

事件驱动

2017-1-5

事件驱动系列报告七 ——年报季，业绩与超预期

金融工程 | 专题报告

报告要点

■ 业绩预告公布业绩的正面与负面对超额收益率的影响最为显著

业绩预告发布时间最早，公布业绩的正面与负面对超额收益率的影响最为显著，而较晚发布的业绩快报、定期报告公告业绩的好坏对超额收益率的影响较为有限；

■ 市场预期与实际业绩发布的预期差，对于超额收益率的影响较为显著

市场预期与实际业绩发布的预期差，对于超额收益率的影响较为显著，尤其体现在对业绩预告超预期的正向超额收益上，而在业绩快报与定期报告上，预期差更多地反应在不达预期的负向超额收益上。建议关注业绩预告超预期，而回避业绩快报、定期报告的不达预期；

■ 业绩与预期叠加效果显著

在叠加预期差效应的业绩事件的表现上，业绩预告预增与扭亏为盈的表现极为显著，叠加后的超额收益较单独观察业绩或者预期影响更高。

分析师 覃川桃

☎ (8621) 68751782

✉ qjinct@cjsc.com

执业证书编号：S0490513030001

联系人 陈奕

☎ (8621) 68751259

✉ chenyl4@cjsc.com

联系人 杨靖凤

☎ (8621) 68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

风险提示：历史的回测不代表未来业绩的保证

目录

事件冲击评估系统	3
事件冲击评估系统	3
事件驱动的例子	3
事件逻辑	4
业绩类型的影响	5
预期的影响	8
业绩类型和预期差	13
总结	19
最新公司列表	19

图表目录

图 1: 年报提前披露超额收益统计	3
图 2: 从业绩类型与预期捕获超额收益	4
图 3: 业绩预告不同业绩类型超额收益	5
图 4: 业绩快报不同业绩类型超额收益	6
图 5: 定期报告不同业绩类型超额收益	6
图 6: 业绩预告分年超额收益	7
图 7: 业绩预告是否超预期超额收益表现	8
图 8: 业绩快报是否超预期超额收益表现	9
图 9: 定期报告是否超预期超额收益表现	10
图 10: 业绩预告是否超预期分年超额收益	11
图 11: 业绩预告: 预增, 是否超预期超额收益	13
图 12: 业绩预告: 扭亏为盈, 是否超预期超额收益	15
图 13: 业绩快报: 扭亏为盈, 是否超预期超额收益	17
表 1: 业绩预告分年超额收益	12
表 2: 业绩类型与预期差	13
表 3: 业绩预告: 预增, 是否超预期分年超额收益	14
表 4: 业绩预告: 扭亏为盈, 是否超预期分年超额收益	16
表 5: 业绩快报: 扭亏为盈, 是否超预期分年超额收益	18
表 6: 最新发生事件公司列表	19

事件冲击评估系统

市场中发生的各类事件对于公司股价的影响究竟几何，为了探究这一问题，我们建立了一套事件评估系统，并据此来评估市场上发生的各类事件对于股票超额收益的影响。

事件冲击评估系统

在对事件影响的评估过程中，我们发现市场行情对于股价的影响、小盘股效应对股价的影响、涨停没有买入机会等，给评估事件冲击的收益带来了很大的困难。

为了解决这三个问题，我们设定了对应的解决方法，即制定计算真实超额收益的方法：

- 1、事件发生后，从下一交易日始，选择首次开盘涨幅低于 9% 的首个交易日作为评估起始日 T+1；
- 2、计算自 T+1 日至 T+N 日，发生事件公司（A）超额对应中信一级行业收益率 R_a ；
- 3、筛选 A 公司所在中信一级行业内，与 A 公司在 T+1 日市值最为接近的 5 家公司（以市值 $\pm 30\%$ 为限），计算这些公司超额该中信一级行业的平均收益 R_m ；
- 4、计算该公司相对同行业近市值公司收益率 $R_a - R_m$ ，并计算累计收益率 R_{pi} ；
- 5、所有测算剔除 ST、*ST。

