

研究员: 吴璟 执业证书编号: S0570510120043

☎ 025-83290562 ✉ wujing@mail.htsc.com.cn

🌐 <http://t.zhangle.com/4076>

一季报业绩预增公告的投资机会分析

业绩预警中的投资机会分析之一

相关研究

投资要点:

- ◆ 本文主要采用事件研究法, 研究“业绩预增公告”之后一段时间累计超额收益率的统计特征, 从而检验预增公告的“溢价效应”。
- ◆ 研究样本选取 2007 年一季度至 2011 年三季度期间发布业绩“预增公告”的上证 A 股, 剔除了持续停牌与 EPS 较低的公司, 只考虑预计净利润增长率不低于 20%、且超过上一次财报披露增长率的公司。
- ◆ 经过研究发现, 样本公司预增公告的发布具有“溢价效应”, 尤其对于一季度, 若投资者以预告日收盘价买入股票, 持有至财报公告日(通常持有时间不超过 20 个交易日), 投资者平均可获得 3.27% 的超额收益。
- ◆ 建议投资者在不同市场行情下投资于不同特征的股票, 以获得更高的预增“溢价”。(1) 在持续上涨行情中, 建议优选低增幅¹、低预期²、预告偏保守³的公司; 若大盘股⁴走势较强, 则优选小盘股, 反之亦然; (2) 持续下跌行情中, 建议优选高增幅、超预期的公司。(3) 震荡、盘整行情中, 建议优选小盘股、高增速、超预期、预告偏“保守”的公司。经过回溯检验, 筛选后的股票组合在 2007 年-2011 年普遍取得了较高的超额收益, 尤其在 07、09、10、11 年超额收益分别达到 7.94%、6.77%、4.87% 与 4.07%, 检验效果较好。
- ◆ 由于我们检验的是样本公司“超额收益”的“统计”结果, 因此, (1) 建议投资者进行组合投资, 将仓位分散于 5-10 只不同股票, 以分散个别风险。(2) 建议投资者借助 ETF 融券操作进行市场风险对冲获取超额收益, 考虑将 180ETF 与深 100ETF 进行 2:1 配比成为一个市场组合, 与投资标的“反向建仓, 同时平仓”。(3) 上涨行情中, 投资者可以“单边做多”符合筛选标准的股票组合, 以最大化投资收益。

¹ 本文定义样本公司中预告平均增幅低于 100% 的为“低增幅”公司, 平均增幅高于 150% 的为“高增幅”公司。

² 本文定义样本公司中预告增幅下限高于分析师预测 50% 以上的为“超预期”公司, 增幅上限低于分析师以往预测 20% 以上的为“低于预期”公司。

³ 本文定义样本公司中实际增幅高于预告增幅上限的为预告偏“保守”的公司, 实际增幅低于预告增幅下限的为预告偏“夸大”的公司。

⁴ 本文定义样本公司中流通股数不低于 2 亿股的股票为“大盘股”, 低于 2 亿股的股票为“小盘股”。

一、A股预告制度不断完善, 为投资者提供良好的业绩预期参考

2003年, 上市公司业绩预告制度开始趋于完善, 交易所要求上市公司在中报、第三季度季报以及年报发布前都要及时对其净利润指标进行预警。在这样的监管规定下, 近10年来越来越多的公司进行业绩预告(见图表1), 其中, 预增公告占据半数, 从“预增公告”至财报公告发布的过程, 也是估值不断调整的过程, 从历史经验来看, 在预告当日通常会出现一定程度的“溢价效应”, 且该效应会在之后有所持续, 是较好的事件投资机会, 本文将借鉴概率统计检验中的方法, 检验不同股票类型以及时间窗口的“预增公告溢价效应”, 以帮助投资者更好的进行股票筛选以及时机选择。

