

金融工程

署名人：徐鹏

S0960209060281

010-63222907

xupeng@cjis.cn

参与人：沙川

S0960111110129

010-63222937

shachuan@cjis.cn

相关报告

事件效应系列之

年报业绩预告效应分析及策略

摘要

- 本报告对2005年至2010年上市公司发布的年报业绩预告的数据进行了统计分析,得到如下结论。
 1. 业绩预告具有积极事件效应,存在累计平均超额收益,当然这也和利好的预告多于利空的预告有关。
 2. 股价对业绩预告存在提前反应,大概在公告前两天。
 3. 预告日前两天和后四天,预告类型对超额收益的差异有显著影响,利好的消息带来正超预期收益,利空带来负的,而四天之后差异逐渐消失。
 4. 利空的预告类型消息引起的反应比利好的预告更加强烈,负的超预期收益大于正的。
 5. 预告业绩为略增类型的股票有显著、稳定和持久的事件效应,这也归因于其绝大部分为中小板和创业板股票。
- 我们在分析基础上构建了三个策略:
 1. 略增策略,主要投资对象为中小板和创业板股票风险较大,收益较高。历史开仓 657 次,个股平均累计绝对收益 8.21%,相对沪深 300 指数收益 8.63%。今年截至 2 月 3 日,满足开仓 425 家,完成策略的股票平均绝对收益 6.91%,相对收益 5.67%。
 2. 预增(扭亏)策略,主要投资对象为主板股票,风险较小,收益较低。历史开仓 1841 次(582 次),绝对收益 4.61%(8.09%),相对收益 3.96%(5.21%)。今年完成策略 179(20)次,绝对收益 4.69%(4.77%),相对收益 4.01%(7.39%)。今年完成策略的股票绝对收益 1.58%(3.92%),相对收益 1.21%(7.18%)。
- 由于采用截面数据,没有计算夏普比率和最大回撤,但以年为单位,相对收益较稳定。总体上降低了系统风险,但没有完全消除。
- 风险提示:尽管分析结果来源于历史大量样本数据,但不排除未来出现极端情况的可能。

目录

目录.....	2
图目录.....	2
表目录.....	2
1、分析逻辑和主要结论.....	3
2、年报业绩预告事件的简单统计.....	3
3、业绩预告效应的统计分析.....	5
4、策略的构建.....	9
5、补充说明与后续跟踪.....	11
6、附录.....	12

图目录

图 1 业绩预告数量分类统计.....	4
图 2 业绩预告申万一级行业分类数量.....	4
图 3 预告日前 11 个交易日累计平均超额收益 (%).....	5
图 4 预告日后 90 个交易日累计平均超额收益 (%).....	6
图 5 业绩预告事件分析流程.....	7
图 6 市场模型 T 检验和符号秩检验结果.....	7
图 7 市场调整模型相对收益平均值 T 检验.....	7
图 8 市场模型超预期收益平均值.....	8
图 9 预告日后第一个交易日开盘平均涨跌幅 (%).....	8
图 10 事件日累计异常收益年份统计 (%).....	9
图 11 各策略历史累计平均收益 (万元).....	10

表目录

表 1 略增和预增策略胜率.....	10
表 2 预增和扭亏策略历史收益.....	11
表 3 总体每日超预期收益 t 检验和符号秩检验.....	12
表 4 各预告类型每日超预期收益 t 检验 p 值.....	13
表 5 各预告类型每日平均超预期收益 (%).....	14
表 6 各预告类型预告日后 20 天收益情况.....	15

1、分析逻辑和主要结论

本报告对 2005 年至 2010 年上市公司发布的年报业绩预告的数据进行了统计分析：首先把业绩预告作为一个整体事件分析了其效应；然后把数据按照因素分类（如预告类型，预告发布月份，所属行业等），检验了单一因素和交互作用对事件效应的影响；最后把数据按照预告类型分类研究。得到了如下结论：

- 业绩预告作为一个事件是具有积极的事件效应的，存在累计平均超额收益，当然这也和利好的预告多于利空的预告有关。
- 股价对业绩预告存在提前反应，大概在公告前两天。
- 预告日前两天和后四天，预告类型对超额收益的差异有显著影响，利好的消息带来正超预期收益，利空的带来负的，而四天之后差异逐渐消失。
- 利空的预告类型消息引起的反应比利好的预告更加强烈，负的超预期收益大于正的。
- 预告业绩为略增类型的股票有显著、稳定和持久的事件效应，这也归因于其绝大部分为中小板和创业板股票。

基于统计分析结果、现实因素和风险的考虑，构建了两个策略：略增策略和预增（扭亏）策略。用 2005 年至 2010 年，以及今年已有的数据回测，收益情况如下：

- 略增策略主要投资对象为中小板和创业板股票风险较大，收益较高。历史开仓 657 次，个股平均累计绝对收益 8.21%，相对沪深 300 指数收益 8.63%。今年截至 2 月 3 日，开仓 425 次，绝对收益 6.91%，相对收益 5.67%。
- 预增（扭亏）策略主要投资对象为主板股票，风险较小，收益较低。历史开仓 1841（582）次，绝对收益 4.61%（8.09%），相对收益 3.96%（5.21%）。今年完成策略 179（20）次，绝对收益 4.69%（4.77%），相对收益 4.01%（7.39%）。
- 由于采用截面数据，没有计算夏普比率和最大回撤，但以年为单位，相对收益较稳定。

2、年报业绩预告事件的简单统计

业绩预告是上市公司在交易所发布的，对定期财务报告（如年报、中报和季报）以预告的形式进行披露的报告，预告的内容包括对本期财务状况的预测，同比的变动情况，有的还会说明变动原因。

业绩预告最初是监管部门对于“可能三年连续亏损或当年出现重大亏损的上市公司”提出的（1998 年《关于做好上市公司 1998 年度报告有关问题的通知》），要求在年报公布前出示预亏公告，目的是帮助投资者做出理性决策，避免股票价格大幅波动。之后范围逐渐扩大，2000 年业绩预告的范围扩大到可能发生亏损的上市公司。2001 年预告范围从亏损扩大到“可能发生亏损或者盈利水平较上年出现大幅变动”。2002 年范围从年报扩大到中报及三季报。2004 年，业绩预告制度引入中小板中，并带有强制性。2005 年交易所要求，对业绩预告与实际差异较大的上市公司应出具业绩预告修正公告。至此，业绩预告制度基本完善，并沿用至今。