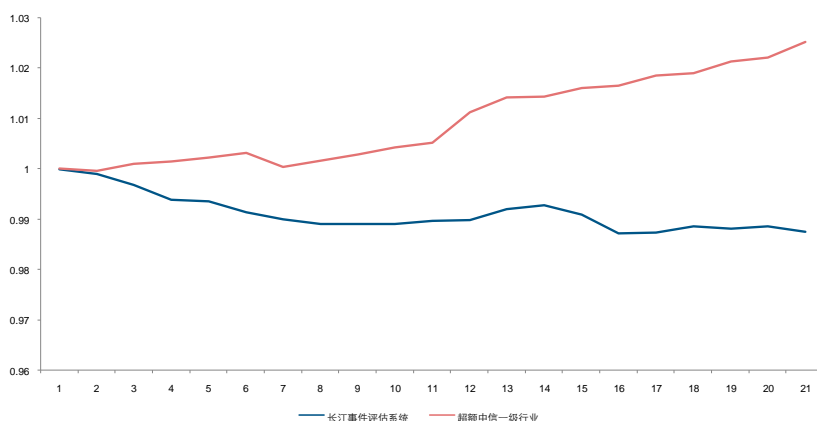
事件驱动的例子

举一个事件的例子

临近年报季，年报的预披露时间也即将公布，各公司年报披露日期是否也有玄机呢？

我们对当年预披露日期较前一年度提前 20 个交易日的公司自年报预披露公告日起，计算之后 20 个交易日的超额收益率

图 1：年报提前披露超额收益统计



资料来源：Wind, 长江证券研究所

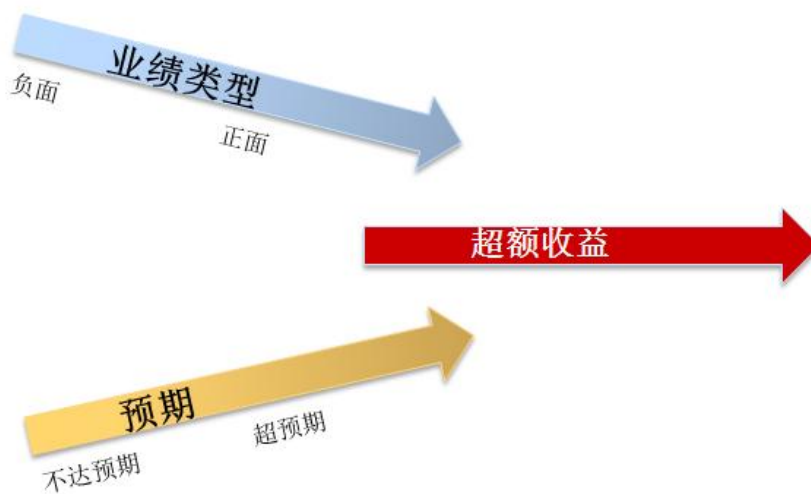
从图 1 中，我们可以看到，年报提前披露超额中信一级行业的表现还不错，20 个交易日能够获得 2% 以上的超额收益，但是在运用我们的事件评估系统进行统计后发现事实上是没有超额收益的，造成这个现象的主要原因就是因为**本质上带来超额中信一级行业收益的根源是市值因子**，也就是说在同样的时间段，我们选取同行业内市值接近的公司获得的超额收益是相同的。也就是说这个事件本身其实并不能给我们带来超额收益。