图表1: 2007年一季度-2011年三季度业绩预告公司家数

	一季度报					中报				
	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
预增公告	117	200	54	172	205	340	337	167	378	380
预告总数	176	300	204	271	389	528	640	697	903	1047
	三季度报					年报				
	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
预增公告	300	241	188	311	332	496	222	366	512	332
预告总数	471	561	669	853	983	707	706	876	1109	983

资料来源: 公司公告, wind 资讯, 华泰证券研究所

二、业绩预告“溢价效应”分析

2.1 研究思路与数据样本选择

本文主要采用事件研究法研究业绩“预增”公告对股价的影响, 我们的研究假设是: “业绩预增对股价存在正的溢价效应”, 理论的研究思路是挖掘事件期间超额收益的统计特征, 由其显著性得到溢价效应。

具体分析时, 我们忽略时间成本与资金成本问题, 直接比较研究时间窗口内的累计收益率, 为投资者挖掘具有可操作性的事件冲击投资机会。时间窗口我们选取预告前2周、前1周、当天、后1周、后2周和直至正式季报、中报、年报公告日, 以研究预增公告的“提前预期”、“当日冲击”以及以预告日收盘价建仓后分别持有1周、2周、或直至财报公告日的累计超额收益。

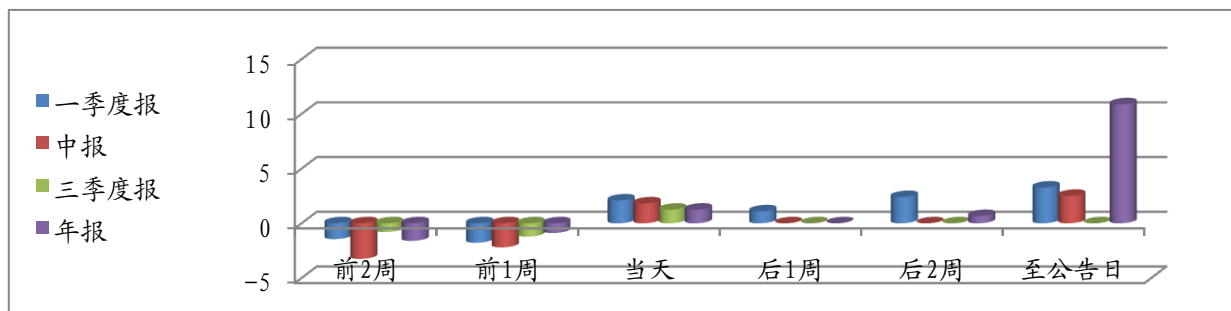
关于原始样本的选择, 我们取全部上证A股中, 2007年一季度至2011年三季度期间发布业绩预告的公司, 市场指数采用沪深300指数。为了更有针对性的研究“利好”业绩预告对股价的影响, 我们剔除了持续停牌的股票, 只考虑预计净利润增长率在20%及以上、且超过上一次财报披露增长率的公司, 并剔除EPS较低的股票, 对于一季度, 剔除EPS在0.10元以下的股票, 对于中报、三季度、年报, 剔除EPS在0.20元以下股票。

同时, 我们重视统计显著性检验, 表格中**表示在5%的显著性水平下样本公司的平均超额收益率显著

异于零。如果不能通过5%显著性水平的t临界值检验，我们视为预增公告的“溢价效应”不显著，在直观图形中，将其表示为0。

2.2 不同业绩预告的“溢价效应”

图表 2：一季度报、中报、三季度报、年报业绩预告“溢价效应”



资料来源：华泰证券

◆ 预告之前由于市场预期股价已出现溢价，当天股票溢价效应显著

图表 2 给出了一季报、中报、三季度报、年报的业绩预告发布前后股票累积超额收益率情况。我们发现，投资者对于业绩预告存在很显著的“提前预期”，股价在一季报、中报、三季度报、年报预告之前 2 星期内分别获得了 1.44%、3.25%、0.80% 和 1.61% 的超额收益，当天受“利好”消息影响，也分别获得 2.08%、1.82%、1.24% 和 1.24% 的超额收益。

