

2017-9-6

金融工程 | 专题报告

事件驱动

龙虎榜事件（一）：指数增强策略

报告要点

■ 龙虎榜数据

龙虎榜数据是由交易所公布的异动标的的相关交易信息，其中涉及机构和大户的投资决策，由于会列示具体的买入卖出金额，可根据上榜类型和交易席位分析资金的相关行为。

■ 事件型机会

机构和散户对某只股票进行资金操作，可能会持续买进或卖出，带动股价的继续运行。此外，投资者的过激反应也会引起价格的回复，造成股价波动。

■ 整体偏负面

龙虎榜整体偏负面，绝对收益有反弹机会，但超额收益一直走低，偏小市值。盈亏比基本高于 1，存在选股机会，但胜率偏低，选股风险大。从细分角度，部分事件长期负面，部分短期负面、长期正面，可作深入分析。

■ 指数增强策略

取中证 500 成分股，一旦遇到龙虎榜短期负面事件，予以剔除，基于事件的不同属性月度平衡。自 2007 年以来，策略年化超额 4.91%，每一年都能超额中证 500，最大回撤均低于基准。

分析师 刘胜利

☎ (8621) 61118705

✉ liusl4@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517070006

联系人 杨靖凤

☎ (8621) 61118736

✉ yangjf@cjsc.com.cn

相关研究

《红利因子系列（二）：DDM 模型与股债轮动策略》2017-9-3

《公告挖掘系列（二）：入选制造业单项冠军》2017-8-8

《机器学习白皮书系列之一：监督学习的方法介绍及金融领域应用实例》2017-7-31

风险提示：

1. 龙虎榜事件存在风格偏移，部分上榜标的表现异常；
2. 历史业绩回测不代表未来收益。

目录

| | |
|-------------------|----|
| 交易公开信息 | 4 |
| 数据定义 | 4 |
| 发布规则 | 4 |
| 上榜类型 | 6 |
| 分布特征 | 7 |
| 事件原理 | 8 |
| 分析方法 | 8 |
| 龙虎榜事件测算 | 9 |
| 龙虎榜事件整体表现 | 9 |
| 非特别处理标的样本分布 | 9 |
| 非特别处理标的事件表现 | 11 |
| 特别处理标的事件分布 | 16 |
| 特别处理标的事件表现 | 16 |
| 事件表现总结 | 17 |
| 事件增强策略 | 19 |
| 简单增强 | 19 |
| 复杂增强 | 21 |
| 总结 | 23 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 上海证券交易所交易公开交易信息栏目 | 4 |
| 图 2: 深圳证券交易所交易公开交易信息栏目 | 4 |
| 图 3: 龙虎榜类型分布 | 7 |
| 图 4: 龙虎榜事件整体表现 | 9 |
| 图 5: 非特别处理标的中信行业分布 | 10 |
| 图 6: 非特别处理标的市值分布 | 11 |
| 图 7: 日价格涨幅偏离值达到 7%事件表现 | 11 |
| 图 8: 日换手率达到 20%事件表现 | 12 |
| 图 9: 非 ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格涨幅偏离值累计达到 20%事件表现 | 12 |
| 图 10: 日价格跌幅偏离值达到 7%事件表现 | 13 |
| 图 11: 日价格振幅达到 15%事件表现 | 13 |
| 图 12: 非 ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格跌幅偏离值累计达到 20%事件表现 | 14 |
| 图 13: 无价格涨跌幅限制事件表现 | 14 |
| 图 14: 异常期间日均换手率放大达到 30 倍, 并且累计换手率达到 20%事件表现 | 15 |
| 图 15: 单只标的证券的当日融资买入数量达到当日该证券总交易量的 50%以上事件表现 | 15 |
| 图 16: ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格涨幅偏离值累计达到 12%事件表现 | 16 |
| 图 17: ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格跌幅偏离值累计达到 12%事件表现 | 17 |
| 图 18: 龙虎榜事件简单增强净值表现 | 19 |
| 图 19: 龙虎榜事件简单增强持仓分布 | 20 |
| 图 20: 龙虎榜事件复杂增强净值表现 | 21 |
| 图 21: 龙虎榜事件复杂增强持仓分布 | 22 |
| | |
| 表 1: 龙虎榜类型详情 | 6 |
| 表 2: 龙虎榜分布不均匀类型 | 7 |
| 表 3: 非特别处理标的的数量分布 | 10 |
| 表 4: 龙虎榜类型详情 | 16 |
| 表 5: 龙虎榜事件简单增强策略效果 | 20 |
| 表 6: 龙虎榜事件复杂增强策略效果 | 22 |

交易公开信息

数据定义

交易公开信息，是指上交所和深交所每日公布的部分交易数据，一般涉及涨跌幅、振幅或换手率相对靠前的异动标的，包括 A 股、B 股、基金等，其中 A 股相关部分被称为龙虎榜。

相对于传统的价量盘数据，龙虎榜突出强调了股票交易层面的信息。不同上榜类型会公布成交量居前的交易席位，以及在不同席位的成交金额。

图 1：上海证券交易所交易公开交易信息栏目



资料来源：上海证券交易所网站，长江证券研究所

图 2：深圳证券交易所交易公开交易信息栏目



资料来源：深圳证券交易所网站，长江证券研究所

龙虎榜单由 A 股市场中投资者对于部分股票的操作行为造成，中间涉及机构客户、大户以及散户的投资决策，由于会公布具体的买入卖出金额，可根据上榜类型和交易席位分析资金的相关行为。

发布规则

上交所和深交所对于证券交易公开信息有具体的规则，摘取其中 A 股部分列述：

上海证券交易所

1、有价格涨跌幅限制的股票竞价交易出现下列情形之一的，公布当日买入、卖出金额最大的 5 家会员营业部的名称及其买入、卖出金额：

- 日收盘价格涨跌幅偏离值（涨跌幅-上证综指涨跌幅）达到±7%的各前 3 只股票
- 日价格振幅（最高价/最低价-1）达到 15%的前 3 只股票
- 日换手率（成交股数/流通股数）达到 20%的前 3 只股票

收盘价格涨跌幅偏离值、价格振幅或换手率相同的，依次按成交金额和成交量选取。

2、无价格涨跌幅限制的股票，公布当日买入、卖出金额最大的 5 家会员营业部的名称及其买入、卖出金额。

3、股票竞价交易出现下列情形之一的，属于异常波动，交易所分别公告交易异常波动期间累计买入、卖出金额最大 5 家会员营业部的名称及其买入、卖出金额：

- 连续 3 个交易日内日收盘价格涨跌幅偏离值累计达到±20%的；
- 连续 3 个交易日内日均换手率与前 5 个交易日的日均换手率的比值达到 30 倍，并且连续 3 个交易日内的累计换手率达到 20%的；
- 交易所或证监会认定属于异常波动的其他情形。

异常波动指标自公告之日起重新计算。对无价格涨跌幅限制的股票不纳入异常波动指标的计算。经证监会批准，交易所可以调整涨跌幅偏离值的累计比例。

4、对证券实施特别停牌的，根据需要可以公布以下信息：成交金额最大的 5 家会员营业部的名称及其买入、卖出数量和买入、卖出金额；股份统计信息；其他信息。

5、证券交易公开信息涉及机构的，公布名称为“机构专用”。

6、根据市场发展需要，上交所可以调整证券交易公开信息的内容。

深圳证券交易所

1、有价格涨跌幅限制的股票竞价交易出现下列情形之一的，公布相关证券当日买入、卖出金额最大 5 家会员证券营业部或交易单元的名称及其各自的买入、卖出金额：

- 当日收盘价涨跌幅偏离值达到±7%的各前 5 只证券，收盘价涨跌幅偏离值=单只证券涨跌幅-对应分类指数涨跌幅（主板 A 股股票、中小企业板股票、创业板股票），证券价格达到涨跌幅限制的，取对应的涨跌幅限制比例进行计算。
- 当日价格振幅（最高价/最低价-1）达到 15%的前 5 只证券
- 当日换手率（成交股数/无限售条件股份总数）达到 20%的前 5 只证券

收盘价涨跌幅偏离值、价格振幅或换手率相同的，依次按成交金额和成交量选取。

2、无价格涨跌幅限制股票，公布其当日买入、卖出金额最大的 5 家会员证券营业部或交易单元的名称及其各自的买入、卖出金额。

3、竞价交易出现下列情形之一的，属于异常波动，分别公布交易异常波动期间累计买入、卖出金额最大 5 家会员证券营业部或交易单元的名称及其各自累计买入、卖出金额：

- 连续 3 个交易日内日收盘价涨跌幅偏离值累计达到±20%的；
- **ST 和*ST 股票连续 3 个交易日内日收盘价涨跌幅偏离值累计达到±12%的；**
- 连续 3 个交易日内日均换手率与前 5 个交易日的日均换手率的比值达到 30 倍，且该证券连续 3 个交易日内的累计换手率达到 20%的；
- 证监会或交易所认为属于异常波动的其他情形。

异常波动指标自相关信息披露义务人发布异常波动公告或复牌之日起重新计算。

无价格涨跌幅限制股票不纳入异常波动指标的计算。

4、证券交易公开信息涉及机构专用交易单元的，公布名称为“机构专用”。

上榜类型

龙虎榜上榜类型较多，可从多个角度分析：

- 衡量指标：涨跌幅、换手率、振幅、融资融券量
- 指标类型：单日值、累计值、单日和累计值
- 异动方向：正向、负向、中性
- 股票状态：特别处理、非特别处理以及所有状态

