

# 业绩景气度视角下的行业轮动策略

## ——行业轮动研究三

分析师：宋旻

SAC NO: S1150517100002

2021 年 9 月 30 日

### 证券分析师

宋旻

022-28451131

[songyang@bhq.com](mailto:songyang@bhq.com)

### 研究助理

杨毅飞

SAC NO: S1150120080017

022-23839154

[yangyifei@bhq.com](mailto:yangyifei@bhq.com)

### 核心观点：

- 行业轮动是一个热门议题。本报告将从正式财报、业绩预告和业绩快报中，选取一些业绩指标来构建行业景气度，以实现对行业景气状态的定量判定，从而开展微观层面的行业轮动策略研究。
- 通过正式财务报告中一些业绩数据来构建单项景气度指标。从回测结果来看，整体上正式财务报告的业绩指标的行业选择能力较好，选定指标都能获得高于基准的收益。其中单季度归母净利润同比增长率的增速指标的回测年化收益率相对较高，超过行业基准 3% 以上，而且其回测结果相对基准胜率超过 60%。
- 对所构建的行业复合景气度指标进行测试。可以看出，复合景气度策略相比单个指标景气度策略有了较好的表现。多头组合的年化收益率为 12.95%（空头组合年化收益率为 3.97%，基准组合为 8.46%），夏普比率为 0.51。多空组合的年化收益率为 11.38%，夏普比率为 0.58。
- 通过业绩预告和业绩快报中一些业绩数据来构建单项景气度指标。整体都能取得比基准更高的年化收益率，多空胜率也大都在 50% 以上，同样也展现出有效的行业选择能力。表现最好的业绩指标是业绩快报中的基本 EPS 同比增长率，回测年化收益率可以达到 11.11%。
- 通过三种财报相结合，我们构建了最终的业绩景气度策略。多头组合的年化收益率为 14.31%（空头组合年化收益率为 4.06%，基准组合为 8.46%），夏普比率为 0.50。多空组合的年化收益率为 12.75%，夏普比率为 0.72。相比于原始复合景气度策略，最终策略年化收益多出不到两个百分点，月度收益波动相比较较大，但相对基准的胜率接近 60%，远大于原始策略。
- 风险提示：本文模型结果是基于历史数据得到的，当市场环境发生变化的时候，模型存在失效风险。

## 目 录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 1. 前言 .....                  | 4  |
| 2. 基于正式财报的行业景气度策略 .....      | 5  |
| 2.1 指标选取及景气度构建 .....         | 5  |
| 2.2 单个指标景气度回测结果 .....        | 6  |
| 2.3 复合景气度策略 .....            | 8  |
| 2.3.1 复合景气度指标构建 .....        | 8  |
| 2.3.2 复合景气度回测结果 .....        | 8  |
| 3. 基于业绩预告和业绩快报的行业景气度策略 ..... | 10 |
| 3.1 两类财务报告公布时间相关规定 .....     | 11 |
| 3.1.1 业绩预告披露规定 .....         | 11 |
| 3.1.2 业绩快报披露规定 .....         | 12 |
| 3.2 业绩指标构建方式 .....           | 12 |
| 3.3 单项业绩指标回测结果 .....         | 15 |
| 4. 基于三种财报业绩指标的行业景气度策略 .....  | 16 |
| 5. 进一步研究 .....               | 19 |
| 6. 风险提示 .....                | 20 |

## 图 目 录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图 1: 近十年中信一级各行业涨跌情况 .....       | 4  |
| 图 2: 正式财报业绩指标回测年化收益 .....       | 7  |
| 图 3: 正式财报业绩指标回测胜率 .....         | 7  |
| 图 4: 复合景气度构建示例 .....            | 8  |
| 图 5: 复合景气度策略组合净值表现 .....        | 9  |
| 图 6: 复合景气度策略各组合年化超额收益表现 .....   | 9  |
| 图 7: 复合景气度策略多空组合净值表现 .....      | 10 |
| 图 8: 正式财报、业绩预告和业绩快报发布时间对比 ..... | 13 |
| 图 9: 业绩预告&业绩快报业绩指标回测年化收益 .....  | 16 |
| 图 10: 业绩预告&业绩快报业绩指标回测胜率 .....   | 16 |
| 图 11: 业绩景气度策略组合净值表现 .....       | 17 |
| 图 12: 业绩景气度策略各组合年化超额收益表现 .....  | 18 |
| 图 13: 业绩景气度策略多空组合净值表现 .....     | 18 |

## 表 目 录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 表 1: 业绩指标选取 .....            | 5  |
| 表 2: 正式财报业绩指标回测结果 .....      | 6  |
| 表 3: 复合景气度指标回测结果 .....       | 10 |
| 表 4: 不同板块业绩预告披露细则 .....      | 11 |
| 表 5: 不同板块业绩快报披露细则 .....      | 12 |
| 表 6: 业绩预告披露公司数量统计 .....      | 14 |
| 表 7: 业绩快报年报披露公司数量统计 .....    | 14 |
| 表 8: 业绩预告&业绩快报业绩指标回测结果 ..... | 15 |
| 表 9: 调仓信号根据 .....            | 17 |
| 表 10: 业绩景气度策略回测结果 .....      | 19 |
| 表 11: 两种策略对比 .....           | 19 |

## 1. 前言

行业轮动是一个热门议题。同一个市场上不同行业的投资带来的收益差异之大不可想象，当市场整体收益震荡或者下降时，不做投资不代表没有损失，往往最大的损失来自于一些上涨行业的机会成本。这让人不禁遐想，如果能准确把握住那些在市场收益下降时反而收益上涨的行业的投资机会，那毫无疑问会把潜在损失转化为收益。

我们统计了 2011 年至 2020 年过去十年 A 股不同行业涨跌情况，可以看出，行业轮动现象在我国 A 股市场上尤为显著，不同时期不同行业可能都会存在较大的投资机会。