◆ 一季度业绩预告之后“溢价效应”显著

由于每年一季度最能体现其业务管理、市场开拓、成本控制等新战略模式，因此，一季度财报最受投资者的关注，在一季报预告之后 1-2 周内股价仍存在显著的超额收益，2 周后可达 2.50% 的超额收益率，若持有至财报公告，一季报、中报、年报可分别获得 3.27%、2.51%、10.88% 的超额收益。

考虑到中报从业绩预告到财报公告的时间间隔长至 1-3 个月，年报长至 1-5 个月，且中报、年报的“溢价效应”在 1-2 周内并不显著，而一季度报该间隔基本在 20 天以内，因此，从短线投资的角度，本文重点研究一季度报业绩预告的溢价效应。

图表 3：所有标的股票一季度业绩预告对股票收益率的影响分析

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	所有年份
当天	2.23**	2.76**	3.08**	1.58**	1.63**	2.08**
至财报公告日	2.93**	1.15	4.15**	5.96**	2.48**	3.27**

资料来源：公司公告，wind 资讯，华泰证券研究所

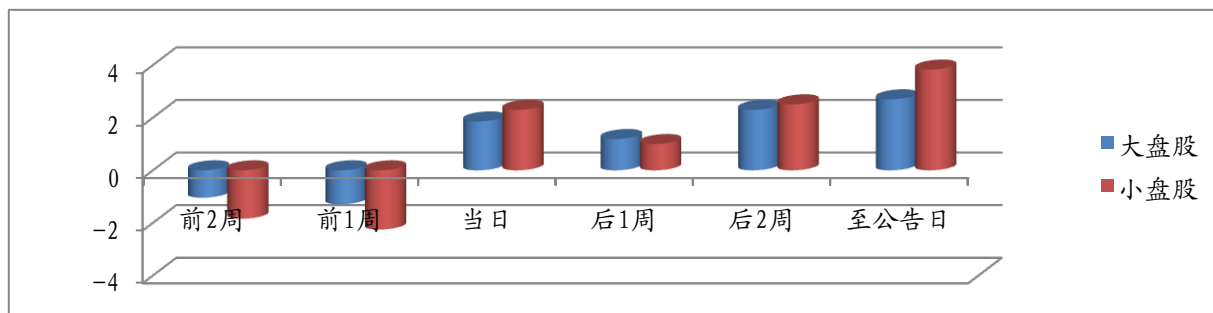
从图表 3 中可以看出，一季度的业绩预告效应在过去 5 年总体是非常显著的，其中持续上涨行情（2007 年、2009 年）、盘整行情（2010 年、2011 年）“溢价效应”最为显著，分别达到 2.93%、4.15%、5.96% 以及 2.48%，2008 年市场恐慌下跌时，只在公布当天预增公告有所溢价，预告之后的超额收益并不显著。

下面，我们从不同角度，来挖掘各种环境因素下的投资机会。

2.3 股票规模对“溢价效应”的影响研究

首先，我们按照预告当日个股流通股数将股票进行简单的划分，2亿股以上我们粗略归类为“大盘股”，2亿股以下为“小盘股”。从图表4中我们可以看到，小盘股的提前预期以及后期溢价均略高于大盘股，持有至财报公告日大小盘股超额收益分别为2.70%和3.83%。

图表4：大小盘股“预告溢价效应”



资料来源：华泰证券

图表5：2007年-2011年大小盘股“预告溢价效应”

	2007年一季度		2008年一季度		2009年一季度		2010年一季度		2011年一季度	
	大盘股	小盘股	大盘股	小盘股	大盘股	小盘股	大盘股	小盘股	大盘股	小盘股
当日	2.14**	2.29**	2.63**	2.90**	3.07**	3.09**	1.28**	1.86**	1.36**	1.97**
至财报公告日	0.56	4.51**	1.21	1.10	4.86**	3.56	5.21**	6.67**	2.19**	2.84**

