，年化超额基准 14.62%，相对最大回撤 8.40%，收益回撤比为 1.74。与上文假设预知当期业绩测算的结果不同，当基于业绩预告进行高增速样本筛选的时候，根据单季度净利润计算同比增速选择的高增速组合能够获得更高的年化超额收益和收益回撤比。相比而言，扭亏组合表现一般。

下面我们基于单季净利润，对全样本中的高增速组合策略进行进一步的优化。

### 基于单季净利润的业绩预告高增速策略

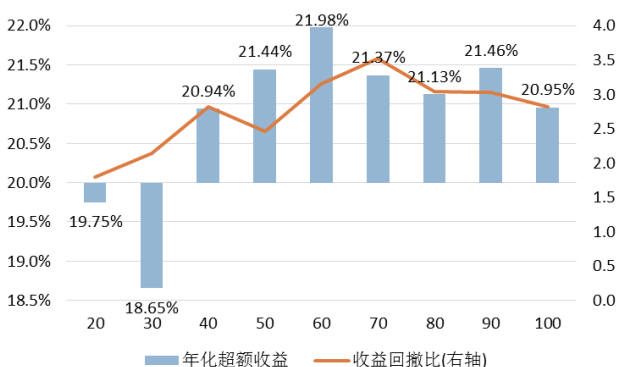
样本筛选方法：

1. 对于每一报告期的业绩预告，由于存在多次预告的现象，我们首先根据建仓日（分别为 4-20，7-20，10-20，1-20）选择该日之前最新的业绩预告的记录；
2. 根据最新的业绩预告，首先将预告净利润下限数据加工为单季度净利润数据，并计算同比增速；
3. 为避免微利股的干扰，剔除前期净利润小于 500 万的样本，同时剔除单季净利润增速小于 50% 的样本；
4. 对现存样本根据单季净利润增速降序排列，选择前 group\_size 个样本构建高增速组合；
5. 在高增速组合中，选择市值较小的一半，构建小市值组合。

### 样本数敏感性分析

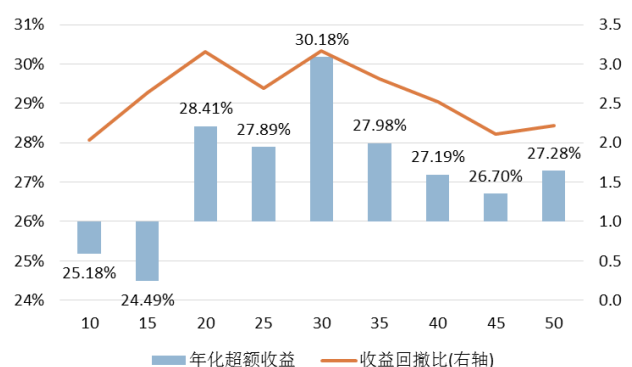
设置 group\_size 为 20 个-100 个，分别观察高增速组合和小市值组合的年化超额收益和收益回撤比。

图 20：不同样本数高增速组合年化超额收益及收益回撤比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 21：不同样本数小市值组合年化超额收益及收益回撤比



资料来源：wind，天风证券研究所

从图 22 中看到，当设置样本数大于 30 个时，高增速组合策略均能够获得 20%以上的年化超额收益，收益回撤比基本保持在 2.5 以上；其中，选择前 60 个高增速股票构建的组合实现了最高的年化超额收益，为 21.98%，而选择前 70 个高增速股票构建的组合能够获得最高的收益回撤比，为 3.52。

图 23 显示，高增速中小市值组合的表现更加优秀，当样本数大于 15 个时，小市值组合策略平均获得 28%的年化超额收益；其中，选择前 60 个高增速股票中 30 个小市值股票构建的组合实现了最高的年化超额收益，为 30.18%，收益回撤比为 3.17。

通过对样本数的敏感性分析，可以看到策略具有较好的稳定性。

### 最优策略分析

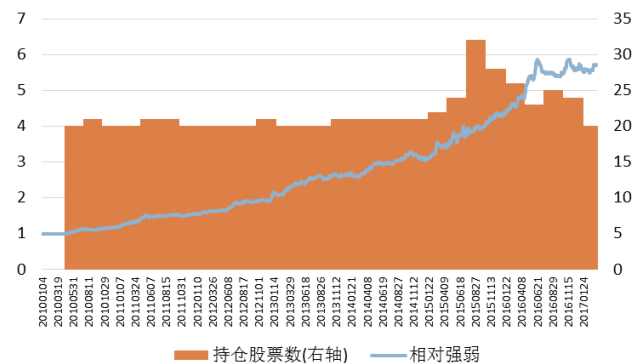
上文的敏感性分析结果显示，选择前 60 个高增速股票中 30 个小市值股票构建的组合实现了最高的年化超额收益，为 30.18%，收益回撤比为 3.17；而选择前 40 个高增速股票中 20 个小市值股票构建的组合实现了 28.41%的年化超额收益，收益回撤比为 3.16。观察回溯期内各个年度的超额收益，后者表现更为平均和稳定，故我们接下来对 40 个高增速股票中 20 个小市值股票构建的组合进行具体分析。

