【专题报告】

季度业绩超预期再构建及业绩超预期因子分析

❖ **研究思路**

本文是《一致预期及业绩超预期深度解析》一文中提到的季度超预期构建的再思考，本文的改进主要通过分析师在并公告前后的分析师预测利润变化，对季度超预期做一个更加合理的定义，并构建基于分析师预测的业绩超预期因子 ESP(超预期幅度)与 SUE(标准化超预期)。

❖ **因子分析结果**

ESP 与 SUE 因子 RankIC 均值各样本内在 5%至 6%左右；ESP 因子最优组在沪深 300 与中证 500 分别取得了 17.25%与 18.90%的超额收益和 1.44 与 1.33 的信息比；SUE 因子最优组要表现的更好一些，在沪深 300 与中证 500 分别取得了 20.0%与 19.18%的超额收益和 1.87 与 1.28 的信息比。信号的收益衰减较快，基本上衰减二、三期就没有明显收益了。

❖ **主要结论**

对 ESP 与 SUE 因子在各个样本的进行因子分析发现，确实存在明显的盈利惯性现象，高超预期的股票明显要比低于预期的股票表现良好。但是我们也发现正向与负向效应的非对称性，高超预期的股票会明显的跑赢其他组股票，但是低于预期的股票并不会大幅的跑输其他组股票，区分度不大。

❖ **风险提示**

策略基于历史数据的回测，不保证策略未来的有效性。

华创证券研究所

证券分析师：陈杰

电话：021-20572557-2609
邮箱：chenjie@hcyjs.com
执业编号：S0360517110002

证券分析师：王小川

电话：021-20572557
邮箱：wangxiaochuan@hcyjs.com
执业编号：S0360517100001

联系人：卢威

电话：021-20572530
邮箱：luwei@hcyjs.com

相关研究报告

《一致预期及业绩超预期深度解析》
2018-04-04

未经许可，禁止转载

目 录

一、研究思路 4
（一）季度超预期定义 4
（二）超预期因子构建 5
二、基于 ESP 与 SUE 的单因子策略 5
（一）覆盖度分析 5
（二）信号分析 7
三、总结 13
四、风险提示 13

图表目录

图表 1 报告公布时间月内分布 4
图表 2 总样本数时序分布 6
图表 3 样本数每年按月排序 6
图表 4 信号在沪深 300 指数上的覆盖度 7
图表 5 信号在中证 500 指数上的覆盖度 7
图表 6 ESP 信号在各样本区间的 RankIC 时序图 8
图表 7 ESP 信号 IC 统计 8
图表 8 ESP 信号在各样本内的分组统计 8
图表 9 ESP 信号在中证全指内的分组收益情况 9
图表 10 ESP 信号在沪深 300 内的分组收益情况 9
图表 11 ESP 信号在中证 500 内的分组收益情况 10
图表 12 ESP 信号在各样本内的 long_only 与 long_short 衰减情况 11
图表 13 SUE 信号 IC 统计 11
图表 14 SUE 信号在中证全指内的分组收益情况 12
图表 15 SUE 信号在沪深 300 内的分组收益情况 12
图表 16 SUE 信号在中证 500 内的分组收益情况 12

一、研究思路

海外市场的文献对业绩超预期（Earnings Surprise）的研究发现，其在业绩公告后存在明显的盈余惯性现象(post-earnings-announcement drift)。业绩相对超预期的股票价格在未来的一段时间要明显的表现比业绩相对低于预测的股票要好。华创证券金融工程团队于 2018 年 4 月撰写了《一致预期及业绩超预期深度解析》，对季度与年度业绩超预期分别进行了较为深入的探讨，并在总结中提到了几个改进的方向。

本文的改进主要通过分析师在并公告前后的分析师预测利润变化，对季度超预期做一个更加合理的定义，并构建基于分析师预测的业绩超预期因子。

（一）季度超预期定义

上篇报告我们以已实现的累计季度同比增长率与分析师预测全年的增长率进行对比，来衡量业绩超预期的幅度，但经过分组统计发现，产生业绩超预期的大都是累计季度同比增长率极高的股票。这提醒我们因为季度业绩的波动性，以这种方式来衡量是否业绩超预期并不合理。

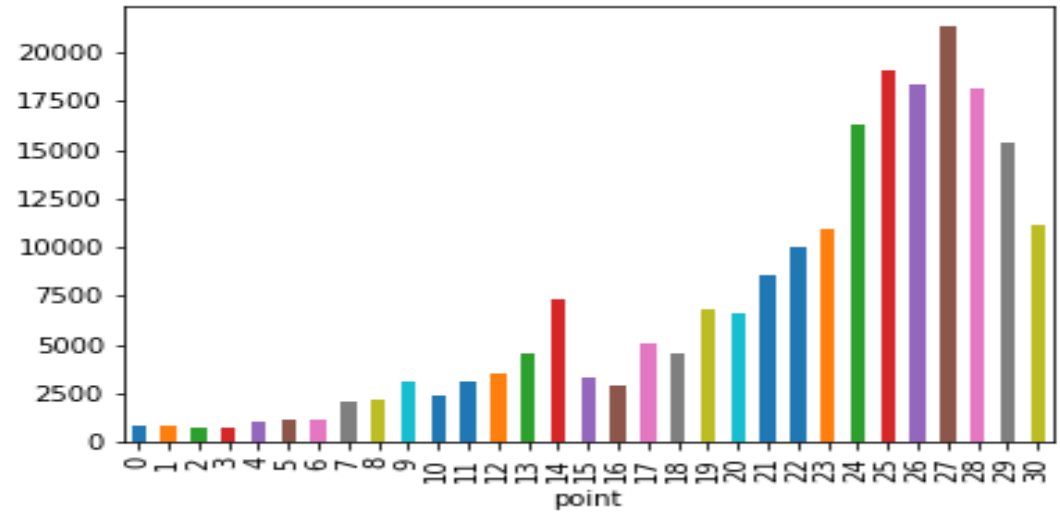
故本文以季报公布前后的分析师预测变化来衡量是否发生季度超预期，这在国内分析师只对全年利润做预测的情况下，我们认为已经是相对合乎逻辑的方式，但仍有许多细节需要注意。

