


2014-9-9

金融工程(专题报告)

## 事件驱动系列研究

# 出乎意料的成绩单


分析师： 范辛亭

 (8621) 68751859

 fanxt@cjsc.com.cn


执业证书编号:S0490510120008

联系人： 庄皓亮

 (8621) 68751259

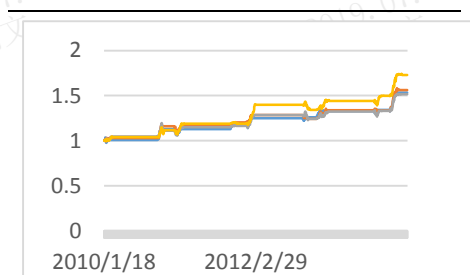
 zhuanghl@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤

 (8621)68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

图 3：累计收益率(业绩超预期)



资料来源：Wind, 长江证券研究部

相关研究

### 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。

#### ■ 超预期事件的利用

当公司年报公告时，公司业绩有可能会高于盈利预测，这样会使得市场修正对公司的估值，而业绩超预期现象理论上带来的是对公司估值向上的修正。这就为我们建立交易策略提供了样本。

#### ■ 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。

## 目录

一、事件交易策略 .....	3
二、出乎什么意料? .....	3
三、出乎多少意料? .....	3
四、出乎意料有啥用? .....	4
五、交易策略回测 .....	5
1、超预期程度回测 .....	5
2、超预期持仓周期回测 .....	6
六、总结 .....	8
七、事件选股交易策略流程 .....	8

## 图表目录

图 1: 公司超预期程度分布 .....	4
图 2: 累计收益率(业绩超预期程度) .....	6
图 3: 累计收益率(业绩超预期持仓周期) .....	7
表 1: 业绩超预期公司数量统计 .....	3
表 2: 业绩超预期程度统计 .....	3
表 3: 业绩超预期公告后收益率 .....	4
表 4: 业绩超预期策略回测结果——超预期程度 .....	5
表 5: 业绩超预期策略回测结果——持仓周期 .....	6

## 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——业绩超预期，并设计了对应的交易策略，我们称之为出乎意料的成绩单。

## 二、出乎什么意料？

作为的业绩超预期，需要的是两个概念，什么是预期，什么是业绩？每家公司的年报公告之前，公司会发布盈利预测，盈利预测发布后市场就会将其作为对公司业绩的预期。但是预测的值与公司实际年净利润会有偏差，因此当公司年报公告时，公司业绩有可能会高于预测，这样会使得市场修正对公司的估值，而业绩超预期现象理论上带来的是对公司估值向上的修正，因此公司的股票价格就会由于超预期的业绩表现而呈现上涨趋势。

## 三、出乎多少意料？

我们统计了从 2010 年到 2014 年公司公告净利润超过同期盈利预测中的净利润预测的公司。

表 1：业绩超预期公司数量统计

年份	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年（至 7 月）
公司个数	48	87	67	96	84

资料来源：长江证券研究部，wind

我们还对公司超预期的程度进行了分析，如表 2：

表 2：业绩超预期程度统计

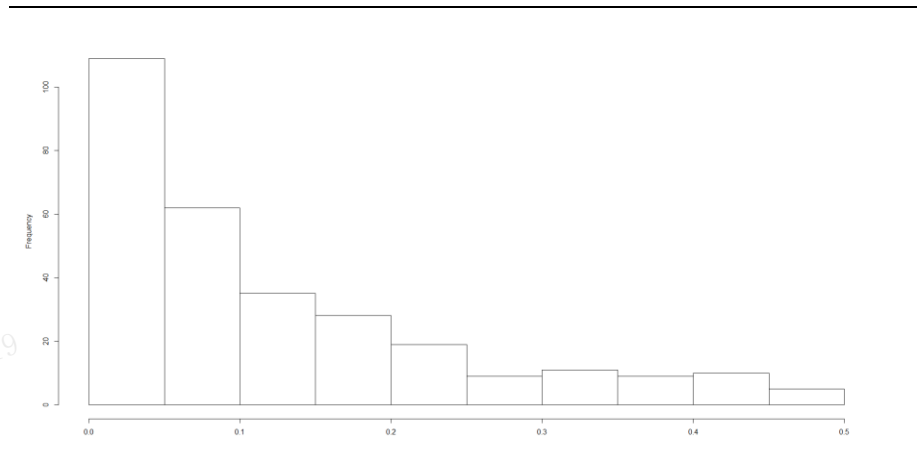
项目	数值
平均超预期比率	86.42%
超预期比率中位数	12.20%
最大超预期比率	8233.33%
最小超预期比率	0.011%

