

# 行业配置策略：机构调研视角

华泰研究

2021 年 3 月 28 日 | 中国内地

深度研究

|                        |                      |
|------------------------|----------------------|
| 研究员                    | 林晓明                  |
| SAC No. S0570516010001 | linxiaoming@htsc.com |
| SFC No. BPY421         | +86-755-82080134     |
| 研究员                    | 李聪                   |
| SAC No. S0570519080001 | licong@htsc.com      |
|                        | +8601056793938       |
| 研究员                    | 韩哲                   |
| SAC No. S0570520100006 | hanxi@htsc.com       |
|                        | +86-10-56793937      |
| 联系人                    | 王佳星, PhD             |
| SAC No. S0570119090074 | wangjiaxing@htsc.com |
|                        | +86-10-56793942      |

**机构调研信息能反映机构投资者的关注方向，可用于构建有效的量化策略**  
机构调研信息主要用于记载机构投资者对上市公司进行调研的具体情况，能够第一时间展示机构投资者的投资倾向，是观察机构行为的重要工具。本文基于机构调研数据进行了从股票到行业层面的配置策略研究，实证结果表明：机构调研数据和股票收益率存在关联关系，持有被机构多次调研的个股能够获得显著的超额收益；基于机构调研数据变化情况可以评估当前行业的机构关注热度，还能在此基础上构建行业轮动策略；机构调研信息能对机构投资者行为进行有效跟踪，机构调研策略净值和普通股票型基金指数的历史走势相似，随着机构投资者影响力日益增大，机构调研策略的表现值得关注。

## 机构调研数据和股票收益率密切关联，被调研越多的个股超额收益越高

通过对机构调研数据的汇总，我们发现机构调研信息在 A 股市场的披露数量不断增加，与股市规模相匹配。统计结果显示，机构调研数据和股票收益率存在着密切联系，机构调研次数越多的个股获取收益能力越强，而且被调研个股持有时间越久，获取超额收益概率越高。比如对单个上市公司单日调研次数在 300 以上时，未来 120 日股票相对中证全指超额收益中位数为 6.11%，胜率大于 60%。机构调研数据还可以与股票价格走势或是资金流向等数据相结合来提高策略表现，比如说被机构调研后如果出现股价上涨或是机构资金流入的现象，股票后续获取超额收益的概率也会提升。

## 基于机构调研信息构建的选股和行业轮动策略具有较强的收益获取能力

本研究基于机构调研信息构建了三个股票和行业层面的量化策略：首先基于事件驱动的思路构建策略，将“被机构多次调研”视为特殊事件，买入触发机构调研事件的股票。策略从 2015 至今相对中证全指年化超额收益在 12% 以上。其次是进行定期选股策略的构建，定期买入机构关注度最高的股票，策略的年化超额收益能达到 18% 以上。最后我们基于各行业机构调研次数的变化情况进行了行业轮动策略的构建，策略的年化超额收益在 7% 以上。总的来说，机构调研策略获取收益的能力较强，月度胜率介于 50%-60% 之间，超额收益的月度盈亏比在 1.5 左右。

## 机构调研策略普适性较强，在大多数行业内选股或是择时都有正收益

尽管机构调研数据在各行业覆盖度存在差异，不过从行业内选股以及单行业择时测试的结果来看，机构调研策略在绝大多数行业上都是有效的。行业内选股测试表明，基于机构调研信息的选股策略在绝大多数一级行业上的超额收益都为正，在电子、计算机等经营逻辑比较复杂的行业或是石化、钢铁等强周期行业上回测效果较好。单行业择时测试表明，有三分之二行业采用机构调研数据的择时收益为正，这意味着机构调研信息在获取 beta 收益上也有一定的参考价值。

## 调研信息是对机构投资者行为的有效跟踪，策略净值走势和基金指数接近

机构调研信息是机构投资者行为的有效跟踪维度。将机构调研策略净值和普通股票型基金指数净值对比来看，两者的变化趋势一致性很高，比如说都是在 2015 年出现了较大波动，在 2016-2017 年稳步上涨，在 2018 年出现回撤，在 2019-2020 年大幅上涨。机构调研策略能够具有良好表现的核心逻辑在于机构投资者具有较强的市场定价权。随着机构投资者在市场上的话语权越来越重，机构调研策略后续表现值得关注。

**风险提示：**模型根据历史规律总结，历史规律可能失效。市场出现超预期波动，导致拥挤交易。报告中涉及到的具体行业或股票不代表任何投资建议，请投资者谨慎、理性地看待。

## 正文目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 本文导读 .....                            | 4  |
| 机构调研数据预处理以及特征分析 .....                 | 5  |
| 机构调研次数和股市规模匹配，在市场处于局部低点时调研数量会增加 ..... | 5  |
| 券商、公募和私募基金是市场调研主力 .....               | 6  |
| 机构调研数据在全市场覆盖度达到六成以上 .....             | 7  |
| 机构调研数据存在行业偏向性，热门行业关注度更高 .....         | 8  |
| 机构调研次数越多的股票，未来一段时间超额收益为正的的概率越高 .....  | 9  |
| 机构调研数据可以与股票涨跌幅或是资金流向数据结合起来提高效果 .....  | 10 |
| 基于机构调研信息的策略构建 .....                   | 12 |
| 机构调研信号预处理 .....                       | 12 |
| 事件驱动策略 .....                          | 12 |
| 定期选股策略 .....                          | 16 |
| 行业轮动策略 .....                          | 18 |
| 机构调研策略在不同行业上的适用性测试 .....              | 21 |
| 机构调研策略在不同行业上的选股效果 .....               | 21 |
| 机构调研策略在不同行业上的择时效果 .....               | 24 |
| 本文总结 .....                            | 26 |
| 风险提示 .....                            | 26 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图表 1： 机构调研活动示意图 .....                         | 4  |
| 图表 2： 本文主要研究内容 .....                          | 4  |
| 图表 3： 全市场所有股票的月度机构调研次数和股票总数对比 .....           | 5  |
| 图表 4： 机构调研总次数和中证全指走势对比 .....                  | 5  |
| 图表 5： 参与调研的机构类型占比（数据截至 2021 年 3 月 12 日） ..... | 6  |
| 图表 6： 参与调研的机构类型占比变化情况 .....                   | 6  |
| 图表 7： 机构调研活动类型占比（数据截至 2021 年 3 月 12 日） .....  | 6  |
| 图表 8： 机构调研活动类型占比变化情况 .....                    | 6  |
| 图表 9： 茅指数成分股历年接受机构调研次数统计 .....                | 7  |
| 图表 10： 各行业个股平均每年接受调研次数统计 .....                | 8  |
| 图表 11： 单日机构调研次数和股票超额收益中位数对比 .....             | 9  |
| 图表 12： 单日机构调研次数和股票相对基准胜率对比 .....              | 9  |
| 图表 13： 不同类型机构调研数量和未来 120 日股票超额收益中位数 .....     | 9  |
| 图表 14： 不同类型机构调研数量和未来 120 个交易日股票胜率对比 .....     | 9  |
| 图表 15： 单日机构调研次数和未来 20 日超额收益中位数对比 .....        | 10 |
| 图表 16： 单日机构调研次数和未来 20 日股票相对基准胜率对比 .....       | 10 |
| 图表 17： 单日机构调研次数和未来 120 个交易日超额收益中位数对比 .....    | 10 |
| 图表 18： 单日机构调研次数和未来 120 个交易日股票胜率对比 .....       | 10 |
| 图表 19： 资金流入时机机构调研次数和 20 日股票超额收益中位数对比 .....    | 11 |
| 图表 20： 资金流入时机机构调研次数和 40 日股票超额收益中位数对比 .....    | 11 |
| 图表 21： 资金流入时机机构调研次数和 60 日股票超额收益中位数对比 .....    | 11 |

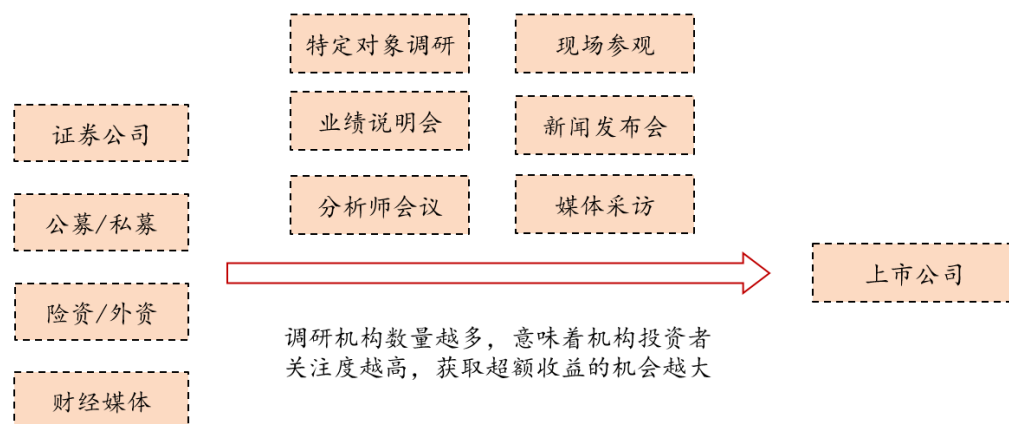
|   |    |
|---|----|
| 图表 22: 资金流入时机构调研次数和 120 日股票超额收益中位数对比 .....                      | 11 |
| 图表 23: 事件驱动策略示意图 (图上标注数据为当日公布的调研机构总数) .....                     | 12 |
| 图表 24: 不同机构调研次数阈值设定下事件驱动策略回测表现中位数 .....                         | 13 |
| 图表 25: 不同回看天数和持仓天数下的策略信息比率中位数变化情况 .....                         | 13 |
| 图表 26: 不同回看天数和持仓天数下的策略年化超额收益率中位数变化情况 .....                      | 13 |
| 图表 27: 最终选定的两个事件驱动策略回测风险指标 .....                                | 14 |
| 图表 28: 事件驱动策略 1 回测净值曲线 .....                                    | 14 |
| 图表 29: 事件驱动策略 2 回测净值曲线 .....                                    | 14 |
| 图表 30: 经过收益率筛选后机构调研策略在年化超额收益率上的提升 (机构调研次数阈值固定为 50) .....        | 15 |
| 图表 31: 经过资金流向指标筛选后机构调研策略在年化超额收益率上的提升 (机构调研次数阈值固定为 50) .....     | 15 |
| 图表 32: 定期选股策略计算示意图 .....  | 16 |
| 图表 33: 不同持股数下定期选股策略回测年化超额收益率和信息比率中位数 .....                      | 16 |
| 图表 34: 不同回看天数和调仓频率下的策略年化超额收益率中位数变化情况 .....                      | 17 |
| 图表 35: 不同回看天数和调仓频率下的策略信息比率中位数变化情况 .....                         | 17 |
| 图表 36: 典型股票配置策略回测风险收益指标 (胜率和盈亏比都是月度统计) .....                    | 17 |
| 图表 37: 典型股票配置策略回测净值曲线 .....                                     | 17 |
| 图表 38: 典型股票配置策略回测相对净值曲线 (参照中证全指) .....                          | 17 |
| 图表 39: 行业轮动策略构建示例 .....   | 18 |
| 图表 40: 钢铁行业相对净值和个股平均调研次数对比 .....                                | 19 |
| 图表 41: 钢铁行业相对净值和个股平均调研次数 Z-score 对比 .....                       | 19 |
| 图表 42: 基于不同级别行业构建的机构调研策略回测年化超额收益率以及信息比率中位数 .....                | 19 |
| 图表 43: 不同持有行业个数和回看天数下的策略年化超额收益率中位数变化情况 (一级行业) .....             | 20 |
| 图表 44: 不同持有行业个数和调仓频率下的策略年化超额收益率中位数变化情况 (一级行业) .....             | 20 |
| 图表 45: 行业轮动策略回测风险收益指标 .....                                     | 20 |
| 图表 46: 典型行业轮动策略回测净值曲线 .....                                     | 20 |
| 图表 47: 采用机构调研信息进行行业内选股的超额收益以及信息比率, 基准为各行业价格指数 .....             | 21 |
| 图表 48: 石油石化行业内选股策略回测净值曲线 (十只股票) .....                           | 22 |
| 图表 49: 电子行业内选股策略回测净值曲线 (十只股票) .....                             | 22 |
| 图表 50: 食品饮料行业十大龙头股流通市值占比和历史机构调研次数 (数据截至 2021 年 3 月 12 日) .....  | 23 |
| 图表 51: 消费者服务行业十大龙头股流通市值占比和历史机构调研次数 (数据截至 2021 年 3 月 12 日) ..... | 23 |
| 图表 52: 非银行金融行业十大龙头股流通市值占比和历史机构调研次数 (数据截至 2021 年 3 月 12 日) ..... | 23 |
| 图表 53: 采用机构调研信息在各行业相对指数上进行择时的结果 .....                           | 24 |
| 图表 54: 钢铁行业相对净值和调研次数 Z-score 对比 .....                           | 25 |
| 图表 55: 钢铁行业择时策略净值 .....   | 25 |
| 图表 56: 煤炭行业相对净值和调研次数 Z-score 对比 .....                           | 25 |
| 图表 57: 煤炭行业择时策略净值 .....   | 25 |
| 图表 58: 本文构建的典型机构调研策略和 Wind 普通股股票型基金指数走势对比 .....                 | 26 |

