

## 证券研究报告—深度报告

### 金融工程

### 数量化投资

## 金融工程专题研究

2012年09月24日

### 专题报告

#### 相关研究报告:

《金融工程专题研究: 期权系列报告之四——期权套保策略特征分析》——2012-09-23  
《金融工程专题研究: 基于泡沫破裂理论的LPPL模型》——2012-09-20  
《交易性数据挖掘系列报告: 出来混迟早要还的: 基于相对价格的超跌反弹选股策略》——2012-09-17  
《金融工程专题研究: 中国股市日历效应研究》——2012-09-11  
《国信 GARP 指数增强产品设计(PPT)》——2012-09-05

#### 证券分析师: 林晓明

电话: 0755-82136165

E-MAIL: [linxiaom@guosen.com.cn](mailto:linxiaom@guosen.com.cn)

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980512020001

#### 证券分析师: 戴军

电话: 0755-82133129

E-MAIL: [daijun@guosen.com.cn](mailto:daijun@guosen.com.cn)

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120064

#### 联系人: 马瑛清

电话: 0755-22940643

E-MAIL: [mayingq@guosen.com.cn](mailto:mayingq@guosen.com.cn)

# 业绩预告事件驱动研究: 事件日前负 Alpha 组合策略

## ●业绩预告事件综述

我国的业绩预告制度于 2006 年基本确立, 现阶段预报告公布频率为季报 (跟财务报表披露频率一致)。上市公司业绩预告类型包括四类利好消息: “预增”、“略增”、“扭亏”、“续盈”, 以及四类利空消息: “预减”、“略减”、“首亏”和“续亏”。上市公司有主动披露业绩预告的动机, 利好消息通过预告在正式业绩公告前刺激股价, 或者提前预告利空消息稀释正式公告后市场的过度反应。充分说明业绩预告事件对市场有一定的驱动价值。

业绩预告类型分布对股市择时有一定价值。在上行市场中, 公布利好预告的公司数占比增大。在下行市场中, 利空预告披露公司数量增加。在宏观经济上行时期, 大部分行业业绩同步上升; 在宏观经济回落时期, 行业总体的表现也不容乐观。主板公司的业绩情况对经济周期的变化最为敏感, 中小板及创业板相对较为不敏感。

## ●业绩预告事件驱动效应分析

选取市场模型作为正常收益率计算模型, 单日常常收益率和累计收益率的分布情况: 事件日的异常收益率显著; 事件前、后利好消息和利空消息的反应有所差异, 利空消息事后具有显著的反弹效应。市场环境对事件效应的影响: 事件日, “逆市场”消息的影响较为突出; 事件日后的较短时间 (1-10 日) 内, 熊市中正超额收益率的积累强度更为明显; 事件日后的较长时间 (11-90 日) 内, 股价在牛市中的表现相比在熊市时具有更好的“助涨抗跌”特性。

根据事件日之前的 5 日累计超额收益率符号为标准, 构建正 Alpha 组合和负 Alpha 组合。利好消息的负 Alpha 组合 (利好消息事前未被稀释) 从事件日开始一直持续到公告日后 30 日仍有投资价值; 而利空消息则从事件日后 T=1 日开始到 T=30, 负 Alpha 组合 (利空消息事前已有一定消化) 的超跌反弹效应相对明显, 值得关注。

## ●业绩预告事件驱动投资策略

根据业绩预告事件驱动效应分析, 针对四种业绩预告类型, 分别构建预增负 Alpha 组合、扭亏负 Alpha 组合、预减负 Alpha 组合和首亏负 Alpha 组合, 及综合负 Alpha 策略。预减负 Alpha 策略年化超额收益最高, 达 31.24%, 年化信息比率为 0.80, 并且胜率达到了 70.89%。预增负 Alpha 策略相对最弱, 年化超额收益 15.71%, 年化信息比率为 0.60, 胜率 64.58%。所有策略胜率均在 50% 以上。综合负 Alpha 策略, 年化超额收益 24.27%, 年化信息比率为 0.99, 胜率 66.78%。

#### 独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 内容目录

业绩预告事件综述.....	4
业绩预告制度演变历程 .....	4
业绩预告类型 .....	4
业绩预告披露动机及其事件驱动价值 .....	4
业绩预告类型分布情况 .....	5
事件驱动效应分析.....	8
事件定义 .....	8
模型构建 .....	8
业绩预告事件效应 .....	8
市场环境对事件效应的影响 .....	10
事件前股价对事件效应的影响 .....	12
业绩预告事件驱动投资策略 .....	15
交易策略构造 .....	15
策略绩效评估 .....	15
国信证券投资评级.....	18
分析师承诺.....	18
风险提示.....	18
证券投资咨询业务的说明 .....	18

## 图表目录

图 1: 半年报分布情况 .....	6
图 2: 年报分布情况 .....	6
图 3: 各年度 A 股披露业绩预告公司占比 .....	6
图 4: 各板块业绩预告数及占比 .....	6
图 5: 各年度利好和利空预告数占比 .....	7
图 6: 各板块利空和利好预告数 .....	7
图 7: 宏观经济周期划分 .....	7
图 8: 利好占比大于 60% 的行业数目 .....	7
图 9: 事件日超额收益率 .....	10
图 10: 预增类型的超额收益率 .....	10
图 11: 扭亏类型的超额收益率 .....	10
图 12: 预减类型的超额收益率 .....	10
图 13: 首亏类型的超额收益率 .....	10
图 14: 续亏类型的超额收益率 .....	10
图 15: 各类型正 Alpha 和负 Alpha 组合股票构成 .....	13
图 16: 预增类型的正 Alpha、负 Alpha 组合的超额收益率 .....	13
图 17: 扭亏类型的正 Alpha、负 Alpha 组合的超额收益率 .....	13
图 18: 预减类型的正 Alpha、负 Alpha 组合的超额收益率 .....	13
图 19: 首亏类型的正 Alpha、负 Alpha 组合的超额收益率 .....	14
图 20: 续亏类型的正 Alpha、负 Alpha 组合的超额收益率 .....	14
图 21: 各策略净值走势 .....	16
图 22: 各策略累计超额收益走势 .....	16
图 23: 综合负 Alpha 策略净值走势 .....	16
图 24: 综合负 Alpha 策略累计超额收益走势 .....	16
表 1: 业绩预告类型（前期当期符号变化） .....	4
表 2: 业绩预告类型（前期当期净利润均为正） .....	4
表 3: 各类型业绩预告分布情况 .....	5
表 4: 各年度行业利好消息占比分布 .....	7
表 5: 各类型各市场环境事件日后累积超额收益 .....	11
表 6: 各策略绩效 .....	16

## 业绩预告事件综述

### 业绩预告制度演变历程

我国的业绩预告制度开启于 1998 年末，并于 2006 年基本确立。纵观整个变迁历程，最显著的发展体现在三方面：

首先，业绩预告范围从最开始的负面消息扩展到正、负面消息兼顾，预告类型从 1998 年底的“预亏”扩大到 2001 年底的“首亏”、“预减”、“扭亏”和“预增”四类，之后又进一步引入了“略减”、“续亏”、“略增”、“续盈”，基本涵盖了业绩变动的各种可能；

其次，预告对象由年报扩大至季报，预告周期的缩短为其时效性和准确性的提升奠定了基础；

最后，业绩公布也从开始的“自愿选择”逐步演变至“强制披露”，最突出的表现就是 2004 年深圳证券交易所在中小板引入了强制性业绩快报制度，这有利于帮助投资者更好地防范中小企业的高风险。