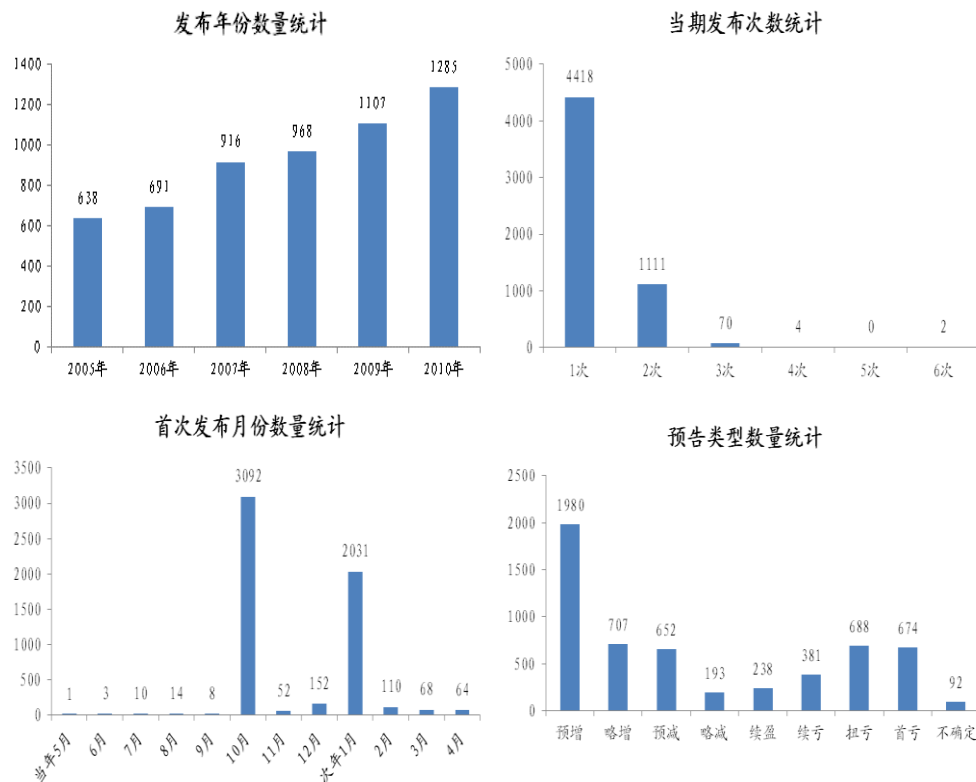
由于发布年报业绩预告的上市公司较中报和季报多，信息也更重要，故本报告只对年报业绩预告的效应进行研究，后文的业绩预告也都仅指年报业绩预告，而后文说的天也仅指个股交易日，指数也都是选取沪深 300 作为市场指数。

从发布方式来看，业绩预告一般是发布在年报、三季报中，还有在股票交易异常波动公告和澄清公告中也会包含对业绩的预告。作为公告，发布的时间基本都是交易日开盘之前或者非交易日。

从 2005 年至 2010 年的数据来看，共有 1828 家上市公司发布了 5605 次业绩预告，其中属于主板的有 4117 家次，属于创业板和中小板的有 1488 家次。其他的分类统计如图 1 和图 2。需要说明的是，预告类

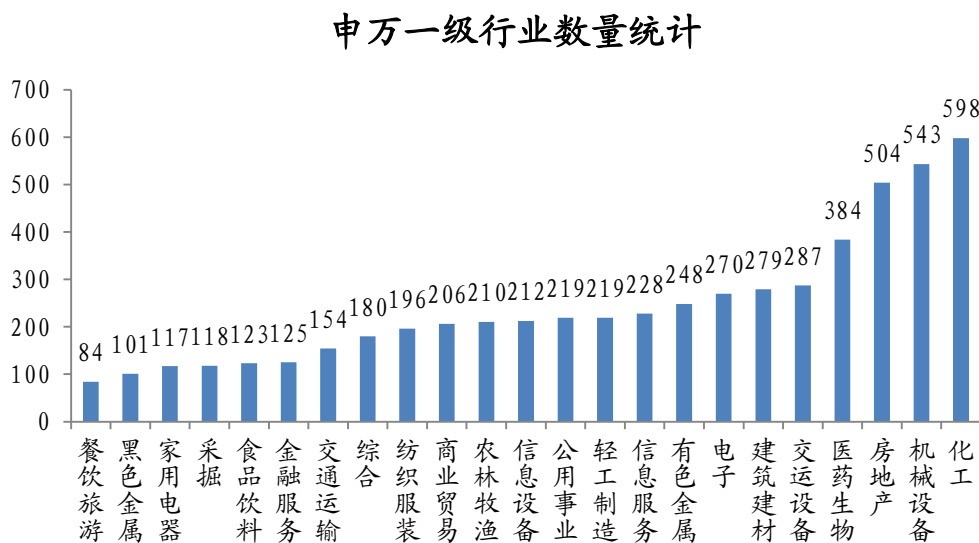
型是 WIND 数据终端根据业绩预告中，预测业绩同比变动情况进行的分类。其中，首亏，续亏，扭亏，不确定都按照字面意思可以理解，而其他几个都是在上年同期盈利基础上，根据当期盈利变动大小划分的，预增是增幅>50%或预告中明确表示业绩有“大幅增长”字眼，预减是降幅>50%或“大幅下降”，略增是增幅<50%或“较大幅度增长”、“一定幅度增长”等，略减是降幅<50%或“较大幅度下降”、“一定幅度下降”等，续盈是当期盈利，但幅度不定。

图 1 业绩预告数量分类统计



资料来源：WIND, 中投证券研究所

图 2 业绩预告申万一级行业分类数量



资料来源：WIND, 中投证券研究所

通过对于图 1 和图 2 的观察可以发现如下特征:

1. 预告发布数量逐年增加,虽然和上市公司数量增加有关,但也反应出业绩预告制度被更多的上市公司采用。
2. 大多数公司对于当期年报只发布 1 次业绩预告,占比 79%,少数公司会发布 2 次以上预告,占比 1.4%。
3. 预告的发布主要集中在当年 10 月和次年 1 月。10 月较多是由于三季报是在 10 月中下旬发布,而多数公司(尤其中小板和创业板公司)会在三季报中对全年业绩做出预测。1 月较多是由于会计年度结束,不确定性消失,公司可以根据已有数据汇总,给出预告。
4. 从行业来看,所有行业都有公司发布预告,并没有行业区别对待。
5. 从预告类型来看,发布报告的公司超过 1/3 是业绩预增,说明公司对于好消息披露的积极性更高。