图 1：近十年中信一级各行业涨跌情况

|          | 2011年   | 2012年   | 2013年   | 2014年   | 2015年   | 2016年   | 2017年   | 2018年   | 2019年  | 2020年   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|
| 石油石化     | -23.90% | -0.37%  | 7.22%   | 24.21%  | 3.03%   | -0.56%  | 1.95%   | -18.76% | 8.85%  | 2.96%   |
| 煤炭       | -25.50% | -3.43%  | -40.30% | 32.13%  | -7.71%  | 0.36%   | 19.31%  | -29.35% | 14.75% | 8.19%   |
| 有色金属     | -41.61% | 12.80%  | -29.75% | 46.27%  | 16.14%  | -7.67%  | 11.19%  | -40.93% | 24.22% | 33.37%  |
| 电力及公用事业  | -20.74% | 9.56%   | 13.48%  | 63.18%  | 18.14%  | -17.35% | -4.22%  | -27.80% | 8.44%  | 2.06%   |
| 钢铁       | -28.61% | -2.88%  | -16.49% | 69.29%  | -6.40%  | -6.96%  | 14.58%  | -28.43% | 2.82%  | 8.88%   |
| 基础化工     | -30.98% | -1.16%  | 8.49%   | 33.35%  | 80.42%  | -10.14% | -9.10%  | -34.77% | 23.66% | 35.63%  |
| 建筑       | -29.98% | 21.93%  | -9.96%  | 99.90%  | 15.78%  | -2.69%  | -6.11%  | -27.76% | 0.28%  | -6.78%  |
| 建材       | -31.47% | 2.64%   | -6.16%  | 37.35%  | 43.88%  | -7.83%  | 12.10%  | -31.50% | 52.99% | 28.34%  |
| 轻工制造     | -26.43% | -1.52%  | 28.88%  | 30.95%  | 97.11%  | -13.49% | -11.92% | -33.42% | 28.18% | 18.43%  |
| 机械       | -34.80% | -4.31%  | 4.84%   | 46.86%  | 65.37%  | -16.85% | -11.65% | -34.84% | 25.21% | 33.68%  |
| 电力设备及新能源 | -43.54% | -16.29% | 32.27%  | 38.34%  | 71.25%  | -17.10% | -7.94%  | -33.98% | 22.58% | 88.34%  |
| 国防军工     | -35.05% | -7.49%  | 38.90%  | 58.82%  | 38.28%  | -22.69% | -17.44% | -27.09% | 22.68% | 72.47%  |
| 汽车       | -32.35% | 7.34%   | 17.41%  | 39.74%  | 53.23%  | -9.07%  | 0.55%   | -32.20% | 20.29% | 49.95%  |
| 商贸零售     | -33.68% | -7.75%  | 17.95%  | 38.38%  | 48.04%  | -15.56% | -11.81% | -31.99% | 8.72%  | 0.17%   |
| 消费者服务    | -20.53% | 3.91%   | 19.98%  | 47.63%  | 122.86% | -27.81% | -3.52%  | -8.69%  | 28.16% | 81.06%  |
| 家电       | -25.78% | 13.27%  | 38.29%  | 25.16%  | 48.81%  | 1.78%   | 44.94%  | -31.77% | 60.55% | 32.63%  |
| 纺织服装     | -26.25% | -9.96%  | 8.38%   | 43.40%  | 94.68%  | -12.30% | -23.02% | -32.36% | 9.14%  | -2.51%  |
| 医药       | -29.97% | 10.33%  | 37.85%  | 17.98%  | 64.74%  | -14.25% | 4.51%   | -26.62% | 38.21% | 50.40%  |
| 食品饮料     | -9.95%  | -1.24%  | -9.01%  | 21.30%  | 25.53%  | 7.56%   | 54.57%  | -20.37% | 72.84% | 88.06%  |
| 农林牧渔     | -32.36% | -3.03%  | 17.82%  | 25.11%  | 82.72%  | -14.59% | -12.56% | -22.04% | 48.16% | 15.27%  |
| 银行       | -3.57%  | 19.04%  | -4.84%  | 71.83%  | 3.57%   | 0.69%   | 16.88%  | -10.95% | 27.28% | -0.49%  |
| 非银行金融    | -30.63% | 31.61%  | -5.40%  | 129.76% | -18.66% | -11.85% | 18.93%  | -24.28% | 47.74% | 6.59%   |
| 房地产      | -20.89% | 34.99%  | -11.69% | 78.15%  | 55.40%  | -18.55% | 1.12%   | -27.24% | 26.16% | -9.49%  |
| 交通运输     | -30.05% | -2.68%  | 5.66%   | 71.55%  | 30.66%  | -23.99% | 5.92%   | -29.57% | 17.56% | 7.49%   |
| 电子       | -39.15% | 7.65%   | 42.41%  | 16.82%  | 80.94%  | -15.12% | 18.54%  | -41.31% | 72.23% | 34.00%  |
| 通信       | -29.82% | -17.34% | 45.25%  | 35.93%  | 115.46% | -17.58% | 1.04%   | -33.38% | 30.52% | -8.72%  |
| 计算机      | -37.02% | -12.60% | 75.72%  | 56.98%  | 125.97% | -36.12% | -18.81% | -24.60% | 47.53% | 16.92%  |
| 传媒       | -16.90% | -4.72%  | 102.56% | 19.57%  | 71.70%  | -37.71% | -21.65% | -38.59% | 24.65% | -2.30%  |
| 综合       | -34.81% | 16.70%  | 30.93%  | 52.37%  | 74.74%  | -17.22% | -10.24% | -42.45% | 15.62% | -5.46%  |
| 综合金融     |         |         |         |         |         |         | -16.64% | -34.44% | 15.40% | -18.11% |

资料来源：Wind、渤海证券研究所

“景气”一词通常用来描述市场处于一个繁荣或者萧条的状态，我们知道，在经

请务必阅读正文之后的声明

4 of 21

济周期的影响下，行业景气不可避免地出现周期性变动。在行业整体景气高时，市场需求旺盛，交易活跃度较高，行业整体的生产规模、盈利水平提升，行业整体收益会表现较好；相反，行业整体景气低迷时，行业的需求、交易活跃度、盈利状况等都会出现不同程度的下降，那将不利于行业的上涨。

本报告将从正式财报、业绩预告和业绩快报中，选取一些业绩指标来构建行业景气度，以实现对行业景气状态的定量判定，从而开展微观层面的行业轮动策略研究。

## 2. 基于正式财报的行业景气度策略

### 2.1 指标选取及景气度构建

首先，行业景气状态最简单、最主流的定义就是通过企业经营业绩来判定，业绩指标的改善往往意味着企业景气的上升。通过对企业业绩进行汇总，可以有效评估行业整体经营业绩的状况。

在此，我们通过行业内上市公司的正式财务报告数据来构建景气度指标。正式财报是在规定时间内必须披露的反映企业资金、利润状况的会计报表，其可以覆盖所有上市公司，发布日期比较固定，一季报规定于4月30日前发布，半年报规定于8月30日前发布，三季报规定于10月30日前发布，年报规定于次年4月30日前发布。

我们主要从盈利能力和成长能力两个业绩角度来选取指标，从而构建景气度，我们选用了6个业绩指标，如表1所示。

表 1：业绩指标选取

| 指标类别 | 指标名称      | 计算方式      |
|------|-----------|-----------|
| 盈利能力 | ROE-TTM   | 环比增速      |
|      | 毛利率-TTM   | 环比增速      |
|      | 净利率-TTM   | 环比增速      |
| 成长能力 | 单季度.归母净利润 | 同比增速的环比增速 |
|      | 单季度.营业收入  | 同比增速的环比增速 |
|      | 单季度.扣非净利润 | 同比增速的环比增速 |