表 1：龙虎榜类型详情

| 类型序号 | 异动详情 | 指标 | 指标类型 | 异动方向 | 股票状态 |
|------|---|------|--------|------|-------|
| 1 | 日价格涨幅偏离值达到 7% | 涨跌幅 | 单日值 | 正向 | 所有 |
| 2 | 日价格跌幅偏离值达到 7% | 涨跌幅 | 单日值 | 负向 | 所有 |
| 3 | 日价格振幅达到 15% | 振幅 | 单日值 | 中性 | 所有 |
| 4 | 日换手率达到 20% | 换手率 | 单日值 | 中性 | 所有 |
| 5 | 无价格涨跌幅限制 | 涨跌幅 | 单日值 | 中性 | 所有 |
| 6 | 非 ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格涨幅偏离值累计达到 20% | 涨跌幅 | 累计值 | 正向 | 非特别处理 |
| 7 | 非 ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格跌幅偏离值累计达到 20% | 涨跌幅 | 累计值 | 负向 | 非特别处理 |
| 8 | ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格涨幅偏离值累计达到 15% | 涨跌幅 | 累计值 | 正向 | 非特别处理 |
| 9 | ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格跌幅偏离值累计达到 15% | 涨跌幅 | 累计值 | 负向 | 特别处理 |
| 10 | 异常期间日均换手率放大达到 30 倍，并且累计换手率达到 20% | 换手率 | 单日/累计值 | 中性 | 所有 |
| 11 | 当日无价格涨跌幅限制的 A 股，出现异常波动停牌的 | 涨跌幅 | 累计值 | 中性 | 所有 |
| 12 | 连续 2 个交易日触及涨幅限制，同一营业部净买入股数占当日总成交股数 30% 以上，且上市公司未有重大事项公告 | 涨跌幅 | 累计值 | 正向 | 所有 |
| 13 | 连续 2 个交易日触及跌幅限制，同一营业部净卖出股数占当日总成交股数 30% 以上，且上市公司未有重大事项公告 | 涨跌幅 | 累计值 | 负向 | 所有 |
| 14 | 单只标的证券的当日融资买入数量达到该证券总交易量的 50% 以上 | 融资融券 | 单日值 | 正向 | 所有 |
| 15 | 单只标的证券的当日融券卖出数量达到该证券总交易量的 50% 以上 | 融资融券 | 单日值 | 负向 | 所有 |
| 16 | 风险警示股票盘中换手率达到或超过 30% | 换手率 | 单日值 | 中性 | 特别处理 |
| 17 | 退市整理 | 涨跌幅 | 单日值 | 负向 | 特别处理 |
| 18 | ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格涨幅偏离值累计达到 12% | 涨跌幅 | 累计值 | 正向 | 特别处理 |
| 19 | ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格跌幅偏离值累计达到 12% | 涨跌幅 | 累计值 | 负向 | 特别处理 |
| 20 | 无价格涨跌幅限制的股票，其盘中交易价格较开盘价上涨 30% 以上 | 涨跌幅 | 单日值 | 正向 | 所有 |
| 21 | 无价格涨跌幅限制的股票，盘中交易价格较开盘价上涨 100% 以上 | 涨跌幅 | 单日值 | 正向 | 所有 |
| 22 | 无价格涨跌幅限制的股票，其盘中交易价格较开盘价下跌 30% 以上 | 涨跌幅 | 单日值 | 负向 | 所有 |
| 23 | ST 股票、*ST 股票和 S 股连续三个交易日触及涨（跌）幅限制的 | 涨跌幅 | 累计值 | 中性 | 特别处理 |

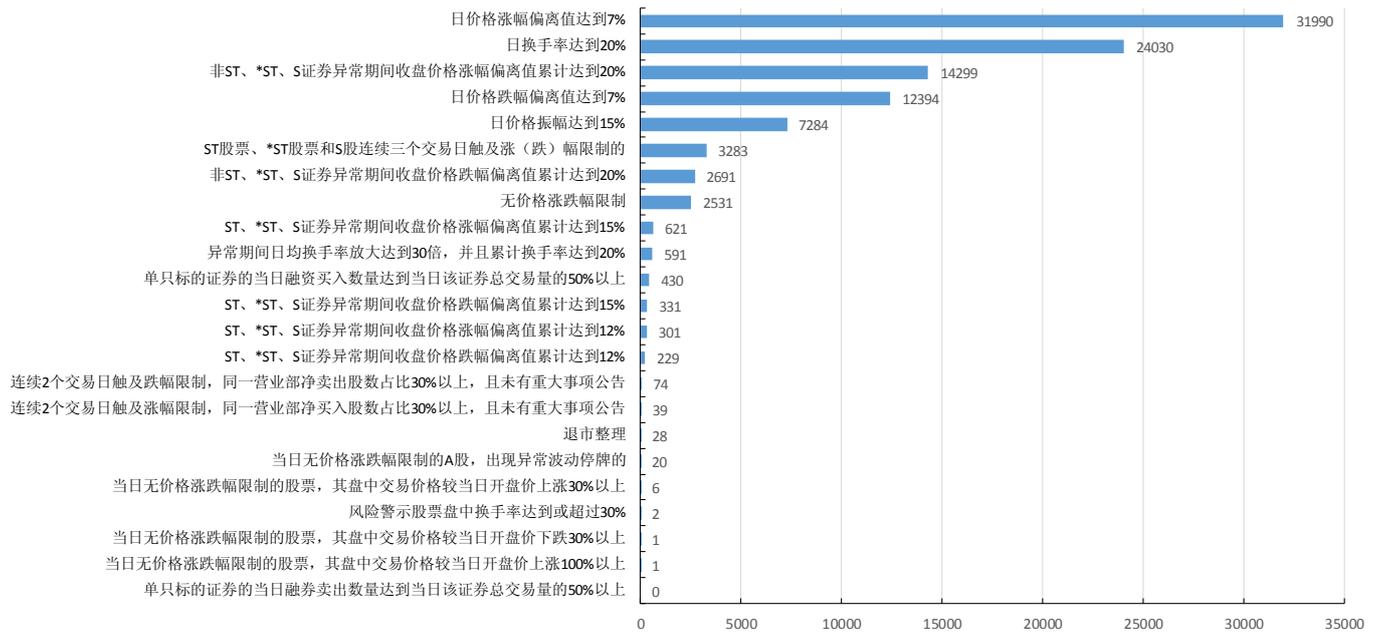
资料来源：天软，长江证券研究所

从四个维度来看，不同上榜类型的股票可能具有不同的事件特征，后续将分别对其进行分析。具体而言，可从分布特征来考虑。

分布特征

自2006年交易公开信息公布以来,截至2017年8月23日,沪深两市共累积发生101176例上榜事件,其中就分布类型而言,日价格涨幅偏离值达到7%、日换手率达到20%、涨跌幅偏离值累积达到20%、日价格振幅达到15%、日价格跌幅偏离值达到7%这5类龙虎榜事件发生频率较高,合计占比89%,其余18类事件仅占11%。

图 3: 龙虎榜类型分布



资料来源:天软,长江证券研究所

龙虎榜本身作为一个事件,其发展规律需要得到验证,若事件类型过少,就算有明显的正收益或负收益,稳定性也会不足。

首先,剔除占比比例过低(事件数量在100以下)的9类上榜事件。

其次,部分龙虎榜事件因为年度分布特征不均匀(部分目前已不再属于龙虎榜上榜类型),在此予以剔除:

表 2: 龙虎榜分布不均匀类型

| 类型序号 | 全部 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| ST 股票、*ST 股票和 S 股连续三个交易日触及涨(跌)幅限制的 | 3283 | 0 | 418 | 1481 | 659 | 246 | 214 | 194 | 71 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格涨幅偏离值累积达到 15% | 621 | 8 | 239 | 138 | 88 | 31 | 21 | 30 | 9 | 12 | 28 | 16 | 1 |
| ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格跌幅偏离值累积达到 15% | 331 | 22 | 135 | 64 | 9 | 21 | 12 | 15 | 5 | 11 | 16 | 15 | 6 |

资料来源:天软,长江证券研究所

经过一定的过滤,龙虎榜类型一共剩下11种类型,此类数据即是本次分析的数据源。

事件原理

从直观来看，龙虎榜可能包括正面、负面两类事件机会。

正面事件的原理在于自信行为和超跌反弹两个方面。

- 自信行为，资金能够低成本买入或退出这些标的，对该股票具有极大的信心，在某种程度上证明该股票确实具有短期甚至中长期的投资价值，上榜之后可能会持续表现优异。
- 超跌反弹，资金退出时会引起标的大幅下跌，甚至有可能是超跌，有可能在后续会有一些的反弹表现。

而同样地，龙虎榜事件也可能存在负面收益，在于流动性和超涨回落两个方面。

- 流动性，资金退出，引起流动性不足，带动股票继续下跌，此时规避风险可能是不错的选择。
- 超涨回落，正面消息下，股票可能出现短期的巨幅拉升，随后估值修复，引起股价走低，因而也可能出现负面的机会。

总体而言，龙虎榜事件从两个方面均可以得到解释，但是根据龙虎榜股票的超短期属性，一般来说负面事件可能居多，只有部分投资者能从中获利。

分析方法

从之前的研究来看，龙虎榜榜单数据主要用于分析投资者的行为，但一般是针对个股作比较深入的分析，研究龙虎榜个股群体行为、将上榜当做事件策略来研究的相对较少，或者说可能不够系统化，而本报告则希望按照循序渐进的角度来挖掘龙虎榜数据中的一些信息。

首先，将龙虎榜上榜作为一个事件，观测这类个股之后的表现，在分析不同事件的特征之后，可根据龙虎榜行为进行辅助性的择时判断；其次，龙虎榜交易席位中包含机构专用席位，可根据该席位估算并跟踪部分机构投资者行为，以此挖掘相对较长的投资信息；最后，不同营业部的风格可能也会有所不同，若能根据营业部行为识别大户投资的风格，采取某些跟随营业部的策略，也有可能获取一定的收益。

考虑到龙虎榜事件的表现可能会有所不同，在测算方面，共有平均收益、平均超额收益（超额指数、超额中信一级行业、超额等市值组合以及超额同行业等市值组合）、胜率、超额胜率、盈亏比、超额盈亏比六个指标。

平均收益：事件可介入日开始，累积收益率的平均；

超额收益：相对于基准、行业、等市值组合、同行业等市值组合超额累积收益率平均；

胜率、超额胜率：收益或超额收益为正的个股占比；

盈亏比、超额盈亏比：收益为正个股的平均收益与收益为负个股平均收益绝对值的比值关系，超额盈亏比则是超额收益的概念。

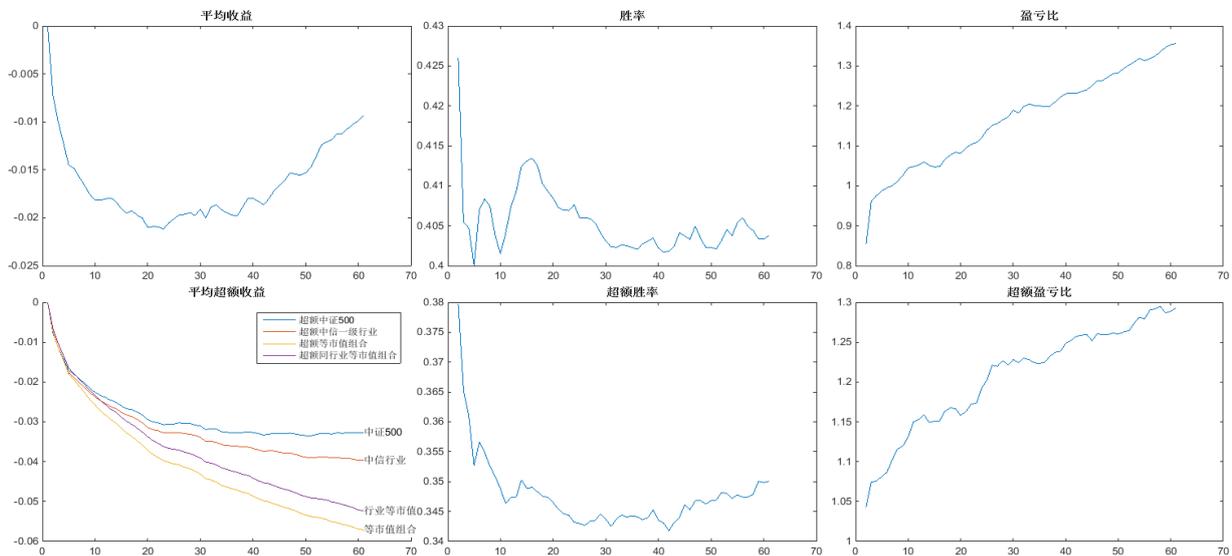
龙虎榜事件测算

龙虎榜事件整体表现

总体看龙虎榜偏负面事件：

- 收益角度：绝对收益有反弹机会，但超额收益一直走低，尤其是超额等市值组合、同行业等市值组合，事件整体偏小市值。
- 胜率角度：胜率和超额胜率分别在 40% 和 35% 左右，整体偏低，选股风险大。
- 盈亏比角度：盈亏比和超额盈亏比一路走高，证明存在选股机会。