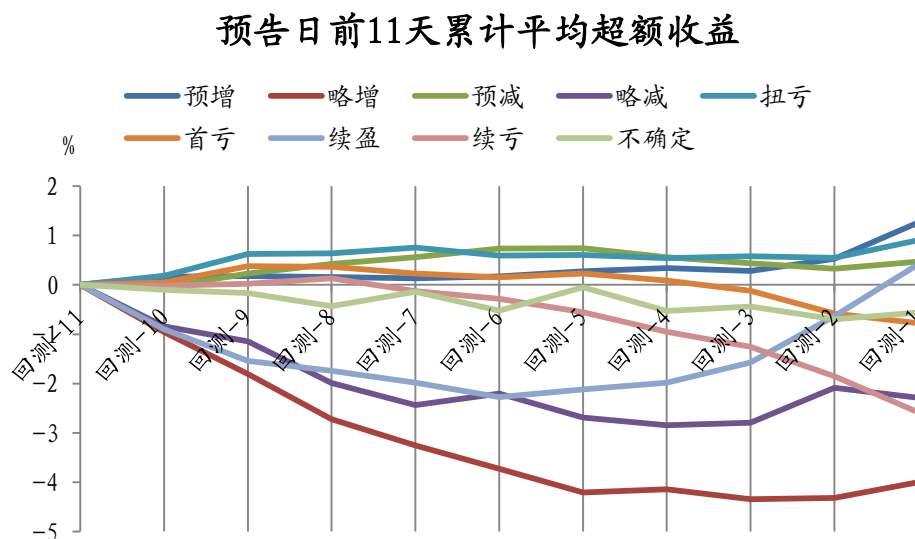
3、业绩预告效应的统计分析

虽然发布的预告存在修正的可能,但本报告只考虑各公司对各年度报告发布的首次预告,将其作为独立样本,进一步从统计角度挖掘业绩预告的效应。为了尽量减少在预告日前后,由于其他事件造成的股价波动对预告事件的干扰,我们先对之前的 5605 个数据进行初步筛选,剔除符合以下条件之一的股票:

1. 公告日前市场 13 个交易日内个股交易日不足 10 个。这个条件是考虑到样本中存在新股的可能,以及个股短期内的多次停牌和 3 天以上的停牌可能是有其他事件发生,而且多次停牌对于相对收益的计算也有影响。
2. 公告日之后第一个交易日开始该股连续停牌了 3 天以上。这个理由同 1。

筛选之后的有效数据有 5122 个。我们分别以预告日前第 10 个和预告日后第 1 个交易日为基准日,以沪深 300 为市场指数,计算这些股票的累积平均超额收益和预告日当天集合竞价的涨跌幅。结果见下面图 3 和图 4。

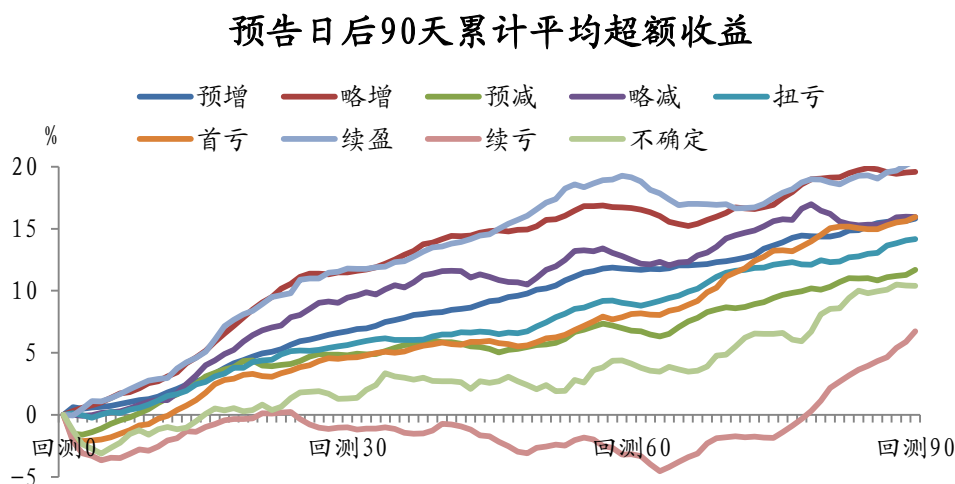
图 3 预告日前 11 个交易日累计平均超额收益 (%)



资料来源:中投证券研究所整理

注:指数选取沪深 300

图 4 预告日后 90 个交易日累计平均超额收益 (%)



资料来源：中投证券研究所整理

注：指数选取沪深 300

这里需要说明的是，预告一般是独立的作为公告发布或者附于其他公告（如季报等）发布的，所以发布时间为交易日开市之前或者非交易日。因此图中的回测-1 代表预告的发布前的最后一个交易日，回测 1 代表预告发布后的第一个交易日（可能是预告当天，也可能是预告日下一个交易日），两者中间没有交易日，图中回测 0 仅代表基准日。

由图 3 和 4 我们直观地判断业绩预告事件对于股价存在一定影响，这种影响会从预告日前 3 天开始，在预告后第一个交易日的集合竞价中表现明显，并且不同预告类型的股票在预告前的超额收益不一致，这在图 4 中也表现得很清楚。属于利好消息的预增、略增和扭亏都有正收益；属于利空消息的预减、续亏和首亏都有负收益。因此我们的研究就从预告前 3 天，即回测-3 开始。而累计超额收益在预告 30 天后开始走缓，事件效应减弱。

首先决定估计窗和事件窗（即非事件日和事件日）的范围。依据之前的直观判断，我们选取个股公告日前 3 天至公告后 30 天作为事件窗；而由于估计窗应尽量长，且不能覆盖事件窗内样本，我们选取个股公告前第 83 个交易日至前第 4 个交易日作为估计窗，并删除 5 月到 9 月预告的少量样本。再剔除发布预告前市场 90 个交易日内个股交易日不足 83 天的。剩余 4438 个有效样本。

然后由估计窗内数据估计每个股票的 α 和 β 系数。由市场模型，股票收益率与市场收益率有如下线性关系：

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

其中 $R_{i,t}$ 表示股票 i 在 t 日的收益率， $R_{m,t}$ 表示市场在 t 日的收益率， α_i 和 β_i 表示股票 i 在估计窗内的 α 和 β 系数， $\varepsilon_{i,t}$ 是噪声项，且 $E(\varepsilon_{i,t}) = 0$ 。当 $\alpha_i = 0$ ， $\beta_i = 1$ 时， $\varepsilon_{i,t}$ 就是通常所说的相对收益，也即市场调整模型。我们由个股在估计窗内的数据，采用最小二乘估计得到无业绩预告事件发生时 α_i 和 β_i 的估计值 $\hat{\alpha}_i$ 和 $\hat{\beta}_i$ 。