通过上面的事件驱动的例子，我们可以知道长江的事件驱动评估系统能够在控制市值与行业的情况下对个股的超额收益进行统计，能够更好地体现事件本身对公司超额收益的影响。

事件逻辑

我们想要从业绩与市场预期的角度探究这样的事件对于公司超额收益的影响，我们对业绩类型的正面与负面，预期的超预期与不达预期进行分类，以期获得更高的超额收益。

图 2：从业绩类型与预期捕获超额收益



资料来源：Wind，长江证券研究所

业绩类型的影响

我们跟踪上市公司发布的业绩预告、业绩快报和定期报告，并根据这三类报告反应的公司业绩同比变化区分为以下几类：

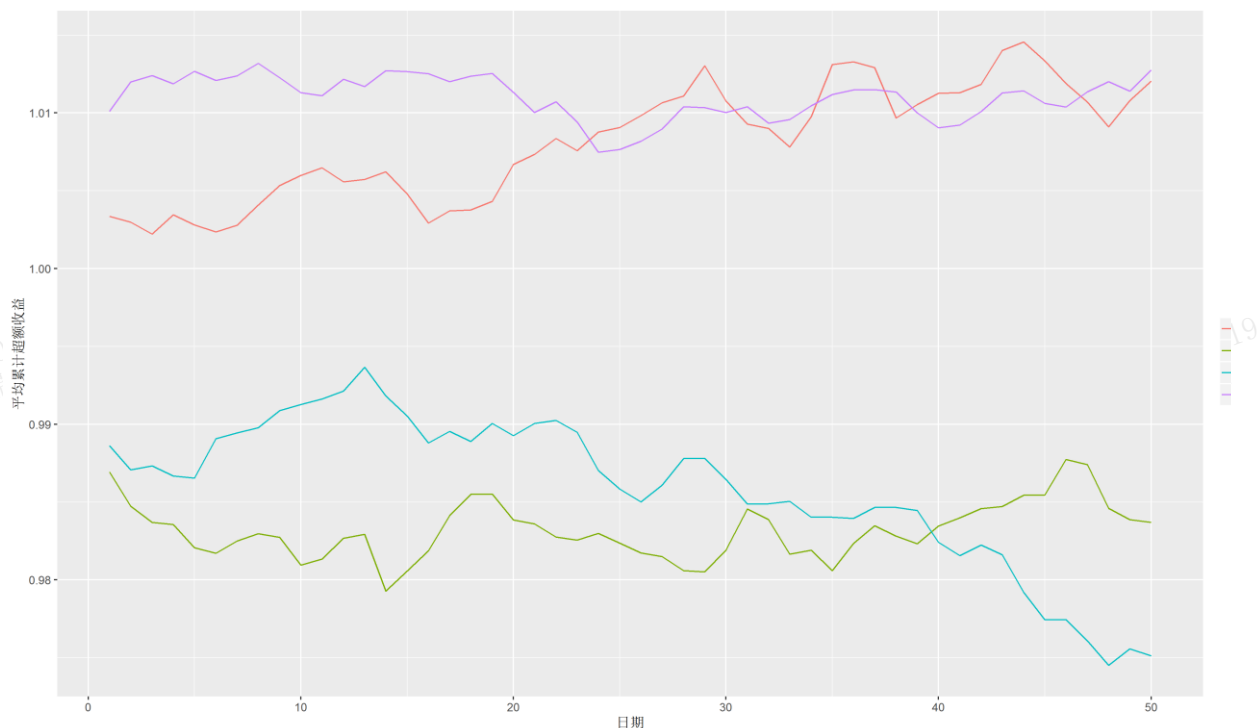
业绩预告：业绩预增、业绩预减、扭亏为盈、首亏（上年同期净利润为正，当期
为负）

业绩快报、定期报告：扭亏为盈、首亏、续赢、续亏

我们对这几种业绩变化类型分别统计其超额收益情况。

业绩预告

图 3：业绩预告不同业绩类型超额收益

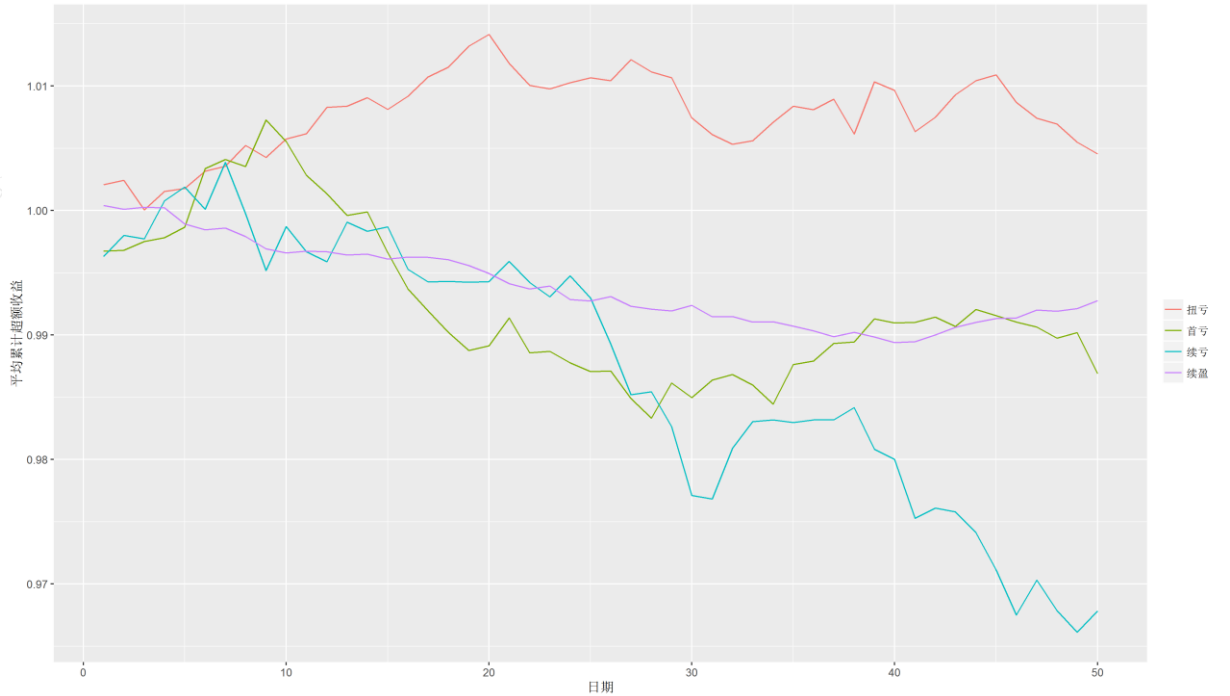


资料来源：Wind，长江证券研究所

从图 3 中可以看到，业绩预告的四种类型的超额收益表现，可以发现正面的业绩事件（预增、扭亏）正向超额收益显著，而负面的事件（首亏、预减）的负向超额收益显著。

业绩快报

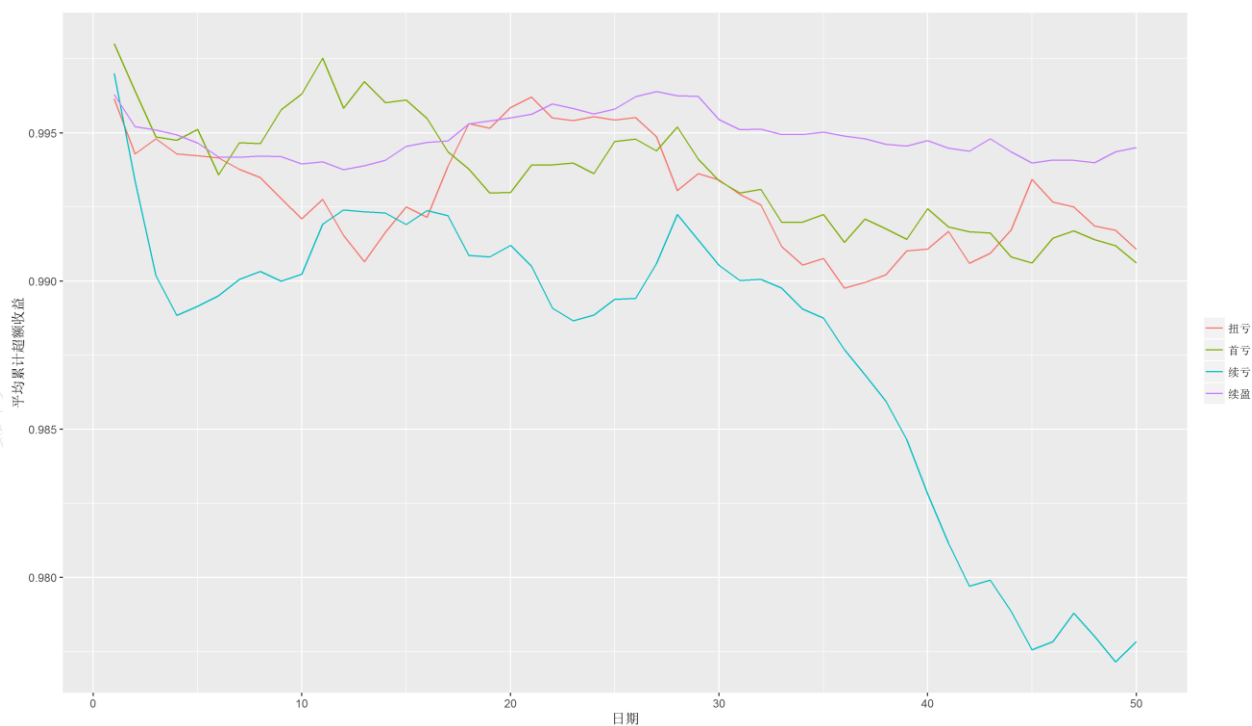
图 4：业绩快报不同业绩类型超额收益