### 业绩预告类型

上市企业的业绩预告类型共 9 种，除“不确定”外，其余 8 类的划分都具有明确定义，包括四类利好消息：“预增”、“略增”、“扭亏”、“续盈”，以及四类利空消息：“预减”、“略减”、“首亏”和“续亏”。类型之间的差异主要以净利润变化为依据，既包括两期之间符号的变化情况，也包括绝对量的增减幅度。“首亏”和“扭亏”最具“质变”特征，其前后两期的净利润符号相异；而“预减”与“略减”虽都属利空消息，但二者都始终维持正的净利润水平。

表 1：业绩预告类型（前期当期符号变化）

	当期净利润正	当期净利润负
前期净利润正	预增、略增、续盈、预减、略减	首亏
前期净利润负	扭亏	续亏

资料来源：wind 资讯、国信证券经济研究所整理

表 2：业绩预告类型（前期当期净利润均为正）

	净利润增加	净利润减少
大于 50%	预增	预减
大于 0 且小于 50%	略增	略减
不确定	续盈	

数据来源：Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

### 业绩预告披露动机及其事件驱动价值

尽管国内的业绩披露只对一定范围内的上市公司具有强制性，但上市公司出于自身利益的考虑仍然可能主动发布预告信息的动机。一方面，当公众预期与公司实际经营状况相距甚远时，业绩预告可被公司用于主动影响股价的工具，往往“超预期的”利好消息都会推动股价作相应的调整；另一方面，对于持有负面消息的企业，在业绩正式公告之前的提早预警相当于给投资者打了一剂“麻醉药”，在股价提早反应的同时，也适度缓解了正式公告日前后大的异常波动。上市公司之所以有主动披露业绩预告的动机，说明业绩预告事件确实对市场有驱动价值。

业绩正式公告日相对业绩预告日的时滞为业绩预告这一事件驱动提供了额外的机会。在非完全理性市场上，投资者在预告日前后的过度反应有可能随着正式

公告日的到来而出现调整，构成新的投资机会。预告日和正式公告日这两个日期之间的跨度也为投资者提供了足够的时间来消化公司的财务信息。业绩正式公告后，财务信息所折射出的公司良好基本面状况将会进一步吸引更多的投资者。这意味着，不同于其他一些事件驱动的较短期收益效应，该事件的投资时长可适度延伸。

### 业绩预告类型分布情况

本篇业绩预告事件定义为：上市公司定期公布半年报和年报的业绩预告。研究对象包括 A 股所有上市公司，时间范围从 2006 年开始至 2012 年 7 月底，共涵盖 6 个年报和 7 个半年报对应的 13 个子事件。

表 3：各类型业绩预告分布情况

日期	预增	略增	续盈	扭亏	预减	略减	首亏	续亏	不确定	合计
2006H1	169	4	3	60	58	6	86	115	2	503
2006H2	255	43	8	154	49	11	81	86	3	690
2007H1	344	61	6	86	38	11	67	109	28	750
2007H2	500	87	9	131	41	15	77	33	21	914
2008H1	339	85	29	68	77	48	88	93	3	830
2008H2	223	102	30	65	233	70	196	43	5	967
2009H1	168	99	33	50	153	76	187	107	8	881
2009H2	374	129	74	174	110	48	123	67	6	1105
2010H1	385	142	87	134	67	31	45	137	6	1034
2010H2	520	259	87	156	86	52	85	27	10	1282
2011H1	386	274	89	59	78	70	67	107	10	1140
2011H2	415	432	116	74	181	172	110	40	6	1546
2012H1	194	394	136	52	199	248	149	97	8	1477
牛市	2330	682	220	811	535	219	706	544	78	6125
熊市	1942	1429	487	452	835	639	655	517	38	6994
合计	4272	2111	707	1263	1370	858	1361	1061	116	13119

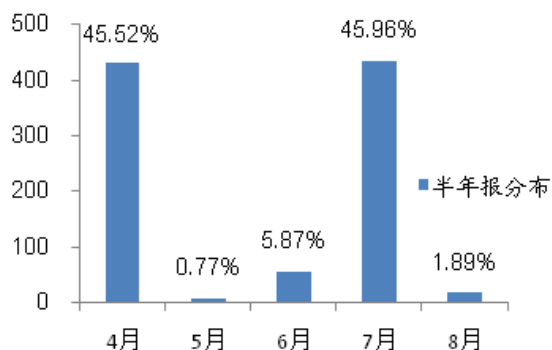
资料来源：Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

注：牛市：2006 年，2007 年，2009 年及 2010 年下半年；熊市：2008 年，2010 年上半年，2011 年至今。

根据初步统计，得到的基本认识：各个公司的业绩预告时间不存在统一时点，但半年报预告多集中于 4 月和 7 月，年报预告则主要出现在 10 月和 1 月。一般来说，半年报的披露时间主要为 7 月和 8 月，而年报则多分布在 3 月和 4 月。因此从业绩预告到正式公告出来之间的时间跨度多则可达半年之久，平均而言也有 1-2 个月。在这之间，投资者有足够长的时间进一步深入了解企业，也可根据业绩预告的内容逐步更新并调整自己的预期。

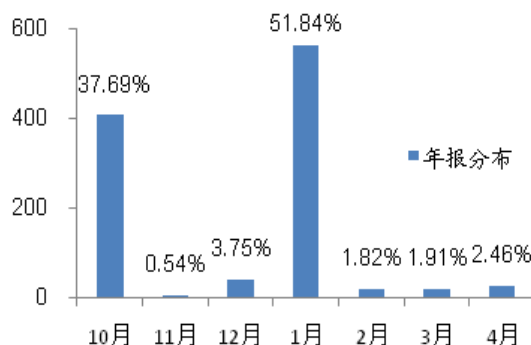
从 2007 年开始，A 股上市公司中业绩预告披露公司占比有显著提高，并稳定在 50%以上的水平。从绝对数量来看，披露年报预告的公司数明显多于半年报预告的公司数。前者在 2006 年之后就一直维持在 60%之上，后者仅在 2012 年上半年首次突破 60%。从业绩预告在各板块间的分布情况来看，主板公司的披露占比明显下滑，以年度报告为例，已从 2006 年末的 88.26%减少至 2011 年末的 41.14%。与之相反，中小板公司和创业板公司占比则分别提高至 2011 年末的 41%和 17.85%。事实上，由于交易所对中小板公司有强制披露要求，因此在其年报和半年报业绩预告企业在板块内占比自 2008 年以来都可达 90%以上。

图 1：半年报分布情况



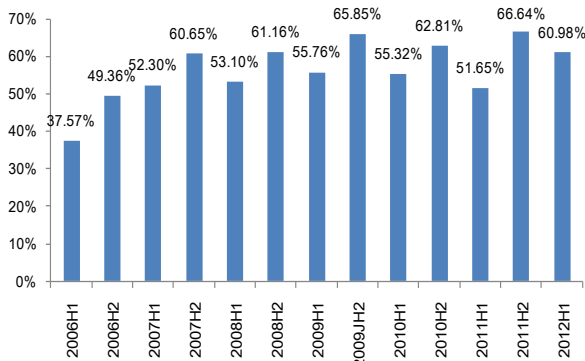
资料来源：Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

图 2：年报分布情况



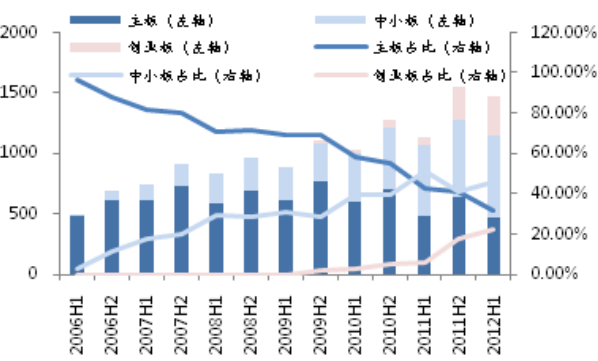
资料来源：Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