首先一个最重要的点就是时间窗口的选取，我们考虑的是分析师基于最新的季报对全年利润预测的变化。故意味着公布之前和之后的时间窗口不宜取太长，沿用上篇报告的思路，我们还是以定期报告为时间点来划分我们的时间窗口。例如要分析三季度是否有季度超预期的情况，我们取二季报公布之后到三季度公布之前的所有分析师预测，每家机构取其最新一个值，然后做一个中位数，作为三季报之前的分析师对全年利润的一致预期。

而对于最新季报之后的分析师预测，这里我们就要考虑一个交易机会与准确度之间的平衡，我们不可能等到下一期报告出来之后，再回过头来计算一个季报公布之后的分析师一致预期，那样我们已经完全错失了交易机会。

这里我们首先统计了一下 2007 年 3 月至今所有季报业绩预告、快报与定期报告公布时间点在每月的分布。

图表 1　报告公布时间月内分布



资料来源：Wind，华创证券

可以看出公布日期集中在月末，故我们在衡量季度超预期或者构建超预期因子的时候可以考虑在每月初进行计算以及调仓。这样既给了一定的时间给分析师写跟踪报告，也相对比较及时的发现交易机会。

另外一点需要考虑的是业绩预告与业绩快报的处理，此处我们的处理是看业绩预告、业绩快报与实际定期报告的值差距是否较大，定了一个 10%的阈值。若低于阈值，则那个报告期的公布时间则以业绩预告、业绩快报为准；若高于阈值，则那个报告期的公布时间以实际定期报告时间为准。这也是在精准度与样本数之间找一个平衡，存在业绩预告公布之后几天分析师集中进行跟踪点评，而到了定期报告的时候，因为和预告差距不大，大部分分析师不再进行点评，这时候如果我们只选取定期报告之后的分析师预测，我们将会少许多样本；而若预告的业绩本身和定期报告相差太多，我们将预告后的分析师预测包含进来，并不符合我们基于新信息的原则，基于业绩预告的分析师预测可能被离谱的业绩预告给误导了。

（二）超预期因子构建

基于上面的分析，我们着手构建超预期因子。假定我们每月的第一个交易日进行调仓并计算因子，若股票的最近报告期是年报，则参考上篇报告的思路，我们取三季报（考虑业绩预告、快报的时间修正）至年报（考虑业绩预告、快报的时间修正）的所有分析师预测，每家机构取其最新一个值，然后做一个中位数作为一致预期，这里我们要求至少有三家机构给出了预测。而在定义因子方面，除了直接的超预期幅度（Earnings Surprise Percent），也构建考虑分析师预测分歧度的标准化超预期（Standardized Unexpected Earnings）。

$$ESP_{i,q} = \frac{E_{i,q} - median(\widehat{E_{i,q}})}{abs(median(\widehat{E_{i,q}}))} \quad q = 4$$

$$SUE_{i,q} = \frac{E_{i,q} - median(\widehat{E_{i,q}})}{std(\widehat{E_{i,q}})} \quad q = 4$$

其中$E_{i,q}$是年报公布的实际利润，若是业绩预告的话，则用上下限均值替代，$\widehat{E_{i,q}}$为分析师对全年的业绩预测。

而若最近报告期是季报的话，则将 ESP 与 SUE 定义为：

$$ESP_{i,q} = \frac{median(\widehat{AE_{i,q}}) - median(\widehat{BE_{i,q}})}{abs(median(\widehat{BE_{i,q}}))} \quad q \in \{1,2,3\}$$

$$SUE_{i,q} = \frac{median(\widehat{AE_{i,q}}) - median(\widehat{BE_{i,q}})}{std(\widehat{AE_{i,q}})} \quad q \in \{1,2,3\}$$

其中$\widehat{BE_{i,q}}$为季报公布之前机构的最新预测，此处我们要求机构数至少大于等于 2；$\widehat{AE_{i,q}}$为季报公布之后至今的机构最新预测，此处我们也要求机构数至少大于等于 2。

出于因子覆盖度的考虑，本文也有考虑不使用每月的第一个交易日来计算因子，但是使用每月的第五个交易日来计算因子，经测算对整体覆盖率提升不到 1%。故出于交易机会的考量，本文计算因子仍是每月的第一个交易日。

