

2014-9-12

金融工程(专题报告)

事件驱动系列研究

“拨乱反正”的业绩

分析师： 范辛亭

☎ (8621) 68751859

✉ fanxt@cjsc.com.cn

执业证书编号:S0490510120008

联系人： 杨靖凤

☎ (8621)68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

报告要点

■ 股票市场上的事件冲击

理论上，股票价格反应了市场对公司的预期，而预期会受到各种事件的冲击，比如增发、盈利预测等，事件的出现必然会带来公司预期的变化，区别只是变化的大小，预期的变化则带来股票价格的变化。

■ 如何利用事件冲击？

事件冲击发生时，股票价格有可能根据该冲击发生变化。但事件冲击对股票价格影响的方向和大小是不同的，因此，在建立事件选股策略之前，需要筛选出对股票价格能够带来正向冲击的事件。

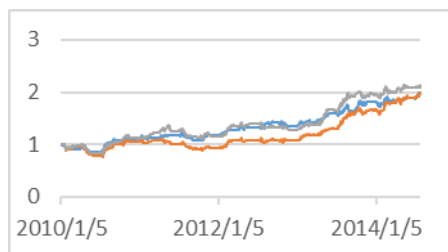
■ 何为拨乱反正

公司成功实现扭亏为盈时，这一结果也会反映在他当期的报表中，而当投资者发现公司重新盈利时，投资者会重新评估公司的价值，可能使得公司的股票价格上涨。信息冲击带来短期的正 alpha。

■ 事件选股中交易规则对策略优劣的影响

事件冲击会带来多大和多久的冲击，是影响事件选股策略收益的关键，不同的持有时间和持仓量对策略的收益影响很大，因此，在回测中对不同持有时间和持仓比率的选择，决定着一个正向事件冲击能为我们带来多少收益。

图 2：累计收益率



资料来源：Wind，长江证券研究部

相关研究

目录

一、事件交易策略	3
二、何为“拨乱反正”？	3
三、扭亏为盈现象统计	3
四、交易策略设计与回测.....	5
1、基础策略回测.....	5
2、策略进阶	7
五、总结.....	8
六、事件选股交易策略流程	8
感谢.....	9

图表目录

图 1：收益率分布图（扭亏为盈）	4
图 2：累计收益率(扭亏为盈).....	6
图 3：事件选股交易策略的流程图	8
表 1：扭亏为盈公司统计	3
表 2：扭亏后股票收益率分布特征.....	4
表 3：扭亏为盈策略回测结果	5
表 4：扭亏为盈策略回测结果（A、B 组）	7

一、事件交易策略

事件交易策略，顾名思义，即根据市场上某些特定事件的发生对股票的影响，选出某些股票，构成投资组合，制定交易策略以获得超额收益。

理论上，股票价格反应了市场对公司的预期，而预期会受到各种事件的冲击，比如增发、盈利预测等，事件的出现必然会带来公司预期的变化，区别只是变化的大小，预期的变化则带来股票价格的变化。

事件冲击发生时，股票价格有可能根据该冲击发生变化。但事件冲击对股票价格影响的方向和大小是不同的，因此，在建立事件选股策略之前，需要筛选出对股票价格能够带来正向冲击的事件，比如业绩超预期、扭亏为盈等。

在本报告中，我们研究了事件——扭亏为盈，并设计了对应的交易策略，我们称之为拨乱反正策略。

二、何为“拨乱反正”？

每一家上市公司都需要定期发布公司的业绩报告，使得公司的经营业绩为所有投资者所知，但是受到经济周期或者公司经营管理水平等原因的影响，公司会出现亏损的现象，这一结果明确地反映在了公司的报表中。显然，亏损的业绩不能让投资者满意，公告亏损的企业估值可能会有一定程度的下跌。而此时，公司出于自身发展以及满足投资者期望的目的，会通过调整公司战略、控制成本等手段来恢复盈利，当公司成功实现扭亏为盈时，这一结果也会反映在他当期的报表中，而当投资者发现公司重新盈利时，投资者会重新评估公司的价值，可能使得公司的股票价格上涨。

在实际的运用中，公司的报表存在一定的滞后性，因此，我们选择了公司发布的盈利预测作为该报告期公司的净利润。我们将每一期的预测净利润与上一期相比，筛选出前一期净利润为负，而当期净利润为正，即公司实现扭亏为盈。

三、扭亏为盈现象统计

扭亏为盈在市场上出现的几率到底怎么样呢？我们统计了从 2010 年到 2014 年实现扭亏的公司，结果如表 1：

表 1：扭亏为盈公司统计

年份	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年（至 7 月）
公司个数	445	279	213	411	322