资料来源：Wind, 长江证券研究所

定期报告

图 5：定期报告不同业绩类型超额收益



资料来源：Wind, 长江证券研究所

从业绩快报和定期报告的表现来看，业绩的正面或者负面对公司的超额收益影响已经极不明显了，甚至对于某些正面事件还存在着预期落地之后的获利出逃，带来负向的超额收益。因此，对于发布时间较为之后的业绩快报和定期报告而言，业绩的类型不具有投资的价值。

而通过对比可以看到，最早发布的业绩预告则呈现了最好的超额收益反应，之后我们想考察业绩预告的不同业绩类型在分年的表现的稳定性。

图 6：业绩预告分年超额收益

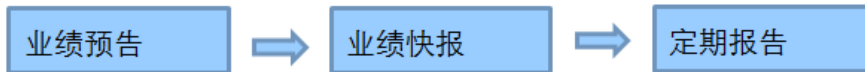


资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 6 中，业绩预告分年（以报告期区分）的表现来看，**正面业绩事件常年表现出正向的超额收益率**，因此可以看到业绩类型每年均有较强的区分度。

预期的影响

在业绩报告发布前，市场往往会对上市公司报告期内的业绩形成预期，而公司几个业绩报告发布的时间线：



因此，我们根据这一时间线来定义市场的预期（均采用净利润数据）：

业绩预告预期：最近一期分析师的一致预期；

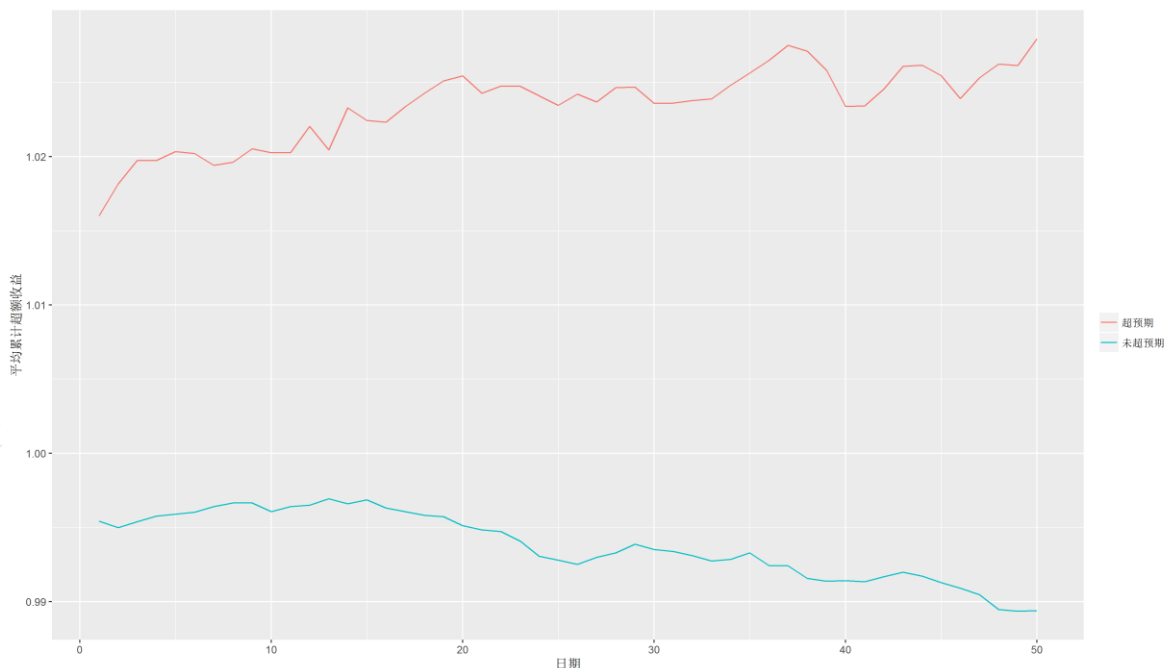
业绩快报预期：如果在快报之前有过业绩预告则使用业绩预告数据，如没有则用最近一期的分析师一致预期；

