



中信证券
CITIC SECURITIES

量化选股系列专题

事件驱动研究框架与轮动逻辑

中信证券研究部 金融工程及衍生品组

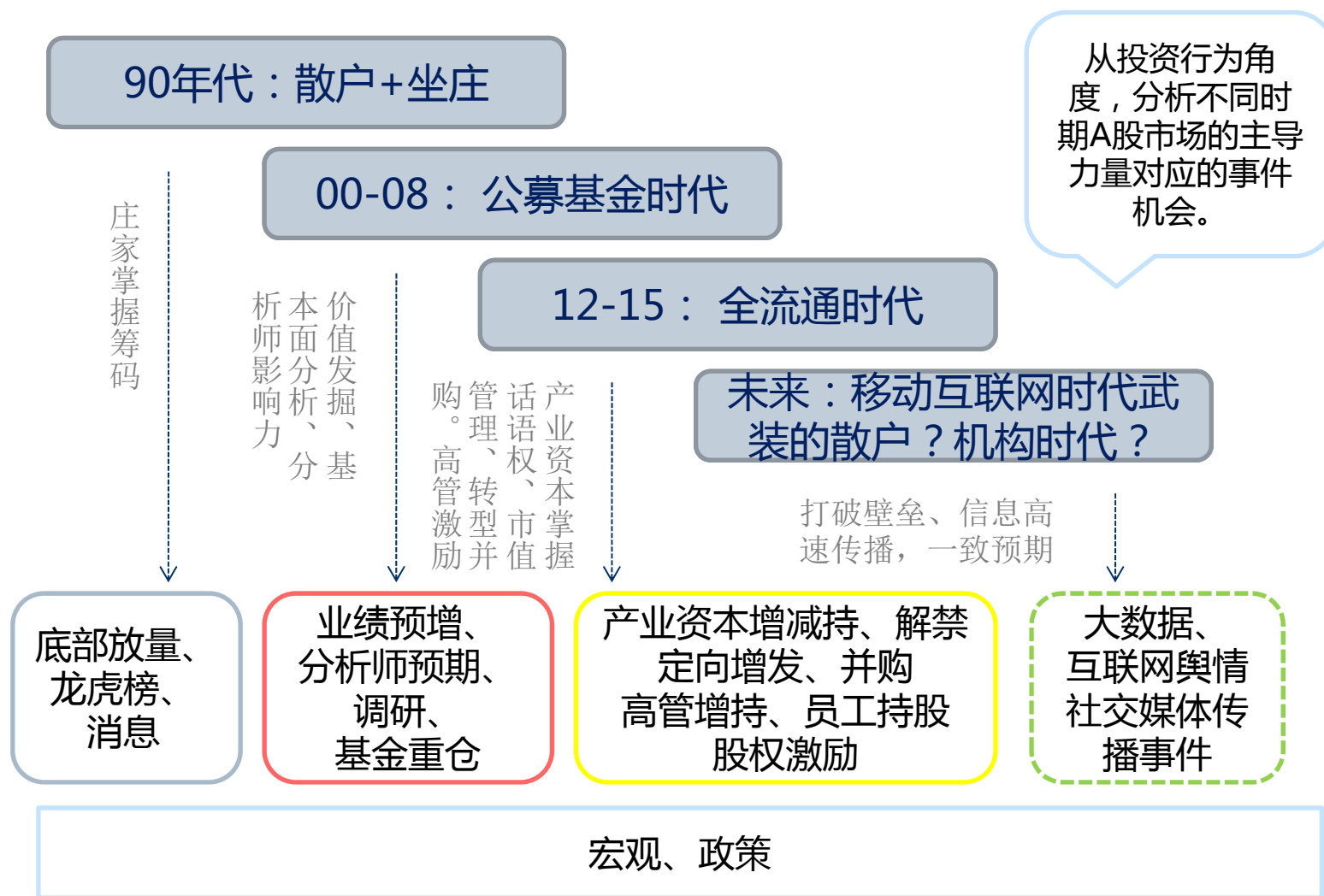
李祖苑

2016年11月

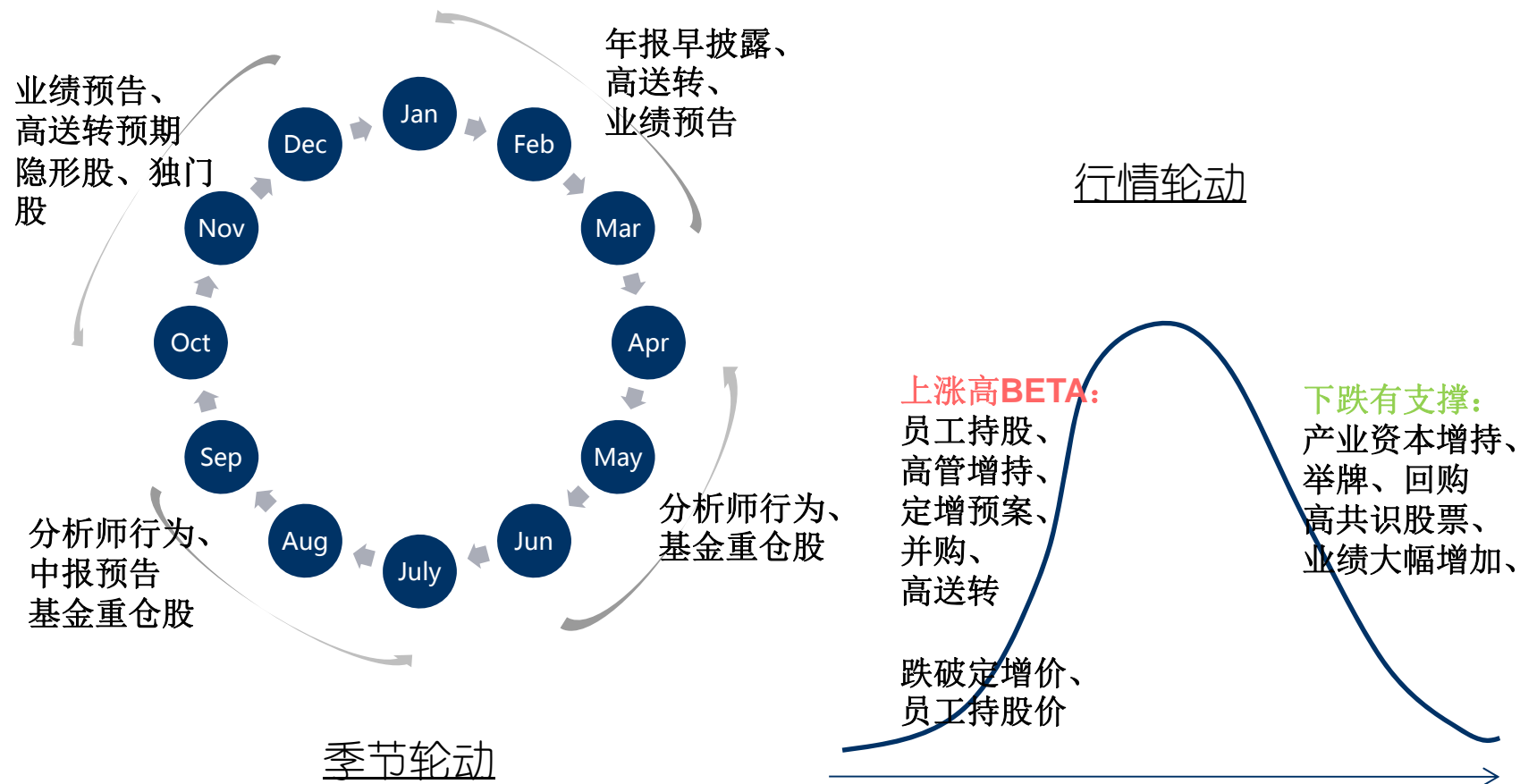
目录

- 一. 事件驱动研究框架
- 二. 产业资本
- 三. 员工激励
- 四. 公司业绩
- 五. 年报行情
- 六. 价值投资

1. 事件研究脉络、框架——不同市场主体下的事件研究



1. 事件研究脉络、框架——事件轮动



资料来源：中信证券研究部

1. 事件研究脉络、框架——事件轮动

不同市场行情下各事件策略收益(%)

区间	市场状态	中证500	沪深300	高管增持	公司增持	定向增发	定增破发_预案	定增破发_实施	业绩预增	员工持股_杠杆	员工持股_国企	股权激励	预期高派现
2007.1~2008.1	单边牛	218	176	77					121			230	188
2008.1~2008.11	单边熊	-72	-71	-53					-51			-68	-70
2008.11~2009.8	单边牛	166	133	168					112			173	151
2009.8~2010.11	震荡牛	35	-7	48	76	26			51			78	38
2010.11~2012.12	震荡熊	-49	-39	-29	-22	-42	-34		-6			-35	-39
2012.12~2014.6	震荡牛	35	0	69	64	90	53	56	63			107	14
2014.6~2015.6	单边牛	207	151	246	171	252	236	85	144	247		257	163
2015.6~2015.9	单边熊	-51	-41	-49	-35	-52	-55	-33	-12	-51	-49	-50	-35
2015.9~2015.12	反弹	36	19	63	62	56	80	67	34	68	39	64	28
2015.12~2016.2	单边熊	-31	-24	-30	-28	-35	-30	-22	-6	-30	-29	-32	-20
2016.3~2016.10	震荡牛	21	15	19	24	19	22	10	25	34	27	30	16