资料来源：长江证券研究部，wind

我们可以看到，在一年当中，实现扭亏的公司数量其实是很很多的，尤其是 2010 年和 2013 年有超过 400 家公司实现了扭亏，2014 年截止到 7 月时，已经有 322 家公司实现了扭亏，预计 2014 年全年也可能有超过 400 家公司实现扭亏。

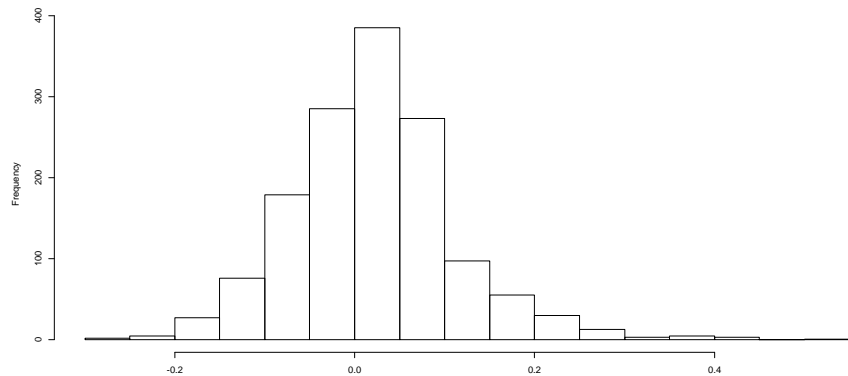
我们可以看到实现扭亏的公司数量的确不少，但是市场对公司实现扭亏这一事件的反映需要进一步的检验，我们对所有公司（剔除了 ST 和*ST 股）扭亏后若干日的收益率情况进行了分析，如表 2：

表 2：扭亏后股票收益率分布特征

指标	数值
个股胜率	60.11%
10 日收益率超过 10%比率	14.38%
10 日收益率超过 5%比率	33.35%
10 日收益率低于-5%比率	20.08%
10 日收益率低于-10%比率	7.64%
10 日最大收益率	51.76%
10 日最低收益率	-28.05%
10 日平均收益率	2.09%

资料来源：长江证券研究部，wind

图 1：收益率分布图（扭亏为盈）



资料来源：Wind, 长江证券研究部

从对扭亏为盈公司公告后 10 日收益率的描述性统计中，我们可以看到，扭亏为盈公司的个股胜率超过了 60%，收益率的分布图也呈现明显的右偏，10 日的平均收益率也达到了 2.09%。因此，通过扭亏为盈筛选出来的股票构成的投资组合可能会得到较好的收益。

四、交易策略设计与回测

通过对扭亏为盈这一现象的研究，我们认为在扭亏的盈利预测公告后股票存在一定的正 α ，通过一定的交易策略我们或许能够捕捉到这一收益，因此我们设计了交易策略，并进行了回测。

因此，我们在盈利预测公告后买入扭亏为盈股票，并持有 N 日，策略采取定额持有的方法，即每只股票分配的资金相同，同时只持有 M 只股票。

在股票筛选时，我们删除了 ST 和 *ST 的股票，以及当日开盘涨停和停牌的股票，策略中没有考虑交易费用，买入价格为 $T+1$ 日开盘价。同时为了保证策略的稳定性，我们对个股设定了相应的止损机制。