资料来源：Wind、渤海证券研究所

具体构建过程如下：



1、上述所有指标均采用整体法汇总成行业业绩数据，本报告中所研究的行业指数选定为中信一级行业。

2、计算方式根据不同业绩指标进行调整。对于 ROE、净利率等比率类型的数据，对其 TTM 指标采用环比增速的方式计算，即当前报告数据减去上一报告数据的差值占上一报告数据的比例。对于扣非净利润、营业收入等数值型指标，计算同比增长率的增速（即同比增长率的环比增长率）。

3、每个行业指标的配置观点简化为看多、看空以及无观点三种类型。对于业绩数据在时间截面上增速大于零的行业，我们认为其可以传递出景气信号，观点为看多，所以将标注该行业为 1；反之，将增速为负的行业，我们看空，标注为-1；没有变化的行业标注为 0，表示不给出配置意见。

## 2.2 单个指标景气度回测结果

我们对这 6 个业绩指标逐个进行回测，即在每个月第一个交易日买入指标记为 1 的行业，等权加权。调仓频率设定为月频，在每个月末给出对所有行业的配置观点，即看多、看空或者无配置观点。我们只取一季报、半年报和三季报的数据进行计算（年报数据和一季报数据公布时间重叠，在时效性上一季报领先于年报），三种正式财报对应的截面日期分别为 4 月 30 日、8 月 30 日和 10 月 30 日。其他月末日期对应的信号采用向前填充的方式补充。回测区间统一设定为 2011 年 9 月 1 日至 2021 年 8 月 31 日，基准选择 Wind 全 A 指数。

从回测结果来看，整体上正式财务报告的业绩指标的行业选择能力较好，选定指标都能获得高于基准的收益。单个指标测试结果如表 2 所示，6 个财务指标的策略年化收益率位于 9%-12%之间，夏普比率大致都在 0.4 以上。

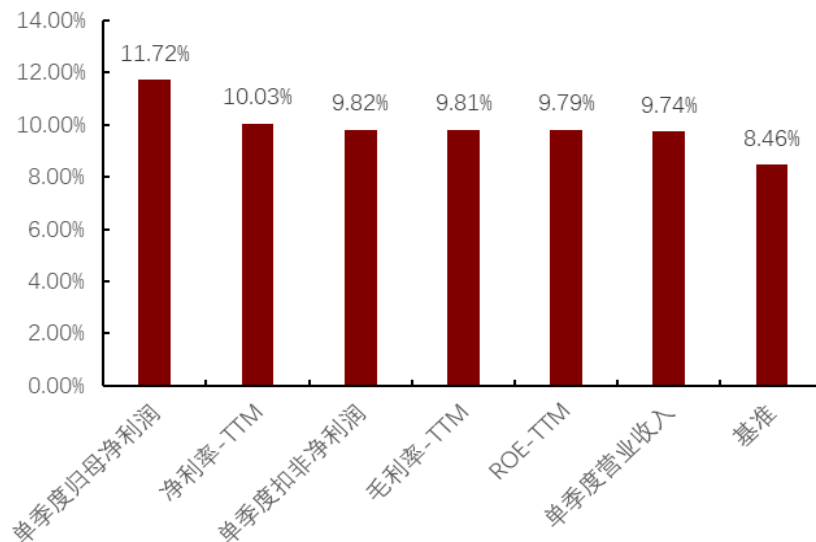
表 2：正式财报业绩指标回测结果

| 指标       | 年化收益   | 波动率    | 夏普比率 | 最大回撤   | 相对基准胜率 |
|----------|--------|--------|------|--------|--------|
| 单季度归母净利润 | 11.72% | 24.84% | 0.47 | 54.97% | 60.83% |
| 净利率-TTM  | 10.03% | 22.84% | 0.44 | 57.86% | 52.50% |
| 单季度扣非净利润 | 9.82%  | 25.19% | 0.39 | 56.99% | 55.00% |
| 毛利率-TTM  | 9.81%  | 22.71% | 0.43 | 57.48% | 56.67% |
| ROE-TTM  | 9.79%  | 23.30% | 0.42 | 58.37% | 55.83% |
| 单季度营业收入  | 9.74%  | 22.99% | 0.42 | 56.98% | 57.50% |
| 基准       | 8.46%  | 19.18% | 0.44 | 51.12% |        |

资料来源：Wind、渤海证券研究所

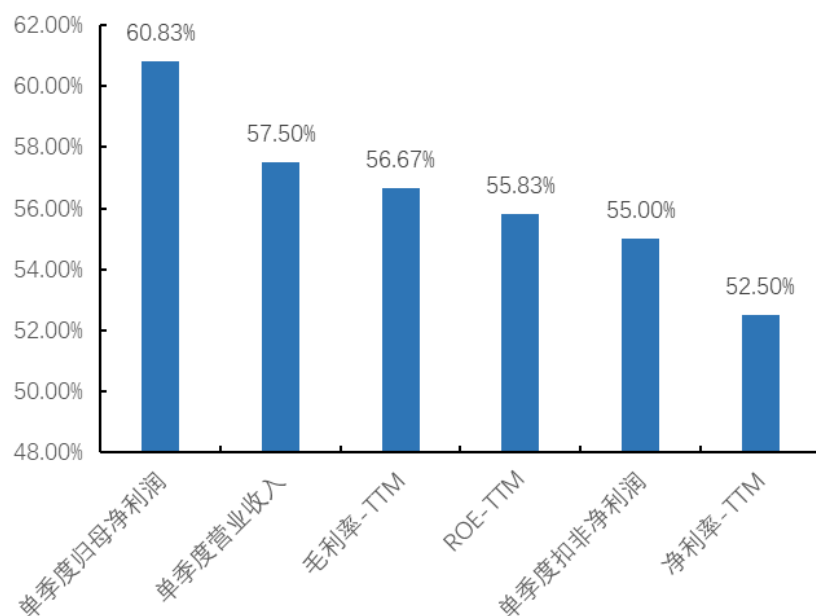
其中单季度归母净利润同比增长率的增速指标的回测年化收益率相对较高，超过行业基准 3%以上，而且其回测结果相对基准胜率超过 60%。

图 2：正式财报业绩指标回测年化收益



资料来源：Wind、渤海证券研究所

图 3：正式财报业绩指标回测胜率



资料来源：Wind、渤海证券研究所


## 2.3 复合景气度策略

### 2.3.1 复合景气度指标构建

在单项指标景气度的构建过程中，我们已经将其进行简化，只给出 1、-1 和 0 三种状态，以便于对不同的单项指标进行叠加。每个单项指标相当于从某一角度对行业进行打分。最后，将每个时间截面上的景气度指标进行加和，就相当于将不同角度的打分结果进行累加，汇总得到基于正式财务报告业绩数据的行业景气度指标。

图 4：复合景气度构建示例

|     | 指标1 | 指标2 | 指标3 | ... | 指标m |  | 复合景气度指标 |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|--|---------|
| 行业1 | 1   | 1   | -1  |     | 0   |  | 6       |
| 行业2 | 0   | 1   | -1  |     | -1  |  | -2      |
| 行业3 | 1   | -1  | 1   |     | 1   |  | 0       |
| ... |     |     |     |     |     |  |         |
| ... |     |     |     |     |     |  |         |
| ... |     |     |     |     |     |  |         |
| 行业n | -1  | 0   | 1   |     | 1   |  | -5      |