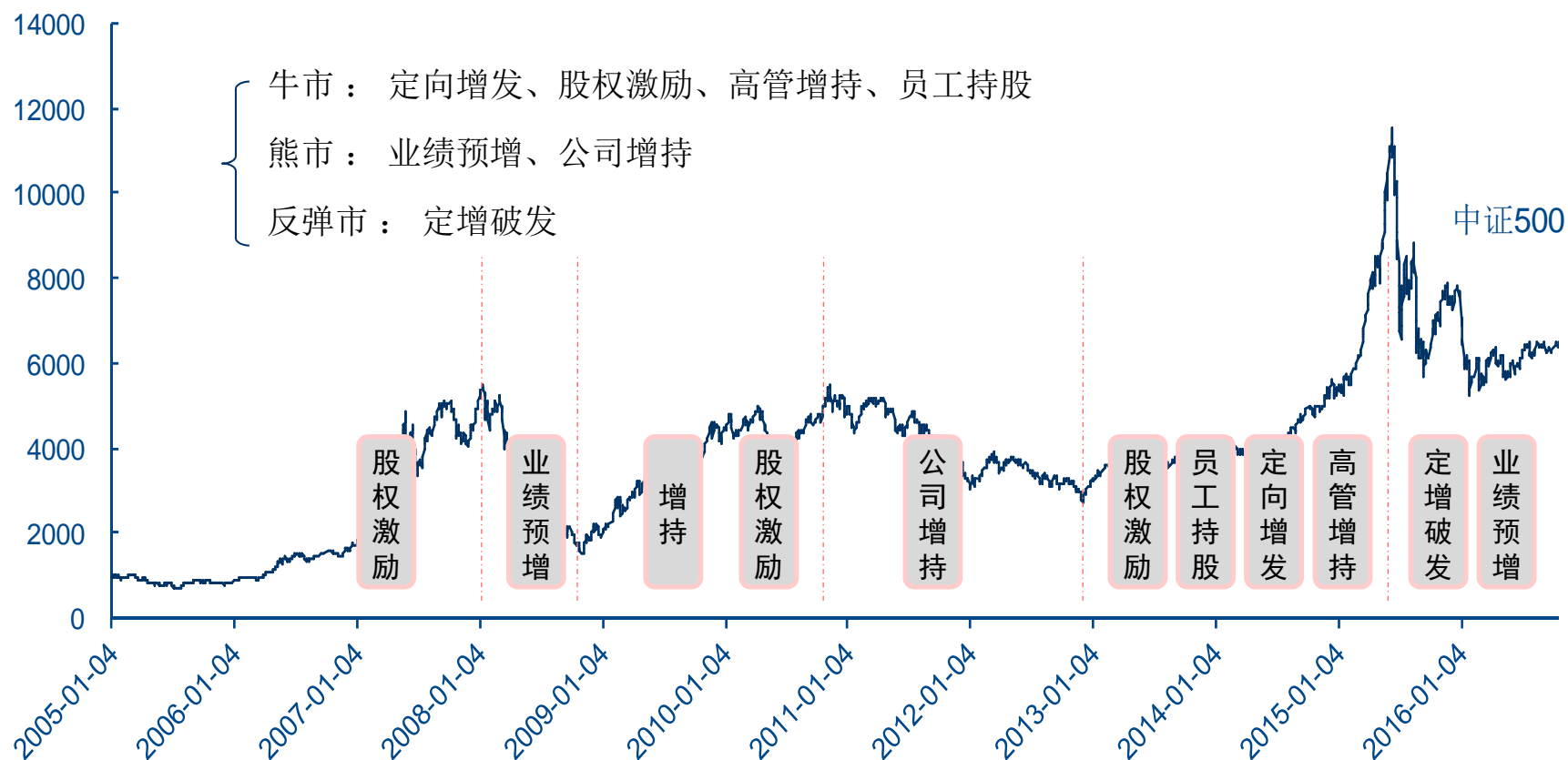
资料来源：中信证券量化投资分析系统

业绩预增策略为短线参与策略，每个预告窗口挑选业绩大幅超预期标的，最长持仓周期为40个交易日，有一定的空仓期，熊市相对收益较多。

员工持股策略样本较短，上表中员工持股_杠杆策略在2014.6~2015.6的收益实际为2014.9~2015.6收益。

1. 事件研究脉络、框架——事件轮动

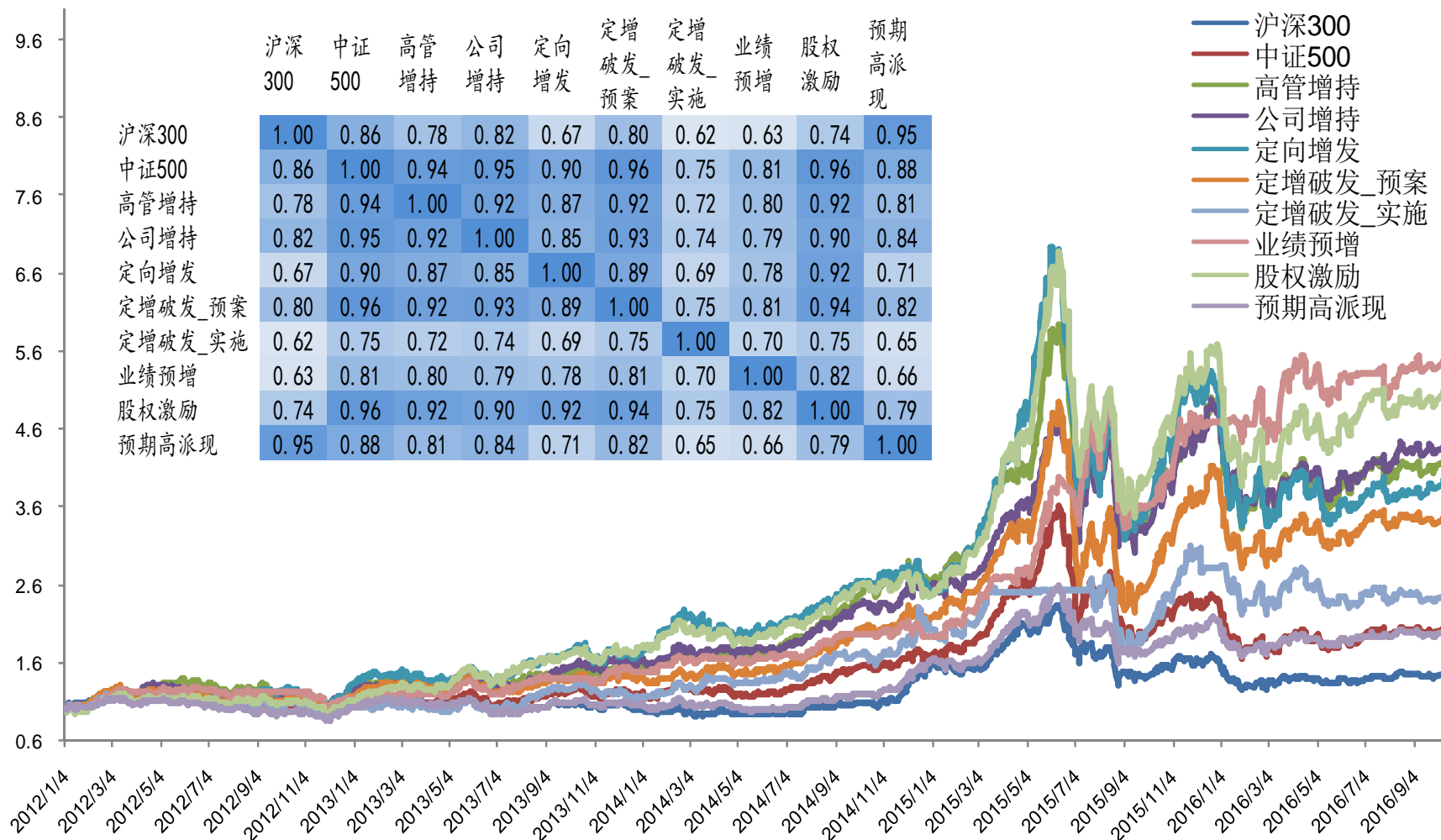
不同市场行情下适用策略



资料来源：中信证券研究部

1. 事件研究脉络、框架——事件收益

近5年各事件策略净值&相关矩阵



目录

一. 事件驱动研究框架

二. 产业资本

三. 员工激励

四. 公司业绩

五. 年报行情

六. 价值投资

二、产业资本

1. 高管、股东增持策略
2. 定向增发策略

2.1 高管、产业资本增减持——法规环境决定交易逻辑

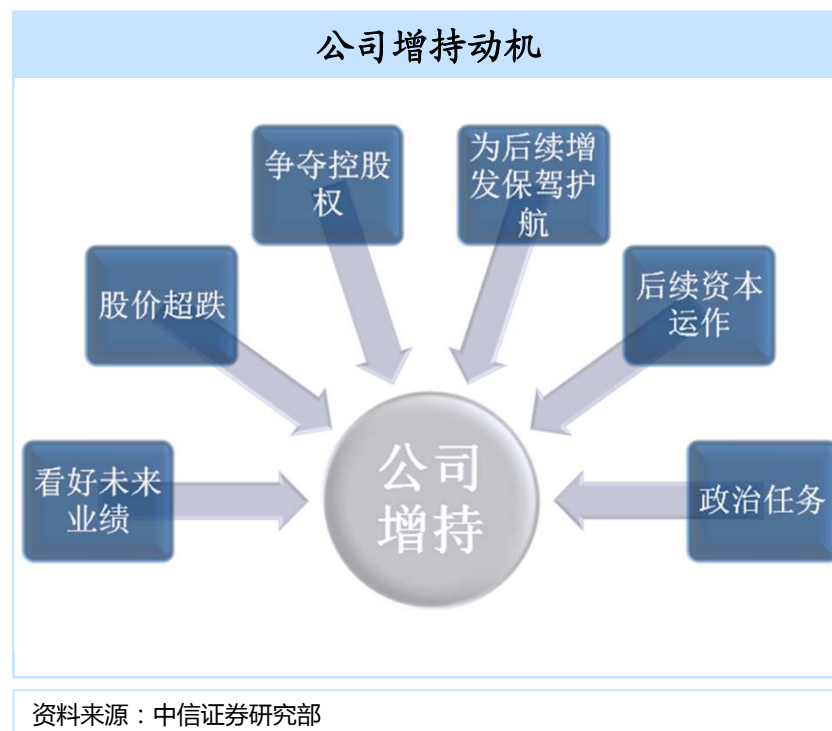
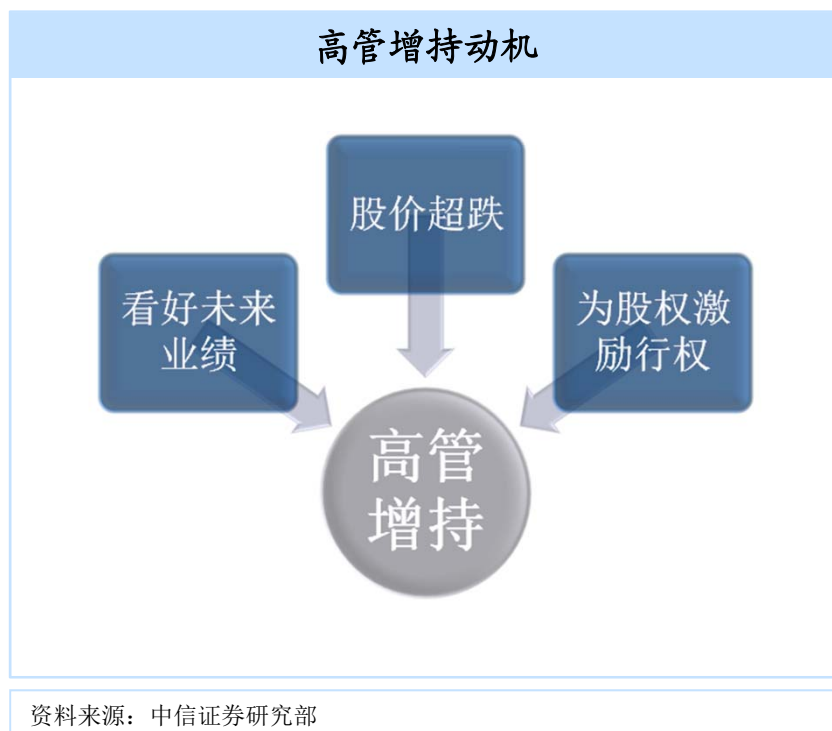
增持事件投资逻辑

信息及时性	及时披露	减持后降到5%以下	董、监、高 30%以上持股 50%以上持股 增持后达到5% 增持股本达到5%	自然人股东： 1. 增持金额体现诚意 2. 非董、监、高的增持 自然人为何许人
	无要求	0-5%持股股东 且非董、监、高	5%以上持股股东	公司类股东： 1. 持股占比背后的股东 地位及增持动机 2. 增持股份流通占比决 定股价支撑作用
		无限制	6个月以上	
		预计持有期		

资料来源：中信证券研究部

2.1 高管、产业资本增减持——增持动机

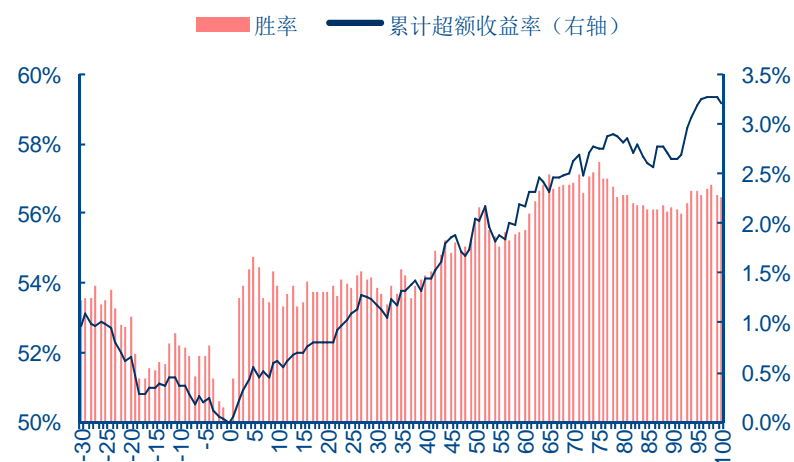
- 高管增持动机较为单一。高管作为最了解公司内部情况的人，真金白银增持具有说服力。
- 公司增持原因复杂，需结合增持方背景、公司股权结构、市场环境等因素具体分析。公司增持类事件需筛选出“真正”的、做大市值动机强烈的增持。



2.1 高管、产业资本增减持——事件窗分析

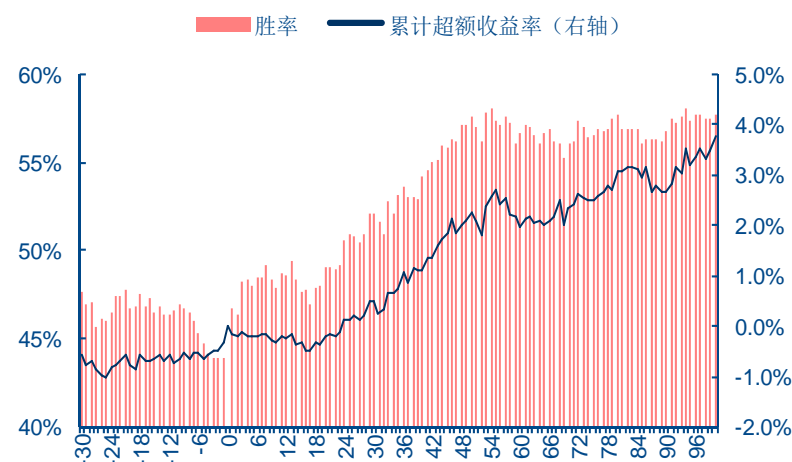
- 无论高管还是公司增持，平均来看，增持对股价均有长期推动作用。
- 高管增持后，超额收益在[0,100]交易日的观察窗口中稳步向上，100个交易日平均有3.2%的超额收益。胜率在70个交易日时达到最高。公司增持后，超额收益先抑后扬，后劲较足，100个交易日平均有3.7%的超额收益。胜率在50个交易日时达到最高。

高管增持超额收益中位数及胜率



资料来源：中信证券量化投资分析系统

公司增持超额收益中位数及胜率



资料来源：中信证券量化投资分析系统

2.1 高管、产业资本增减持——高管增持影响因素

- 增持股本、增持比例、市值、市净率、乖离率、行业景气程度最为显著！

高管增持因子IC/超额收益中位数

持有天数	增持股本	增持比例	增持金额	同日增持人数	流通市值	半年线乖离率	市净率	市盈率	前三个月涨幅
5	0.020	0.014	0.017	0.043	0.012	-0.012	-0.048	-0.027	-0.018
10	0.026	0.017	0.014	0.051	0.004	-0.013	-0.052	-0.031	-0.019
20	0.033	0.029	0.015	0.051	-0.029	-0.068	-0.069	-0.057	-0.077
40	0.043	0.047	0.020	0.045	-0.068	-0.082	-0.103	-0.074	-0.098
60	0.041	0.037	0.010	0.031	-0.080	-0.113	-0.111	-0.097	-0.115
80	0.042	0.060	0.010	0.023	-0.116	-0.078	-0.130	-0.085	-0.082
100	0.048	0.070	0.013	0.012	-0.128	-0.084	-0.131	-0.069	-0.099
持有天数	地方国企	公众企业	集体企业	民营企业	其他企业	外资企业	央企		
5	0.005	0.011	-0.006	0.003	0.008	-0.006	0.005		
10	0.009	0.004	-0.016	0.005	0.005	0.002	0.008		
20	0.012	0.014	0.015	0.006	-0.015	0.005	0.017		
40	0.020	0.030	0.037	0.008	-0.040	0.023	0.011		
60	0.029	0.030	0.022	0.018	0.025	0.014	0.014		
80	0.030	0.036	0.026	0.028	0.012	0.029	0.026		
100	0.035	0.046	0.056	0.033	-0.046	0.031	0.028		
持有天数	-AAA	-AA	-A	T	A	AA	AAA		
5	0.006	0.000	0.005	0.005	0.000	0.009	0.004		
10	0.006	-0.005	0.014	0.008	0.006	0.016	0.005		
20	0.005	-0.001	0.013	0.005	0.008	0.027	0.008		
40	0.011	-0.022	0.009	0.000	0.035	0.050	0.010		
60	0.025	-0.026	0.005	0.020	0.032	0.085	0.019		
80	0.039	-0.042	0.002	0.012	0.043	0.127	0.028		
100	0.051	-0.023	-0.004	0.000	0.052	0.146	0.026		

关键词：
增持数量大，
比例高，小盘股，
低PB，前期超
跌，行业刚转暖

2.1 高管、产业资本增减持——公司增持影响因子

- 半年内第几次增持、股东排名、市值、PB、乖离率、行业景气程度最为显著！

公司增持因子IC/超额收益中位数

持有天数	增持股 本	增持比 例	增持金 额	流通市 值	半年线乖 离率	市净率	市盈率	前三个月 涨幅	延迟公告 天数	首次增 持比例	距离首次 增持天数	赫德芬指 数
5	0.008	-0.004	0.003	0.025	0.026	-0.012	-0.026	0.030	0.020	0.017	0.045	-0.026
10	0.004	-0.008	-0.005	0.006	0.015	-0.042	-0.008	-0.010	-0.019	-0.023	-0.015	-0.001
20	0.002	0.011	-0.015	-0.053	-0.006	-0.050	0.010	-0.030	-0.017	-0.014	-0.013	0.023
40	-0.064	0.001	-0.104	-0.168	-0.083	-0.093	-0.045	-0.092	-0.050	-0.060	-0.051	0.023
60	-0.077	0.016	-0.139	-0.228	-0.064	-0.117	-0.066	-0.053	-0.014	0.047	-0.112	0.005
80	-0.077	0.020	-0.139	-0.246	-0.102	-0.138	-0.066	-0.074	-0.045	0.010	-0.149	0.039
100	-0.099	0.023	-0.152	-0.283	-0.119	-0.131	-0.085	-0.091	-0.063	0.047	-0.157	0.032

股东持股比例排名

持有天数	1	2, 3, 4, 5	6, 7, 8, 9, 10	没有排名
5	0.002	0.002	-0.013	0.011
10	0.002	0.004	-0.013	0.011
20	0.007	0.009	-0.008	0.022
40	0.026	0.027	0.006	0.041
60	0.046	0.050	0.012	0.064
80	0.065	0.067	-0.005	0.085
100	0.078	0.083	0.061	0.103

半年内第几次增持

持有天数	1	2, 3	>3
5	0.005	0.002	-0.001
10	0.008	0.002	-0.011
20	0.016	0.007	-0.015
40	0.032	0.029	-0.001
60	0.057	0.039	0.045
80	0.075	0.061	0.034
100	0.094	0.079	0.035

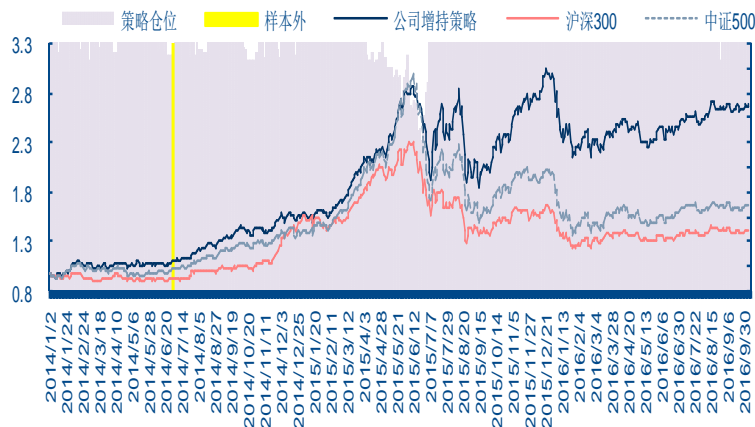
持有天数	-AAA	-AA	-A	T	A	AA	AAA
5	-0.002	-0.002	0.008	-0.004	0.010	-0.003	0.001
10	-0.006	-0.005	0.004	-0.020	0.008	0.006	0.001
20	-0.008	-0.016	0.011	-0.019	0.001	0.015	0.000
40	0.009	-0.024	0.015	-0.004	0.024	0.034	0.020
60	0.024	-0.015	0.000	0.052	0.041	0.021	0.032
80	0.022	0.017	0.003	0.005	0.083	0.090	0.042
100	0.046	0.019	0.022	-0.003	0.096	0.109	0.033

关键词：
首次增持，
产业资本，争夺控
股权，小盘股，低
PB，前期超跌，行
业刚转暖

2.1 高管、产业资本增减持——策略表现

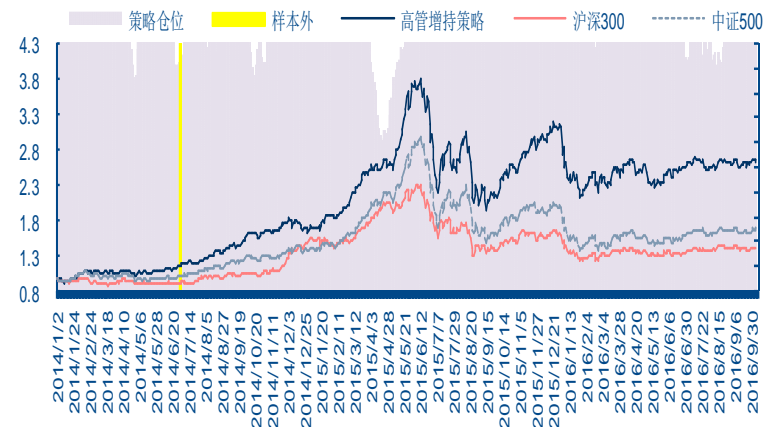
- 高管增持、公司增持策略自2014年分别产生**164.42%**和**167.99%**的收益，相对沪深300超额收益分别为**122.05%**和**125.61%**，相对中证500超额收益分别为**96.29%**和**99.85%**。

公司型股东增持策略自2014年净值表现(扣除双边0.6%的交易成本)



资料来源：中信证券量化投资分析系统
数据区间为2014-1-1至2016-10-14

高管增持策略自2014年净值表现(扣除双边0.6%的交易成本)