图 4：龙虎榜事件整体表现



资料来源：天软，Wind，长江证券研究所

在 11 类龙虎榜上榜事件中，非特别处理标的在所有龙虎榜上榜标的中占比高达 99.2%，是龙虎榜事件的主体，同时资金容量也较高。同特别处理标的相比，投资者类型可能不一致，风险偏好不同，因而分开进行讨论。

先观察非特别处理标的的样本分布（数量分布、行业分布和市值分布），其次再看不同龙虎榜事件的机会。

非特别处理标的的样本分布

数量分布

非特别处理标的包括九种类型，但数量分布存在较大差异。

日价格涨幅偏离值达到 7%、日换手率达到 20%、非 ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格涨幅偏离值累计达到 20%、日价格跌幅偏离值达到 7% 这四类事件的数量较多，但其他五类事件近几年分布较少。

表 3: 非特别处理标的数量分布

| 类型序号 | 全部 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|------------------------------------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 日价格涨幅偏离值达到 7% | 31990 | 280 | 1281 | 1888 | 2033 | 2229 | 2769 | 3338 | 3819 | 4056 | 3736 | 4007 | 2554 |
| 日换手率达到 20% | 24030 | 110 | 773 | 1002 | 1733 | 1775 | 2292 | 2675 | 2242 | 2532 | 3334 | 3336 | 2226 |
| 非 ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格涨幅偏离值累计达到 20% | 14299 | 57 | 821 | 821 | 577 | 397 | 260 | 505 | 872 | 1342 | 4951 | 2113 | 1583 |
| 日价格跌幅偏离值达到 7% | 12394 | 128 | 652 | 1040 | 426 | 686 | 962 | 1040 | 1205 | 1319 | 2025 | 1572 | 1339 |
| 日价格振幅达到 15% | 7284 | 57 | 617 | 984 | 406 | 275 | 228 | 252 | 364 | 485 | 2332 | 853 | 431 |
| 非 ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格跌幅偏离值累计达到 20% | 2691 | 13 | 142 | 319 | 39 | 46 | 74 | 45 | 44 | 105 | 1343 | 254 | 267 |
| 无价格涨跌幅限制 | 2531 | 126 | 204 | 185 | 176 | 444 | 314 | 164 | 25 | 132 | 224 | 227 | 310 |
| 异常期间日均换手率放大达到 30 倍, 并且累计换手率达到 20% | 591 | 1 | 25 | 12 | 7 | 2 | 4 | 9 | 4 | 54 | 190 | 132 | 151 |
| 单只标的证券当日融资买入数量达到当日该证券总交易量的 50%以上 | 430 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 27 | 34 | 158 | 74 | 74 | 62 |