资料来源：公司公告，wind 资讯，华泰证券研究所

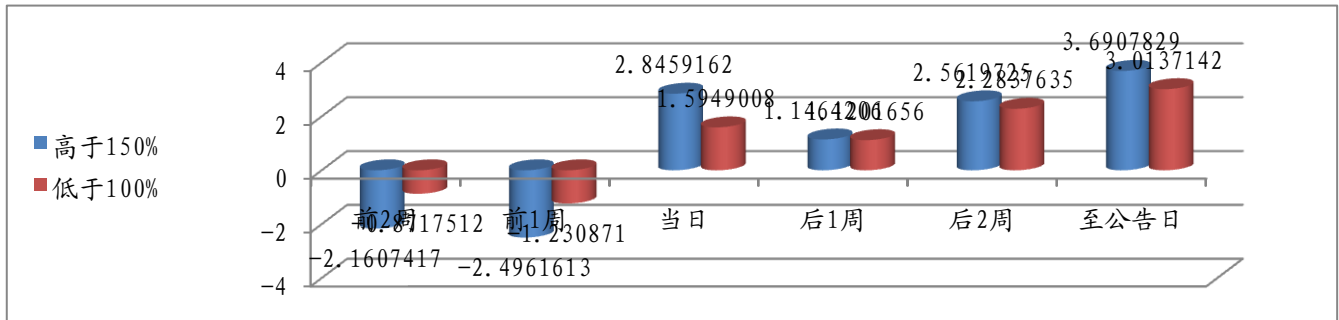
而具体到不同市场环境，大小盘股的表现具有显著差异，2007年4月份，大盘领涨股市，小盘股的溢价效应明显优于大盘股，小盘股超额收益达到4.51%；2008年持续下跌行情中，大小盘股预告溢价效果均不显著；2009年4月份，小盘股涨势优于大盘股，则是大盘股显著优于小盘股，大盘股超额收益达到4.86%；2010年、2011年，经济状况令人堪忧，成长性无异是投资者最为关注的公司特性之一，大小盘股预告溢价特征均较为显著，小盘股略高，在2010年、2011年超额收益分别为6.67%、2.84%。

因此，在上涨行情中，若大盘股走势较强，则建议关注小盘股，反之亦然；在震荡、盘整行情中，建议投资者关注小盘股，以获得更高的超额收益；持续下跌行情中，根据大小盘股分类并没有显著的超额收益差异。

2.4 预告增幅对“溢价效应”的影响研究

我们根据业绩预告中提及的“净利润增长率”上限与下限的平均数（下文简称“平均增幅”），再次简单划分业绩预增公司。从图表6中我们可以明显看出，平均增幅在150%以上公司（下文简称“高增幅”公司）的提前预期更为显著，而预告之后其溢价效应也略高于平均增幅在100%以下的公司（下文简称“低增幅”公司）。

图表 6: 不同预告增幅股票的“预告溢价效应”



资料来源: 华泰证券

图表 7: 2007年-2011年不同预告增幅股票的“预告溢价效应”

	2007年一季度		2008年一季度		2009年一季度		2010年一季度		2011年一季度	
	高增幅	低增幅	高增幅	低增幅	高增幅	低增幅	高增幅	低增幅	高增幅	低增幅
当日	3.61**	2.09**	4.17**	1.89**	4.46**	1.77*	1.95**	1.11**	2.26**	1.17**
至财报公告日	0.71	4.13**	2.73	0.70	2.97	6.20**	6.87**	4.67**	2.82**	2.40**