## 本文导读

对于机构投资行为的跟踪和模仿，一直是投资市场上长盛不衰的话题。随着 A 股市场成熟度逐渐提高，机构投资者的持仓占比也在不断上升，对市场影响力逐渐增大。通过观察机构投资者的最新动向，可以在股票和行业配置上占得一定的先机。本文将以机构调研信息为切入点，提供对于机构投资者行为观察的新思路。

机构调研信息反映了上市公司接待投资机构上门调研或是通过策略会、业绩发布会等形式进行信息披露的具体情况。上市公司的机构调研次数越多也意味着机构投资者的关注度越高，也就越有可能获得机构投资者买入。与此同时，个别行业调研次数的突然增加也可能意味着市场关注热点的切换，我们也能从中捕捉到行业层面的投资机会。

图表1：机构调研活动示意图

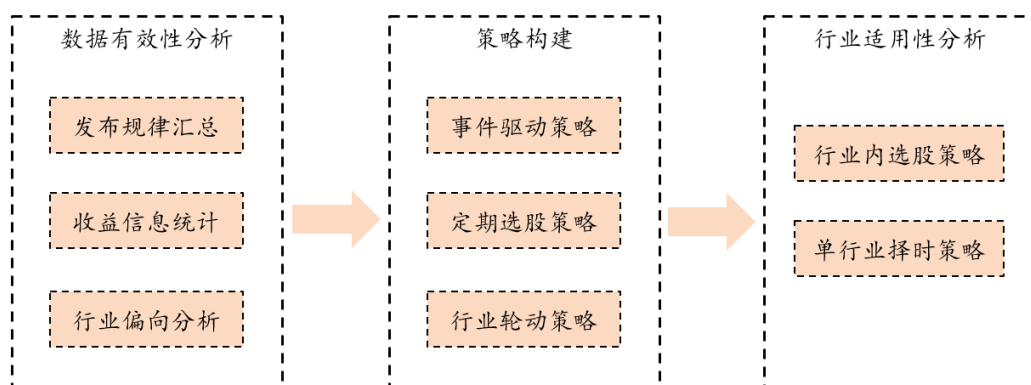


资料来源：华泰研究

基于机构调研信息可以从股票和行业层面构建量化策略。本篇报告将详细讨论机构调研策略的有效性以及适用范围，具体研究工作主要包括以下三个方面：

1. 首先，对机构调研数据进行预处理，分析数据在时序上以及不同行业间的分布特征，统计调研后股票的价格走势。
2. 其次，基于机构调研信息在个股和行业层面构建量化配置策略，对于事件驱动策略、定期选股策略以及行业轮动策略都进行详细地分析讨论。
3. 最后，进行行业内选股和单行业择时分析，探究机构调研策略在不同行业的适用性。

图表2：本文主要研究内容



资料来源：华泰研究

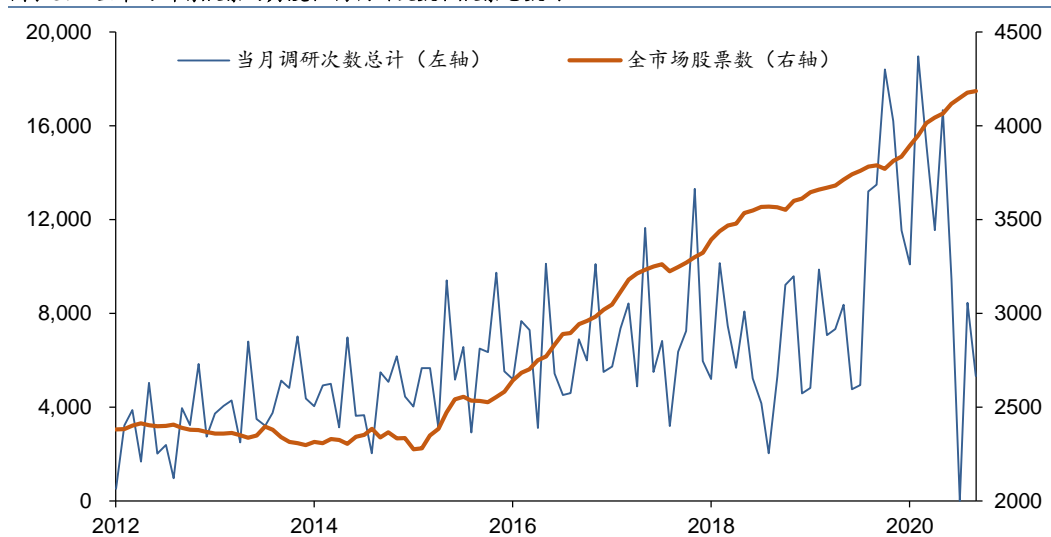


## 机构调研数据预处理以及特征分析

### 机构调研次数和股市规模匹配，在市场处于局部低点时调研数量会增加

本研究采用的机构调研数据为 wind 数据库中的 AshareISActivity(中国 A 股机构调研活动)和 AShareISParticipant(中国 A 股机构调研参与主体)数据表。将两个表中的数据进行合并后，我们可以得到单次调研活动的实际日期、调研活动公告日期、调研活动类型、参加机构以及调研参与者具体名称等信息。从 2012 年开始至 2021 年 3 月 12 日，wind 上可获得的原始机构调研信息总计有 83 万条。从统计结果来看，机构投资者的月度调研次数从 2012 年的 4000 次/月提高到 2020 年的 16000 次/月，与全市场股票总数的增长幅度相匹配。

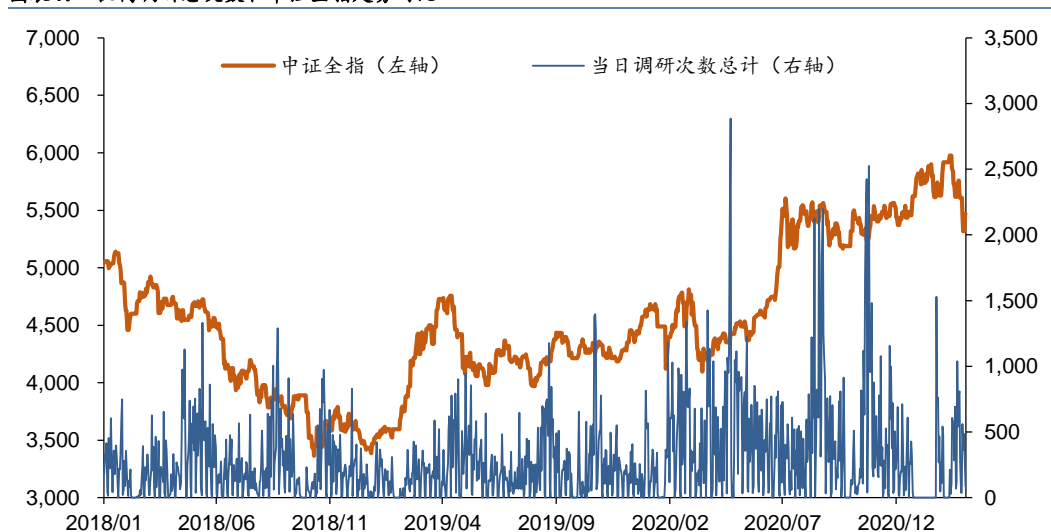
图表3： 全市场所有股票的月度机构调研次数和股票总数对比



资料来源：Wind，华泰研究

机构调研较为频繁的时间一般是信息披露较为密集的财报季，或者是市场出现大幅下跌的“黄金坑”位置。比如以 2018 年至今的统计来看，机构投资者调研次数较多时间点往往是股市的局部低点。这也说明机构投资者较为关注市场错配现象，善于捕捉长线投资机会。

图表4： 机构调研总次数和中证全指走势对比



资料来源：Wind，华泰研究

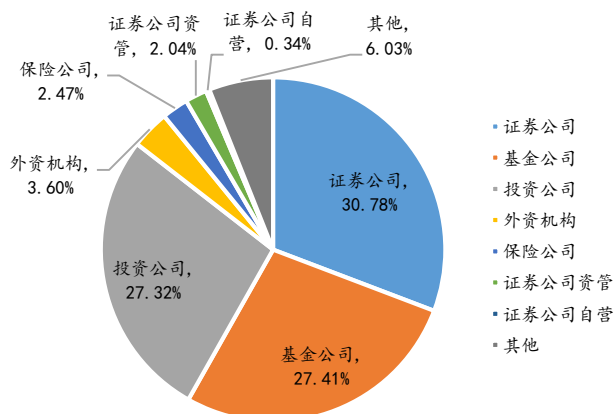
## 券商、公募和私募基金是市场调研主力

从参与调研的投资机构类型来看，证券公司、公募基金（基金公司）以及私募基金（投资机构）是进行上市公司调研的主力，三种机构调研总数占比在 85% 以上。从 2015 年至今的月度数据统计来看，2020 年上半年公募和私募基金调研次数有所增加，但是整体来说券商、公募和私募机构调研次数在全市场的占比保持稳定。