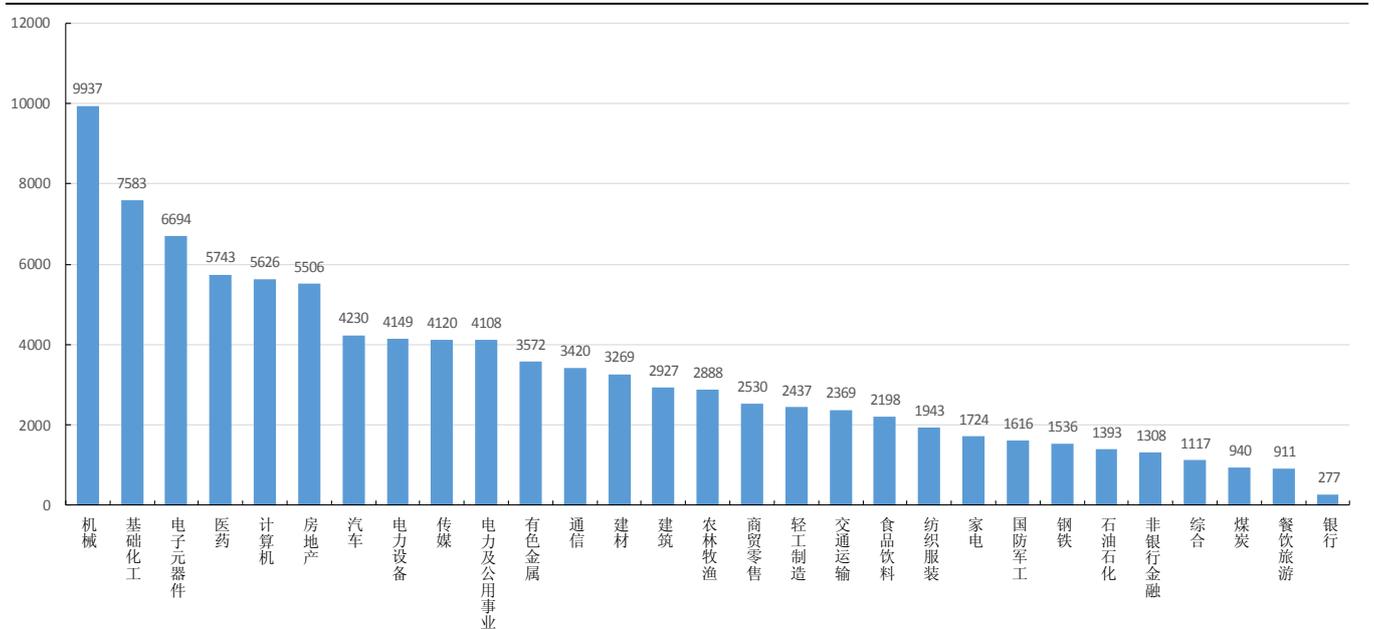
资料来源: 天软, 长江证券研究所

龙虎榜事件在上海主板、深圳主板、创业板和中小板的比例分别为 29.1%、18.1%、22.6% 和 30.2%, 可见龙虎榜标的主要分布在中小创。

行业分布

而从行业来看, 龙虎榜事件主要分布在机械、基础化工、电子元器件等行业, 而煤炭、餐饮旅游和银行分布则相对较少, 同行业股票数量比较相关。

图 5: 非特别处理标的的中信行业分布

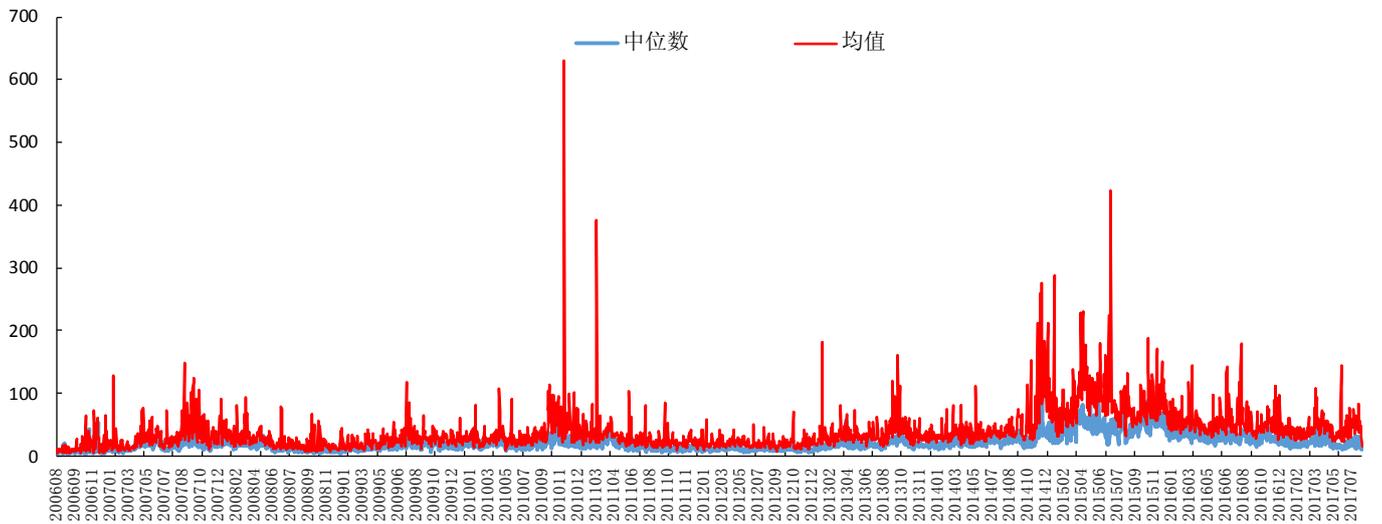


资料来源: 天软, 长江证券研究所

市值分布

从流通市值来看，总体偏向于小市值标的。据此，以中证 500 指数作为事件测算的基准。

图 6：非特别处理标的市值分布



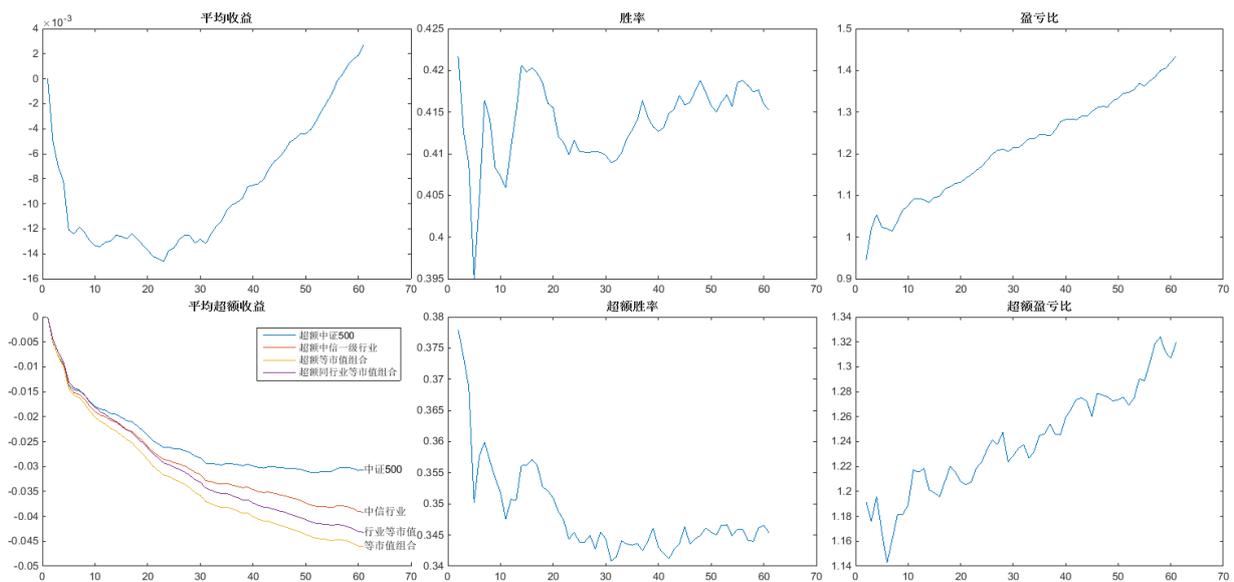
资料来源：天软，长江证券研究所

非特别处理标的事件表现

日价格涨幅偏离值达到 7%

短期具有很强的负面效应（20 个交易日），长期仍有机会（平均收益趋势向上，盈亏比走高），但超额收益小、胜率较低。

图 7：日价格涨幅偏离值达到 7% 事件表现

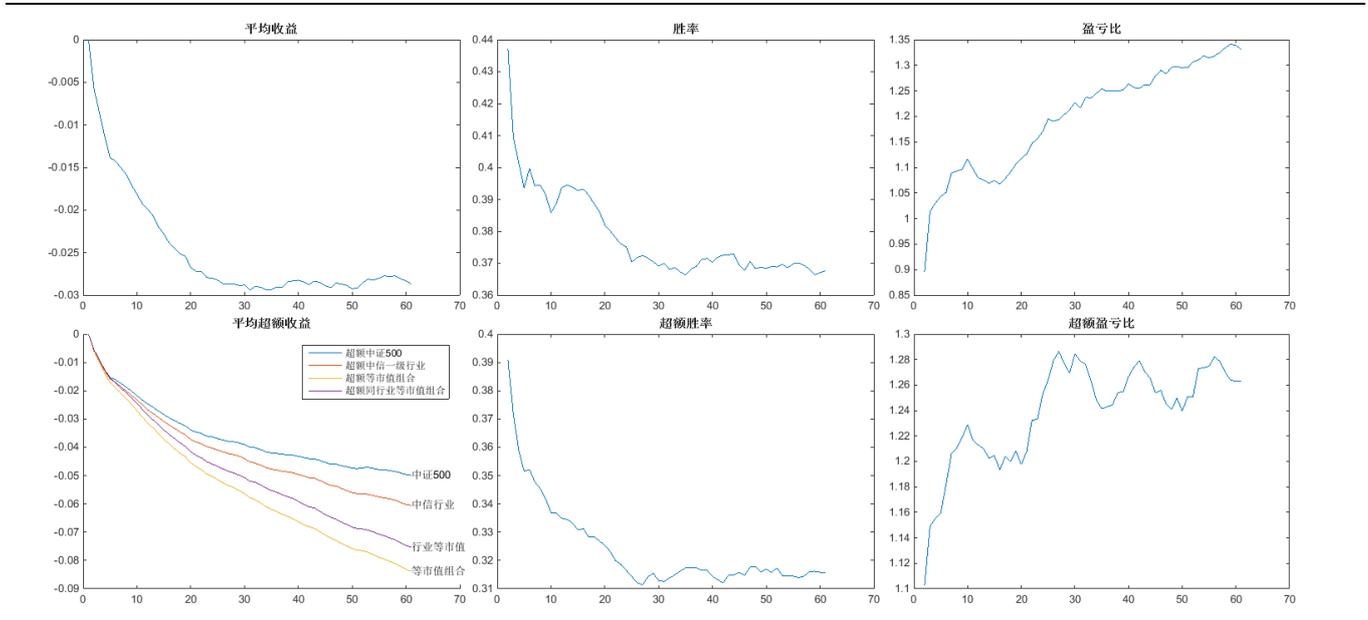


资料来源：天软，Wind，长江证券研究所

日换手率达到 20%

典型的负面事件，平均收益、平均超额收益、胜率、超额胜率都比较低，但盈亏比持续走高，存在一定的选股机会。

图 8：日换手率达到 20%事件表现

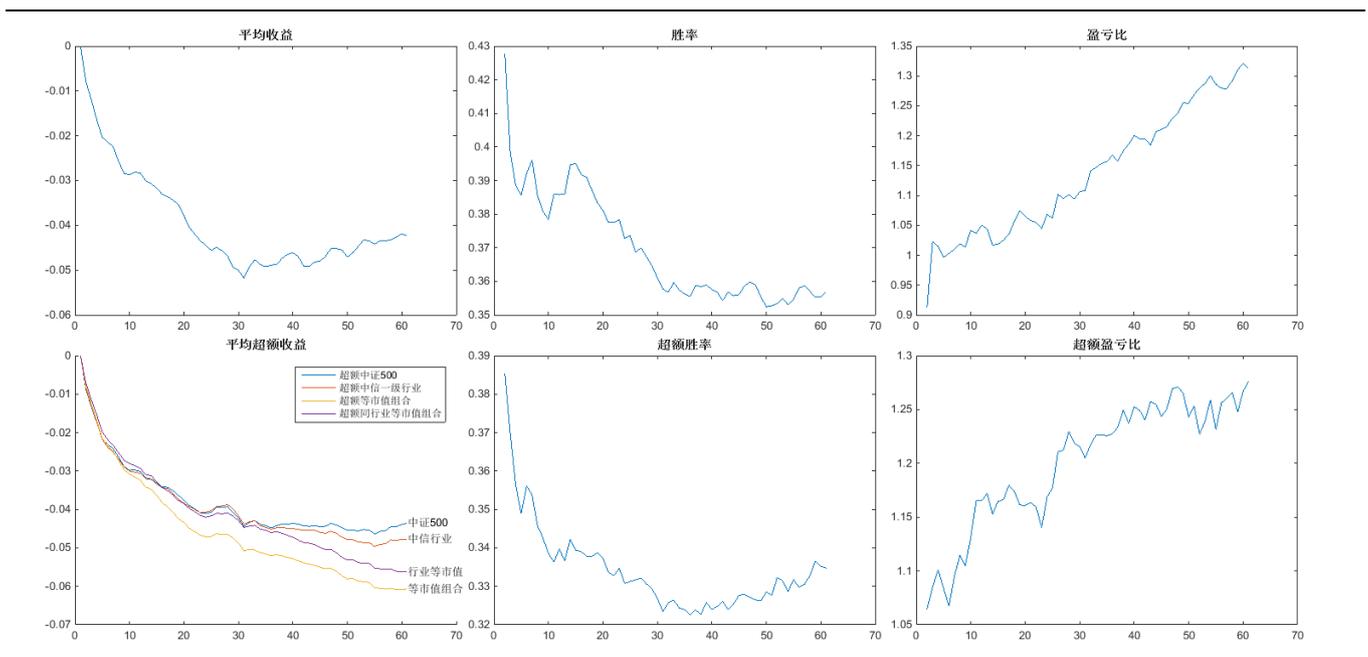


资料来源：天软，Wind，长江证券研究所

非 ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格涨幅偏离值累计达到 20%

负面事件，收益、胜率都比较低，盈亏比长期高于 1，证明其中存在选股机会。

图 9：非 ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格涨幅偏离值累计达到 20%事件表现

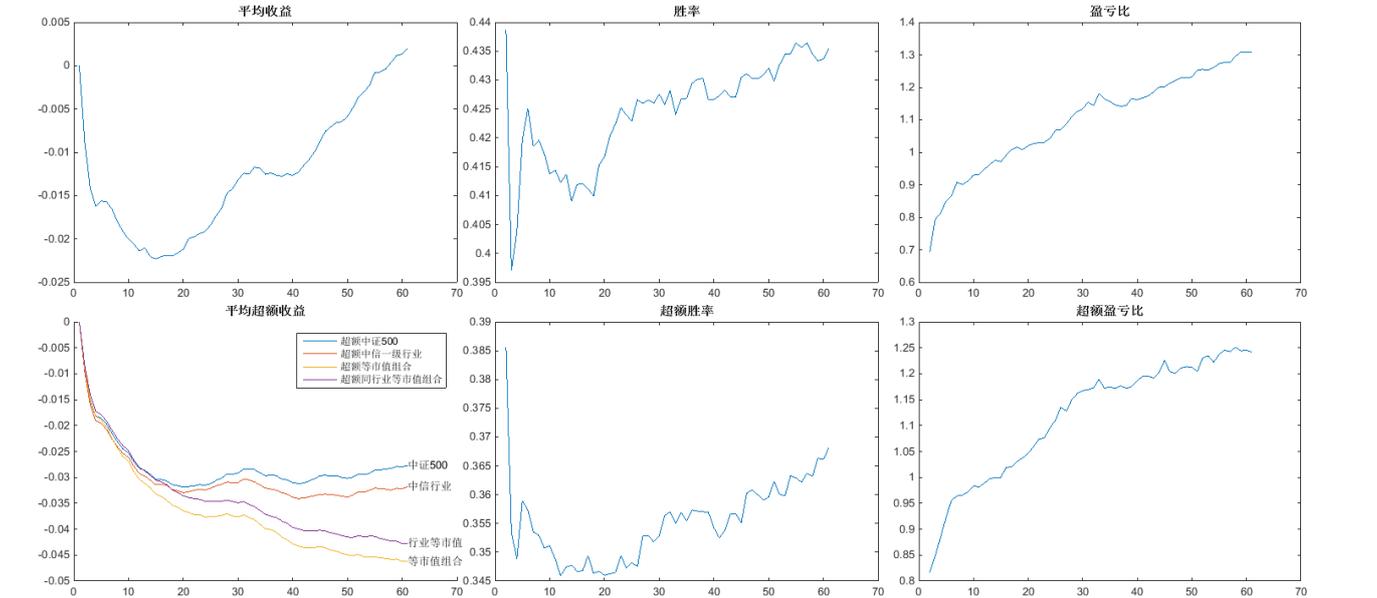


资料来源：天软，Wind，长江证券研究所

日价格跌幅偏离值达到 7%

事件发生后较短期负面效应比较明显，其后收益和盈亏比均上行，存在交易机会，但整体胜率较低，风险较大，且交易机会很可能是由行业和市值贡献。

图 10: 日价格跌幅偏离值达到 7%事件表现

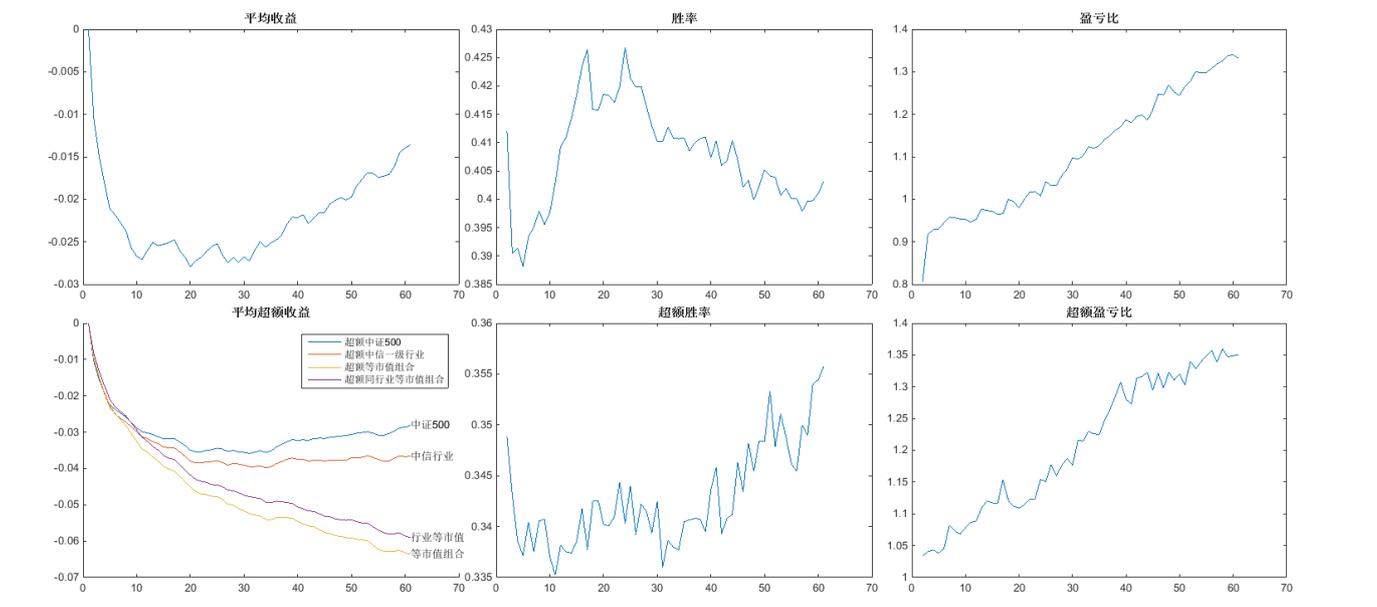


资料来源：天软，Wind，长江证券研究所

日价格振幅达到 15%