然后计算出个股在事件窗内的超预期收益，即异常收益：

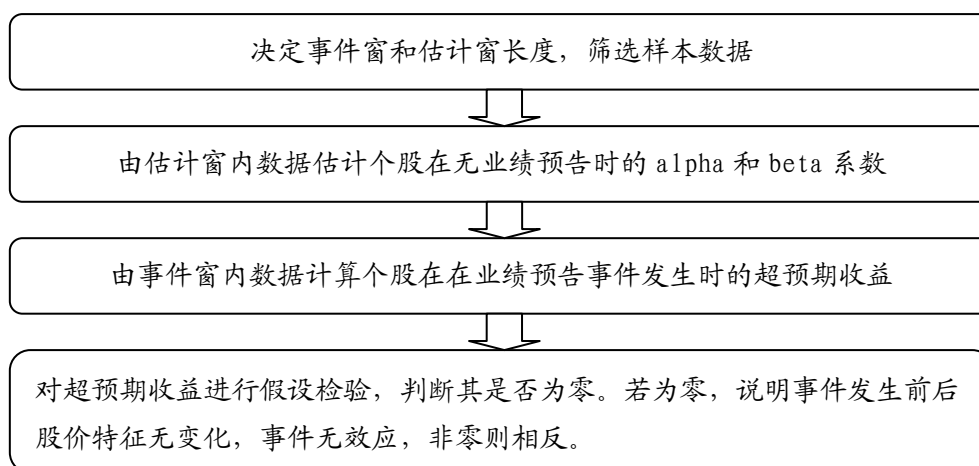
$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m,t}$$

其中等式右侧最后两项就可以视为若无事件发生个股的预期收益。如果业绩预告事件无影响，则超预期收益的期望应为零，即 $E(AR_{i,t}) = 0$ （上式是对 i 求期望）；当其大于零时，说明存在积极的事件效应；小于零时，存在不利的事件效应。

最后，我们对每天事件对象全体的超预期收益的平均数（也就是截面的期望）是否为零进行假设检验，零假设即为

$$H_0: \overline{AR}_{i,t} = 0$$

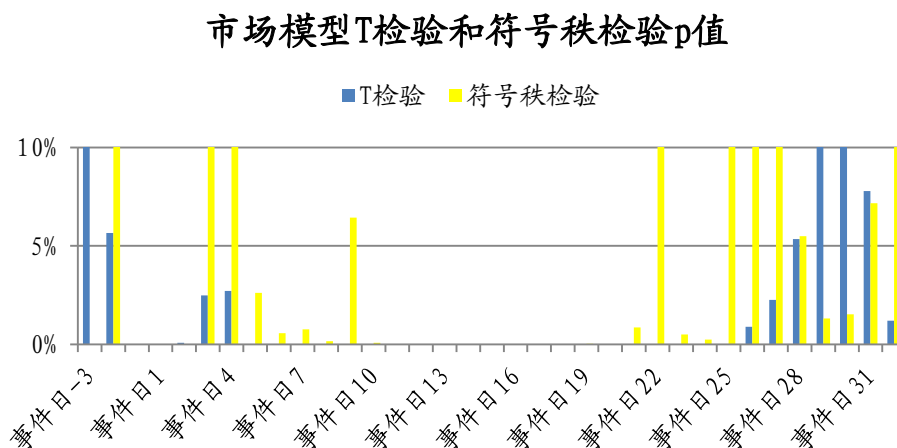
图 5 业绩预告事件分析流程



资料来源：中投证券研究所整理

本报告采用了统计中的 T 检验和符号秩检验，具体结果详见附录中表 3。

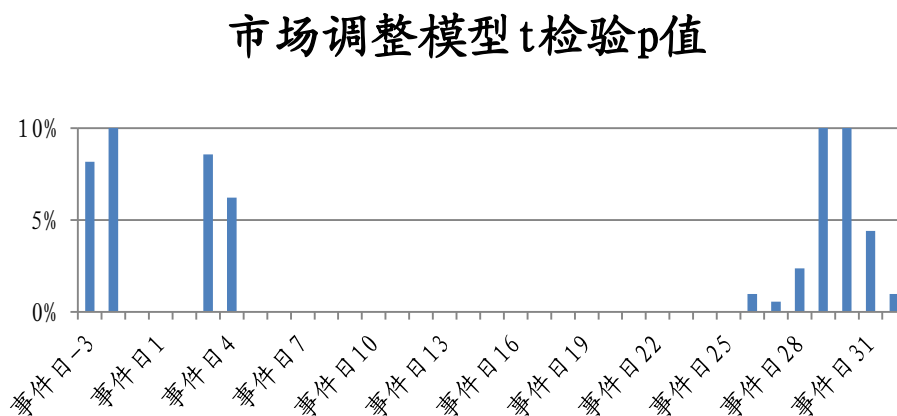
图 6 市场模型 T 检验和符号秩检验结果



资料来源：中投证券研究所整理

为了减少检验出错的可能，我们再对市场调整模型每天的相对收益均值是否为零进行 T 检验。

图 7 市场调整模型相对收益平均值 T 检验

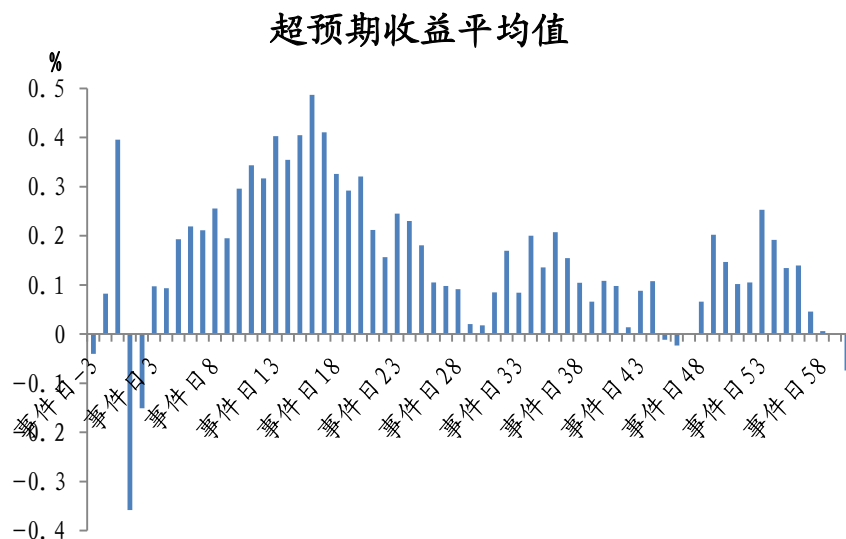


资料来源：中投证券研究所整理

结果同市场模型基本一致。可以看到在 5% 的置信度下，在预告日前两天，将要做出预告的股票作为整

体已经表现出超预期收益，说明了股价对业绩预告事件存在提前反应。而直到预告日后第 25 天，超预期收益依然存在，而且除少数几天之外，都表现为正超预期收益（下图），再结合之前的图 4，说明业绩预告作为一个事件，对股价是存在积极影响的。