定期报告预期：如果在定期报告之前有过业绩预告、业绩快报，则使用业绩预告或业绩快报数据，如没有则用最近一期的分析师一致预期；

在定义了市场预期之后，当公司公告实际业绩时，实际业绩与市场预期之间就会存在预期差，我们就可以区分为超预期与不达预期两种情形。从而对两种情形下超额收益进行统计。

业绩预告

图 7：业绩预告是否超预期超额收益表现

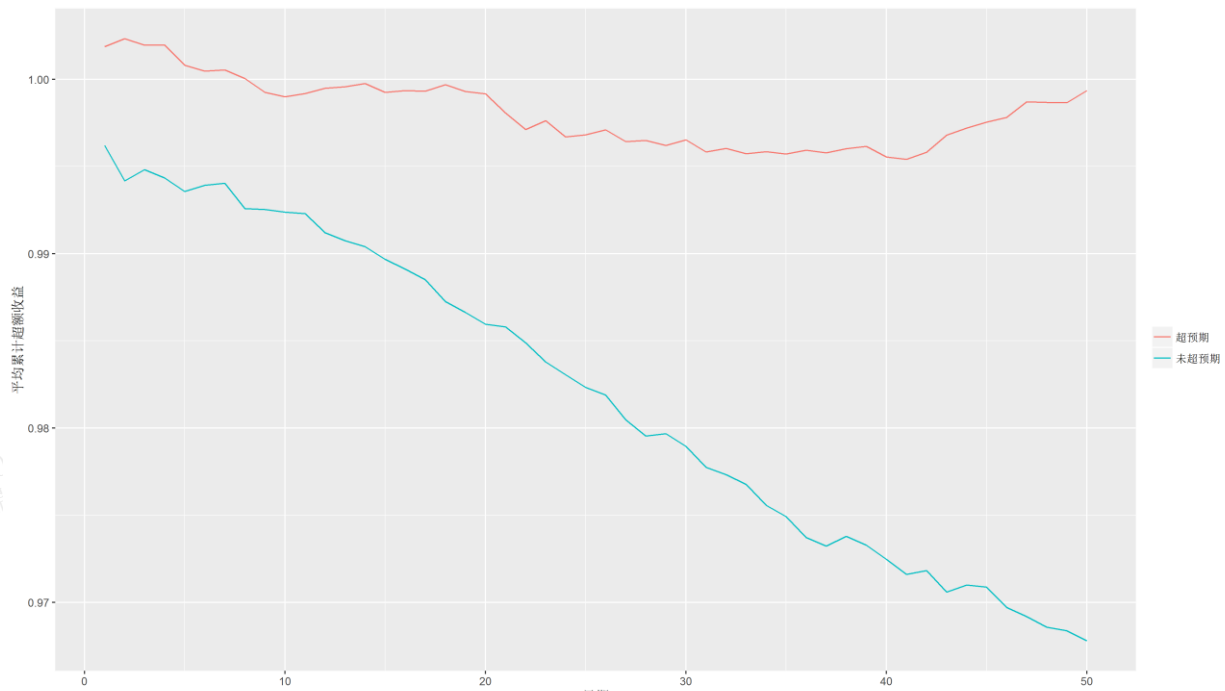


资料来源：Wind, 长江证券研究所

从图 7 中可以看到，预期之于业绩预告是有着明显的区分作用的，超预期组别的正向超额收益极为明显，不过我们更应该关注的是不达预期组别的表现，不达预期组的负向超额收益明显，这就意味着**预期对于业绩预告存在着明显的筛选作用**，只有超预期的业绩预告才能带来正向的超额收益。