事件发生后较短期负面效应比较明显，其后收益、超额收益均上行，同时盈亏比基本高于 1，存在机会，但整体胜率较低，风险较大。

图 11: 日价格振幅达到 15%事件表现

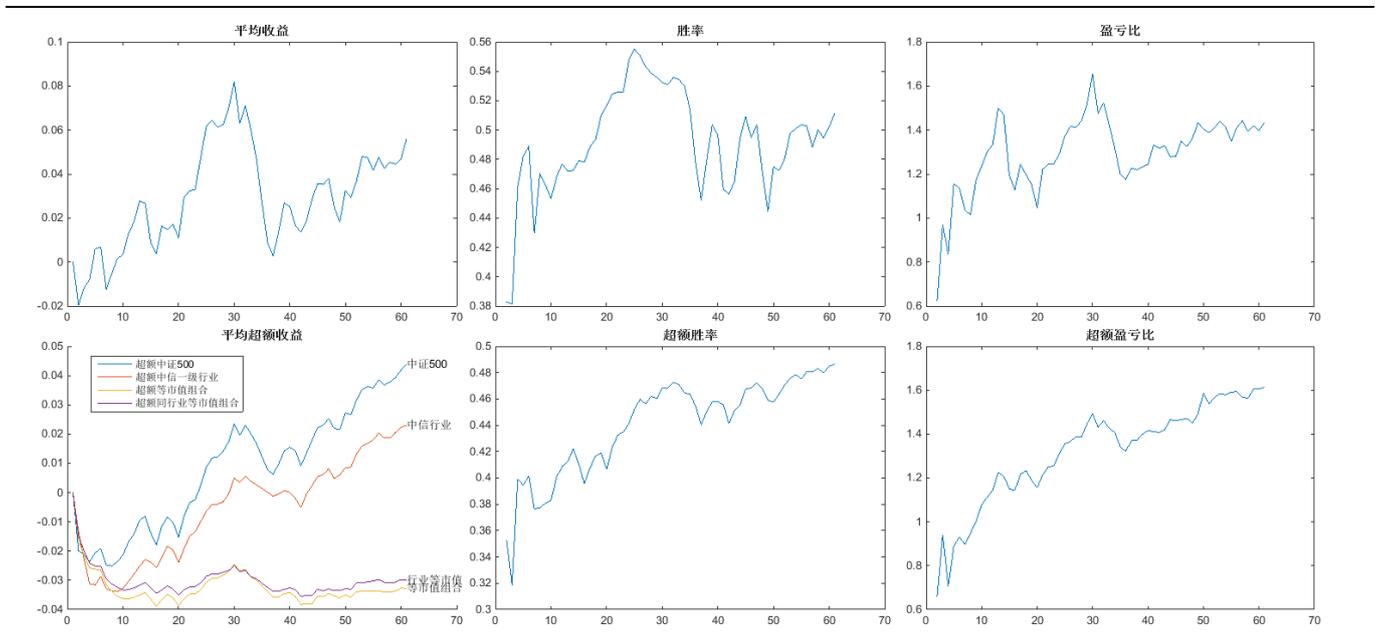


资料来源：天软，Wind，长江证券研究所

非 ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格跌幅偏离值累计达到 20%

偏向正向事件，平均收益和平均超额收益均上行，胜率不高，但盈亏比较为显著。

图 12：非 ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格跌幅偏离值累计达到 20% 事件表现

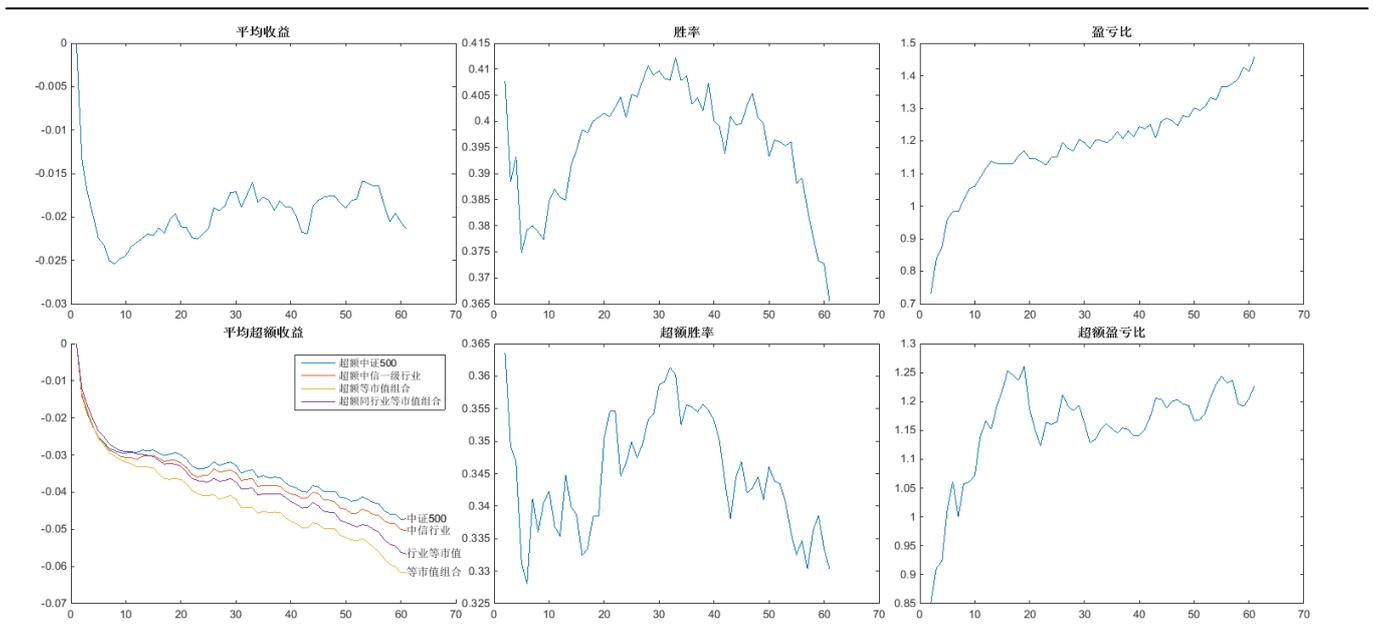


资料来源：天软，Wind，长江证券研究所

无价格涨跌幅限制

典型的负面事件，超额表现不显著。但从较长区间的平均收益和盈亏比来看，仍具一定的机会。

图 13：无价格涨跌幅限制事件表现

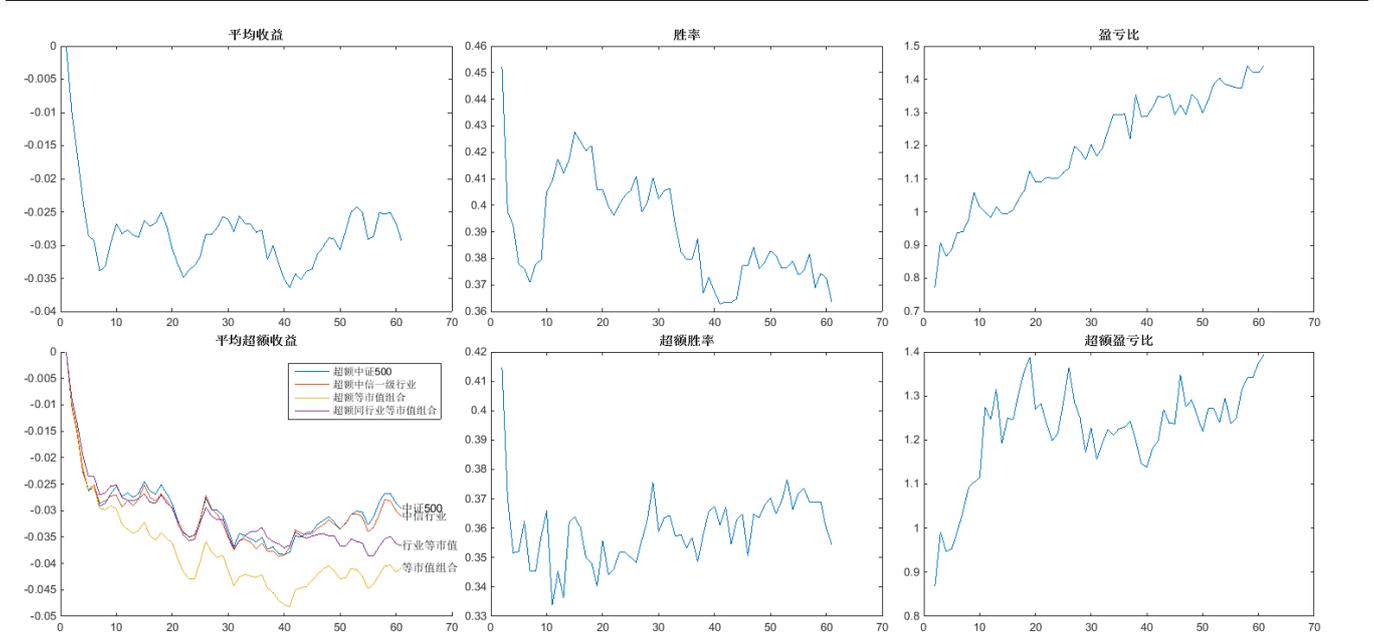


资料来源：天软，Wind，长江证券研究所

异常期间日均换手率放大达到 30 倍，并且累计换手率达到 20%

典型的负面事件，收益稳定性低、胜率波动性较大。

图 14：异常期间日均换手率放大达到 30 倍，并且累计换手率达到 20%事件表现

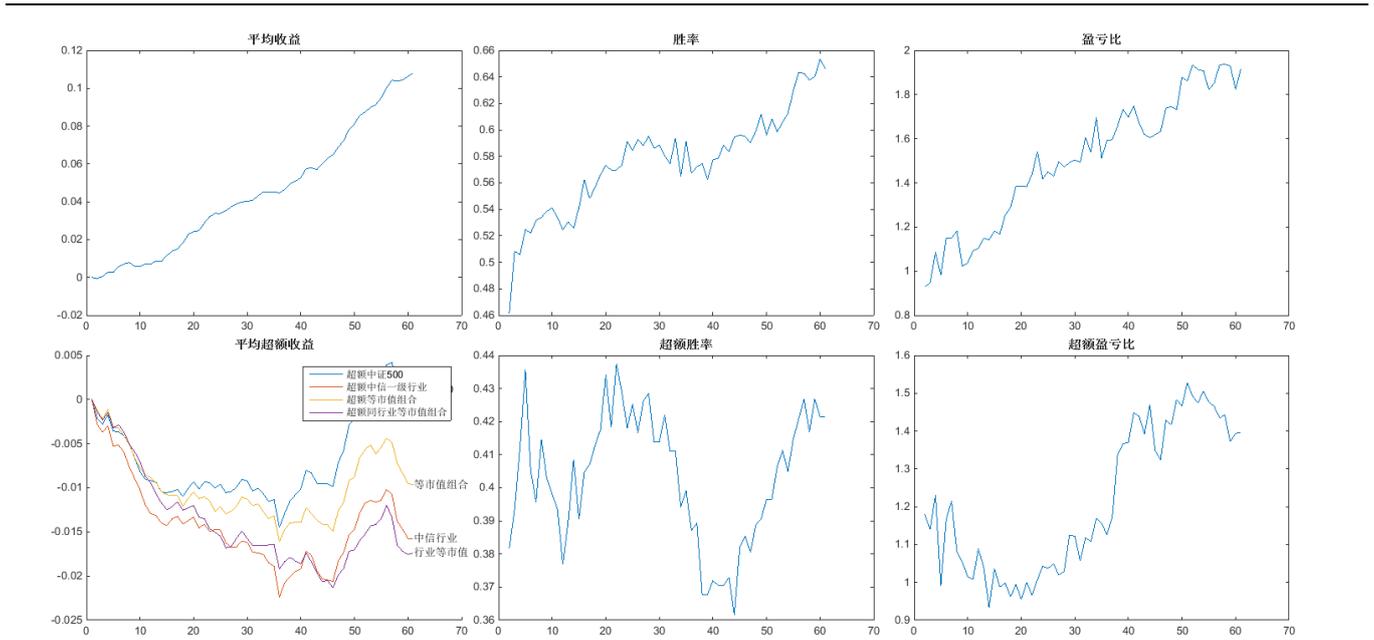


资料来源：天软，Wind，长江证券研究所

单只标的的证券的当日融资买入数量达到当日该证券总交易量的 50%以上

正面事件，从绝对收益角度，平均收益、胜率和盈亏比均相对较高，但相对于中证 500、行业、等市值组合、同行业等市值组合，则指标表现不太稳定。

图 15：单只标的的证券的当日融资买入数量达到当日该证券总交易量的 50%以上事件表现



资料来源：天软，Wind，长江证券研究所

特别处理标的事件分布

包括 ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格跌幅偏离值累计达到 12% 和 ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格涨幅偏离值累计达到 12% 两种有效上榜方式, 按照发生频率由高到低进行测算。

表 4: 龙虎榜类型详情

| 类型序号 | 全部 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|----------------------------------|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格涨幅偏离值累计达到 12% | 341 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 68 | 74 | 62 | 25 | 62 | 30 | 20 |
| ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格跌幅偏离值累计达到 12% | 261 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 38 | 89 | 24 | 8 | 44 | 28 | 30 |

资料来源: 天软, 长江证券研究所

特别处理标的基本在 2011 年之后才有相关事件, 由于数量过少, 只做简单的收益、胜率和盈亏比统计。

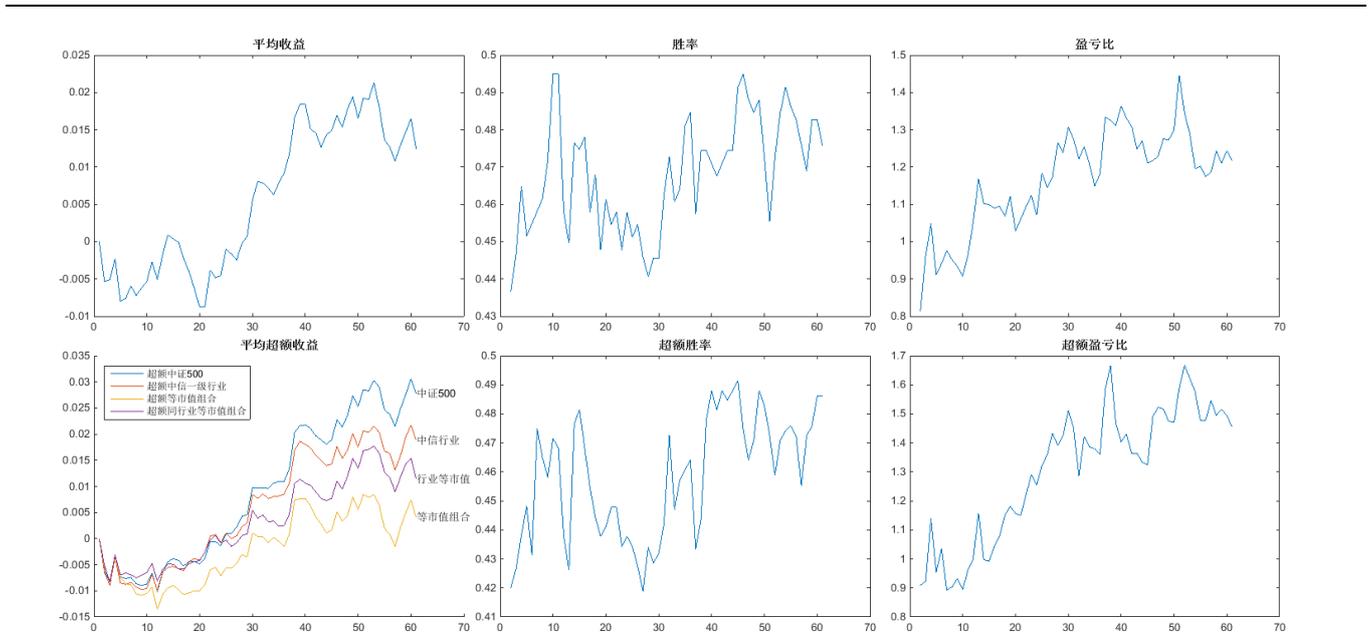
特别处理标的事件表现

同样测算特别处理标的的龙虎榜事件表现。

ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格涨幅偏离值累计达到 12%

短期内大概率会下跌, 但从 20 个交易日之后的表现来看, 平均收益和平均超额收益均在上行, 同时一个月后盈亏比开始大于 1, 整体反弹的可能性比较大。但从这类事件的整体表现来看, 胜率一直低于 50%, 仍存较大的风险。

图 16: ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格涨幅偏离值累计达到 12% 事件表现

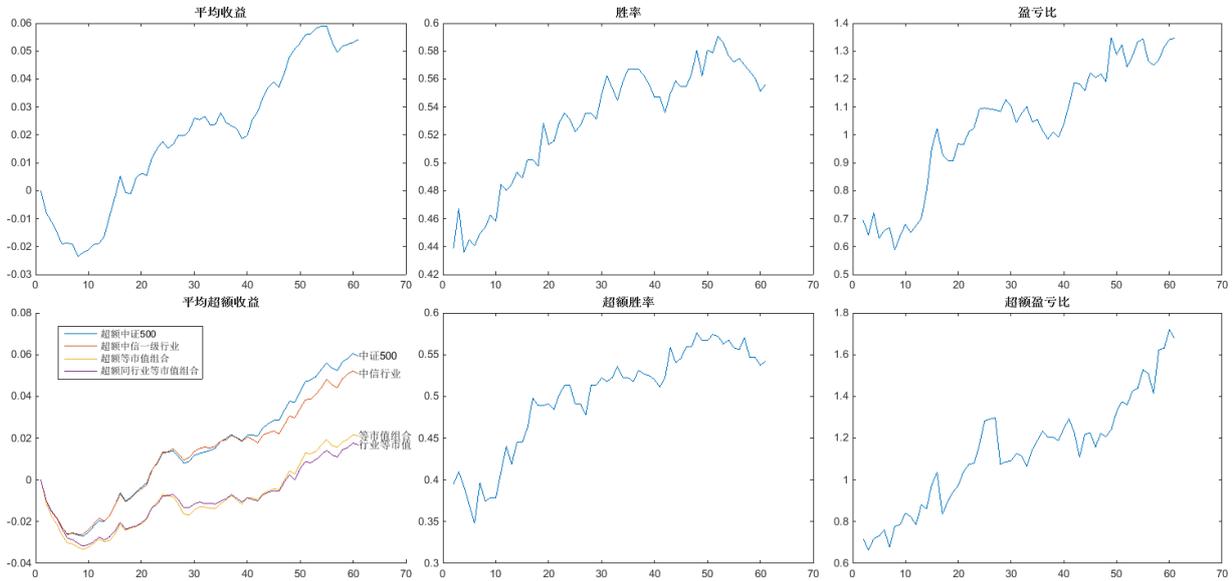


资料来源: 天软, Wind, 长江证券研究所

ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格跌幅偏离值累计达到 12%

该类事件在触发之后，短期存在负面效应，但是在 10 个交易日之后平均收益和平均超额收益开始走高，盈亏比和超额盈亏比也开始大于 0，胜率也开始高于 50%。

图 17： ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格跌幅偏离值累计达到 12%事件表现



资料来源：天软，Wind，长江证券研究所

事件表现总结

龙虎榜事件表现出比较类似的特征：

- 大部分股票在上榜之后，股价都会面临短期下跌，均呈现出短期的负面效应；
- 从长期来看，仍具有一定的绝对收益机会，但超额收益不明显，尤其相对于行业、等市值组合以及同行业等市值组合，风格偏移比较严重，收益很可能就是由部分年份的突出风格贡献；
- 胜率整体持续偏低，选股风险较大；
- 盈亏比持续上升且大于 1，存在一定的选股机会。