从具体调研活动类型来看，特定对象调研是最为常见的调研形式，占据了 70% 的比例。特定对象调研主要是指从事证券交易或者能够传播有关信息的机构或个人对上市公司的调研活动。以特定调研为主的机构调研活动都必须记录在案，但是并不强制进行公开。不同类型的调研活动都具有参考价值，能够反映市场对上市公司的关注程度，后文在计算时会将所有类型的调研活动都纳入统计。

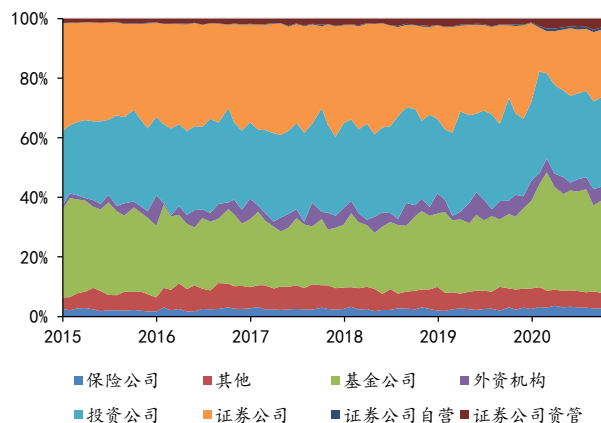
上市公司调研信息的披露存在一定的滞后性，公告披露日期一般会晚于实际调研日期。经过统计，有 64.86% 公告在调研活动后 2 个交易日内发布，有 88.55% 公告在调研活动后 5 个交易日内发布。2015 年以前统计的数据质量相对较低，出于对数据准确性和时效性的考量，后文中的策略回测统一从 2015 年开始。

图表5：参与调研的机构类型占比（数据截至 2021 年 3 月 12 日）



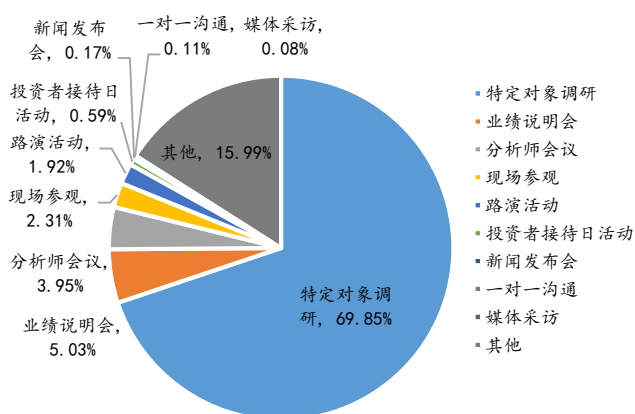
资料来源：Wind，华泰研究

图表6：参与调研的机构类型占比变化情况（数据截至 2020 年 12 月）



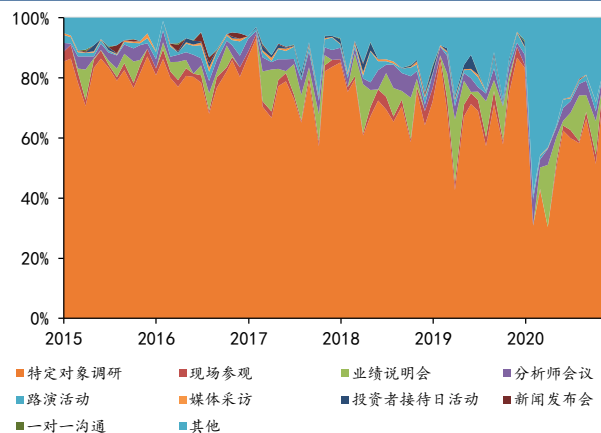
资料来源：Wind，华泰研究

图表7：机构调研活动类型占比（数据截至 2021 年 3 月 12 日）



资料来源：Wind，华泰研究

图表8：机构调研活动类型占比变化情况（数据截至 2020 年 12 月）



资料来源：Wind，华泰研究

## 机构调研数据在全市场覆盖度达到六成以上

上市公司对于是否接受投资机构调研以及是否公布机构调研数据都具有自主选择权，所以机构调研数据没有强制性，无法对所有个股进行覆盖。截止到 2021 年 2 月 28 日，有过机构调研记录的股票为 2715 只，占全市场总股票数的 64%，在最新的中证 800 成分股中，有 477 只股票有过被调研记录。

从最新的茅指数成分股被调研情况来看，海康威视、汇川技术、歌尔股份被机构调研次数较多，截止到 2020 年末累计被调研次数超过 5000 次。贵州茅台、中国中免、中国平安等重要的上市公司并未披露过机构调研情况。

图表9：茅指数成分股历年接受机构调研次数统计

| 股票名称   | 彭博股票代码    | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 总计    |
|--------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| 海康威视   | 002415 CH | 126  | 416  | 388  | 215  | 972  | 2935 | 3162 | 3208 | 3691 | 15113 |
| 汇川技术   | 300124 CH | 127  | 392  | 529  | 509  | 902  | 759  | 900  | 1222 | 1387 | 6727  |
| 歌尔股份   | 002241 CH |      | 64   | 88   | 78   | 450  | 1135 | 439  | 936  | 1922 | 5112  |
| 迈瑞医疗   | 300760 CH |      |      |      |      |      |      | 265  | 849  | 3787 | 4901  |
| 美的集团   | 000333 CH |      | 22   | 471  | 592  | 1096 | 822  | 549  | 512  | 167  | 4231  |
| 立讯精密   | 002475 CH | 10   | 50   | 11   | 120  | 311  | 190  | 1120 | 694  | 1540 | 4046  |
| 比亚迪    | 002594 CH | 186  | 438  | 369  | 130  | 290  | 238  | 161  | 140  | 205  | 2157  |
| 格力电器   | 000651 CH |      | 104  | 266  | 194  | 636  | 132  | 143  | 78   | 41   | 1594  |
| 泸州老窖   | 000568 CH | 90   | 81   | 89   | 94   | 128  | 111  | 115  | 155  | 37   | 900   |
| 长春高新   | 000661 CH |      |      | 33   | 130  | 96   | 217  | 79   | 0    | 337  | 892   |
| 东方雨虹   | 002271 CH | 19   | 34   | 41   | 90   | 85   | 123  | 106  | 181  | 149  | 828   |
| 伊利股份   | 600887 CH |      |      |      | 125  | 384  | 231  |      |      |      | 740   |
| 牧原股份   | 002714 CH |      |      | 79   | 20   | 23   | 166  | 23   | 143  | 219  | 673   |
| 五粮液    | 000858 CH | 50   | 3    | 89   | 44   | 38   | 27   | 84   | 182  | 64   | 581   |
| 爱尔眼科   | 300015 CH |      | 37   | 62   | 111  | 31   | 14   | 154  | 74   | 34   | 517   |
| 亿纬锂能   | 300014 CH | 39   | 56   | 57   | 34   | 79   | 100  | 9    | 15   | 16   | 405   |
| 金山办公   | 688111 CH |      |      |      |      |      |      |      |      | 315  | 315   |
| 智飞生物   | 300122 CH |      |      |      |      | 61   | 112  | 76   | 0    | 15   | 264   |
| 东方财富   | 300059 CH |      | 11   | 31   | 29   | 122  | 8    | 37   | 14   | 8    | 260   |
| 顺丰控股   | 002352 CH | 8    | 10   | 4    | 3    | 3    | 101  | 37   | 42   | 48   | 256   |
| 金龙鱼    | 300999 CH |      |      |      |      |      |      |      |      | 214  | 214   |
| 通策医疗   | 600763 CH |      | 1    | 8    | 10   | 9    | 11   | 58   | 64   | 22   | 183   |
| 海天味业   | 603288 CH |      |      | 73   | 0    | 0    | 0    | 0    | 15   | 31   | 119   |
| 恒立液压   | 601100 CH |      |      | 51   |      |      |      |      |      |      | 51    |
| 宁德时代   | 300750 CH |      |      |      |      |      |      |      | 45   | 5    | 50    |
| 晨光文具   | 603899 CH |      |      |      | 5    | 1    | 9    | 5    | 4    | 17   | 41    |
| 万华化学   | 600309 CH |      |      |      |      |      | 23   | 9    |      |      | 32    |
| 中芯国际-U | 688981 CH |      |      |      |      |      |      |      |      | 9    | 9     |
| 三一重工   | 600031 CH |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 0     |
| 招商银行   | 600036 CH |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 0     |
| 恒瑞医药   | 600276 CH |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 0     |
| 片仔癀    | 600436 CH |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 0     |
| 贵州茅台   | 600519 CH |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 0     |
| 海螺水泥   | 600585 CH |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 0     |
| 海尔智家   | 600690 CH |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 0     |
| 长江电力   | 600900 CH |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 0     |
| 隆基股份   | 601012 CH |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 0     |
| 中国平安   | 601318 CH |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 0     |
| 中国中免   | 601888 CH |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 0     |
| 药明康德   | 603259 CH |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 0     |
| 韦尔股份   | 603501 CH |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 0     |

资料来源：Wind，华泰研究

## 机构调研数据存在行业偏向性，热门行业关注度更高

行业层面统计数据显示，机构调研数据对于所有行业都有覆盖，不过行业间的机构关注度存在差异。电子、计算机、家电等成长或消费行业关注度较高，个股平均被调研次数高于市场均值。相较之下，煤炭、综合、交通运输、房地产等行业关注度偏低。

行业调研数据本身的偏向性也从侧面体现了机构投资者对于赛道的偏好，调研次数较高的成长和消费行业也恰恰是近些年市场最为热门的投资方向。行业调研次数的变迁也反映了市场关注点的变化，比如说 2012 年建筑和石化行业个股平均调研次数处于市场前列，但是到了近几年下滑到中游水平。相比之下，电力设备新能源、国防军工以及食品饮料等行业调研次数在 2020 年增幅较大，成为当年的投资热点。

不过需要强调的是，周期和金融类行业的投资逻辑相对清晰，能够通过公开可得数据对公司的盈利情况进行估计，所以调研需求相对较少。而电子、计算机行业经营模式较为复杂，对调研的依赖度更高。

