

2015-7-16

金融工程(专题报告)

事件驱动系列研究

事件驱动系列报告——分析师评级上调

分析师: 范辛亭

☎ (8621) 68751859

✉ fanxt@cjsc.com.cn

执业证书编号:S0490510120008

联系人: 陈奕

☎ (8621)68751259

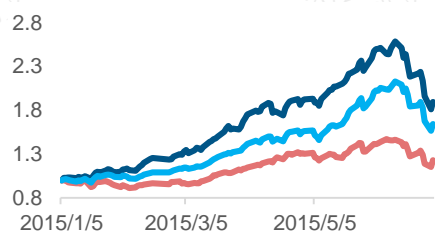
✉ Chenyi4@cjsc.com.cn

联系人: 杨靖凤

☎ (8621)68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

图 12: 样本外策略净值



资料来源: Wind, 长江证券研究部

相关研究

报告要点

■ 评级上调投资逻辑

券商的卖方分析师根据公司财务情况, 实地调研结果, 分析上市公司的发展前景, 并对不同的上市公司予以不同的评级, 对于他们分析认为未来发展潜力大、经营业绩改善而目前被低估的公司上调评级, 在这一行为中存在公司股价从低估到修正的过程, 因此, 我们寻求这一期间的投资机会。

■ 评级上调对应公司股价存在较为明显的超额收益

通过对所有评级上调公司、评级上调至买入公司、新财富分析师上调至买入公司三者的超额收益与胜率统计, 我们发现新财富分析师上调至买入评级的股票的超额收益高于所有分析师上调至买入的股票, 而后的超额收益又高于所有评级上调的股票。

■ 进入与退出时机选择

对典型的分析师推荐股票的案例分析, 可以发现, 分析师推荐股票存在跟进的行为, 因此, 根据分析师推荐股票的流程, 可以建立合适的进入与退出时机:

进入时机

当一只股票长时间地没有被分析师上调至买入评级, 此时如果有分析师将该股票上调为买入评级, 我们则认为这个时点是一个买点。

退出时机

我们选择在买点出现后, 若出现新财富分析师推荐, 延长持有时间; 统计跟进推荐分析师的数量, 当限定时间内跟进分析师数量达到设定的阈值时, 出现卖点, 若分析师数量始终没有达到设定的阈值, 则到达限定时间时平仓。

■ 策略收益

策略在样本内取得了平均年化 23.97% 的绝对收益, 从 2015 年初至 2015 年 6 月底的样本外策略收益达到了 89.51%。

目录

一、分析师评级上调.....	3
1、分析师评级数据统计.....	3
2、评级上调公司分布信息.....	3
二、评级上调超额收益统计.....	5
1、超额收益统计.....	5
2、不同情形下超额收益与胜率对比.....	6
三、选股策略的构建.....	8
1、进入与退出时机确定.....	8
2、策略构建.....	10
四、总结.....	13

图表目录

图 1：行业分布	3
图 2：流通市值分布	4
图 3：时间分布	4
图 4：所有评级上调超额收益.....	5
图 5：评级上调至买入超额收益.....	5
图 6：新财富分析师评级上调至买入超额收益	6
图 7：超额中信一级行业收益对比	6
图 8：多情形下胜率统计.....	7
图 9：分析师推荐案例（汉得信息）	8
图 10：首次推荐后 20 日平均收益率	9
图 11：样本内策略净值.....	10
图 12：持仓情况	11
图 13：样本外策略净值.....	12
表 1：评级上调数据统计.....	3
表 2 策略规则	10
表 3：策略分年表现	11
表 4 不同参数下策略收益	12
表 5：样本外策略表现	12

一、分析师评级上调

券商的卖方分析师根据公司财务情况，实地调研结果，分析上市公司的发展前景，并对不同的上市公司予以不同的评级，对于他们分析认为未来发展潜力大、经营业绩改善而目前被低估的公司上调评级，在这一行为中存在公司股价从低估到修正的过程，因此，我们寻求这一期间的投资机会。

1、分析师评级数据统计

我们将非下调类的分析师评级过的股票做了描述性统计（以下所有统计区间为2010年1月1日至2014年12月31日）

表 1: 评级上调数据统计

	2010	2011	2012	2013	2014
上调评级数量	721	680	650	897	718
上调评级占比	4.26%	3.26%	2.72%	3.77%	3.00%
上调至买入数量	444	500	477	694	564
新财富分析师上调至买入数量	102	153	158	227	195