业绩快报

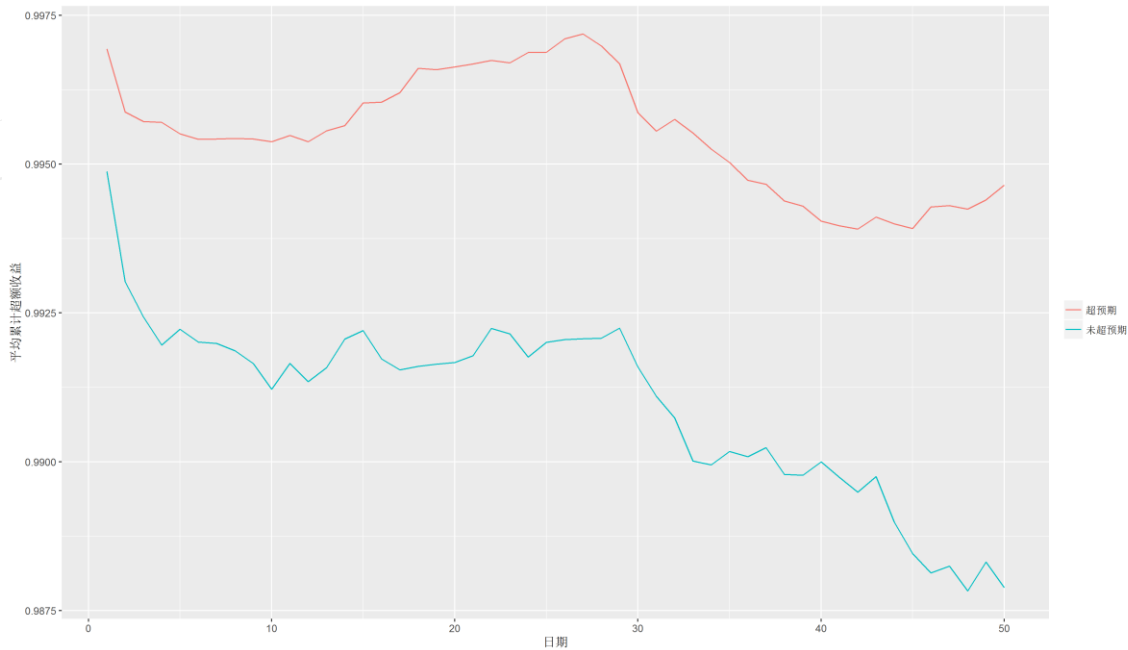
图 8：业绩快报是否超预期超额收益表现



资料来源：Wind, 长江证券研究所

定期报告

图 9：定期报告是否超预期超额收益表现



资料来源：Wind, 长江证券研究所

可以看到，业绩快报和定期报告超预期的正面作用并不明显，而相反的不达预期组别的负向超额收益很明显，也就是说不达预期的组别的表现不佳。

业绩快报与定期报告不达预期的公司建议回避。

预期影响较大的业绩预告，我们来观察其分年的表现：

图 10：业绩预告是否超预期分年超额收益



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 1：业绩预告分年超额收益

年份	交易日	10	30	50
2009	超预期	1.53%	2.16%	3.42%
	未超预期	-0.58%	-0.49%	-0.11%
2010	超预期	2.94%	3.62%	1.58%
	未超预期	0.08%	-0.42%	-0.55%
2011	超预期	1.17%	2.82%	5.59%
	未超预期	-0.08%	-0.78%	-1.63%
2012	超预期	3.23%	5.35%	5.53%
	未超预期	-1.14%	-1.72%	-2.06%
2013	超预期	1.79%	2.63%	3.52%
	未超预期	-0.53%	-0.52%	-1.19%
2014	超预期	0.79%	0.44%	2.69%
	未超预期	-0.15%	0.17%	0.00%
2015	超预期	2.42%	0.06%	-1.70%
	未超预期	-0.04%	-0.52%	-1.02%

资料来源：长江证券研究所，Wind

从业绩预告分年的表现来看，预期对于业绩预告的影响逐年都十分显著，从表 1 中可以看到，我们测算了公告日后 10、30、50 个交易日的超额收益率，可以发现超预期组别的超额收益几乎都高于为超预期组。

因此，我们可以得到如下结论：

- 1、预期对于业绩预告、业绩快报、定期报告均有显著的影响力；
- 2、业绩预告中超预期组的正向超额收益显著；
- 3、预期对于业绩快报、定期报告的影响主要体现在不达预期公司的预警能力。