资料来源：中信证券量化投资分析系统
数据区间为2014-1-1至2016-10-14

二、产业资本

1. 高管、股东增持策略

2. 定向增发策略

2.2 定向增发——交易性机会

- 参与预案至发行的交易性机会，获得公司为了争取更高的发行PE带来的股价诉求对应的收益。
- 参与跌破定增价后的回补机会，博弈公司再融资意愿。

定向增发交易性机会

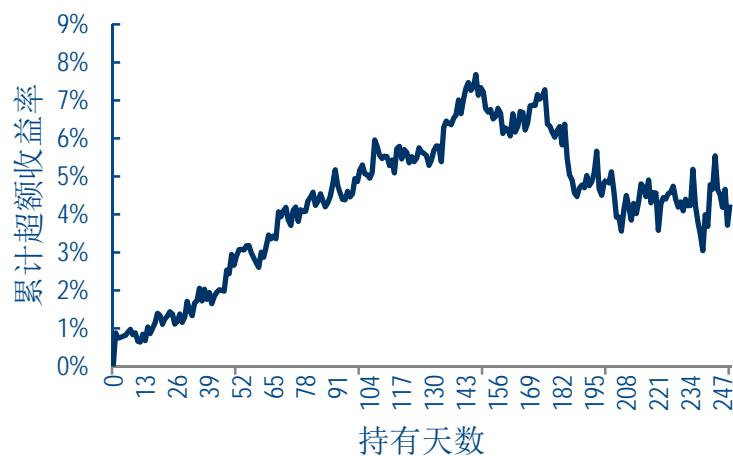


资料来源：中信证券研究部

2.2 定向增发——预案期事件窗分析

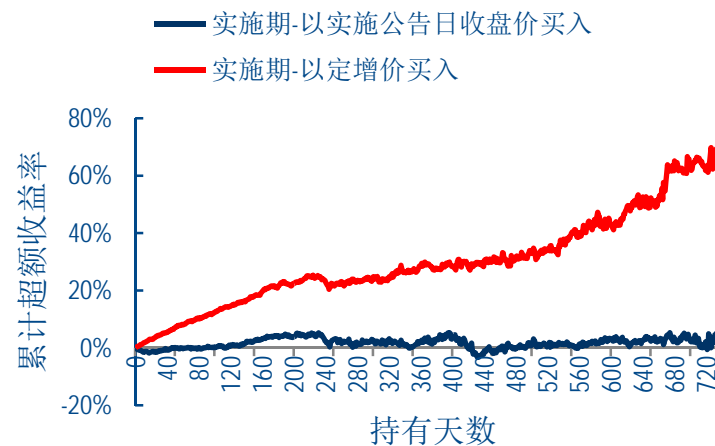
- 如果从二级市场直接买入股票，投资于实施期的平均效用显著低于投资于预案期。
- 实施期的实际红利主要在于从一级市场参与定增项目的价格优惠。

预案期的事件窗口分析



资料来源：中信证券量化投资分析系统

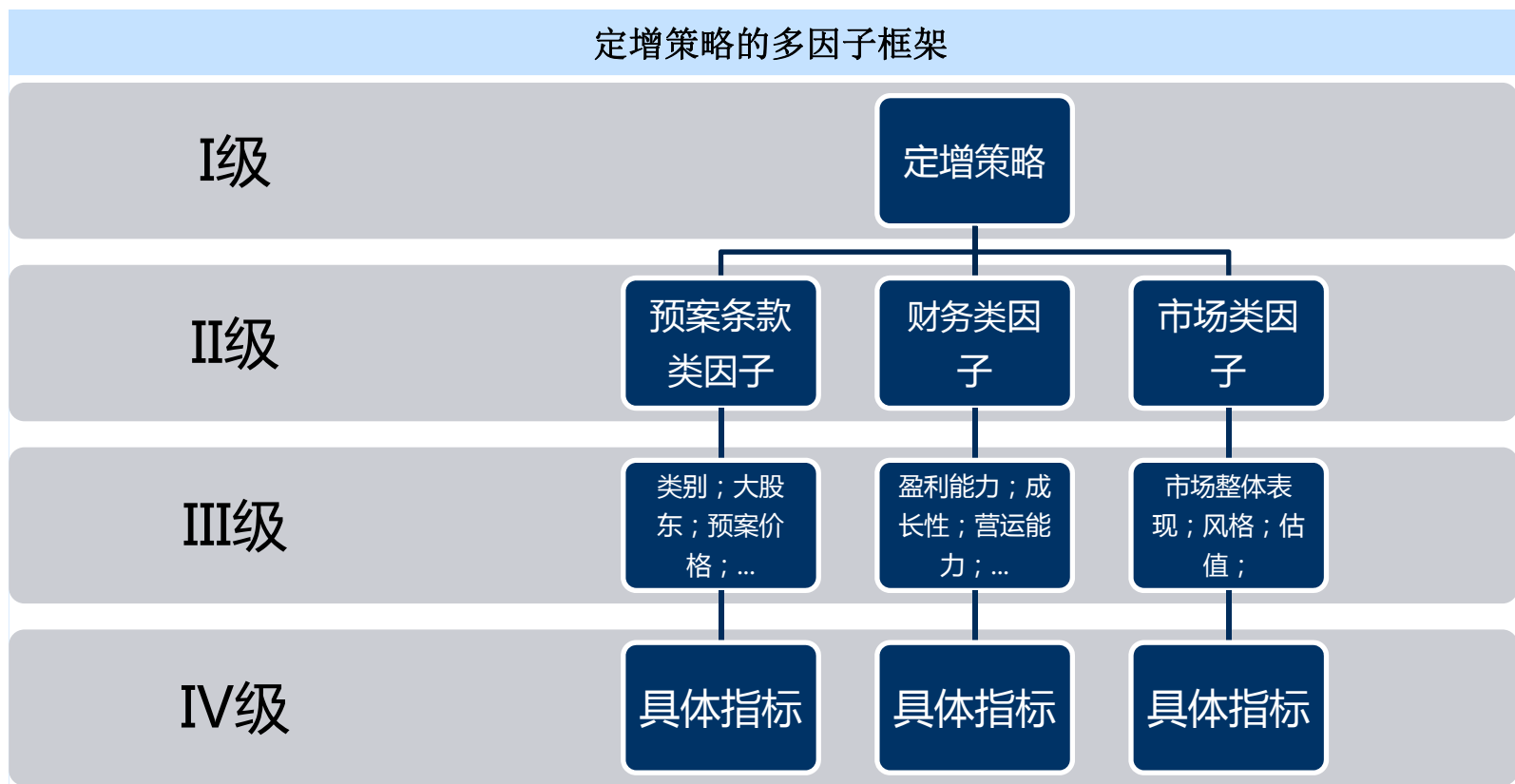
实施期的事件窗口分析



资料来源：中信证券量化投资分析系统

2.2 定向增发——综合因子框架

- 多因子体系共分为四个层次，其中最高的一级为定增策略的综合打分结果，最低的层次为具体的因子指标。
- 打分方法：如前文介绍，基本思路为以等权重的方式逐级向上打分，以三个II级因子得分的平均值作为定增策略的最终得分。



资料来源：中信证券研究部

2.2 定向增发——预案条款类因子

定增预案条款类因子总体框架

定增项目类别

- 引入战略投资者；
公司间资产置换重组
- 壳资源重组
- 项目融资
- 集团公司整体上市、实际控制人资产注入
- 融资收购其他资产

大股东参与程度与方式

- 参与程度：0%；
0~60%；
60%~100%；
100%。
- 参与方式：资产；
现金

预案价格折扣率

- 100%
- 90%

定增预案规模/资产总额

锁定期

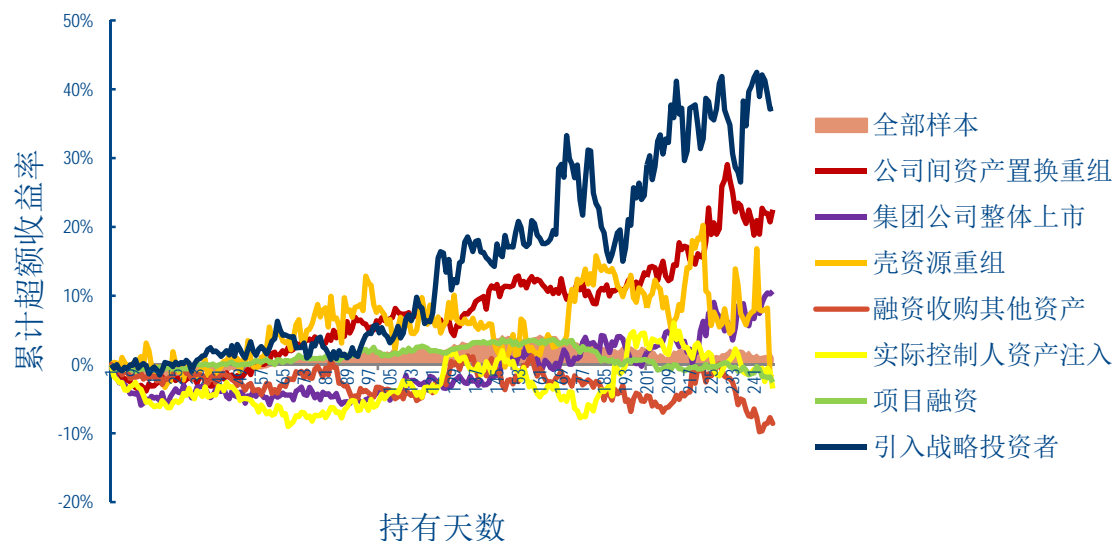
- 1年
- 3年

资料来源：中信证券研究部

2.2 定向增发——不同类别定增的表现有差异

- 剔除涨停期后，各类定增事件需要持有较长的时间才能体现出差异。
- 引入战略投资者、公司间资产置换重组、壳资源重组三类能够长期稳定的超越平均水平。
- 项目融资类定增与平均水平相差较小。
- 集团整体上市、控制人资产注入、融资收购其他资产类定增长期落后平均水平。

不同类别定增项目的事件窗口分析（以涨停打开后首日收盘价买入）



资料来源：中信证券量化投资分析系统

定增类别表现分组结果

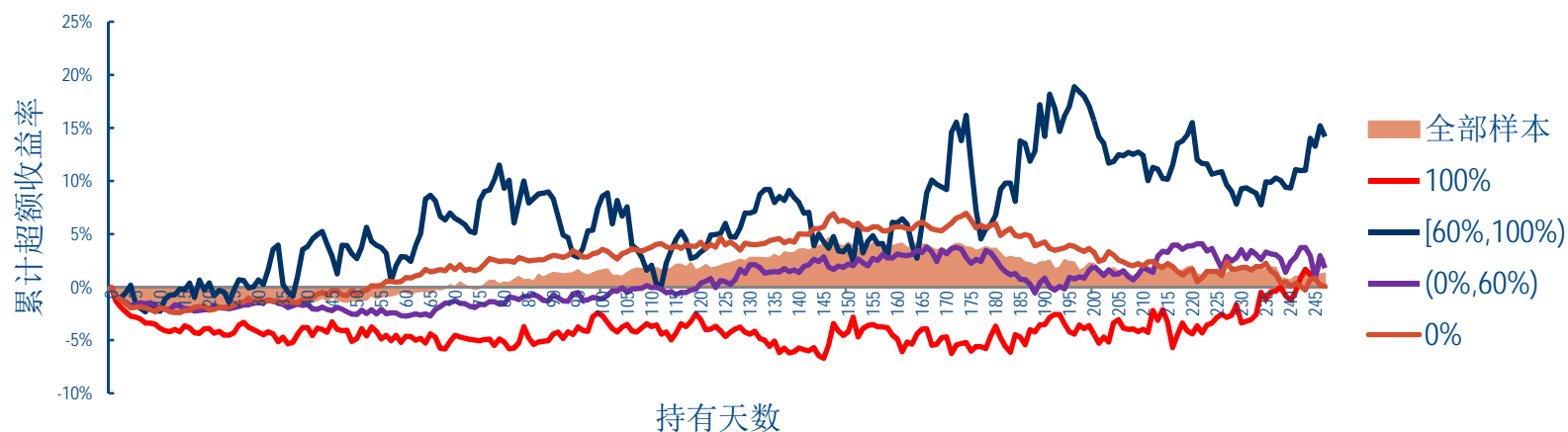
组别	定增类别
组1	引入战略投资者、公司间资产置换重组
组2	壳资源重组
组3	项目融资
组4	集团公司整体上市、实际控制人资产注入
组5	融资收购其他资产

资料来源：中信证券量化投资分析系统

2.2 定向增发——大股东参与程度不能简单的线性衡量

- 参与度为**100%**的项目表现最差，参与度在**60%至100%**的项目表现最好。
- 参与度为**100%**的定增基本都是由大股东自己主导的项目，普遍缺乏拉升股价的动力。
- 参与度在**60%以上**但不足**100%**的定增项目，大股东本身对这些项目非常看好，但自己又没有能力一家独占，而不得不纳入外部投资者，因此有最强的意愿来拉升股价促成项目。

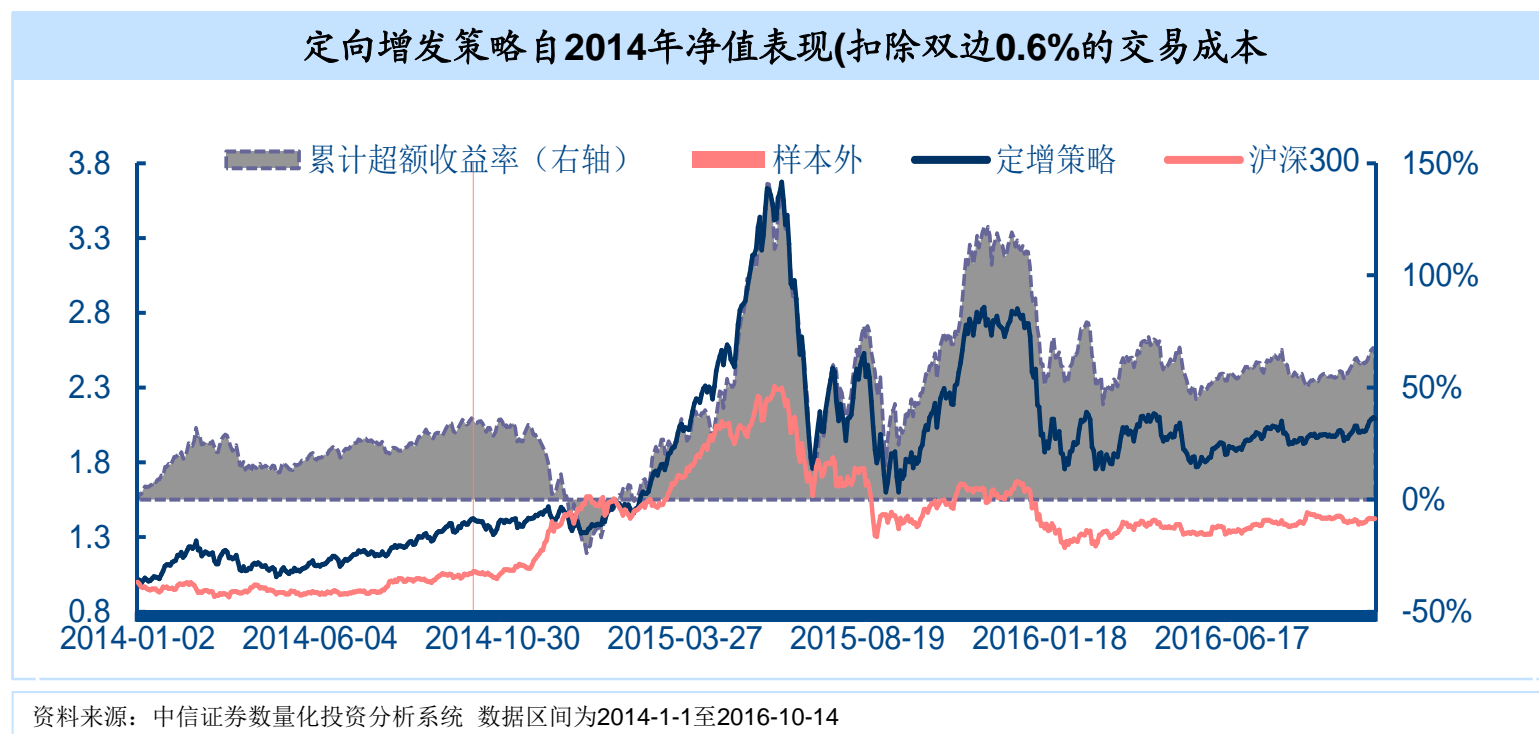
不同参与程度下各组样本的历史平均超额收益率（以涨停打开后首日收盘价买入）



资料来源：中信证券量化投资分析系统

2.2 定向增发——预案期策略表现

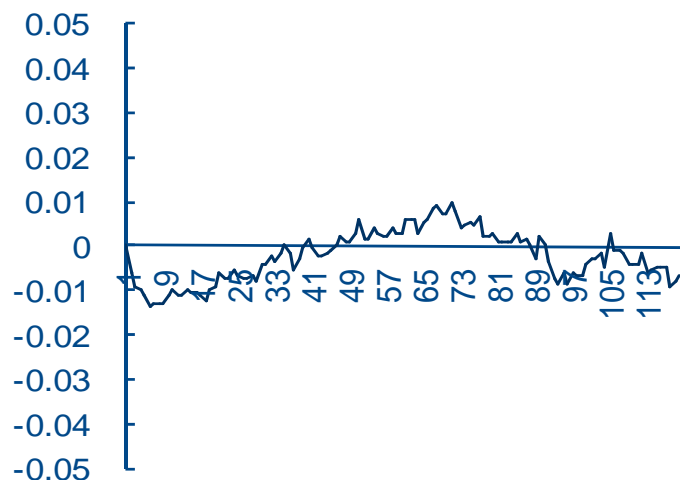
- 定增策略自2014年以来获得的累计收益为**133.10%**，相对沪深300指数的超额收益率为**90.73%**，相对中证500指数的超额收益为**64.97%**。