超预期比率超过 50%的公司占比	22.25%
超预期比率超过 25%的公司占比	33.77%
超预期比率低于 10%的公司占比	44.76%
超预期比率低于 5%的公司占比	28.53%

资料来源：长江证券研究部，wind

通过对业绩超预期的公司超预期现象的描述性统计，我们发现超预期公司除了 20% 的公司超预期程度较高，80%左右的公司超预期程度的分布如图 1，可以发现，公司的超预期程度均不高，主要集中在 10%左右。

图 1：公司超预期程度分布



资料来源：Wind，长江证券研究部

## 四、出乎意料有啥用？

超预期公司公告后是否存在正的  $\alpha$ ？我们将所有出现超预期现象的公司公告业绩超预期后 5 日的收益率，结果统计如表 3：

表 3：业绩超预期公告后收益率

项目	数值
平均收益率	1.81%
胜率	62.04%
最低收益率	-14.86%
最高收益率	19.81%
方差	5.97%

资料来源：长江证券研究部，wind

我们通过对超预期后公司股票的收益率的分析,发现公司公告后股票价格上涨的概率超过了 60%,5 日的平均收益达到了 1.81%,当然也存在了一部分股票价格下跌的现象。不过面对较高的胜率和有限的回撤,我们通过设定止损机制可以有效地提高收益率。这部分的回测结果证明了,超预期后公司股价存在一定的正 alpha,我们可以通过制定交易策略来获得这部分收益。

## 五、交易策略回测

### 1、超预期程度回测

我们建立了超预期策略,将公司业绩与分析师预测进行比较,找出实际净利润高于分析师预测的公司,买入该公司股票并持有 N 日。在上文的描述性统计中,我们发现了公司的超预期程度不同,因此,我们将超预期的公司按照超预期程度分为了四个组:10%,25%,50%,全部。分别对这四个组进行了策略回测。

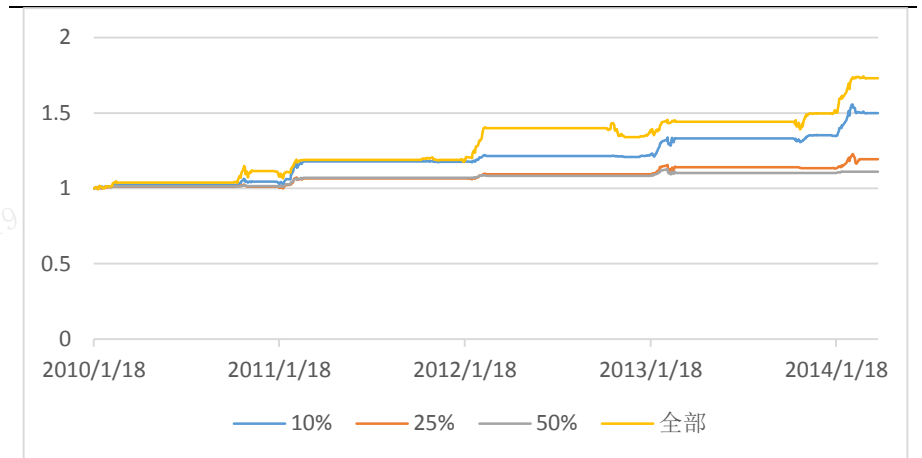
在股票筛选时,我们删除了 ST 和\*ST 的股票,以及当日开盘涨停和停牌的股票,策略中没有考虑交易费用,开仓价格我们采用的是 T+1 日的开盘价。同时为了保证策略的稳定性,我们对个股设定了相应的止损机制。