从细分角度，龙虎榜事件可以分为几类：

正面事件

事件发生之后立即买入即可获得持续的收益或超额收益。

- 非 ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格跌幅偏离值累计达到 20%

时间上有一定正面机会的负面事件

事件发生之后立即买入会产生负面收益，但在一段时间（一般是 20 个交易日）之后会有一定的超跌反弹机会。

- 日价格跌幅偏离值达到 7%

- 日价格振幅达到 15%
- 单只标的的证券的当日融资买入数量达到当日该证券总交易量的 50%以上
- ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格涨幅偏离值累计达到 12%
- ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格跌幅偏离值累计达到 12%

选股上有一定正面机会的负面事件

事件发生之后收益持续为负，但盈亏比较高，选股上可能有机会。

- 日价格涨幅偏离值达到 7%
- 日换手率达到 20%
- 非 ST、*ST、S 证券异常期间收盘价格涨幅偏离值累计达到 20%
- 无价格涨跌幅限制
- 异常期间日均换手率放大达到 30 倍，并且累计换手率达到 20%

完全的负面事件

事件发生之后持续负收益，盈亏比较低。

目前在 11 类龙虎榜事件中暂无此类事件，数量较少的退市整理表现为这种特征。

事件增强策略

龙虎榜事件整体偏负面，从中获取正向超额收益比较困难，但平均收益、超额收益、胜率均表现出明显的负面特征，因而负面增强是一个比较好的思路，即在全市场或者某个指数内选股时，先剔除某些成分，将股票池进行一定程度的缩减。

根据前面龙虎榜事件整体和分类的测算，可将其分为简单和复杂的两类增强测算。

简单增强

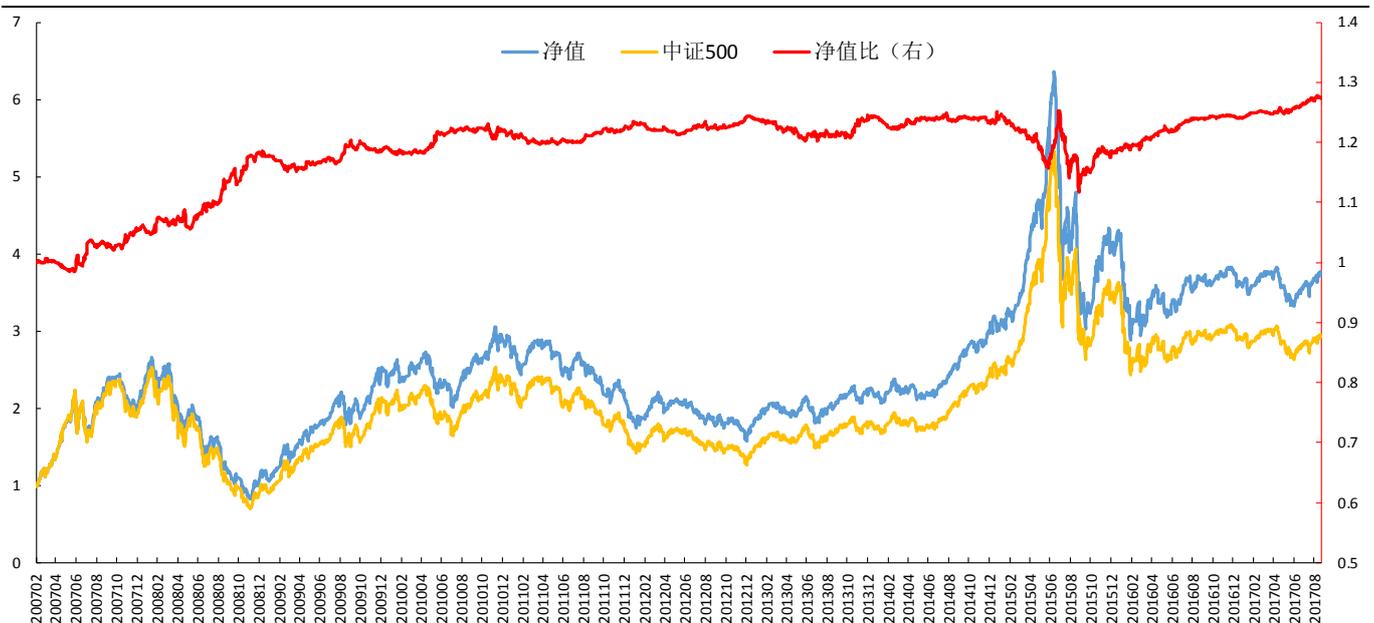
简单增强从龙虎榜事件的整体表现出发，着重于其短期的负面效应。

鉴于此，可滚动调仓，将龙虎榜上榜标的予以剔除，具体测算如下：

- 持股范围：中证 500 成分股；
- 比较基准：中证 500；
- 调仓周期：滚动调仓，当天上榜、第二天收盘予以剔除；
- 加权方式：流通市值加权；
- 权重设置：剔除标的后其他标的权重不变（剔除标的用现金替代），月度平衡，平衡时选取过去一个月未上榜标的；
- 交易成本：双边千分之三。

具体测算收益净值曲线如下：

图 18：龙虎榜事件简单增强净值表现



资料来源：天软，Wind，长江证券研究所

从策略收益来看，年化超额中证 500 指数 2.66%，仅 2014 年、2015 年未获得正收益，从最大回撤来看，只有 2015 年、2016 年最大回撤超过基准，夏普比率除 2015 年外其

他都得到了改善，效果相对尚可。而 2015 年之所以相对较弱的原因在于牛市时剔除了部分牛股，导致收益跟不上基准。

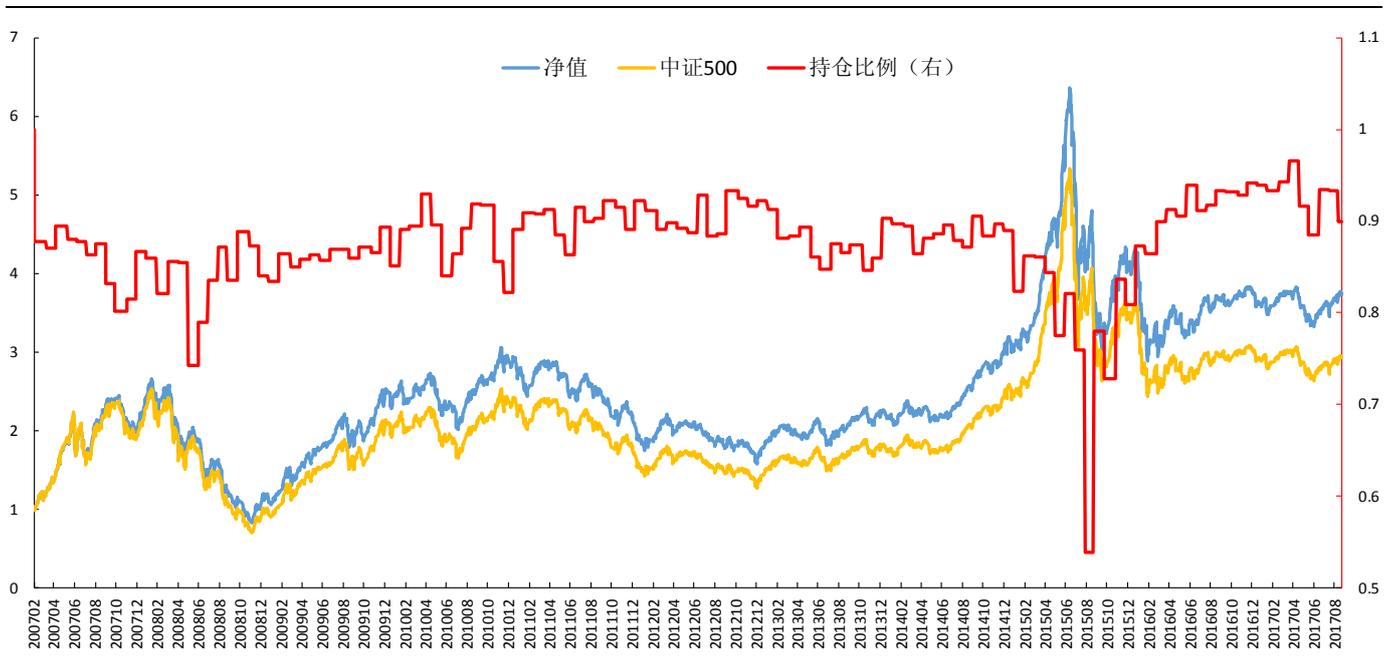
表 5: 龙虎榜事件简单增强策略效果

| 年度 | 收益率 | 超额收益率 | 夏普比率 | 基准夏普比率 | 最大回撤 | 基准最大回撤 | 胜率 | 相对胜率 | 信息比率 |
|------|---------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 2007 | 140.09% | 11.60% | 2.73 | 2.48 | 27.10% | 30.36% | 72.73% | 54.55% | 1.27 |
| 2008 | -56.05% | 4.75% | -1.39 | -1.46 | 69.05% | 72.42% | 46.15% | 61.54% | 1.71 |
| 2009 | 132.96% | 1.70% | 2.70 | 2.59 | 19.00% | 20.25% | 84.62% | 46.15% | 0.11 |
| 2010 | 12.39% | 2.32% | 0.59 | 0.49 | 26.25% | 28.40% | 53.85% | 61.54% | 0.55 |
| 2011 | -32.60% | 1.22% | -1.62 | -1.63 | 36.67% | 38.47% | 38.46% | 76.92% | 1.00 |
| 2012 | 0.64% | 0.36% | 0.15 | 0.13 | 28.36% | 29.69% | 46.15% | 53.85% | 0.10 |
| 2013 | 17.23% | 0.35% | 0.89 | 0.83 | 15.86% | 16.71% | 69.23% | 46.15% | -0.01 |
| 2014 | 38.86% | -0.14% | 1.90 | 1.82 | 11.33% | 12.54% | 69.23% | 69.23% | -0.13 |
| 2015 | 37.22% | -5.90% | 0.93 | 1.05 | 52.55% | 50.56% | 76.92% | 38.46% | -0.40 |
| 2016 | -14.18% | 3.59% | -0.35 | -0.51 | 30.93% | 30.80% | 53.85% | 76.92% | 2.17 |
| 2017 | 3.64% | 2.69% | 0.46 | 0.17 | 13.25% | 13.87% | 55.56% | 88.89% | 2.58 |
| 全部 | 13.65% | 2.66% | 0.56 | 0.48 | 69.05% | 72.42% | 57.48% | 57.48% | 0.55 |

