

证券研究报告—深度报告

金融工程

数量化投资

金融工程专题研究

2021年05月13日

专题报告

相关研究报告：

《超预期投资全攻略》——2020-09-30
 《基于优秀基金持仓的业绩增强策略》——2020-11-15
 《基于分析师认可度的成长股投资策略》——2021-05-12
 《股指分红点位测算方法全解析》——2021-04-15
 《FOF系列专题之一：基金业绩粉饰与隐形交易能力》——2020-08-26
 《FOF系列专题之二：基金经理前瞻能力与基金业绩》——2020-10-30
 《FOF系列研究之三：基金经理调研能力与投资业绩》——2021-04-21
 《公募打新全解析——历史、建模与实践》——2020-12-09

证券分析师：张欣慰

电话：021-60933159
 E-MAIL: zhangxinwei1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520060001

证券分析师：张宇

电话：021-60875169
 E-MAIL: zhangyu15@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080004

基于分析师推荐视角的港股投资策略

● 聚焦港股：开辟超额收益新战场

近年来，国内可投资港股的基金数量呈现明显的加速上升趋势，2020年以来每月新发基金中可投资港股的基金比例平均达到60%。

截至2021年1季报，国内共有864只公募基金投资港股市场，占全体可投资港股基金数量的68%，占全体权益型基金数量的28%，内地公募基金配置港股的意愿呈现明显的上升趋势。

2021年以来，以公募基金重仓股为代表的核心资产出现大幅回撤，内地投资者对全年权益资产的预期收益偏向保守，机构投资者急需开辟获取超额收益的新战场。与此同时，在南下资金持续涌入、整体市场估值处于低位、优质高科技公司纷纷赴港上市的大背景下，港股市场投资性价比广受关注，有望成为公募基金获取超额收益的新战场。

● 港股财报披露规则与分析师盈利预测

港股上市公司在披露财务报告时，在财报年结日的选择、披露日期的规定方面与A股市场都存在显著差异。

作为机构投资者主导的成熟市场，港股市场的分析师盈利预测数据能为我们提供丰富的信息来源。本文采用朝阳永续港股盈利预测数据库进行分析，对报告数量、月度分布、入库时间、覆盖程度等进行介绍。

● 聚焦优质股：分析师推荐事件带来的超额收益

我们对分析师上调盈利预测、分析师首次关注、分析师研报标题超预期、分析师推荐券商金股等事件进行分析，观察事件前后个股的平均超额收益。

分析师推荐股票池相对恒生指数具有较好的超额收益，自2010年以来相对恒生指数超额收益达到10.71%，且大部分年度均能战胜恒生指数。

● 如何对分析师推荐股票池进行增强

我们从基本面和技术面维度选取有效指标来对分析师推荐股票池进行增强。在基本面维度，我们围绕分析师上调幅度、分析师净上调比例、经营活动现金净流量和总资产收益率四个维度筛选出分析师推荐力度较强、基本面有支撑的股票；在技术面维度，我们从盈余公告前后3日超额、250日最高价距离两个维度进一步精选出资金认可度较高、技术面形成共振的股票。

● 港股量化精选组合

我们在分析师推荐的股票池中进行第一步筛选，选择基本面得分靠前的50只股票构成基本面优选股票池，随后在该股票池中选择技术面得分靠前的20只股票等权构建港股量化精选组合。

2010年以来，基于以上方法构建的港股量化精选组合相对恒生指数年化超额收益达到22.26%，信息比1.57，收益回撤比1.68，且每年均能战胜恒生指数。

风险提示：市场环境变动风险，因子失效风险。

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

内容目录

聚焦港股：开辟超额收益新战场	5
港股市场财报披露规则与分析师盈利预测	6
港股市场财报披露介绍	6
港股市场分析师盈利预测介绍	9
聚焦优质股：分析师推荐事件带来的超额收益	12
分析师上调盈利预测	12
分析师给予首次关注	13
分析师研报标题超预期	14
分析师推荐券商金股	14
分析师推荐股票池	15
如何对分析师推荐股票池进行增强	17
基本面维度	17
技术面维度	20
港股量化精选组合	22
基本面优选	23
技术面精选	24
总结	27
参考文献	28
国信证券投资评级	29
分析师承诺	29
风险提示	29
证券投资咨询业务的说明	29

图表目录

图 1: A 股公募基金可投资港股基金数量	5
图 2: 实际投资港股的基金数量及投资港股市值总和	5
图 3: 普通股票及偏股混合型基金中配置港股基金数量	6
图 4: 港股通成立以来累计净买入金额 (亿港元)	6
图 5: 港股财报年结日分布图	7
图 6: 港股是否公布季报比例分布图	7
图 7: 报告期截止日为 3 月 31 日财报披露完成度	8
图 8: 报告期截止日为 6 月 30 日财报披露完成度	8
图 9: 报告期截止日为 9 月 30 日财报披露完成度	8
图 10: 报告期截止日为 12 月 31 日财报披露完成度	8
图 11: 2020 年港股主板每月财务报告数量及类型分布	9
图 12: 2020 年港股创业板每月财务报告数量及类型分布	9
图 13: 朝阳永续一致预期数据库结构框架	10
图 14: 历年分析师盈利预测报告数量	10
图 15: 分析师盈利预测报告的月度分布	10
图 16: 分析师盈利预测报告撰写日与入库日间隔天数分布	11
图 17: 分析师盈利预测相对上次预测间隔天数分布	11
图 18: 港股市场股票数量变化	12
图 19: 港股市场分析师覆盖度变化	12
图 20: 信义玻璃与分析师上调盈利预测	12
图 21: 分析师上调盈利预测事件前后 60 日的平均超额	12
图 22: 华润啤酒与分析师首次关注	13
图 23: 分析师首次关注事件前后 60 日的平均超额	13
图 24: 中国外运与分析师研报标题超预期	14
图 25: 分析师研报标题超预期事件前后 60 日的平均超额	14
图 26: 敏华控股与分析师推荐券商金股	15
图 27: 分析师推荐券商金股事件前后 60 日的平均超额	15
图 28: 分析师推荐股票池净值走势	16
图 29: 分析师推荐股票池每月数量及类型	16
图 30: 分析师上调幅度指标在港股市场分组年化超额	17
图 31: 分析师上调幅度指标在分析师推荐股票池中表现	17
图 32: 分析师净上调比例在港股市场分组年化超额	18
图 33: 分析师净上调比例在分析师推荐股票池中表现	18
图 34: CFO 指标在港股市场分组年化超额	19
图 35: CFO 指标在分析师推荐股票池中表现	19
图 36: ROA 指标在港股市场分组年化超额	20
图 37: ROA 指标在分析师推荐股票池中表现	20
图 38: EAR 指标在港股市场分组年化超额	21
图 39: EAR 指标在分析师推荐股票池中表现	21

图 40: 250 日最高价距离指标在港股市场分组年化超额.....	22
图 41: 250 日最高价距离指标在分析师推荐股票池中表现	22
图 42: 港股量化精选组合构建流程.....	23
图 43: 基本面优选组合净值走势	23
图 44: 港股量化精选组合净值走势.....	24
图 45: 港股量化精选组合月度平均换手率.....	25
图 46: 港股量化精选组合历史行业分布	25
图 47: 港股量化精选组合在不同指数成分股中的分布.....	25
图 48: 港股量化精选组合风格因子暴露	25
图 49: 港股量化精选组合资金容量测算（亿元）	26
图 50: 参数敏感性测试.....	26
表 1: A 股与港股上市公司财务报告披露规则对比.....	7
表 2: 港股通成分股选样标准	11
表 3: 分析师推荐事件超额收益汇总	15
表 4: 港股分析师推荐股票池分年度绩效表现	16
表 5: 基本面优选组合分年度绩效表现	24
表 6: 港股量化精选组合分年度绩效表现.....	25

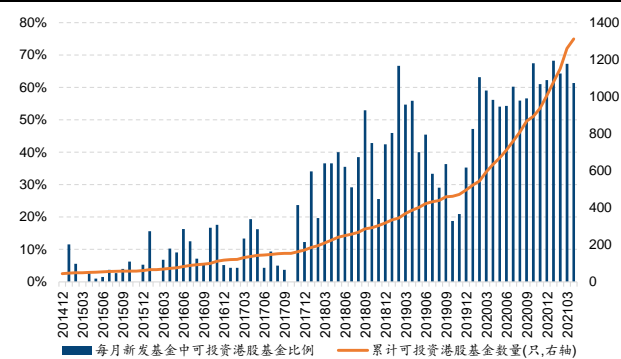
2021 年对于内地投资者而言无疑是充满挑战的一年，在经历了连续两年的结构化上涨行情后，A 股市场中部分高景气度板块的估值已处于历史高位，市场对权重资产的走势开始出现分歧。春节后，以公募基金重仓股为代表的核心资产出现大幅回撤，内地投资者对全年权益资产的预期收益偏向保守，机构投资者急需开辟获取超额收益的新战场。与此同时，港股市场成为今年全球资本市场中的一抹亮色。在南下资金持续涌入、整体市场估值处于低位、优质高科技公司纷纷赴港上市的大背景下，港股市场的投资性价比受到国内投资者的广泛关注，越来越多的公募基金选择南下，港股市场有望成为公募基金获取超额收益的新战场。

在我们 2020 年 9 月 30 日发布的《超预期投资全攻略》中，我们针对 A 股市场中的业绩超预期事件展开分析，挑选出同时具备基本面支撑和技术面共振的超预期股票，策略样本内外表现出色。本文我们同样聚焦分析师盈利预测在港股市场中的应用，围绕分析师推荐的港股展开分析，从基本面和技术面两个维度对分析师推荐的港股标的进行精选，构建港股量化精选组合。实证研究表明，基于该方法构建的港股量化精选组合历史表现稳健，2010 年以来每年都能稳定战胜恒生指数，相对恒生指数的年化超额达到 22.26%。

聚焦港股：开辟超额收益新战场

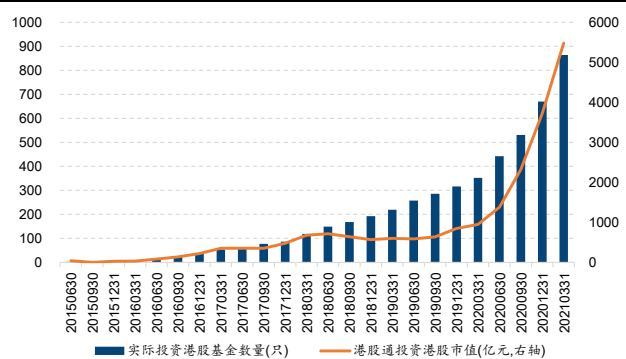
随着陆港通的开放和日渐成熟，A 股机构投资者投资港股市场有了更为便捷的渠道，可投资港股的 A 股公募基金数量也越来越多（本部分所指基金均为 A 股公募基金）。此处，我们将基金合同“投资范围”一项中含有“港股”关键字的基金作为可投资港股的基金。对于部分 QDII 基金而言，由于其在基金合同的“投资范围”一项中可能并不包含“港股”一词，因此我们以该基金实际是否持有港股为依据进行判断。具体来讲，若该 QDII 基金在 2021 年 1 季报中披露的“港股通投资港股市值”不为 0，我们也将纳入到可投资港股标的基金中。

图 1：A 股公募基金可投资港股基金数量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：实际投资港股的基金数量及投资港股市值总和