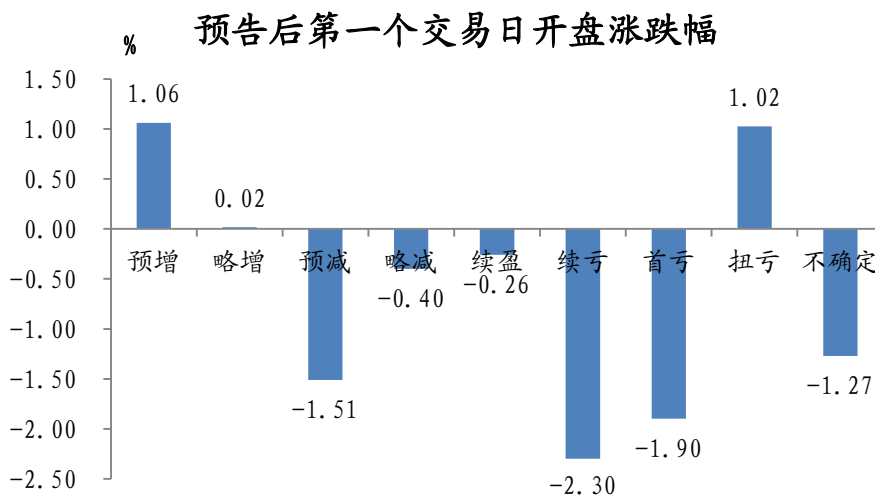
图 8 市场模型超预期收益平均值



资料来源：中投证券研究所整理

整体考虑之后，下面对预告类型这个因素进行分析。我们选择 ANOVA 单因素方差分析，ANOVA 检验是用来检验某一因素的不同水平是否会造成结果的不同。从统计检验的结果来看，预告前两天到预告后四天，预告类型对超预期收益的影响是显著的，这种区别在预告后首个交易日的集合竞价阶段表现得最明显，见下图。而预告四天之后，这种影响逐渐消失。这点从前面的图 4 和图 5 可以直观看到。

图 9 预告日后第一个交易日开盘平均涨跌幅 (%)



资料来源：中投证券研究所整理

既然业绩预告类型的不同对收益是有影响的，所以我们对每种预告类型分别进行如之前的 T 检验，结果见附录中表 4, 表 5。可以看到，预增、预减和续亏几个明显的利好和利空，其效应在消息发布之前就反应到了股价中，原因可能是投资者对于业绩的预期，也可能是消息外露，其收益的变动也和我们的理解一致，预增类型会产生正的超预期收益，预减和续亏类型产生负的。不过预增的收益在 3 天的增加之后出现了短暂的微幅回调，而续亏的效应持续了 7 天的负超预期收益，说明利空消息引起的反应更加强烈和持久。而续亏、首亏、预减和不确定等利空消息在 4 至 6 天的负超预期收益后都出现了反转效应，出现并持续了

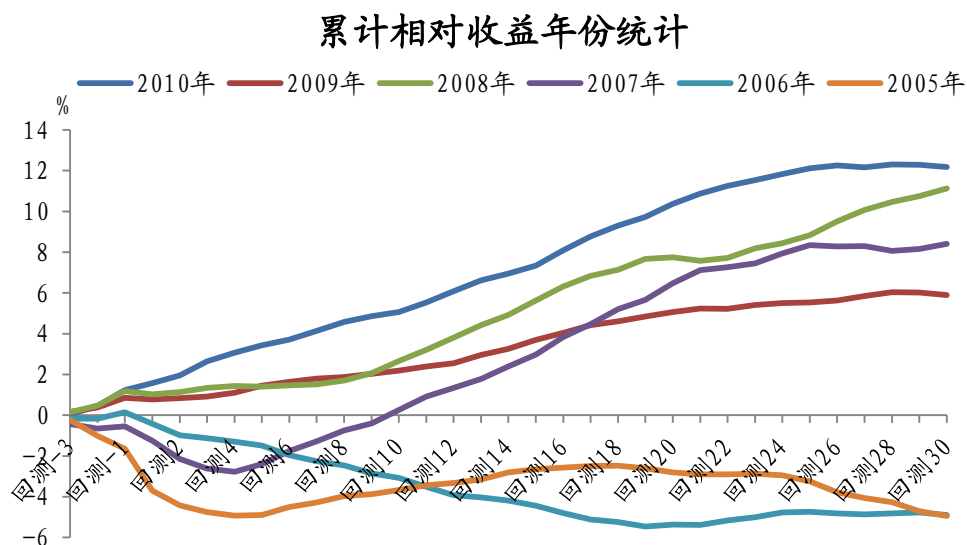
一段时间的正超额收益。

在预告日之后，只有略增类型表现出了稳定和长时间的超预期收益。而略减、续盈、预增、首亏等类型事件效应显著性不强。业绩不确定的在预告日两天之后效应不再显著，当然这也和不确定的样本数目较少有关。

对于其他因素也做类似的检验，得到的统计结果简述如下：

1. 月份因素对异常收益的影响较短，只存在于预告前3天至预告后1天。
2. 所属板块（主板/非主板）的不同，在预告日前一个交易日至预告日后20个交易日会对超预期收益产生影响。主板样本在20个交易日内累计平均超预期收益2.72%，而非主板达到10.55%，明显好于主板，说明业绩预告对非主板股票影响更大，这也与我们通常的看法一致。而预告类型为略增的股票大部分属于中小板和创业板，近几年的比率更接近和超过90%。由于近年来中小板走势强劲，所以也就可以理解为什么略增类型的股票超预期收益比较稳定和持久了。
3. 申万行业的不同没有造成异常收益的不同。
4. 是否是沪深300成分股对收益没有影响。
5. 年份因素对异常收益有所影响。由图7可以看到，整体累积平均超预期收益在05、06年为负，07年以后稳定为正。这可能和发布预告的公司的范围变化有关，早期发布预告的公司多为业绩利空的，而近年来，越来越多的拥有业绩利好消息的企业进行了业绩预告，所以整体收益由负转正。而业绩类型的比例关系也验证了这种想法，检验中07年以来预增、略增、扭亏类型占样本的62.3%，而05和06年仅48%。由表6也可以看出，在不同年份市场走势不同，收益也不同。
6. 以上因素的交互作用并不显著。

图10 事件日累计异常收益年份统计（%）



资料来源：中投证券研究所整理

注：指数选取沪深300

4、策略的构建

之前的分析是基于数理统计得到的，而且比较的只是股票整体在事件窗内和估计窗内收益的不同。现实中我们更关注的是事件所带来的绝对收益和相对收益，因此我们在统计分析的基础上，再对现实数据构建策略，加入一些现实中的限制条件。首先，由于现实中我们很难提前获得业绩预告的信息，所以我们的策略只能在预告发布之后进行选股和持股，而图4中集合竞价的收益也难以获得，故选择在开市后开始建

仓。其次，之前的统计都是基于平均超额收益的，所以我们的策略也将对股票组合建立等权重头寸。又要考虑到每年的标的数量不能过多，及期指对冲的持仓时间长度不宜过长，所以我们选择具有稳定超额收益的预告类型的股票，持仓 20 天。再结合之前的筛选条件：