2.2 定向增发——破发抄底？镜花水月一场空

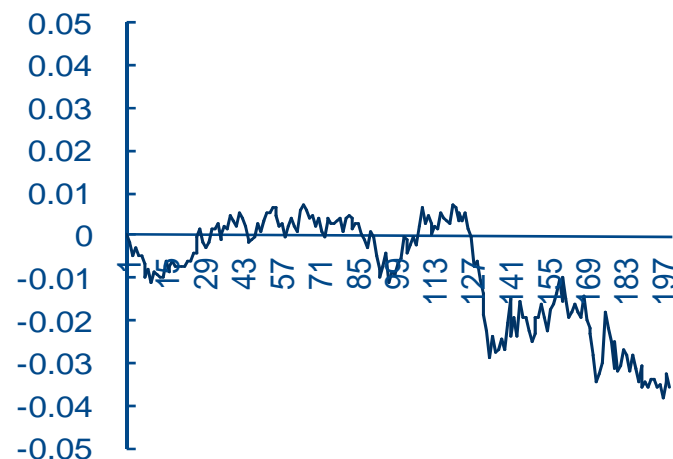
- 预案期内跌破定增价，平均70个交易日产生0.7%的超额收益。
- 实施期内跌破定增价，平均70个交易日产生0.2%的超额收益，100个交易日超额收益为-0.6%，不慎理想。

预案期跌破定增价后的超额收益



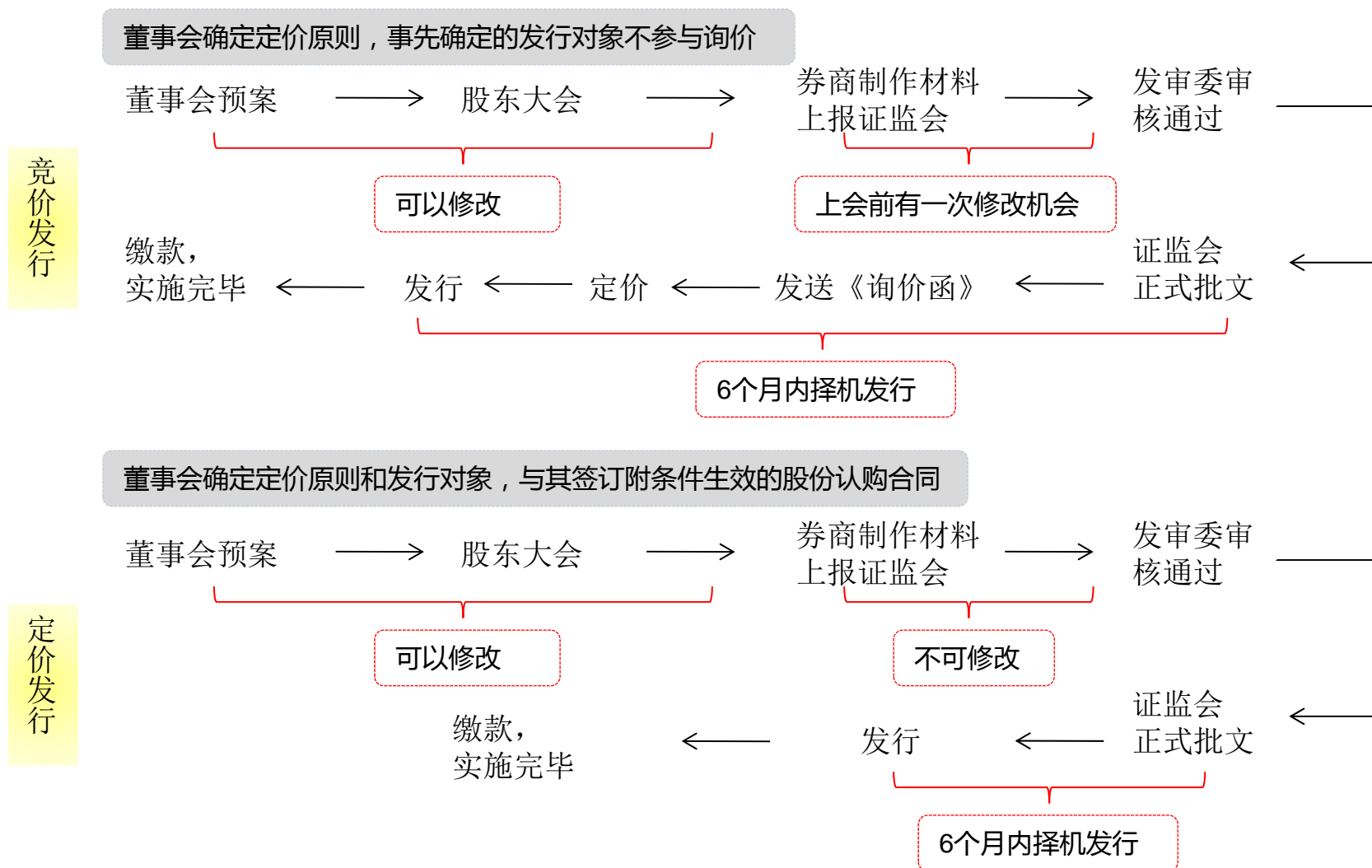
资料来源： 中信证券量化投资分析系统

实施期跌破定增价后的超额收益



资料来源： 中信证券量化投资分析系统

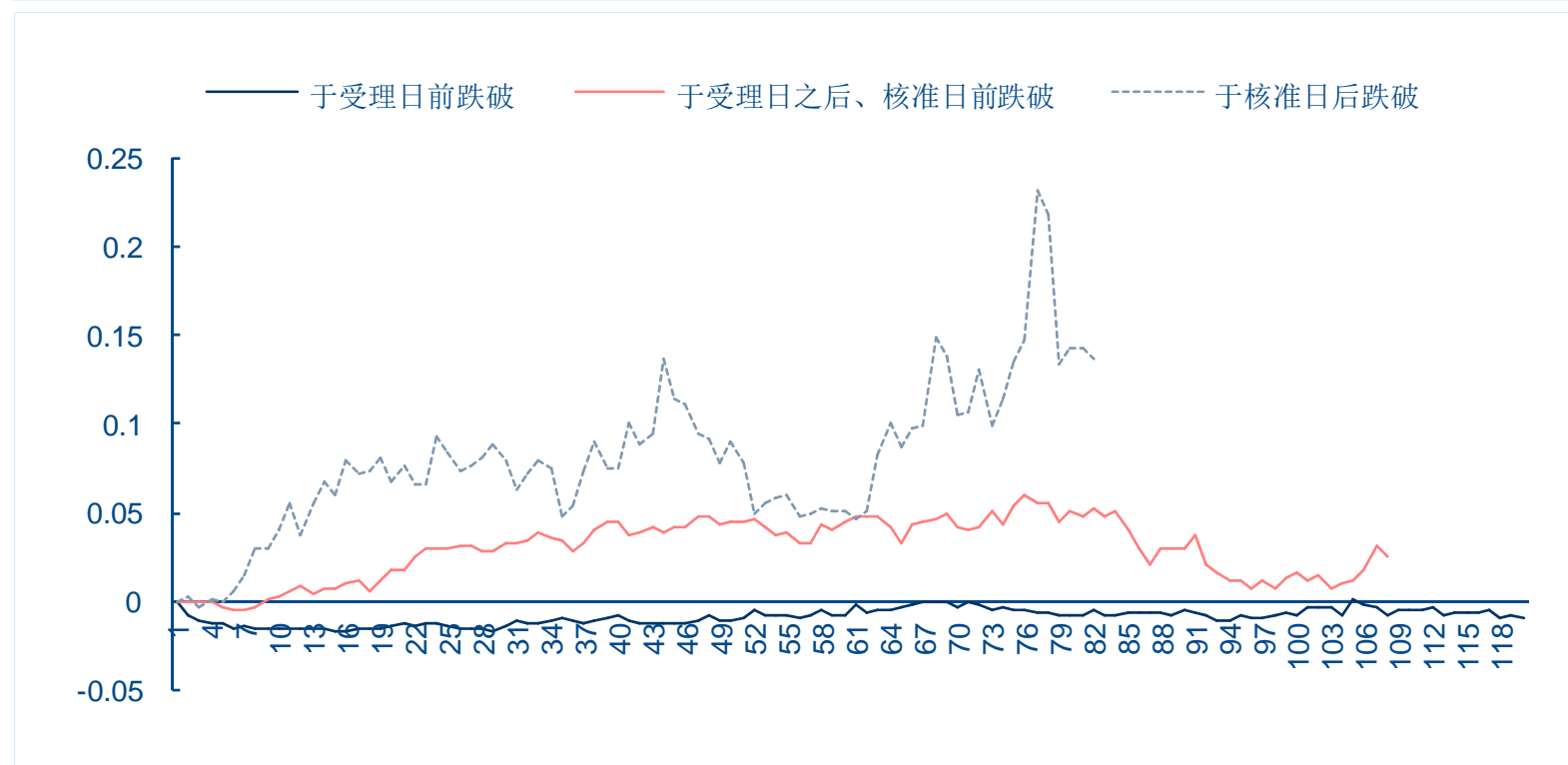
2.2 定向增发——上报证监会前可以修改定增价



2.2 定向增发——预案上报材料后，维护股价意图更强

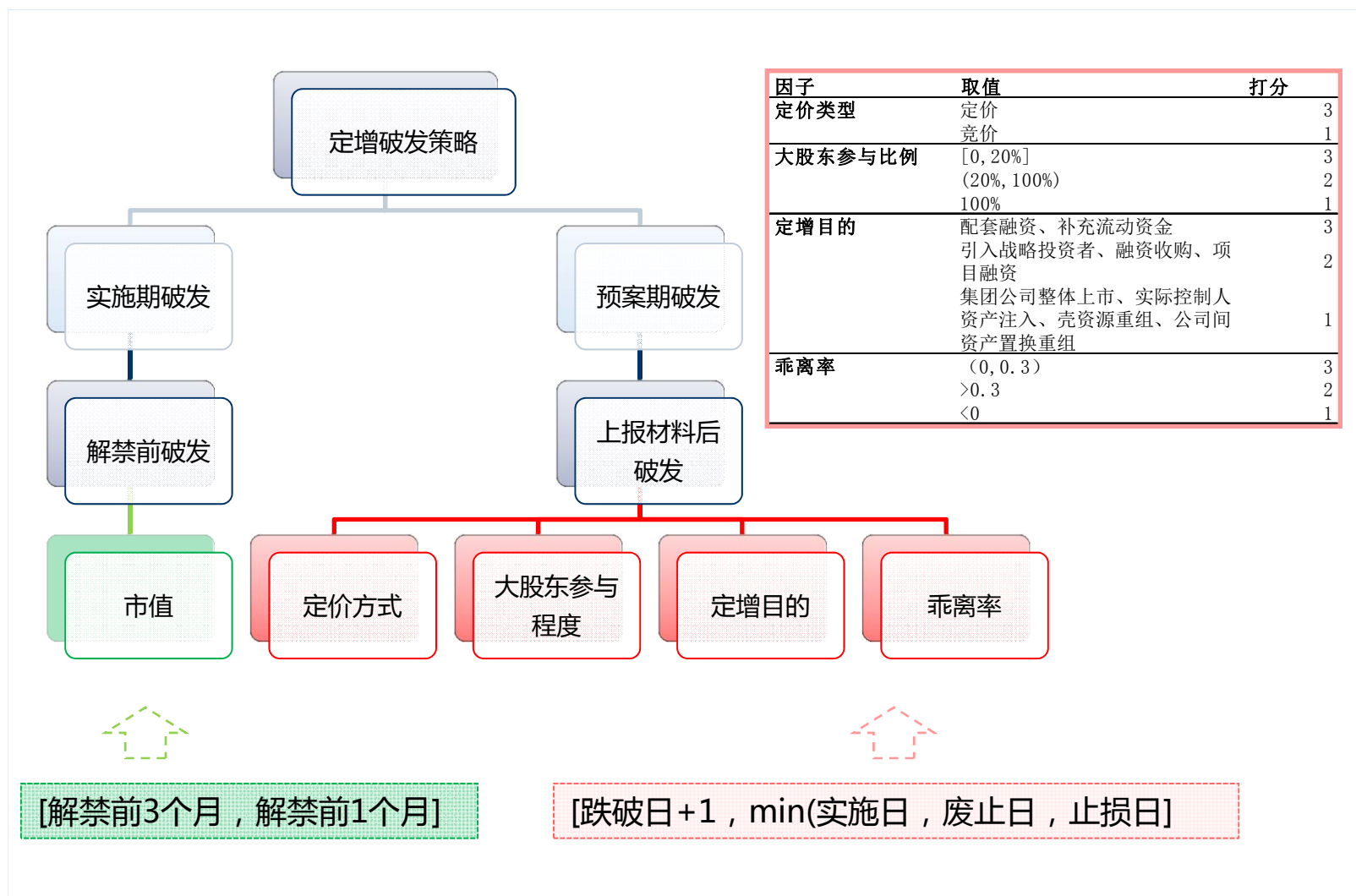
- 由于我们较难获得每家公司上报定增材料的受理日，根据调查，我们假设受理日为股东大会后**40**个交易日。
- 证件会核准日后跌破，**80**个交易日平均超额收益约**20%**。定价类更显著。

预案期跌破定增价后的超额收益：预案阶段分组



2.2 定向增发——双管齐下抄底破发标的

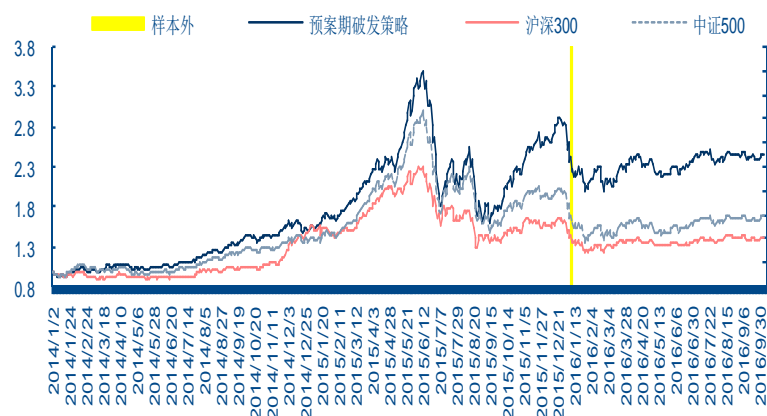
定增破发策略构建



2.2 定向增发——破发策略表现

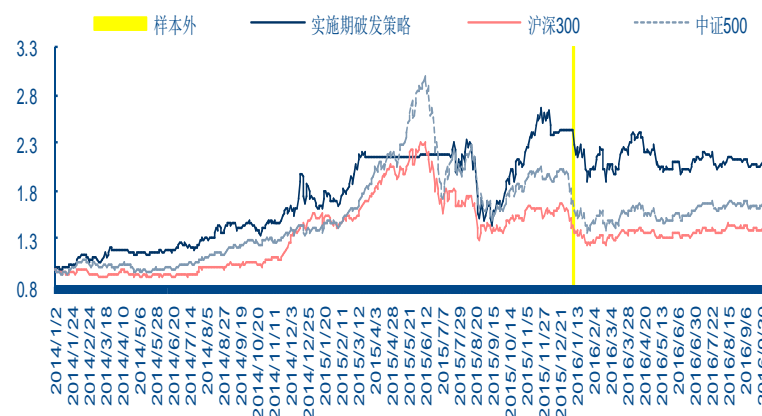
- 选择股东大会两个月后首次破发的标的，持有事件得分最高的前30只标的。自2014年策略累计收益为**144.90%**，跑赢沪深300指数**102.53%**，跑赢中证500指数**76.77%**。
- 选择解禁前3个月破发且市值小于100亿的标的，自2014年策略累计收益为**109.94%**，跑赢沪深300指数**67.57%**，跑赢中证500指数**41.81%**。