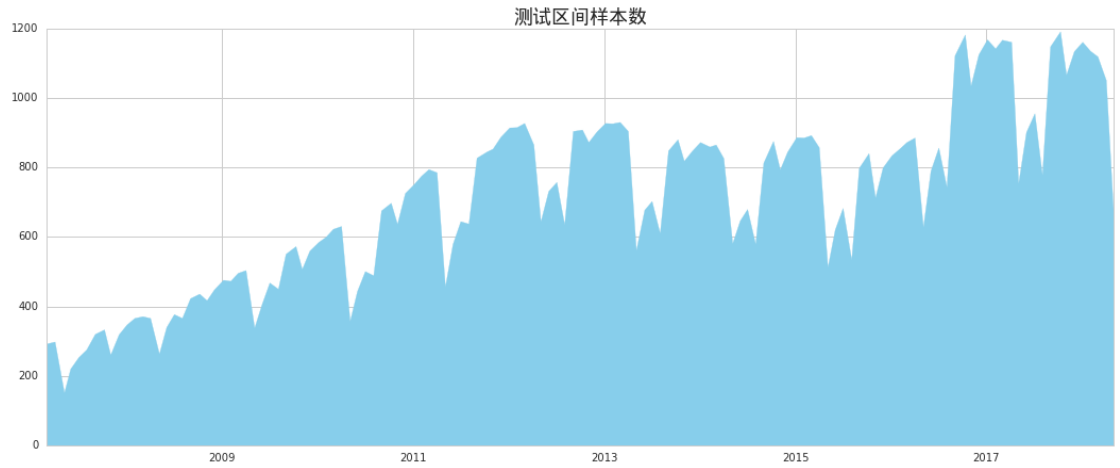
二、基于 ESP 与 SUE 的单因子策略

我们从 2007 年 3 月 1 日至 2018 年 5 月 2 日每月第一个交易日严格按照上述算法计算 ESP 与 SUE 因子。因为分析师报告的覆盖度与及时性，若股票在某一期没法计算出值，则给与缺失值，我们首先分析样本特征及在指数的覆盖情况。

（一）覆盖度分析

ESP 与 SUE 因子的样本数基本一致，我们直接看 ESP 因子的样本特征情况。

图表 2　总样本数时序分布



资料来源：朝阳永续，华创证券

可以看出测试区间的样本数存在明显的波动性，这主要和我们要求季报后要有两个机构给出预测有关，分析师跟踪的不及时以及不发布点评对我们的样本覆盖度有很大影响，并且似乎存在明显的月历效应，我们将样本数每年按月分组按数量排序，如下所示。

图表 3　样本数每年按月排序

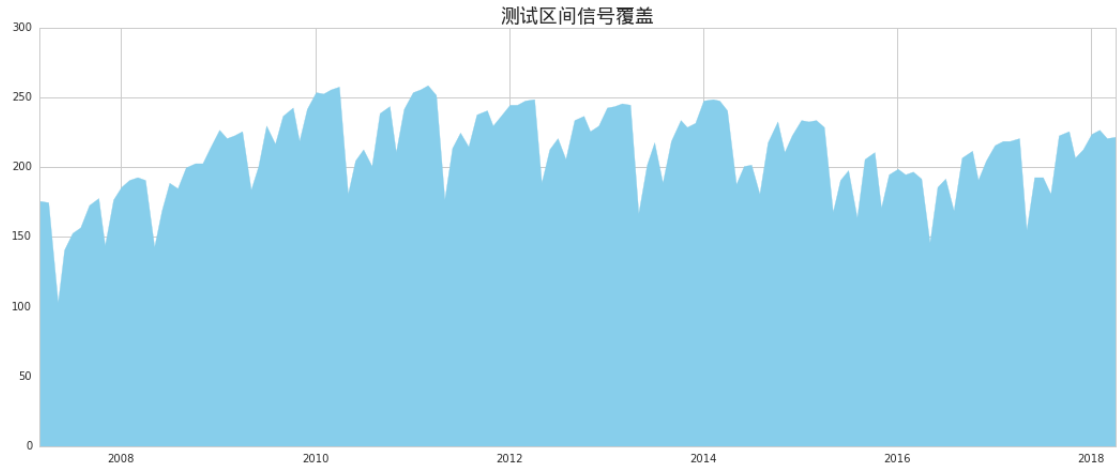
年份|月份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007			6	7	1	2	3	5	9	10	4	8
2008	3	5	7	5	1	2	8	5	10	11	9	12
2009	6	5	7	8	1	2	4	3	10	12	9	11
2010	5	6	7	8	1	2	4	3	10	11	9	12
2011	5	6	8	7	1	2	4	3	9	10	11	12
2012	10	11	12	5	2	3	4	1	8	9	6	7
2013	11	10	12	9	1	3	4	2	7	8	5	6
2014	11	9	10	7	2	3	4	1	6	12	5	8
2015	11	10	12	9	1	3	4	2	6	8	5	7
2016	4	5	7	8	1	3	6	2	10	12	9	11
2017	11	7	10	9	1	3	4	2	8	12	5	6
2018	5	4	3	2	1							

资料来源：朝阳永续，华创证券

可以看出每年基本都是在 5 月，6 月份的样本数最少，5 月份比较少可能是刚公布季报，还需要一定时间给分析师来写跟踪点评，但 6 月份也比较少说明本身分析师在 5、6 月份发的报告数量就相对稀少。针对一个季度的分析师报告点评可能本身较少，而在半年报与三季报这种情况就好很多，样本数基本有较大的提升。