图 22：策略分析-组合净值



资料来源：wind，天风证券研究所

图 23：策略分析-相对强弱



资料来源：wind，天风证券研究所

策略在 2010 年至 2017 年 3 月 31 日的回溯期内，年化超额中证 500 指数 28.41%，最大回撤仅为 9%，收益回撤比为 3.16，信息比为 2.53。另外，除了 2017 年，在回溯期内的 7 个完整年度，有 6 个年度都实现了 20%以上的年化超额收益。而且，该组合季度调仓，每期理论上仅持有 20 只股票，换手率低。

表 1：策略分析-各年度表现

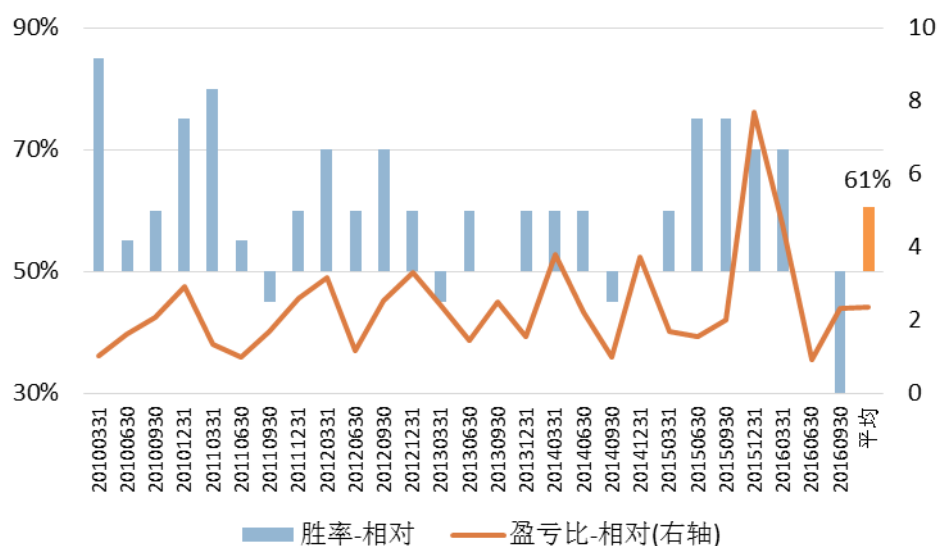
年度	绝对收益	基准收益	超额收益	相对最大回撤	收益回撤比	信息比
2010	23.54%	5.29%	18.26%	-4.60%	3.97	2.57
2011	-11.22%	-33.83%	22.61%	-3.45%	6.56	3.46
2012	27.90%	0.28%	27.63%	-3.04%	9.10	3.38
2013	52.63%	16.89%	35.74%	-5.11%	7.00	2.66
2014	64.89%	39.01%	25.88%	-7.18%	3.60	2.02
2015	100.03%	43.12%	56.91%	-9.00%	6.33	2.21
2016	6.11%	-17.78%	23.88%	-8.68%	2.75	2.57
2017	4.07%	2.20%	1.87%	-4.31%	0.43	1.08
全回溯期	32.81%	4.40%	28.41%	-9.00%	3.16	2.53