资料来源: 公司公告, wind 资讯, 华泰证券研究所

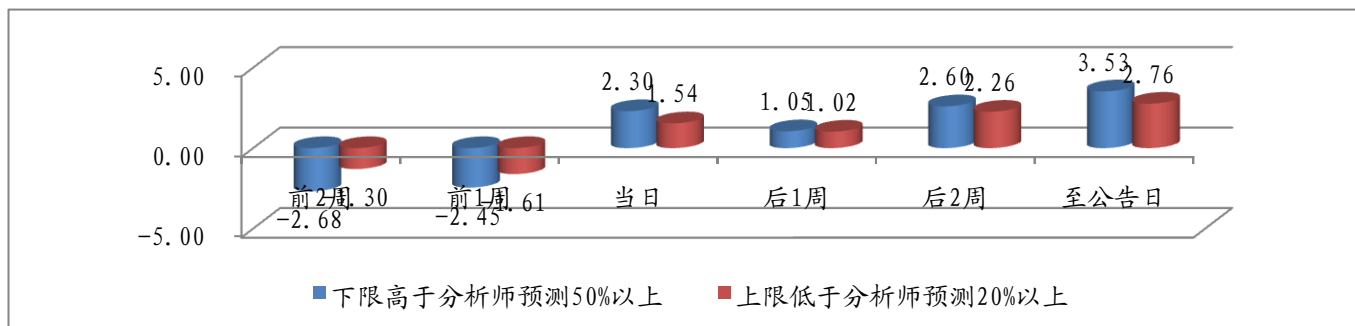
具体到不同行情, 在以 2007 年、2009 年为代表的持续上涨行情中, “高增幅” 已经被充分提前挖掘价值, 存在显著的提前反应 (分别为 3.61%、4.46%), 以至于预告至财报公告期间超额收益不显著, “低增幅” 公司由于预告前股价并没有完全反应业绩增长信息, 因此, 在预告后至财报公告期间累计超额收益率分别达到了 4.13% 与 6.20%, 均显著高于 “高增幅” 公司; 在 2008 年为代表的持续下跌行情中, 市场情绪低落, 净利润增幅超 150% 的业绩预告引起了市场的关注热情, 其当日反应 (4.17%) 显著高于低增幅预告公司, 持有至财报公告日期间超额收益总体高于 “低增幅” 公司, 但是在 5% 的显著性水平下超额收益并不显著。而在 2010 年、2011 年为代表的震荡行情中, 超 100% 净利润增幅的股票整体来看超额收益高于低净利润增幅公司, 预告至财报公告期间分别获得 6.87%、2.82% 的超额收益。

因此, 持续上涨行情中, 建议捕捉关注度较低的 “低增幅” 公司, 而在持续下跌或者盘整行情下, 关注 “高增幅” 公司。

2.5 “预告增幅” 超市场预期程度对 “溢价效应” 的影响研究

我们必须考虑到, 或许即便增幅的数值很高, 但倘若低于市场预期, 将可能很难有溢价, 我们需要进一步细分研究不同情况的 “溢价” 效应, 因此我们将预告中的净利润增幅同预告之前 wind 提供的 31 家券商分析师给出的当年净利润增幅做比较, 观察不同股票净利润超预期程度是否对股价表现有显著差异, 我们重点对比预告增幅下限高于分析师以往预测增幅 50% 以上 (下文简称 “超预期” 公司)、预告增幅上限低于分析师以往预测 20% 以上 (下文简称 “低于预期” 公司) 两种情况。

图表 8: “预告增幅”超市场预期程度股票的“预告溢价效应”



资料来源: 华泰证券

从图表 8 中我们可以看到，“超预期”公司的提前预期更为显著，而预告后溢价效应也略高于“低于预期”公司。因此，我们建议投资者关注券商分析师调研之后撰写的调研报告，将预告增幅与其进行对比，投资于超预期公司能获得更高的超额收益。

图表 9: 2007 年-2011 年“预告增幅”超市场预期程度股票的“预告溢价效应”

	2007 年一季度		2008 年一季度		2009 年一季度		2010 年一季度		2011 年一季度	
	超预期	低于预期	超预期	低于预期	超预期	低于预期	超预期	低于预期	超预期	低于预期
当日	2.74**	2.55**	3.01**	1.50**	3.39**	2.24*	1.77**	0.71*	1.81**	0.86*
至财报公告日	2.39	4.18**	2.00	1.04	2.9	8.15**	6.45**	2.73*	2.07**	2.02**