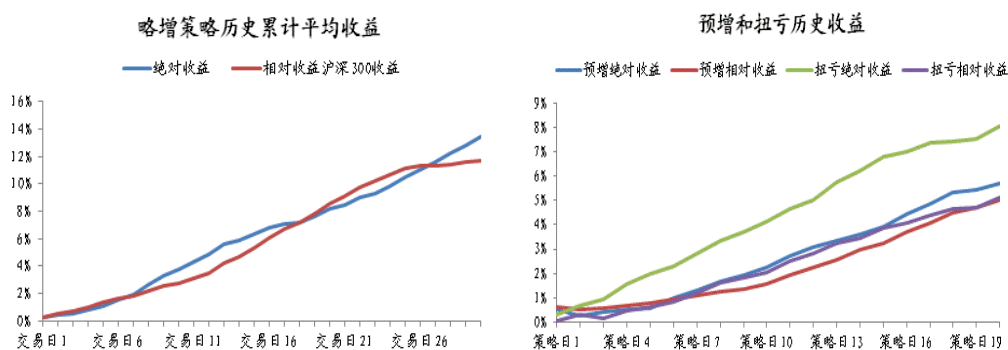
1. 10 月以后首次对当年年报做出预告。
2. 发出预告前 13 个市场交易日内，该股交易日不少于 10 个。
3. 发出预告后第一个交易日起没有停牌达到 3 天以上。

我们给出三个策略：一、对满足上面 3 个条件的略增类型股票，在预告发布后第一个交易日等权重建仓，并持有该股 20 个交易日后平仓。如果出现停牌的情况，则等到复牌后持有至第 20 个交易日。二、对预增类型股票，在预告后第一个交易日建仓，比例和持仓时间同略增策略。三、对扭亏类型股票，在预告后第四个交易日等权重建仓，持有 20 个交易日。

采用略增类型策略主要是投资于中小板和创业板股票，投资时间主要在每年 10 月，具有收益高风险大的特点。对于这个策略，我们回测 2005 至 2010 年的数据，05 至 10 年共对 657 只股票建仓，平均每只股票累计绝对收益 8.21%，胜率 71.99%，相对收益 8.63%，胜率 75.04%。

预增（或扭亏）类型股票的策略主要出于降低风险的考虑。在前面的分析中，这两类股票在显著性和超预期收益方面都不如略增类型的股票。但这两类股票主要集中在主板，股价波动相对较小，预告发布时间分散在 10 月和 1 月，这相对在 10 月完成建仓降低了系统性风险，可以更好的获得相对收益。2005 至 2010 年共有 1841 只股票符合预增的开仓条件，绝对收益 4.61%，胜率 58.94%，相对收益 3.96%，胜率 60.29%。扭亏类型策略历史开仓 582 次，绝对收益 8.09%，胜率 69.24%，相对收益 5.21%，胜率 63.75%。

图 11 各策略历史累计平均收益(万元)



资料来源：中投证券研究所整理

注：指数选取沪深 300

截至 2012 年 2 月 3 日，共有 1534 家上市公司发布 2011 年年报业绩预告，其中 457 家略增，404 家预增，70 家扭亏。其中，有 425 只股票满足略增策略，其中 291 只完成策略平仓，134 只未平仓。已平仓股票平均绝对收益 6.91%，胜率 80.4%，相对收益 5.67%，胜率 76.29%；有 224 只股票满足预增策略开仓条件，其中完成策略平仓的有 69 只，未平仓的有 156 只，已平仓股票平均绝对收益 1.58%，胜率 55.9%，相对收益 1.21%，胜率 47.1%；有 48 只股票满足扭亏策略，完成策略的有 12 只，36 只未平仓，已平仓股票平均绝对收益 3.92%，胜率 66.7%，相对收益 7.18%，胜率 91.7%。

表 1 略增和预增策略胜率

	略增			预增		
	股票数	绝对收益胜率	相对收益胜率	股票数	绝对收益胜率	相对收益胜率
2005 年	42	54.76%	47.62%	104	46.15%	37.5%
2006 年	42	28.57%	9.52%	229	56.33%	37.12%
2007 年	86	34.88%	69.77%	466	29.61%	57.08%

2008 年	106	97.17%	87.74%	223	89.69%	70.4%
2009 年	124	87.9%	74.19%	341	69.79%	72.73%
2010 年	257	76.26%	87.16%	478	69.46%	65.9%

资料来源：中投证券研究所

注：指数选取沪深 300

由于是采用截面数据计算的平均每日收益，所以我们并未计算夏普比率和最大回撤。结合表 1、表 2 和附录中的表 6，我们对风险进行一个大概的描述。可以看出以年为单位统计，扭亏策略相对收益较绝对收益稳定。而由最近几年看，个股平均相对收益基本在 8% 左右，波动不大。但出现单边行情时，收益情况会有所不同（见附录表 6），风险有放大可能。总体还来说是降低了系统风险，但并没有完全消除。

表 2 预增和扭亏策略历史收益

	预增			扭亏		
	股票数	平均绝对收益	平均相对收益	股票数	平均绝对收益	平均相对收益
2005 年	104	1.58%	-0.02%	62	0.63%	-0.82%
2006 年	229	5.26%	-4.01%	105	8.40%	-2.97%
2007 年	466	-5.75%	2.81%	82	0.02 %	9.51%
2008 年	223	17.46%	7.22%	56	16.42%	7.83%
2009 年	341	6.36%	5.53%	152	10.51%	7.93%
2010 年	478	7.81%	7.11%	125	10.16%	7.76%

资料来源：中投证券研究所

注：相对收益指数选取沪深 300

5、补充说明与后续跟踪

略增策略的高收益高风险和预增（扭亏）策略的低收益低风险适合不同风险偏好的投资者，也可以进行组合配置。如果觉得标的股票过多，可以选择其中的沪深 300 成分股进行操作，这样 2005 至 2010 年的标的股票可以减少至 400 只。

策略的数据可能存在一些细小误差，如也许存在某些股票在预告后第一个交易日开盘即涨停，从而可能无法建仓；没有考虑手续费率和冲击成本；等头寸建仓的操作性，某些股票至今仍未到平仓时间等。

对于这个策略，风险也是存在的，比如获取绝对收益时的系统性风险，获取相对收益时头寸和保证金方面的风险，极端行情下产生的低收益情况（如附录表 6 中 06 年的收益情况）。

由于关于业绩预告和定期报告的信息还有很多，本文并未都加以分析，留待之后研究。比如中报和季报的业绩预告，预告的修正效应，业绩预告与一致预期偏差效应，预告和定期报告业绩的差异，即变脸效应等。