图 3：各年度 A 股披露业绩预告公司占比



资料来源：Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

图 4：各板块业绩预告数及占比



资料来源：Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

业绩预告类型分布对股市择时有一定价值。2006 年至 2012 年上半年间，市场行情大致可分为三段：2006-2007 年的大牛市，2008 年的大熊市，以及 2009 年之后的震荡市。其中震荡市又可细分为几段小幅波动的上行市和下行市。总的来看，在上行市场中，公布利好预告的公司数占比增大。反之，在下行市场中，利空预告披露公司数量增加；特别地，在 2008 年下半年与 2009 年上半年这段时间内，随着金融危机影响的深化，大多数企业仍在低谷挣扎，负面消息预告数目一度超过正面消息，直至 2009 年下半年才有所扭转。另外，应警惕 2012 年上半年的新变化，二者数目又几乎持平，这可作为上半年宏观经济不振的间接佐证。

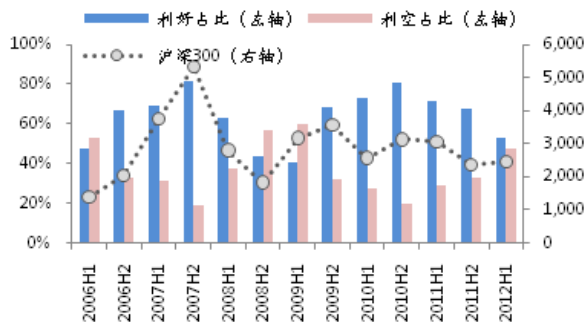
从板块内部来看，主板公司的业绩情况对经济周期的变化最为敏感，2010 年后，随着宏观环境整体不确定性的加强，利空占比有逐年增长的趋势；这与周期性行业多分布于该板块相符。中小板企业和创业板企业虽在这段期间内具有较大的投资风险，但业绩预告却仍以利好消息为主。一方面这可能得益于一些企业所处周期尚处成长期；另一方面也应警惕中小企业高估自身经营状况或有意调高公众预期的可能。

从行业内部业绩预告类型的分布来看，行业整体波动与宏观经济波动相一致：在宏观经济上行时期（包括复苏和过热两个阶段），大部分行业业绩同步上升；在宏观经济回落时期（包括滞胀和衰退两个阶段），行业总体的表现也不容乐观。本报告依旧 CPI 和宏观经济景气一致预期指数将 2006 年至今的经济周期粗略



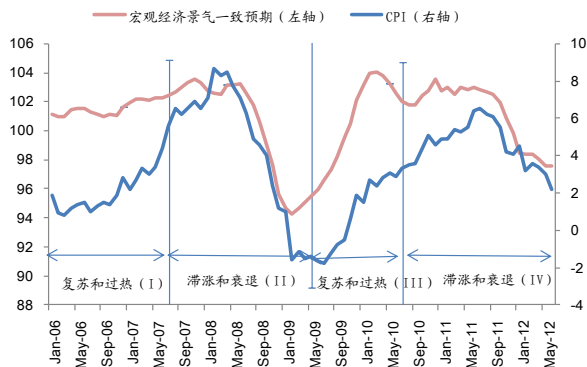
划分为 4 个阶段，共两个周期。统计结果显示，按照一级行业分类，利好消息占比超过 60% 的行业个数随宏观经济上行而增加，随其回落而减少。

图 5：各年度利好和利空预告数占比



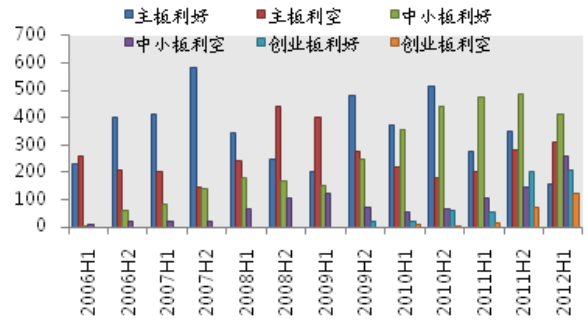
资料来源：Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

图 7：宏观经济周期划分



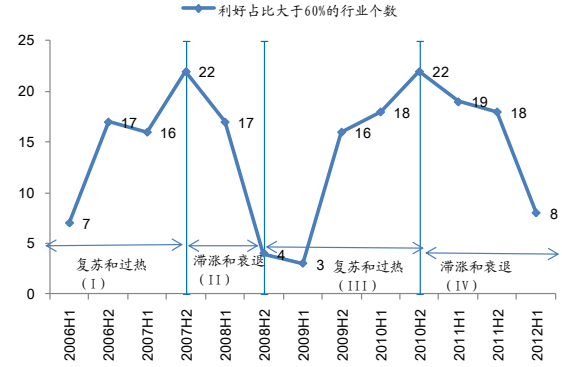
资料来源：Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

图 6：各板块利空和利好预告数



资料来源：Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

图 8：利好占比大于 60% 的行业数目



资料来源：Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

表 4：各年度行业利好消息占比分布

	06H1	06H2	07H1	07H2	08H1	08H2	09H1	09H2	10H1	10H2	11H1	11H2	12H1	I	II	III	IV
食品饮料	0.67	0.72	0.82	0.87	0.74	0.67	0.64	0.80	0.81	0.92	0.87	0.77	0.47	0.69	0.53	0.78	0.75
信息设备	0.38	0.85	0.70	0.75	0.56	0.33	0.13	0.63	0.71	0.82	0.75	0.65	0.44	0.62	0.62	0.70	0.75
商业贸易	0.63	0.70	0.74	0.92	0.68	0.41	0.58	0.79	0.82	0.81	0.81	0.78	0.59	0.76	0.54	0.77	0.74
医药生物	0.43	0.67	0.58	0.77	0.65	0.51	0.52	0.72	0.71	0.78	0.71	0.68	0.51	0.64	0.70	0.75	0.73
金融服务	0.45	0.67	0.52	0.76	0.76	0.40	0.34	0.67	0.51	0.73	0.65	0.67	0.60	0.77	0.53	0.65	0.73
餐饮旅游	0.56	0.65	0.80	0.86	0.60	0.32	0.35	0.54	0.65	0.74	0.73	0.61	0.45	0.56	0.13	0.55	0.71
家用电器	0.33	0.71	0.78	0.88	0.71	0.44	0.24	0.49	0.91	0.97	0.73	0.70	0.60	0.65	0.63	0.79	0.70
纺织服务	0.43	0.53	0.75	0.80	0.85	0.47	0.61	0.83	0.82	0.85	0.72	0.74	0.63	0.67	0.37	0.74	0.70
建筑建材	0.43	0.58	0.68	0.75	0.72	0.69	0.56	0.80	0.78	0.78	0.77	0.74	0.70	0.74	0.71	0.80	0.69
交通运输	0.68	0.67	0.56	0.81	0.64	0.60	0.43	0.69	0.63	0.89	0.75	0.79	0.70	0.77	0.59	0.67	0.68
机械设备	0.58	0.71	0.82	0.86	0.72	0.51	0.46	0.75	0.78	0.79	0.77	0.69	0.54	0.77	0.61	0.72	0.65
农林牧渔	0.62	0.70	0.68	0.81	0.22	0.16	0.56	0.79	0.52	0.69	0.33	0.51	0.51	0.65	0.55	0.58	0.64
信息服务	0.31	0.46	0.82	0.94	0.87	0.74	0.22	0.52	0.68	0.69	0.59	0.76	0.38	0.63	0.58	0.69	0.62
有色金属	0.70	0.70	0.59	0.75	0.72	0.39	0.31	0.59	0.86	0.91	0.73	0.64	0.50	0.75	0.42	0.59	0.62