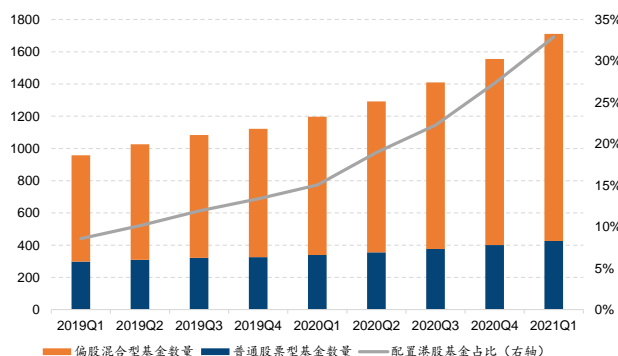


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 1 统计了 2014 年 11 月 17 日沪港通开通以来，全市场每月可投资港股的权益基金数量，可以看到在近几年来可投资港股的基金数量呈现明显的加速上升趋势。截至 2021 年 4 月 30 日，A 股市场中共有 1323 只基金可投资港股。我们同时统计了每月新发基金中，可投资港股的基金比例。可以看到，2020 年以来新发基金中可投资港股的基金比例明显提升，每月新发基金中可投资港股的基金比例平均占比达到 60%。

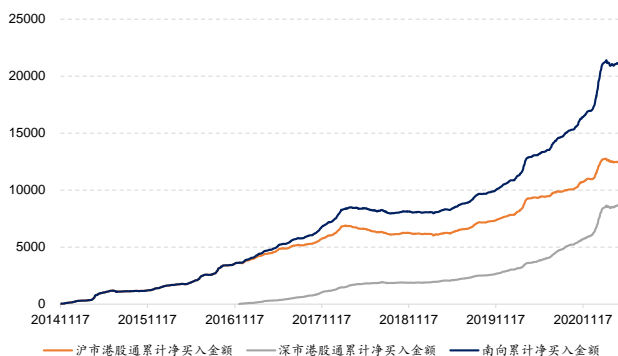
那么，在众多基金合同中规定可投资港股的基金中，实际投资港股的基金比例大概占多少呢？图 2 展示了 2015 年以来实际投资港股的基金数量及其在港股上的持仓市值之和，截至 2021 年 1 季报，共有 864 只基金投资港股市场，约占全体可投资港股基金数量的 68%，占全体权益型基金数量的 28%，累计投资港股市值 5485 亿元。图 3 展示了普通股票型及偏股混合型基金中配置港股基金数量情况。可以看到，截至 2021 年 1 季报，普通股票型基金中配置港股基金数量为 120 只，偏股混合型基金中配置港股基金数量为 443 只，全体股票型基金中配置港股的基金数量占比达到 32.90%。

图 3：普通股票及偏股混合型基金中配置港股基金数量



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4：港股通成立以来累计净买入金额（亿港元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

随着国内机构投资者配置港股意愿的明显增强，南向资金的持续涌入为港股市场带来了新的增量资金。图 4 展示了港股通成立以来的累计净买入金额，截至 2021 年 4 月 30 日，港股通累计净买入金额达到 51458.4 亿港元，其中 2021 年净买入金额达到 4161 亿港元。

由此可见，无论从基金条款投资范围的变化还是从基金实际投资港股比例的变化来看，内地公募基金配置港股的意愿都呈现出明显的提升趋势，港股市场的重要性与日俱增。伴随着南向资金的持续流入，公募基金寻求优质投资标的的需求越来越强烈，构建长期稳健的港股投资组合势在必行。

港股财报披露规则与分析师盈利预测

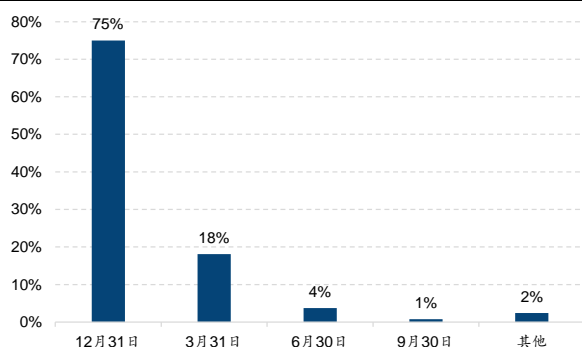
工欲善其事，必先利其器。由于港股市场中上市公司财务报告的披露规则和分析师盈利预测情况与 A 股市场存在显著的差异，因此在介绍港股量化策略的构建之前，我们先对港股市场财报披露规则和分析师盈利预测情况进行介绍。

港股市场财报披露介绍

与 A 股上市公司的信息披露要求相比，港股上市公司的披露要求更加宽松，在财报年结日的选择、披露日期的规定方面均有着显著的差异。

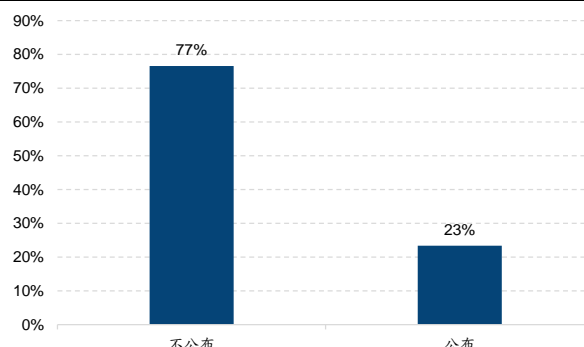
在财报年结日的选择上，A 股所有上市公司的会计年度均为 1 月 1 日-12 月 31 日，然而香港市场对企业的会计年度无统一规定，上市公司可根据自身情况确定其会计年度。图 5 展示了当前港股财报年结日分布情况，其中 12 月 31 日表示公司的会计年度为 1 月 1 日-12 月 31 日，3 月 31 日表示公司的会计年度为去年 4 月 1 日-今年 3 月 31 日，以此类推。可以看到，75% 的上市公司会计年度截止日为 12 月 31 日，18% 的上市公司会计年度截止日为 3 月 31 日，约 7% 的上市公司选择将 6 月 30 日、9 月 30 日及其他日期作为其会计年度截止日。

图 5：港股财报年结日分布图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 6：港股是否公布季报比例分布图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。

在财务报告披露时间的规定上，A 股与港股也存在明显的区别。在 A 股市场中，所有上市公司均需定期披露季报、半年报和年报，部分公司还需披露业绩预告和业绩快报。在披露时间要求上，如表 1 所示，A 股上市公司半年报需在 2 个月内披露完成，年报需在 4 个月内披露完成，一季报和三季报需在 1 个月内披露完成，且各板块要求一致。在港股市场中，主板和创业板股票的披露规则存在差异。主板公司必须披露半年报和年报，可自主选择是否披露季报，而创业板公司则必须披露季报、半年报和年报。图 6 展示了港股披露季报的公司比例，可以看到仅有 23% 的公司定期披露一季报和三季报，高达 77% 的公司仅披露年报和半年报。

除正式财务报告之外，港交所还要求上市公司披露业绩初步公告，这类似于 A 股上市公司的业绩快报，其财务数据可信度较高，但在披露时间上比正式财报披露时间更早。

表 1：A 股与港股上市公司财务报告披露规则对比

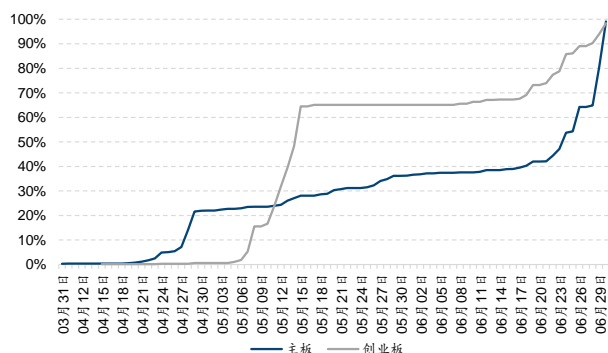
A 股财报周期结束后最迟披露时间				
报告期	起始时间	结束时间	定期报告最迟披露日	时间间隔
一季报	1 月 1 日	3 月 31 日	4 月 30 日	1 个月
半年报	4 月 1 日	6 月 30 日	8 月 31 日	2 个月
三季报	7 月 1 日	9 月 30 日	10 月 31 日	1 个月
年报	10 月 1 日	12 月 31 日	次年 4 月 30 日	4 个月
港股财报周期结束后最迟披露时间				
报告期	主板		创业板	
季报	无强制规定，可不披露		45 天内	
半年报	3 个月内		45 天内	
年报	4 个月内		3 个月内	
业绩初步公告-季报	无强制规定，可不披露		45 天内	
业绩初步公告-半年报	2 个月内		45 天内	
业绩初步公告-年报	3 个月内		3 个月内	

资料来源：上交所、深交所、港交所、国信证券经济研究所整理

- 对于港股主板上市公司而言，在半年报经营周期结束后的 2 个月内、年报经营周期结束后的 3 个月内，我们即可获取公司半年报和年报的经营业绩情况；
- 对于港股创业板上市公司而言，在季度报告经营周期结束后的 45 天内、半年报经营周期结束后的 45 天以及年报经营周期结束后的 3 个月内，我们即可获取公司对应报告期的经营业绩情况。

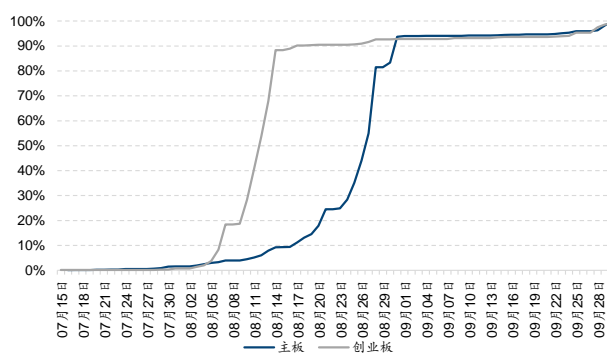
图 7 展示了主板和创业板报告期截止日为 2020 年 3 月 31 日的财务报告对应的披露完成情况，由前述分析可知，很多公司选择将 3 月 31 日作为财报年结日，因此该报告期可能对应上市公司的一季报，也可能对应上市公司的年报。对于创业板公司而言，若为一季报，那么其须在 5 月 15 日之前（45 天内）将一季报披露完毕，此时披露完成度达到 65%。若为年报，那么其须在 6 月 30 日之前（3 个月内）将年报披露完毕，此时披露完成度达到 100%。对于主板公司而言，由于无季报披露要求，因此其对应的更多为年度报告，要到 6 月 30 日（3 个月内）才全部披露完毕。

图 7：报告期截止日为 3 月 31 日财报披露完成度



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

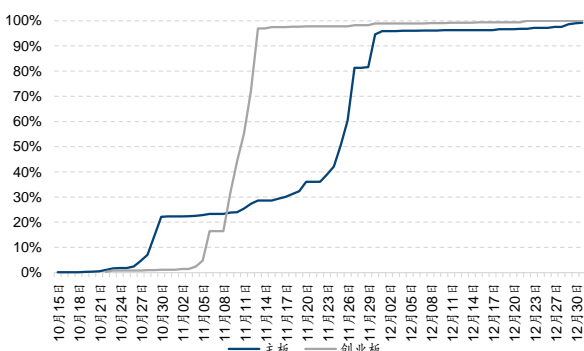
图 8：报告期截止日为 6 月 30 日财报披露完成度



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。

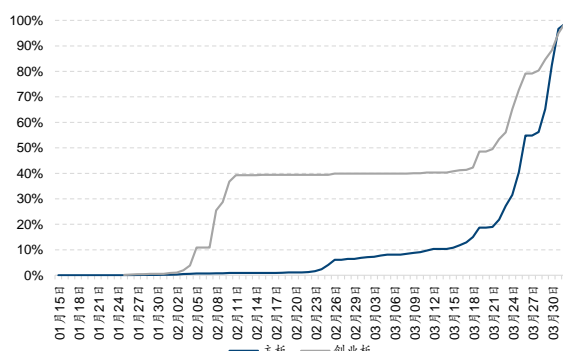
图 8 展示了主板和创业板报告期截止日为 2020 年 6 月 30 日的财务报告对应的披露完成情况。由前述分析可知，部分公司选择将 6 月 30 日作为财报年结日，因此该报告期可能对应上市公司的半年报，也可能对应上市公司的年报。对于创业板公司而言，若为半年报，那么其须在 8 月 15 日之前（45 天内）披露完毕，此时披露完成度达到 88%。若为年报，那么创业板公司必须在 9 月 30 日之前（3 个月内）将披露完毕，此时完成度达到 100%。对于主板公司而言，若为半年报，则须在 8 月 31 日之前（2 个月内）将披露完毕，此时披露完成度达到 94%；若为年报，那么须在 9 月 30 日之前（3 个月内）披露完毕，此时主板披露完成度达到 100%。