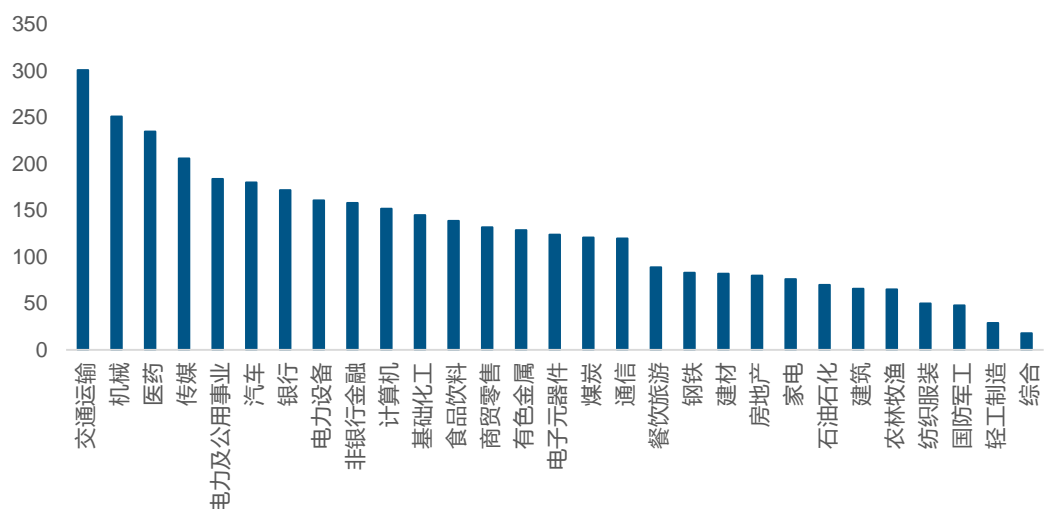
资料来源：长江证券研究部，wind

可以看到，全市场的分析师每年给予上调评级待遇的上市公司数量比较稳定，对于我们构建的组合也有着稳定的样本源。同时，我们还统计了新财富分析师上调至买入评级的公司数量，其中新财富分析师根据2009年至2014年新财富分析师评选名单筛选得到。

2、评级上调公司分布信息

我们进一步对上调评级公司的行业分布、市值分布以及时间分布进行了统计：

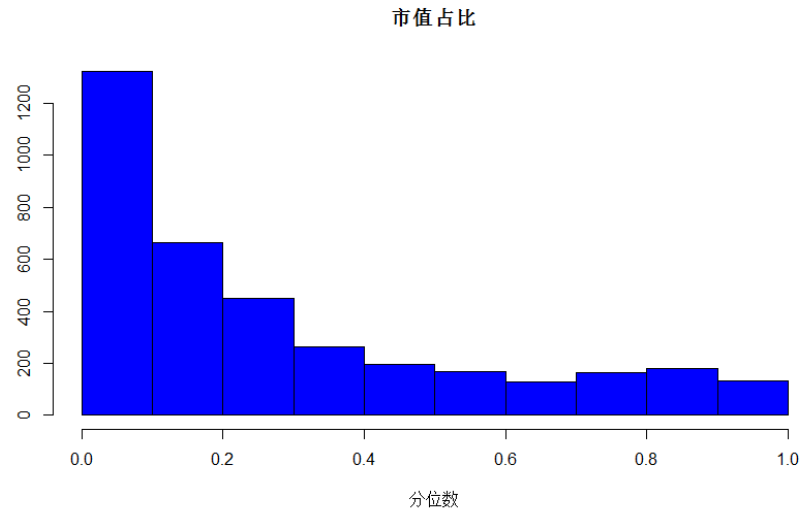
图 1: 行业分布



资料来源：Wind，长江证券研究部

可以看到行业分布偏移不大，行业分布的绝对数量与行业内公司数量有关，当然也有例外，银行类股票数量较少，但是评级推荐的数量却仍然很多，说明行业内的投资机会与投资时点较多，也可以成为投资中考虑的重要一环。