预案期破发策略自2014年净值表现(扣除双边0.6%的交易成本)



资料来源：中信证券量化投资分析系统
数据区间为2014-1-1至2016-10-14

实施期破发策略自2014年净值表现(扣除双边0.6%的交易成本)



资料来源：中信证券量化投资分析系统
数据区间为2014-1-1至2016-10-14

目录

- 一. 事件驱动研究框架
- 二. 产业资本
- 三. 员工激励
- 四. 公司业绩
- 五. 年报行情
- 六. 价值投资

三、员工激励

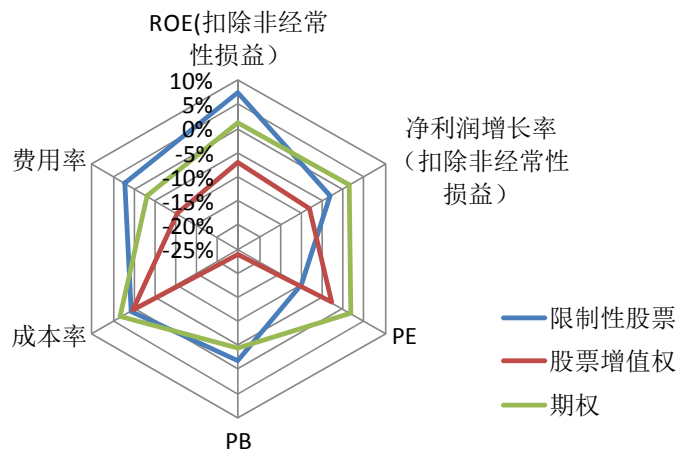
1. 股权激励策略

2. 员工持股策略

3.1 股权激励——激励后公司基本面得到改善

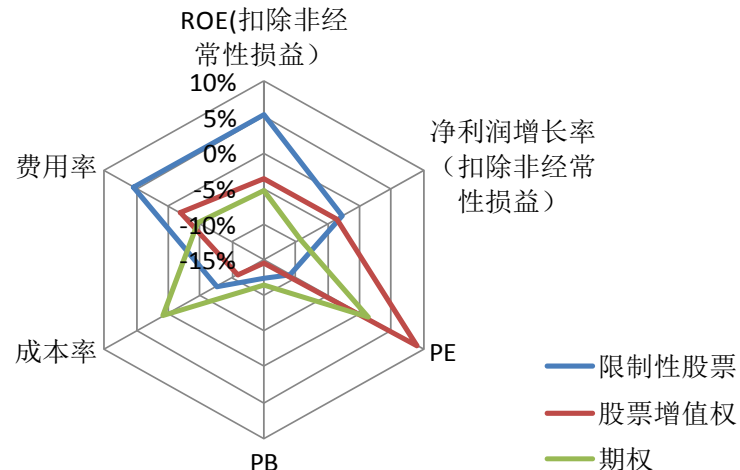
- 各方面的财务指标改善最明显的是以限制性股票为标的的公司，其次是以股票期权为标的的公司，最差的是以股票增值权为标的的公司，这与A股上市公司大多选择无惩罚机制的股票增值权作为标的有很大关系。
- 如果从时间序列维度看，股权激励接下来的一年中业绩改善最明显，第二年改善减弱。

股权激励实施一年后财务指标改善情况



资料来源： 中信证券量化投资分析系统

股权激励实施两年后财务指标改善情况

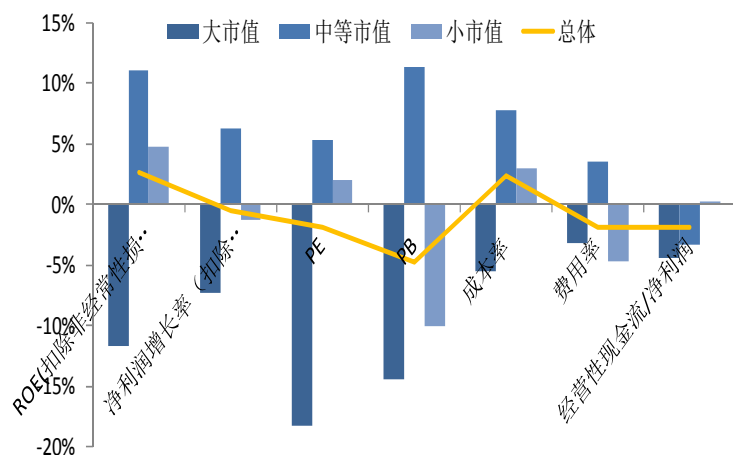


资料来源：中信证券量化投资分析系统

3.1 股权激励——中小市值规模的公司改善明显

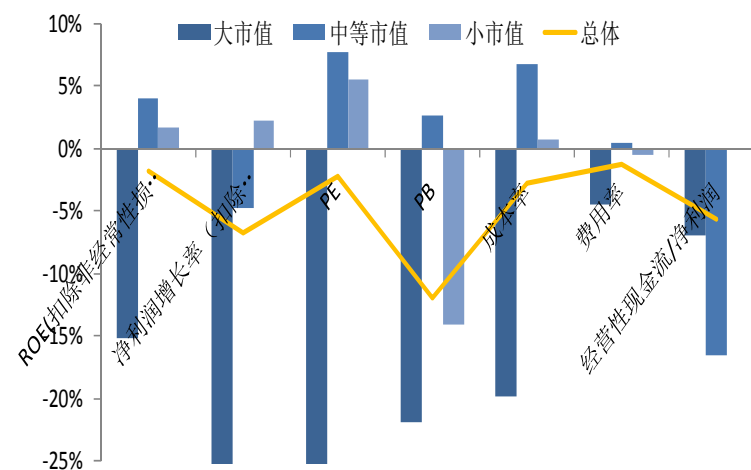
- 中小市值规模的公司股权激励后业绩改善明显，这与中小市值公司大多为民营企业并处于高成长期有一定关系，业绩相对于大公司有很大的改善空间及更高的弹性。

不同规模公司股权激励实施一年后改善情况



资料来源：中信证券量化投资分析系统

不同规模公司股权激励实施两年后改善情况

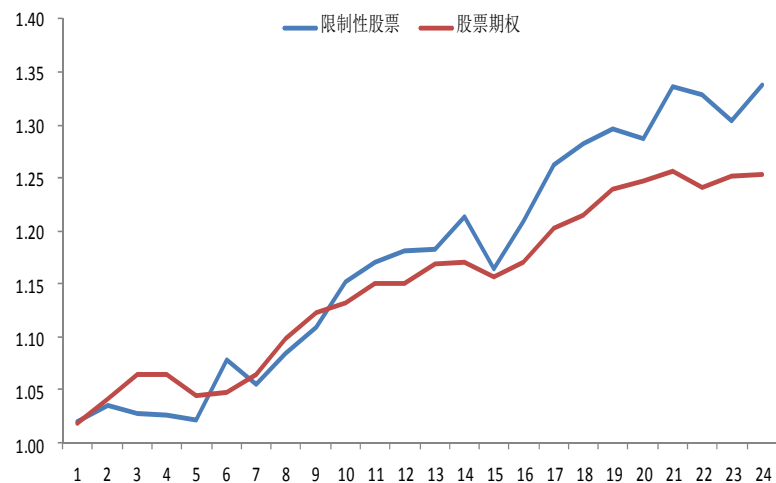


资料来源：中信证券量化投资分析系统

3.1 股权激励——长期股价表现

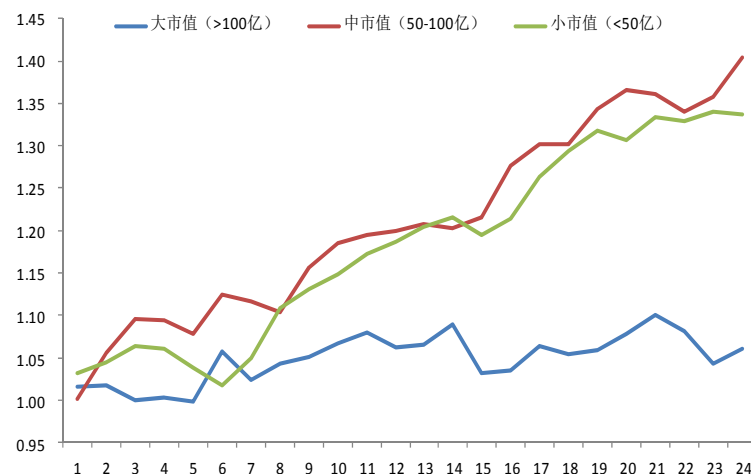
- 股权激励实施两年内有显著的超额收益累计。
- 如果按不同标的物和公司规模进行分类，可以明显发现限制性股票类的表现要优于股票期权类的，但分化并不明显。中小市值规模的公司要远远好于大市值的公司。

股价激励实施后长期股价运行规律（不同标的）



资料来源： 中信证券量化投资分析系统

股价激励实施后长期股价运行规律（不同市值）

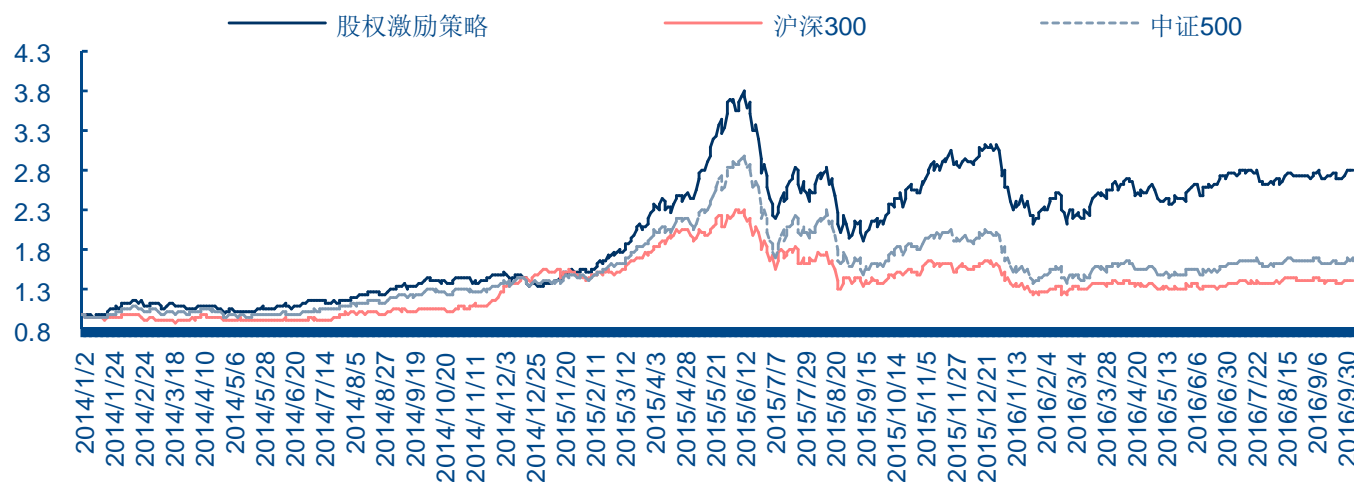


资料来源：中信证券量化投资分析系统

3.1 股权激励——策略表现

- 选择中小市值规模（市值小于100亿）的公司并只选择标的物为股票期权型及限制性股票型的公司进行投资。在实施日当月月末买入标的股，持有两年，按月调整，等权配置。
- 2014年1月1日至2016年10月14日，股权激励共产生179.60%的累计收益，跑赢沪深300指数137.23%，跑赢中证500指数111.47%。

股权激励策略净值走势(扣除双边0.6%的交易成本)



资料来源：中信证券量化投资分析系统 数据区间为2014-1-1至2016-10-14

三、员工激励

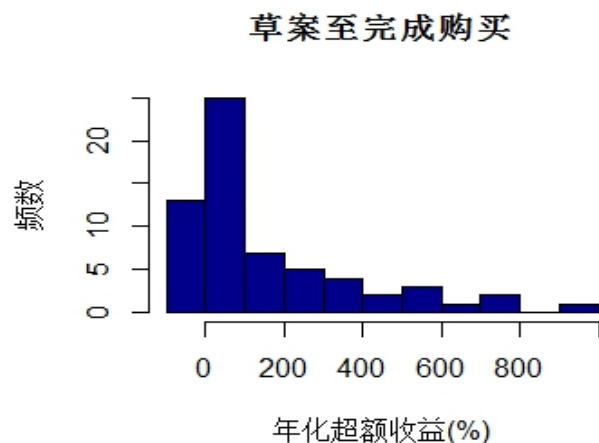
1. 股权激励策略

2. 员工持股策略

3.2 员工持股——牛市高beta

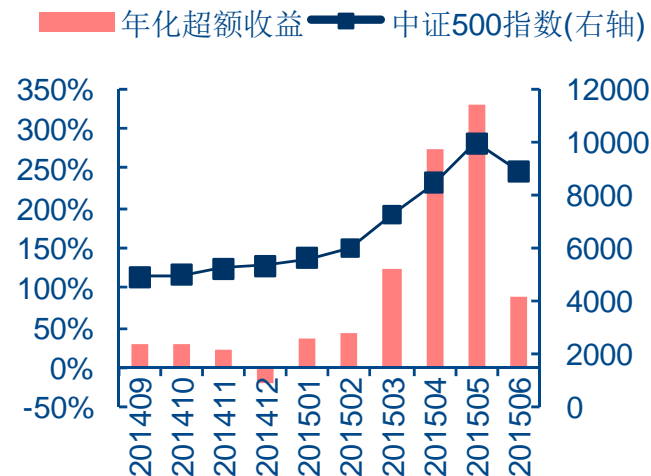
- 公布草案至完成购买期间，计算相对中证500的年化超额收益，平均为**86.14%**，胜率为**81.7%**。
- **8家公司**年化超额收益超**10倍**。
- **4、5月**市场行情好时，年化超额收益超**200%**。

草案至完成购买期间超额收益分布



资料来源： 中信证券量化投资分析系统

草案至完成购买期间超额收益序列

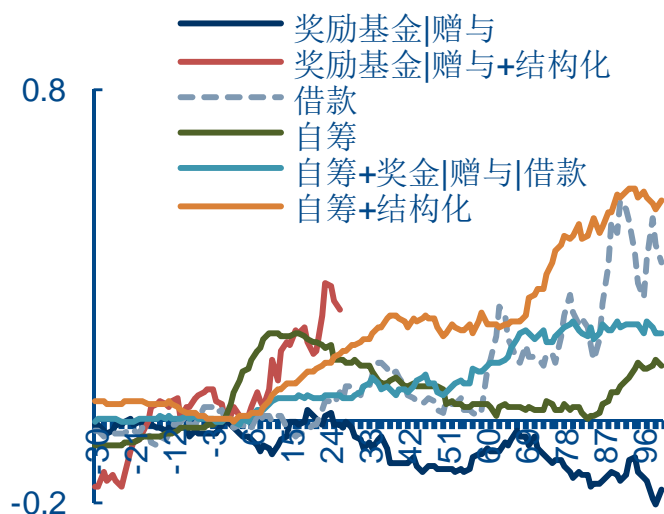


资料来源： 中信证券量化投资分析系统

3.2 员工持股——草案期间：加杠杆参与更能刺激股价

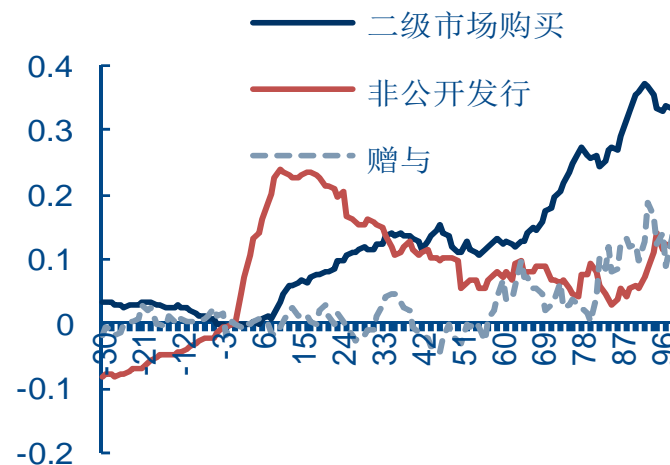
- 采用二级市场购买的，更能提振投资者信心，100个交易日平均有**33.2%**的超额收益。
- 员工加杠杆参与员工持股计划，承担风险更大，彰显持股信心。
- 采用自筹+资管计划结构化、大股东借款等方式参与员工持股计划的，100个交易日平均有**52.9%**左右的超额收益。