不同行业的调研次数难以直接进行对比。在后文的行业轮动策略构建中，我们会着重考虑机构调研数据的行业偏向问题，避免对单个行业过度依赖。

**图表10： 各行业年内个股平均每年接受调研次数统计（中信一级行业）**

| 行业名称     | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020   | 平均值   |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 电子       | 22.59 | 57.34 | 58.53 | 51.28 | 73.15 | 82.62 | 88.45 | 78.09 | 111.26 | 69.26 |
| 计算机      | 27.66 | 70.13 | 78.59 | 74.67 | 70.23 | 42.35 | 54.59 | 49.30 | 94.59  | 62.46 |
| 家电       | 14.11 | 42.15 | 54.78 | 40.98 | 72.34 | 58.44 | 51.60 | 44.08 | 33.59  | 45.79 |
| 通信       | 13.53 | 34.09 | 47.37 | 49.90 | 73.25 | 46.28 | 27.53 | 26.38 | 29.49  | 38.65 |
| 医药       | 11.38 | 34.16 | 40.77 | 36.25 | 36.37 | 35.40 | 40.34 | 32.13 | 78.80  | 38.40 |
| 食品饮料     | 11.44 | 24.84 | 26.07 | 22.53 | 28.15 | 25.19 | 23.85 | 41.83 | 89.91  | 32.65 |
| 轻工制造     | 8.91  | 29.48 | 38.30 | 25.99 | 36.70 | 35.39 | 45.83 | 35.04 | 37.52  | 32.57 |
| 传媒       | 9.18  | 30.31 | 34.71 | 36.44 | 35.43 | 26.32 | 30.17 | 20.82 | 40.88  | 29.36 |
| 纺织服装     | 9.02  | 28.70 | 28.94 | 27.51 | 39.90 | 24.09 | 27.90 | 26.38 | 34.80  | 27.47 |
| 国防军工     | 2.23  | 15.12 | 31.26 | 25.02 | 35.29 | 33.04 | 31.85 | 18.33 | 47.30  | 26.60 |
| 建材       | 10.67 | 19.54 | 20.71 | 21.04 | 23.59 | 25.95 | 24.30 | 28.74 | 57.47  | 25.78 |
| 消费者服务    | 4.69  | 22.45 | 42.87 | 33.97 | 48.36 | 31.56 | 20.65 | 8.92  | 16.66  | 25.57 |
| 机械       | 7.89  | 22.55 | 31.61 | 29.04 | 34.24 | 26.84 | 23.98 | 24.35 | 27.20  | 25.30 |
| 建筑       | 19.35 | 36.88 | 36.80 | 29.58 | 30.76 | 23.92 | 15.08 | 11.90 | 21.65  | 25.10 |
| 石油石化     | 16.43 | 31.19 | 22.27 | 26.13 | 25.22 | 26.56 | 30.31 | 24.54 | 23.26  | 25.10 |
| 农林牧渔     | 8.19  | 15.24 | 19.21 | 13.40 | 25.69 | 24.81 | 27.01 | 28.55 | 42.62  | 22.74 |
| 电力设备及新能源 | 6.76  | 24.66 | 28.83 | 28.47 | 28.38 | 18.72 | 15.87 | 11.15 | 30.88  | 21.52 |
| 汽车       | 5.51  | 23.61 | 26.57 | 18.34 | 26.10 | 19.54 | 15.30 | 18.17 | 36.42  | 21.06 |
| 基础化工     | 7.54  | 17.90 | 22.93 | 23.20 | 25.63 | 22.72 | 23.78 | 14.32 | 28.41  | 20.71 |
| 商贸零售     | 6.16  | 17.16 | 16.99 | 14.30 | 12.30 | 16.06 | 26.27 | 17.89 | 37.55  | 18.30 |
| 电力及公用事业  | 10.03 | 18.69 | 17.82 | 24.39 | 20.38 | 20.17 | 15.74 | 12.19 | 15.22  | 17.18 |
| 综合金融     |       |       |       |       |       |       |       |       | 16.06  | 16.06 |
| 钢铁       | 3.85  | 9.73  | 14.96 | 9.30  | 19.98 | 22.55 | 16.70 | 11.39 | 27.46  | 15.10 |
| 有色金属     | 6.90  | 12.54 | 14.75 | 14.18 | 17.96 | 19.40 | 13.77 | 15.20 | 19.82  | 14.95 |
| 银行       | 0.00  | 6.13  | 2.31  | 3.94  | 4.75  | 11.52 | 21.25 | 29.88 | 45.41  | 13.91 |
| 房地产      | 2.40  | 10.27 | 9.08  | 15.70 | 14.68 | 12.11 | 8.70  | 4.87  | 7.83   | 9.52  |
| 交通运输     | 2.63  | 6.17  | 10.78 | 10.89 | 9.44  | 8.92  | 9.73  | 8.08  | 14.91  | 9.06  |
| 非银行金融    | 6.28  | 10.73 | 11.21 | 8.03  | 13.59 | 12.96 | 5.49  | 6.20  | 5.84   | 8.93  |
| 综合       | 0.33  | 1.48  | 5.29  | 10.44 | 8.69  | 11.45 | 8.82  | 10.17 | 3.07   | 6.64  |
| 煤炭       | 0.20  | 5.03  | 3.60  | 0.84  | 5.35  | 6.49  | 3.14  | 3.43  | 4.86   | 3.66  |
| 平均值      | 8.82  | 23.39 | 27.51 | 25.03 | 30.89 | 26.60 | 25.79 | 22.84 | 36.02  |       |

注：计算方式为每年度行业内个股机构调研次数总和除以当年末行业内个股总数

资料来源：Wind，华泰研究

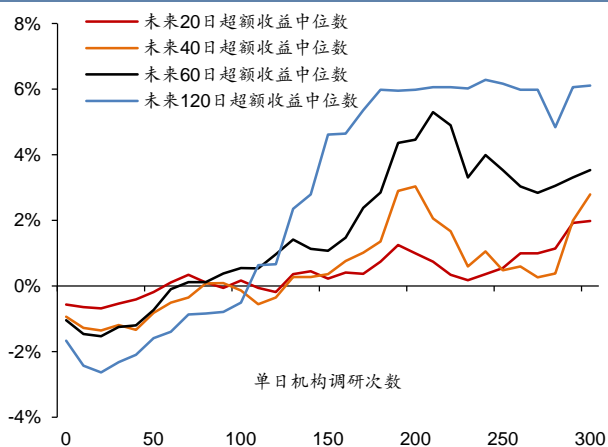


## 机构调研次数越多的股票，未来一段时间超额收益为正的的概率越高

我们先从统计角度分析机构调研数据和股票收益率的关系。首先我们统计被机构调研后股票超额收益率中位数以及胜率的变化情况，本文中股票的超额收益参照基准统一设定为中证全指。考虑到调研公告可能在非交易日发布，我们在统计收益时按照日历日计算，非交易日的收盘价按照最近交易日进行填充。

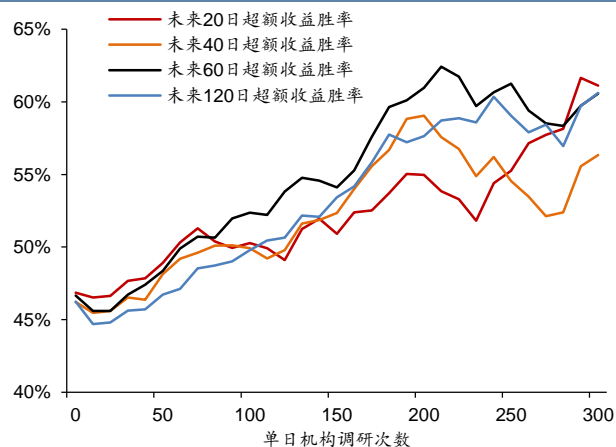
从统计结果上来看，股票被机构调研次数和收益率存在密切关联：一方面，单日上市公司被机构调研次数越多，对应的股票超额收益和胜率也就越高；另一方面，被机构调研的股票具有长期收益特征，持有时间越长跑赢市场基准的概率越高。举例来说，当单只个股单日被机构调研总计 300 次（后文简化表达为单日被调研 300 次）以上时，后续持有 20 日的超额收益中位数为 1.98%，持有 40 日的超额收益中位数为 2.79%，持有 120 日的超额收益中位数增加到 6.11%。

图表11：单日机构调研次数和股票超额收益中位数对比



资料来源：Wind，华泰研究

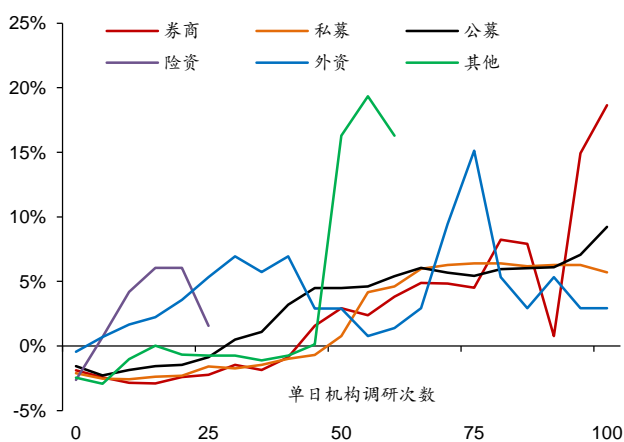
图表12：单日机构调研次数和股票相对基准胜率对比



资料来源：Wind，华泰研究

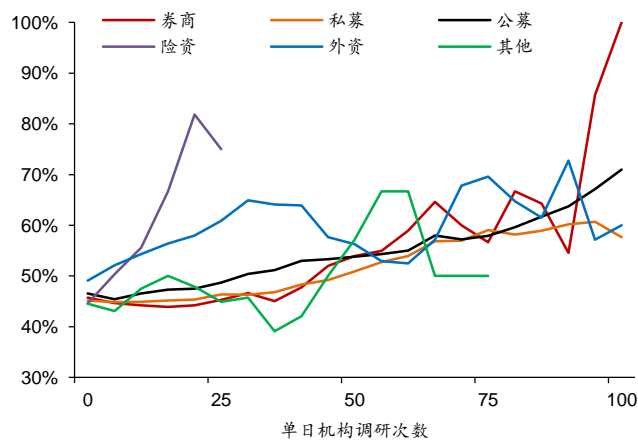
另外，股票被调研后的市场表现与参与调研的机构类型没有明确关系。无论是券商、基金还是保险等机构，参与个股调研的机构数越多、持有个股时间越长，最终持有被调研的个股的超额收益以及胜率都会不断提高。在后文的计算中，我们并未对调研机构的类型进行限制，所有类型的机构数据都被纳入分析。

图表13：不同类型机构调研数量和未来120日股票超额收益中位数



资料来源：Wind，华泰研究

图表14：不同类型机构调研数量和未来120个交易日股票胜率对比



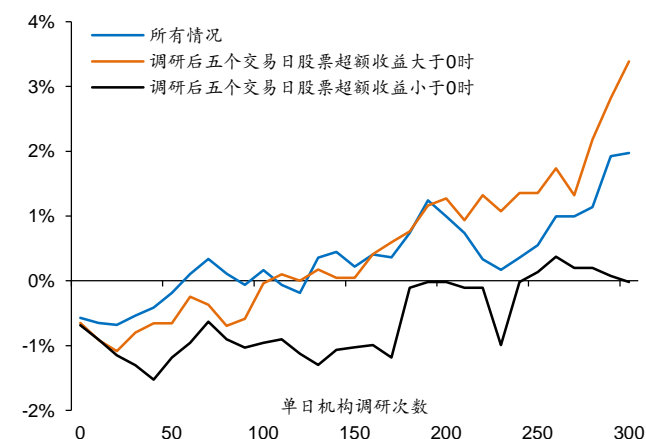
资料来源：Wind，华泰研究

## 机构调研数据可以与股票涨跌幅或是资金流向数据结合起来提高效果

客观上说，股票被机构调研次数多仅代表投资者的关注度高，并不完全意味着股价一定会上涨，换言之调研的结果可能是正面的，也可能是负面的。所以简单的看机构调研次数存在一定片面性，还可以结合调研后股价走势或是资金流向数据进行综合判断。