6、附录

表 3 总体每日超预期收益 t 检验和符号秩检验

	平均异常收益 (%)	t 检验		符号秩检验	
		统计量	P 值	统计量	P 值
事件日-3	-0.0402	-0.9389	0.3478	-337286	<.0001
事件日-2	0.0824	1.9068	0.0566	-44814.5	0.5995
事件日-1	0.3952	8.5252	<.0001	590642.5	<.0001
事件日 1	-0.3582	-6.8304	<.0001	-642681	<.0001
事件日 2	-0.1508	-3.3867	0.0007	-497316	<.0001
事件日 3	0.0971	2.2448	0.0248	55764.5	0.5135
事件日 4	0.0934	2.2104	0.0271	-35635.5	0.6763
事件日 5	0.1929	4.6601	<.0001	189744.5	0.0262
事件日 6	0.2192	5.3161	<.0001	235789.5	0.0057
事件日 7	0.2108	5.3268	<.0001	227642.5	0.0076
事件日 8	0.2551	6.3680	<.0001	270910.5	0.0015
事件日 9	0.1948	4.8466	<.0001	157838.5	0.0644
事件日 10	0.2958	7.3669	<.0001	290281.5	0.0007
事件日 11	0.3435	8.7247	<.0001	511172.5	<.0001
事件日 12	0.3166	7.9712	<.0001	415042.5	<.0001
事件日 13	0.4024	9.6878	<.0001	523865.5	<.0001
事件日 14	0.3542	7.8525	<.0001	402189.5	<.0001
事件日 15	0.4048	9.6331	<.0001	576363.5	<.0001
事件日 16	0.4867	11.8730	<.0001	774814.5	<.0001
事件日 17	0.4106	9.9000	<.0001	519064.5	<.0001
事件日 18	0.3256	7.6801	<.0001	360171.5	<.0001
事件日 19	0.2921	6.9639	<.0001	316263.5	0.0002
事件日 20	0.3208	7.5060	<.0001	345186.5	<.0001
事件日 21	0.2119	4.9864	<.0001	224608.5	0.0085
事件日 22	0.1563	3.7890	0.0002	87878.5	0.3031
事件日 23	0.2448	5.9227	<.0001	239417.5	0.0050
事件日 24	0.2300	5.7069	<.0001	258952.5	0.0024
事件日 25	0.1803	4.5062	<.0001	131529.5	0.1232
事件日 26	0.1051	2.6145	0.0090	-50535.5	0.5538
事件日 27	0.0976	2.2820	0.0225	-118857	0.1637
事件日 28	0.0913	1.9319	0.0534	-163769	0.0550
事件日 29	0.0203	0.5011	0.6163	-211564	0.0131
事件日 30	0.0177	0.4469	0.6549	-206940	0.0153

资料来源：中投证券研究所

表 4 各预告类型每日超预期收益 t 检验 p 值

	预增	略增	预减	略减	扭亏	首亏	续盈	续亏	不确定
事件日 -2	0.3026	0.6763	<.0001	0.0648	0.3737	0.2643	0.0648	0.1491	0.7562
事件日 -1	0.0004	0.1188	<.0001	0.0004	0.8588	0.0001	<.0001	0.0012	0.1792
事件日 0	<.0001	0.0002	<.0001	0.3444	0.0022	0.5105	<.0001	0.0005	0.4514
事件日 1	<.0001	0.0026	<.0001	0.2375	0.4953	<.0001	0.4920	<.0001	0.0119
事件日 2	0.0026	0.0007	<.0001	0.3234	0.0346	0.2371	0.0365	<.0001	0.0142
事件日 3	0.7836	<.0001	<.0001	0.5087	0.0579	0.4101	0.0099	0.3386	0.5736
事件日 4	0.5502	<.0001	0.0014	0.0479	0.1046	0.6112	0.8367	0.0037	0.8986
事件日 5	0.5959	0.0005	0.0738	0.6644	0.1912	0.0130	0.2517	0.5196	0.3067
事件日 6	0.0459	<.0001	0.1955	0.2721	0.4871	0.0036	0.0319	0.5267	0.1351
事件日 7	0.1150	0.0309	<.0001	0.0383	0.0443	0.0717	0.0339	0.1942	0.0150
事件日 8	0.0571	0.0003	<.0001	0.0398	0.3161	0.0004	0.0018	0.1024	0.3049
事件日 9	0.3809	<.0001	<.0001	0.1673	0.1174	0.0756	0.0945	0.6060	0.9799
事件日 10	0.0214	0.0007	<.0001	0.1031	0.0318	<.0001	0.5883	0.0913	0.1429
事件日 11	0.0003	<.0001	<.0001	0.1767	0.0004	0.0004	0.2008	0.0054	0.1864
事件日 12	0.0021	<.0001	<.0001	0.0102	0.0527	0.0006	<.0001	0.0512	0.7456
事件日 13	<.0001	<.0001	<.0001	0.0038	0.1860	0.0006	0.0051	0.0031	0.5176
事件日 14	0.0002	0.0030	<.0001	0.0039	<.0001	0.0012	0.2916	0.4265	0.1641
事件日 15	<.0001	<.0001	<.0001	0.0005	0.0161	<.0001	0.0113	0.0592	0.1169
事件日 16	<.0001	<.0001	<.0001	0.0521	0.0059	<.0001	<.0001	0.1748	0.0488
事件日 17	<.0001	<.0001	<.0001	0.0108	0.0139	0.0129	<.0001	0.1651	0.6258
事件日 18	<.0001	<.0001	<.0001	0.0068	0.0083	0.1005	0.0387	0.5307	0.6437
事件日 19	0.0006	<.0001	<.0001	0.0106	0.9464	0.0563	0.3630	0.8224	0.4651
事件日 20	<.0001	<.0001	<.0001	0.0212	0.0097	0.6026	0.2211	0.2897	0.1292
事件日 21	0.0002	<.0001	<.0001	0.0083	0.0645	0.6041	0.0024	0.8065	0.3980
事件日 22	0.3478	<.0001	0.0005	0.2086	0.4752	0.7069	0.0247	0.4194	0.0673
事件日 23	0.0232	0.0111	0.0067	0.0456	0.0273	0.0084	0.0222	0.0657	0.7075
事件日 24	<.0001	<.0001	0.0260	0.0332	0.4197	0.4073	0.3421	0.1092	0.5237
事件日 25	0.0013	0.0016	0.5222	0.3703	0.5901	0.0049	0.0060	0.0053	0.7854
事件日 26	0.5506	0.0167	0.1232	0.0065	0.1632	0.0079	0.4880	0.0812	0.8991
事件日 27	0.3888	0.3275	0.0044	0.0200	0.8177	0.9388	0.1497	0.5243	0.2998
事件日 28	0.3912	0.3072	0.0237	0.9633	0.7851	0.1778	0.2623	0.1647	0.1314
事件日 29	0.3704	0.5308	0.1588	0.3164	0.4977	0.7182	0.7141	0.7383	0.0108
事件日 30	0.3267	0.5413	0.2007	0.6204	0.3650	0.5829	0.9326	0.3573	0.6103