相对风格指数累计收益率：资金来源分组



资料来源：中信证券量化投资分析系统

相对风格指数累计收益率：股票来源分组

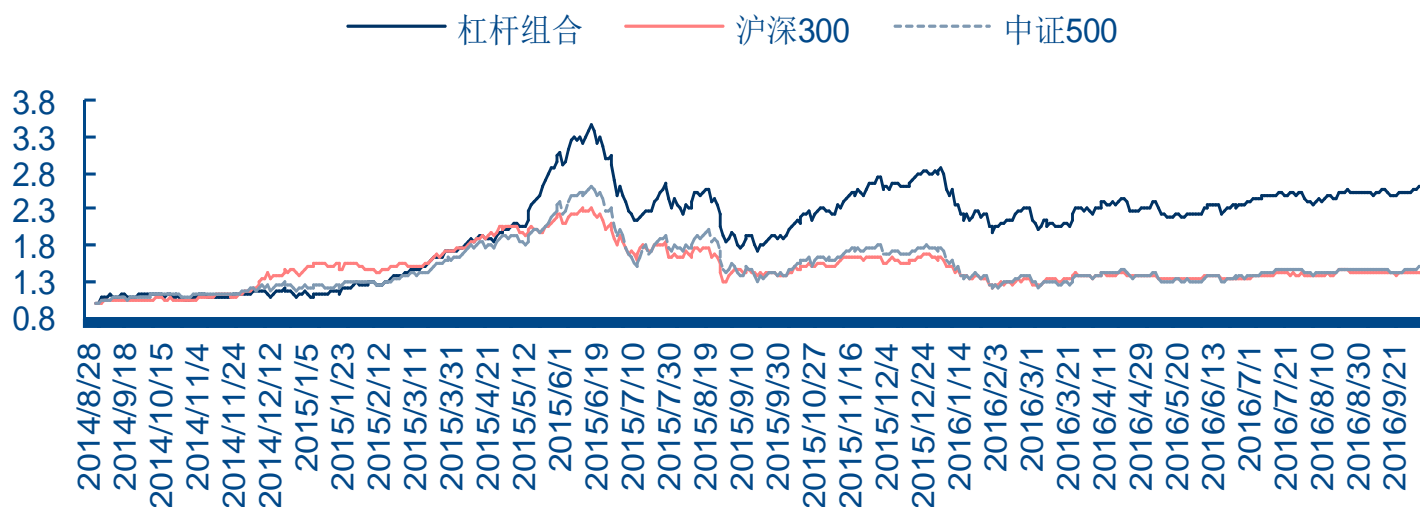


资料来源：中信证券量化投资分析系统

3.2 员工持股——放杠杆员工持股策略

- 放杠杆的员工持股，绑定了公司股东、高管和员工多方利益。上市公司市值管理的动力更足，完成购买的员工持股价对股价有较强支撑。
- **2014年8月28日至2016年10月14日**，杠杆组合共产生**169.78%**的累计收益，跑赢沪深300指数**126.78%**，跑赢中证500指数**122.12%**。

杠杆组合净值变现



资料来源：中信证券量化投资分析系统 数据区间为2014-8-28至2016-10-14

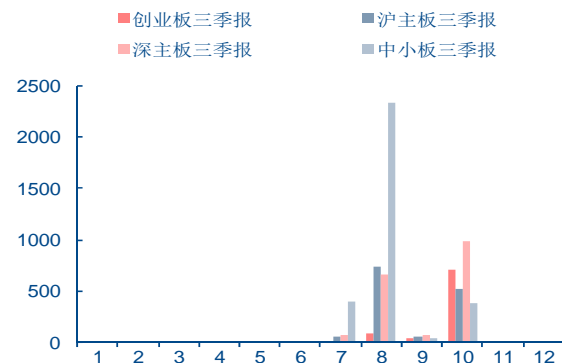
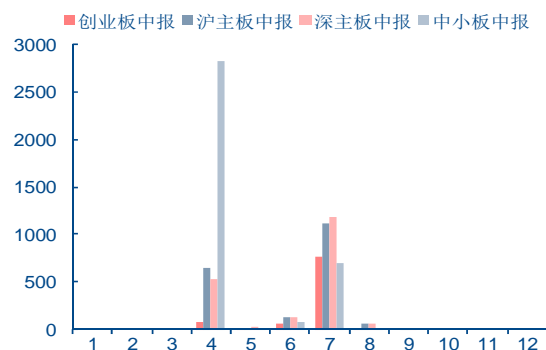
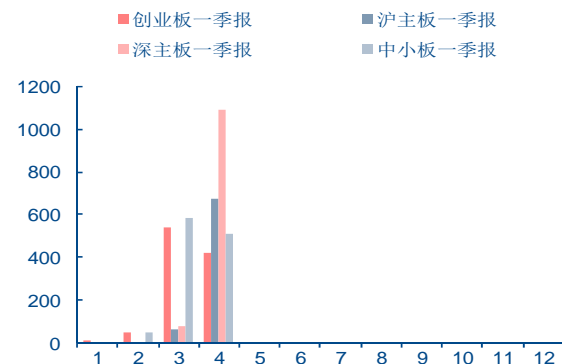
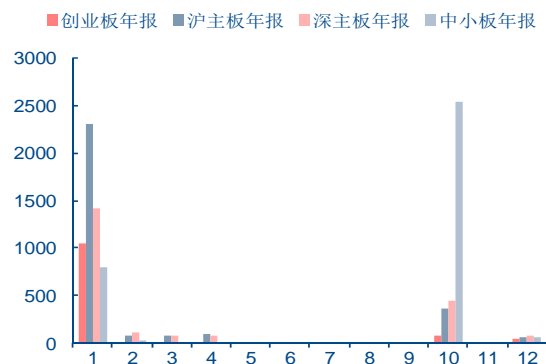
目录

- 一. 事件驱动研究框架
- 二. 产业资本
- 三. 员工激励
- 四. 公司业绩
- 五. 年报行情
- 六. 价值投资

4 业绩预增——预告机会主要集中在1、4、7、8、10月

- 统计每季报预告分布月份，1月年报预告集中，主板机会多，4月主要为中小板中报预告，7月为其他板块中报预告，8月多为中小板三季报预告，10月为中小板年报预告。各月份板块集中不同，投资逻辑有差别。

分季报看业绩预告月份分布

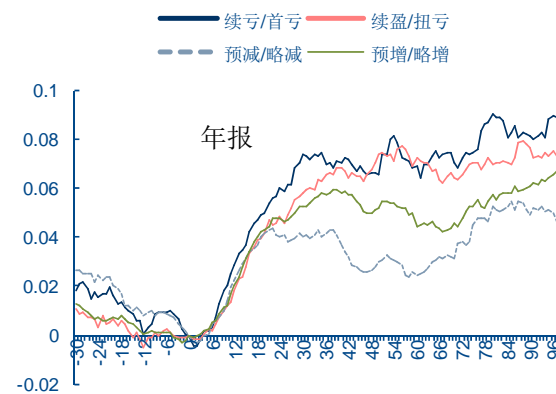
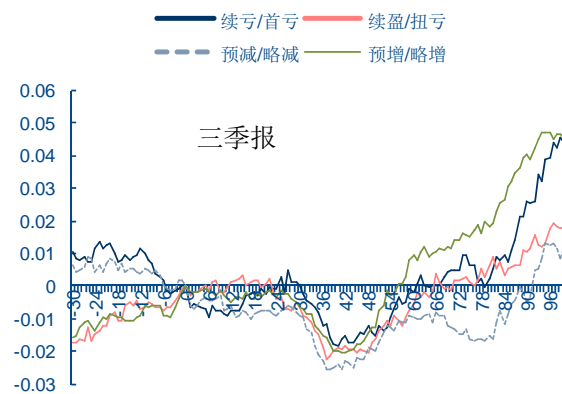
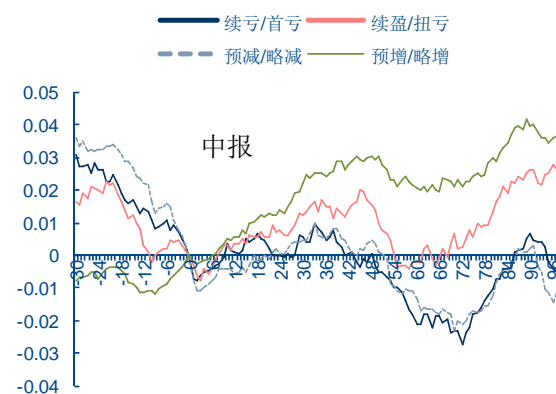
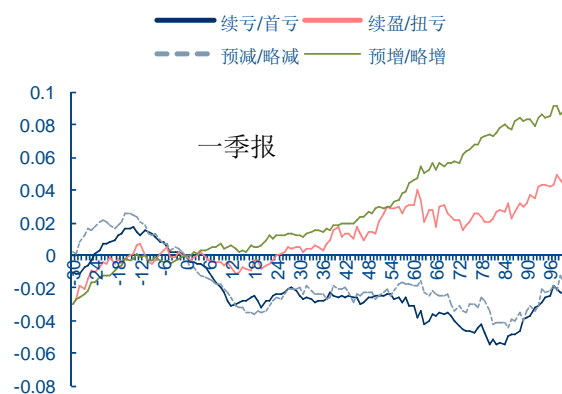


资料来源：中信证券量化投资分析系统

4 业绩预增———— 年报、中报预告最具投资机会

- 统计各季报预告在 $[-30,100]$ 的时间窗口的超额收益走势，发现三季报预告后的超额收益较少，年报、中报预告是最具投资机会的时点。

分季报看各类型预告超额收益走势



资料来源：中信证券量化投资分析系统

4 业绩预增——影响事件超额收益的因子

- 新增季度净利润同比增速、超预期程度、覆盖度、市值、近期涨幅最为显著！

业绩预增因子IC

中报因子IC													
持有 天数	净利润同比 增速下限	净利润同比 增速上限	下限超一致 预期幅度	上限超一致 预期幅度	近一个月覆 盖报告数	近一个月覆 盖机构数	流通市值	60日均线乖 离率	市净率	前一个月涨 幅	新增季度净 利润环比增 速	新增季度净 利润同比增 速	
1	0.085	0.091	0.060	0.078	0.035	0.027	0.012	0.028	-0.046	0.028	-0.043	0.090	
5	0.050	0.065	0.003	0.029	0.004	-0.009	-0.014	-0.025	-0.035	-0.043	-0.030	0.070	
10	0.005	0.014	-0.022	-0.011	-0.005	-0.014	-0.046	-0.036	-0.087	-0.062	-0.029	0.051	
20	0.042	0.046	0.041	0.040	0.008	0.000	-0.049	-0.067	-0.098	-0.078	-0.010	0.084	
30	0.065	0.056	0.039	0.025	-0.006	-0.013	-0.069	-0.047	-0.063	-0.051	-0.007	0.113	
40	0.081	0.064	0.052	0.038	0.002	-0.004	-0.083	-0.062	-0.082	-0.084	0.013	0.127	
60	0.024	0.033	0.021	0.037	0.046	0.036	-0.033	-0.032	-0.084	-0.096	0.023	0.082	
80	0.014	0.037	-0.019	0.004	0.020	0.014	-0.068	-0.014	-0.083	-0.091	0.055	0.067	

年报因子IC													
持有 天数	净利润同比 增速下限	净利润同比 增速上限	下限超一致 预期幅度	上限超一致 预期幅度	近一个月覆 盖报告数	近一个月覆 盖机构数	流通市值	60日均线乖 离率	市净率	前一个月涨 幅	新增季度净 利润环比增 速	新增季度净 利润同比增 速	
1	-0.020	-0.011	0.011	0.007	0.041	0.037	0.025	0.007	-0.015	-0.001	0.040	0.039	
5	-0.045	-0.043	0.000	-0.006	0.030	0.022	-0.013	-0.046	-0.019	-0.051	0.032	0.003	
10	-0.040	-0.044	0.029	0.026	-0.046	-0.049	-0.067	-0.065	-0.048	-0.075	0.025	0.009	
20	-0.046	-0.062	0.020	0.018	-0.096	-0.097	-0.143	-0.080	-0.057	-0.082	0.023	0.001	
30	0.032	0.003	0.065	0.070	-0.118	-0.119	-0.155	-0.059	-0.072	-0.052	0.036	0.044	
40	0.046	0.018	0.081	0.093	-0.099	-0.100	-0.179	-0.045	-0.070	-0.042	0.033	0.052	
60	0.091	0.061	0.105	0.125	-0.106	-0.109	-0.149	0.034	-0.076	0.033	0.025	0.093	
80	0.016	0.001	0.075	0.105	-0.094	-0.097	-0.164	0.042	-0.096	0.037	0.020	0.062	

资料来源：中信证券量化投资分析系统

4 业绩预增——策略表现

- 策略自2014年累计收益**271.84%**，战胜沪深300指数**229.47%**，战胜中证500指数**203.71%**，大幅跑赢市场。
- 策略在股灾之后再创新高，动荡之中表现稳健。

业绩预增策略自2014年净值表现(扣除双边0.6%的交易成本)



资料来源：中信证券量化投资分析系统 数据区间为2014-1-1至2016-10-14

目录

- 一. 事件驱动研究框架
- 二. 产业资本
- 三. 员工激励
- 四. 公司业绩
- 五. 年报行情
- 六. 价值投资

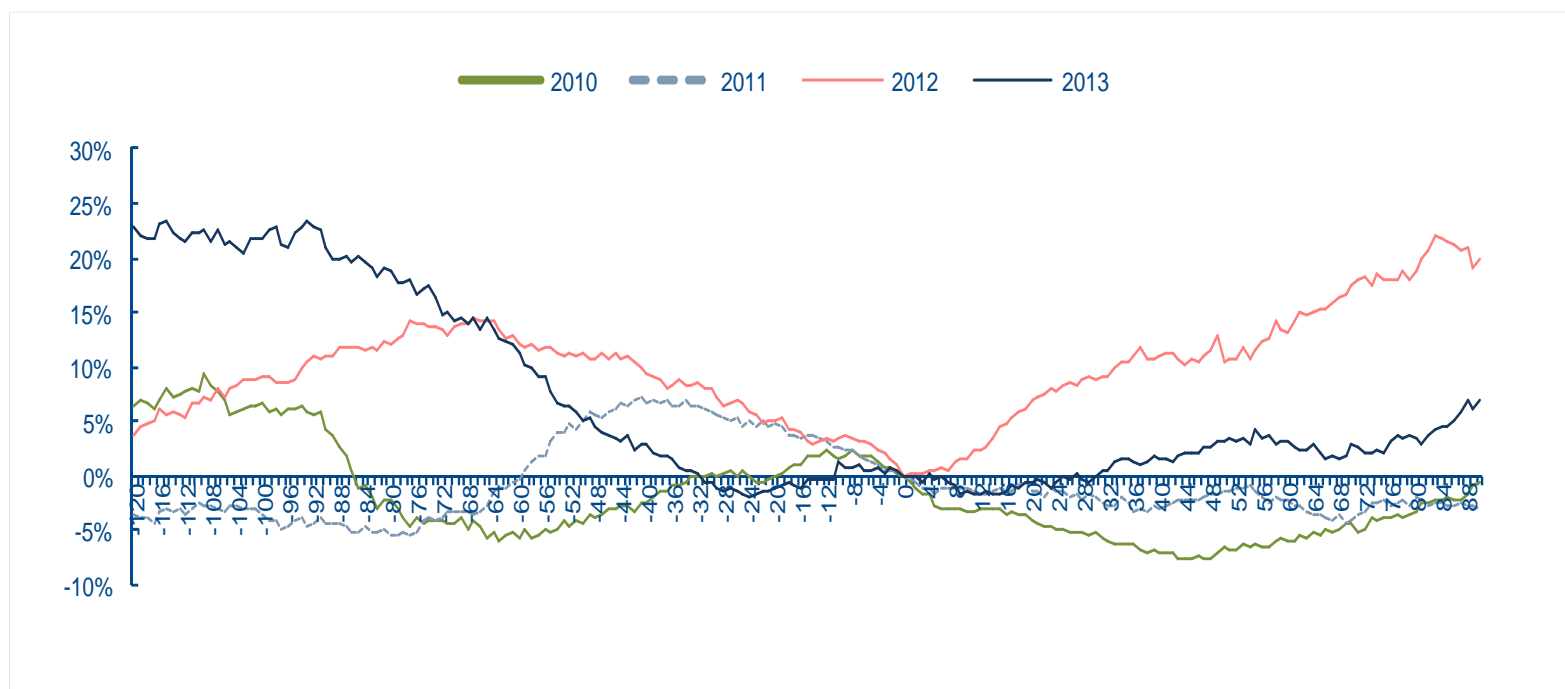
三、年报行情

1. 高送转策略
2. 早披露年报策略

5.1 高送转——交易机会

- “高送转”事件在预案前的表现好于预案后，但不是每年都有丰厚收益。**2012**和**2013**年，高送转取得的超额收益更多。
- 如果从预案前**3**个月持有至预案，**2012、2013**两年，高送转组合均可以取得**15%**左右的相对沪深**300**指数的超额收益。并且在近两年，高送转的炒作更早。