资料来源: 公司公告, wind 资讯, 华泰证券研究所

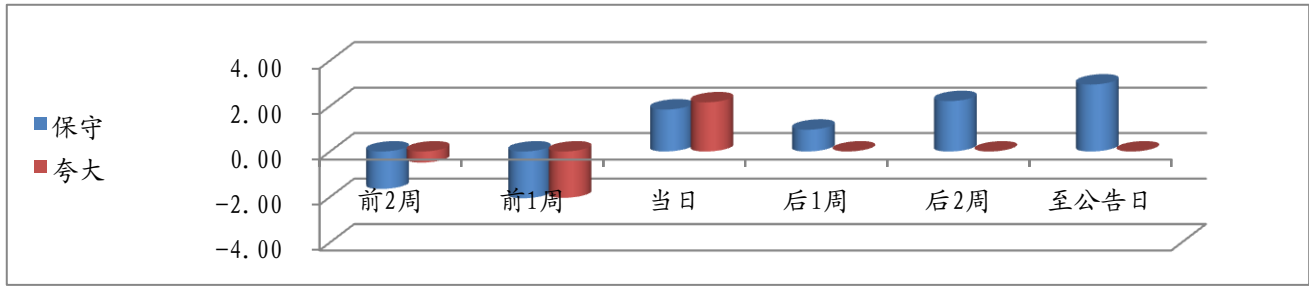
具体到不同市场行情，在以 2007 年、2009 年为代表的持续上涨行情中，“超预期”股票价值已经被提前挖掘，存在显著的提前预期，导致预告至财报公告期间超额收益并不显著，而“低于预期”的股票则因为预告前股价并没有充分反映业绩增长信息，因此预告至财报公告期间超额收益较为显著，分别达到 4.18% 和 8.15%；在 2008 年为代表的持续下跌行情中，“超预期”股票与“低于预期”公司预告之后超额收益统计上均不显著，但“超预期”公司平均而言略高于“低于预期”公司；而在 2010 年、2011 年为代表的震荡行情中，“超预期”以及“低于预期”股价均有显著的溢价效应，前者超额收益高于后者，2010 年、2011 年预增公告“超预期”公司分别达到 6.45% 和 2.07%。

因此，建议在持续上涨行情中，建议关注“低于预期”的“预增公告”，而在持续下跌或者盘整行情中，关注“超预期”的“预增公告”。

2.6 “实际增幅”超“预告增幅”程度对“溢价效应”的影响研究

投资者可能会关心：“该溢价是否与预告中提及数据的真实性与准确性有关？”我们将实际一季度财务报告中公布的“净利润增长率”同之前预告中的“预计净利润增长率”进行比较，将实际增幅高于预告增幅上限视为“保守预告”，实际增幅低于预告增幅下限视为“夸大预告”，结果见图表 10，可见，预告溢价只存在于“保守预告”中，“夸大预告”的溢价效应并不显著，该结论在 2007-2011 年均成立（见图表 11），其中，2008 年持续下跌行情中，不具有显著的差异性，但均值仍然是“保守预告”略高于“夸大预告”公司。

图表 10: 不同“实际增幅”超“预告增幅”程度股票的“预告溢价效应”



资料来源: 华泰证券

图表 11: 2007年-2011年不同“实际增幅”超“预告增幅”程度股票的“预告溢价效应”

	2007年一季度		2008年一季度		2009年一季度		2010年一季度		2011年一季度	
	保守	夸大	保守	夸大	保守	夸大	保守	夸大	保守	夸大
当日	2.26**	3.33	2.01**	2.51	3.36**	0.47	1.03**	1.89	1.32**	1.75
至财报公告日	3.77**	12.21	0.43	-2.88	5.43**	5.94	4.59**	1.96	3.05**	-1.98