资料来源：中投证券研究所

表 5 各预告类型每日平均超预期收益(%)

	预增	略增	预减	略减	扭亏	首亏	续盈	续亏	不确定
事件日-2	-0.074	0.052	-0.034	0.394	-0.132	-0.129	0.393	-0.260	-0.137
事件日-1	0.255	0.188	-0.014	0.833	0.030	-0.466	0.908	-0.617	-0.519
事件日 0	0.682	0.472	0.161	0.227	0.422	-0.086	1.473	-0.700	0.318
事件日 1	0.488	0.396	-1.573	0.332	0.093	-1.993	-0.153	-2.216	-1.124
事件日 2	-0.226	0.399	-0.081	0.223	-0.248	-0.168	0.420	-1.078	-0.969
事件日 3	0.020	0.419	0.290	0.161	-0.228	0.105	0.577	-0.179	-0.220
事件日 4	-0.043	0.529	0.266	0.433	0.196	0.063	0.037	-0.521	-0.047
事件日 5	0.036	0.412	0.403	0.091	0.149	0.294	0.211	0.131	0.389
事件日 6	0.137	0.447	0.313	0.223	-0.093	0.360	0.405	0.117	0.616
事件日 7	0.106	0.232	0.267	0.419	0.233	0.194	0.405	0.222	0.972
事件日 8	0.125	0.372	0.281	0.375	0.114	0.428	0.598	0.313	0.383
事件日 9	0.057	0.467	0.336	0.283	0.184	0.211	0.325	0.094	0.009
事件日 10	0.153	0.375	0.411	0.280	0.253	0.598	0.101	0.309	0.542
事件日 11	0.241	0.544	0.334	0.223	0.444	0.376	0.238	0.488	0.492
事件日 12	0.196	0.462	0.304	0.544	0.234	0.413	0.835	0.340	-0.110
事件日 13	0.278	0.744	0.552	0.630	0.151	0.409	0.557	0.536	-0.190
事件日 14	0.321	0.355	0.390	0.652	0.456	0.386	0.222	0.135	0.432
事件日 15	0.271	0.559	0.390	0.797	0.300	0.610	0.561	0.344	0.513
事件日 16	0.365	0.841	0.323	0.417	0.315	0.762	1.013	0.251	0.608
事件日 17	0.313	0.725	0.423	0.602	0.289	0.317	1.061	0.269	0.142
事件日 18	0.341	0.629	0.171	0.624	0.363	0.216	0.472	-0.108	0.147
事件日 19	0.223	0.676	0.546	0.686	0.013	0.235	0.207	0.038	-0.210
事件日 20	0.336	0.804	0.061	0.545	0.340	0.071	0.240	0.189	0.522
事件日 21	0.255	0.570	-0.308	0.612	0.236	0.067	0.619	0.042	0.247
事件日 22	0.064	0.593	0.119	0.310	0.099	0.044	0.485	0.136	-0.480
事件日 23	0.152	0.305	0.199	0.398	0.272	0.333	0.474	0.346	0.095
事件日 24	0.260	0.527	0.037	0.484	0.094	0.101	0.208	0.277	0.167
事件日 25	0.208	0.367	0.077	0.190	0.052	0.348	0.544	-0.479	0.065
事件日 26	0.038	0.277	0.321	0.590	-0.143	0.324	-0.139	-0.314	-0.041
事件日 27	0.058	0.116	0.068	0.584	0.029	0.010	0.337	0.129	0.386
事件日 28	0.058	0.125	-0.049	0.011	0.039	0.167	0.221	0.562	-0.492
事件日 29	0.060	0.074	-0.048	0.245	0.077	-0.042	-0.071	-0.055	-0.626
事件日 30	0.064	0.070	-0.008	0.113	-0.117	0.068	-0.016	-0.164	-0.171

资料来源：中投证券研究所

表 6 各预告类型预告日后 20 天收益情况

家数统计	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年	合计
预增	479	342	223	467	232	104	1847
略增	259	125	106	87	42	43	662
略减	41	46	56	14	14	18	189
预减	78	102	221	38	49	106	594
扭亏	125	152	56	83	106	62	584
首亏	78	115	167	54	62	132	608
续盈	92	79	40	6	8	4	229
续亏	36	64	41	36	76	77	330
不确定	17	11	8	24	8	11	79
合计	1205	1036	918	809	597	557	5122

相对收益	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年	合计
预增	7.80%	5.95%	7.96%	4.27%	-1.96%	1.63%	5.01%
略增	13.51%	7.93%	11.96%	5.88%	-14.54%	1.25%	8.63%
略减	10.15%	7.52%	10.52%	6.06%	-16.59%	0.59%	6.42%
预减	4.78%	5.62%	9.15%	5.91%	-5.02%	-0.40%	4.89%
扭亏	7.60%	6.16%	10.18%	6.74%	-3.61%	-1.58%	4.34%
首亏	3.89%	6.16%	7.86%	7.64%	-3.15%	-1.50%	3.85%
续盈	12.35%	6.21%	7.44%	-0.04%	-2.16%	-2.00%	8.29%
续亏	4.60%	9.20%	5.71%	9.84%	-14.81%	-0.73%	0.49%
不确定	2.65%	3.00%	-0.75%	8.53%	-18.78%	-1.44%	1.40%
合计	8.82%	6.47%	8.78%	5.37%	-5.72%	-0.33%	5.10%

绝对收益	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年	合计
预增	8.50%	6.74%	18.20%	-4.26%	7.18%	3.23%	5.66%
略增	7.94%	13.54%	19.58%	-4.61%	-3.57%	3.88%	8.22%
略减	4.37%	13.48%	18.70%	-0.48%	-5.95%	4.67%	9.74%
预减	5.97%	7.71%	20.96%	-2.07%	3.75%	1.40%	10.33%
扭亏	9.61%	8.32%	19.91%	-0.19%	6.43%	0.39%	7.31%
首亏	4.63%	10.00%	17.67%	-0.78%	6.46%	0.13%	7.96%
续盈	7.60%	11.37%	14.03%	-6.56%	8.18%	4.19%	9.61%
续亏	4.26%	12.63%	15.38%	-0.34%	-3.17%	1.03%	4.30%
不确定	-0.81%	5.44%	8.82%	-1.89%	-8.61%	-3.07%	-0.39%
合计	7.61%	9.25%	18.67%	-3.25%	4.11%	1.51%	7.14%

资料来源：中投证券研究所

注：相对收益指数选取沪深 300

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上

推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%

中性：预期未来 6~12 个月内股价变动 $\pm 10\%$ 以内

回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上

中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

徐鹏，中投证券金融工程研究员，经济学硕士。擅长数量化分析，主要从事量化投资策略的研究。

沙川，中投证券金融工程助理研究员，南京大学数学专业学士，硕士。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区大平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434