图 9：报告期截止日为 9 月 30 日财报披露完成度



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 10：报告期截止日为 12 月 31 日财报披露完成度



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。

图 9 展示了主板和创业板报告期截止日为 2020 年 9 月 30 日的财务报告对应的披露完成情况，该报告期一般对应三季报。对于创业板公司而言，其须在 11 月 15 日之前（45 天内）将一季报披露完毕，此时披露完成度为 100%。对于主板公司，由于无季报披露要求，其披露时间一般为 12 月 31 日之前（3 个月内）。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

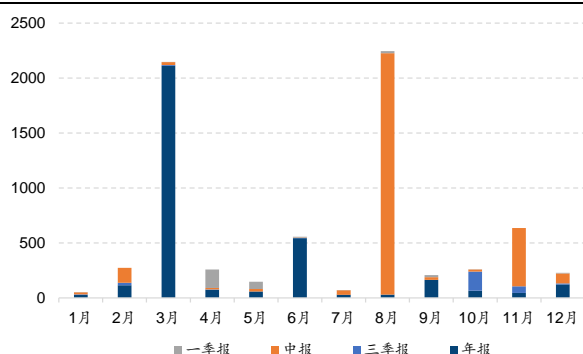
全球视野 本土智慧

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

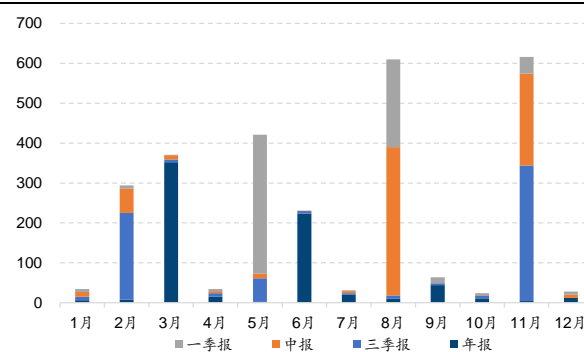
图 10 展示了主板和创业板报告期截止日为 2020 年 12 月 31 日的财务报告对应的披露完成情况。该报告期可能对应上市公司的半年报，也可能对应上市公司的年报。对于创业板公司而言，若为半年报，那么其须在次年 2 月 15 日之前（45 天内）披露完毕，此时披露完成度达到 40%。若为年报，那么创业板公司必须在次年 3 月 30 日之前（3 个月内）将披露完毕，此时完成度达到 100%。对于主板公司而言，若为半年报，则须在次年 2 月 28 日之前（2 个月内）将披露完毕，此时披露完成度达到 6%；若为年报，那么须在次年 3 月 31 日之前（3 个月内）披露完毕，此时主板披露完成度达到 100%。

图 11：2020 年港股主板每月财务报告数量及类型分布



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 12：2020 年港股创业板每月财务报告数量及类型分布



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。

由以上分析可知，由于港股上市公司的财报年结日的选择并不一致，且主板和创业板上市公司的信息披露规则存在差异，因此港股上市公司财务披露日期相对分散，几乎每个月都有一定量的上市公司披露其财务信息。图 11 和图 12 分别展示了港股主板和创业板上市公司在 2020 年每月发布财务报告的数量和类型，可以看到对于港股主板上市公司而言，3 月、6 月、8 月和 11 月为其财务报告发布高峰期，而对于港股创业板上市公司而言，2 月、3 月、5 月、6 月、8 月和 11 月的财务报告数量较多。总体来看，港股上市公司财务报告发布时间较为分散，基本上每个月都有一定数量的报告进行披露。基于这一点考虑，在后续构建量化组合时，我们将以月度为频率对组合进行调仓。

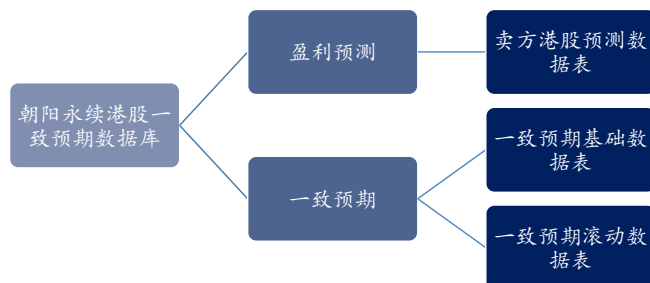
港股市场分析师盈利预测介绍

作为以机构投资者为主导的成熟市场，机构投资者的预期变化对港股上市公司的股价走势能够起到举足轻重的作用。与 A 股市场类似，港股市场的分析师盈利预测数据也能够为我们提供丰富的信息来源。借助分析师的观点，我们可以实现将主动观点的前瞻判断与量化方法的体系架构进行美妙结合。

本文我们采用朝阳永续港股盈利预测数据作为分析师盈利预测的基础数据来源。作为国内最早对分析师数据进行处理的数据供应商之一，朝阳永续不仅拥有系统化的 A 股分析师盈利预测数据，对港股分析师数据也进行了前瞻性布局。朝阳永续港股盈利预测数据于 2017 年 11 月推出，主要来源于海内外券商研究报告，体现了分析师对香港上市公司业绩预测的专业性、前瞻性和务实性。

图 13 展示了朝阳永续数据库的结构框架，该数据库主要分为盈利预测和一致预期两大类表，其中盈利预测包含了每位分析师对所覆盖的上市公司的具体预测明细数据，如预测营收、净利润、EPS、评级、目标价等；一致预期数据则是在券商对香港上市公司原始预测的基础上，按照机构和时间两个维度加权计算出的一致预期数据，从而反映券商分析师群体对香港上市公司的共识与分歧。

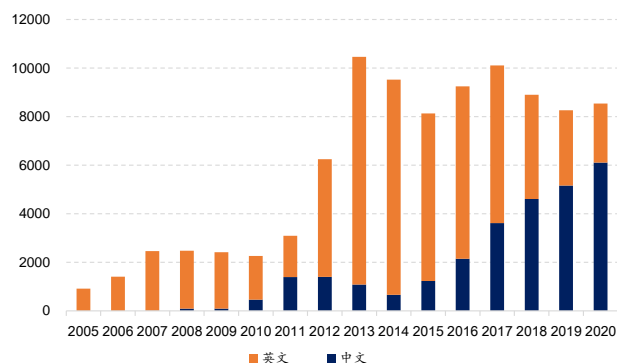
图 13: 朝阳永续一致预期数据库结构框架



资料来源: 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

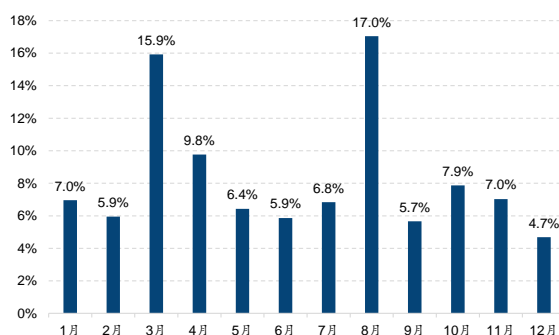
图 14 展示了 2005 年以来历年港股分析师盈利预测报告的数量变化情况。作为国际化成熟市场, 港股市场的参与者不仅涵盖本土及内地投资者, 也同样涵盖美洲、欧洲等国外地区的投资者, 因此港股分析师盈利预测报告有中英文两类。可以看到, 在 2017 年以前, 分析师盈利预测报告以英文为主, 而随着沪港通、深港通的开通, 越来越多的内地券商分析师将目光投向港股市场, 中文盈利预测报告的占比迅速提升。

图 14: 历年分析师盈利预测报告数量



资料来源: Wind, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

图 15: 分析师盈利预测报告的月度分布

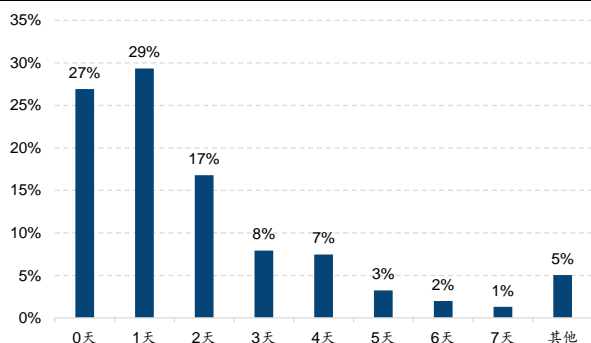


资料来源: Wind, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

图 15 展示了分析师盈利预测报告的月度分布情况, 可以看到在 3 月、4 月和 8 月分析师报告的数量占比最多, 由前述分析可知, 这三个月分别主要对应上市公司年报、一季报和半年报。此外, 分析师报告在其他月份的分布情况较为平均, 这一点与前面提到的每月均有一定比例的上市公司披露其财务报告的结论相符。

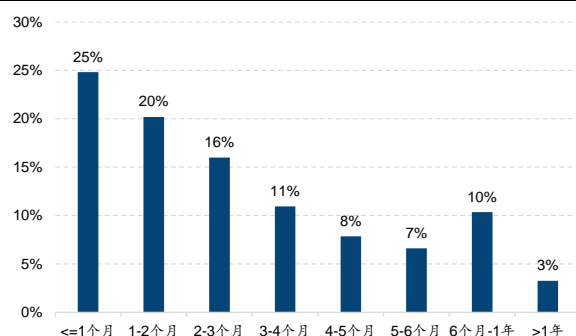
分析师数据入库的及时性对于量化投资者获取及时、可靠的数据至关重要, 由于朝阳永续港股盈利预测数据于 2017 年 11 月推出, 因此我们仅考察发布日期在 2018 年以来的分析师报告撰写日期与入库日期之间的间隔天数, 如图 16 所示。可以看到, 间隔天数在 3 天以内的样本达到 80%, 5 天以内的样本 92%, 7 天以内的样本达到 95%。总体来看, 券商分析师报告能够较为及时地收录在数据库中。

图 16: 分析师盈利预测报告撰写日与入库日间隔天数分布



资料来源: Wind, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

图 17: 分析师盈利预测相对上次预测间隔天数分布



资料来源: Wind, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

在实际应用中, 我们更加关心分析师盈利预测相对其上一次的变化调整, 然而由于相当一部分港股上市公司仅披露年报和半年报, 因此同一上市公司的两个相邻财务报告期的披露日间隔天数可能长达半年之久, 所以我们必须注意港股市场分析师两次盈利预测之间的间隔天数。由图 17 可以看到, 25%的分析师报告调整间隔天数小于 1 个月, 61%的分析师报告调整间隔天数小于 3 个月, 86%的分析师报告调整间隔天数小于 6 个月。可以看到, 仍然 14%分析师报告间隔天数长达 6 个月甚至 1 年之久。考虑到二级市场瞬息万变, 对于相邻两次报告期间隔天数过久的样本, 我们后续仅考虑两次盈利预测时间间隔在 6 个月内的数据。

最后, 我们观察港股市场上的分析师覆盖度情况, 我们分别考察分析师盈利预测在全部港股和恒生综指及沪港通标的成分股中的覆盖情况。在此之前, 我们简单介绍一下港股通成分股的构成, 如表 2 所示。