高送转相对沪深300指数累计超额收益

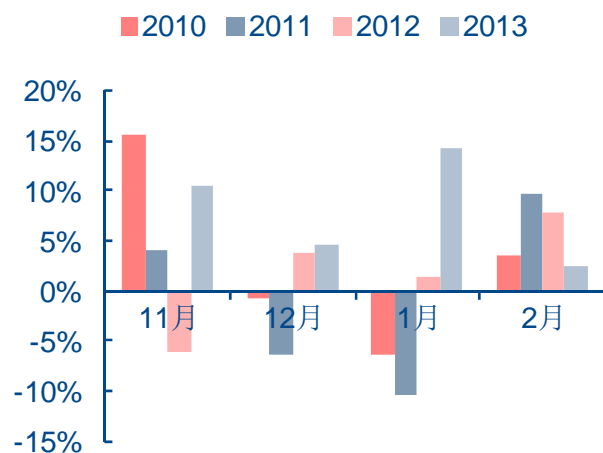


资料来源：中信证券量化投资分析系统

5.1 高送转——11月、次年2月超额收益高

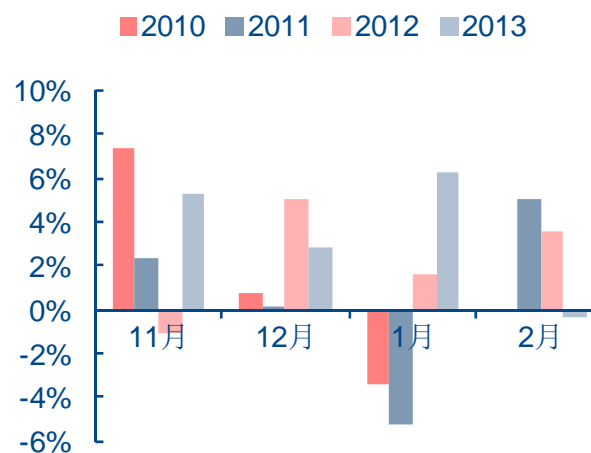
- 11月和2月的超额收益更高、更稳定。
- 投资高送转标的，建仓要早。如果错过建仓良机，可以等待股价回调之后的机会

“高送转”月相对沪深300收益分布



资料来源： 中信证券数量化投资分析系统

“高送转”月相对行业指数收益分布

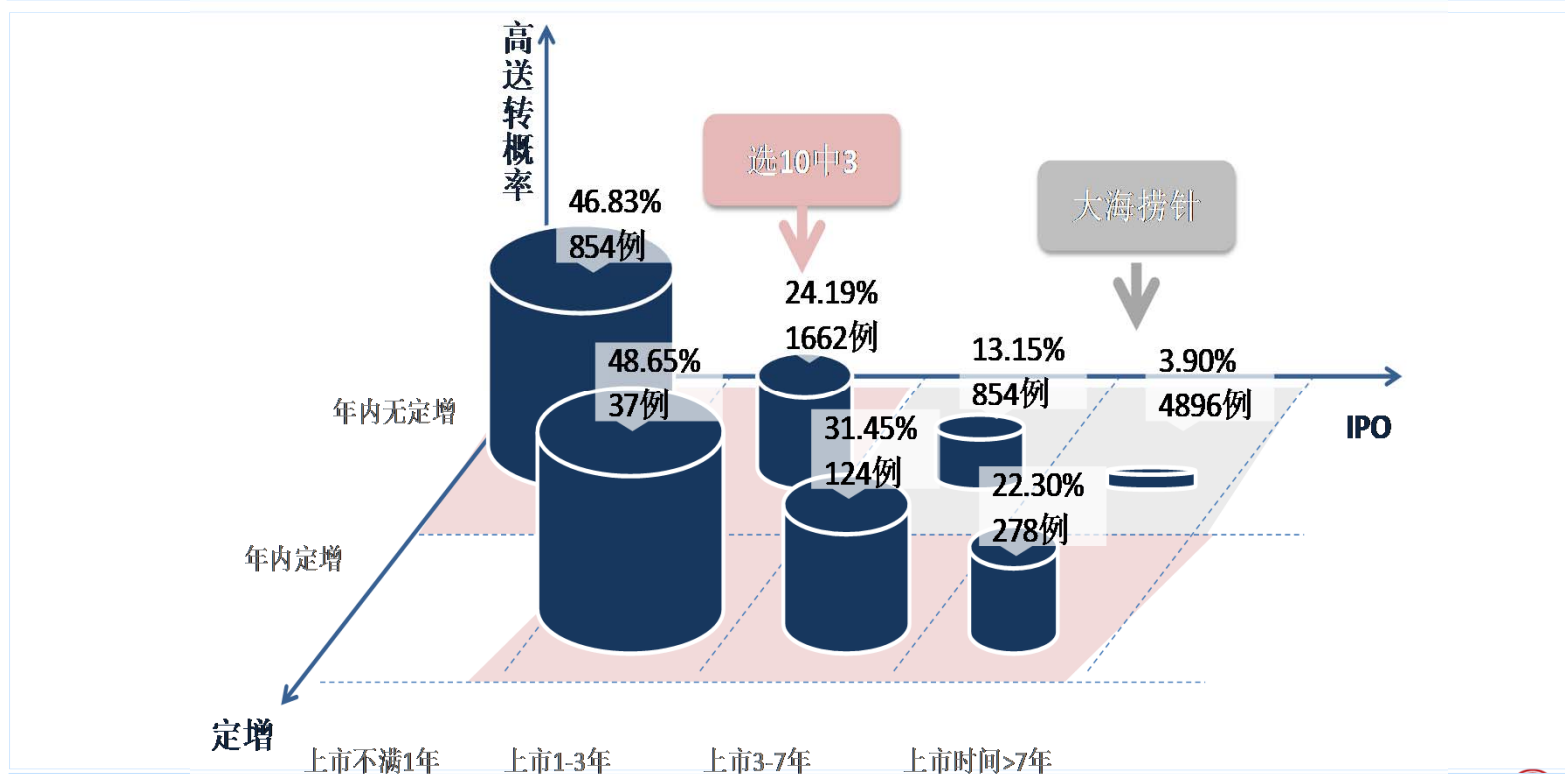


资料来源： 中信证券数量化投资分析系统

5.1 高送转——与一级市场募资高度相关

- 上市不满3年或者年内发生过定增的公司，高送转的概率为**31.6%**，远大于近几年没有进行一级市场募资的**5.9%**的概率。
- 次新股永远是A股高送转的热点板块，送转概率有**46.83%**。另外，年内定增后的股票也有**27.1%**的比例随后会出台高送转。

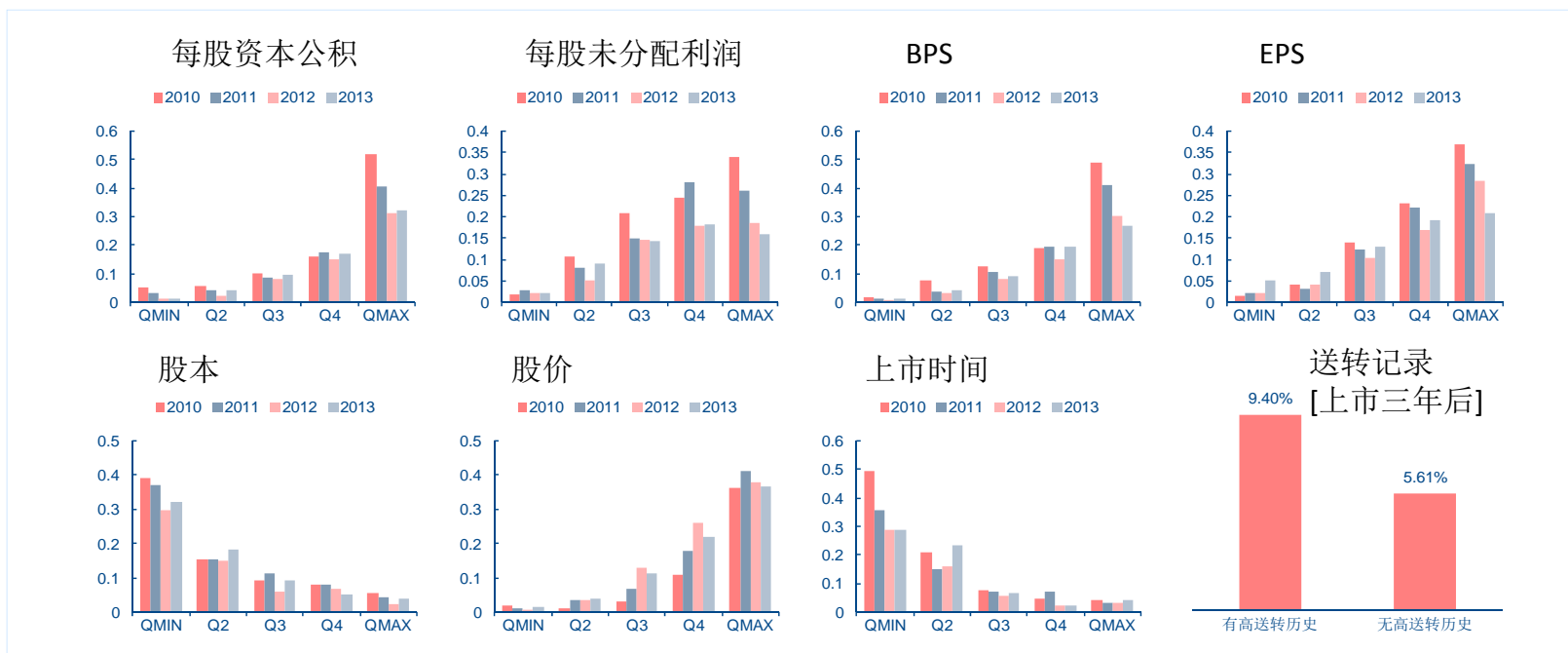
上市短、定增股票高送转概率高



5.1 高送转——财务角度：寻找“高、富、帅”

- 我们可以按照“高(EPS、股价)”、“富(资本公积、BPS)”、“帅(上市短、小盘股)”的标准筛选高送转标的。

按因子分组的高送转概率



资料来源： 中信证券量化投资分析系统

三、年报行情

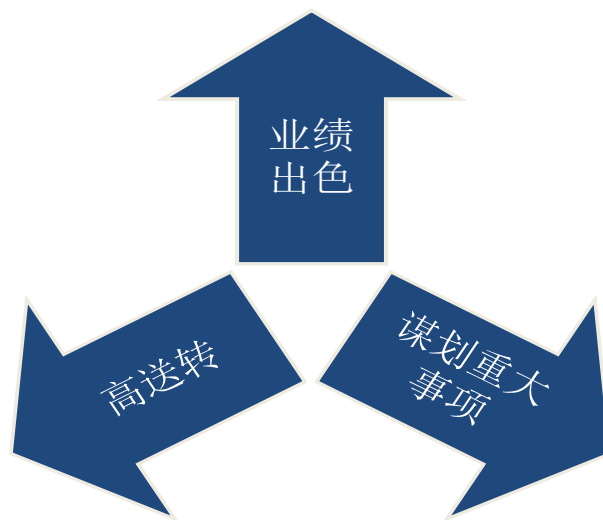
1. 高送转策略

2. 早披露年报策略

5.2 早披露年报——较早披露年报投资机会

- 年报预约披露时间靠前的公司业绩靓丽，有“底气”率先披露年报。
- 上市公司董监高及相关信息知情人不得在财报披露前**30**日交易公司股票。若上市公司披露年报提前，其可能是想争取更多的时间在上半年增持并策划重大事项。
- 较早披露的年报高送转预期更高。

较早披露年报的可能利好

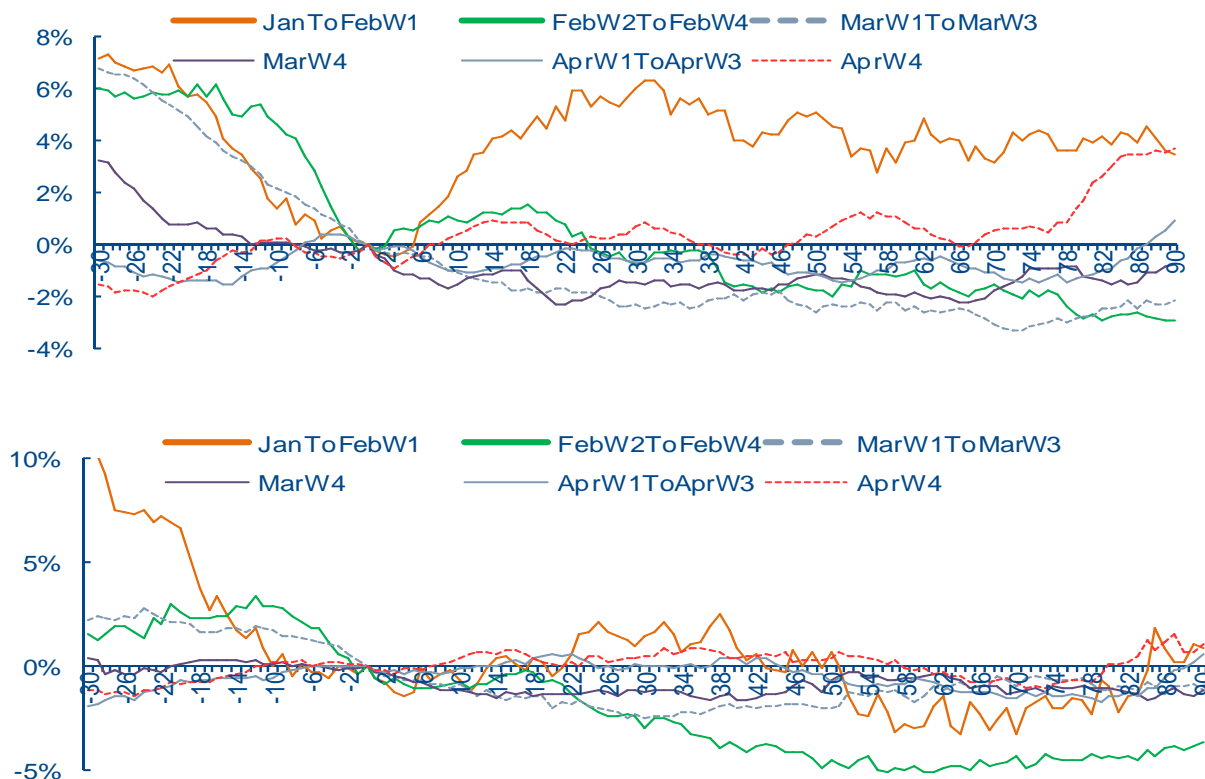


资料来源：中信证券量化投资分析系统

5.2 早披露年报——早起的鸟儿有虫吃

- 年报披露靠前的标的，在年报披露前、后均有显著的超收益。早披露的标的的公告前30个交易日产生约6%-8%的超额收益，且约靠前约明显。1月到2月初首批披露的标的，在披露后还有4%左右的超额收益机会。

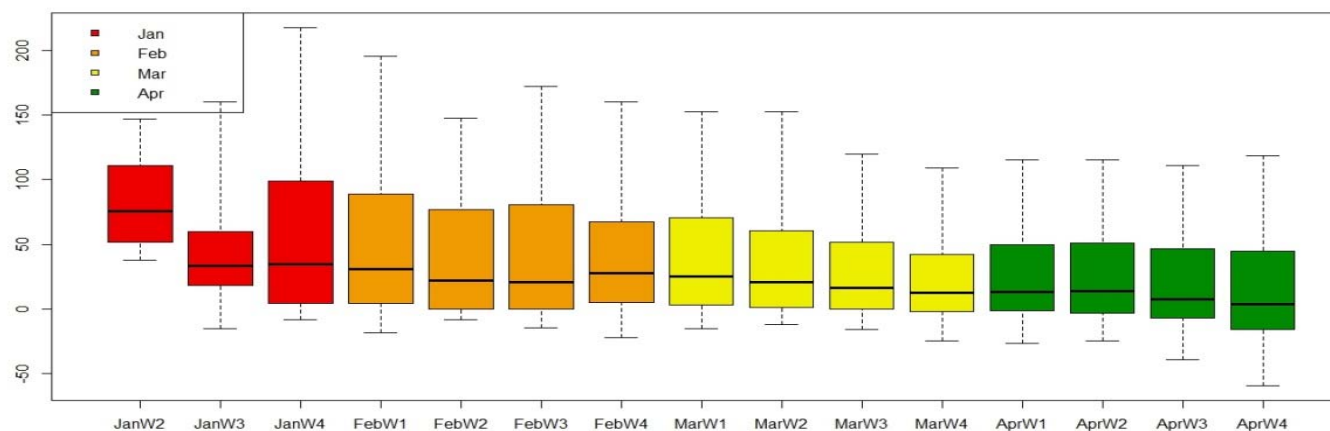
不同时段披露年报的超额收益(hs300/行业指数) [披露前30，披露后100交易日]