资料来源：Wind、渤海证券研究所

最终构建的行业复合景气度指标主要包含了两个维度的信息：

首先，复合景气度指标可以给出某个行业景气状况。

其次，在投资方面，对不同行业景气度进行对比，可以选取景气度较高的行业，获得行业层面的超额收益。

### 2.3.2 复合景气度回测结果

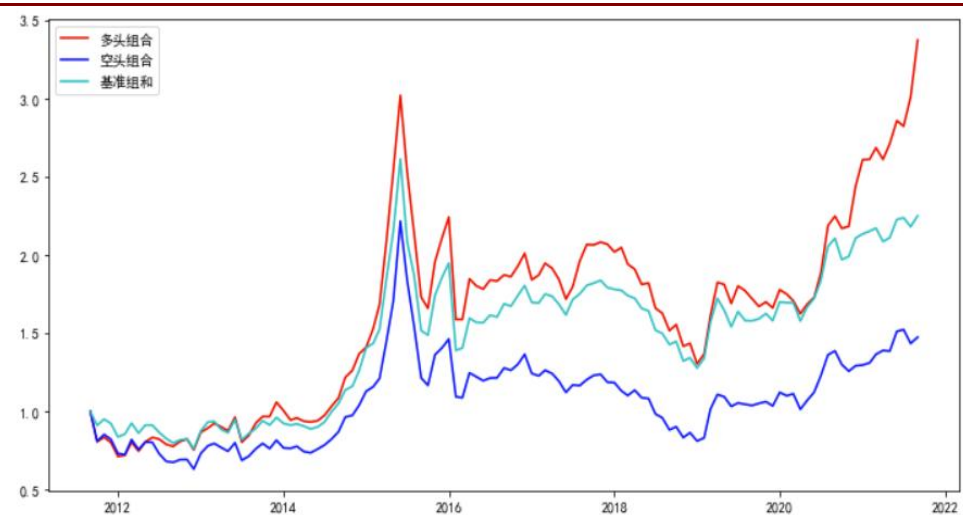
下面我们对所构建的行业复合景气度指标进行测试。与单指标回测类似，我们将回测的区间设定为 2011 年 9 月 1 日至 2021 年 8 月 31 日，并按照月频进行调仓，在每个月第一个交易日触发交易。测试分组默认采用五分法。组合内按照等权进行加权，并以 Wind 全 A 指数作为比较基准。



图 5-图 7 以及表格 3 展示了行业复合景气度策略的整体表现。可以看出，复合景气度策略相比单个指标景气度策略有了较好的表现。

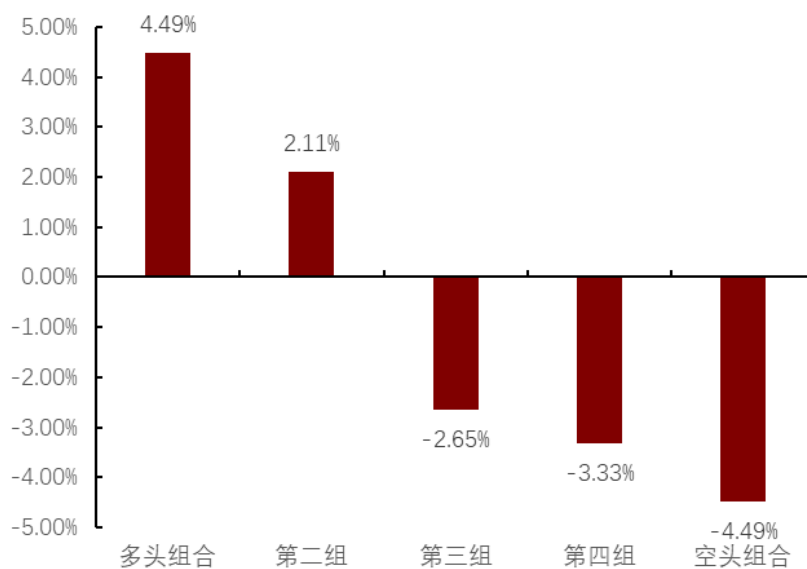
从图 5 和图 6 中我们可以看到，基于行业复合景气度的行业轮动策略超额收益分层较为显著。

图 5：复合景气度策略组合净值表现



资料来源：Wind、渤海证券研究所

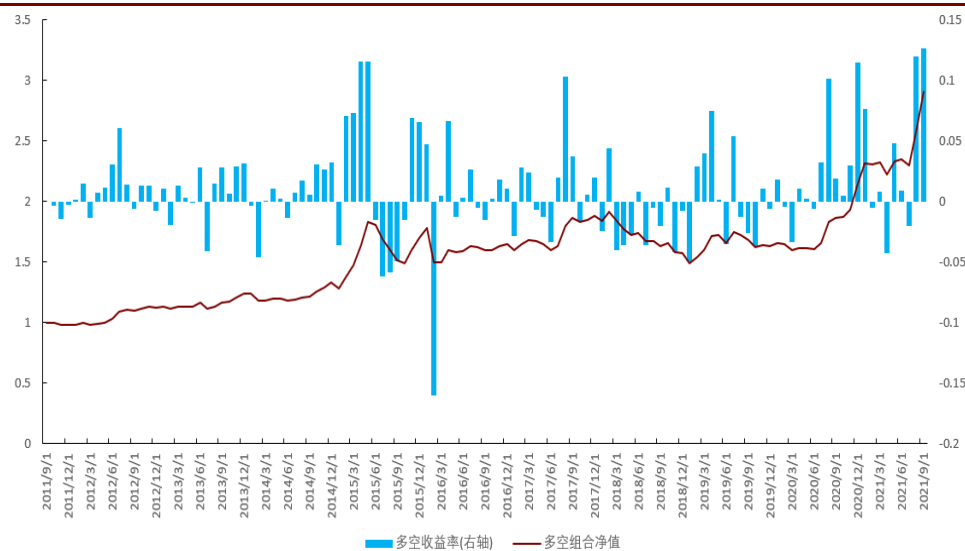
图 6：复合景气度策略各组合年化超额收益表现



资料来源：Wind、渤海证券研究所

多头组合的年化收益率为 12.95%（空头组合年化收益率为 3.97%，基准组合为 8.46%），年化波动率为 25.15%，夏普比率为 0.51。多空组合的年化收益率为 11.38%，年化波动率为 19.56%，夏普比率为 0.58。