1、基础策略回测

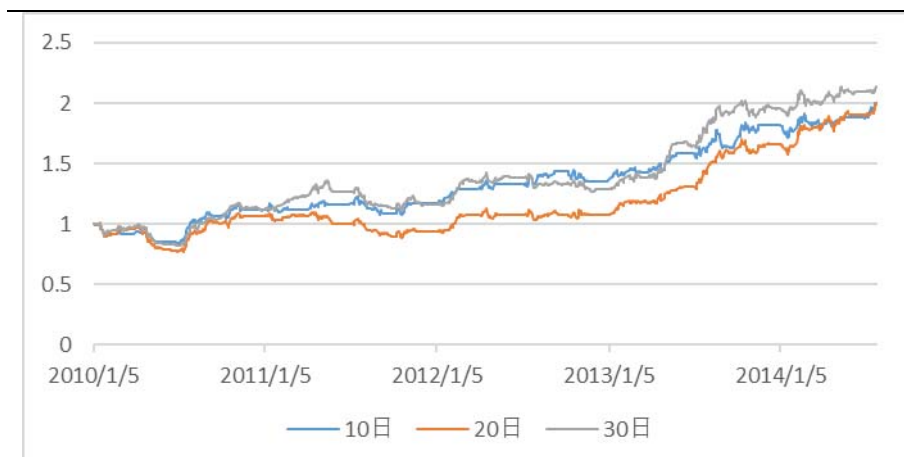
我们对 10、20、30 日的持有时间分别进行了回测。

表 3：扭亏为盈策略回测结果

策略	10 日	20 日	30 日
起始时间	2010/1/5	2010/1/5	2010/1/5
终止时间	2014/7/28	2014/7/28	2014/7/28
平均日收益率	0.0668%	0.0671%	0.0730%
标准差	0.91%	0.93%	0.93%
累计收益率	99.91%	100.04%	113.54%
年化收益率	22.60%	22.63%	25.69%
累计相对收益	134.71%	134.84%	148.34%
年化相对收益	30.48%	30.51%	33.56%
胜率	53.91%	54.56%	55.22%
最大回撤	-3.54%	-4.06%	-4.49%
盈亏比	109.14%	104.59%	102.67%

资料来源：长江证券研究部，wind

图 2: 累计收益率(扭亏为盈)



资料来源: Wind, 长江证券研究部

从表 3 和图 1 中, 我们可以看到扭亏为盈策略的年化收益率为 22.60%、22.63%、25.69%, 相对收益率为 30.48%、30.51%、33.56%, 不足在于累计回撤或许会比较大。而且, 我们可以看到, 策略在 2010 年、2011 年的表现不甚理想, 有比较大的回撤, 这主要是由于这期间大盘呈现下跌的趋势, 而且这一趋势一直延续到了 2012 年, 策略在 2013 年到 2014 年期间表现比较出色, 源于大盘没有呈现趋势性的下跌行情, 一直处于盘整震荡的行情。在缺乏趋势性行情的市场中, 基本面信息对于股价走势影响渐弱, 市场对于事件类冲击的反应更加强烈, 因此, 策略的变现也相当得优异。

根据策略回测的结果, 我们可以了解到, 扭亏为盈策略在公司公告扭亏之后是的确会存在一定的正 alpha 的。而通过比对 10 日、20 日、30 日持仓周期的回测结果, 我们可以发现策略的收益主要集中在公告的前 10 日, 到 20 日、30 日之后, 扭亏事件对股票价格的影响就相对比较弱了, 可以看到前 10 日的收益达到了 22.60%, 而 20 日的收益率只有 22.63%, 说明了 10 日到 20 日之间策略几乎是没有任何收益的。同样在 20 日到 30 日之间, 与前 10 日的收益相比只提高了 3.09%。因此, 我们发现扭亏为盈策略本质上是一个捕捉短期信息冲击 alpha 的策略。策略的收益主要集中在前 10 日, 20 日和 30 日的收益虽然更高, 但是带来了更多的回撤与不稳定性。

2、策略进阶

在第一步的回测中，我们将所有当期扭亏为盈的公司股票作为标的建立了交易策略，在这一部分的回测中，我们考虑加入公司以往报告期的业绩表现来筛选公司。我们将根据公司扭亏报告期前年同期的盈利状况将所有公司分为两个组，分别为：A 组，前年同期同样亏损，即连续亏损后扭亏为盈；B 组，前年同期不亏损，即单期亏损扭亏为盈。

我们对这两个组的样本进行了回测，并将其与未分组的样本进行了对比，得到的结果如表 4：

表 4：扭亏为盈策略回测结果（A、B 组）

策略	A 组			B 组		
	10 日	20 日	30 日	10 日	20 日	30 日
起始时间	2010/1/5	2010/1/5	2010/1/5	2010/1/8	2010/1/8	2010/1/8
终止时间	2014/7/28	2014/7/28	2014/7/28	2014/7/23	2014/7/23	2014/7/23
平均日收益率	0.0386%	0.0367%	0.0299%	0.0386%	0.0539%	0.0570%
标准差	0.75%	0.72%	0.64%	0.82%	0.85%	0.87%
累计收益率	48.46%	45.70%	35.98%	47.28%	73.85%	79.48%
年化收益率	10.96%	10.34%	8.14%	10.76%	16.80%	18.08%
累计相对收益	83.26%	80.49%	70.78%	84.13%	110.69%	116.33%
年化相对收益	18.84%	18.21%	16.01%	19.14%	25.18%	26.46%
胜率	54.74%	55.23%	54.86%	54.99%	53.82%	55.52%
最大回撤	-4.20%	-3.58%	-3.99%	-4.52%	-5.65%	-4.89%
盈亏比	100.74%	96.66%	95.19%	97.06%	105.96%	98.59%