我们再继续看下因子在沪深 300 指数上的覆盖度。

图表 4　信号在沪深 300 指数上的覆盖度

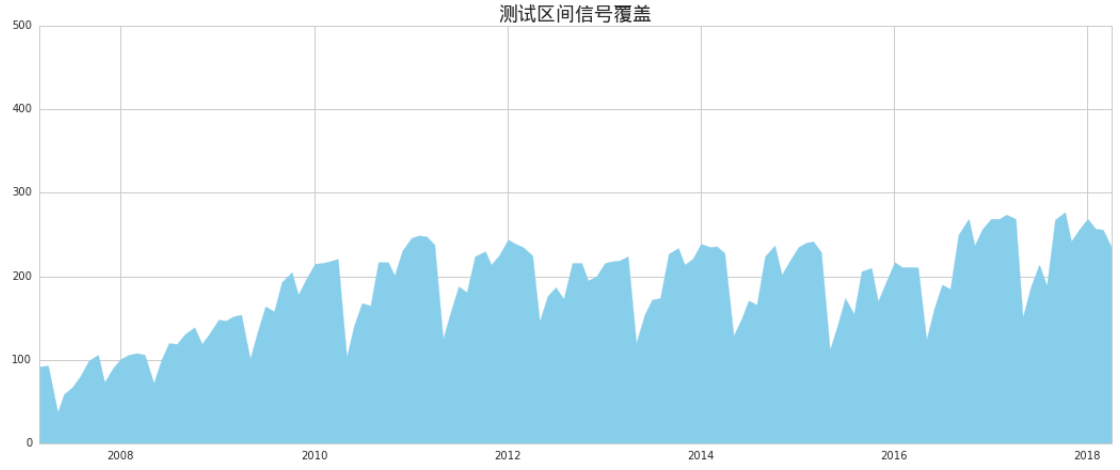


资料来源：朝阳永续，华创证券

如上图所示，信号在沪深 300 上的覆盖度一般，平均只有 68%。这对我们做信号分析与指数增强策略可能是一个隐患，但考虑到缺失的值往往是分析师没有覆盖到的，或者是分析师对其最新季报没有跟踪报告的股票，考虑分析师行为，这样的股票往往业绩不会特别好。

我们再来看下因子在中证 500 指数上的覆盖度。

图表 5　信号在中证 500 指数上的覆盖度



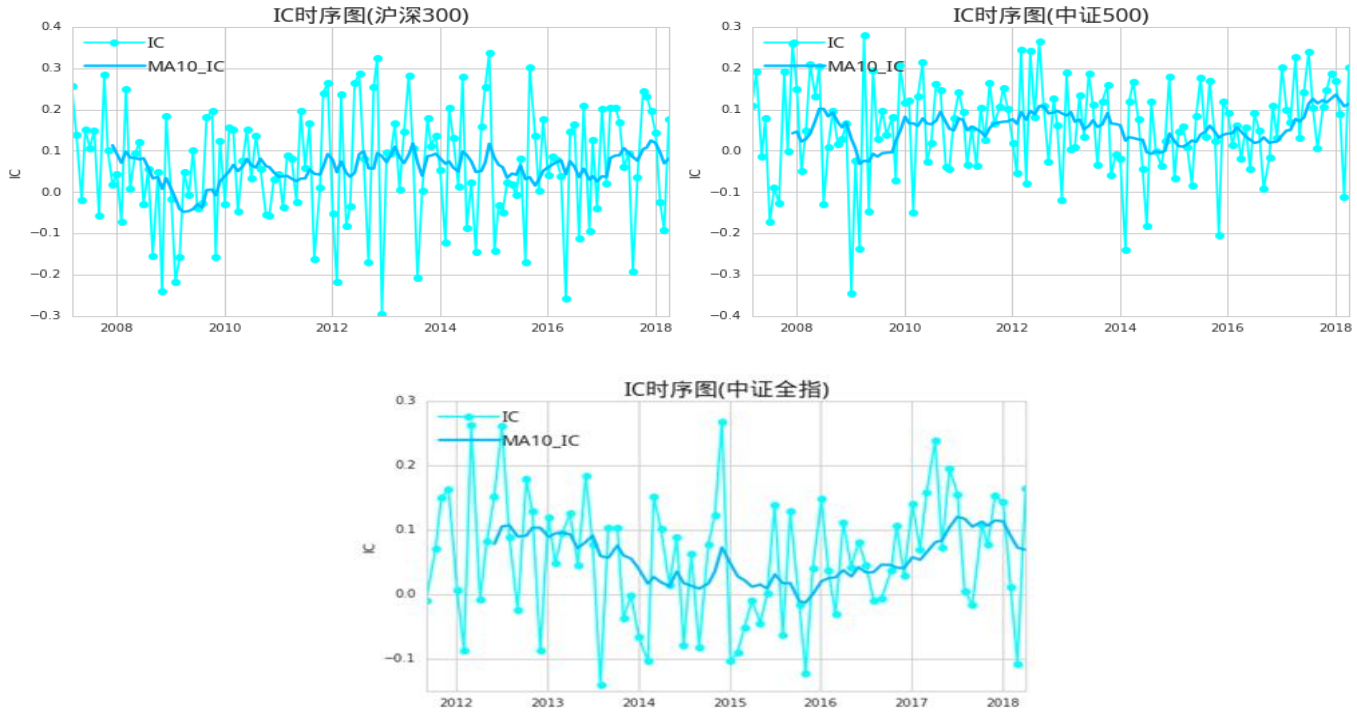
资料来源：朝阳永续，华创证券

如上图所示，信号在沪深 300 上的覆盖度一般，平均只有 36%。尽管我们的样本数在 2011 年之后基本有 800 左右，但覆盖度仍没有很大，这也表明目前分析师持续关注的股票范围已很大比例不局限于传统的沪深 300 与中证 500 指数成分股。