图 7：复合景气度策略多空组合净值表现



资料来源：Wind、渤海证券研究所

表 3：复合景气度指标回测结果

|      | 年化收益   | 波动率    | 夏普比率 | 最大回撤   | 相对基准胜率 |
|------|--------|--------|------|--------|--------|
| 多头组合 | 12.95% | 25.15% | 0.51 | 53.81% | 50.83% |
| 第二组  | 10.57% | 28.99% | 0.36 | 62.60% | 56.67% |
| 第三组  | 5.81%  | 21.41% | 0.27 | 56.34% | 50.00% |
| 第四组  | 5.13%  | 22.51% | 0.23 | 50.45% | 51.67% |
| 空头组合 | 3.97%  | 21.07% | 0.19 | 61.14% | 42.50% |
| 多空组合 | 11.38% | 19.56% | 0.58 | 23.05% | 50.00% |
| 基准组合 | 8.46%  | 19.18% | 0.44 | 38.60% |        |

资料来源：Wind、渤海证券研究所

### 3. 基于业绩预告和业绩快报的行业景气度策略

基于正式财务报告构建的景气度指标一年只能在 4 月底、8 月底以及 10 月底给出三次调仓信号，时效性可能较弱。如果我们把相比于正式财报提前公布的业绩预告和业绩快报中的数据与正式财报中的相结合，可能会有效提高业绩指标的时效性。

## 3.1 两类财务报告公布时间相关规定

### 3.1.1 业绩预告披露规定

业绩预告主要是对公司当期净利润情况的预计，上交所和深交所不同板块对业绩预告的披露规定存在差异，这里我们根据上交所和深交所的所有相关规则进行了整理及分析。

表 4：不同板块业绩预告披露细则

|     | 业绩预告披露相关规则   | 业绩预告披露时间   |
|-----|--|--|
| 上交所 | 对于年度报告，如果上市公司预计三种情况，即亏损、扭亏为盈、净利润比上年增加或减少 50%以上(基数太小的除外)，需要披露业绩预告。  | Q1: 当年 4 月 15 日前<br>H1: 当年 7 月 15 日前<br>Q3: 当年 10 月 15 日前<br>H2: 次年 1 月 31 日前              |
| 深交所 | 主板<br>第一季度、半年、第三季度、年度有下列情况之一的，应进行业绩预告：净利润为负、扭亏为盈、实现盈利且净利润同比增减 50%以上(基数太小的除外)、期末净资产为负、年营业收入低于 1000 万元。  | Q1: 当年 4 月 15 日前<br>H1: 当年 7 月 15 日前<br>Q3: 当年 10 月 15 日前<br>H2: 次年 1 月 31 日前              |
|     | 中小板<br>公司应在第一季度报告、半年度报告和第三季度报告中披露对年初至下一报告期末的业绩预告。公司预计第一季度业绩将出现归母净利润为负值、净利润与上年同期相比变化 50%以上（基数过小的除外）、扭亏为盈，应不晚于 3 月 31 日（在年报摘要或临时公告）进行业绩预告。               | Q1: 上年度年报披露时间或者当年 3 月 31 日前<br>H1: 一季报中披露<br>Q3: 半年报中披露<br>H2: 三季报中披露                      |
|     | 创业板<br>公司未在上一次定期报告中对本报告期进行业绩预告的，应当及时以临时报告的形式披露业绩预告。上年度年度报告预约披露时间在 3 月 31 日之前的，应当最晚在披露年度报告的同时，披露本年度第一季度业绩预告；年度报告预约披露时间在 4 月份的，应当在 4 月 10 日之前披露第一季度业绩预告。 | Q1: 上年度年报披露时间之前或者当年 4 月 10 日前<br>H1: 当年 7 月 15 日前<br>Q3: 当年 10 月 15 日前<br>H2: 次年 1 月 31 日前 |

资料来源：上交所官网，深交所官网，渤海证券研究所

通过我们整理出来的相关规定，我们可以分析出不同板块的业绩预告披露规则有一些差异：1)上交所主板如果不存在表中三种情况，年度业绩预告可不披露，半年度报告和季度报告没有强制性要求；2)深交所主板如果不存在表中所述情况，业绩预告可不披露；3)深交所中小板业绩预告是强制性披露的，但是并没有强制要求上市公司在年报中披露一季度业绩预告；4)深交所创业板业绩预告是强制性披露的。

### 3.1.2 业绩快报披露规定

上交所和深交所对业绩快报的发布没有做出强制规定。

表 5：不同板块业绩快报披露细则

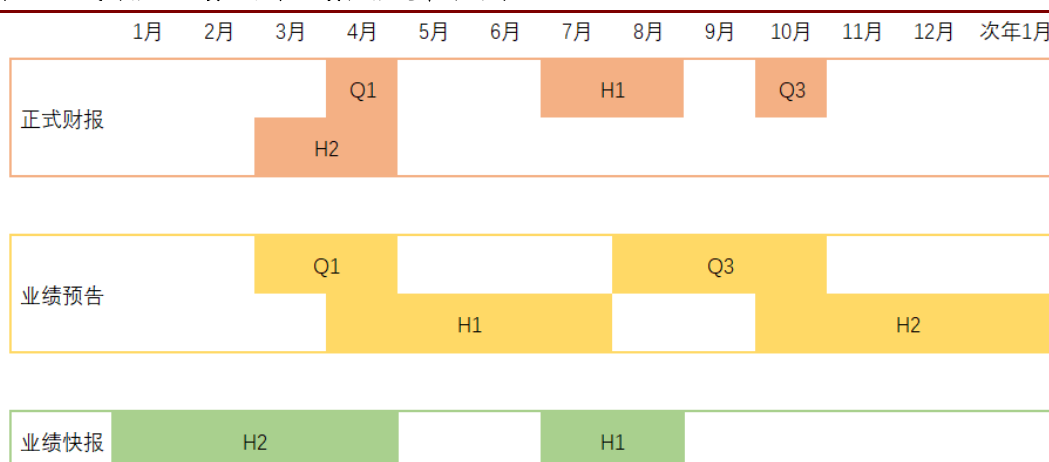
|     | 规定   | 解读  |
|-----|--|---|
| 上交所 | 按要求，公司如果已经汇总完成当期财务数据，但因为年报尚没有编制完成，可以先行对外披露业绩快报。  | 业绩快报不是强制性披露的。   |
| 深交所 | <div> <b>主板</b> </div> 鼓励上市公司在定期报告披露前，主动披露定期报告业绩快报。  | 业绩快报不是强制性披露的。   |
|     | <div> <b>中小板</b> </div> 1、年度报告预约披露时间在 3-4 月份的公司，应在 2 月底之前披露年度业绩快报；<br>2、鼓励半年度报告预约披露时间在 8 月份的公司，在 7 月底前披露半年度业绩快报。 | 1、年度报告预约披露时间在 3 月份之前的公司可不披露年度业绩快报，否则需要强制性披露年度业绩快报；<br>2、半年报和季报业绩快报不是强制性披露的。 |
|     | <div> <b>创业板</b> </div> 年度报告预约披露时间在 3-4 月份的上市公司，应当在 2 月底之前披露年度业绩快报。  | 1、年度报告预约披露时间在 3 月份之前的公司可不披露年度业绩快报，否则需要强制性披露年度业绩快报；<br>2、半年报和季报业绩快报不是强制性披露的。 |