资料来源：长江证券研究部，wind

我们可以看到 B 组的收益收益高于 A 组，说明以往没有出现亏损，上一期出现亏损，当期扭亏为盈后公司股票价格修正幅度更大。但是由于公司样本数量的少于为筛选样本组，所以没有进行筛选的股票组累计收益率更高，如果进行更小的持仓，B 组的收益将会比未筛选组高。

进一步分析，我们可以看到，A 组的收益主要集中在公告后 10 日以内，随后的收益率事实上是负的，说明连续亏损扭亏的样本组的收益更倾向于短期冲击。而 B 组的结果则恰恰相反，单期亏损的公司收益主要集中在前 20 日，说明单期亏损扭亏的公司对于扭亏这一事件反应时间更长，程度也更深，对于这一类公司持仓周期应该选择比 A 组更长，但总而言之，事件选股策略的持仓周期均比较短。

五、总结

在本报告中，我们对事件选股策略中的“拨乱反正”策略，即扭亏为盈策略进行了研究。

1、通过对 2010 年-2014 年全市场公司业绩的统计，我们发现每年公告扭亏的公司数量其实是很多的，而且个股公告后股价，从统计上，是存在上涨的趋势的。

2、以扭亏公司为样本，我们建立了交易策略，通过回测，我们认为扭亏为盈策略收益集中在公告后极短的时间内，超过 10 日后收益急剧下降，同时回撤也随之增加，因此，执行扭亏为盈策略应该选择短持仓的方式进行交易。

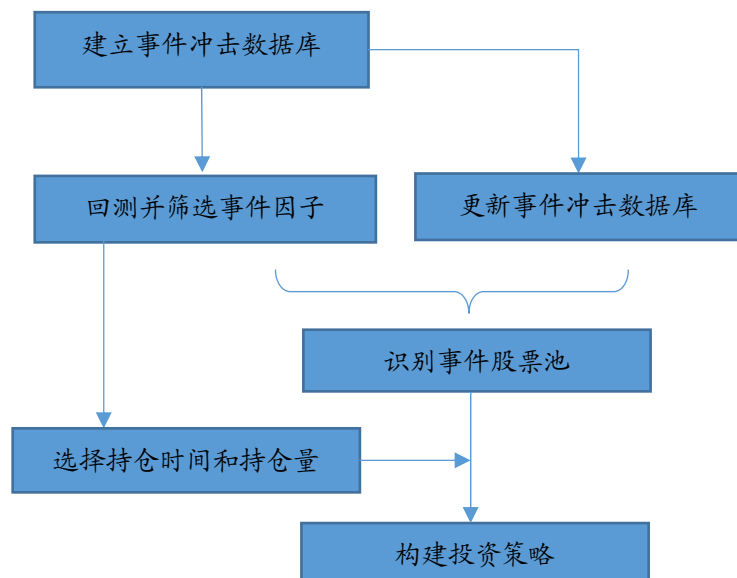
3、在进一步的回测中，我们区分了两个组：连续亏损扭亏和单期亏损扭亏。可以发现单期亏损扭亏的样本组的收益表现比连续亏损扭亏组更好。持仓周期的选择，仍然是应该选择较短的持仓日。

六、事件选股交易策略流程

事件冲击能够影响在其影响时间范围内，对标的股票的价格产生或正或负、或大或小的冲击，我们制定的交易策略通过不同的持仓时间和持仓量选择，来辨别事件冲击的影响时间长度和影响程度大小，从而使得四个交易策略获得最优的收益。

在实际的操作中，我们总结了事件选股交易策略的流程：

图 3：事件选股交易策略的流程图



资料来源：Wind，长江证券研究部

在整个事件选股策略的流程中，最为重要的是实时更新事件冲击数据库，因为往往事件冲击的影响时间很短，基本只在公告发布的几日内存在超额收益，因此如何及时得到事件的信息，成为了事件选股策略能否成功的关键。

在未来的研究中，我们将尝试建立事件冲击数据库，并利用网页信息抓取以及 wind 数据库的自动提取等实现事件冲击数据库的实时更新，从而及时建立事件冲击股票池。

感谢

本报告的完成与完善感谢长江证券金融工程部实习生陈奕，感谢他在模型推导、建立以及策略测试上的贡献。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
看 好：	相对表现优于市场		
中 性：	相对表现与市场持平		
看 淡：	相对表现弱于市场		
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%		
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间		
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间		
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%		
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。		



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。