（二）信号分析

尽管信号的覆盖度不高，但我们对原始信号进行传统的信号分析还是有意义的。而对于行业与风格中性则相对不好操作，缺失太多值，会对我们回归式的中性化影响很大，故此处我们并不处理。我们对不同的样本区间分别对信号进行分析，先看下 ESP 因子，如下所示。

图表 6　ESP 信号在各样本区间的 RankIC 时序图



资料来源：朝阳永续、通联数据，华创证券

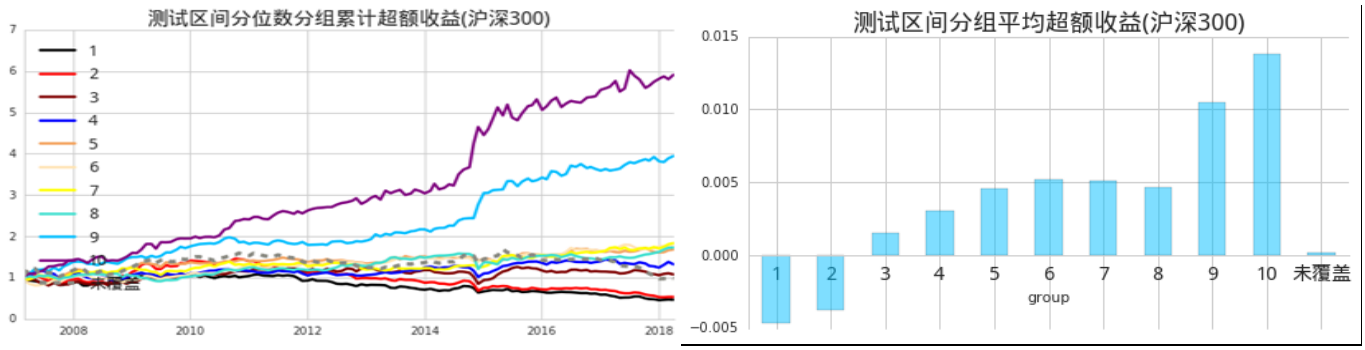
图表 7　ESP 信号 IC 统计

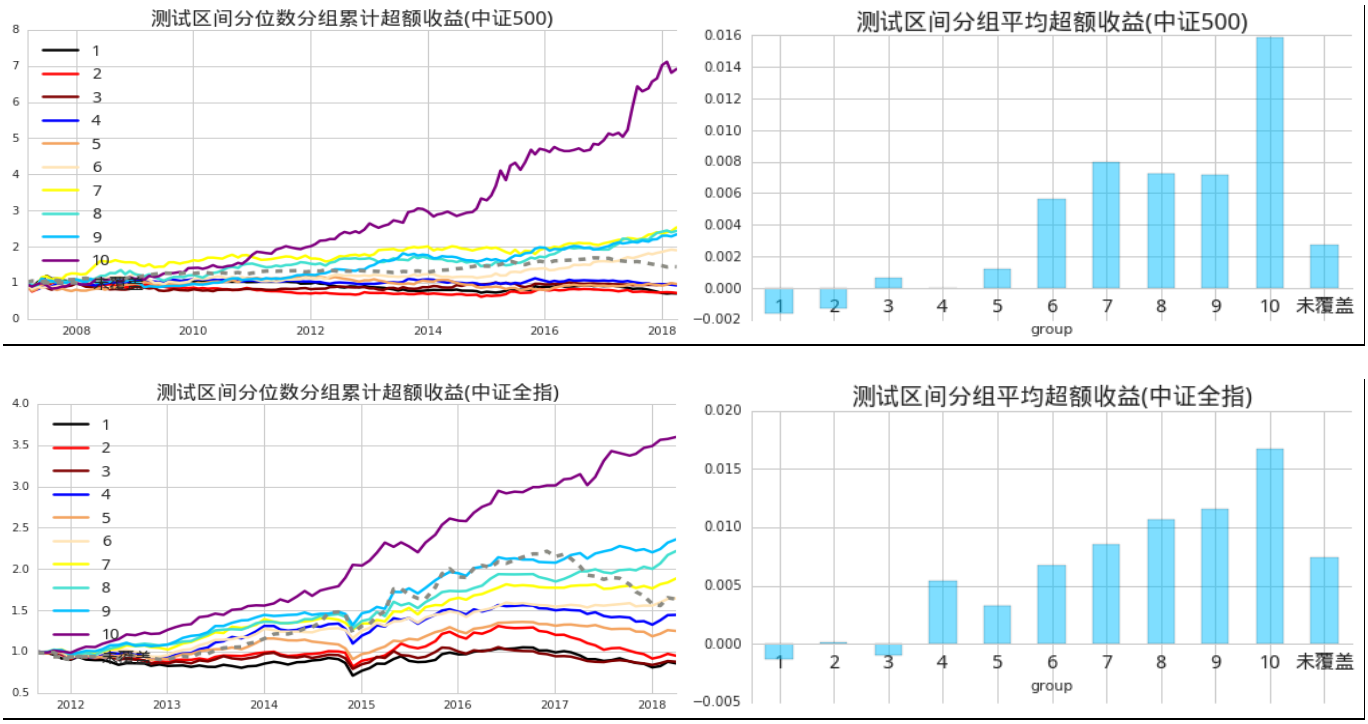
	RankIC_mean	IC_IR	t_value	p_value
中证全指	5.69%	0.59	5.27	1.2e-06
沪深 300	6.10%	0.44	5.11	1.1e-06
中证 500	5.54%	0.48	5.57	1.3e-07