资料来源：上交所官网，深交所官网，渤海证券研究所

## 3.2 业绩指标构建方式

首先，我们对三类财务报告的发布时间进行一下对比。

图 8：正式财报、业绩预告和业绩快报发布时间对比



资料来源：Wind、渤海证券研究所

从正式财报、业绩预告和业绩快报发布主要时间区间汇总来看，业绩预告和业绩快报都可以对正式财报数据形成有效补充。业绩预告时效性更强，一般先于正式财报 2-4 个月发布，但是业绩预告只给出对净利润数据的估计，属于预测性数据，偏差较大。业绩快报有效性更强，可以给出归母净利润和营业收入等多个指标的准确值。

所以基于时效性和有效性的判断，我们每个月观察财报的情况如下：

- 1、一月和二月观察年报数据。一月份采用的是较早发布的业绩预告数据，二月份采用更加准确的业绩快报数据。
- 2、三四月份观察一季报，其中三月份采用该月发布的业绩预告，四月份采用正式财报。
- 3、五到八月份观察半年报，其中五到七月采用业绩预告，八月份采用正式财报。
- 4、九十月份观察三季报，九月份采用业绩预告，十月份采用正式财报。
- 5、十一十二月份继续观察年报，采用业绩预告数据。

接下来我们针对我们每月需要观察的报告种类，统计了 2011 年 9 月 1 日至 2021 年 8 月 31 日各月份发布业绩预告和业绩快报的公司数量。

表 6: 业绩预告披露公司数量统计

|    |        | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 |
|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Q1 | 3 月    |        | 407    | 350    | 420    | 461    | 467    | 600    | 594    | 558    | 190    | 222    |
| H1 | 5 月    |        | 5      | 3      | 4      | 20     | 6      | 33     | 11     | 16     | 55     | 58     |
|    | 6 月    |        | 31     | 34     | 33     | 59     | 40     | 81     | 87     | 38     | 70     | 96     |
|    | 7 月    |        | 724    | 805    | 794    | 1007   | 1011   | 1201   | 1228   | 1380   | 1134   | 1350   |
| Q3 | 9 月    | 19     | 41     | 18     | 23     | 18     | 50     | 83     | 38     | 25     | 103    |        |
| H2 | 11 月   | 3      | 3      | 3      | 8      | 7      | 35     | 29     | 14     | 18     | 57     |        |
|    | 12 月   | 29     | 31     | 27     | 24     | 41     | 84     | 28     | 23     | 35     | 87     |        |
|    | 次年 1 月 | 742    | 903    | 1005   | 1057   | 1292   | 1447   | 1611   | 1713   | 1884   | 2073   |        |

资料来源: Wind, 渤海证券研究所

表 7: 业绩快报年报披露公司数量统计

|     | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1 月 | 109    | 149    | 128    | 143    | 126    | 100    | 135    | 134    | 90     | 122    |
| 2 月 | 813    | 924    | 887    | 977    | 1080   | 1248   | 1480   | 1494   | 1553   | 645    |
| 3 月 | 40     | 61     | 51     | 61     | 61     | 74     | 91     | 102    | 108    | 190    |
| 4 月 | 47     | 72     | 89     | 102    | 129    | 137    | 185    | 183    | 257    | 536    |

资料来源: Wind, 渤海证券研究所

从表 6 中我们可以看出,业绩预告半年报在七月份发布数量较大,而在五六月份发布的数量太少,达不到我们汇总成行业数据的目的,所以五月底六月底可以继续沿用四月底的持仓信号。同样的情况,三季报在九月份发布数量太少,年报在十一月、十二月份发布数量也可以忽略不计,所以这些月份我们都可以采取向前填充的方式来补充持仓信号。

对于业绩快报来说,表 7 向我们说明,二月份发布业绩快报的数量足以我们观察并达到汇总成行业数据的目的。

综上所述,基于业绩预告和业绩快报中业绩指标的景气度构建过程如下:

- 1、我们以行业内所有公司去除极端值后的数据的平均值作为行业数据,如果一个行业内发布财务报告的个股数量少于五个,我们不给出配置观点,即标注为 0。
- 2、每年一月底、三月底、七月底采用业绩预告中预告净利润同比增长下限数据。由于业绩预告只采用这一单项指标,所以不对其进行 1、-1、0 的持仓信号转换。



- 3、每年二月底采用业绩快报中的六项业绩指标，分别为营业收入同比增长率、归母净利润同比增长率、营业利润同比增长率、利润总额同比增长率、基本 EPS 同比增长率、加权平均 ROE 同比增长率。与正式财报单项指标景气度构建一样，如果数据值大于零，我们看多，并标注为 1，反之，看空，标注为-1，若该数据等于零，不给观点，标注为 0。

### 3.3 单项业绩指标回测结果

与正式财报单项指标回测类似，对于业绩快报，我们在每个月第一个交易日买入指标为 1 的行业，对于业绩预告，我们买入第一组，即预告净利润同比增长下限最高的五个行业。我们对这 7 个业绩指标逐个进行回测。调仓频率设定为月频，回测区间统一设定为 2011 年 9 月 1 日至 2021 年 8 月 31 日，基准选择 Wind 全 A 指数。