表 4: 业绩超预期策略回测结果——超预期程度

策略	10%	25%	50%	全部
起始时间	2010/1/18	2010/1/18	2010/1/29	2010/1/18
终止时间	2014/4/10	2014/4/10	2014/1/30	2014/4/10
平均日收益率	0.0403%	0.0176%	0.0110%	0.0549%
标准差	0.37%	0.26%	0.15%	0.50%
累计收益率	49.87%	19.25%	11.11%	72.97%
年化收益率	12.20%	4.71%	2.87%	17.85%
累计相对收益	84.92%	54.29%	42.37%	108.02%
年化相对收益	20.77%	13.28%	10.93%	26.42%
胜率	57.54%	60.21%	58.09%	57.57%
最大回撤	-2.82%	-2.77%	-1.93%	-4.08%
盈亏比	146.84%	107.73%	130.82%	133.90%

资料来源:长江证券研究部,wind

图 2：累计收益率(业绩超预期程度)



资料来源：Wind, 长江证券研究部

通过策略汇总，我们可以看到，全部组的收益状况明显好于其他的组，当然显而易见的是该组的回撤也是最大的。这说明了超预期在 10% 以内的公司股票价格的修正会受到一定的影响，也就是说 10% 的股票风险更大，有可能会带来较大的回撤，但是可以看到的是这样的回撤带来了高出其他组许多的收益，相信是可以接受的。

从累计收益率的图来看，由于业绩公告日期的集中性特征，在没有业绩预告的日子其实是没有持仓的，我们也可以看到在每一个业绩预告公告的时间点策略都呈现了很好的收益表现。在 2010 年和 2011 年策略表现相对差一些，回撤也要大一些，这是由于 10 年、11 年大盘处于下跌的趋势中，而 2012 年以后，每次在业绩预告公布的时间点，策略的表现都非常优异。这与事件选股策略的特性有关，在趋势性行情中，大家往往关注的是还能涨多少和还能跌多少，短期的事件的冲击往往不能引起关注，事件的冲击也常常会被大的趋势所掩盖；而在盘整的时期，短期事件冲击的关注度则会上升，正面事件冲击的影响力也就会扩大，在整体市场没有趋势的情况下，出现个股的突出表现，事件选股正是抓住了这一现象来获得超额收益的。

## 2、超预期持仓周期回测

我们在超预期程度修正后的基础上，对超预期的持仓周期进行了回测。我们对 5 日、10 日、15 日、20 日这四个持有期分别进行了回测。

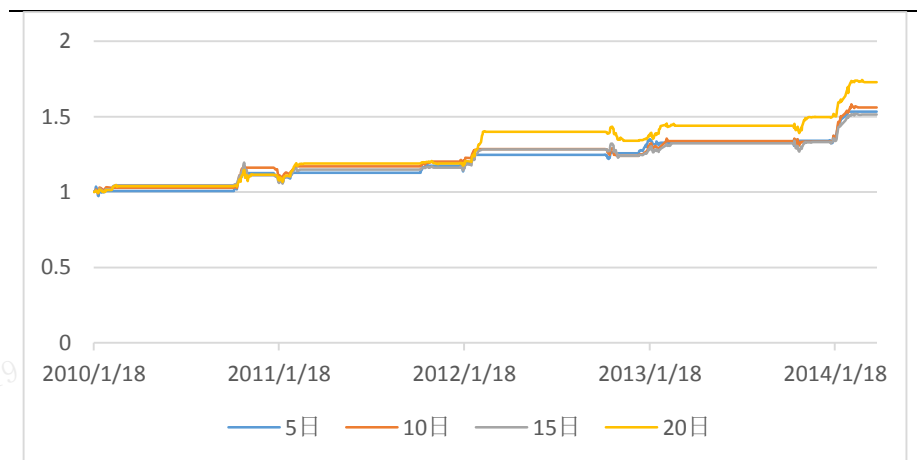
表 5：业绩超预期策略回测结果——持仓周期

策略	5 日	10 日	15 日	20 日
起始时间	2010/1/18	2010/1/18	2010/1/18	2010/1/18
终止时间	2014/4/10	2014/4/10	2014/4/10	2014/4/10
平均日收益率	0.0431%	0.0448%	0.0419%	0.0549%
标准差	0.51%	0.51%	0.51%	0.50%
累计收益率	53.32%	56.04%	51.37%	72.97%