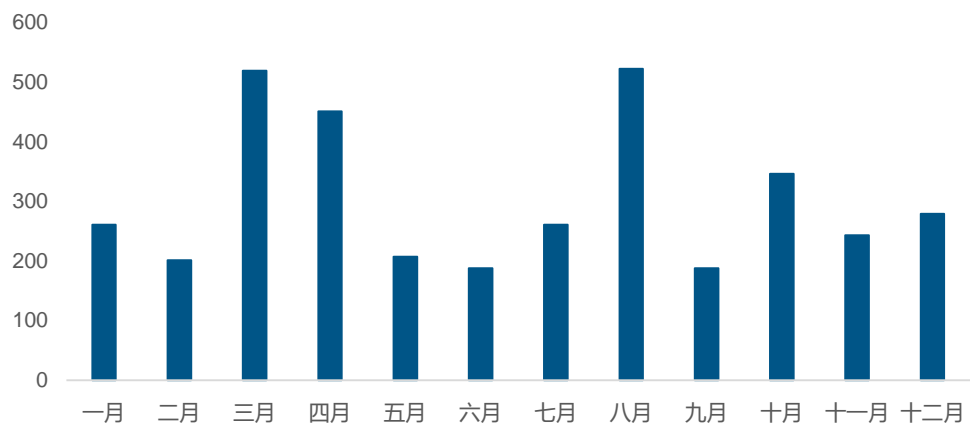
图 2：流通市值分布



资料来源：Wind，长江证券研究部

我们将每只股票所处的全市场流通市值分位数绘制成流通市值占比图，流通市值占比从市值分布来看，相对于 A 股的流通市值分布情况，分析师推荐股票流通市值更偏向于流通市值较小的股票。

图 3：时间分布



资料来源：Wind，长江证券研究部

从月度分布来看，评级上调现象主要出现在年报中报发布的时间点，根据业绩来判断公司评级也是分析师基本的分析逻辑，对于构建策略而言，时间上的散布不均匀使得仓位控制难度增大。

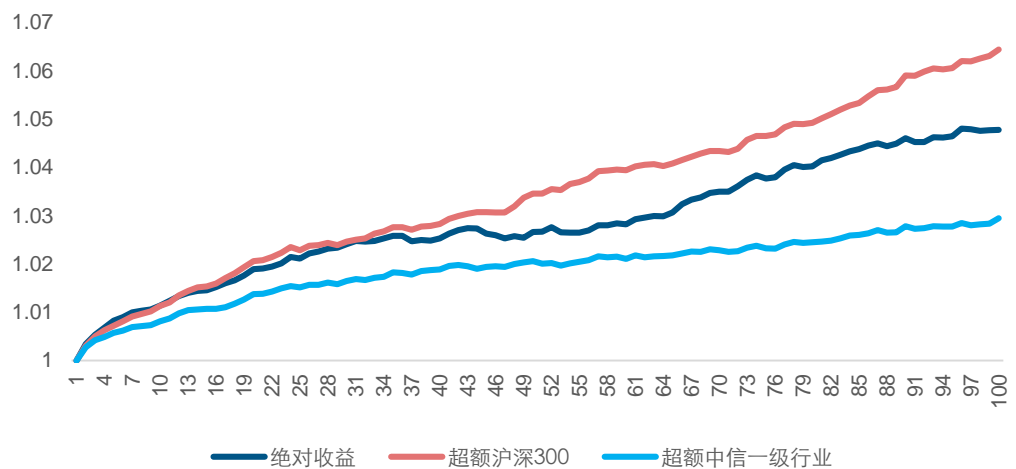
二、评级上调超额收益统计

为了分析评级上调对公司的股价的影响，我们计算了评级上调后公司股价相对沪深 300 与中信一级行业的超额收益，分别估算了上调评级、上调至买入评级、新财富分析师上调至买入评级三种情形下的超额收益。