资料来源：wind，天风证券研究所

策略在 2010Q1 至 2016Q3 的 27 个报告期内，大多保持 60%左右的胜率，盈亏比保持在 2

左右的水平，平均为 2.36。

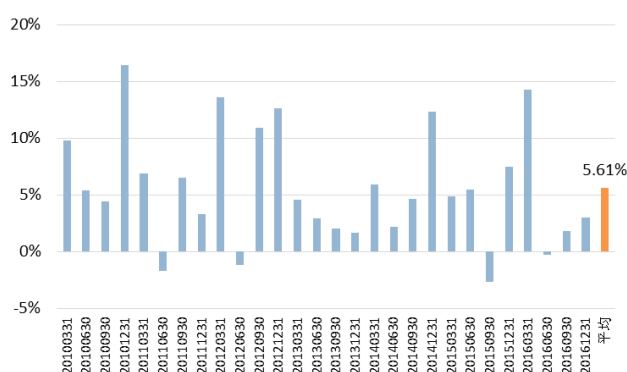
图 24：各报告期样本相对中证 500 指数的胜率及盈亏比



资料来源：wind，天风证券研究所

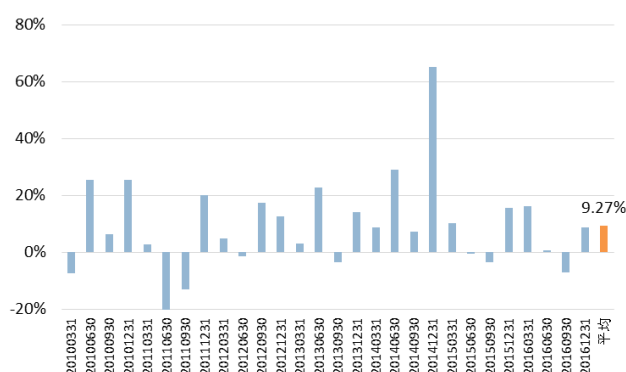
观察各期样本在持有期的相对收益，首先观察相对同等市值的超额收益。对每一个样本，选取与其市值最相近的 50 只股票构建该股票的同等市值组合，计算该样本在持有期内相对其同等市值组合的超额收益，平均超额 5.61%。

图 25：持有期相对收益-同等市值 50 组合（截止 20170331）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 26：持有期相对收益-中信一级行业（截止 20170331）



资料来源：wind，天风证券研究所

观察各期样本在持有期相对同行业的超额收益，对每一个样本，计算该样本在持有期内相对其所在的中信一级行业指数的超额收益，平均超额 9.27%。

综上，样本相对于中证 500 指数、同等市值组合和同行业指数均有较为显著和稳定的超额收益。

组合最新持仓如下：

表 2：业绩预告 40 高增速 20 小市值组合最新持仓明细

代码	股票简称	买入日期	卖出日期
000537.SZ	广宇发展	20170120	20170420
002182.SZ	云海金属	20170120	20170420
600798.SH	宁波海运	20170120	20170420
000615.SZ	京汉股份	20170120	20170420
002433.SZ	太安堂	20170120	20170420
000533.SZ	万家乐	20170120	20170420



002318.SZ	久立特材	20170120	20170420
002427.SZ	尤夫股份	20170120	20170420
300224.SZ	正海磁材	20170120	20170420
002089.SZ	新海宜	20170120	20170420
000036.SZ	华联控股	20170120	20170420
300194.SZ	福安药业	20170120	20170420
600641.SH	万业企业	20170120	20170420
300131.SZ	英唐智控	20170120	20170420
300158.SZ	振东制药	20170120	20170420
601636.SH	旗滨集团	20170120	20170420
002094.SZ	青岛金王	20170120	20170420
000055.SZ	方大集团	20170120	20170420
000006.SZ	深振业 A	20170120	20170420

资料来源：wind，天风证券研究所

## 小结

预知公司业绩能产生多高的超额收益？本文从量化角度，对业绩与收益的关系进行初探。我们首先假设在季度结束时能够预知当期业绩，根据归母净利润同比增速选择增速靠前的 50 个标的构建等权组合，分别以 3 月 31 日、6 月 30 日、9 月 30 日和 12 月 31 日作为调仓时点。结果显示，在 2010 年至 2016 年的回测期中，平均超额基准 6.00%，季度胜率为 89.66%；将样本限制在中小板和创业板后，组合在回测期内的超额收益进一步上升为 7.98%，季度胜率为 82.76%。

我们进一步思考，股价领先业绩多久呢？通过比较预知当期净利润、未来 1-3 年净利润构建的高增速组合的季度表现，我们看到根据未来 1 年归母净利润数据构建的组合，其季度收益和稳定性均较为优秀。由此提醒我们更应该关注和重视对未来一年的盈利预测。

实际上，在正式财报发布前，业绩预告和业绩快报等均使得市场提前预知了公司业绩，并逐渐反映到了股价上。所以，我们转而依据业绩预告中公布的净利润下限，构建定期调仓的业绩预增策略。结果显示，选择前 40 个高增速股票中 20 个小市值股票构建的组合，策略在 2010 年至 2017 年 3 月 31 日的回测期内，年化超额中证 500 指数 28.41%，最大回撤仅为 9%，收益回撤比为 3.16，信息比为 2.53。另外，除了 2017 年，在回测期内的 7 个完整年度，有 6 个年度都实现了 20% 以上的年化超额收益。而且，该组合季度调仓，理论上每期仅持有 20 只股票，换手率低。同时，样本相对于中证 500 指数、同等市值组合和同行业指数均有较为显著和稳定的超额收益。

## 风险提示

模型基于历史数据，存在失效的风险。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/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，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com