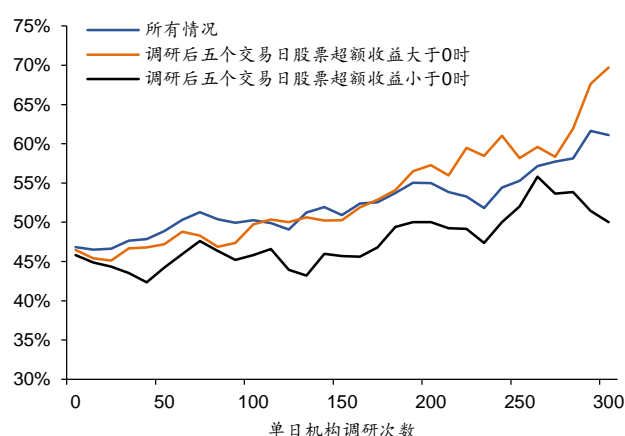
经过观察，我们发现触发机构调研事件后，股价的上涨和下跌都存在一定的惯性。在机构调研后五个交易日内如果股价超额收益为负（相对中证全指），股票在接下来的 20 日超额收益为负的概率也比较高，而且机构调研次数越高时这种现象越明显。反之如果股票在调研后五个交易日处于上涨状态，其涨幅和胜率也容易超过未经筛选的情形。结合股票本身的价格走势来判断，能够提高机构调研策略的有效性。

图表 15： 单日机构调研次数和未来 20 日超额收益中位数对比



注：未来 20 日股票收益是在五日收益计算之后计算的，时间上没有重叠  
资料来源：Wind，华泰研究

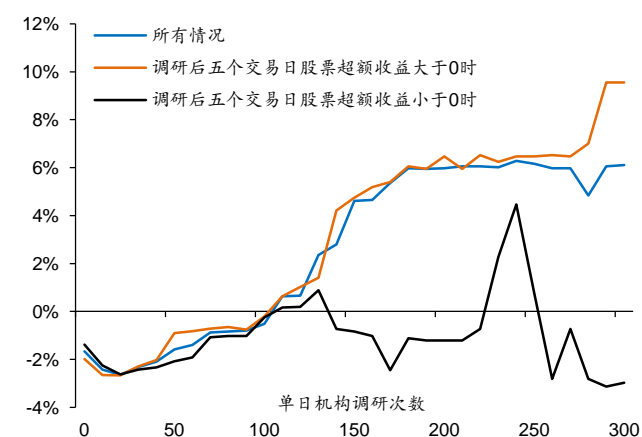
图表 16： 单日机构调研次数和未来 20 日股票相对基准胜率对比



注：未来 20 日股票收益是在五日收益计算之后计算的，时间上没有重叠  
资料来源：Wind，华泰研究

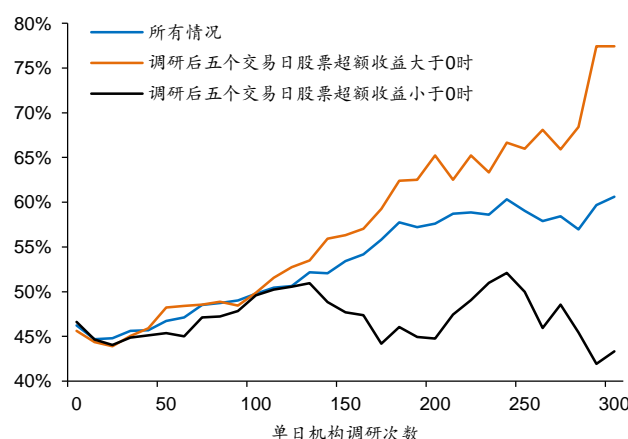
当我们把统计收益率的时间拓展到 120 日，会发现短期价格波动对于机构调研股票的长期价格走势影响变小。说明被调研的股票，或者说被机构关注到的股票长期来看还是趋于上涨状态。总的来说“被机构调研”和“调研后五个交易日内上涨”这两个因素叠加起来筛选出的股票还是具有更好表现，只是随着持股时间变长效果略有减弱。

图表 17： 单日机构调研次数和未来 120 个交易日超额收益中位数对比



注：未来 120 日股票收益是在五日收益计算之后计算的，时间上没有重叠  
资料来源：Wind，华泰研究

图表 18： 单日机构调研次数和未来 120 个交易日股票胜率对比



注：未来 120 日股票收益是在五日收益计算之后计算的，时间上没有重叠  
资料来源：Wind，华泰研究

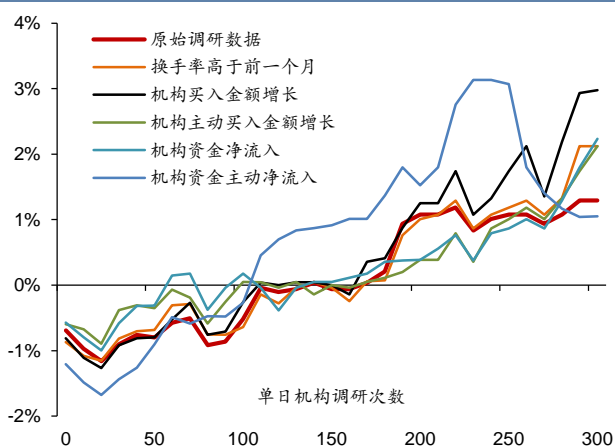
我们还可以在触发机构调研事件后，观察股票是否存在被大额资金买入或是换手率上升的现象。出现这些现象很可能意味着机构对调研结果比较满意，执行了买入操作。接下来我们将资金流向以及换手率指标与机构调研数据结合，具体构建了五个测试场景：

1. 换手率高于前一个月：当发生机构调研事件后，观察调研日期后 5 个交易日的平均换手率相比于调研之前 20 个交易日是否增长。
2. 机构买入金额增长：观察调研后 5 个交易日的机构平均买入金额相比于调研前 20 个交易日是否增长。
3. 机构净买入金额增长：观察调研后 5 个交易日的机构平均主动买入金额相比于调研前 20 个交易日是否增长。
4. 机构资金净流入：观察调研后 5 个交易日的机构资金是否为净流入状态。
5. 机构资金主动净流入：观察调研后 5 个交易日的机构主动买入资金是否为净流入状态。

从结果上来看，资金流向和机构调研信息结合测试效果也比较好。纳入资金流向指标后，被调研个股收益普遍有所提升。统计 20 和 40 日超额收益时，机构资金主动净流入指标表现最好；统计 60 和 120 日超额收益时，机构主动买入资金增长指标表现最好。而且当机构调研次数越多、持股时间越长时，资金流向指标对机构调研数据的增益效果越好。

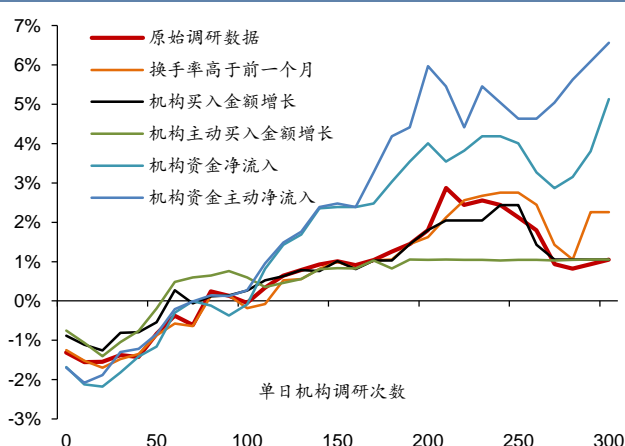
总的来说，机构调研本身能够发现具有长期配置价值的股票，如果能够进一步结合股票价格走势或是资金流向等因素进行叠加分析，有助于构建更有效的配置策略。

图表19：资金流入时机机构调研次数和 20 日股票超额收益中位数对比



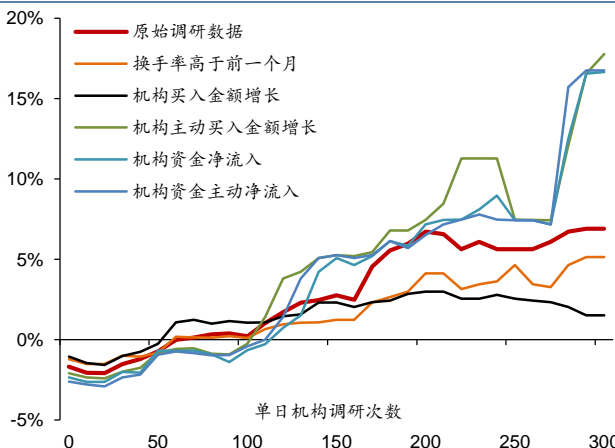
资料来源：Wind，华泰研究

图表20：资金流入时机机构调研次数和 40 日股票超额收益中位数对比



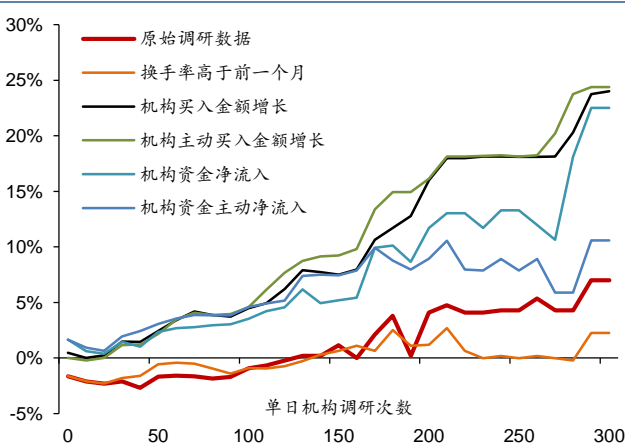
资料来源：Wind，华泰研究

图表21：资金流入时机机构调研次数和 60 日股票超额收益中位数对比



资料来源：Wind，华泰研究

图表22：资金流入时机机构调研次数和 120 日股票超额收益中位数对比



资料来源：Wind，华泰研究

## 基于机构调研信息的策略构建

### 机构调研信号预处理

如前文所述，长期持有机构调研次数较多的股票能够稳定地获取超额收益，而且如果能够结合股票在调研后的走势进行判断，策略收益会有适当提升。接下来我们将基于机构调研数据生成个股和行业层面的量化策略并实证其表现。

在进行策略构建之前，我们将机构调研数据预处理方式进行统一：

1. 首先，统计所有机构调研事件的实际调研日期以及公告日期，剔除所有公告日期晚于实际调研日期 5 个交易日以上的数据，即采用具有一定时效性的调研数据。
2. 其次，对于调研数据中的调研机构类型以及调研活动形式不做区分，在每个调研公告日期汇总所有对于股票进行调研的机构总数。
3. 最后，为了避免使用未来信息，我们在调研公告发布日汇总调研机构总数，并据此构建策略。

### 事件驱动策略

我们首先基于机构调研数据构建事件驱动策略，具体方法为：对机构调研数据进行每日跟踪，统计过去 N 日股票的机构调研总次数，如果机构调研次数超过规定阈值，就买入持有股票一段时间。策略构建过程中有三个变量需要讨论：

1. 回看天数：统计机构调研数据时的回看天数，取值范围为：1、5、10、20、40 和 60 日。
2. 持仓天数：触发机构调研事件后买入股票的持有天数，取值范围为：20、40、60、100 和 200 日。
3. 机构调研次数阈值：只有当过去一段时间累计调研次数高于规定阈值时才进行买入操作，阈值设定范围为：20、50、80、100、200 和 300 次。