业绩类型和预期差

在评估业绩类型和预期差对于超额收益的影响之后，我们希望叠加两者的影响来提高整体的超额收益水平。

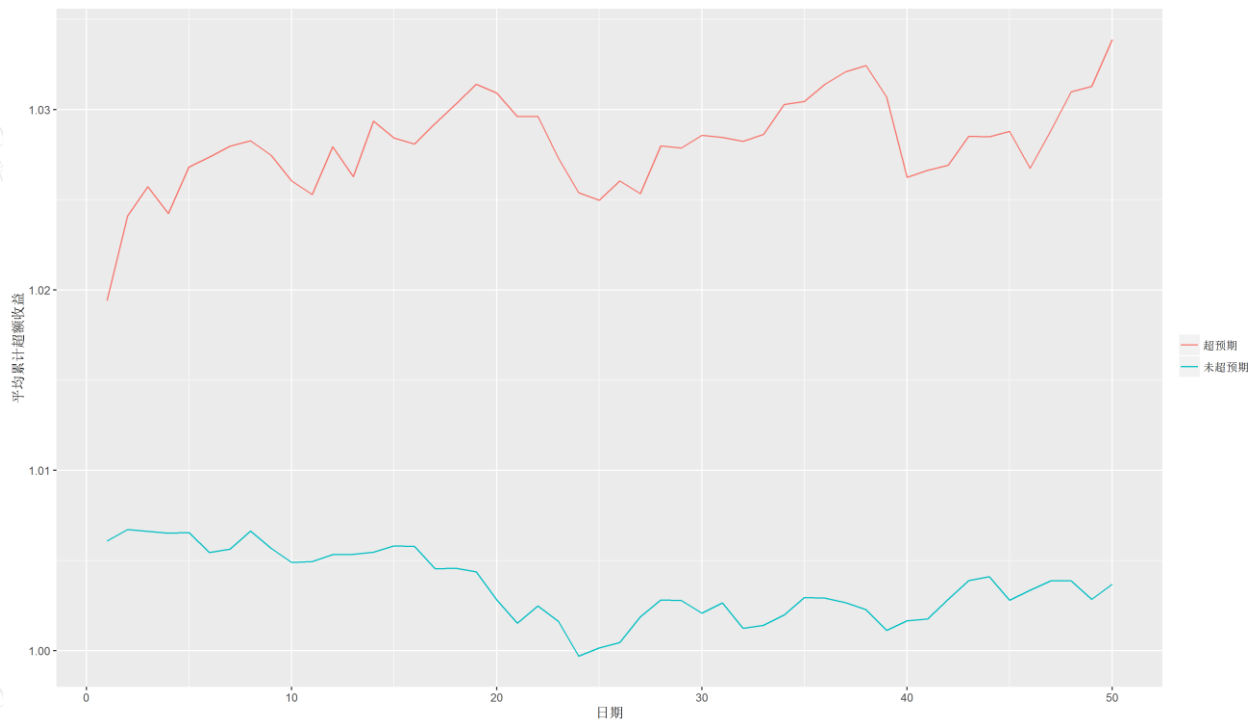
表 2：业绩类型与预期差

业绩类型 \ 预期差	超预期	不达预期
	超预期	不达预期
正面业绩	正面业绩且超预期	正面事件且不达预期
负面业绩	负面业绩且超预期	负面事件且不达预期

资料来源：长江证券研究所，Wind

我们对叠加预期的业绩类型的超额收益再次进行了统计，筛选出其中正面业绩同时超预期的公司观察其超额收益。

图 11：业绩预告：预增，是否超预期超额收益



资料来源：Wind，长江证券研究所

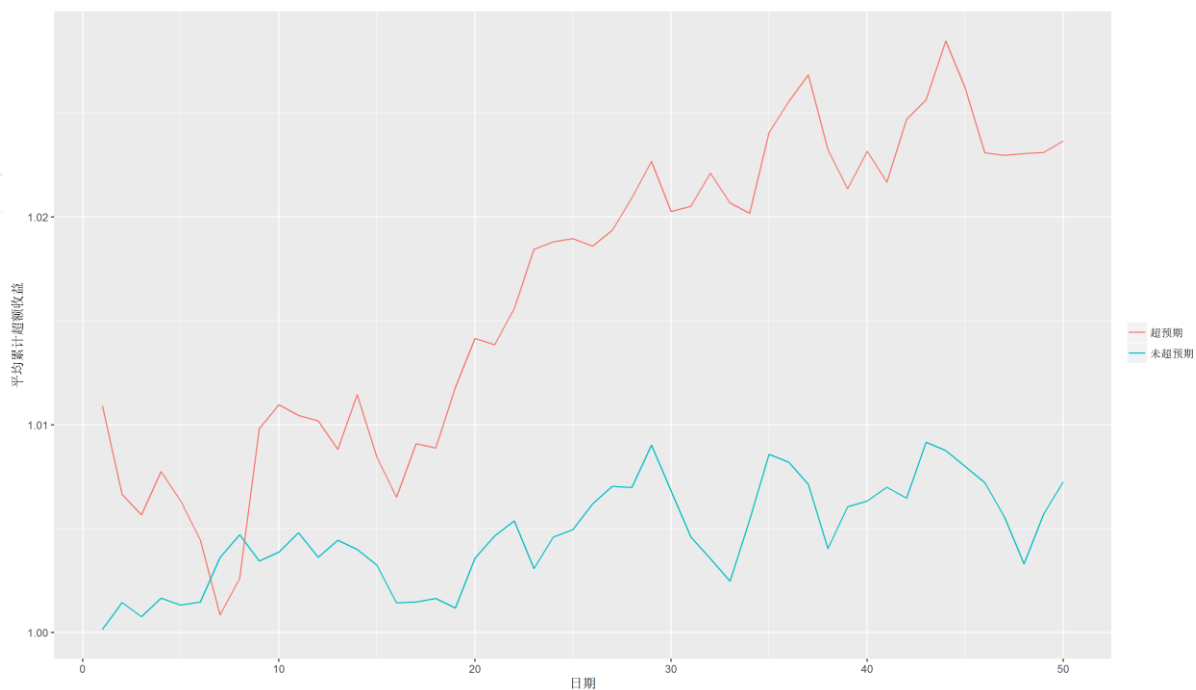
表 3：业绩预告：预增，是否超预期分年超额收益

年份	交易日	10	30	50
2009	超预期	2.45%	3.44%	6.30%
	未超预期	-1.42%	-1.14%	-0.17%
2010	超预期	2.84%	2.88%	0.76%
	未超预期	0.65%	-0.96%	-2.77%
2011	超预期	2.10%	3.48%	6.21%
	未超预期	1.21%	0.75%	1.47%
2012	超预期	3.79%	7.68%	9.32%
	未超预期	-0.92%	0.02%	0.22%
2013	超预期	2.89%	3.18%	3.89%
	未超预期	0.93%	0.66%	2.08%
2014	超预期	0.56%	0.60%	2.79%
	未超预期	0.71%	1.47%	1.04%
2015	超预期	3.34%	-0.83%	-4.06%
	未超预期	0.79%	-0.61%	-0.24%

资料来源：长江证券研究所，Wind

可以看到业绩预增超预期平均有 20 个交易日有 3% 的超额收益，分年的表现均很稳定。值得注意的一点是，预增不达预期组呈现了明显的负向超额收益，也就是说虽然业绩预告显示预增的公司，如果它的业绩没有达到预期，其实这样的公司表现不佳。所以我们可以[通过预期的影响对预增这一事件进行进一步的强化，增厚其超额收益。](#)