资料来源：朝阳永续、通联数据，华创证券

如上所示，从 IC 来看，IC 均值还是比较大的，t 检验也显示其均值是非常显著的不等于 0，并且 IC 的 10 期均值也基本稳定在 0 以上，这表明超预期幅度高的股票，对下一期股票的收益有明显的正向效益。但从 IC_IR 上可以看出，信号的波动性比较大，导致其 IC_IR 并不大。

图表 8　ESP 信号在各样本内的分组统计





资料来源：朝阳永续、通联数据，华创证券

图表 9 ESP 信号在中证全指内的分组收益情况

中证全指	分组值	年化收益	标准差	信息比	年化换手率
1	-53.263	-2.28%	12.53%	-0.18	8.19
2	-0.232	-0.78%	12.73%	-0.06	10.06
3	-0.129	-1.95%	11.41%	-0.17	11.14
4	-0.079	5.67%	11.45%	0.49	11.69
5	-0.047	3.40%	9.99%	0.34	11.90
6	-0.024	7.75%	8.79%	0.88	11.94
7	-0.007	9.98%	8.79%	1.14	11.72
8	0.008	12.69%	9.96%	1.27	11.16
9	0.031	13.74%	10.27%	1.34	10.73
10	0.085	21.17%	8.58%	2.47	9.08
未覆盖		7.64%	15.10%	0.51	1.96

资料来源：朝阳永续、通联数据，华创证券

图表 10 ESP 信号在沪深 300 内的分组收益情况

沪深 300	分组值	年化收益	标准差	信息比	年化换手率
1	-5.001	-6.65%	13.46%	-0.49	8.06
2	-0.213	-5.50%	14.81%	-0.37	10.46
3	-0.111	0.68%	12.68%	0.05	11.72
4	-0.063	2.52%	11.98%	0.21	12.39
5	-0.033	4.75%	9.28%	0.51	12.67

沪深 300	分组值	年化收益	标准差	信息比	年化换手率
6	-0.013	5.20%	10.12%	0.51	12.52
7	0.002	5.58%	9.84%	0.57	12.48
8	0.018	5.02%	11.34%	0.44	11.81
9	0.044	13.07%	10.36%	1.26	11.38
10	0.107	17.25%	11.97%	1.44	8.87
未覆盖		-0.21%	13.39%	-0.02	4.20