考虑到机构调研数据在每个日历日都可能公布，回看天数和持仓天数都是按日历日进行计算。在回测程序中，我们会在每个交易日对股票是否处于买入状态进行判断，等权重购买所有处于买入状态的股票。因为每天需要买入的股票池可能都会有变化，所以我们的回测过程实际上是每日对于持股权重进行一次重新分配。在非交易日触发机构调研事件时，会在距离最近的交易日执行买入操作。在买入过程中剔除涨停、STPT、上市时间不满 180 天的股票。调仓过程手续费设置为双边千一，回测时间设定为 2015 年 1 月 1 日至 2021 年 2 月 28 日，后文的其他测试也采用相同手续费和回测区间的设定。

图表23：事件驱动策略示意图（图上标注数据为当日公布的调研机构总数）



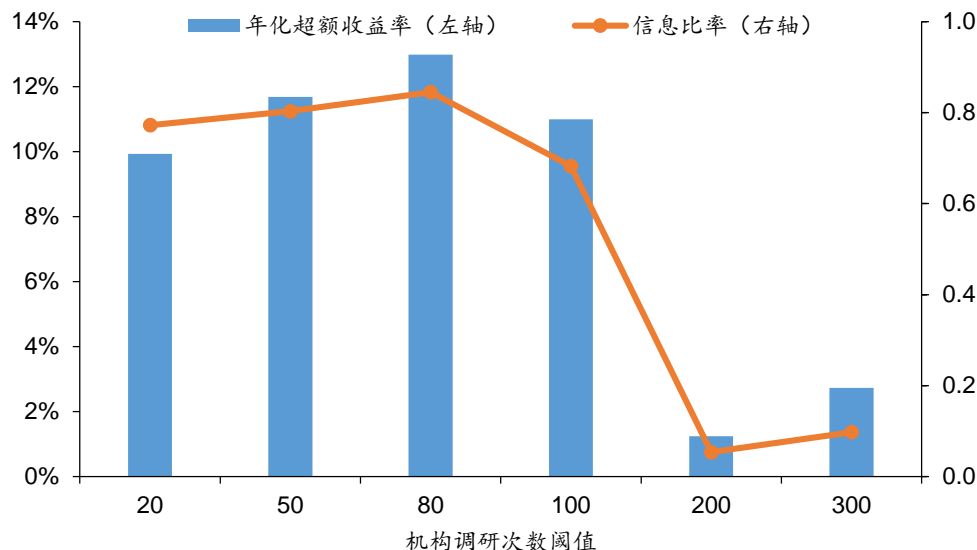
资料来源：华泰研究



从回测结果整体来看，事件驱动策略博取收益能力较强，在测试区间内所有策略的平均年化超额收益率在 10% 左右，平均月度胜率介于 50%-60% 之间。

从机构调研次数的影响来看，当调研机构次数设置在 50 个以上时策略表现比较好。不过当单次调研机构个数设置到 200 次以上时策略表现出现下滑，主要原因是调研次数要求过高时会导致策略出现空仓情况，降低回测收益。

图表24：不同机构调研次数阈值设定下事件驱动策略回测表现中位数



资料来源：Wind，华泰研究

持仓天数和回看天数对于结果的影响相对小一些，不过规律也比较明显。我们发现回看天数或是持仓天数较长时策略的信息比率和年化超额收益率越高，回看天数为 60 日以及持仓天数为 200 日时策略的表现总体来说会更好。这也符合前文中统计的结果，即被机构调研的股票适合通过长期持有来获取超额收益。

图表25：不同回看天数和持仓天数下的策略信息比率中位数变化情况

|      |     | 回看天数 |      |      |      |      |      |
|------|-----|------|------|------|------|------|------|
|      |     | 1    | 5    | 10   | 20   | 40   | 60   |
| 持仓天数 | 20  | 0.46 | 0.65 | 0.63 | 0.38 | 0.61 | 0.77 |
|      | 40  | 0.37 | 0.36 | 0.40 | 0.50 | 0.73 | 0.78 |
|      | 60  | 0.34 | 0.54 | 0.63 | 0.69 | 0.76 | 0.83 |
|      | 100 | 0.73 | 0.76 | 0.69 | 0.76 | 0.77 | 0.88 |
|      | 200 | 0.74 | 0.79 | 0.86 | 0.82 | 0.83 | 0.77 |

资料来源：Wind，华泰研究

图表26：不同回看天数和持仓天数下的策略年化超额收益率中位数变化情况

|      |     | 回看天数   |        |        |        |        |        |
|------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|      |     | 1      | 5      | 10     | 20     | 40     | 60     |
| 持仓天数 | 20  | 10.58% | 12.53% | 10.44% | 7.40%  | 9.64%  | 10.94% |
|      | 40  | 8.44%  | 7.60%  | 7.26%  | 7.74%  | 10.81% | 10.28% |
|      | 60  | 7.35%  | 8.78%  | 9.92%  | 10.38% | 10.65% | 10.85% |
|      | 100 | 11.70% | 11.88% | 9.74%  | 11.08% | 10.41% | 11.24% |
|      | 200 | 10.71% | 11.23% | 12.39% | 11.81% | 12.09% | 10.61% |

资料来源：Wind，华泰研究

我们给出两组典型参数设置作为最终的策略展示：

策略 1：最近 1 日股票被机构调研次数大于 50 时买入，持有 200 天后卖出

策略 2：最近 60 日股票总计被机构调研次数大于 50 时买入，持有 100 天后卖出

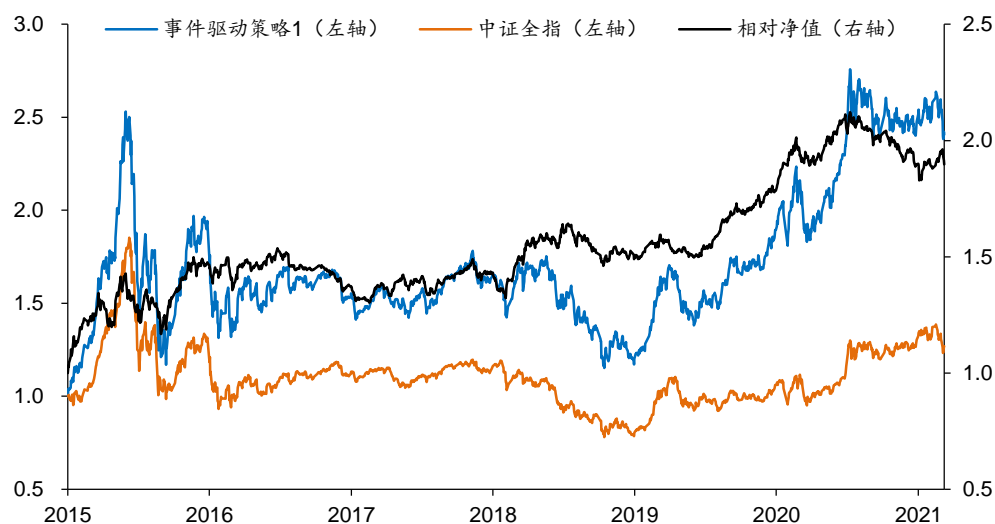
虽然策略 1 和策略 2 在参数选择上的差异比较大，但是回测表现较为接近：年化超额收益率均在 12% 以上，信息比率接近 1。两个策略月度胜率在 55% 以上，相对基准的月度盈亏比在 1.4 左右。两个策略对于股票的持有时间比较长，所以换手率并不高，年均双边换手 4 倍左右。

图表 27：最终选定的两个事件驱动策略回测风险指标

|          | 年化收益率  | 年化波动率  | 夏普比率 | 最大回撤    | 年化超额收益率 | 信息比率 | 超额收益最大回撤 | 调仓胜率   | 相对基准盈亏比 | 年均双边换手 |
|----------|--------|--------|------|---------|---------|------|----------|--------|---------|--------|
| 事件驱动策略 1 | 15.71% | 32.12% | 0.49 | -54.49% | 12.43%  | 0.94 | -17.58%  | 56.76% | 1.38    | 4.03   |
| 事件驱动策略 2 | 15.63% | 32.33% | 0.48 | -55.43% | 12.48%  | 0.97 | -17.36%  | 55.41% | 1.49    | 4.60   |
| 中证全指     | 4.03%  | 25.39% | 0.16 | -57.85% |         |      |          |        |         |        |

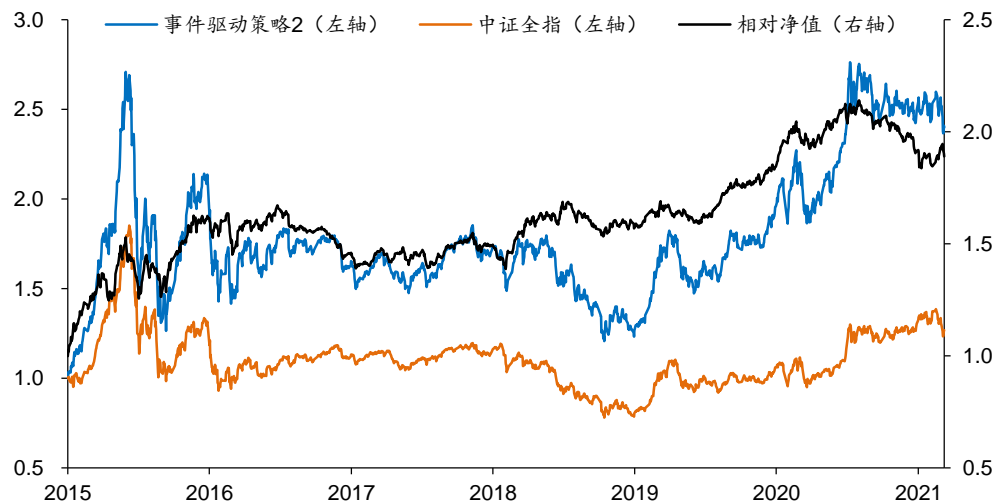
资料来源：Wind，华泰研究

图表 28：事件驱动策略 1 回测净值曲线



资料来源：Wind，华泰研究

图表 29：事件驱动策略 2 回测净值曲线



资料来源：Wind，华泰研究

机构调研策略还可以与股票自身的走势或是资金流向数据相结合来提高表现。比如可以把机构调研数据和股票收益率进行叠加：将触发“机构调研”且“调研后五个交易日股票超额收益为正”的情况作为一次“正反馈调研”事件，对所有“正反馈调研”事件中的机构调研次数进行统计就可以构建策略。此外，还可以采用前文测试比较好的机构主动买入资金流向指标与机构调研数据叠加，即当调研后五日机构主动买入金额平均值超过前一个月平均值的时候，再通过机构调研数据进行调仓。

上述两个策略分别是在机构调研数据的基础上叠加了收益率和资金流向指标。两个指标都需要在实际调研后统计 5 个交易日数据来对于机构调研信息的有效性进行判断。因此这两个策略买入股票的时间节点切换为实际调研时间后五个交易日。举例来说，如果机构调研发生在 2 月 1 日，调研信息公告在 2 月 5 日，我们会按 2 月 1 日后的五个交易日计算股票收益率或是资金流入额。如果股票上涨或是出于资金流入状态，我们会按照 5 个交易日后的日期汇总机构调研数据，进行接下来的调仓。

我们直接选取机构调研次数阈值为 50 时的策略表现进行对比，下面两个表格展示了分别叠加收益率指标和资金流向指标后机构调研策略在收益率上的变化。结果显示，在持仓时间较长时，叠加收益率或是资金流向后策略收益改善比较明显，能够有最高 6.81% 的年化超额收益率提升；当持仓天数较低时策略表现变差，主要是因为经过收益率或是资金流向数据的筛选后调研事件数目减少，部分时间会出现空仓导致回测收益下滑。