表 2: 港股通成分股选择标准

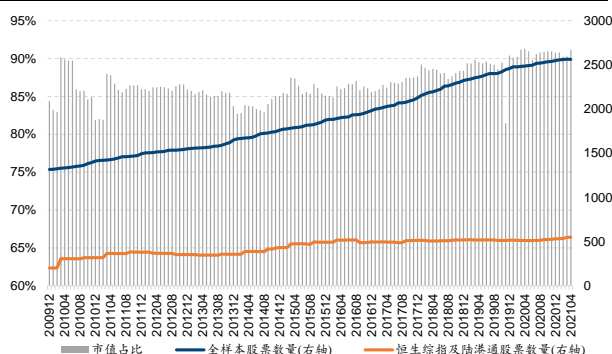
	沪港通	深港通
包括	<ul style="list-style-type: none"> 恒生综合大型股指数成分股 恒生综合中型股指数成分股 A+H 股上市公司的 H 股 	<ul style="list-style-type: none"> 恒生综合大型股指数成分股 恒生综合中型股指数成分股 恒生综合小型股指数成分股, 且成分股定期调整考察截止日前十二个月港股平均月末市值不低于港币 50 亿元, 上市时间不足十二个月的按实际上市时间计算市值 A+H 股上市公司的 H 股
不包括	<ul style="list-style-type: none"> 上市 A 股为风险警示板股票或暂停上市或进入退市整理期股票的 A+H 股上市公司对应的 H 股 有股票在上交所意外的内地柜台交易所上市的发行人的股票 在联交所以外港币以外货币报价交易的股票 上交所、深交所认定的其他特殊情形的股票 	

资料来源: 港交所, 国信证券经济研究所整理

可以看到, 港股通标的成分股基本由恒生综合指数成分股及 A+H 股上市公司的 H 股构成, 而恒生综合指数成分股由在港交所主板上市的总市值靠前的 95%上市公司组成, 基本上涵盖了港股市场中绝大多数可投资的优质标的。由于港股通于 2014 年底试点开通, 为了拉长样本考察期, 我们后续研究中, 将以恒生综合指数成分股与港股通成分股的并集作为选股空间进行探讨。

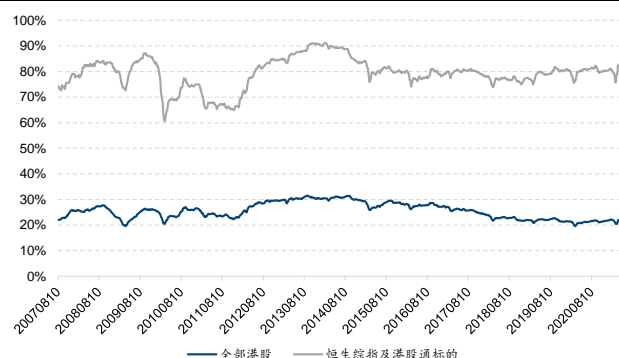
图 18 展示了 2010 年以来港股市场股票数量的变化情况, 可以看到恒生综指与港股通标的的并集股票数量基本稳定在 500 只左右, 其占全市场股票总市值比例接近 90%。图 19 展示了分析师覆盖度在港股上的变化情况, 从全市场来看, 分析师覆盖度仅为 20%, 但是在恒生综指及沪港通标的中, 分析师覆盖度基本达到 80%以上, 这为我们的后续分析打下了良好的基础。

图 18: 港股市场股票数量变化



资料来源: Wind, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

图 19: 港股市场分析师覆盖度变化



资料来源: Wind, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

聚焦优质股: 分析师推荐事件带来的超额收益

一般来讲, 当上市公司披露盈余公告后, 分析师会对上市公司的财务报告进行点评, 并对其全年业绩进行预测。当分析师上调公司盈利预测、给予首次关注、认为公司业绩超预期或者将其纳入到券商金股名单中时, 说明其看好公司的未来发展, 此时我们预期公司对应的股价会有较好的表现。本部分, 我们将考察分析师上调盈利预测、分析师首次关注、分析师研报标题超预期和分析师推荐券商金股等事件带来的超额收益。

分析师上调盈利预测

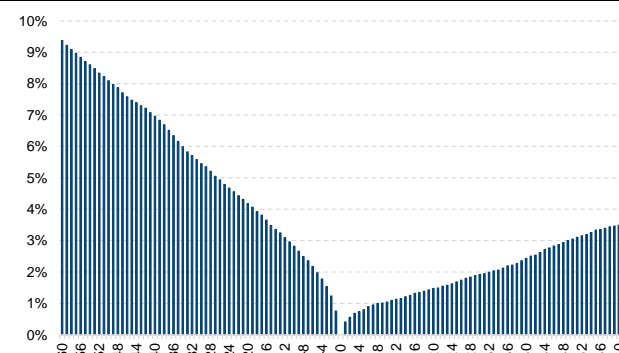
当上市公司披露的盈余公告表明公司业绩持续向好时, 分析师通常会将其对该公司的全年盈利预测上调, 此时我们认为触发了分析师上调盈利预测事件。图 20 以信义玻璃 (0868.HK) 为例, 该公司在 2020 年 8 月 3 日发布中期业绩, 随后中金、兴业及 J.P.Morgan 发布研报称公司业绩符合预期, 并于 2020 年 8 月 4 日将公司全年预期 EPS 分别由 1.05、0.95、0.81 上调至 1.11、0.97 和 0.89。随后 2020 年 12 月 15 日公司发布 2020 年年报业绩预告, 兴业、君安香港和中金继续上调全年预期 EPS。在此期间, 信义玻璃相对恒生指数的超额收益高达 51.38%。

图 20: 信义玻璃与分析师上调盈利预测



资料来源: Wind, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

图 21: 分析师上调盈利预测事件前后 60 日的平均超额



资料来源: Wind, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

我们筛选出触发分析师上调盈利预测的样本，并统计分析师撰写研报前后 60 个交易日股票相对恒生指数的平均超额收益，其收益分布如图 21 所示。如果我们能提前 60 个交易日买入有分析师上调盈利预测的股票，那么平均将获得 9.37% 的超额收益。如果我们在有分析师上调盈利预测后买入并且持有 60 个交易日，那么平均将获得 3.49% 的超额收益。

分析师给予首次关注

朝阳永续数据库根据分析师之前是否对某公司进行过盈利预测将报告分为首次评级、首次关注、首份报告和一般报告四种类型，其划分方式如下：

- 首次评级：是指该机构对于该股票之前有过报告，但是评级为“无”；
- 首次关注：是指该机构对于该股票之前没有报告；
- 首份报告：是指该机构对于该股票出具的近 6 个月内的第一篇报告；
- 一般报告：是指该机构对于该股票出具的近 6 个月内的报告，但不属于首份报告。

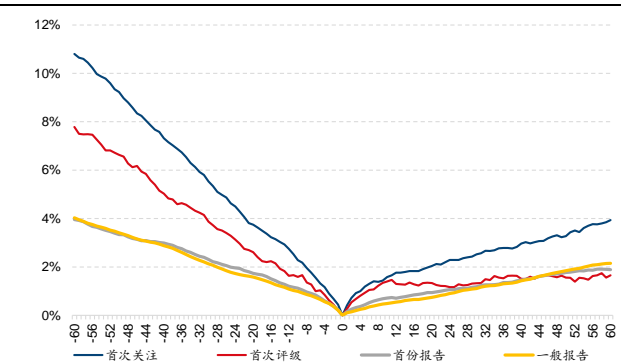
图 22 以华润啤酒（0291.HK）为例，2020 年 5 月 11 日、5 月 22 日、5 月 23 日国盛证券、申万宏源证券、中泰证券分别发布首次关注报告，截至 2020 年 8 月 5 日该股票区间相对恒生指数超额收益达到 35.16%。随后，2020 年 10 月 8 日国金证券发布首次关注报告，截至 2020 年 12 月 31 日该股票区间相对恒生指数超额收益达到 35.42%。

图 22：华润啤酒与分析师首次关注



资料来源：Wind，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

图 23：分析师首次关注事件前后 60 日的平均超额



资料来源：Wind，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

图 23 展示了分析师首次关注、首次评级、首份报告和一般报告的事件前后收益情况，可以看到分析师首次关注带来的事件超额收益最高。我们筛选出触发分析师首次关注的样本，并统计分析师撰写研报前后 60 个交易日股票相对恒生指数的平均超额收益。可以看到，如果我们能提前 60 个交易日买入分析师首次关注的股票，那么平均将获得 10.80% 的超额收益。如果我们在有分析师首次关注后买入并且持有 60 个交易日，那么平均将获得 3.94% 的超额收益。

分析师研报标题超预期

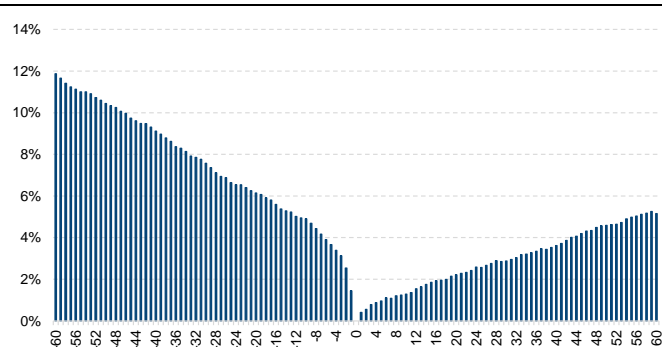
当上市公司披露的盈余公告超过分析师的预期时，分析师通常会在其研报的标题中显式地表明该公司“业绩超预期”或“利润超预期”。图 24 以中国外运（0598.HK）为例，其在 2020 年 8 月 27 日公布了 2020 年中期业绩，随后中金公司于 2020 年 8 月 30 日发布报告《中国外运：2Q 业绩超预期，传统货代业务加速转型升级，基本面向上》，直至 2020 年 10 月 28 日该公司披露第三季度报告，期间公司股价相对于恒生指数超额收益达到 26.94%。随后该公司三季度业绩继续超预期，中金公司于 2020 年 11 月 1 日发布报告《中国外运：3Q 业绩超预期，货代表现好，长期盈利改善可期》，从研报发布日到 2020 年 11 月 24 日，公司股价相对恒生指数超额收益高达 22.02%。

图 24：中国外运与分析师研报标题超预期



资料来源：Wind，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

图 25：分析师研报标题超预期事件前后 60 日的平均超额



资料来源：Wind，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

我们将分析师研报标题中含有“业绩超预期”、“利润超预期”等字眼的样本作为研报标题超预期的考察样本，统计分析师撰写研报前后 60 个交易日股票相对恒生指数的平均超额收益，其收益分布如图 25 所示。可以看到，如果我们能提前 60 个交易日买入有分析师撰写研报标题认为公司“业绩超预期”的股票，那么平均将获得 11.87% 的超额收益。如果我们在有分析师撰写研报标题认为“业绩超预期”后买入并持有 60 个交易日，那么平均能够获得的 5.15% 的超额收益。

分析师推荐券商金股

券商金股数据是国内券商研究所近两年推出的一项创新型产品，各家研究所在月末时将会统筹各行业分析师力量推出次月金股名单，绝大多数券商金股仅包含 10 只股票，因此能够被纳入券商金股名单说明该股票必定是券商分析师十分看好的标的。目前，大多数券商金股标的为 A 股股票，但是随着港股市场重要性的提升，部分券商研究所也会将港股股票纳入券商金股名单。

图 26 以敏华控股（1999.HK）为例，该公司在申万宏源证券 2020 年 10 月金股名单中，在该月敏华控股相对恒生指数超额收益达到 23.94%。2020 年 11 月，敏华控股继续出现在申万宏源证券金股名单中，其在 11 月相对恒生指数超额收益达到 14.40%，表现出色。