图 12：业绩预告：扭亏为盈，是否超预期超额收益



资料来源：Wind，长江证券研究所

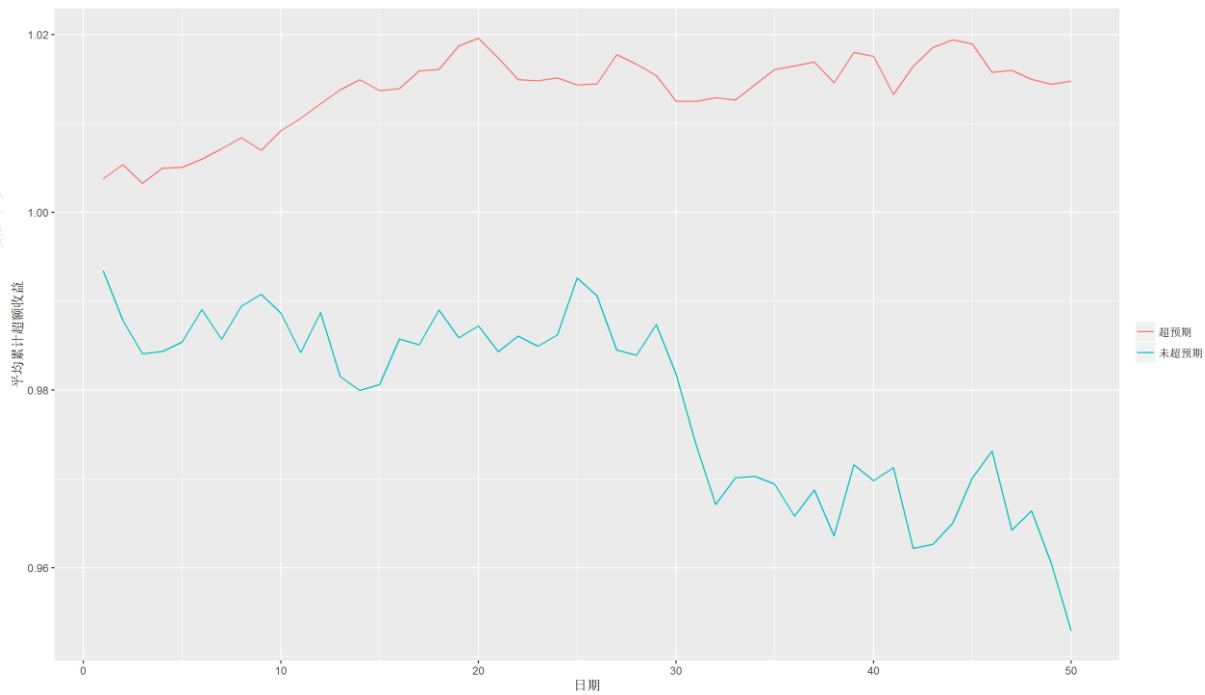
表 4：业绩预告：扭亏为盈，是否超预期分年超额收益

年份	交易日	10	30	50
2009	超预期	-0.41%	-1.71%	-3.33%
	未超预期	-0.16%	0.01%	-0.30%
2010	超预期	4.02%	3.38%	0.81%
	未超预期	-0.25%	-0.13%	3.76%
2011	超预期	-1.95%	3.03%	0.66%
	未超预期	2.98%	2.53%	3.37%
2012	超预期	4.10%	2.82%	3.39%
	未超预期	-0.85%	-3.42%	-3.17%
2013	超预期	-0.96%	3.65%	3.89%
	未超预期	0.22%	1.07%	0.75%
2014	超预期	0.27%	-0.54%	3.37%
	未超预期	0.17%	0.97%	0.46%
2015	超预期	1.26%	3.22%	4.43%
	未超预期	1.18%	2.84%	1.65%

资料来源：长江证券研究所，Wind

业绩预告扭亏超预期的表现则不如预增超预期，但是仍然能够获得较高的超额收益，而且逐年的表现也较为稳定。

图 13：业绩快报：扭亏为盈，是否超预期超额收益



资料来源：Wind, 长江证券研究所

表 5：业绩快报：扭亏为盈，是否超预期分年超额收益

年份	交易日	10	30	50
2009	超预期	1.42%	-0.14%	-2.32%
	未超预期	-3.97%	-4.86%	-10.17%
2010	超预期	0.62%	1.50%	4.41%
	未超预期	-2.26%	-7.35%	-12.21%
2011	超预期	1.64%	-0.43%	-3.58%
	未超预期	0.46%	0.21%	-2.01%
2012	超预期	1.82%	1.23%	1.43%
	未超预期	-1.89%	-5.08%	-10.83%
2013	超预期	0.93%	-0.23%	1.45%
	未超预期	-1.10%	-1.32%	1.78%
2014	超预期	0.84%	3.51%	0.20%
	未超预期	1.03%	3.33%	-2.28%
2015	超预期	-0.73%	-0.68%	11.24%
	未超预期	-0.31%	4.35%	9.91%

资料来源：长江证券研究所，Wind

业绩快报的扭亏为盈是否超预期的超额收益也显示了较为明显的差异性，不过正向的超额收益没有前两个事件的表现出色。

总结

根据对业绩预告、业绩快报、定期报告，以及预期影响下的各事件表现的测算，我们得到如下的结论：

1、业绩预告发布时间最早，公布业绩的正面与负面对超额收益率的影响最为显著，而较晚发布的业绩快报、定期报告公告业绩的好坏对超额收益率的影响较为有限；

2、市场预期与实际业绩发布的预期差，对于超额收益率的影响较为显著，尤其体现在对业绩预告超预期的正向超额收益上，而在业绩快报与定期报告上，预期差更多地反应在不达预期的负向超额收益上。建议关注业绩预告超预期，而回避业绩快报、定期报告的不达预期；

3、在叠加预期差效应的业绩事件的表现上，业绩预告预增与扭亏为盈的表现极为显著，叠加后的超额收益较单独观察业绩或者预期影响更高。

最新公司列表

经过对过去几年的业绩类事件进行测算，我们发现在一月业绩预告集中发布的时间点，重点推荐业绩预告预增且超预期和业绩预告扭亏为盈且超预期的股票，截止 2017 年 1 月 5 日发生上述事件的公司列表如下：

表 6：最新发生事件公司列表

股票代码	股票简称	公告日期	业绩预告类型	截止 2017 年 1 月 5 日收益率
600456.SH	宝钛股份	2017-1-5	扭亏	-
000955.SZ	欣龙控股	2017-1-4	扭亏	0.38%
002258.SZ	利尔化学	2017-1-4	预增	3.77%
300062.SZ	中能电气	2017-1-4	预增	-0.31%
300327.SZ	中颖电子	2017-1-3	预增	-2.20%

资料来源：长江证券研究所，Wind

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：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	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。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼 (518000)

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：10060000。

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所，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。