这里给出的两个例子仅做抛砖引玉，我们也建议将机构调研策略与公司基本面、所处的宏观环境或是政策环境等多个方向结合，寻找值得长线投资的股票。

**图表30： 经过收益率筛选后机构调研策略在年化超额收益率上的提升（机构调研次数阈值固定为 50）**

|      |     | 回看天数   |         |        |        |       |       |
|------|-----|--------|---------|--------|--------|-------|-------|
|      |     | 1      | 5       | 10     | 20     | 40    | 60    |
| 持仓天数 | 20  | -7.59% | -11.09% | -3.22% | -0.45% | 3.18% | 1.08% |
|      | 40  | -1.17% | 2.57%   | 6.76%  | 4.25%  | 1.66% | 4.79% |
|      | 60  | 3.36%  | 4.91%   | 5.48%  | 3.28%  | 4.95% | 4.19% |
|      | 100 | 6.81%  | 5.65%   | 6.48%  | 3.56%  | 5.31% | 3.88% |
|      | 200 | 5.34%  | 3.55%   | 2.88%  | 3.13%  | 2.09% | 2.67% |

资料来源：Wind，华泰研究

**图表31： 经过资金流向指标筛选后机构调研策略在年化超额收益率上的提升（机构调研次数阈值固定为 50）**

|      |     | 回看天数   |         |        |        |        |       |
|------|-----|--------|---------|--------|--------|--------|-------|
|      |     | 1      | 5       | 10     | 20     | 40     | 60    |
| 持仓天数 | 20  | -4.79% | -10.59% | -2.01% | -6.19% | -0.91% | 0.42% |
|      | 40  | -2.46% | 1.51%   | 3.87%  | 0.18%  | 0.28%  | 5.23% |
|      | 60  | 4.79%  | 3.96%   | 1.18%  | 0.28%  | 4.42%  | 5.19% |
|      | 100 | 6.59%  | 5.27%   | 5.00%  | 3.85%  | 2.89%  | 3.44% |
|      | 200 | 2.20%  | 1.82%   | 0.69%  | -0.08% | 1.22%  | 1.95% |

资料来源：Wind，华泰研究

## 定期选股策略

从前文的统计来看，被机构调研次数越多的股票投资价值相对来讲也就越高，所以可以直接通过持有调研次数最多的个股来获取 **alpha** 收益。按照这个思路我们构建了定期选股策略，具体做法为：固定调仓时间，按照过去一段时间的调研次数总和对股票进行排序，持有机构关注度最高的股票。在策略构建过程中，有以下变量会对结果产生影响：

1. 回看天数：与事件驱动策略相比，定期选股策略更关注股票间差异，需要选取更长时间窗口来汇总过去一段时间机构调研次数，具体范围设为 10、20、40、60 和 120 日。
2. 调仓频率：机构持仓策略更关注长期收益，我们会选取较长的时间节奏进行调仓，具体范围设定为周频、月频、季频和半年频。
3. 持股数量：每次调仓时持股数也会影响结果，范围设定为 20、50、80、100 和 200 只。

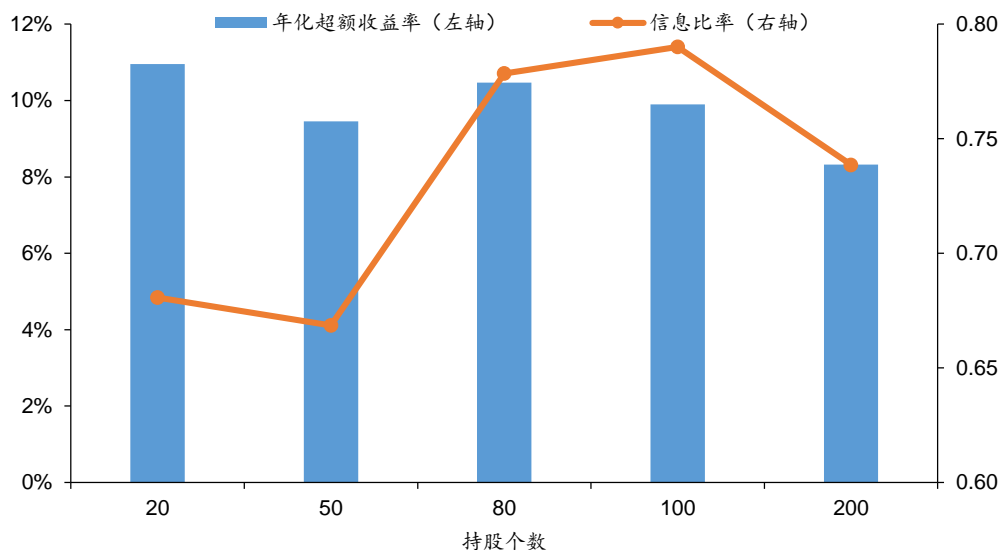
图表32：定期选股策略计算示意图

|     | 统计过去N日调研总次数 |   |    |   |   |   |   |     | 在调仓日按照机构调研次数排序，买入排名靠前的股票 |   |    |   |   |   |   |   |
|-----|-------------|---|----|---|---|---|---|-----|--------------------------|---|----|---|---|---|---|---|
| 股票一 | 0           | 0 | 20 | 0 | 0 | 0 | 0 | 100 | 0                        | 0 | 0  | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 股票二 | 0           | 0 | 20 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0   | 0                        | 0 | 20 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股票三 | 0           | 0 | 0  | 0 | 0 | 0 | 0 | 0   | 0                        | 0 | 0  | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
|     | 调仓日         |   |    |   |   |   |   |     | 调仓日                      |   |    |   |   |   |   |   |

资料来源：华泰研究

从测试结果来看，策略持股数量对回测结果的影响比较直观：持股比较集中时策略博取收益能力更强，平均的年化超额收益率更高；持股数量增多时策略表现更稳健，超额收益会有所下滑但是信息比率有一定提升。

图表33：不同持股数下定期选股策略回测年化超额收益率和信息比率中位数



资料来源：Wind，华泰研究



另外两项参数对策略收益的影响也比较有规律：首先，回看时间越久的策略倾向于具有越高的收益。主要是因为被机构调研的个股具有长期稳定的超额收益，回看天数越多时个股被调研信息覆盖度越高，能够更客观评定当前股票的关注度。其次，调仓频率越高时策略的时效性越强，回测超额收益和信息比率也更高。不过调仓频率过高也会更容易受到手续费影响，降低到月频甚至季频策略收益也有一定保证。

图表34：不同回看天数和调仓频率下的策略年化超额收益率中位数变化情况

|      |     | 调仓频率   |        |        |        |
|------|-----|--------|--------|--------|--------|
|      |     | 周频     | 月频     | 季频     | 半年频    |
| 回看天数 | 10  | 7.08%  | 8.09%  | 8.46%  | 4.74%  |
|      | 20  | 8.30%  | 8.87%  | 10.71% | 8.47%  |
|      | 40  | 11.65% | 10.59% | 10.33% | 7.70%  |
|      | 60  | 11.79% | 10.90% | 9.82%  | 7.85%  |
|      | 120 | 14.62% | 13.53% | 13.23% | 11.23% |

资料来源：Wind，华泰研究

图表35：不同回看天数和调仓频率下的策略信息比率中位数变化情况

|      |     | 调仓频率 |      |      |      |
|------|-----|------|------|------|------|
|      |     | 周频   | 月频   | 季频   | 半年频  |
| 回看天数 | 10  | 0.52 | 0.58 | 0.63 | 0.36 |
|      | 20  | 0.59 | 0.67 | 0.81 | 0.72 |
|      | 40  | 0.78 | 0.76 | 0.76 | 0.65 |
|      | 60  | 0.79 | 0.73 | 0.80 | 0.65 |
|      | 120 | 1.06 | 0.99 | 0.93 | 0.89 |

资料来源：Wind，华泰研究

下面以回看天数 120 日、周度调仓为例，展示不同持股数下选股策略的回测结果。可以看到持股越集中时策略收益越高，当持股数为 20 时策略的年化超额收益率可以达到 18% 以上。持股策略主要通过高盈亏比赚取超额收益，作为示例的四个策略相对中证全指的月度胜率在 55%-60% 之间，月度盈亏比在 1.5 左右。

图表36：典型股票配置策略回测风险收益指标（胜率和盈亏比都是月度统计）

|                | 年化收益率  | 年化波动率  | 夏普比率 | 最大回撤    | 年化超额收益率 | 信息比率 | 超额收益最大回撤 | 调仓胜率   | 相对基准盈亏比 | 年均双边换手 |
|----------------|--------|--------|------|---------|---------|------|----------|--------|---------|--------|
| 股票配置策略-持股数 20  | 21.96% | 34.14% | 0.64 | -51.43% | 18.68%  | 1.12 | -17.49%  | 58.11% | 1.45    | 7.20   |
| 股票配置策略-持股数 50  | 18.34% | 33.33% | 0.55 | -56.33% | 15.25%  | 1.06 | -17.07%  | 56.76% | 1.55    | 6.05   |
| 股票配置策略-持股数 80  | 17.47% | 33.18% | 0.53 | -57.56% | 14.45%  | 1.05 | -17.66%  | 55.41% | 1.60    | 5.40   |
| 股票配置策略-持股数 100 | 15.71% | 32.99% | 0.48 | -57.82% | 12.70%  | 0.94 | -17.64%  | 55.41% | 1.48    | 5.19   |
| 中证全指           | 4.03%  | 25.39% | 0.16 | -57.85% |         |      |          |        |         |        |

资料来源：Wind，华泰研究

图表37：典型股票配置策略回测净值曲线



资料来源：Wind，华泰研究

图表38：典型股票配置策略回测相对净值曲线（参照中证全指）



资料来源：Wind，华泰研究

## 行业轮动策略

机构调研次数的变化能够反映市场对于个股的关注程度，如果将个股机构调研数据汇总到行业层面，可以进一步观测机构对于行业的关注程度。通过加仓机构关注度处于历史高位的行业，可以帮助我们获取行业层面的超额收益。

与选股策略相比，行业轮动策略的构建逻辑更复杂：一方面行业间机构调研数据覆盖度不同，容易产生偏配；另一方面行业内个股数量不断增加，也会导致行业内调研机构数量不断增加，致使机构调研数据缺少客观的历史参照基准。为了解决上述问题，我们采用 Z-score 的方式进行策略构建，具体将按照如下步骤进行：

1. 首先，统计过去一段时间行业内个股被调研的总次数，除以当日行业内处于上市状态的成分股总数，归一化得到行业内个股平均被调研次数。
2. 接下来，计算个股平均被调研次数的 Z-score，通过 Z-score 的大小判断当前行业是否处于被市场关注的状态。
3. 选择 Z-score 较高的行业进行配置，基于 Z-score 排序筛选排名靠前的行业。