电子	0.60	0.46	0.29	0.83	0.13	0.14	0.36	0.59	0.47	0.75	0.73	0.76	0.65	0.68	0.54	0.71	0.61
采掘	0.07	0.63	0.49	0.81	0.63	0.51	0.41	0.71	0.59	0.67	0.50	0.66	0.42	0.61	0.81	0.53	0.60
轻工制造	0.50	0.73	0.81	0.90	0.78	0.32	0.11	0.79	0.70	0.79	0.89	0.67	0.67	0.70	0.49	0.70	0.59
化工	0.54	0.55	0.76	0.84	0.64	0.36	0.38	0.65	0.88	0.84	0.70	0.58	0.50	0.74	0.45	0.58	0.59
交运设备	0.67	0.73	0.63	0.72	0.59	0.47	0.75	0.77	0.68	0.86	0.82	0.74	0.68	0.79	0.53	0.76	0.55
房地产	0.36	0.70	0.81	0.92	0.70	0.42	0.34	0.78	0.89	0.91	0.73	0.55	0.42	0.59	0.57	0.60	0.54
公用事业	0.39	0.54	0.52	0.57	0.29	0.35	0.32	0.56	0.33	0.46	0.26	0.59	0.33	0.67	0.19	0.65	0.47
综合	0.18	0.90	0.95	0.88	0.85	0.14	0.00	0.39	0.90	0.88	0.63	0.31	0.14	0.47	0.33	0.44	0.40
黑色金属	0.20	0.78	0.64	0.70	0.38	0.36	0.48	0.71	0.75	0.93	0.80	0.76	0.57	0.79	0.41	0.53	0.29

资料来源：Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

注：红色标红为利好占比最多的前 3 个（或前 5 个）行业，后四列（I,II,III,IV）分别对应于图 8 中划分出的 4 个经济周期所处阶段。

## 事件驱动效应分析

### 事件定义

本报告关注事件为：上市公司定期公布半年报和年报的业绩预告。研究对象包括 A 股所有上市公司，样本时间从 2006 年开始至 2012 年 7 月 31 日，涵盖 6 个年报和 7 个半年报。

事件窗口选取[-10,90]，事件发生日之前的 10 日表现用于考察是否存在消息的泄露或股票市场的提前反应；事件发生日之后的 90 日用于检验事件效应的动态变化，时间跨度大致为业绩预告与正式公告日之间的平均时长。估计窗口为[-210,-11]，共 200 日，用于估计股票正常收益模型中的贝塔系数。

### 模型构建

本报告选取市场模型作为正常收益率计算模型，并在此基础上计算出单日常异常收益率（AR）和多日累计异常收益率（CAR）。即根据估计窗口中的数据对如下模型进行估计：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it}$$

之后根据估计参数 $\alpha_i$ 和 $\beta_i$ 计算事件窗口中的第 $t$ 日的异常收益率和 $[T_1, T_2]$ 间的累计超额收益率，如下：

$$AR_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt}$$

$$CAR_{i,[T_1, T_2]} = \sum_{t=T_1}^{t=T_2} AR_{it}$$

由于不同市场环境以及股票自身的特点等都会影响投资者对事件的反应、投资时长的偏好等，因此可以此为切入点异常收益率进行更为深入的分析，以为后期的投资策略的构建寻找更有利的思路。

### 业绩预告事件效应

统计单日常异常收益率和累计收益率的分布情况（只选取预增、扭亏、预减、首亏和续亏五种类型，其他类型的“性质”相对不具代表性）：

1、事件日的异常收益率显著，事件效应随时间推移有所减弱。利好的预告公布



（预增、扭亏）当日基本都会刺激股价有正的超额收益率；而对于公布负面消息（预减、首亏和续亏）的公司，股价则也会在当日迅速下跌。

从两类消息对超额收益率影响的绝对值来看，投资者对负面消息的反应更为强烈：平均而言，预增和扭亏预告可分别引起 1.10%、0.57% 的正超额收益率，而预减、首亏和续亏的披露则会造成 -1.87%、-1.71% 和 -1.45% 的负超额收益率。后者在绝对量上明显高于前者。

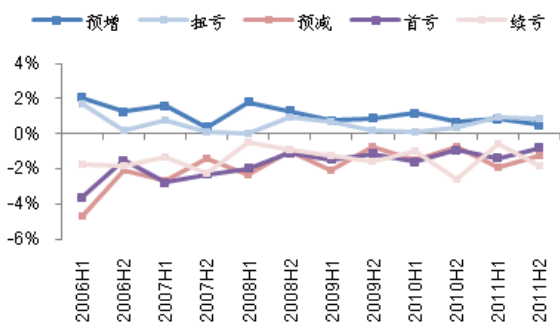
事件效应的减弱趋势有所显现，有两种可能的原因：一是因为市场行情的影响因素趋于复杂，业绩预告事件的影响有所减弱；二是投资者对该事件效应学习能力的提升，投资者之间的相互作用最终将削弱该事件对股价的影响。但总的来说，该效应仍旧较为显著。

**2、事件前、后利好消息和利空消息的反应有所差异，利空消息事后具有显著的反弹效应。**对于利好消息（预增、扭亏），异常收益率在事件发生日前一天已有显现（为正），事件发生日后的 1-3 天内会出现微弱的反转（为负），但之后仍将继续维持正的超额收益率，可能原因是基本面对股价的支持吸引了越来越多的投资者进入。对于利空消息（预减、首亏、续亏），负异常收益率的释放集中于事件发生当日，事前几乎没有反应，但从事后第二天起股价将出现适度反弹，股价的超跌反弹是一种可能的解释。

从投资时长来看，5 种类型都适宜选择 20-30 日，在这之后随着时间推移、正式公告的披露等，投资者对预告信息的消化已基本完成，前期事件驱动效应将逐步殆尽；另外新投资者进入的减少及原有的短线投资者的退出都使股价出现明显的回调。

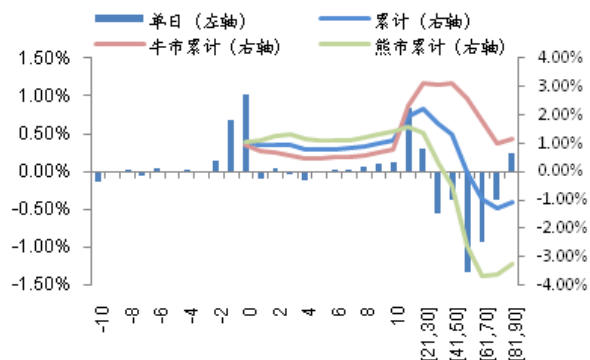
值得注意的是，相比其他 4 类报告，预增类型的 1 日效应最为突出，但在事件日之后的 10 日之内基本不再积累正的超额收益，且 30 日累计超额收益仅有 2.23%，低于同样属利好消息的扭亏（3.58%）。三种利空类型的股票经过事件日即时的消息消化后，之后反弹所积累的 30 日超额收益可分别达：预减 4.67%，首亏 6.06% 和续亏 2.89%（因只考虑利空消息的“反弹”效应，故其累计异常收益率都从事件日后的第二天起开始计算）。考虑到续亏的累计超额收益率较低，且其连续多期的净利润都为负值，长期投资的风险较高，因此在后面构造投资策略时暂不考虑该类型。