资料来源: 公司公告, wind 资讯, 华泰证券研究所

因此我们建议投资者在进行“预告溢价”投资时, 尤其是市场持续上涨与盘整行情中, 进行预告“质量”的判断, 投资于“保守预告”的预增公告, 以获得更高的超额收益。

2.7 筛选条件回溯检验

综上所述, 我们可以得到结论如下:

(1) 持续上涨行情中, 尽管高增幅、超预期的业绩预告对于市场来说是利好, 可是由于存在显著的提前预期和炒作, 在预告前股价已有所体现, 因此, 低增幅、低预期的“预增公告”在之后反而具有显著的“溢价”效应, 投资者应该重点捕捉此类公司, 而就规模因素而言, 与市场风格有关, 若上涨主力主要来自于大盘股 (如 2007 年), 则小盘股的预告溢价更为显著, 反之亦然 (如 2009 年)。若要进一步缩小筛选范围, 投资者应该考虑预告的“质量”问题, 选择预计偏“保守”的预告, 持有至财报公告日时收益会更显著。

(2) 持续下跌行情中 (如 2008 年), “溢价效应”整体并不显著, 按照各类标准分类后也没有显著改善, 但从平均“超额收益”来看, 高增幅且高于之前市场预期的业绩预增公告仍然有一定的投资机会, 投资者可以结合其他基本面信息进行投资标的的筛选。

(3) 震荡、盘整行情中 (如 2010-2011 年), “预增公告溢价效应”按照规模、增速、以及预告超市场之前预期幅度等因素分类, 并没有明显差异, “溢价”均较为显著, 只是小盘股、高增速、超预期更能引起资金的关注, 超额收益略高。但是就具体预告“质量”细分, 预告偏“保守”的股票在 1% 的显著性水平下具有显著的超额收益, 偏“夸大”的预告并没有显著的超额收益。

基于上述判断, 我们重新建立筛选标准 (图表 12), 进行回溯检验, 检验结果见图表 13 中。

图表 12: 不同行情下预增公告“溢价效应”投资的股票筛选标准

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
规模	小盘股	-	大盘股	小盘股	小盘股

平均增幅	低增幅	高增幅	低增幅	高增幅	高增幅
超预期	低于预期	高于预期	低于预期	高于预期	高于预期
预告质量	保守	-	保守	保守	保守

资料来源：公司公告，wind 资讯，华泰证券研究所

图表 13: 2007 年-2011 年筛选标准回溯检验结果

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
当日	2.31**	4.28**	3.56**	1.02**	1.72**
至财报公告日	7.94**	2.50	6.77**	4.87**	4.07**

资料来源：华泰证券

我们可以看到，在 2007 年-2011 年样本进一步筛选之后，各期组合普遍取得了较高的超额收益，尤其是 2007、2009、2010、2011 年一季度业绩预告公布后，股票组合的超额收益分别达到了 7.94%、6.77%、4.87% 以及 4.07%。

三、结论及投资建议

1、公司预增公告的发布对股价具有“溢价效应”，尤其是一季度预告后，若持有至财报公告日，2007 年-2011 年投资者平均可获得 3.27% 的超额收益。

2、建议投资者在不同市场行情下投资于不同特征的股票，以获得更高的预增“溢价”。（1）在持续上涨行情中，建议优选低增幅、低预期、预告偏保守的公司；若大盘股走势较强，则小盘股的预告溢价更为显著，反之亦然；（2）持续下跌行情中，建议优选高增幅、且“超预期”的公司。（3）震荡、盘整行情中，建议优选小盘股、高增速、超预期、预告偏“保守”的公司。

3、由于我们检验的是“超额收益”的“统计”结果，因此建议（1）进行组合投资，建议投资者将仓位分散于 5-10 只不同股票，以分散个别风险。（2）借助 ETF 融券操作进行市场风险对冲获取超额收益，建议将 180ETF 与深 100ETF 进行 2:1 配比成为一个市场组合，与投资标的反向建仓，同时平仓。（3）上涨行情中，单边做多符合筛选标准的股票组合，最大化投资收益。

免责声明：

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、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。