1、超额收益统计

首先我们对所有评级上调的公司股价的超额收益进行了计算，共计 3666 个样本，统计周期为 100 个交易日。

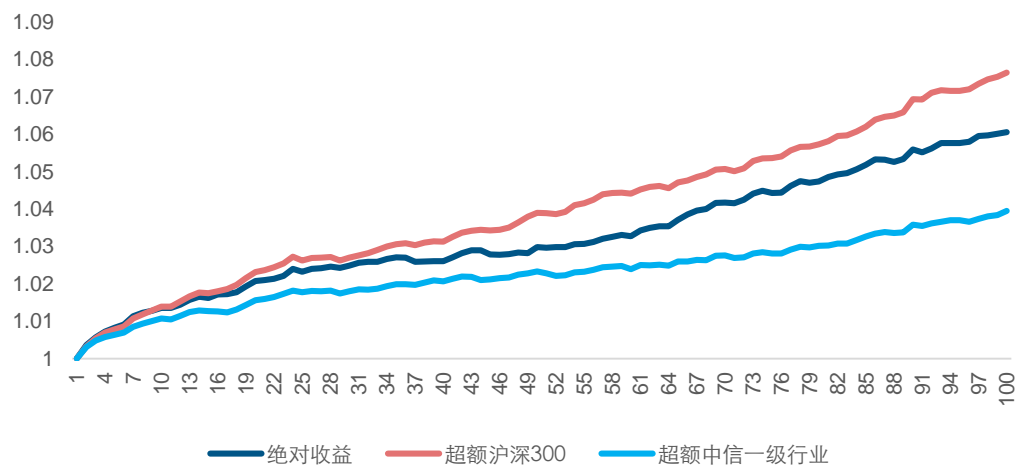
图 4：所有评级上调超额收益



资料来源：Wind，长江证券研究部

然后，我们计算了上调至买入评级股票超额收益。

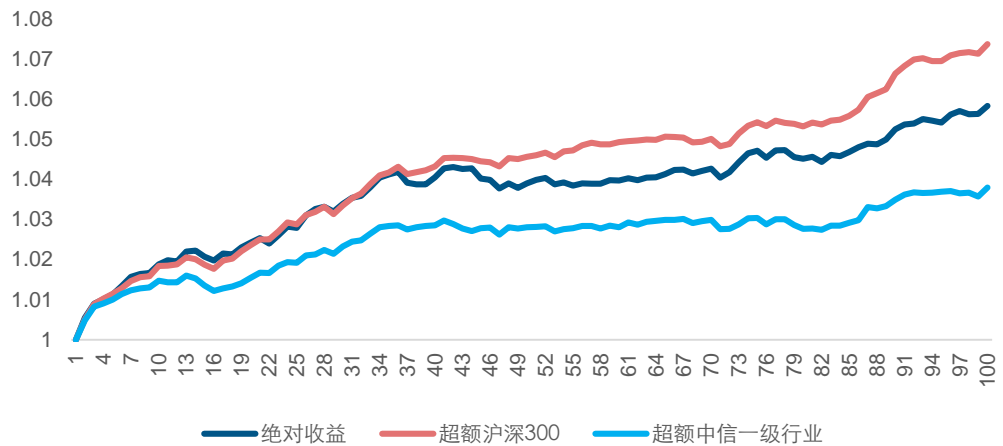
图 5：评级上调至买入超额收益



资料来源：Wind，长江证券研究部

通过对分析师的筛选，我们估算得到新财富分析师上调至买入的股票超额收益。

图 6：新财富分析师评级上调至买入超额收益



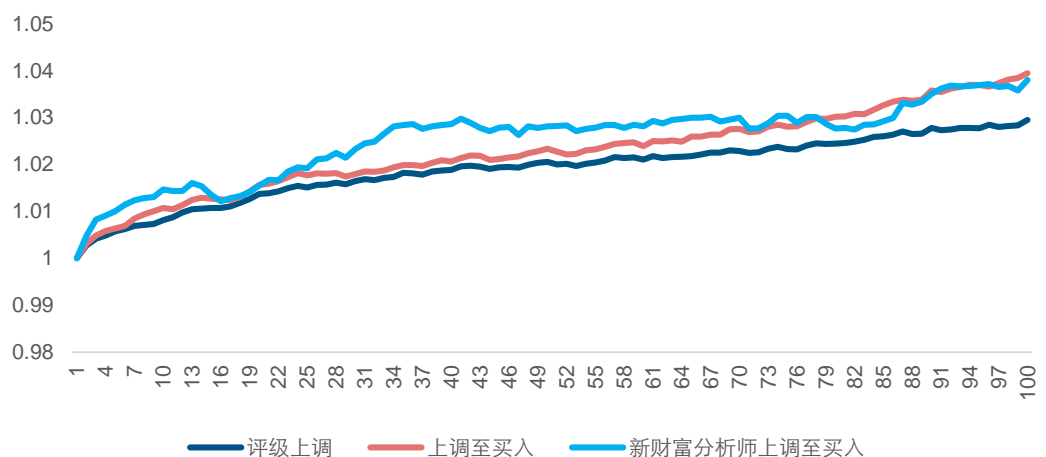
资料来源：Wind，长江证券研究部

从超额收益的统计情况来看，三种情形下的相对沪深 300 与中信一级行业的超额收益均表现出色，尤其在上调评级后短期内的超额收益尤为明显。

2、不同情形下超额收益与胜率对比

我们计算得到了上调评级、上调至买入评级、新财富分析师上调至买入评级三种情形下的超额收益，我们来对比三种情形下超额中信一级行业的收益对比。