图 9: 事件日超额收益率



资料来源: Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

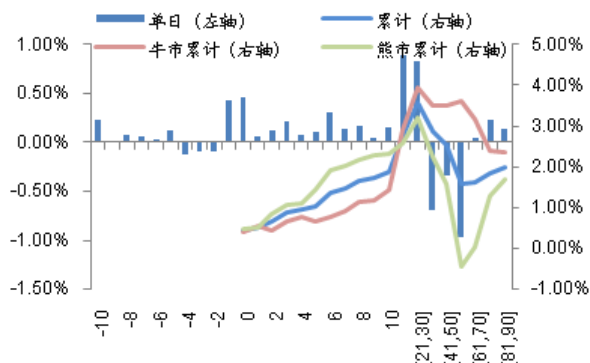
图 10: 预增类型的超额收益率



资料来源: Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

\* 注: 累计收益率由 T=0 开始计算

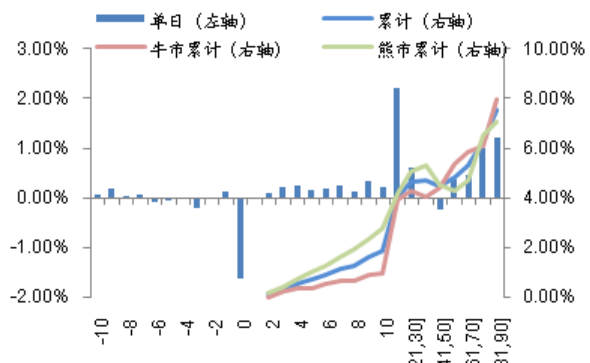
图 11: 扭亏类型的超额收益率



资料来源: Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

\* 注: 累计收益率由 T=0 开始计算

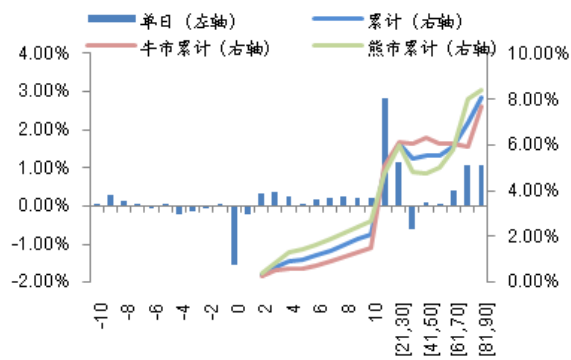
图 12: 预减类型的超额收益率



资料来源: Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

\* 注: 累计收益率由 T=2 开始计算

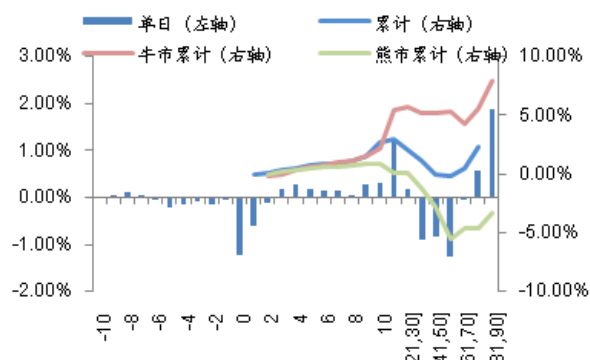
图 13: 首亏类型的超额收益率



资料来源: Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

\* 注: 累计收益率由 T=2 开始计算

图 14: 续亏类型的超额收益率



资料来源: Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

\* 注: 累计收益率由 T=2 开始计算

## 市场环境对事件效应的影响

考虑这五种类型股票组合在牛市和熊市（划分方法与上文一致）的超额收益率变化情况可以发现:

表 5：各类型各市场环境事件日后累积超额收益

		[0]	[0,10]	[0,20]	[0,30]	[0,40]	[0,50]	[0,60]	[0,70]	[0,80]	[0,90]
预增	牛市	0.96%	0.78%	2.31%	3.12%	3.05%	3.10%	2.56%	1.76%	1.01%	1.13%
	熊市	1.07%	1.41%	1.56%	1.34%	0.32%	-0.49%	-2.60%	-3.66%	-3.63%	-3.25%
扭亏	牛市	0.42%	1.42%	2.92%	3.96%	3.51%	3.50%	3.60%	3.18%	2.39%	2.35%
	熊市	0.49%	2.31%	2.58%	3.20%	2.25%	1.57%	-0.45%	0.05%	1.30%	1.70%
		[2]	[2,10]	[2,20]	[2,30]	[2,40]	[2,50]	[2,60]	[2,70]	[2,80]	[2,90]
预减	牛市	0.02%	0.94%	3.95%	4.30%	4.04%	4.39%	5.35%	5.87%	6.10%	7.97%
	熊市	0.16%	2.76%	4.19%	5.04%	5.32%	4.51%	4.30%	4.71%	6.50%	7.07%
首亏	牛市	0.24%	1.53%	5.08%	6.15%	6.05%	6.30%	6.08%	6.06%	5.96%	7.68%
	熊市	0.40%	2.66%	4.74%	5.98%	4.82%	4.74%	5.02%	5.81%	8.03%	8.43%

数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：红色表明的为 T 检验正显著，蓝色标明的为 T 检验负显著。

**1、在事件日，“逆市场”消息的影响较为突出。**利好和利空消息的影响程度在不同市场环境下有所差异，利好消息（预增、扭亏）在熊市中的反应比在牛市中的略强。预增在牛市中的平均超额收益率为 0.96%，熊市为 1.07%；扭亏在牛市为 0.42%，熊市为 0.49%。相反，利空消息（预减、首亏）在牛市较为敏感：预减预告在牛市引起-1.88%的超额收益率，在熊市为-1.40%；首亏牛市为-1.83%，在熊市中为-1.26%。另外，最突出的差异出现在续亏类型，其熊市时仅积累-0.86%的超额收益率，但牛市却有-1.62%，几乎是熊市的两倍水平。

总的来说，事件当日“逆市场”消息的影响较为突出。当市场环境较好时，利好消息的公布对股价的影响相对有限，而利空消息的“背道而行”则市场对其反应较为敏感和强烈；相反，在市场整体环境较为悲观时，企业仍能保持增长势头的消息必然为股价打下“强心剂”，股价增势明显，而利空消息则大多属预期之内，影响相对减弱。

**2、事件日后的较短时间（1-10 日）内，熊市中正超额收益率的积累强度更为明显。**利好消息（预增和扭亏）股价正超额收益率继续积累，特别地，具有“质变”性质的扭亏公司在连续 10 日内的单日平均超额收益率都为正值。这一效应在熊市中因有“逆境逢生”的价值而更加得到放大。利空消息（预减、首亏）的股价正超额收益率的积累则主要依赖“反弹”效应，即事件日后的超跌反弹。投资者聚集在低位买入将迫使股价有所回升，并最终抵消事件日当天过度反应的效果。尽管这类股票在牛市中的当日事件驱动效应更大，跌幅更为明显，但因为熊市中投资者们更容易“抢反弹”，因此熊市股价的反弹力度是高于牛市的。

**3、事件日后的较长时间（11-90 日）内，股价在牛市中的表现相比在熊市时具有更好的“助涨抗跌”特性。**在 30 日以内，无论是源于利好消息“动量”效应或是利空消息“反弹”效应的正超额收益率的积累幅度在牛市中都显著强于熊市。在积极的市场环境中，投资者的乐观情绪及持股时长的适度延伸是这段时间内“助涨”的主要支撑。从 30 日开始至 70 日间，利好消息和利空消息的公司股价均有所回落。尽管如此，这四种类型股价在牛市下中的下调幅度均较小：从平均累计超额收益率来看，预增在牛市累为-1.36%，熊市的-5.00%，扭亏在牛市为-0.78%，熊市的-3.15%；利空消息，首亏在牛市为-0.08%，熊市为-0.17%，