年化收益率	13.04%	13.71%	12.57%	17.85%
累计相对收益	88.37%	91.09%	86.41%	108.02%
年化相对收益	21.62%	22.28%	21.14%	26.42%
胜率	61.29%	56.59%	59.54%	57.57%
最大回撤	-3.34%	-4.40%	-5.43%	-4.08%
盈亏比	115.08%	136.96%	111.18%	133.90%

资料来源：长江证券研究部，wind

图 3：累计收益率(业绩超预期持仓周期)



资料来源：Wind，长江证券研究部

从回测的结果和累计收益率图来看，业绩超预期策略 5、10、15、20 日的年化收益率为 13.04%、13.71%、12.57%、17.85%，相对年化收益率分别达到了 21.62%、22.28%、21.14%、26.42%，可以看到收益和胜率均较高，策略的回撤也比较小。

此外，我们观察不同持仓周期的收益情况，可以发现，策略的收益主要集中在前 5 日，在 10-15 日之间甚至出现了负的收益，而 15 到 20 日之间又出现了较高的超额收益，但是这或许已经不是该事件所带来的超额收益了，同时我们也应该看到，5 日的回撤是最小的，这也与我们的判断一致，当事件带来的正向冲击逐渐衰竭，股票价格就没有了明显的上涨趋势，部分股票就会产生回撤，因此，在业绩超预期策略中需要采用短持仓的策略。

## 六、总结

出乎意料的成绩单，作为筛选公司的一个指标，帮助我们找出了存在正 alpha 的股票，从而建立交易策略。通过对事件的分析和策略的回测，我们得到如下的结论：

1、在对超预期事件的描述性统计中，我们发现超预期个股的胜率也超过了 60%，平均收益率达到了 1.81%，说明该事件会给股价带来正向的冲击；

2、超预期现象主要集中于超出盈利预测的 10% 左右，我们区分不同的超预期程度建立交易策略，发现样本数量最多的 10% 组相对于 20% 和 50% 表现出色一些，但是全样本组带来的收益更高，虽然面临高一点的回撤。这说明不同的超预期程度都能够带来正的 alpha，我们需要的是将样本量扩大，从而抓住所有的收益；

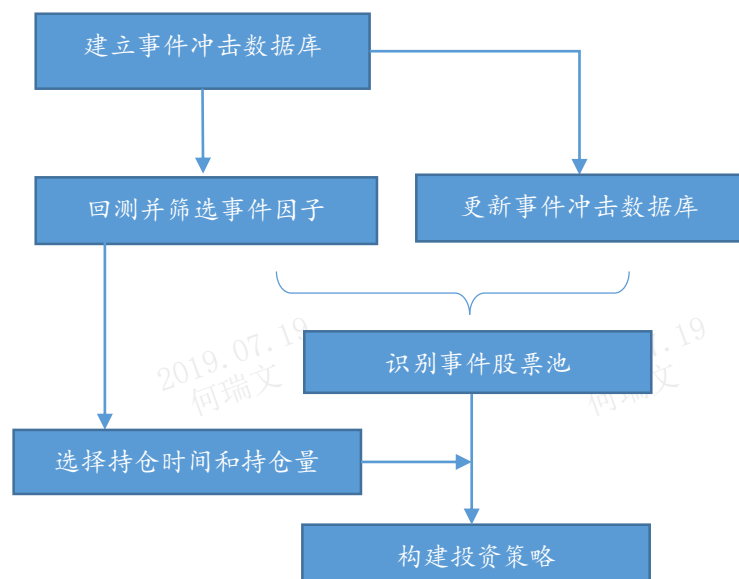
3、我们还对持仓周期进行了回测，通过回测可以明显得看到超预期对股票价格的冲击在公告 5 日内就衰竭，因此，超预期策略也和大多数事件选股的策略一样是一个极短周期的交易策略。

## 七、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。

**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。