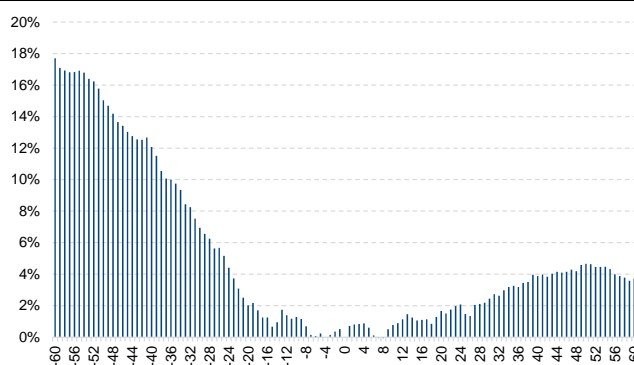
我们将分析师推荐为券商金股的标的作为考察样本，统计券商金股发布前后 60 个交易日股票相对恒生指数的平均超额收益，其收益分布如图 27 所示。可以看到，如果我们能提前 60 个交易日买入被券商列为金股的股票，那么平均将获得 17.70% 的超额收益。如果我们在券商列入券商金股名单后买入并持有 60 个交易日，那么平均能够获得的 3.71% 的超额收益。

图 26: 敏华控股与分析师推荐券商金股



资料来源: Wind, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

图 27: 分析师推荐券商金股事件前后 60 日的平均超额



资料来源: Wind, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

需要特别说明的是, 在使用券商金股数据时, 数据获取的及时性是我们必须要考虑的问题。目前, 绝大多数券商会选择在月末及次月的 1-5 天发布券商金股数据, 并非所有券商的金股数据都能在每个月月底及时获取。

分析师推荐股票池

到目前为止, 我们对分析师上调盈利预测、分析师给予首次关注、分析师研报标题业绩超预期和分析师推荐券商金股等事件及其前后超额收益进行了介绍, 表 3 对这些“分析师推荐事件”的超额收益进行了汇总, 可以看到此类事件触发之后 60 个交易日内均可获得较为可观的超额收益。

表 3: 分析师推荐事件超额收益汇总

分析师推荐事件	事件前 60 个交易日超额收益	事件后 60 个交易日超额收益
分析师上调盈利预测	9.37%	3.49%
分析师给予首次关注	10.80%	3.94%
分析师研报标题超预期	11.87%	5.15%
分析师推荐券商金股	17.70%	3.71%

资料来源: Wind, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

考虑到券商金股数据的获取时间存在一定的滞后性, 本文我们以分析师上调盈利预测、分析师给予首次关注、分析师研报标题超预期事件的股票进行合并, 作为“分析师推荐股票池”, 具体做法如下:

- 样本区间: 2009 年 12 月 31 日-2021 年 4 月 30 日
- 调仓时间: 港股市场每个月月末最后一个交易日
- 股票池: 在恒生综指及港股通标的成分股中进行选股。每次调仓时获取过去 3 个月内分析师对公司的盈利预测报告, 筛选出分析师 EPS 调整幅度中位数和净上调数量 (上调机构数减去下调机构数) 均大于 0 的股票, 以及过去 3 个月内有分析师认为公司业绩超预期的股票, 以及过去 3 个月内不少于 3 个分析师进行首次关注的股票
- 交易费用: 双边千三

我们按照如上方式对股票池进行筛选, 将筛选得到的股票池赋予相同的权重, 构建分析师推荐股票池。随后我们以恒生指数为基准, 考察分析师推荐股票池的分年度表现情况, 如表 4 所示。

表 4: 港股分析师推荐股票池分年度绩效表现

	绝对收益	恒生指数	超额收益	相对最大回撤	信息比	跟踪误差	收益回撤比	最大回撤起始日	最大回撤截止日	月度胜率
2010	22.14%	5.32%	16.82%	-6.15%	1.63	10.34%	2.74	20100426	20100525	58.33%
2011	-19.62%	-19.97%	0.35%	-16.09%	0.03	12.92%	0.02	20110714	20111004	41.67%
2012	43.57%	22.91%	20.66%	-4.96%	2.11	9.81%	4.17	20120612	20120814	58.33%
2013	11.46%	2.87%	8.59%	-5.59%	1.01	8.49%	1.54	20130306	20130710	58.33%
2014	9.19%	1.28%	7.91%	-7.32%	0.95	8.35%	1.08	20140403	20140520	50.00%
2015	-7.01%	-7.16%	0.15%	-17.19%	0.01	17.54%	0.01	20150601	20150825	41.67%
2016	6.92%	0.39%	6.53%	-5.43%	0.79	8.29%	1.20	20160411	20160427	58.33%
2017	51.21%	35.99%	15.21%	-6.51%	1.74	8.77%	2.34	20170921	20171207	66.67%
2018	-16.94%	-13.61%	-3.33%	-12.16%	-0.29	11.38%	-0.27	20180613	20181221	58.33%
2019	25.15%	9.07%	16.08%	-5.31%	1.80	8.92%	3.03	20190410	20190520	75.00%
2020	31.43%	-3.40%	34.83%	-10.63%	2.38	14.64%	3.28	20200306	20200319	75.00%
20210430	12.18%	5.49%	6.69%	-8.67%	0.43	15.69%	0.77	20210217	20210309	100.00%
全样本	13.21%	2.49%	10.72%	-17.19%	0.94	11.38%	0.62	20150601	20150825	59.56%

资料来源: Wind, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

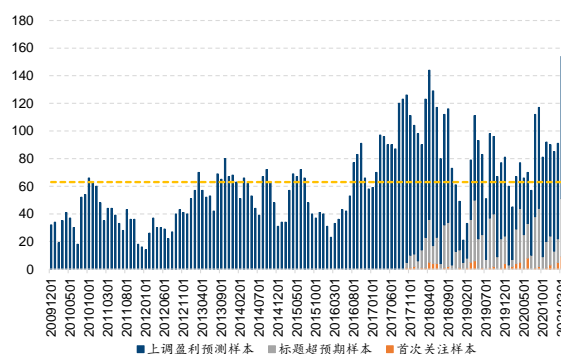
由表 4 可以看到, 港股分析师推荐股票池样本区间内年化收益达到 13.21%, 相较恒生指数年化超额收益达到 10.72%, 除 2018 年小幅跑输之外, 其余年度均能战胜恒生指数。不过从超额收益的稳定性上来看, 组合相对恒生指数的相对最大回撤高达 17.19%, 年化跟踪误差在 11.38%, 整体波动相对较大。

图 28: 分析师推荐股票池净值走势



资料来源: Wind, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

图 29: 分析师推荐股票池每月数量及类型



资料来源: Wind, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

图 28 展示了分析师推荐股票池的净值走势, 图 29 展示了分析师推荐股票池每期股票池每月数量及类型。我们按照纳入股票池的先后顺序将其划分为上调盈利预测样本、标题超预期样本和分析师首次关注样本。若某只股票同时满足多个条件, 则优先计入上调盈利预测样本, 其次为标题超预期样本, 最后为分析师首次关注样本。可以看到, 样本区间段内该股票池的每期平均数量为 63 只, 且在 2017 年以前的样本几乎全为分析师上调盈利预测样本。2017 年以后, 随着内地覆盖港股的券商分析师数量的提升, 标题超预期样本和分析师首次关注的样本也呈现出明显的上升趋势, 样本数量整体呈现增加的态势。

由以上分析可知, 尽管分析师推荐股票池相较恒生指数存在一定的超额, 但是分年度来看组合波动和回撤仍然较大。此外, 随着近年来港股分析师报告的提升, 越来越多的股票包含在分析师推荐股票池中, 如何对其进行进一步精选成为我们接下来思考的问题。在下面的部分。我们将从基本面和技术面两个维度出发, 以分析师推荐股票池为基础, 找到既有基本面支撑又在技术面形成共振的优质股票。

如何对分析师推荐股票池进行增强

在筛选出分析师推荐的股票池后，本部分我们将从基本面和技术面两个维度出发，对分析师推荐股票池进行进一步精选。在基本面维度，我们围绕分析师上调幅度、分析师净上调比例、经营活动现金净流量 CFO 和总资产收益率 ROA 四个维度筛选出分析师推荐力度较强、基本面有支撑的股票；在技术面维度，我们从盈余公告前后 3 日超额收益、250 日最高价距离两个维度进一步精选出资金认可度较高、技术面形成共振的股票。

基本面维度

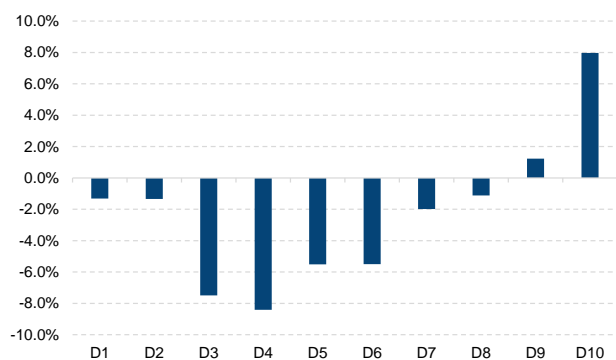
在上文提到的分析师推荐股票池的构建中，我们基于分析师上调幅度和净上调比例是否大于 0 进行初步筛选。然而从直观上来讲，若分析师上调幅度越高或者分析师上调比例越高，说明其对公司的未来业绩更加看好。本部分我们将对分析师上调行为进行定量刻画，并结合上市公司经营业绩的基本面情况，对分析师推荐股票池进行第一层筛选。

分析师上调幅度和净上调比例

一般来讲，分析师上调幅度越高或上调比例越高，说明分析师对公司的未来业绩更加看好，我们认为该公司股票的未来预期收益将会更高。具体来讲，在每个调仓时点，我们获取某只股票过去 3 个月内所有分析师盈利预测数据，剔除分析师本次盈利预测相对上次盈利预测没有进行调整的数据，仅保留上调或者下调的样本，随后根据如下公式计算指标分析师上调幅度：

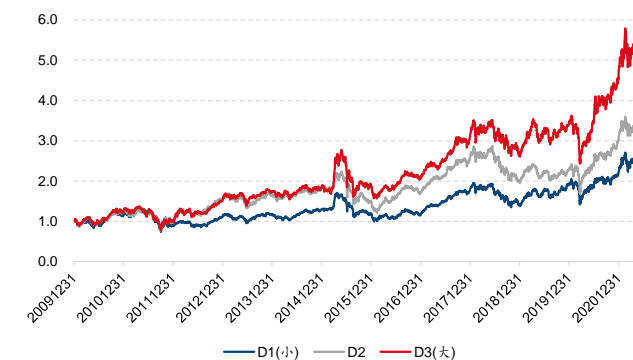
$$\text{分析师上调幅度} = \text{median} \left(\frac{\text{本次分析师预测 EPS} - \text{上次分析师预测 EPS}}{|\text{上次分析师预测 EPS}|} \right)$$

图 30：分析师上调幅度指标在港股市场分组年化超额



资料来源：Wind，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

图 31：分析师上调幅度指标在分析师推荐股票池中表现



资料来源：Wind，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

图 30 展示了分析师上调幅度指标在港股市场（本文指恒生综指及港股通标的成分股）的十组年化超额收益情况，可以看到该指标整体单调性较好，分析师上调幅度越高的组别未来收益越高，第 10 组相对港股市场等权指数的年化超额高达 7.97%。

图 31 展示了该指标在分析师推荐股票池中的表现，可以看到在该股票池中，分析师上调幅度越高的股票未来收益越高，且分组十分单调。

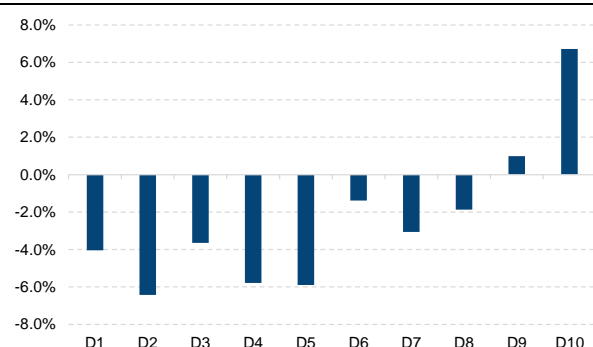
同样的，我们基于如下公式计算分析师净上调比例：

$$\text{分析师净上调比例} = \frac{\text{上调机构数} - \text{下调机构数}}{\text{上调机构数} + \text{下调机构数}} + \frac{\text{上调机构数} - \text{下调机构数}}{10000}$$

我们在计算分析师净上调比例指标时添加了右侧的一个修正项，此项是为了避免上下调家数差对上下调总家数占比一样时无法区分顺序的情况（当分析师上下调差值取值相同时，给予覆盖数量更多的公司以更大的因子取值）。

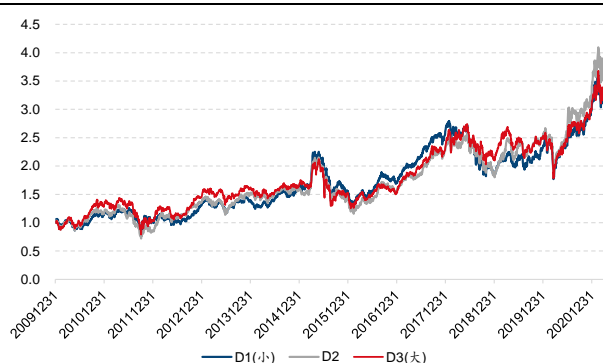
我们以一个简单的例子进行说明，假如 A 公司有 20 家券商分析师覆盖，B 公司有 10 家券商分析师覆盖。A 公司发布盈余公告后有 18 名分析师上调盈利预测，2 名分析师下调盈利预测；而 B 公司发布盈余公告后有 9 名分析师上调盈利预测，1 名分析师下调盈利预测，那么这两家公司的净上调比例均为 80%，扰动项在上下调差值取值相等时会给覆盖分析师家数更多的公司以更高的排名。但需要指出的是，当上下调比例差取值不等时，由于扰动项取值非常微小，不会改变原有的因子排序。

图 32：分析师净上调比例在港股市场分组年化超额



资料来源：Wind，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

图 33：分析师净上调比例在分析师推荐股票池中表现



资料来源：Wind，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

图 32 展示了分析师净上调比例指标在**港股市场**（本文指恒生综指及港股通标的成分股）的十组年化超额收益情况，可以看到该指标整体单调性也较好，分析师净上调比例越高的组别未来收益越高，第 10 组相对港股市场等权指数的年化超额达到 6.72%。

图 33 展示了该指标在**分析师推荐股票池**中的表现，可以看到在该股票池中，分析师净上调比例较高的两个组别预期收益略高于最低组别的预期收益，有一定的区分能力。

经营活动现金净流量 CFO

经营活动现金净流量（Cash Flow From Operating Activities）是指企业在投资活动和筹资活动以外的所有的交易和事项产生的现金流量，它是企业现金的主要来源。相对于净利润而言，企业的经营活动现金流量更能反映企业真实的经营情况。Piotroski（2002）在其价值选股框架 FScore 的构建中认为，由于低估值公司的历史盈利情况普遍一般，如果公司能够从经营活动中带来净现金流入，那么其未来能够盈利的可能性将会更大。Mohanram（2005）在其成长股选股框架 GScore 的构建中认为对于初创型企业而言，现金流的意义比净利润更大。对于一些发展处于早期的公司而言，其可能在固定资产或无形资产上投入大量资金，从而带来大量的折旧和摊销，注重公司经营活动现金流量情况

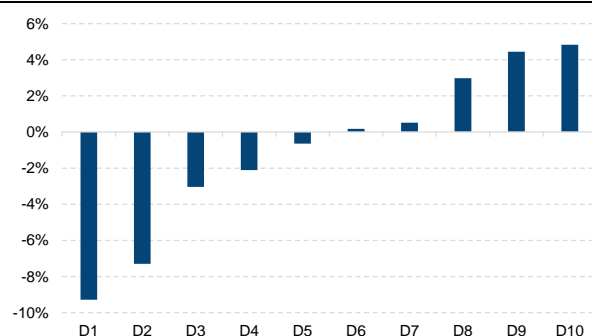
更能反映公司的经营质量。亚马逊 CEO 贝佐斯在 1997 年致股东信中表示“股价是一家公司未来每股现金流的折现，因此现金流比其他任何单一指标在长期更能说明一家公司的股价。如果非要在漂亮的会计报表和最大化未来现金流折现之间做出选择的话，我们选择现金流”，且在之后的多次致股东信中反复强调关注企业现金流的重要性。

本文借鉴 Piotroski FScore 中的方法来计算公司经营活动现金净流量 CFO 指标，具体公式如下：

$$\text{经营活动现金净流量 CFO} = \frac{\text{经营活动产生的现金流量净额}}{\text{期末资产}}$$

其中，经营活动产生的现金流量净额来源于公司利润表，而期末资产数据来源于公司资产负债表。

图 34: CFO 指标在港股市场分组年化超额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 35: CFO 指标在分析师推荐股票池中表现



资料来源: Wind, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

图 34 展示了 CFO 指标在港股市场（本文指恒生综指及港股通标的成分股）的十组年化超额收益情况，可以看到该指标整体单调性非常好，经营活动产生的现金净流量占总资产比例越高的股票未来收益越高，第 10 组相对港股市场等权指数的年化超额为 4.83%。

图 35 展示了该指标在分析师推荐股票池中的表现，可以看到在该股票池中，经营活动产生的现金净流量占总资产比例越高的股票预期收益明显高于经营活动产生的现金净流量占总资产比例越低的股票预期收益，且分组稳定性十分良好。

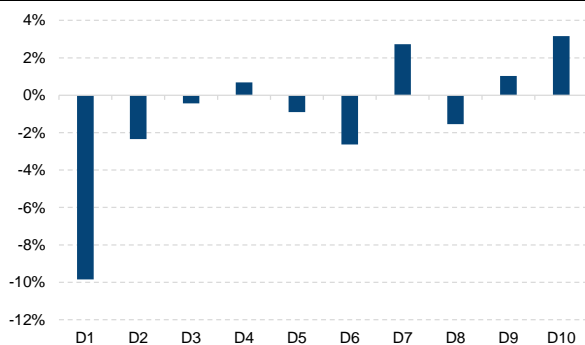
总资产收益率 ROA

总资产收益率（ROA）也被称为总资产回报率，是用来衡量公司每单位资产创造多少净利润的指标，其常用于来评估公司相对其总资产的盈利能力。无论是在 Piotroski（2002）关于价值股 FScore 的构建还是在 Mohanram（2005）关于成长股 GScore 的构建中均采用 ROA 作为衡量公司盈利能力的指标。该指标的计算公式如下所示：

$$\text{总资产收益率 ROA} = \frac{\text{净利润}}{(\text{期末总资产} + \text{期初总资产}) / 2}$$

其中，净利润来源于上市公司利润表，而期末总资产来源于公司资产负债表。

图 36: ROA 指标在港股市场分组年化超额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 37: ROA 指标在分析师推荐股票池中表现



资料来源: Wind, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

图 36 展示了 ROA 指标在港股市场（本文指恒生综指及港股通标的成分股）的十组年化超额收益情况，可以看到该指标空头负向超额十分明显，ROA 最低的组别相对港股市场等权指数的年化超额为-9.84%，有利于我们将基本面存在缺陷的股票进行剔除。

图 37 展示了该指标在分析师推荐股票池中的表现，可以看到在该股票池中，ROA 越高的股票预期收益明显高于 ROA 越低的股票预期收益，且分组的稳定性较好。

技术面维度

到目前为止，我们介绍了如何从分析师推荐力度和公司经营质量情况对上市公司的基本面情况进行筛选。本部分，我们将进一步从盈余公告前后 3 日超额收益和 250 日最高价距离两个方面出发，在分析师推荐、有基本面支撑的股票池中寻找受到市场资金关注的、技术面形成共振的股票。

盈余公告前后 3 日超额收益 EAR

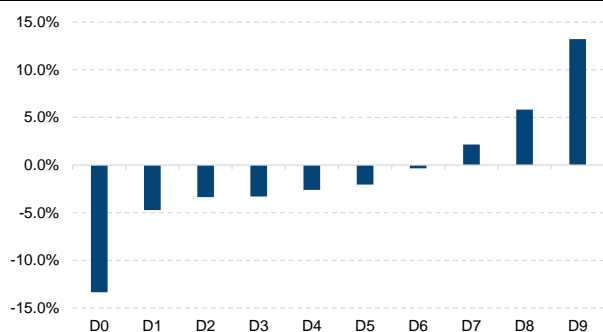
盈余公告后价格漂移（Post Earnings Announcement Drift, PEAD）效应是股票市场上普遍存在的一种现象，其最早由 Ball and Brown（1968）提出，随后在全球范围资本市场内被广泛验证。PEAD 效应是指未预期盈余较高的公司在未来一段时间内的市场回报会显著地高于那些未预期盈余较低的公司。该效应的存在意味着价格并没有迅速对盈余公告做出反应，而是经过一段时间调整后才会将盈余信息融入到股价中。Kishore and Brandt（2008）最早通过盈余公告前后超额收益来捕捉市场对未预期盈利信息的反映，通过这种方式构建的 EAR 指标不仅能够捕捉到公司在利润上的未预期信息，还可以捕捉到市场对公司预期外营收能力、销售收入、投资回报及其他无形信息的反应程度。

本文，我们借鉴 Kishore and Brandt（2008）的方法采用上市公司盈余公告日前一天至后一天总共三天内的累计超额收益构建盈余公告前后超额收益指标，具体公式如下：

$$EAR = StockRet_{T-1,T+1} - IndexRet_{T-1,T+1}$$

其中，T 日为上市公司盈余公告日当日， $StockRet_{T-1,T+1}$ 表示 T-1 日至 T+1 日三天内的个股收益， $IndexRet_{T-1,T+1}$ 表示 T-1 日至 T+1 日三天内的指数收益，此处我们以恒生指数作为基准指数。

图 38: EAR 指标在港股市场分组年化超额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 39: EAR 指标在分析师推荐股票池中表现



资料来源: Wind, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

图 38 展示了 EAR 指标在港股市场（本文指恒生综指及港股通标的成分股）的十组年化超额收益情况，可以看到该指标整体单调性非常好，盈余公告前后超额收益越高的股票未来收益越高，第 10 组相对港股市场等权指数的年化超额高达 13.21%。

图 39 展示了该指标在分析师推荐股票池中的表现，可以看到在该股票池中，盈余公告前后超额收益越高的股票预期收益明显高于超额收益越低的股票预期收益，且分组的稳定性十分良好。

250 日最高价距离 High250

当股票的价格接近过去一年的高点甚至不断创出新高时，说明公司正受到市场资金的高度认可和关注，反映在股价上即为强势上涨。George (2004) 发现股票价格在接近 52 周最高价时其未来收益显著高于股价离 52 周最高价较远的股票的收益。威廉·欧奈尔在 CASNLIM 选股体系中强调要买不断创新高的股票。马克·米勒维尼在《股票魔法师》中也提出要重点关注“最近 52 周新高”的股票，同时也需要关注在股市下跌中表现不错并且接近最近一年价格高点的股票。我们采用调仓日股票价格距离其过去 250 个交易日内最高价的距离来构建该指标，具体方法如下：

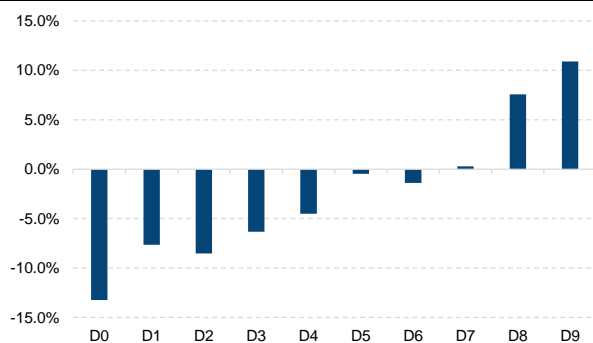
$$High_{250} = \frac{Close_t}{delay(ts_max(Close, 250), 1)} - 1$$

其中， $Close_t$ 为 t 日股票价格的复权收盘价， $delay(ts_max(Close, 250), 1)$ 表示该股票在过去 250 个交易日内（不含 t 日）复权收盘价的极大值。可以看到，当该指标取值越大时，说明公司股价正在不断接近甚至创过去 1 年历史新高。需要说明的是，当市场整体大涨导致多只股票收盘价均创过去 1 年新高时，这些股票的当日收盘价即为过去 1 年最高价。为了避免创过去 1 年新高股票的指标均为 0 导致无法区分的情况。我们在计算分母时不包含当日收盘价。

图 40 展示了 250 日最高价距离指标在港股市场（本文指恒生综指及港股通标的成分股）的十组年化超额收益情况，可以看到该指标整体单调性非常好，距离 250 日最高价距离越近的股票未来收益越高，第 10 组相对港股市场等权指数的年化超额高达 10.95%。

图 41 展示了该指标在分析师推荐股票池中的表现，可以看到在该股票池中，距离 250 日最高价距离越近的股票预期收益明显高于距离越远的股票预期收益，且分组的稳定性十分良好。

图 40: 250 日最高价距离指标在港股市场分组年化超额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 41: 250 日最高价距离指标在分析师推荐股票池中表现



资料来源: Wind, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

港股量化精选组合

本部分我们根据上一小节中提到的基本面和技术面指标, 对分析师推荐的股票池进行精选。具体来讲, 我们首先在分析师推荐的股票池中进行第一步筛选, 得到分析师认可度高且基本面有支撑的股票; 随后我们在第一步筛选的基础上, 进一步从技术面维度进行打分, 最后筛选出技术面形成共振的股票。组合的构建方式如下:

- 样本区间: 2009 年 12 月 31 日-2021 年 4 月 30 日
- 调仓频率: 港股市场每个月月末最后一个交易日
- 选样空间:
 - 基础股票池: 恒生综指及港股通标的成分股
 - 上市天数要求: 剔除上市时间不满 180 天的股票
 - 流动性要求: 剔除过去 1 个月日均成交额小于 2000 万的股票, 剔除过去 1 个月日均成交额排在恒生综指及港股通标的成分股后 20% 的股票, 剔除调仓日停牌股票
 - 基本面要求: 剔除季度/半年度净利润同比下滑的公司
- 分析师推荐股票池:
 - 条件一: 过去 3 个月分析师 EPS 上调幅度和净上调比例均大于 0 的股票
 - 条件二: 过去 3 个月内有分析师认为公司业绩超预期的股票
 - 条件三: 过去 3 个月内有不少于 3 个分析师进行首次关注的股票
 以上三个条件中只需满足其中一个即纳入分析师推荐股票池。
- 选股步骤:
 - 基本面优选: 在分析师推荐股票池中, 基于分析师上调幅度、分析师净上调比例、经营活动现金净流量 CFO 和总资产收益率 ROA 四因子等权打分, 取得分最高的 50 只股票作为基本面优选股票池。
 - 技术面精选: 在基本面优选股票池中, 基于盈余公告前后 3 日超额收益 EAR 和 250 日最高价距离 High250 两因子等权打分, 取得分最高的 20 只股票构建等权组合。
- 交易费用: 双边千三

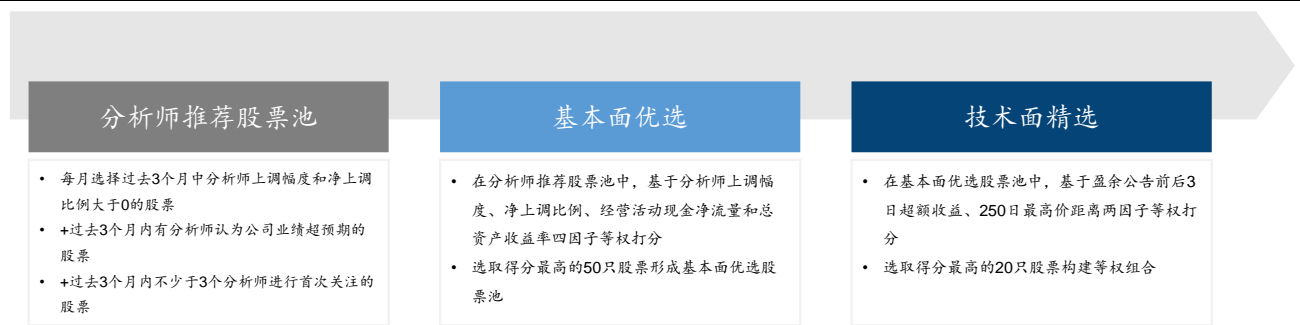
请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

图 42: 港股量化精选组合构建流程



资料来源:国信证券经济研究所整理

基本面优选

我们在分析师推荐股票池中, 基于分析师上调幅度 $EPS_{AdjustRate}$ 、分析师净上调比例 $EPS_{NetUpRatio}$ 、经营活动现金净流量 CFO 和总资产收益率 ROA 四个维度进行等权打分, 选择得分最高的 50 只股票构建等权基本面优选组合, 其净值走势如图 43 所示。

图 43: 基本面优选组合净值走势



资料来源: Wind, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

表 5 展示了基本面优选组合的分年度绩效表现, 结合表 4 可以看到, 在样本区间内经过基本面优选后的组合相对恒生指数的年化收益从分析师推荐股票池的 10.72% 提升至 15.13%, 且基本上每年都有提升。组合信息比率从 0.94 提升至 1.22, 收益回撤比从 0.62 提升至 0.87, 月度胜率从 59.56% 提升至 62.50%, 整体提升效果较为明显。

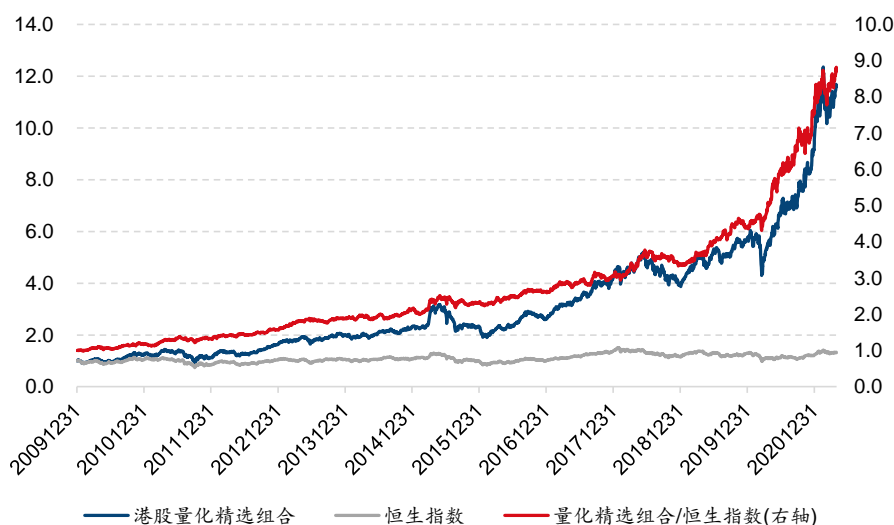
表 5：基本面优选组合分年度绩效表现

	绝对收益	恒生指数	超额收益	相对最大回撤	信息比	跟踪误差	收益回撤比	最大回撤起始日	最大回撤截止日	月度胜率
2010	24.03%	5.32%	18.71%	-5.87%	1.71	10.93%	3.19	20100426	20100705	58.33%
2011	-15.76%	-19.97%	4.22%	-15.96%	0.32	13.18%	0.26	20110714	20111004	50.00%
2012	44.11%	22.91%	21.21%	-5.39%	2.15	9.86%	3.93	20120416	20120516	66.67%
2013	19.05%	2.87%	16.18%	-3.98%	1.79	9.02%	4.06	20130619	20130710	75.00%
2014	9.54%	1.28%	8.26%	-8.45%	0.90	9.15%	0.98	20140403	20140520	50.00%
2015	-6.06%	-7.16%	1.10%	-17.39%	0.06	18.33%	0.06	20150601	20150825	58.33%
2016	8.76%	0.39%	8.37%	-5.19%	0.87	9.60%	1.61	20160406	20160427	50.00%
2017	65.09%	35.99%	29.10%	-5.98%	2.68	10.87%	4.86	20170315	20170518	83.33%
2018	-13.85%	-13.61%	-0.24%	-14.05%	-0.02	12.73%	-0.02	20180621	20181221	50.00%
2019	29.18%	9.07%	20.11%	-6.26%	2.00	10.04%	3.21	20190410	20190520	66.67%
2020	41.54%	-3.40%	44.94%	-10.88%	2.79	16.11%	4.13	20200306	20200319	66.67%
20210430	15.73%	5.49%	10.25%	-9.86%	0.54	19.09%	1.04	20210219	20210309	100.00%
全样本	17.63%	2.49%	15.13%	-17.39%	1.22	12.40%	0.87	20150601	20150825	62.50%

资料来源：Wind，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

技术面精选

进一步地，我们在基本面优选股票池中，基于盈余公告前后 3 天超额收益 EAR 和 250 日最高价距离 High250 两个维度进行等权打分，选择得分最高的 20 只股票进行等权赋值，构建**港股量化精选组合**，其净值走势如图 44 所示。

图 44：港股量化精选组合净值走势


资料来源：Wind，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

表 6 展示了港股量化精选组合的分年度绩效表现，结合表 5 可以看到，在样本区间内经过技术面精选后的组合相对恒生指数的年化收益从基本面优选股票池的 15.13% 提升至 22.26%，组合信息比率从 1.22 提升至 1.57，收益回撤比从 0.87 提升至 1.68，月度胜率从 62.50% 提升至 63.24%，整体提升效果较为明显。

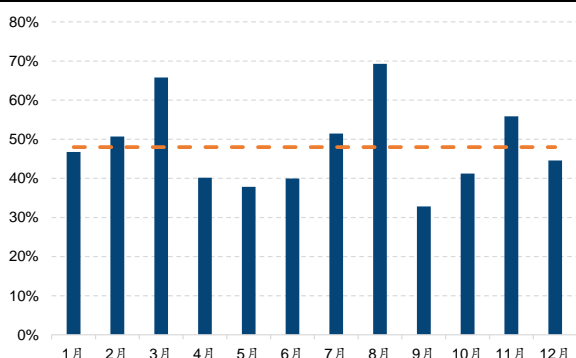
表 6: 港股量化精选组合分年度绩效表现

	绝对收益	恒生指数	超额收益	相对最大回撤	信息比	跟踪误差	收益回撤比	最大回撤起始日	最大回撤截止日	月度胜率
2010	23.92%	5.32%	18.60%	-7.44%	1.49	12.49%	2.50	20100505	20100525	58.33%
2011	-9.50%	-19.97%	10.48%	-11.91%	0.84	12.45%	0.88	20110714	20111003	50.00%
2012	45.02%	22.91%	22.11%	-4.33%	2.18	10.13%	5.10	20120416	20120516	58.33%
2013	22.96%	2.87%	20.09%	-6.59%	1.90	10.57%	3.05	20130619	20130919	66.67%
2014	16.06%	1.28%	14.78%	-7.02%	1.35	10.96%	2.10	20140711	20140801	66.67%
2015	0.84%	-7.16%	8.00%	-13.26%	0.46	17.31%	0.60	20150601	20150825	58.33%
2016	12.53%	0.39%	12.14%	-5.56%	1.14	10.62%	2.18	20160406	20160427	58.33%
2017	58.96%	35.99%	22.97%	-7.42%	1.82	12.65%	3.09	20170921	20171127	66.67%
2018	-4.25%	-13.61%	9.37%	-11.56%	0.62	15.19%	0.81	20180622	20181221	58.33%
2019	41.78%	9.07%	32.71%	-6.46%	2.60	12.56%	5.06	20190902	20190911	58.33%
2020	68.11%	-3.40%	71.51%	-9.83%	3.19	22.41%	7.28	20201008	20201111	83.33%
20210430	21.20%	5.49%	15.72%	-10.93%	0.68	23.25%	1.44	20210216	20210309	100.00%
全样本	24.75%	2.49%	22.26%	-13.26%	1.57	14.21%	1.68	20150601	20150825	63.24%

资料来源: Wind, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

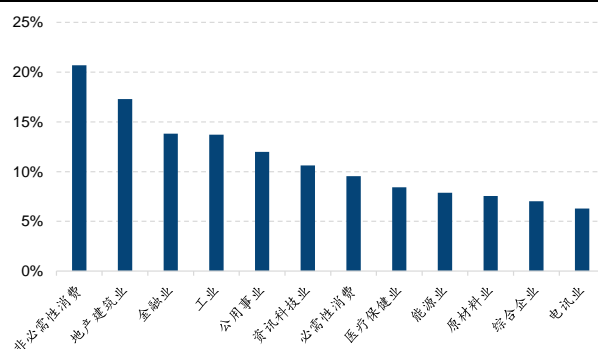
图 45 展示了港股量化精选组合的月均换手率, 在全样本期间组合月均换手率 48%, 其中在 3 月和 8 月组合的换手率均值较高。结合港股上市公司财务披露规则来看, 3 月和 8 月分别为年报和半年报的发布高峰期, 分析师点评数量也比其他月份更多。

图 45: 港股量化精选组合月度平均换手率



资料来源: Wind, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

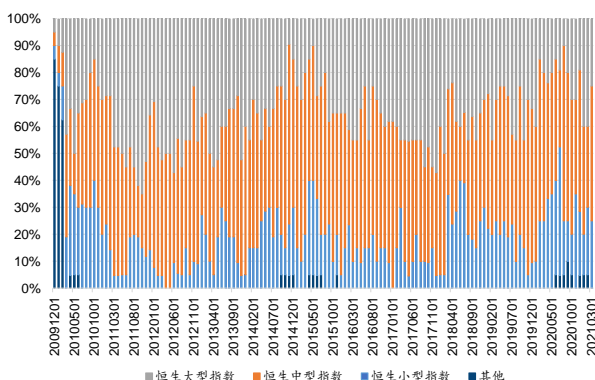
图 46: 港股量化精选组合历史行业分布



资料来源: Wind, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

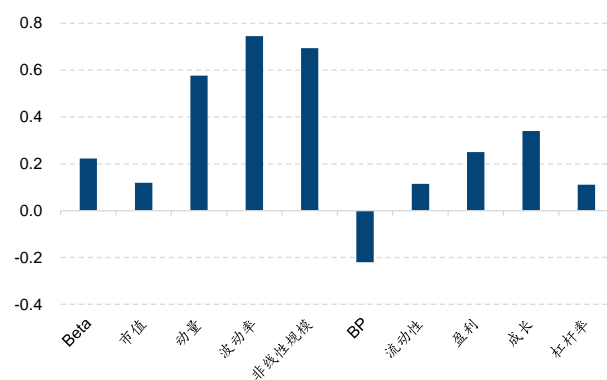
图 46 展示了组合持仓在不同行业中所占的平均权重, 总体来讲, 组合在非必需性消费、地产建筑业、金融业和工业等行业配置的权重较高。

图 47: 港股量化精选组合在不同指数成分股中的分布



资料来源: Wind, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

图 48: 港股量化精选组合风格因子暴露



资料来源: Wind, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

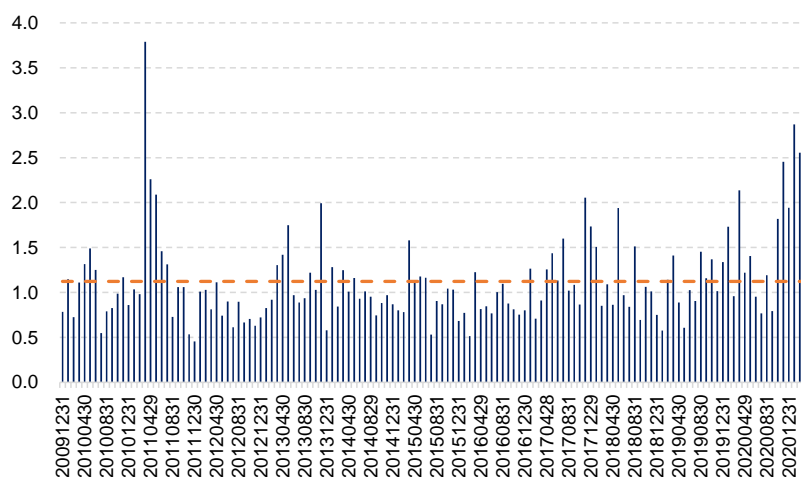
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

图 47 展示了组合在恒生大型指数（HSHKLI.HI）成分股、恒生中型指数（HSHKMI.HI）成分股、恒生小型指数（HSHKMI.HI）成分股和其他样本的权重分布情况。从历史平均来看，组合在恒生大型指数成分股占比 35.7%、恒生中型指数成分股占比 44.15%，恒生小型指数成分股占比 17.74%，极少部分来自于在港股通标的但不在恒生综合指数成分股中的股票（主要为 A+H 股上市的 H 股）。

图 48 展示了该组合相对全部港股在不同风格因子上的暴露情况，可以看到组合更偏向于高动量、高波动、中市值的风格。

我们以每只股票在交易时点前 10 个交易日的日均成交额的 10% 作为个股单日最大买入金额，然后计算截面每只持仓股票单日最大买入金额/组合中该股票权重，取截面所有股票该数值的 25% 分位数处的取值作为组合单日最大买入金额，其历史时序如图 49 所示，历史来看组合平均单日最大买入金额为 1.13 亿元，今年以来市场成交量较为活跃，组合单日最大买入金额在 2.38 亿元左右。

图 49：港股量化精选组合资金容量测算（亿元）



资料来源：Wind，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

最后，我们对组合进行参数敏感性分析。组合构建过程中涉及到基本面优选的股票数量以及技术面精选时选择的股票数量，下面我们对这两个参数的选择进行敏感性测试，在给定基本面优选股票数量 M 的情况下，我们计算不同技术面股票数量 N ($M \leq N$) 下组合的年化超额收益，如图 50 所示。

图 50：参数敏感性测试

年化超额收益		技术面精选股票数量								
		10	15	20	25	30	35	40	45	50
基 本 面 优 选 股 票 数 量	20	21.95%								
	30	20.08%	20.19%							
	40	21.14%	22.37%	19.68%						
	50	22.42%	21.60%	22.26%	19.61%					
	60	22.02%	20.69%	19.86%	19.13%	17.93%				
	70	20.26%	19.93%	18.76%	17.79%	17.36%	17.68%			
	80	20.53%	20.12%	18.86%	17.67%	16.99%	17.91%	16.90%		
	90	21.31%	20.45%	18.75%	17.56%	16.67%	17.74%	17.13%	15.81%	
	100	21.09%	20.47%	19.16%	17.53%	17.04%	17.93%	17.05%	15.88%	15.83%

资料来源：Wind，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

由图 50 的参数敏感性测试我们可以观察到如下两点结论:

- 随着基本面优选股票数量的减少, 组合超额收益呈现单调增加的情况(对角线从右下角往左上角看, 年化收益单调提升)
- 对于给定的基本面优选股票数量, 随着技术面精选股票数量的降低, 组合收益单调性增加(每一行从右往左看, 年化收益单调提升)

由此说明, 无论是基本面的精选还是技术面的优选, 对于样本池预期收益的预测和分组都具有单调性, 策略的表现并不会随着参数的选择而出现大幅波动, 具有较好的稳健性。

总结

聚焦港股: 开辟超额收益新战场

近年来, 国内可投资港股的基金数量呈现明显的加速上升趋势, 2020 年以来每月新发基金中可投资港股的基金比例平均达到 60%。

截至 2021 年 1 季报, 国内共有 864 只公募基金投资港股市场, 占全体可投资港股基金数量的 68%, 占全体权益型基金数量的 28%, 内地公募基金配置港股的意愿呈现明显的上升趋势。

2021 年以来, 以公募基金重仓股为代表的核心资产出现大幅回撤, 内地投资者对全年权益资产的预期收益偏向保守, 机构投资者急需开辟获取超额收益的新战场。与此同时, 在南下资金持续涌入、整体市场估值处于低位、优质高科技公司纷纷赴港上市的大背景下, 港股市场投资性价比广受关注, 有望成为公募基金获取超额收益的新战场。

港股市场财报披露规则与分析师盈利预测

港股上市公司在披露财务报告时, 在财报年结日的选择、披露日期的规定方面与 A 股市场都存在显著差异。

作为机构投资者主导的成熟市场, 港股市场的分析师盈利预测数据能为我们提供丰富的信息来源。本文采用朝阳永续港股盈利预测数据库进行分析, 对报告数量、月度分布、入库时间、覆盖情况进行介绍。

聚焦优质股: 分析师推荐带来的超额收益

我们对分析师上调盈利预测、分析师首次关注、分析师标题超预期、分析师推荐券商金股等事件进行分析, 观察事件前后个股的平均超额收益。

分析师推荐股票池具有较好的超额收益, 自 2010 年以来相对恒生指数超额收益达到 10.71%, 且大部分年度均能战胜恒生指数。

如何对分析师推荐股票池进行增强

我们从基本面和技术面维度选取有效指标来对分析师推荐股票池进行增强。在基本面维度, 我们围绕分析师上调幅度、分析师净上调比例、经营活动现金净流量和总资产收益率四个维度筛选出分析师推荐力度较强、基本面有支撑的股票; 在技术面维度, 我们从盈余公告前后 3 日超额、250 日最高价距离两个维度进一步精选出资金认可度较高、技术面形成共振的股票。

港股量化精选组合

我们在分析师推荐的股票池中进行第一步筛选, 选择基本面得分靠前的 50 只股票构成基本面优选股票池, 随后在该股票池中选择技术面得分靠前的 20 只股票等权构建港股量化精选组合。

2010 年以来, 基于以上方法构建的港股量化精选组合相对恒生指数年化超额收益达到 22.26%, 信息比 1.57, 收益回撤比 1.68, 且每年均能战胜恒生指数。

参考文献

- [1] Piotroski, Joseph D. "Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners From Losers." Journal of Accounting Research (2001):1-41.
- [2] Mohanram. "Seperating Winners From Losers Among Low Book-to-Market Stocks Using Financial Statement Analysis". Review of Accounting Studies (2005):133-170.
- [3] Ball, Ray, and Philio R. Brown. "The Information Value of the Annual Earnings Reports." SSRN 2128616 (1967).
- [4] Kishore, R., Brandt M.W., Santa-Clara, P and Venkatachalam, M. "Earnings Announcements are Full of Surprises." SSRN 909563 (2008).
- [5] George, Thomas J., and Chuan Yang Hwang. "The 52-Week High And Momentum Investing." The Journal of Finance 59.5(2004):2145-2176.
- [6] Minervini, Mark. Trade Like a Stock Market Wizard: How To Achieve Super Performance in Stocks in Any Market. McGraw-Hill Education, 2013.

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032