资料来源：朝阳永续、通联数据，华创证券

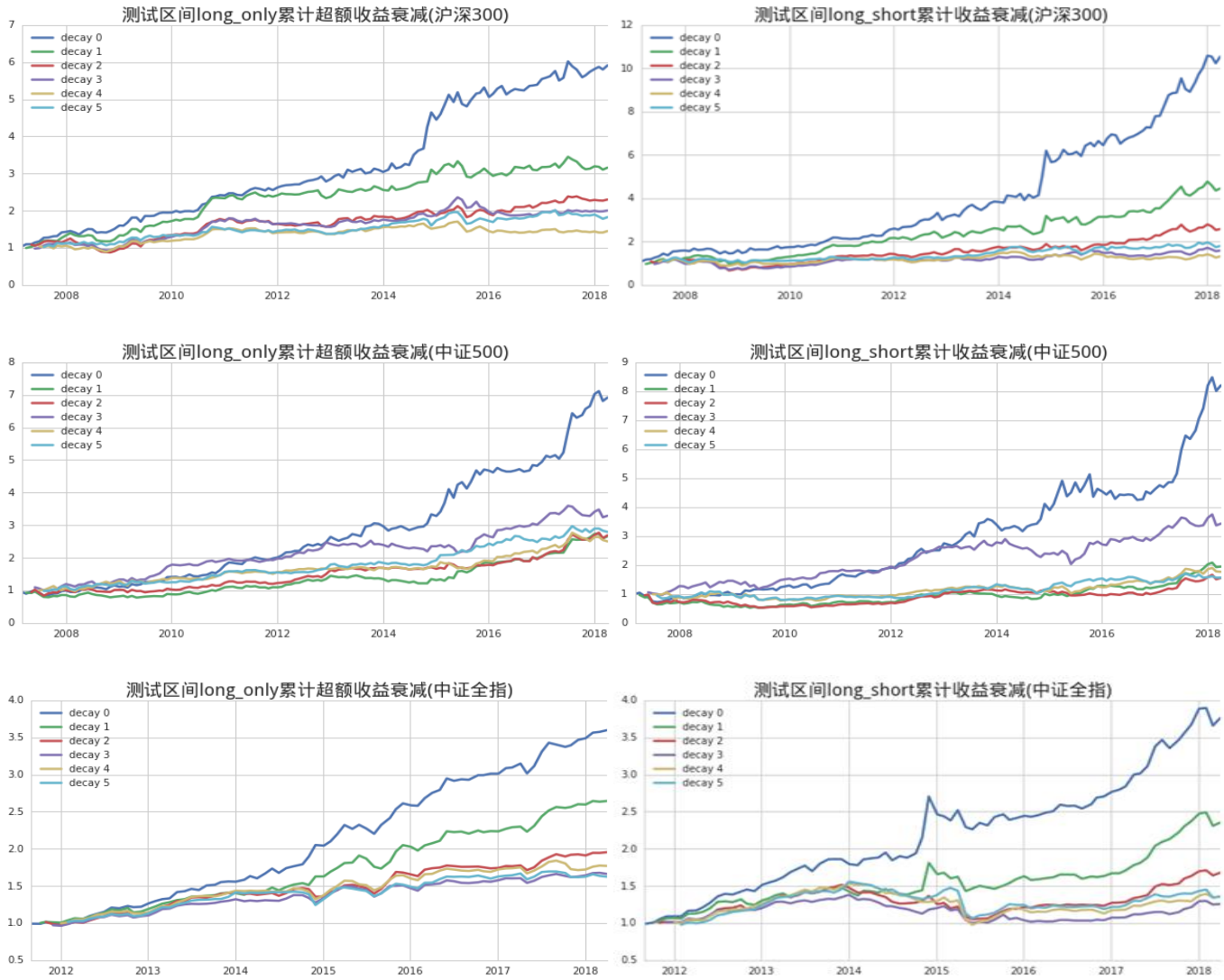
图表 11 ESP 信号在中证 500 内的分组收益情况

中证 500	分组值	年化收益	标准差	信息比	年化换手率
1	-4.165	-3.10%	12.36%	-0.25	9.40
2	-0.213	-2.91%	12.24%	-0.24	11.50
3	-0.122	-0.42%	11.95%	-0.04	12.58
4	-0.075	-0.66%	9.29%	-0.07	13.02
5	-0.044	-0.30%	12.56%	-0.02	13.07
6	-0.020	5.92%	11.29%	0.52	13.33
7	-0.001	8.68%	12.11%	0.72	13.39
8	0.012	8.30%	12.44%	0.68	12.84
9	0.050	7.90%	11.76%	0.67	12.00
10	0.118	18.90%	14.27%	1.33	9.88
未覆盖		3.33%	4.99%	0.67	2.39

资料来源：朝阳永续、通联数据，华创证券

从上述结果可以看出信号在各个指数内的单调性都比较好，超预期幅度高的分组要明显好于超预期幅度低的分组，但其单调性主要体现在超预期幅度较高的分组上，尤其是最优组，明显要比其他的组表现好很多，并且多年表现稳定。而超预期幅度较低甚至为负的股票，其实区分度并不高。从分组值来看，最优分组要求超预期幅度在 10%左右以上，最优组的收益比次优组的收益提升明显，说明高超预期幅度才有明显的超额收益。从未覆盖组的收益情况来看，在沪深 300 内未覆盖组的平均股票数在 90 左右，呈现出的平均收益水平与基本符合预期的股票差不多；在中证 500 内未覆盖组的平均股票数在 300 左右，呈现出的平均收益水也与基本符合预期的股票差不多；而在中证全指样本内，未覆盖组的收益在一开始还是可以的，但在 2016 年后收益基本下滑，我们认为更多地体现了等权组合的小市值效应。总体来说，我们认为高超预期幅度的股票可以长期稳定跑赢业绩低于预期的股票以及没有覆盖到的股票组合，尽管信号覆盖率不高，信号在较小的分组时区分度不大，但我们认为这本身是比较符合逻辑的，业绩基本符合预期的股票，股价可能更多的是受到别的因素的驱动，而业绩大幅超预期的股票，存在明显的盈余惯性现象。

图表 12　ESP 信号在各样本内的 long_only 与 long_short 衰减情况



资料来源：朝阳永续、通联数据，华创证券

从信号衰减情况来看，信号衰减的还是非常快的，每一期为一个月，可以看到晚一个月信号就基本没什么收益了。一个原因是十二月中至少有三个月是要切换分析业绩是否超预期的季报，晚一个月分析的季报都是不同的，差异很大也是正常。另一个原因就是业绩超预期效应本身的衰减效应，能够确立业绩超预期若没有什么特殊情况，就应该尽早买入，本文出于谨慎性考虑一定要季报公布后至少两个机构给出预测值，实际情况当然也可以依据其他的信息综合判断。

我们再来看下 SUE 因子的情况，为了节省篇幅，我们仅展示 IC 与分组收益的表格。

图表 13　SUE 信号 IC 统计

	RankIC_mean	IC_IR	t_value	p_value
中证全指	5.40%	0.62	5.59	3.2e-07
沪深 300	6.22%	0.48	5.57	1.4-07
中证 500	5.63%	0.51	5.92	2.6e-08

图表 14　SUE 信号在中证全指内的分组收益情况

中证全指	分组值	年化收益	标准差	信息比	年化换手率
1	-1.24e+10	-1.99%	11.45%	-0.17	9.17
2	-2.63	-1.60%	11.36%	-0.14	10.57
3	-1.56	1.16%	11.37%	0.10	11.67
4	-1.05	3.61%	11.61%	0.31	12.31
5	-0.68	3.57%	10.31%	0.34	12.60
6	-0.38	6.24%	8.90%	0.70	12.67
7	-0.12	10.08%	9.43%	1.07	12.66
8	0.13	9.89%	9.37%	1.06	11.92
9	0.46	16.64%	8.10%	2.05	11.33
10	1.09	22.01%	8.70%	2.53	9.31
未覆盖		7.65%	15.10%	0.51	1.96