续亏在牛市为-1.42%，熊市为-4.66%。值得注意的是，预减类型的股价仅有在熊市中出现了略微回落，累计超额收益率为-0.33%，但在牛市中仍延续了前期的正超额收益率（1.57%）。考虑到公司盈利虽预期减少但仍实现了两期正的净利润，相比其他两类利空消息，其“反弹”效应能维系较长时间，在市场行情较好时股价较不容易回落。70日-90日期间，新一轮正超额收益率的积累又重新显现。有可能的驱动力来自正式公告的发布带来了新事件驱动的效应。总体来说，无论牛熊市从事件发生直到事件后第30日，利好消息和利空消息累积超额收益明显。

### 事件前股价对事件效应的影响

利好公告对应的股票在事件日前一天（ $T=-1$ ）就有大动静，正超额收益率在一夜间大幅增加：从公告日的前两天（ $T=-2$ ）到公告日当天，预增股票的单日超额收益率分别为0.14%、0.68%和1.01%；扭亏股票则从-0.01%扭转为0.43%和0.46%。这当中的原因可能是公告内容的提前泄露，或投资者提前获悉公告时间且因乐观预期而做出反应。暗示了利好事件本身的驱动效应和投资价值已有部分被事先反应的股价稀释了。与之不同的，利空股票的超额收益率在事件日之前并未出现异常变动，在 $T=-1$ 时预减、首亏和续亏的超额收益率几乎为零，分别为0.13%、0.04%和-0.06%。我们认为，公司对负面消息的保密更为谨慎是一个因素，但决定性因素还在于市场上对这些公司业绩的预期并未出现“一边倒”的态势，部分股票因投资者过分乐观的预期而高估，另一部分股价则可能被有意压低。这意味着，事件日之后将会有一些股票因前期的超预期而出现明显反弹或回落，利空事件对股价的影响将与公告之前的股价表现相关。

基于以上逻辑，我们提出如下假设：

- (1) 对于利好消息，在公告发布前尚未出现明显正超额收益率积累的股票在事件日之后，股价将有较大的上涨空间。
- (2) 对于利空消息，在事件日之前存在超乐观预期的股票（以正超额收益率积累为标志），在公告发布之后的股价反弹力度将弱于事先价格因正确预期或过低预期而走低的股票（以负超额收益率积累为标志）。

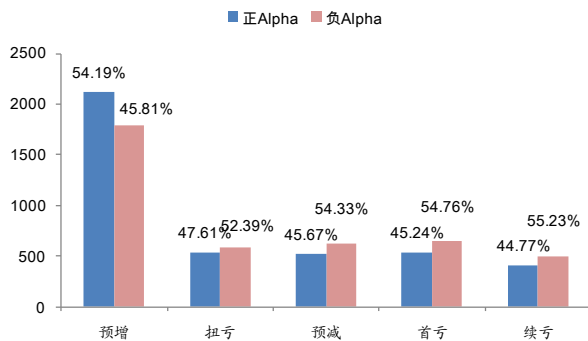
根据事件日之前的5日（ $[-5,-1]$ ）累计超额收益率为标准，将所有其值大于、等于零的股票汇总为“正 Alpha”组合，其值小于零的则一起构成“负 Alpha”组合。各种类型中两个组合分别的股票构成数目相差不大，统计结果不易因样本量发生大的偏差。根据对组合超额收益率的统计分析，我们可以得到如下结果：

公告日当天超额收益率的变化幅度与前文的假设一致：对于利好型股票，负 Alpha 组合的股价因前期对正面消息吸收有限而激发更多的正超额收益率；利空型股票中的正 Alpha 组合则因事前的预期偏差而使超额收益率更快地急转直下。纵向来看，预增类型的正 Alpha 组合在 $T=-1$ 时的平均超额收益率就有1.79%，但事件当日仅有0.77%；反之，负 Alpha 组合的超额收益率却从公告前一日的-0.60%上升至1.28%。横向比较，就公告日当天的超额收益率，负 Alpha 组合的1.28%也高于正 Alpha 组合的0.77%。扭亏类型也具有类似的特征：正 Alpha 组合的日超额收益率从 $T=-1$ 时的1.64%减小为公告日的0.11%；负 Alpha 组合则从-0.62%扭转为0.75%。

对于负面消息，前期股价水平对公告日超额收益率的影响也有所显现：公告当

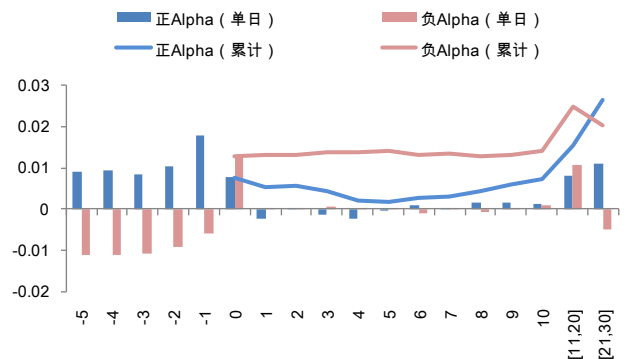
日,预减和续亏两类正 Alpha 组合负超额收益率的绝对值都大于负 Alpha 组合:预减正 Alpha 为-1.80%,负 Alpha 为-1.46%;续亏正 Alpha 为-1.35%,负 Alpha 为-1.25%;唯一与我们假设相悖的是首亏类型,其正 Alpha 组合的日超额收益率为-1.49%,而负 Alpha 则有-1.68%。但正 Alpha 组合从 T=-1 至 T=0 日下降了 1.23%,而负 Alpha 组合仅下降 0.08%,前者较快的日超额收益率“蒸发”仍符合我们的推断。