七个业绩指标都能取得比基准更高的年化收益率，多空胜率也大都在 50%以上，同样也展现出有效的行业选择能力。

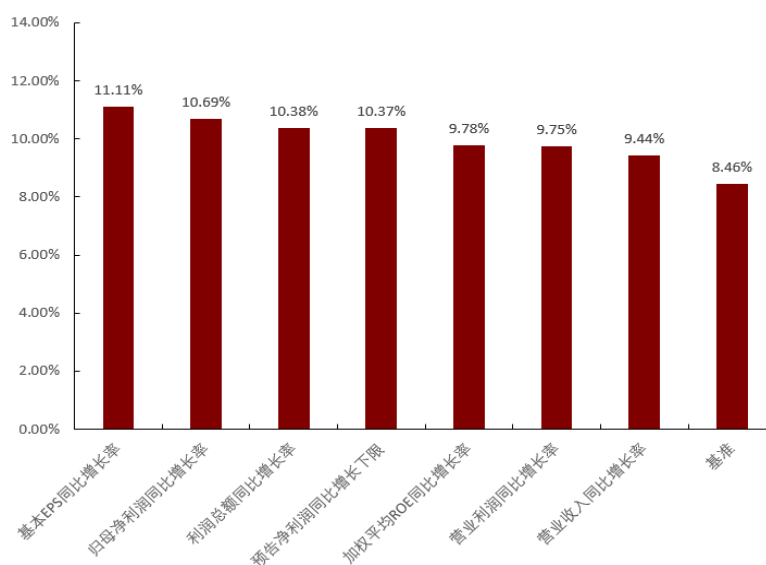
表 8：业绩预告&业绩快报业绩指标回测结果

| 指标                 | 年化收益   | 波动率    | 夏普比率 | 最大回撤   | 相对基准胜率 |
|--------------------|--------|--------|------|--------|--------|
| 业绩快报.同比增长率:基本 EPS  | 11.11% | 21.88% | 0.51 | 58.99% | 55.00% |
| 业绩快报.同比增长率:归母净利润   | 10.69% | 22.46% | 0.48 | 59.72% | 55.83% |
| 业绩快报.同比增长率:利润总额    | 10.38% | 22.05% | 0.47 | 60.44% | 52.50% |
| 预告净利润同比增长下限        | 10.37% | 22.32% | 0.46 | 56.93% | 55.00% |
| 业绩快报.同比增减:加权平均 ROE | 9.78%  | 20.69% | 0.47 | 56.00% | 52.50% |
| 业绩快报.同比增长率:营业利润    | 9.75%  | 21.85% | 0.45 | 61.43% | 50.00% |
| 业绩快报.同比增长率:营业收入    | 9.44%  | 24.42% | 0.39 | 62.24% | 49.17% |
| 基准                 | 8.46%  | 19.18% | 0.44 | 51.12% |        |

资料来源：Wind、渤海证券研究所

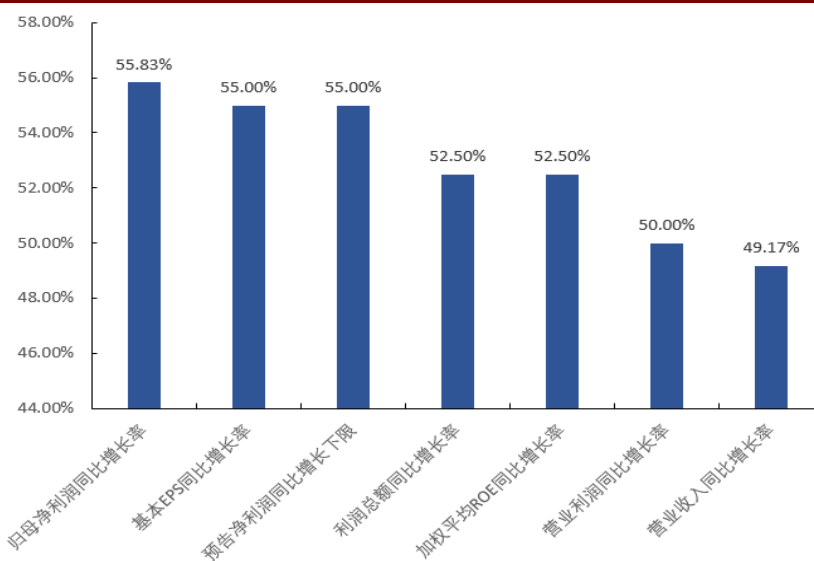
表现最好的业绩指标是业绩快报中的基本 EPS 同比增长率，回测年化收益率可以达到 11.11%，年化波动率为 21.88%，低于所有正式财报的业绩指标。但是这七个业绩指标胜率大都在 55%或者以下，可能是由于业绩快报和业绩预告的发布参差不齐，对于行业整体的判断还不够稳定。

图 9：业绩预告&业绩快报业绩指标回测年化收益



资料来源：Wind、渤海证券研究所

图 10：业绩预告&业绩快报业绩指标回测胜率



资料来源：Wind、渤海证券研究所

## 4. 基于三种财报业绩指标的行业景气度策略

首先，同正式财报的复合景气度构建方式一样，我们把基于业绩快报中的六个景气度指标相加，得到在业绩快报基础下的复合景气度指标。

回测的区间设定为 2011 年 9 月 1 日至 2021 年 8 月 31 日,并按照月频进行调仓,在每个月第一个交易日触发交易。测试分组默认采用五分法。组合内按照等权进行加权,并以 Wind 全 A 指数作为比较基准。调仓信号的根据具体如下:

表 9: 调仓信号根据

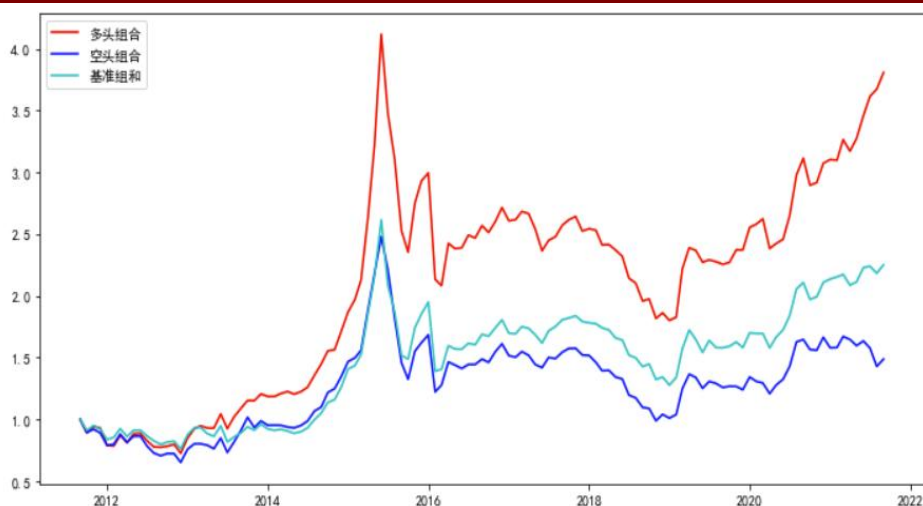
|                 |                 |                 |                  |                  |                  |
|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| 1 月底<br>业绩预告年报  | 2 月底<br>业绩快报年报  | 3 月底<br>业绩预告一季报 | 4 月底<br>正式财报一季报  | 5 月底<br>正式财报一季报  | 6 月底<br>正式财报一季报  |
| 7 月底<br>业绩预告半年报 | 8 月底<br>正式财报半年报 | 9 月底<br>正式财报半年报 | 10 月底<br>正式财报三季报 | 11 月底<br>正式财报三季报 | 12 月底<br>正式财报三季报 |

资料来源: Wind、渤海证券研究所

图 11-图 13 以及表格 10 展示了我们最终构建的基于三种财报数据相结合的业绩景气度策略的整体表现。

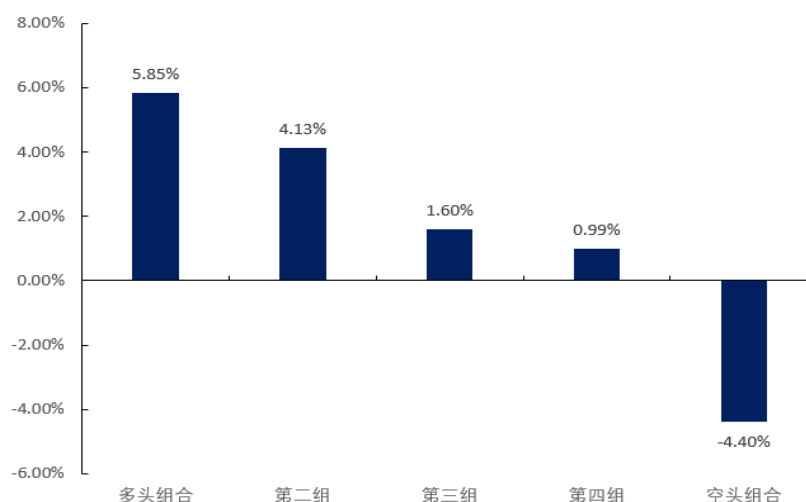
从图 11 和图 12 中我们可以看到,多头组合、空头组合的超额收益分层较为显著。