资料来源：朝阳永续、通联数据，华创证券

图表 15　SUE 信号在沪深 300 内的分组收益情况

沪深 300	分组值	年化收益	标准差	信息比	年化换手率
1	-2.93e+09	-6.42%	13.17%	-0.49	9.58
2	-2.30	-2.70%	13.20%	-0.20	12.01
3	-1.36	-0.42%	11.69%	-0.04	13.14
4	-0.85	2.56%	12.39%	0.21	13.46
5	-0.50	0.23%	10.67%	0.02	13.69
6	-0.21	4.04%	8.54%	0.47	13.49
7	0.01	2.42%	10.46%	0.23	13.59
8	0.28	9.50%	9.39%	1.01	13.28
9	0.64	14.06%	9.35%	1.50	12.17
10	1.29	20.00%	10.72%	1.87	9.82
未覆盖		-0.21%	13.39%	-0.02	4.20

资料来源：朝阳永续、通联数据，华创证券

图表 16　SUE 信号在中证 500 内的分组收益情况

中证 500	分组值	年化收益	标准差	信息比	年化换手率
1	-1.11e+09	-1.74%	10.85%	-0.16	10.28
2	-2.53	0.43%	12.65%	0.03	12.02
3	-1.44	-4.36%	11.54%	-0.38	13.08
4	-0.95	-4.41%	10.94%	-0.40	13.67
5	-0.57	-0.32%	12.52%	-0.03	13.63
6	-0.29	5.73%	12.28%	0.47	14.36
7	-0.01	5.06%	10.69%	0.47	14.27
8	0.26	11.69%	11.32%	1.03	13.27

中证 500	分组值	年化收益	标准差	信息比	年化换手率
9	0.64	11.59%	11.02%	1.05	12.98
10	1.39	19.18%	14.94%	1.28	10.01
未覆盖		3.35%	4.99%	0.67	2.39

资料来源：朝阳永续、通联数据，华创证券

可以看出，考虑分析师分歧度的 SUE 因子，无论是在 IC 还是最优组收益上与 ESP 因子相比，都有小幅的提升，并且也体现出类似的特征，收益在信号较大时区分度较高，而较小时收益区分度不高。我们认为，这可能的原因是，分析师本身关注比较频繁的股票，下调一些盈利预期，可能是分析师之前的预测本来就偏高估，所以这样的股票也未必是很糟糕的。

三、总结

本文依据分析师信息，尝试使用季报公布前后的分析师预测变化，并考虑到精准度与交易机会的平衡，来定义季度业绩超预期，并结合直接的年报业绩超预期定义方式，构建连续的超预期幅度 ESP 与标准化超预期 SUE 因子。

对 ESP 与 SUE 因子在各个样本的进行因子分析发现，确实存在明显的盈利惯性现象，高超预期的股票明显要比低于预期的股票表现良好。但是我们也发现正向与负向效应的非对称性，高超预期的股票会明显的跑赢其他组股票，但是低于预期的股票并不会大幅的跑输的其他组股票，整体区分度不大。我们认为这和国内股票市场分析师行为息息相关，总体来说，分析师通常对股票的业绩偏乐观，所以总体走在一个下调业绩的趋势。另外，绝大部分的报告分析师都是推荐态度，即使下调一部分业绩预测，也不改变其态度，市场因此对大部分业绩略微低于预期并不会剧烈反应。

因子在各样本的分析，均考虑了动态股票池，尽管没有考虑费用与涨跌停，但我们认为仍有参考价值。ESP 因子最优组在沪深 300 与中证 500 分别取得了 17.25%与 18.90%的超额收益和 1.44 与 1.33 的信息比；SUE 因子最优组要表现的更好一些，在沪深 300 与中证 500 分别取得了 20.0%与 19.18%的超额收益和 1.87 与 1.28 的信息比。尽管信号的 Alpha 值并不算太大，但是可以明显看出信号还是长期有效的。

四、风险提示

策略基于历史数据的回测，不保证策略未来的有效性。

量化研究组团队介绍

首席分析师：陈杰

武汉大学金融工程硕士，CFA、FRM。2017 年加入华创证券研究所。2010 年新财富金融工程领域第二名，2011 年新财富金融工程领域第三名，2014 年新财富金融工程领域第四名，2015、2016 年新财富金融工程领域第三名。

高级分析师：王小川

同济大学管理科学与工程博士，2017 年加入华创证券研究所

研究员：卢威

厦门大学资产评估硕士，2017 年加入华创证券研究所

研究员：邵文

格拉斯哥大学数量金融硕士。2018 年加入华创证券。

研究员：李涛涛

北京邮电大学学士。2018 年加入华创证券研究所

助理研究员：秦玄晋

上海对外经贸大学硕士。2018 年加入华创证券研究所

助理研究员：刘昺轶

上海交通大学硕士。2018 年加入华创证券研究所

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	申涛	高级销售经理	010-66500867	shentao@hcyjs.com
	杜博雅	销售助理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500