5.2 早披露年报——靓丽的业绩才敢早亮相

- 1月公布的年报业绩表现更好，4月末披露的年报平均业绩增速最差。
- 分年度来看，2007-2012年都呈现出1,2月披露的年报业绩优于3,4月，2012年的单调性最好。但是，近两年该趋势并不明显。特别，2013年1月披露年报的中位数为负，不如后续披露的年报的表现。

不同时段披露年报的净利润同比增速箱体图（90%分位数以上不显示）

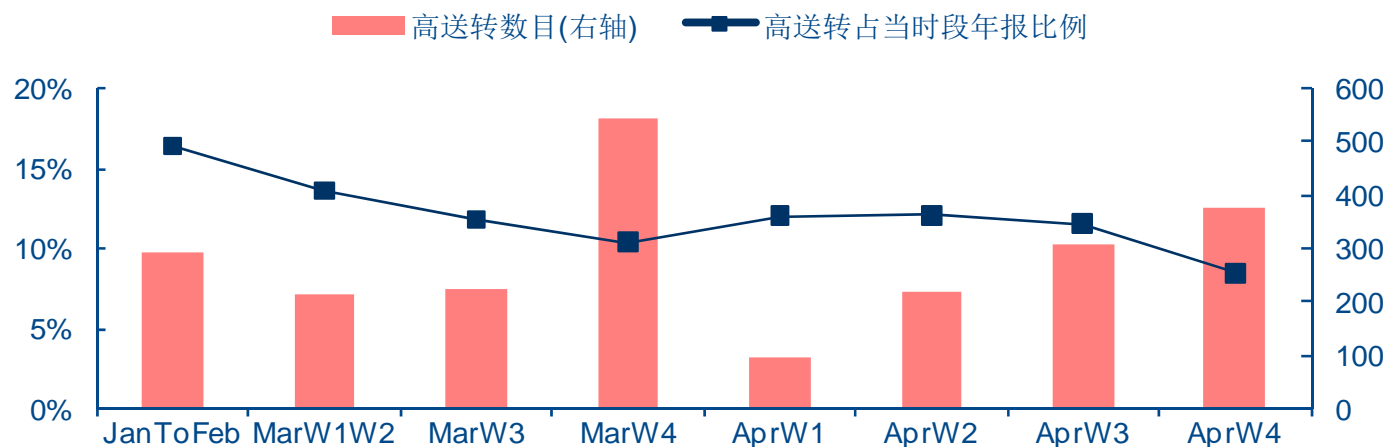


资料来源：中信证券量化投资分析系统

5.2 早披露年报——早披露的高送转概率高

- 1,2月披露的年报中，高送转比率达到**16%**，远高于4月最后一周披露年报的**8%**的概率。
- 随着披露时间的推后，高送转的概率逐渐降低。
- 根据我们在《高送转预测：围猎次新、定增、解禁股》的研究结论，我们推荐大家关注较早披露年报中，“高(EPS、股价)” “富(资本公积、BPS)” “帅(上市短、小盘股)”的高送转标的。

各时段披露年报的高送转比例



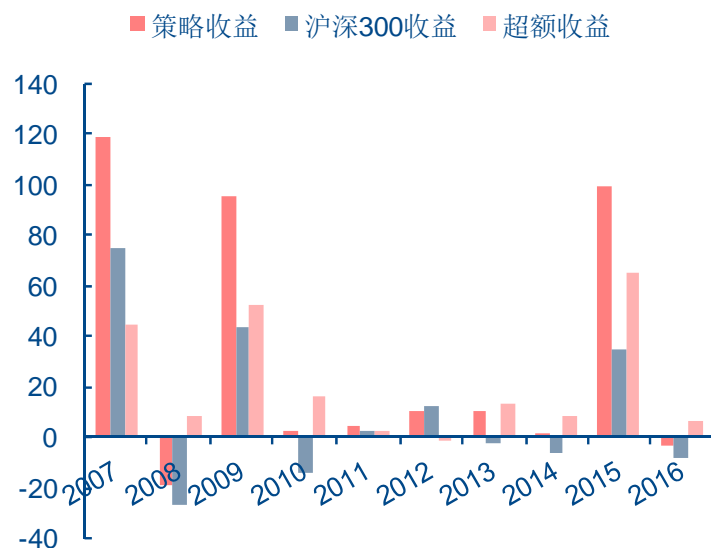
资料来源：中信证券量化投资分析系统

5.2 早披露年报——策略表现

- 若从每年第一个交易日持有至5月1日，上述策略除了在2008、2016年收益为负，其他年份均取得正收益，且除2012年跑输1.76%外，都战胜沪深300指数。2007、2009、2015年跑赢沪深300幅度在100%左右。

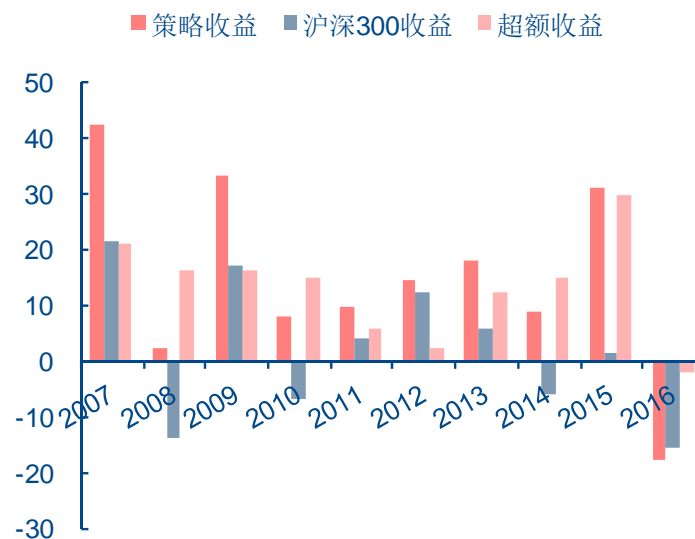
- 牛市中，建仓早、持有时间长的策略更占优势，熊市中，事件效应减

JanToFebW1披露，1月4日建仓，5月1日平仓



资料来源：中信证券量化投资分析系统

JanToFebW1披露，1月4日建仓，3月1日平仓



资料来源：中信证券量化投资分析系统

目录

- 一. 事件驱动研究框架
- 二. 产业资本
- 三. 员工激励
- 四. 公司业绩
- 五. 年报行情
- 六. 价值投资

6 高派现——配置高派现股票正当时

- 高派现股票具有较高的风险回报比，对于风险偏好有限的资金有着较强的吸引力，成为这部分资金的重要配置对象。

配置高派现股票正当时

市场情绪低迷，
风险偏好下降



类固收产品受追捧，收益
不断下行



市场企稳复苏，可配置资
产稀缺



高派现产品配置价值凸显



- 高派现股票的股息率相对不断下滑的类固定收益产品收益，将体现出越来越高的吸引力。
- 高派现股票相对估值低，下跌空间有限。具有较高的风险回报比。对于风险偏好有限的资金有着较强的吸引力，有望成为这部分资金的重要配置对象。

6 高派现——选股逻辑：低估、绩优、分红稳定

高派现股票筛选逻辑

预期股息率

$$\begin{aligned} &= \frac{\text{预期每股现金分红}}{\text{股价}} = \frac{\text{预期EPS} * \text{预期股利分配率}}{\text{股价}} \\ &= \frac{\text{当期EPS} * \text{EPS增速} * \text{预期股利分配率}}{\text{股价}} = \frac{\text{EPS增速} * \text{预期股利分配率}}{\text{PE}} \end{aligned}$$



当前估值

分母估值对于预期股息率影响最大，选择估值底部标的，股价向下压力减小，安心博取分红回报。



股利分配

选择历史分红稳定、慷慨的公司



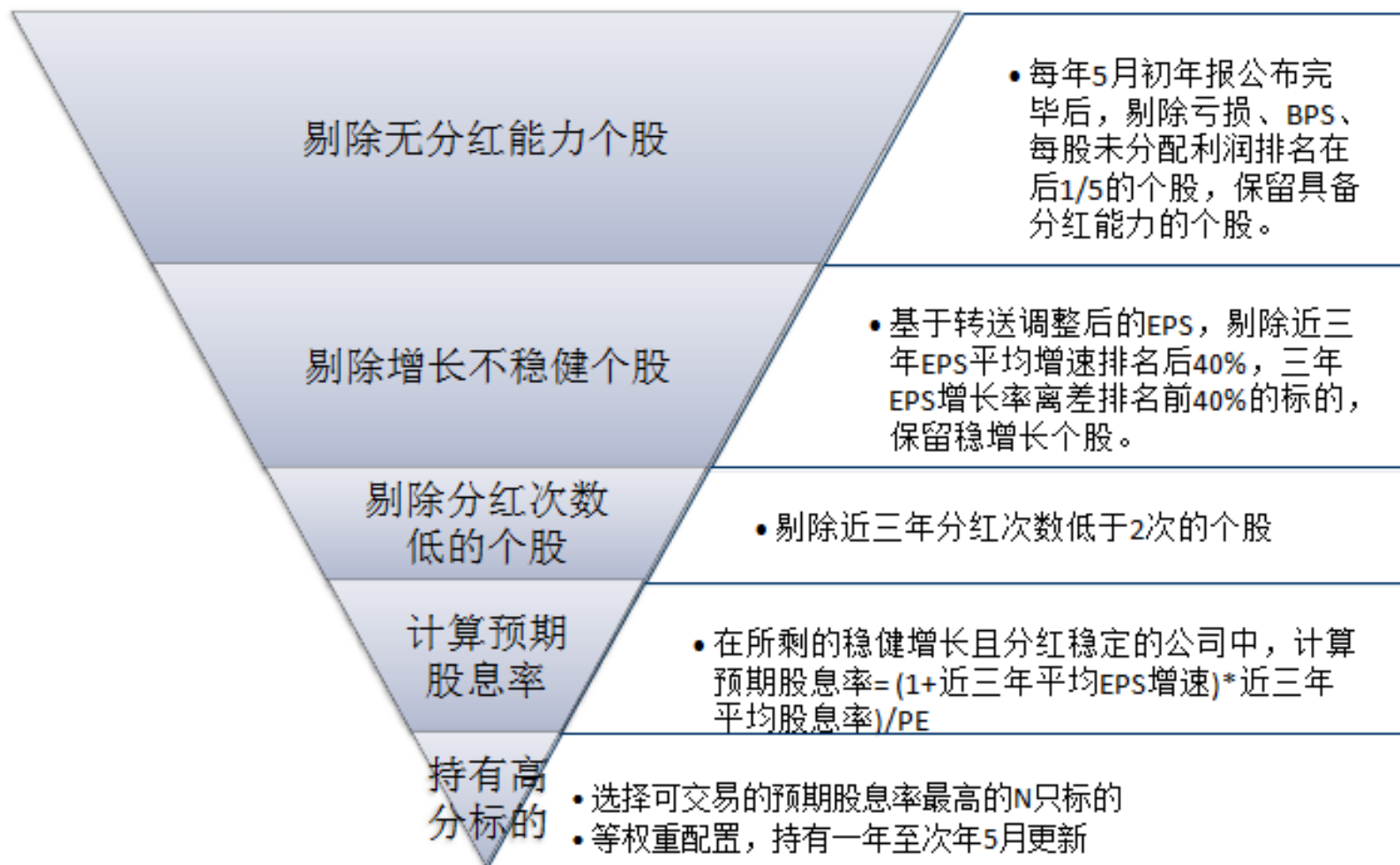
业绩增速

选择绩优、增长稳定的公司。但高成长与低估值难两全其美。业绩增长较难准确预测，选择业绩平稳的公司。

预期股息率

6 高派现——投资策略

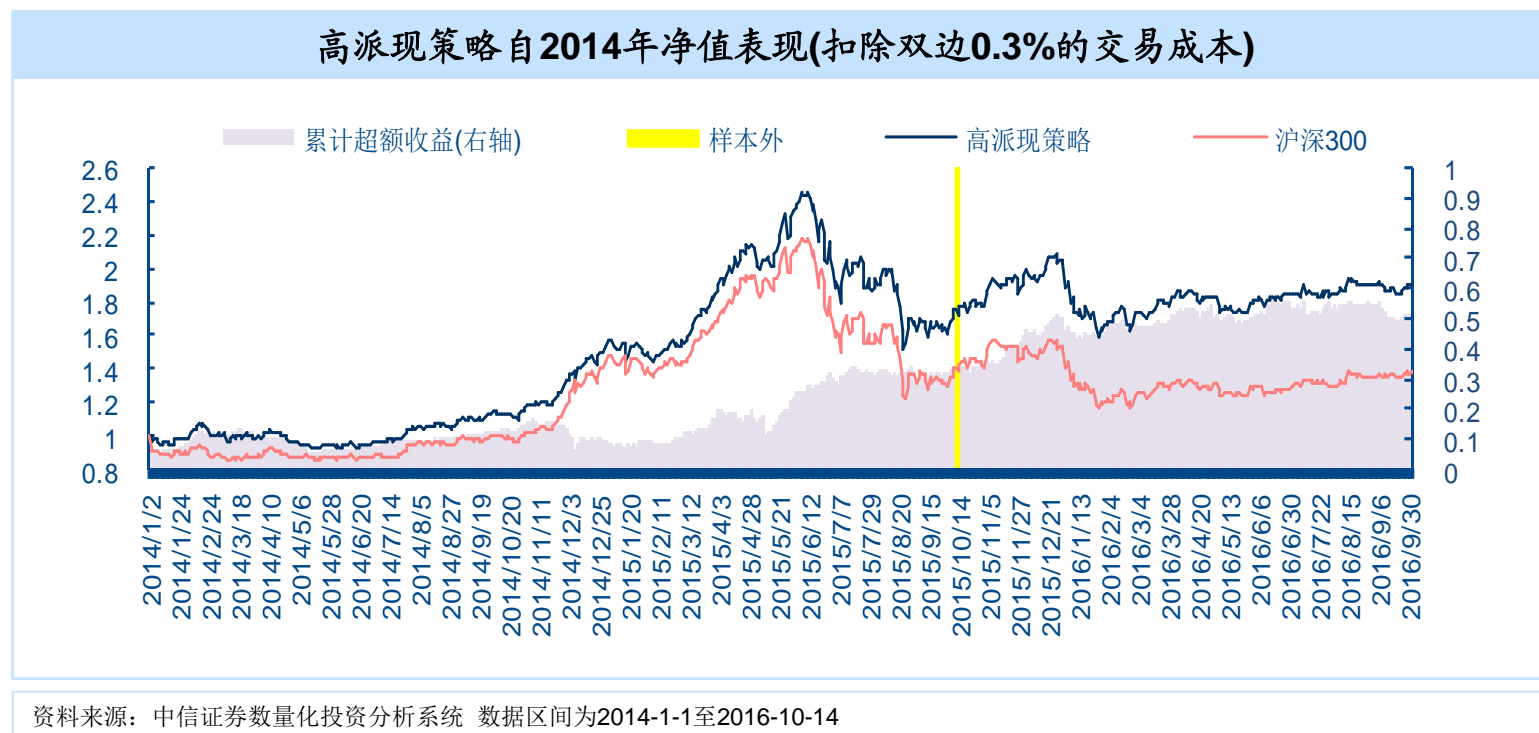
高派现投资策略



资料来源：中信证券研究部

6 高派现——策略表现

- 策略自2014年累计收益**89.58%**，战胜沪深300指数**51.19%**。



致謝

中信证券研究部 金融工程及衍生品组

赵文荣

电话：010-60836759
邮件：zhaowenrong@citics.com
执业证书编号：S1010512070002

李祖苑

电话：010-60836700
邮件：lizuyuan@citics.com
执业证书编号：S1010514070002

王兆宇

电话：021-20262110
邮件：wangzhaoyu@citics.com
执业证书编号：S1010514080008

联系人：张依文

电话：021-20262149
邮件：yiwenzhang@citics.com

免责声明

证券研究报告 2016年11月7日

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 013 11 2015

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看<https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖CLSA group, CLSA Americas及CL Securities Taiwan Co., Ltd的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且分别与CSI-USA和CLSA Americas进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系CSI-USA和CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2016版权所有。保留一切权利。