图 15: 各类型正 Alpha 和负 Alpha 组合股票构成



资料来源: Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

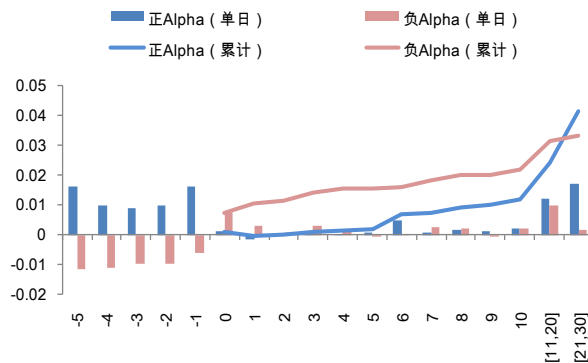
图 16: 预增类型的正 Alpha、负 Alpha 组合的超额收益率



资料来源: Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

\* 注: 累计收益率由 T=0 开始计算

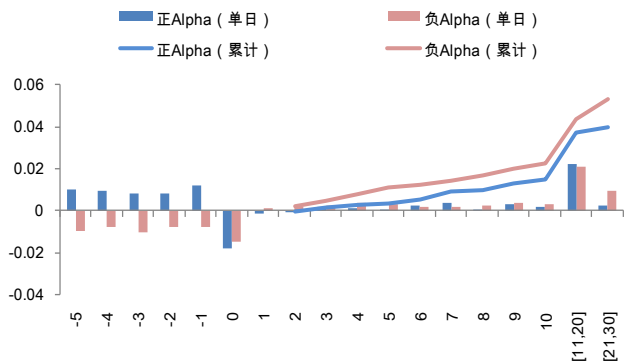
图 17: 扭亏类型的正 Alpha、负 Alpha 组合的超额收益率



资料来源: Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

\*注: 累计收益率由 T=0 开始

图 18: 预减类型的正 Alpha、负 Alpha 组合的超额收益率

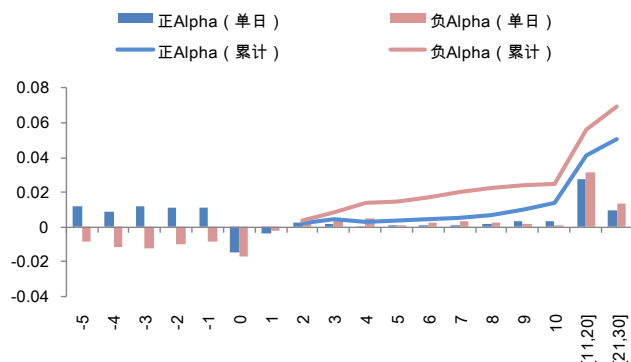


资料来源: Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

\*注: 累计收益率由 T=2 开始

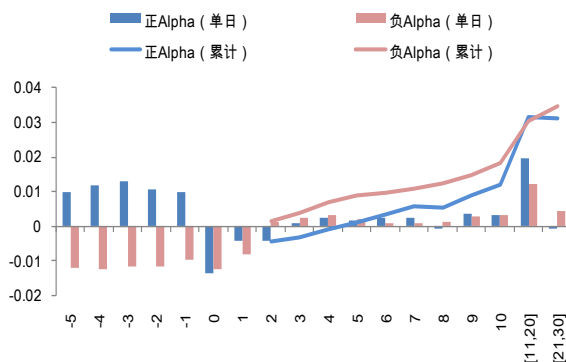


图 19: 首亏类型的正 Alpha、负 Alpha 组合的超额收益率



资料来源: Wind 资讯、国信证券经济研究所整理  
 注: 累计收益率由 T=2 开始计算

图 20: 续亏类型的正 Alpha、负 Alpha 组合的超额收益率



资料来源: Wind 资讯、国信证券经济研究所整理  
 \* 注: 累计收益率由 T=2 开始计算

事件日后的较短时间(1-10日)内,利好消息的负 Alpha 组合因事前反应不足或反方向反应利好因素而表现更优,利空消息的负 Alpha 组合股价也因事前下跌较多(反应过度)而具有更大的反弹空间。预增在[1,10]之间仅积累 0.09%的正超额收益,低于事件日的 1.01%。预增正 Alpha 因在公告日后的前 5 日股价出现下调而使累计收益率出现负值-0.03%;预增负 Alpha 却最终能仍实现 0.14%的正累计超额收益。扭亏类型股票在这段时间内价格的回落调整只出现在正 Alpha 组合的事后第一日内,因此 10 日的累计收益率高达 1.41%,其中正 Alpha 组合贡献了 1.08%,负 Alpha 组合为 1.44%。

对于利空型股票,股价的超跌反弹基本出现在公告日后的 1 至 3 天;相比而言,负 Alpha 组合的“反弹”出现得相对早且强劲。预减负 Alpha 组合在 T=1 日就开始反弹,10 日共积累 2.41%正累计超额收益,已能抵消事件日当天的-1.46%;正 Alpha 组合的反弹来得较迟,从 T=2 日始,并至 T=10 日才实现 1.53%的正超额收益率,且尚不足以抵消事件日的-1.83%。类似的,续亏负 Alpha 组合的反弹时间也比正 Alpha 提前一天,且前者负 Alpha 组合积累的正超额收益率 1.83%高于正 Alpha 组合的 1.65%。对于首亏类型,两个组合的反弹时间一致,都为 T=2;但反弹力度差异颇大:负 Alpha 在[2,10]内的累计超额收益率为 2.51%,正 Alpha 的为 1.38%。总的来说,两个组合反弹始点大致为事后两日,差异并不明显;负 Alpha 组合明显好于正 Alpha 组合。

从公告日后的 11 日至 30 日,五种类型无论是正 Alpha 或是负 Alpha 组合都仍继续积累正超额收益,二者变化基本同步,幅度差异有所缩小。除预增负 Alpha 在[21,30]日的累计收益率为负值外,其他类型组合的 10 日累计收益(包括[11,20], [21,30]两段)都为正。两类组合在[11,30]这 20 天内的累计收益率差异除扭亏有 1.73%差异外(正 Alpha 2.95%, 负 Alpha 1.12%),其余都在 1.5%以内,平均每日差异不足 0.07%。鉴于无论是利好消息负 Alpha 组合未释放股价的集中释放,或是利空消息负 Alpha 组合超跌反弹的潜力,都应在事件日后的较短时间内实现,不会长时间维持。但总的来说,此区间两类组合仍累积正超额收益。

综上所述,利好消息的负 Alpha 组合(利好消息事前未被稀释)从事件日开始一直持续到公告日后 30 日仍有投资价值;而利空消息则从事件日后 T=1 日开始到 T=30,负 Alpha 组合(利空消息事前已有一定消化)的超跌反弹效应相对明显,值得关注。



## 业绩预告事件驱动投资策略

### 交易策略构造

交易规则主要考虑业绩预告公布（事件触发）后股票持有时间、股票池大小、投资机会利用、资金使用和调仓频率对收益率影响，遵循原则：根据前期统计和测算，利好消息和利空消息的**负 Alpha 组合**均有一定的投资价值。通过控制股票池的规模、资金分配和调仓法则来减少交易费用，并获取较高的收益。在平等对待各事件触发的同时，也适度保证股票的投资时长。基于的逻辑是前期累计收益率高的股票在后期继续增长的动力较弱。策略做法：

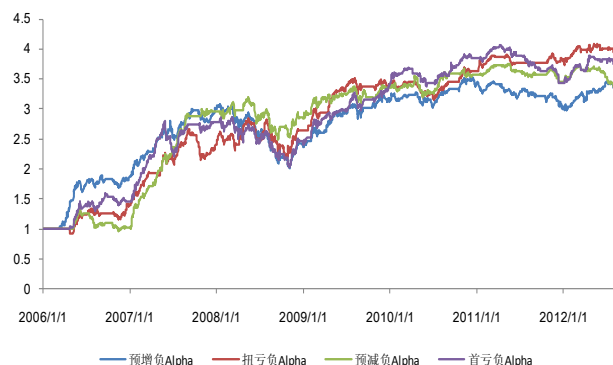
- (1) **事件类型**：预增负 Alpha、扭亏负 Alpha、预减负 Alpha 和首亏负 Alpha
- (2) **负 Alpha 临界值**：-3%，即买入事件日之前的 5 日（[-5,-1]）累积 Alpha 小于 -3% 的股票
- (3) **股票池设置**：最多容纳 100 只股票
- (4) **持有时间**：最多为 30 个交易日
- (5) **买入卖出时点设置**：  
利好消息（预增和扭亏）的股票在公告日（ $T=0$ ）以收盘价买入，预减和首亏在公告日后的 1 天（ $T=1$ ）以收盘价买入；  
股票持有满 30 个交易日卖出；  
股票池达到最大容量（100 只）时，若还有新事件触发，则按投资时长和买入起的累积收益率由高到低排序，优先卖出排名靠前的股票并买入新股
- (6) **仓位设置**：每只股票的初始金额都为  $M/N$ （ $M$  为闲置资金， $N$  为闲置仓位）购入后不再对其调仓
- (7) **交易费用**：双边 0.5%
- (8) **测试时间**：2006/1/1-2012/7/31
- (9) **基准指数**：沪深 300 指数

注：经测算负 Alpha 临界值取 -3%（事件前 5 日累积 Alpha 小于 -3%），既能进一步发挥利好和利空消息负 Alpha 组合优势，又能保证各类型事件的样本量数目。