资料来源：天软，Wind，长江证券研究所

事件的平均持仓在 90%左右，剔除成分不多。

图 19: 龙虎榜事件简单增强持仓分布



资料来源：天软，Wind，长江证券研究所

复杂增强

更进一步的，考虑龙虎榜事件的复杂增强。

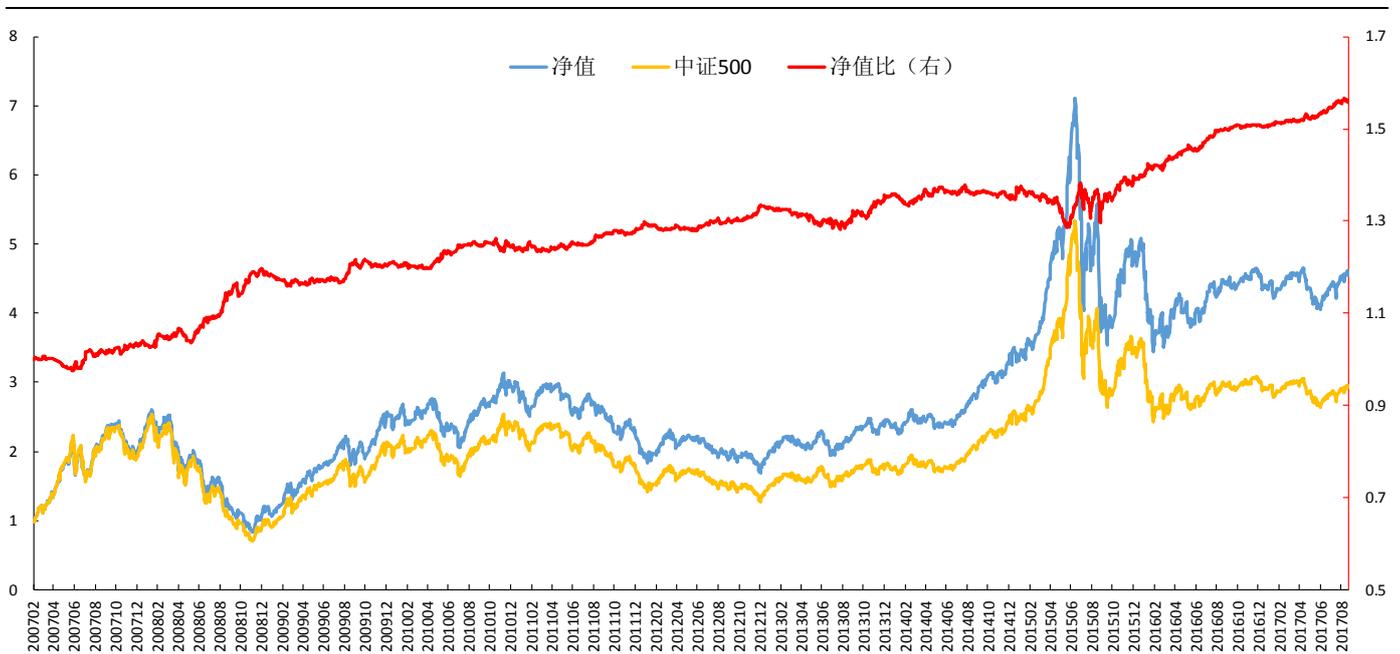
不同事件的周期不一致，表现会有所差异，且仅部分事件表现出明显的事件特征，故需挑选来作分析。同时，不同上榜事件的时间窗口会有所差异，有的长期负面事件，有的短期负面事件、长期正面事件，还有部分上榜类型偏正面。

具体测算方式如下：

- 持股范围：中证 500 成分股；
- 比较基准：中证 500；
- 调仓周期：滚动调仓，当天上榜（短期负面龙虎榜）、第二天收盘予以剔除；
- 加权方式：流通市值加权；
- 权重设置：剔除标的后其他标的权重不变（剔除标的用现金替代，相当于个股择时），月度平衡，平衡时剔除过去三个月龙虎榜长期负面事件、剔除最近一个月龙虎榜短期负面事件；
- 交易成本：双边千分之三。

具体测算曲线如下：

图 20：龙虎榜事件复杂增强净值表现



资料来源：天软，Wind，长江证券研究所

从净值和收益表现来看，策略超额中证 500 年化高达 4.91%，且相对于中证 500 每年均具有稳定的超额收益；从风险角度，任一年份的最大回撤均比基准要小，故夏普比率相对于基准均有稳定的提升。

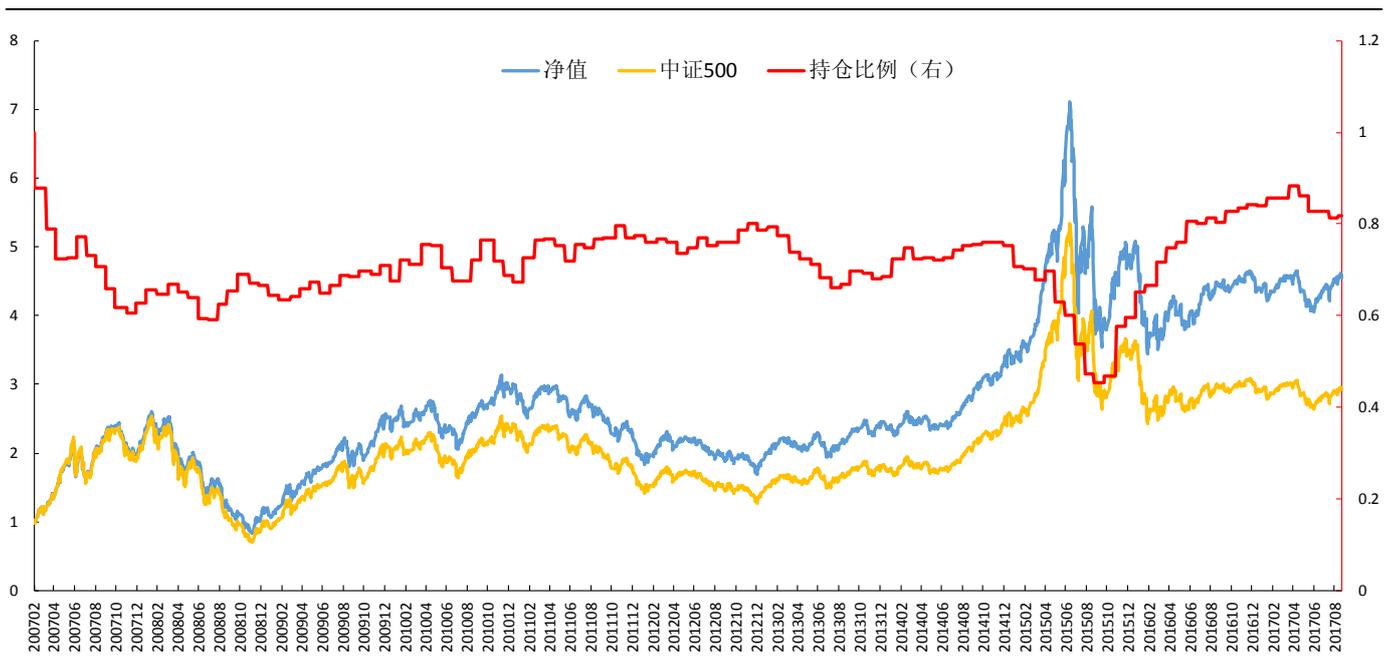
表 6: 龙虎榜事件复杂增强策略效果

| 年度 | 收益率 | 超额收益率 | 夏普比率 | 基准夏普比率 | 最大回撤 | 基准最大回撤 | 胜率 | 相对胜率 | 信息比率 |
|------|---------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|---------|------|
| 2007 | 135.56% | 7.07% | 2.65 | 2.48 | 27.51% | 30.36% | 72.73% | 54.55% | 0.74 |
| 2008 | -55.04% | 5.76% | -1.32 | -1.46 | 68.14% | 72.42% | 38.46% | 69.23% | 2.21 |
| 2009 | 135.84% | 4.58% | 2.77 | 2.59 | 18.36% | 20.25% | 84.62% | 53.85% | 0.44 |
| 2010 | 13.04% | 2.98% | 0.61 | 0.49 | 25.66% | 28.40% | 53.85% | 61.54% | 0.67 |
| 2011 | -30.75% | 3.08% | -1.53 | -1.63 | 35.61% | 38.47% | 38.46% | 76.92% | 2.01 |
| 2012 | 2.79% | 2.52% | 0.24 | 0.13 | 26.82% | 29.69% | 61.54% | 61.54% | 1.21 |
| 2013 | 19.51% | 2.62% | 0.99 | 0.83 | 15.86% | 16.71% | 69.23% | 61.54% | 0.46 |
| 2014 | 39.60% | 0.59% | 1.96 | 1.82 | 10.55% | 12.54% | 69.23% | 53.85% | 0.06 |
| 2015 | 46.82% | 3.70% | 1.06 | 1.05 | 50.23% | 50.56% | 76.92% | 38.46% | 0.57 |
| 2016 | -11.44% | 6.34% | -0.25 | -0.51 | 30.07% | 30.80% | 53.85% | 76.92% | 3.21 |
| 2017 | 4.49% | 3.55% | 0.55 | 0.17 | 12.95% | 13.87% | 55.56% | 100.00% | 3.04 |
| 全部 | 15.90% | 4.91% | 0.62 | 0.48 | 68.14% | 72.42% | 58.27% | 60.63% | 1.02 |

资料来源: 天软, Wind, 长江证券研究所

事件的平均持仓在 80%左右, 剔除成分不多, 2015 年大幅下跌期间规避风险较大。

图 21: 龙虎榜事件复杂增强持仓分布



资料来源: 天软, Wind, 长江证券研究所

总结

本文基于交易所披露的公开信息，分析涉及股票的龙虎榜上榜数据。从操作行为和过激反应角度出发，对所有的龙虎榜数据进行事件分析，并在考虑平均收益、胜率、盈亏比的情况下，综合分析行业、市值风格的偏离。

从测算结果来看，龙虎榜事件不同类型表现出比较类似的特征，短期负面、偏向于小市值行业，胜率低、盈亏比高，选股有一定机会，但风险较大，负面增强是一个比较好的思路。而从细分角度来看，部分龙虎榜事件长期偏负面，但仍有部分龙虎榜短期负面、长期正面甚至一直是正面事件，因而可基于此做一个更细化的增强。

在考虑龙虎榜事件的负面属性和不同上榜事件的特质之后，本文构建相对较为复杂的指数负面增强策略。取 500 成分股，一旦遇到龙虎榜长期负面或短期负面事件，予以剔除（现金替代），月度平衡一次（剔除长期表现不佳的龙虎榜事件和短期表现不好的龙虎榜事件）。由此计算下来，策略年化超额 4.91%，每一年都能超额中证 500，最大回撤均低于基准。

总体而言，龙虎榜事件的胜率较低，从负面事件做增强相对比较有效，而正面事件的内容，则需要从交易席位来分析龙虎榜的相关投资机会。

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 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (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。