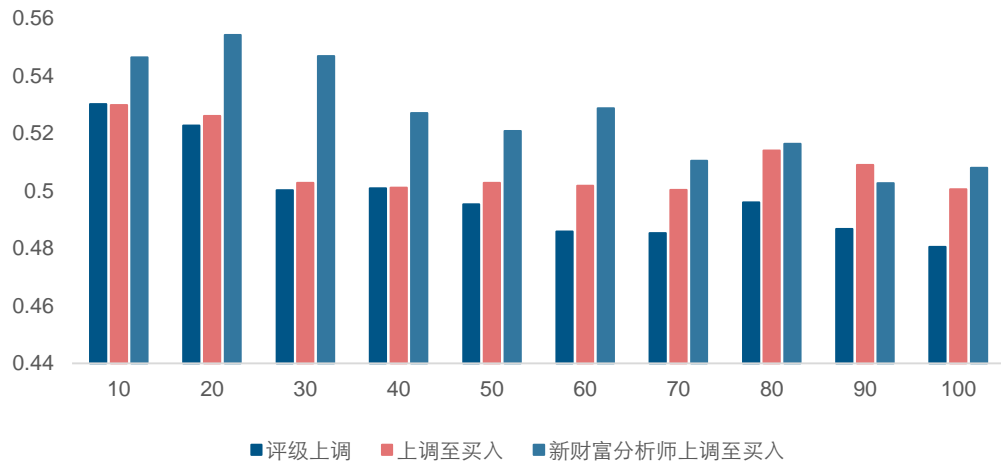
图 7：超额中信一级行业收益对比



资料来源：Wind，长江证券研究部

我们还对三种情形下的胜率进行了统计,可以发现新财富分析师上调至买入评级的股票的胜率在相当长的一段时间内会高于另外两种情形,而在相对长期的周期内与上调至买入评级胜率相差无几。这说明新财富分析师对于介入时机的把握更加准确,而普通分析师误判概率更高,新财富分析师的持有收益会在中短期内超过普通分析师。

图 8: 多情形下胜率统计



资料来源: Wind, 长江证券研究部

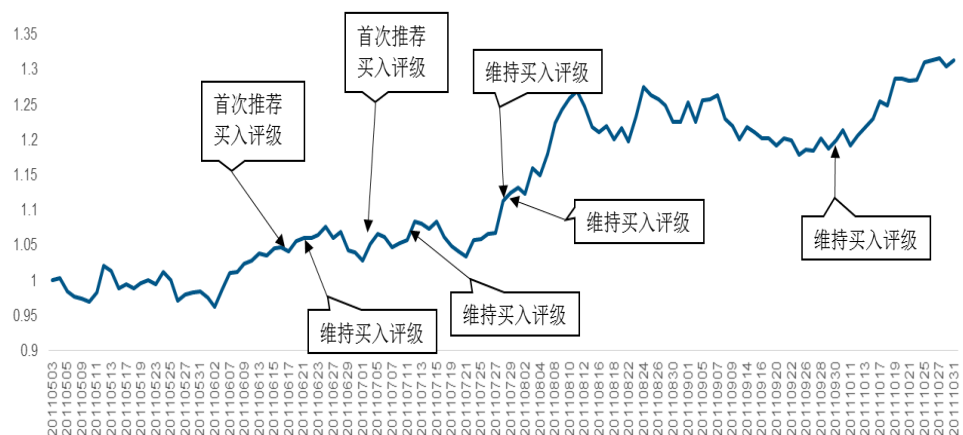
三、选股策略的构建

根据我们对评级上调这一事件超额收益的统计与分析，我们认为该事件存在一定的投资机会，通过一定的策略，可以获取这部分超额收益。

1、进入与退出时机确定

从汉得信息（300170）的股价走势与分析师评级的图中可以看到，分析师的评级推荐是存在很强的持续性的，当上调某只股票的评级后，如果该股票的预期上涨空间较大，无论是同一个分析师亦或是该行业的其他分析师都会对该股票进行跟进式的推荐，而当股价呈现下跌的趋势时，分析师也会停止对该股票的推荐行为。