### 策略绩效评估

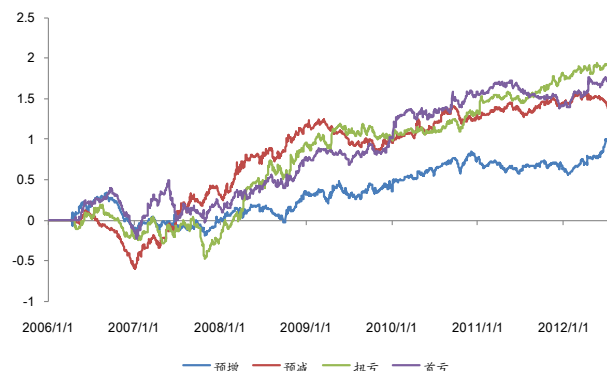
针对四种业绩预告类型，分别构建预增负 Alpha 策略、扭亏负 Alpha 策略、预减负 Alpha 策略和首亏负 Alpha 策略（[-5,-1]内累计收益率小于 -3%），并各类型负 Alpha 组合等权配置构造综合负 Alpha 策略。

图 21: 各策略净值走势



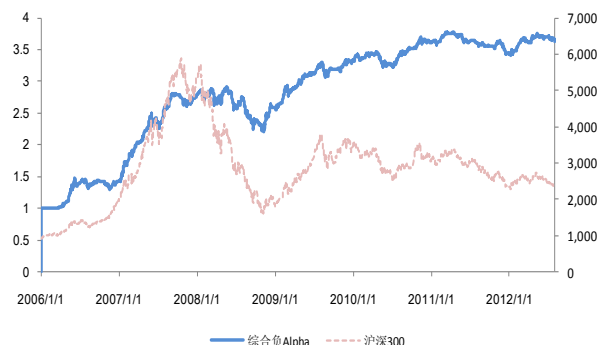
资料来源: Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

图 22: 各策略累计超额收益走势



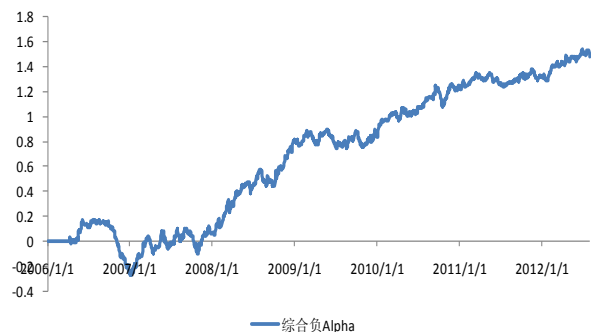
资料来源: Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

图 23: 综合负 Alpha 策略净值走势



资料来源: Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

图 24: 综合负 Alpha 策略累计超额收益走势



资料来源: Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

表 6: 各策略绩效

	预增负 Alpha	扭亏负 Alpha 策略	预减负 Alpha	首亏负 Alpha	综合负 Alpha
累计超额收益	95.79%	133.78%	189.90%	172.38%	147.96%
年化超额收益	15.71%	22.08%	31.24%	28.45%	24.27%
年化信息比率	0.60	0.61	0.80	0.75	0.99
胜率	64.58%	66.39%	70.89%	65.25%	66.78%

资料来源: 国信证券经济研究所整理

策略收益方面,各类型负 Alpha 策略中,预减负 Alpha 策略年化超额收益最高,达 31.24%,年化信息比率为 0.80,并且胜率达到 70.89%。可能的解释是,预减预告类型,其上一期和本期的净利润均为正,再加上事件前反应过度(负 Alpha 组合),所以事件日后超跌反弹的可能性及力度可能较大。预增负 Alpha 策略收益相对较弱的可能性解释是预增负 Alpha 样本量数目相对较大,集中公告月份的(1月、4月、7月和10月)满仓,造成部分股票不得不提前卖出,而影响其收益。总体来说,各单一策略的胜率均在 50%以上。综合负 Alpha 策略综合了各单一策略,年化超额收益 24.27%,信息比率 0.99。

策略的稳定性方面,06年7月开始至07年10月的大牛市环境中,刚建仓其触发次数较少,所有的单一策略及综合策略都有一段时期相对弱于大盘,累计超额收益曲线出现一段明显回撤,但随后累计收益率走势平稳向上。净值走势:

各策略在 08 年大熊市中，均出现最大回撤（15%左右），但累计超额收益在这段区间走势平稳，可以战胜大盘。

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



### 国信证券经济研究所团队成员

<b>宏观</b>			<b>固定收益</b>			<b>策略</b>		
周炳林	0755-82130638		赵婧	021-60875168		黄学军	021-60933142	
崔嵘	021-60933159					林丽梅	021-60933157	
张嫒	0755-82133259					技术分析		
李智能	0755-22940456					闫莉	010-88005316	
沈瑞	0755-82132998-3171							
<b>交通运输</b>			<b>机械</b>			<b>商业贸易</b>		
郑武	0755-82130422		郑武	0755-82130422		孙菲菲	0755-82130722	
陈建生	0755-82133766		陈玲	021-60875162		常伟	0755-82131528	
岳鑫	0755-82130432		杨森	0755-82133343				
糜怀清	021-60933167		后立尧	010-88005327				
<b>汽车及零配件</b>			<b>钢铁及新材料</b>			<b>房地产</b>		
左涛	021-60933164		郑东	010-66025270		区瑞明	0755-82130678	
			陈健	010-88005308		黄道立	0755-82133397	
						刘宏	0755-22940109	
<b>基础化工及石化</b>			<b>医药</b>			<b>计算机及电子</b>		
刘旭明	010-88005382		贺平鸽	0755-82133396		段迎晟	0755-82130761	
张栋梁	0755-82130532		丁丹	0755-82139908		高耀华	010-88005321	
吴琳琳	0755-82130833-1867		杜佐远	0755-82130473		欧阳仕华	0755-82151833	
朱振坤	010-88005317		胡博新	0755-82133263				
			刘勍	0755-82133400				
<b>传媒</b>			<b>有色金属</b>			<b>电力及公共事业</b>		
陈财茂	010-88005322		彭波	0755-82133909		谢达成	021-60933161	
刘明	010-88005319		徐张红	0755-22940289				
<b>非银行金融</b>			<b>轻工</b>			<b>建筑工程及建材</b>		
邵子钦	0755-82130468		李世新	0755-82130565		邱波	0755-82133390	
田良	0755-82130470		邵达	0755-82130706		刘萍	0755-82130678	
童成墩	0755-82130513					马彦	010-88005304	
<b>家电及通信</b>			<b>电力设备</b>			<b>食品饮料</b>		
王念春	0755-82130407		杨敬梅	021-60933160		黄茂	0755-82138922	
程成	0755-22940300					龙飞	0755-82133920	
<b>旅游</b>			<b>农业</b>			<b>电子</b>		
曾光	0755-82150809		杨天明	021-60875165		刘翔	021-60875160	
钟潇	0755-82132098		赵钦	021-60933163				
<b>新能源</b>			<b>基金评价与研究</b>			<b>金融工程</b>		
张弢	010-88005311		杨涛	0755-82133339		戴军	0755-82133129	
<b>银行</b>			康亢	010-66026337		林晓明	0755-82136165	
王婧			李腾	010-88005310		秦国文	0755-82133528	
<b>纺织服装及日化</b>			刘洋	0755-82150566		张璐楠	0755-82130833-1379	
朱元	021-60933162		潘小果	0755-82130843		周琦	0755-82133568	
			蔡乐祥	0755-82130833-1368		郑亚斌	021-60933150	
			钱晶	0755-82130833-1367		陈志岗	0755-82136165	
						马瑛清	0755-22940643	
						吴子昱	0755-22940607	



### 国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
甄艺	010-66020272 18611847166		刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn	
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn		崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn		颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
王耀宇	18601123617		李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn		赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
陈孜譞	18901140709		汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn		梁丹	15107552991	
			梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn				