

净利润断层：一种高效的选股策略

报告摘要：

- **什么是净利润断层选股法？** 净利润断层是指公司发布超预期的业绩公告后股价跳空上涨。这一选股策略是基本面和技术面的有机结合。本文将从财报公告视角研究净利润断层对投资策略的指导意义。
- **净利润断层选股策略有效吗？** 净利润断层选股策略能明显跑赢市场。一种较保守组合自 09 年 5 月至 20 年 4 月年复合收益率可达 20%，超过同期万得全 A 的 6.5% 的收益率水平。分年份看过去十年该策略有 80% 年份跑赢市场，只有 20% 的年份跑输市场，而且跑赢的幅度更大。
- **个股净利润断层对行业配置有指示作用吗？** 09 年至 19 年中大多数年份对行业配置指导意义都较大。09 年至 10 年通过净利润断层策略可筛选出采掘、建材、家电、汽车、电子；11 年至 12 年，可选出食品饮料和银行；13 年至 14 年可选出通信、电气设备、医药；15 年可选出休闲服务和房地产；16 年可选出建材和钢铁；17 年可选出家电和食品饮料；19 年可筛选出通信、电子、食品饮料等。
- **对净利润断层有效性的再思考**
净利润断层的超额收益来源？ 净利润断层超额收益来源于公司基本面超预期，对于景气度上行的公司/行业，后续可能会业绩持续超预期。
为何净利润断层没有在首日一步上涨到位？ 公告首日跳空上涨反映了市场的有效性，没有一步上涨到位，反映了市场不是那么完全有效。
如何看待净利润断层的指导意义？ 个股业绩超预期和行业景气度超预期可以相互印证，净利润断层占比高，说明行业景气度超预期概率大。此外，净利润断层可大大降低投资者的搜寻成本。
未来净利润断层策略还会有效吗？ 随着信息披露和监管规范性越来越强，我们认为未来净利润断层策略的有效性会增强。
- **策略视角看 20Q1 净利润断层有何指导意义？** 20Q1 行业净利润断层个股数量占比前五为农林牧渔、食品饮料、电子、交运、银行。策略视角看，净利润断层对行业配置的启发意义在于 20Q1 业绩超预期的行业仍然集中在以电子为代表的科技和以食品饮料为代表的消费两大领域。电子和食品饮料的净利润断层个股今年 5 月初以来取得较好的绝对收益和相对收益。
- **核心假设风险：** 个股表现与行业表现相背离、流动性边际收紧对市场带来影响。

分析师：

戴康



SAC 执证号：S0260517120004

SFC CE No. BOA313



021-60750651



daikang@gf.com.cn

分析师：

陈伟斌



SAC 执证号：S0260518080005

SFC CE No. BOD694



021-60750626



gfchenweibin@gf.com.cn

目录索引

一、什么是净利润断层选股法？	4
（一）净利润断层的含义和本质	4
（二）净利润断层的代表性个股	4
二、净利润断层选股策略有效吗？	7
（一）筛选标的及构建组合	7
（二）收益回测	8
（三）组合回测分析	8
三、个股净利润断层对行业配置有指示作用吗？	10
（一）09 年至 10 年：净利润断层的采掘、建材、家电、汽车、电子跑赢市场	10
（二）11 年至 12 年：净利润断层的食品饮料和银行跑赢市场	11
（三）13 年至 14 年：净利润断层的通信、电气设备、医药跑赢市场	11
（四）15 年：净利润断层的休闲服务和房地产跑赢市场	12
（五）16 年：净利润断层的建材和钢铁跑赢市场	13
（六）17 年：净利润断层的家电和食品饮料跑赢市场	14
（七）19 年至 20 年：净利润断层的电子跑赢市场	14
（八）整体来看净利润断层在绝大多数年份对行业配置都有指导意义	15
四、对净利润断层有效性的再思考	16
五、策略视角看 20Q1 净利润断层有何指导意义？	17
（一）20Q1 净利润断层个股的行业分布：电子位居第二、食品饮料第三	17
（二）20Q1 财报季后净利润断层市场表现：电子、食饮等收益明显	18
六、风险提示	18

图表索引

图 1: 《股票魔法师》中对净利润断层的描述.....	4
图 2: 净利润断层代表性个股: 沪电股份.....	5
图 3: 净利润断层 K 线图: 沪电股份.....	5
图 4: 净利润断层代表性个股: 潍柴动力.....	5
图 5: 净利润断层 K 线图: 潍柴动力.....	5
图 6: 净利润断层代表性个股: 长春高新.....	6
图 7: 净利润断层 K 线图: 长春高新.....	6
图 8: 净利润断层代表性个股: 广和通.....	6
图 9: 净利润断层 K 线图: 广和通.....	6
图 10: 净利润断层股票数量.....	7
图 11: 净利润断层股票占比.....	7
图 12: 净利润断层策略选取前五行业累计收益.....	8
图 13: 净利润断层策略选取前三行业累计收益.....	8
图 14: 选取前五行业的净利润断层策略同比收益.....	9
图 15: 选取前三行业的净利润断层策略同比收益.....	9
图 16: 09 年-10 年采掘行业相对走势.....	10
图 17: 09 年-10 年建材行业相对走势.....	10
图 18: 09 年-10 年家电行业相对走势.....	11
图 19: 09 年-10 年汽车行业相对走势.....	11
图 20: 11 年-12 年食品饮料行业相对走势.....	11
图 21: 11 年-12 年银行行业相对走势.....	11
图 22: 13 年-14 年通信行业相对走势.....	12
图 23: 13 年-14 年电气设备行业相对走势.....	12
图 24: 15 年休闲服务相对走势.....	13
图 25: 15 年房地产行业相对走势.....	13
图 26: 16 年建材相对走势.....	13
图 27: 16 年钢铁行业相对走势.....	13
图 28: 17 年家电相对走势.....	14
图 29: 17 年食品饮料行业相对走势.....	14
图 30: 19 年-20 年通信行业相对走势.....	15
图 31: 19 年-20 年电子行业相对走势.....	15
图 32: 19 年-20 年食品饮料行业相对走势.....	15
图 33: 19 年-20 年建材行业相对走势.....	15
图 34: 分行业净利润断层个股相对数量占比.....	17
图 35: 各行业净利润断层个股绝对收益率对比 (自 20/05/01 至 20/05/19)	18
图 36: 各行业净利润断层个股相对收益率对比 (自 20/05/01 至 20/05/19)	18

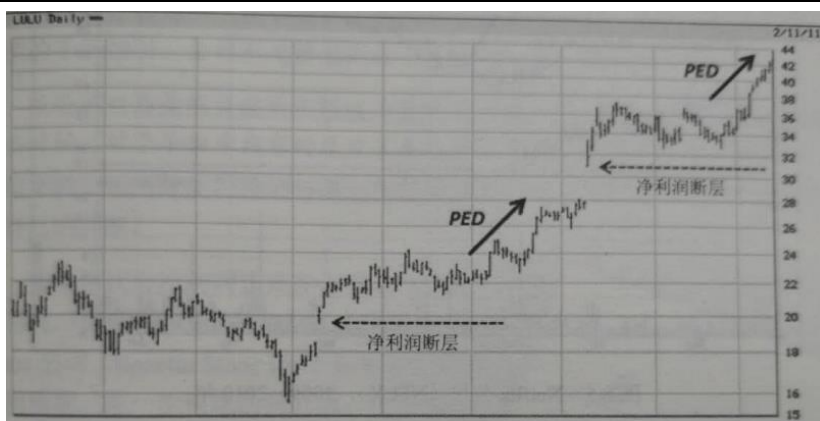
一、什么是净利润断层选股法？

（一）净利润断层的含义和本质

净利润断层是指上市公司发布超预期的业绩公告后，股价出现跳空上涨的现象。净利润断层本身包含两大要素，要素之一是上市公司发布的业绩超预期，要素之二是上市公司股价在发布业绩后的首个交易日跳空上涨。跳空上涨的具体表现是当日最低价超越前一交易日的最高价，形成一个向上跳空的缺口，在K线图上形成类似断层的走势。由于这种缺口是由业绩超预期引发的，因此称之为净利润断层。

净利润断层本质是上市公司基本面在技术面上的体现，利用这一现象选股实际上是基本面和技术面的有机结合。如果我们认可市场是有效的，则上市公司公告超预期的业绩后，股价会立即做出反应——上涨。业绩超预期的幅度越大，上涨的幅度越大，而且越有可能是跳空上涨。此外，当行业或上市公司进入景气度向上周期时，往往会连续多个季度业绩超预期，则相关标的可能多次出现净利润断层现象，即多次出现跳空上涨。Mark Minervini在《股票魔法师》一书中，对净利润断层这一投资手法也有详细的阐述。

图1：《股票魔法师》中对净利润断层的描述



数据来源：《股票魔法师》，Mark Minervini，广发证券发展研究中心

（二）净利润断层的代表性个股

净利润断层股中出现了诸多牛股，其中代表性个股有沪电股份、潍柴动力、长春高新、广和通等。

沪电股份：本轮上涨周期中沪电股份首次业绩超预期产生净利润断层是在2018年7月10日公布半年度业绩预告，当日跳空上涨6.92%。在2018年8月24日发布半年度报告继续超预期，当日跳空上涨9.94%。此后，沪电股份在2018年10月20日发布2018年三季报，在2019年6月27日发布2019年半年度业绩预告，在2019年8月29日发布半年度报告和三季度业绩预告，业绩公告超预期首个交易日均出现跳空上涨。从2018年8月25日至2020年2月25日沪电股份股价达到峰值，沪电股份涨幅约为382%。

潍柴动力：本轮上涨周期中潍柴动力首次出现净利润断层是在2017年7月13日发布半年度业绩预告，当日跳空上涨4.51%，在2017年8月31日发布半年度报告当

日再次跳空上涨4.05%。此后，潍柴动力在2017年10月31日发布2017年三季度报，在2018年3月29日发布2018年一季度业绩预告，在2018年7月10日发布2018年半年度业绩预告，在2019年8月30日发布2019年半年度报告，在2020年4月30日发布一季报，业绩公告超预期的首个交易日均出现跳空上涨。从2017年7月14日至2020年1月3日潍柴动力股价达到峰值，潍柴动力涨幅为171%。

长春高新：本轮上涨周期中长春高新在2015年10月9日发布三季度业绩预告时首次出现净利润断层，当日跳空上涨3.57%。此后，长春高新在2016年4月7日发布2016年一季度业绩预告，在2016年10月21日发布2016年三季度报，在2017年4月25日发布2017年一季报，在2017年8月18日发布2017年半年报，在2018年7月7日发布2018年半年度业绩预告，在2018年8月22日发布2018年半年报，业绩公告的首个交易日均出现跳空上涨。从2015年10月10日至2020年5月19日，长春高新涨幅达到634%。

广和通：本轮上涨周期中广和通首次业绩超预期产生净利润断层是在2018年2月27日公布2017年度业绩快报，当日跳空上涨4.21%。此后，广和通在2018年10月15日发布2018年三季度业绩预告，在2019年2月23日发布2018年年度业绩快报，在2019年3月8日发布2019年一季度业绩预告，在2019年10月28日发布2019年三季度报，业绩公告超预期首个交易日均出现跳空上涨。从2018年2月28日至2020年5月19日，广和通上涨254%。

图2：净利润断层代表性个股：沪电股份



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：净利润断层K线图：沪电股份



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：净利润断层代表性个股：潍柴动力



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图5：净利润断层K线图：潍柴动力



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图6：净利润断层代表性个股：长春高新



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8：净利润断层代表性个股：广和通



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：净利润断层 K 线图：长春高新



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图9：净利润断层 K 线图：广和通



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

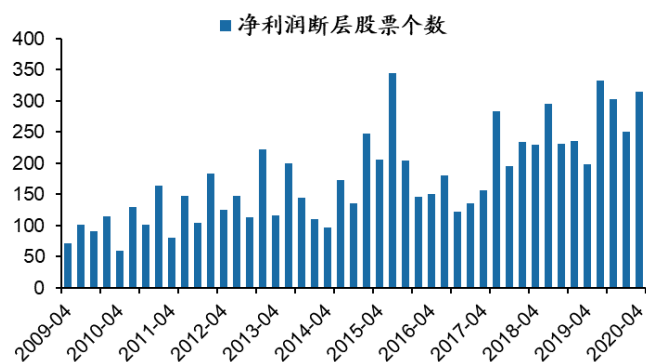
二、净利润断层选股策略有效吗？

一种选股策略是否有效，首先要经得起历史回测检验。本部分将通过历史回测来检验净利润断层策略是否有效。结果显示净利润断层策略的长期表现和分年度表现都很优秀。本文主要展示核心原理和结果，欢迎感兴趣的投资者与我们探讨详细的技术细节。

（一）筛选标的及构建组合

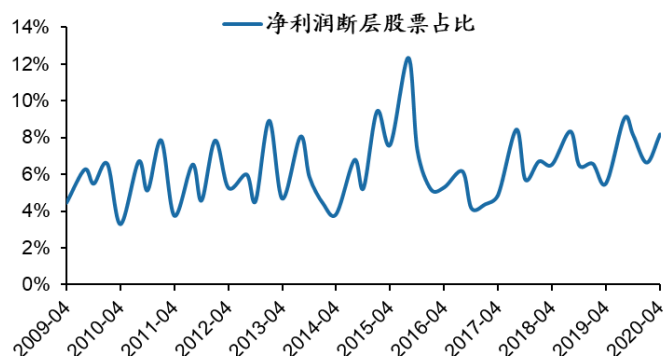
净利润断层个股的核心筛选条件是业绩预告超预期且股价跳空上涨，理论上每年可进行一季报、半年报、三季报、年报四次净利润断层的筛选。筛选净利润断层个股核心筛选条件包含两大要素——第一个要素是业绩预告超预期，第二个要素是公告后首个交易日股价跳空上涨。上市公司按照规定需要定期披露财务报表，其中一季报披露时间为4月1日至4月30日，半年报披露时间为7月1日至8月31日，三季报披露时间为10月1日至10月30日，年报披露时间为1月1日至4月30日。此外，还有部分上市公司会披露业绩预告/业绩快报。我们选取了2009Q1至2020Q1共计45个季度的数据，分别梳理了在每个财报季净利润断层个股标的清单。

图10：净利润断层股票数量



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图11：净利润断层股票占比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

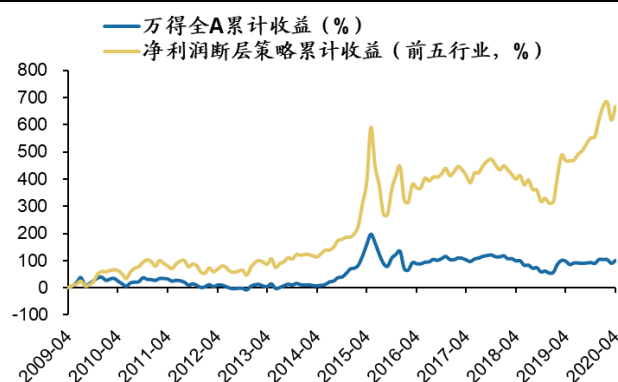
构建组合时选取净利润断层标的数量排名靠前的行业作为入选行业，对每一入选行业，选取该行业全部净利润断层个股标的。我们认为包含较多净利润断层股票的行业蕴含着一定的上涨趋势，配置这类行业能够获得超额收益。这是基于一个朴素的理念：当一个行业出现多家上市公司净利润断层跳空上涨时，这个行业的景气度可能是向上超预期的。而一个行业仅仅有少数（如一两家）上市公司出现净利润断层跳空上涨，则这种上涨更可能是公司本身的特殊因素导致的阿尔法，而不是行业层面的阿尔法。净利润断层实际上是选取阿尔法，我们认为同时选取个股和行业层面的阿尔法是一种确定性更高的阿尔法。因此我们分别选取了每个财报季净利润断层股票数量排名靠前的数个行业，考虑到稳健性，我们分别对前三名行业和前五名行业进行回测。

构建组合时由于年报和一季度时间高度重合，因此我们舍弃了年报，仅选择一季报、半年报和三季报这三个财报季。具体时间节点上选择每年的4月30日、8月31日和10月31日作为调仓日。如果净利润断层选股策略有效，则舍弃年报实际上是一种更为保守的回测方法。

（二）收益回测

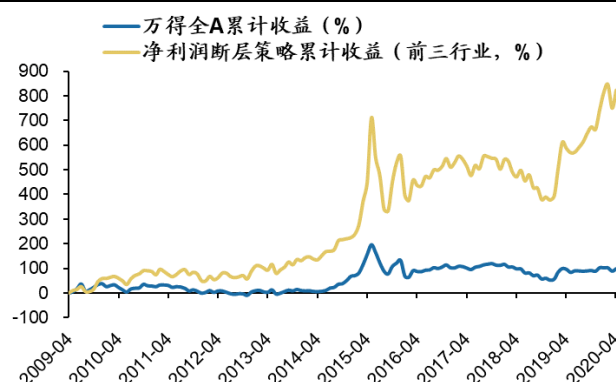
净利润断层选股策略能明显跑赢市场。采用一种较保守的方法构建组合，自2009年5月至2020年4月年复合收益率为20%，超过同期万得全A的6.5%的收益水平。我们从多方面测试了净利润断层选股策略的稳健性。行业层面上分别回测了每个季度净利润断层股票相对数量占比的前三个和前五行业；权重方面对各行业采取等权重配置，各行业内部再对本行业净利润断层个股进行等权重配置；再平衡方面，仅在每次更换行业时对持仓进行调整，在其余时间均不对持仓进行调整，即每年只进行三次大的调整。同时我们考虑了交易成本的影响，交易成本按千分之三计算。总体来看，净利润断层策略能够取得明显的超额收益。以2009年4月30日为基期，选取前五行业，2009年4月30日至2020年4月30日累计收益达到了666%，年化复合收益率20.33%；选取前三行业，同期累计收益率824%，年化复合收益率22.40%。作为对比，同期万得全A累计收益率99%，年化复合收益率6.46%。可以看出，无论是采取前五行业还是前三行业，净利润断层选股策略组合能带来明显的超额收益。

图12：净利润断层策略选取前五行业累计收益



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图13：净利润断层策略选取前三行业累计收益



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）组合回测分析

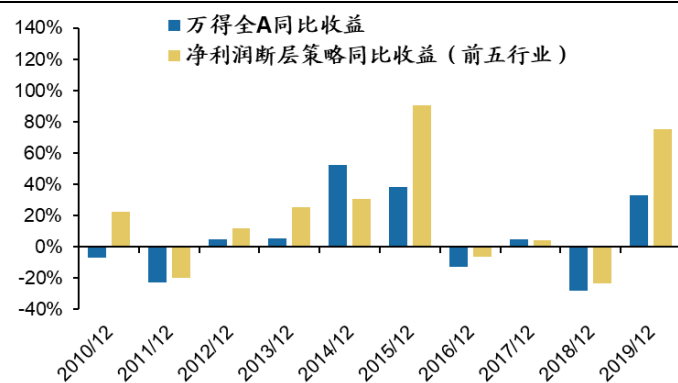
从过去十年情况看，净利润断层策略有80%的年份跑赢市场，只有20%的年份跑输市场，而且跑赢的幅度要明显大于跑输的幅度。以净利润断层数量占比前五行业构建组合为例，从2010年至2019年这十个完整年份看：

净利润断层策略大幅跑赢市场的完整年份有4年，分别是在2010年、2013年、2015年、2019年，净利润断层策略年超额收益大致为20-50个百分点（以wind全A为准，下同）。此外，2009年5月至12月非完整年度，净利润断层策略也跑赢市场20个百分点；

净利润断层策略小幅跑赢市场的年份有4年，分别是2011年、2012年、2016年、2018年，净利润断层策略年超额收益大致为0-10个百分点；

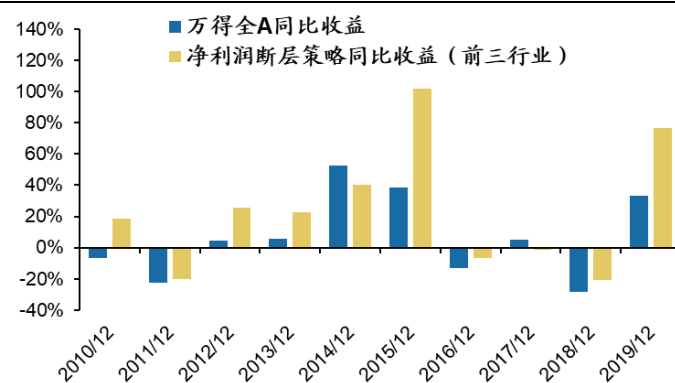
净利润断层策略跑输市场的年份仅有2年，分别是2014年（超额收益为-22%）、2017年（超额收益为-0.8%）。

图14: 选取前五行业的净利润断层策略同比收益



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 选取前三行业的净利润断层策略同比收益



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、个股净利润断层对行业配置有指示作用吗？

通过行业内个股净利润断层相对数量占比的高低，多数年份都能筛选出具有超额收益的行业，说明净利润断层对行业配置也具有一定的指示作用。行业内个股净利润断层相对数量占比较多，说明行业内有很多公司都出现了业绩超预期，那么往往意味着该行业景气度超预期。通过筛选行业内个股净利润断层数量相对较多的行业，可以找到基本面相对优秀的行业，这样的行业则很有可能在之后一段时间表现较好，具有一定持续性的超额收益。

（一）09年至10年：净利润断层的采掘、建材、家电、汽车、电子跑赢市场

09年到10年期间，通过净利润断层个股相对数量占比靠前可筛选出采掘、建材、家电、汽车、电子，上述行业均明显跑赢市场平均水平。

采掘在09Q1财报净利润断层个股相对数量占比在28个一级行业中数量排名第一位，在09Q1财报后的一个季度内（09年4月30日到09年7月31日）相对wind全A的超额收益为30%（本文超额收益以wind全A为基准，下同）；

建筑材料在09Q3、10Q1财报季净利润断层个股相对数量占比分别位于第一位、第五位，从09年10月31日到10年10月31日，建筑材料超额收益为22%；

家电在09Q3、10Q1、10Q2、10Q3和10Q4财报季净利润断层个股相对数量占比分别位居第二位、第四位、第一位、第三位、第一位，从09年10月31日到11年6月30日，家电超额收益为29%；

汽车在09Q2、10Q1、10Q2财报季净利润断层个股相对数量占比分别位于第四位、第一位、第五位，从09年8月31日到10年10月31日，汽车超额收益为37%；

电子在09Q4、10Q1、10Q3财报季净利润断层个股相对数量占比分别位居第二位、第二位、第四位，从10年1月31日到10年12月31日，电子超额收益为38%；

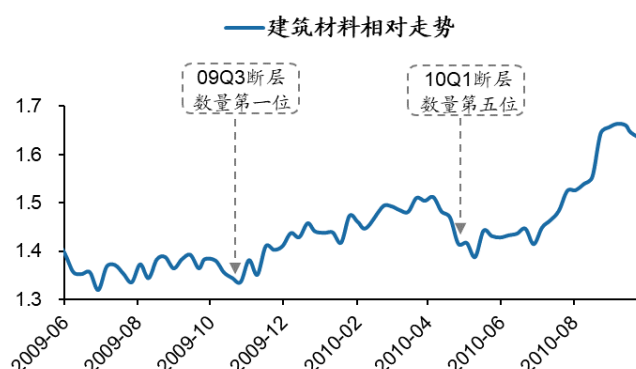
图16：09年-10年采掘行业相对走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：相对走势采用行业指数/wind全A指数计算；数量采用相对数量占比。

图17：09年-10年建材行业相对走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：相对走势采用行业指数/wind全A指数计算；数量采用相对数量占比。

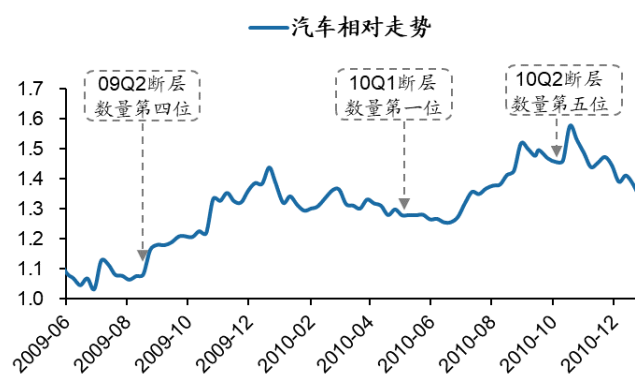
图18: 09年-10年家电行业相对走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 相对走势采用行业指数/wind全A指数计算; 数量采用相对数量占比。

图19: 09年-10年汽车行业相对走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 相对走势采用行业指数/wind全A指数计算; 数量采用相对数量占比。

(二) 11年至12年: 净利润断层食品饮料和银行跑赢市场

11年到12年期间, 通过净利润断层个股相对数量占比靠前可筛选出食品饮料和银行, 均明显跑赢市场平均水平。

食品饮料在11Q1、11Q4、12Q1财报季净利润断层个股相对数量占比分别位于第二位、第一位、第三位, 从11年4月30日到12年6月30日, 食品饮料超额收益为29%;

银行在12Q3财报季净利润断层个股相对数量占比位于第一位, 从12年10月31日到13年3月31日, 银行超额收益为21%。

图20: 11年-12年食品饮料行业相对走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 相对走势采用行业指数/wind全A指数计算; 数量采用相对数量占比。

图21: 11年-12年银行行业相对走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 相对走势采用行业指数/wind全A指数计算; 数量采用相对数量占比。

(三) 13年至14年: 净利润断层的通信、电气设备、医药跑赢市场

13年到14年期间, 通过净利润断层个股相对数量占比靠前可筛选出通信、电

气设备、医药，上述行业均明显跑赢市场平均水平。

通信在12Q4、13Q2、13Q2、14Q1、14Q2、14Q3财报季净利润断层个股相对数量占比分别位于第一位、第三位、第二位、第一位、第一位、第二位，从13年1月31日到14年12月31日，通信超额收益为25%；

电气设备在12Q4、13Q1、13Q2、13Q3财报季净利润断层个股相对数量占比分别位于第四位、第二位、第一位、第三位，从13年1月31日到14年3月31日，电气设备超额收益为31%；

医药生物在12Q4、13Q1财报季净利润断层个股相对数量占比分别位居第五位、第四位，从13年1月31日到13年8月31日，医药生物超额收益为19%。

图22：13年-14年通信行业相对走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：相对走势采用行业指数/wind全A指数计算；数量采用相对数量占比。

图23：13年-14年电气设备行业相对走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：相对走势采用行业指数/wind全A指数计算；数量采用相对数量占比。

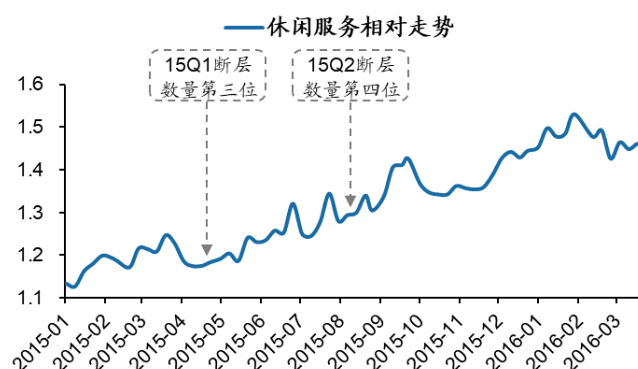
（四）15年：净利润断层的休闲服务和房地产跑赢市场

在15年通过净利润断层个股相对数量占比靠前可筛选出休闲服务和房地产，均明显跑赢市场平均水平。

休闲服务在15Q1、15Q2财报季净利润断层个股相对数量占比分别位于第三位、第四位，从15年4月30日到16年3月31日，休闲服务超额收益为18%；

房地产在15Q2、15Q3、15Q4财报季净利润断层个股相对数量占比分别位居第三位、第四位、第四位，从15年8月31日到16年3月31日，房地产超额收益为6%。

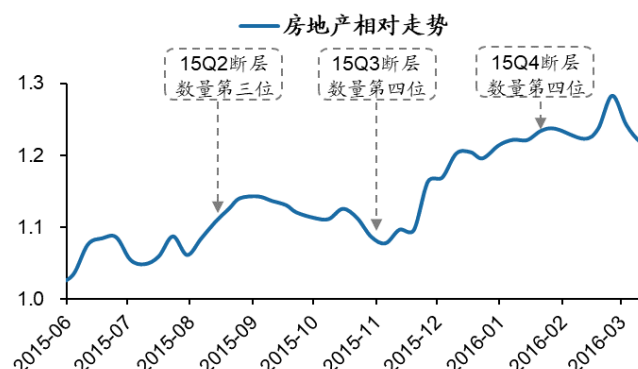
图24: 15年休闲服务相对走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 相对走势采用行业指数/wind全A指数计算; 数量采用相对数量占比。

图25: 15年房地产行业相对走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 相对走势采用行业指数/wind全A指数计算; 数量采用相对数量占比。

(五) 16年: 净利润断层的建材和钢铁跑赢市场

在16年通过净利润断层个股相对数量占比靠前可筛选出建材和钢铁, 均明显跑赢市场平均水平。

建筑材料在15Q4、16Q1、16Q2、16Q3财报季净利润断层个股相对数量占比分别位于第一位、第三位、第三位、第一位, 从16年1月31日到17年3月31日, 建筑材料超额收益为22%;

钢铁在16Q3财报季净利润断层个股相对数量占比均位居第二位, 从16年10月31日到17年3月31日, 钢铁超额收益为11%。

图26: 16年建材相对走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 相对走势采用行业指数/wind全A指数计算; 数量采用相对数量占比。

图27: 16年钢铁行业相对走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 相对走势采用行业指数/wind全A指数计算; 数量采用相对数量占比。

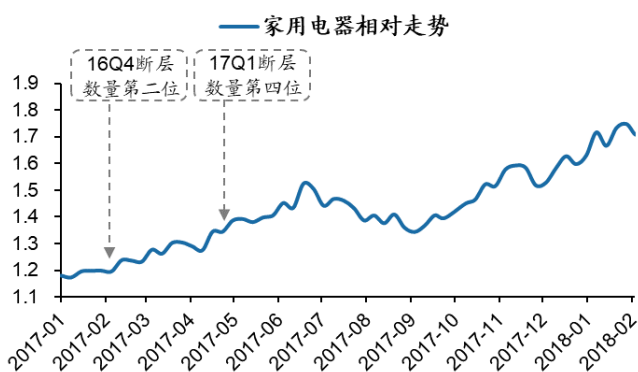
（六）17 年：净利润断层的家电和食品饮料跑赢市场

在17年通过净利润断层个股相对数量占比靠前可筛选出家电和食品饮料，均明显跑赢市场平均水平。

家电在16Q4、17Q1财报季净利润断层个股相对数量占比分别位于第二位、第四位，从17年1月31日到17年12月31日，家电超额收益为35%；

食品饮料在17Q2、17Q3财报季净利润断层个股相对数量占比均位居第四位，从17年8月31日到18年6月30日，食品饮料超额收益为41%。

图28：17年家电相对走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：相对走势采用行业指数/wind全A指数计算；数量采用相对数量占比。

图29：17年食品饮料行业相对走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：相对走势采用行业指数/wind全A指数计算；数量采用相对数量占比。

（七）19 年至 20 年：净利润断层的电子跑赢市场

19年到20年初期间，通过净利润断层个股相对数量占比靠前可筛选出通信、电子、食品饮料、建材，上述行业均明显跑赢市场平均水平。

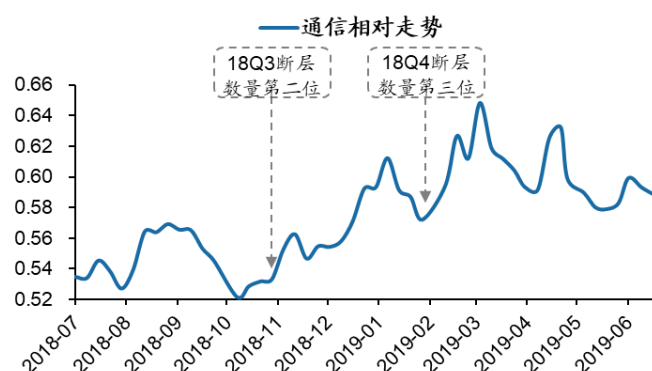
通信在18Q3、18Q4财报季净利润断层个股相对数量占比分别位于第二位、第三位，从18年10月31日到19年3月31日，通信超额收益为18%；

电子在19Q1、19Q2、19Q3、20Q1财报季净利润断层个股相对数量占比分别位居第一位、第三位、第三位、第二位，从19年4月30日到20年5月19日，电子超额收益为41%；

食品饮料在18Q4、19Q2、19Q4、20Q1财报季净利润断层个股相对数量占比分别位于第四位、第四位、第五位、第三位，从19年1月31日到20年5月19日，食品饮料超额收益为49%；

建筑材料在19Q4财报季净利润断层个股相对数量占比位居第一位，从20年1月31日到20年5月19日，食品饮料超额收益为18%；

图30：19年-20年通信行业相对走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：相对走势采用行业指数/wind全A指数计算；数量采用相对数量占比。

图31：19年-20年电子行业相对走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：相对走势采用行业指数/wind全A指数计算；数量采用相对数量占比。

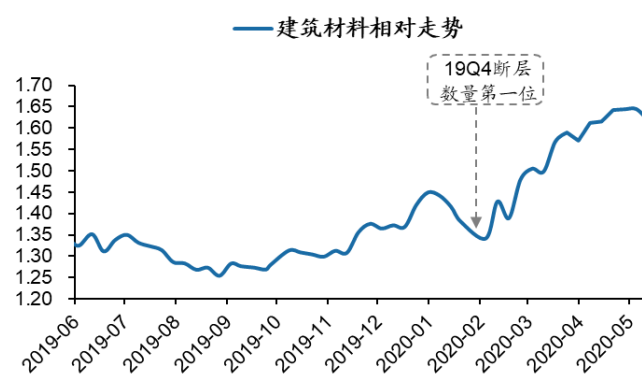
图32：19年-20年食品饮料行业相对走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：相对走势采用行业指数/wind全A指数计算；数量采用相对数量占比。

图33：19年-20年建材行业相对走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：相对走势采用行业指数/wind全A指数计算；数量采用相对数量占比。

（八）整体来看净利润断层在绝大多数年份对行业配置都有指导意义

09年-19年中，除18年外，其他年份净利润断层对行业配置指导意义都较大。

09年到10年期间，通过净利润断层个股相对数量占比靠前可筛选出采掘、建材、家电、汽车、电子，上述行业均明显跑赢市场平均水平。11年到12年期间，通过净利润断层个股相对数量占比靠前可筛选出食品饮料和银行。13年到14年期间，通过净利润断层个股相对数量占比靠前可筛选出通信、电气设备、医药。在15年通过净利润断层个股相对数量占比靠前可筛选出休闲服务和房地产。在16年通过净利润断层个股相对数量占比靠前可筛选出建材和钢铁。在17年通过净利润断层个股相对数量占比靠前可筛选出家电和食品饮料。19年到20年初期间，通过净利润断层个股相对数量占比靠前可筛选出通信、电子、食品饮料、建材。仅有18年净利润断层对行业配置指导意义相对较弱。

四、对净利润断层有效性的再思考

思考1：净利润断层个股/行业的超额收益来源于哪里？

净利润断层超额收益来源于基本面。净利润断层表明公司业绩超预期，对于处于景气度上行的公司或本身质地优秀的公司而言，可能会业绩持续地超预期。当进入行业景气度上行周期或者公司进入良性循环时，业绩往往可能连续几个季度持续超预期。则相关个股/行业可以持续获得超额收益。

思考2：为何净利润断层个股无法在业绩超预期首日一步上涨到位？

原因在于市场在一定程度上是有效的，但又不是那么完全有效。净利润断层跳空上涨，反映了市场的有效性，而在跳空上涨首日并没有一步上涨到位，反映了市场不是那么完全有效。根据有效市场假说，在有效市场的假设下，股价能够充分反映所有信息，因此不合理的价格将被很快消除。在这一假设下任何依靠信息进行的投资都不能产生超额收益。根据信息的范畴不同，有效市场假说又可以分为弱有效、半强有效和强有效。现实中我们仍可以通过深度研究或特定策略获取超额收益，说明这个市场并不是完全有效市场。此外，A股的制度设计如单日涨跌停板，也限制了个股单日内一步上涨到位。另外，还可合理推测，在净利润断层个股的初期和中期股价推动力的投资者结构有差异，初期，尤其是跳空上涨首日，可能短线投资者居多，之后的中期上涨则往往是看重基本面的中长线投资者介入推动的。

思考3：如何看待净利润断层对投资的指导意义？

从行业配置视角看，净利润断层个股业绩超预期和行业业绩景气度超预期可以相互印证。当隶属同一行业的多只个股净利润断层走势，往往表明该行业多只个股业绩超预期，则该行业整体业绩也大概率是超预期的。同理，如果某一行业整体业绩超预期，其中大概率会有多只个股业绩超预期。因此，可以通过净利润断层个股数量来作为行业业绩是否超预期的相互印证。

从个股选择视角看，净利润断层可降低投资者的搜寻成本。并非所有净利润断层的个股均能获得超额收益，但净利润断层个股可有效降低搜寻成本。A股当前超过3000只个股，要想实现对全部个股的覆盖是个巨大的工程。一般来说财报季净利润断层带来的跳空上涨个股占比不足10%，如果再通过行业与个股的印证做二次筛选，可进一步将净利润断层个股缩减到3%左右，这可大大降低投资者的搜寻成本。

思考4：未来净利润断层策略还会有效吗？

随着信息披露和监管规范性越来越强，我们认为未来净利润断层策略的有效性会增强。当市场在信息披露、信息保密性等方面不规范时，净利润断层策略的有效性会下降，因为总有少部分投资者能通过特殊渠道提前获知上市公司业绩，导致股价提前上涨，从而减弱公告日跳空上涨的可能性。但随着资本市场监管制度越来越完善，对于信息披露、信息保密性等方面的监管愈加规范，能提前获知上市公司业绩的情况越来越少，我们认为未来净利润断层策略有效性会增强。

五、策略视角看 20Q1 净利润断层有何指导意义？

（一）20Q1 净利润断层个股的行业分布：电子位居第二、食品饮料第三

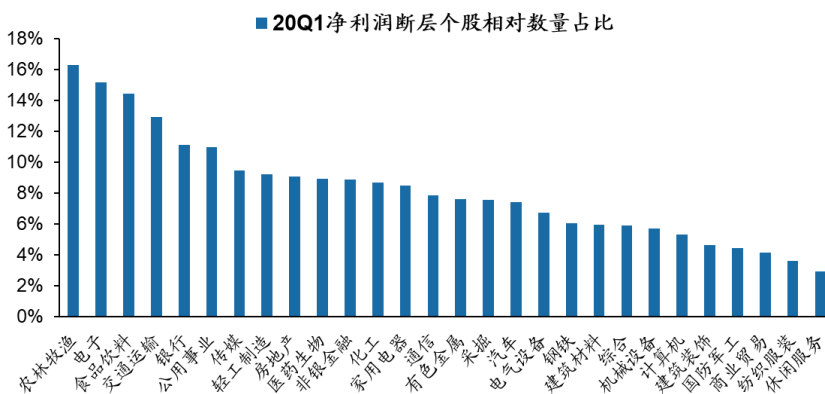
从相对数量占比看，20Q1行业净利润断层个股数量前五行业分别为农林牧渔、电子、食品饮料、交通运输、银行。20Q1财报已于2020年4月30日披露完毕，综合考虑一季报/一季度业绩预告，其中：

电子行业20Q1财报季净利润断层个股相对数量占比为15%，位居行业第二位，相对去年下半年再度回升。本轮电子行业净利润断层与行业景气度吻合度很高，电子行业在19Q1、19Q2、19Q3净利润断层个股数量分别位居行业第一位、第三位、第三位，在20Q1回升至第二位，19年初至20年4月末，电子行业是A股中涨幅位居第一；

食品饮料20Q1财报季净利润断层个股相对数量占比为14%，位居行业第三位，相对去年稳步上升。食品饮料在19Q1、19Q2、19Q3净利润断层个股数量分别位居第十位、第四位、第六位。20Q1财报季食品饮料净利润断层个股相对数量占比排行第三位，相对去年整体排名情况稳步上升。

其他主要板块中，TMT行业除电子外，传媒、计算机、通信净利润断层个股相对数量占比并不靠前，传媒、通信、计算机净利润断层个股相对数量占比为9%、8%、5%，位居行业第七位、第十四位、第二十三位；消费行业中，医药生物净利润断层个股相对数量占比为9%，位居行业第十位，家电净利润断层个股数量为8%，位居行业第十三位。

图34：分行业净利润断层个股相对数量占比



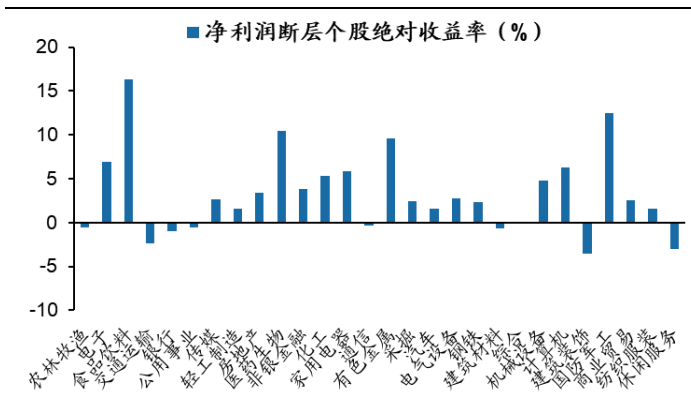
数据来源：广发证券发展研究中心

策略视角看，净利润断层对行业配置的启发意义在于今年一季度业绩持续超预期的行业仍然集中在以电子为代表的科技和以食品饮料为代表的消费两大领域。其中科技领域以电子为代表，电子净利润断层个股数量占比位居各行业第二，相对于去年下半年的排名进一步提升。消费领域以食品饮料为代表，食品饮料净利润断层个股数量占比位居各行业第三，相对去年稳步上升。

（二）20Q1 财报季后净利润断层市场表现：电子、食品饮料等收益明显

从收益率视角看，20Q1净利润断层个股相对数量占比前三名行业农林牧渔、电子、食品饮料，其中电子和食品饮料行业净利润断层个股收益率平均来看在今年5月初以来均取得绝对收益和相对收益。20Q1财报季净利润断层个股相对数量占比靠前的行业是农林牧渔、电子、食品饮料等。自20Q1财报季公布完毕后，从5月1日至5月19日，除农林牧渔外前三个行业的净利润断层个股收益率平均值，无论是绝对收益维度还是相对收益维度均为正，前三行业中仅农林牧渔取得负收益。另外，净利润断层个股相对数量占比居前的食品饮料行业成为收益率最高的行业，说明依靠净利润断层策略更容易筛选出业绩增长势头较好的行业。

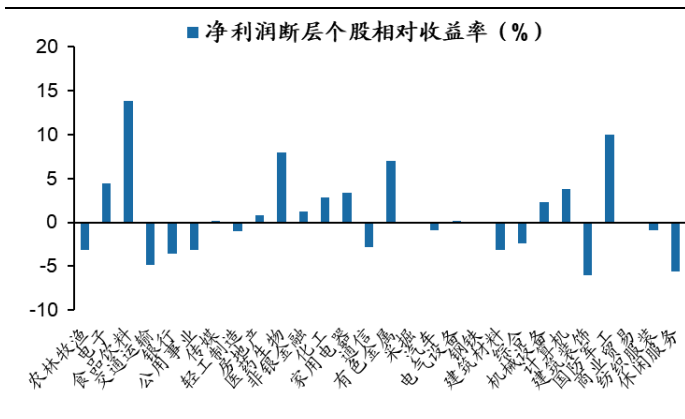
图 35：各行业净利润断层个股绝对收益率对比（自 20/05/01 至 20/05/19）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：此处收益率采用行业内净利润断层个股收益率平均值计算，行业排序按净利润断层个股数量降序排列

图 36：各行业净利润断层个股相对收益率对比（自 20/05/01 至 20/05/19）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：此处收益率采用行业内净利润断层个股收益率平均值计算，行业排序按净利润断层个股数量降序排列；相对收益率基准是 wind 全 A 指数

六、风险提示

- （一）个股表现与行业表现相背离
- （二）流动性边际收紧对市场带来影响

广发投资策略研究小组

- 戴康：CFA，首席分析师，中国人民大学经济学硕士，10年A股策略研究经验。2019年荣获新财富最佳分析师策略研究第二名、II CHINA投资组合策略第一名、金牛奖最具价值首席分析师、中国保险资产管理业协会“十佳路演嘉宾”等多项重要奖项。荣获2018年新财富第三名、最具价值金牛分析师、IAMAC第一名。
- 郑恺：资深分析师（行业比较），华东师范大学金融学硕士，7年A股策略研究经验。
- 曹柳龙：CPA，资深分析师（行业比较），华东师范大学管理学硕士，6年A股策略研究经验。
- 俞一奇：资深分析师（专题研究），波士顿大学经济学硕士，4年A股策略研究经验。
- 陈伟斌：CPA，资深分析师（专题研究），复旦大学经济学硕士，4年A股策略研究经验。
- 倪赓：资深分析师（主题策略），中山大学经济学硕士，3年A股策略研究经验。
- 韦冀星：联系人（行业比较），美国杜兰大学金融学硕士，3年A股策略研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。