图 9：分析师推荐案例（汉得信息）



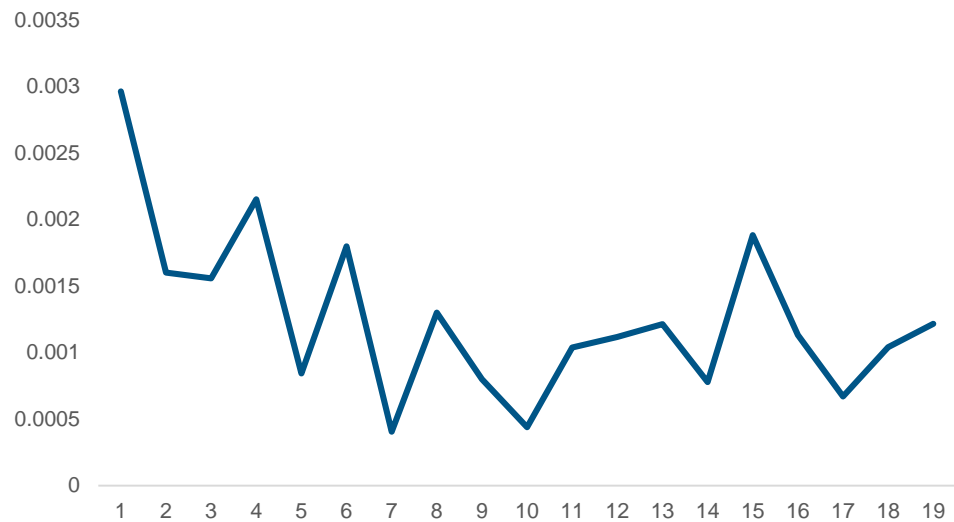
资料来源：Wind，长江证券研究部

根据对分析师推荐个股案例的分析，我们还发现，对于某些个股而言，新财富分析师并不是每次都能够最先发现并推荐。

因此，我们定义了**首次推荐**，即前一个月（20 交易日）没有分析师将该股票上调至买入评级，当发生分析师将其上调至买入评级时，我们认定该股票得到首次推荐买入。

然后我们来观察图 10 中股票受到首次推荐买入时，其每日收益率的变化情况。可以看到，虽然 20 日的平均收益率均为正，但是随着时间的推移，收益率呈现逐渐下跌的趋势，这说明如果我们能够更早得识别出卖点，资金的利用率会变得更更高。因此，我们选择在某只股票得到足够多的分析师推荐时，认为其大部分收益已经获得，接下来的收益会下降。

图 10: 首次推荐后 20 日平均收益率



资料来源: Wind, 长江证券研究部

而且结合超额收益与胜率的测算, 为了保证介入时机把握的准确性, 我们将全体分析师作为样本来构建我们的策略。根据图 7 中不同情形的超额收益的统计结果看, 新财富分析师推荐买入的股票在中短期内的超额收益是较高的, 因此, 在遇到新财富分析师推荐某只股票时, 延长我们对该股票的持有时间, 以获取更高的收益。

我们得到结论最佳的买入时机与退出时机可以由以下的方法确定:

进入时机

当一只股票长时间地没有被分析师上调至买入评级, 此时如果有分析师将该股票上调为买入评级, 我们则认为这个时点是一个买点。

退出时机

我们选择在买点出现后, 若出现新财富分析师推荐, 延长持有时间; 统计跟进推荐分析师的数量, 当限定时间内跟进分析师数量达到设定的阈值时, 出现卖点, 若分析师数量始终没有达到设定的阈值, 则到达限定时间时平仓。

2、策略构建

根据得到的策略进入时机与退出时机，我们构建我们的投资组合。

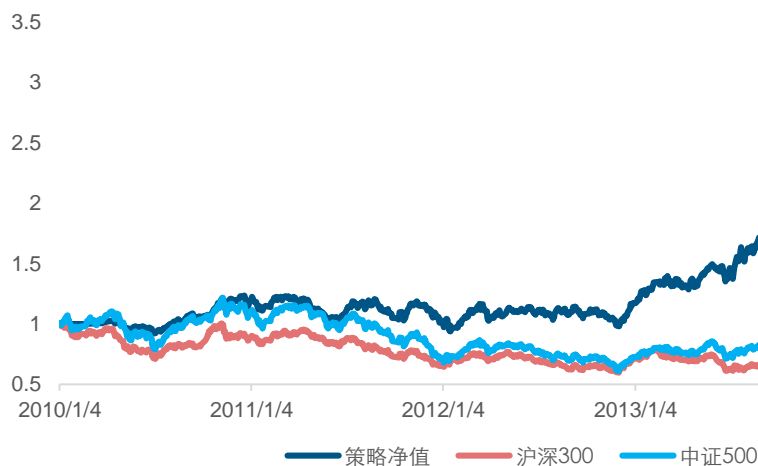
表 2 策略规则

项目	数值
起始时间（样本内）	2010/01/04
截止时间（样本内）	2014/12/31
起始时间（样本外）	2015/01/01
截止时间（样本外）	2015/06/30
交易成本	0.3%（双边）
止损限制	10%
最大持仓	50 只
最大持有时间	20 日
新财富分析师持有时间	40 日
分析师数量阈值	4