图 11: 业绩景气度策略组合净值表现



资料来源: Wind、渤海证券研究所

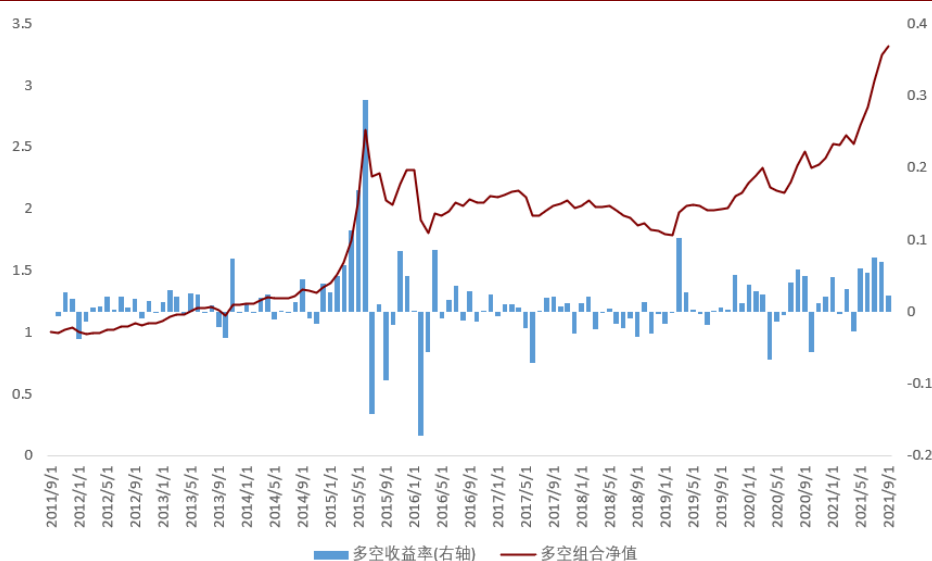
图 12: 业绩景气度策略各组合年化超额收益表现



资料来源: Wind、渤海证券研究所

多头组合的年化收益率为 14.31% (空头组合年化收益率为 4.06%, 基准组合为 8.46%), 年化波动率为 28.86%, 夏普比率为 0.50。多空组合的年化收益率为 12.75%, 年化波动率为 17.68%, 夏普比率为 0.72。

图 13: 业绩景气度策略多空组合净值表现



资料来源: Wind、渤海证券研究所

表 10: 业绩景气度策略回测结果

|      | 年化收益   | 波动率    | 夏普比率 | 最大回撤   | 相对基准胜率 |
|------|--------|--------|------|--------|--------|
| 多头组合 | 14.31% | 28.86% | 0.50 | 56.25% | 58.33% |
| 第二组  | 12.59% | 19.00% | 0.66 | 55.07% | 53.33% |
| 第三组  | 10.06% | 20.95% | 0.48 | 51.66% | 52.50% |
| 第四组  | 9.45%  | 25.67% | 0.37 | 56.83% | 48.33% |
| 空头组合 | 4.06%  | 22.09% | 0.18 | 60.12% | 45.00% |
| 多空组合 | 12.75% | 17.68% | 0.72 | 32.24% | 54.17% |
| 基准组合 | 8.46%  | 19.18% | 0.44 | 51.13% |        |

资料来源: Wind、渤海证券研究所

对比我们最终构建的业绩景气度策略和只基于正式财报的策略,我们发现最终策略年化收益比原始策略多出不到两个百分点,月度收益波动相比较较大,但相对基准的胜率接近 60%,远大于原始策略。

表 11: 两种策略对比

|              | 年化收益   | 波动率    | 夏普比率 | 最大回撤   | 相对基准胜率 |
|--------------|--------|--------|------|--------|--------|
| 业绩景气度策略多头组合  | 14.31% | 28.86% | 0.50 | 56.25% | 58.33% |
| 基于正式财报策略多头组合 | 12.95% | 25.15% | 0.51 | 53.81% | 50.83% |
| 基准组合         | 8.46%  | 19.18% | 0.44 | 51.13% |        |

资料来源: Wind、渤海证券研究所

我们可以看到,基于三种财报数据的景气度策略能得到着较为优秀的收益表现。利用该方法刻画行业景气度的优点主要有,数据容易获得,可靠性较高,对行业收益的解释能力较强。

## 5. 进一步研究

由于上市公司定期报告发布具有一定的时滞性,通常该方法得到的景气度可能会滞后于行业的实际景气度,所以以业绩数据为主的传统景气度指标存在一定滞后性。我们需要能提前去预判行业景气度的高低,很多行业可以预先通过上下游产品价格、产品供需情况、产能扩张、渗透率等数据进行观察,提早做出景气度向好或是变差的判断,其实这也是预测公司业绩的方法。

后续,我们将专门基于行业中观层面数据来观察景气度,从而进行行业轮动策略的构建,往往比财报时效性更强。

## 6. 风险提示

本文模型结果是基于历史数据得到的，当市场环境发生变化的时候，模型存在失效风险。



**投资评级说明:**

| 项目名称   | 投资评级 | 评级说明                                |
|--------|------|-------------------------------------|
| 公司评级标准 | 买入   | 未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%         |
|        | 增持   | 未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间   |
|        | 中性   | 未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间   |
|        | 减持   | 未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%         |
| 行业评级标准 | 看好   | 未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%       |
|        | 中性   | 未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间 |
|        | 看淡   | 未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%       |

**分析师声明:**

本报告署名分析师在此声明: 我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师, 以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的数据和信息, 独立、客观地出具本报告; 本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映研究人员的个人观点, 结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接的联系。

**免责声明:**

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保, 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有, 未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“渤海证券股份有限公司”, 也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

**渤海证券研究所机构销售团队:**
**高级销售经理: 朱艳君**

座机: +86 22 2845 1995

手机: 135 0204 0941

邮箱: zhuyanjun@bhqz.com

**天津:**

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: +86 22 2845 1888

传真: +86 22 2845 1615

**高级销售经理: 王文君**

座机: +86 10 6810 4637

手机: 186 1170 5783

邮箱: wangwj@bhqz.com

**北京:**

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: +86 10 6810 4192

传真: +86 10 6810 4192

 渤海证券股份有限公司网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)

请务必阅读正文之后的声明

21 of 21