资料来源：长江证券研究部，wind

我们首先对样本内策略收益进行了测算，图 11 展示了策略净值与同期的沪深 300 和中证 500 的走势。从表 3 中的分年详细表现中可以看到，除了 2011 年，从 2010 年至 2014 年，策略均取得了 15% 以上的收益，并且 2010 年至 2014 年每年策略均跑赢沪深 300 与中证 500。平均年化收益达到了 23.97%，年化夏普比率为 0.9460。

图 11：样本内策略净值



资料来源：Wind，长江证券研究部

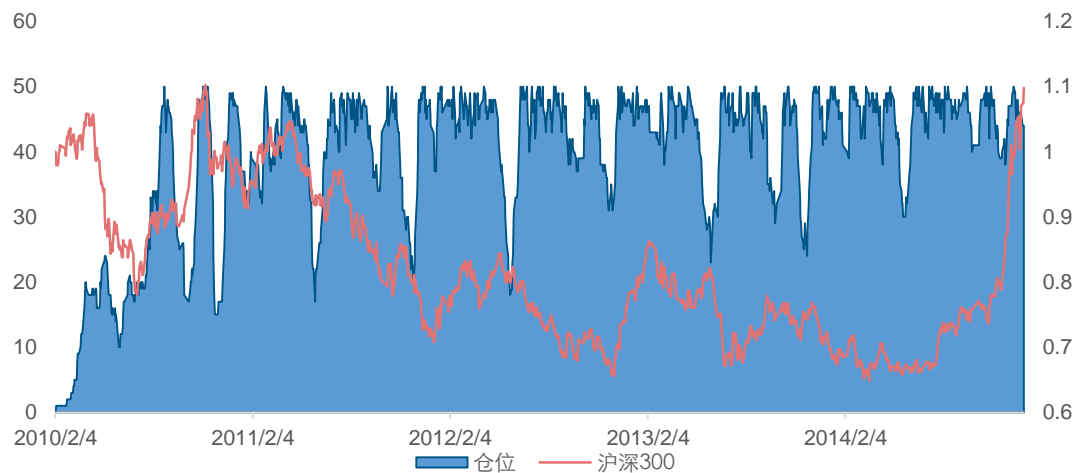
表 3: 策略分年表现

	综合	2010	2011	2012	2013	2014
绝对年化收益率	23.97%	19.06%	-15.20%	17.03%	59.29%	54.44%
相对年化收益率 (沪深 300)	23.97%	31.03%	11.90%	6.96%	67.58%	0.94%
相对年化收益率 (中证 500)	22.30%	9.25%	20.49%	14.32%	40.53%	15.10%
最大回撤	-23.95%	-10.22%	-17.88%	-15.93%	-10.63%	-12.19%
绝对胜率	55.03%	50.83%	50.82%	53.50%	60.08%	59.18%
相对胜率 (沪深 300)	56.68%	52.48%	53.69%	50.21%	64.29%	55.92%
相对胜率 (中证 500)	55.44%	45.45%	54.92%	53.91%	59.24%	56.73%
年化夏普比率	0.9460	0.9628	-0.8811	0.6054	2.2572	2.1387

资料来源：长江证券研究部，wind

图 12 中展示了 2010 年至 2014 年每天的持仓情形，从图中可以看到策略的仓位绝大部分时期持仓高于 35，策略的资金利用率也比较高。而且，从仓位与沪深 300 走势的对比图中可以看到，在行情下跌时，仓位会呈现一定的减少，

图 12: 持仓情况



资料来源：Wind，长江证券研究部

为了分析参数不同对策略收益的影响，我们测试了多对持有时间与分析师阈值的组合，总体而言，分析师阈值的设定缩短了持有时间，一定程度上提高了策略的收益。不过由于受到仓位与资金利用率的影响，分析师数量阈值在不同持有时间下的影响是非单调的。但是可以看到的是对于 20 日持有的策略，分析师数量为 16 则相当于该筛选条件的失效，可以看到阈值为 4 的收益会高于 16，因此，阈值的设定有意义的。

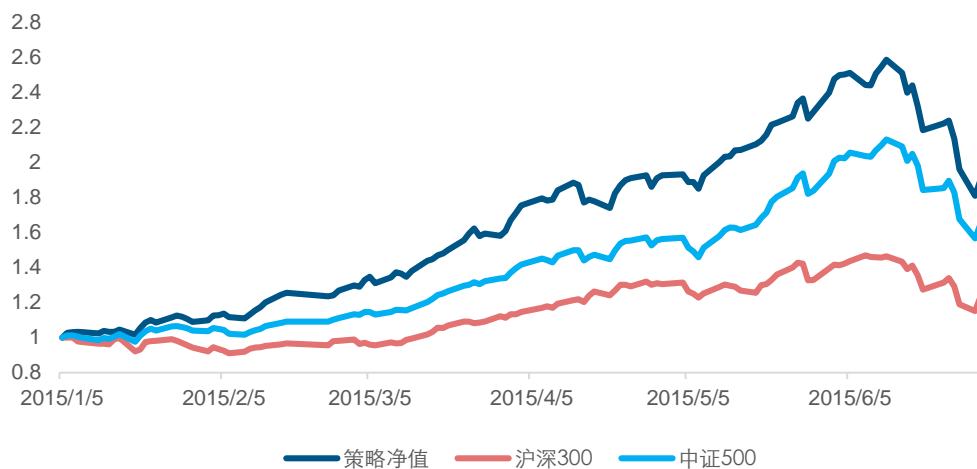
表 4 不同参数下策略收益

最大持有时间 分析师数量阈值	20	30	40
4	183.40 %	173.93%	139.19%
8	178.77%	181.03 %	138.80%
12	179.50 %	171.84 %	138.22%
16	175.18%	170.02%	141.13%

资料来源：长江证券研究部，wind

图 13 展示了样本外的策略收益，样本外，我们仍然采用持有时间为 20 天，分析师阈值为 4 的设定。可以看到，策略显著跑赢了沪深 300 与中证 500，不过在 6 月份的大盘下跌过程中，策略回调程度也较为明显，最大回撤达到了-30.01%，但是策略仍然取得了年化 283.07%，绝对胜率达到了 68.07%，年化夏普比率为 7.1536。

图 13: 样本外策略净值



资料来源：Wind，长江证券研究部

表 5: 样本外策略表现

	2015
绝对年化收益率	283.07%
相对年化收益率（沪深 300）	192.51%
相对年化收益率（中证 500）	60.09%
最大回撤	-30.01%

绝对胜率	68.07%
相对胜率（沪深 300）	63.03%
相对胜率（中证 500）	63.03%
年化夏普比率	7.1536

资料来源：长江证券研究部，wind

四、总结

通过对分析师评级上调这一事件对公司股价的影响分析，并基于这一分析构建组合策略，我们得到如下结论：

- 1、分析师评级上调对公司股票价格会产生正面的冲击，根据数据显示受到分析师评级上调的公司在相当长的时期内存在正的超额收益；
- 2、通过对所有评级上调公司、评级上调至买入公司、新财富分析师上调至买入公司三者的超额收益与胜率统计，我们发现新财富分析师上调至买入评级的股票的超额收益高于所有分析师上调至买入的股票，而后的超额收益又高于所有评级上调的股票；

对典型的分析师推荐股票的案例分析，可以发现，分析师推荐股票存在跟进的行为，因此，根据分析师推荐股票的流程，可以建立合适的进入与退出时机：

进入时机

当一只股票长时间地没有被分析师上调至买入评级，此时如果有分析师将该股票上调为买入评级，我们则认为这个时点是一个买点。

退出时机

我们选择在买点出现后，若出现新财富分析师推荐，延长持有时间；统计跟进推荐分析师的数量，当限定时间内跟进分析师数量达到设定的阈值时，出现卖点，若分析师数量始终没有达到设定的阈值，则到达限定时间时平仓。

- 3、根据确认的进入与退出时机，构建评级上调的事件驱动选股策略。策略在样本内取得了平均年化 23.97% 的绝对收益，从 2015 年初至 2015 年 6 月底的样本外策略收益达到了 89.51%。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807 13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916 13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003 18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863 13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412 18911132188	limj@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。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和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。