图表39：行业轮动策略构建示例

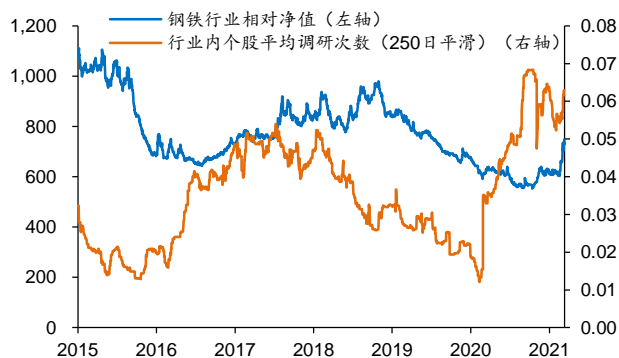
|   |    |    |    |    |    |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |
|---|----|----|----|----|----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 行业成分股一  | 10 | 0  | 20 | 0  | 10 | 0   | 0   | 0   | 100 | 0   | 0   | 0   | 0   | 10  | 0   | 0   | 0   |
| 行业成分股二  | 10 | 0  | 20 | 0  | 0  | 0   | 0   | 0   | 0   | 0   | 0   | 20  | 0   | 0   | 0   | 0   | 0   |
| 行业成分股三  | 0  | 0  | 0  | 0  | 0  | 30  | 0   | 0   | 0   | 0   | 0   | 0   | 0   | 0   | 0   | 0   | 0   |
| 加总得到行业机构调研总次数  以滚动10日为例 |    |    |    |    |    |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |
| 行业调研次数  | 20 | 20 | 60 | 60 | 70 | 100 | 200 | 200 | 200 | 200 | 180 | 200 | 160 | 170 | 160 | 130 | 130 |
| 除以行业内股票个数进行归一化          |    |    |    |    |    |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |
| 平均调研次数  | 1  | 1  | 4  | 4  | 5  | 8   | 14  | 14  | 14  | 14  | 12  | 13  | 10  | 11  | 10  | 9   | 8   |
| 计算标准分数Z-score           |    |    |    |    |    |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |
| Z-score   | -3 | -3 | -2 | -2 | -1 | 0   | 2   | 2   | 2   | 2   | 1.8 | 1.9 | 1   | 1.5 | 1   | 0.5 | 0   |

资料来源：华泰研究

根据我们的统计，当行业内个股平均调研次数处于历史高位时，意味着机构对行业的关注度比较高。比如以钢铁行业为例，2016年末至2018年初是钢铁供给侧改革关键年份，钢材价格在此期间明显上升。此时机构投资者对于钢铁行业的调研次数明显增加，2016年下半年至2017年，钢铁行业被调研次数的 Z-score 达到 2 以上，机构关注度远超历史平均水平。在机构大量调研的时候，钢铁行业指数也开始逐渐拉升，从 2016 年下半年一直到 2018 年上半年，钢铁行业一直能稳定地跑赢行业等权基准。

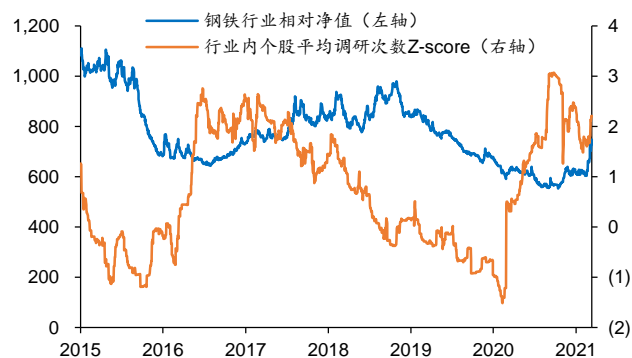
机构调研数据具有一定的前瞻性，当调研次数增长较快时意味着机构投资者对于行业的前景比较看好。钢铁行业最好的配置时机是 2016 年，此时也是钢铁行业被调研次数增长最快的时间。值得关注的是，2020 年钢铁行业的调研机构数量又继续攀升，调研机构家数甚至超过了 2017 年的水平，在 2021 年初，钢铁行业又迎来一波上涨行情，相似的情形又再次上演。通过对行业层面机构调研数据的深入观察，可以了解机构投资者的布局节奏，帮助我们获取行业上的收益。

图表40：钢铁行业相对净值和个股平均调研次数对比



注：钢铁行业相对净值参考基准是所有行业的等权基准  
 资料来源：Wind，华泰研究

图表41：钢铁行业相对净值和个股平均调研次数 Z-score 对比



注：钢铁行业相对净值参考基准是所有行业的等权基准  
 资料来源：Wind，华泰研究

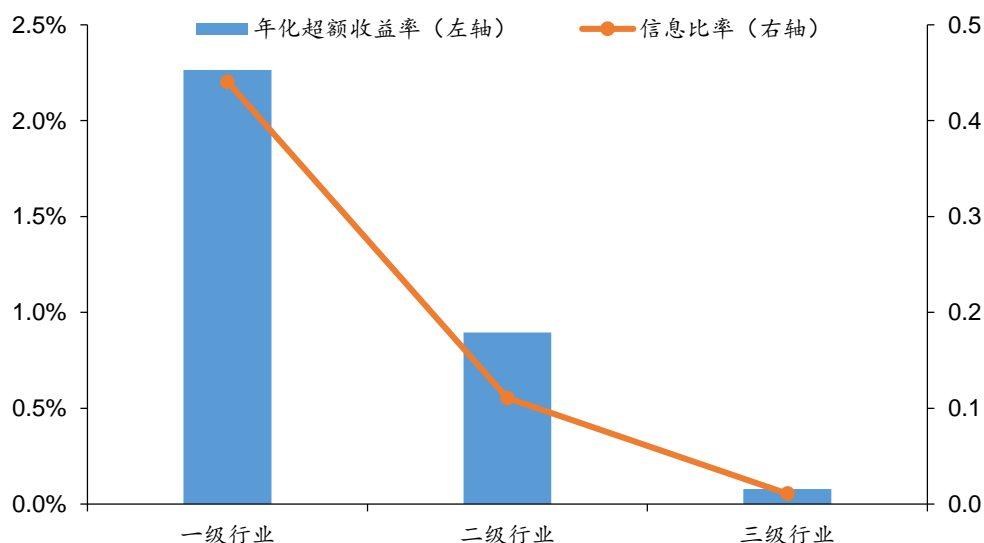
回到行业配置策略上，我们将借助 Z-score 方法提高机构调研数据在行业间的可比性。在每个调仓日，通过优先配置机构调研次数处于历史高位的行业来获取超额收益。上述过程中有三个变量会影响策略结果：

1. 回看天数：主要是指对调研数据进行平滑所选取的时间窗口，行业层面我们关注市场长期变化，所以会选取较长的时间窗口进行平滑处理：20、60、120 和 250 日。
2. 调仓频率：行业配置策略的调仓时间相对较长，选取范围为：月频、季频和半年频。
3. 持有行业数量：每次调仓时我们会分别选取机构关注度排名靠前的 5、10 或 15 个行业进行配置。

我们在一、二、三级行业上都进行了测试，目的是确定行业配置策略的适用范围。行业配置策略调仓过程手续费设置为双边千一，回测时间设定为 2015 年 1 月 1 日至 2021 年 2 月 28 日，参照的业绩基准为行业等权收益，胜率和盈亏比按月进行统计。

从测试结果上来看，基于一级行业构建策略的回测效果明显优于二级和三级行业。主要是因为机构调研数据覆盖度相对有限，汇总到一级行业上统计规律更为明显，可比性更高。根据测试结果我们建议只在一级行业上构建策略。

图表42：基于不同级别行业构建的机构调研策略回测年化超额收益率以及信息比率中位数



资料来源：Wind，华泰研究

从具体参数设置来说，基于机构调研信息的行业轮动策略偏向于采用更长的回看时间，主要是因为机构调仓信息有效性比较久、持续时间较长，另外就是机构调研数据本身比较稀疏，需要较长时间去平滑。基于一级行业的测试中，持仓行业越少，策略收益率越高。另外对于行业轮动策略来说，月度调仓的测试收益最高、效果最好，不过按照季度和半年度调仓也能保有一定的超额收益。

图表43：不同持有行业个数和回看天数下的策略年化超额收益率中位数变化情况（一级行业）

|        |    | 回看天数  |       |       |       |
|--------|----|-------|-------|-------|-------|
|        |    | 20    | 60    | 120   | 250   |
| 持有行业个数 | 5  | 4.37% | 1.95% | 6.42% | 7.18% |
|        | 10 | 3.77% | 4.16% | 4.18% | 4.07% |
|        | 15 | 3.11% | 2.40% | 4.66% | 3.05% |

资料来源：Wind，华泰研究

图表44：不同持有行业个数和调仓频率下的策略年化超额收益率中位数变化情况（一级行业）

|        |    | 调仓频率  |       |       |
|--------|----|-------|-------|-------|
|        |    | 月频    | 季频    | 半年频   |
| 持有行业个数 | 5  | 7.18% | 4.65% | 3.96% |
|        | 10 | 4.18% | 4.16% | 3.77% |
|        | 15 | 3.11% | 3.81% | 4.66% |

资料来源：Wind，华泰研究

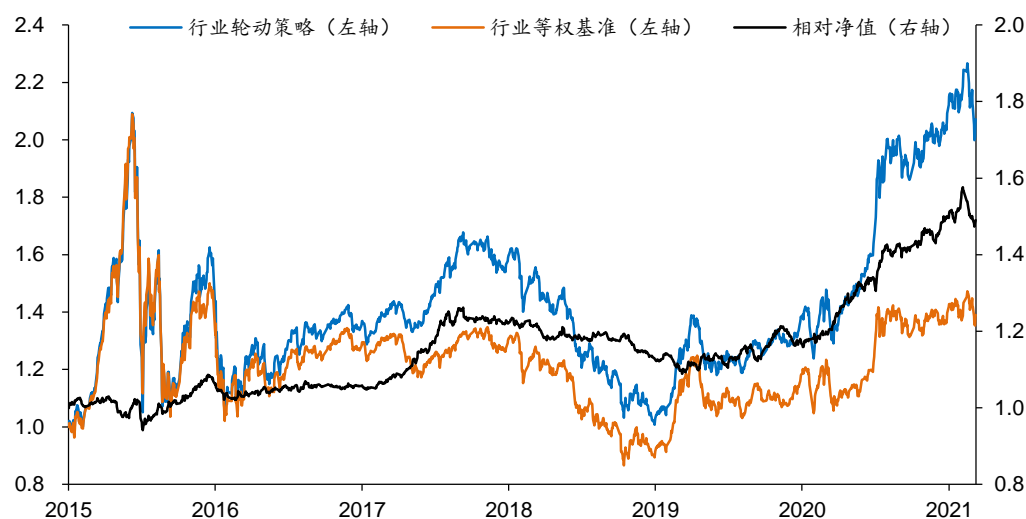
我们最后选定以回看天数 250 天、月度调仓、每次持有五个行业的行业轮动策略作为示例。策略的年化超额收益率为 7.18%，展现出一定的配置能力。与选股策略一致的是，行业轮动策略也是通过盈亏比获取收益，月度超额收益的盈亏比为 1.44。

图表45：行业轮动策略回测风险收益指标

|        | 年化收益率  | 年化波动率  | 夏普比率 | 最大回撤    | 年化超额收益率 | 信息比率 | 超额收益最大回撤 | 调仓胜率   | 相对基准盈亏比 | 年均双边换手 |
|--------|--------|--------|------|---------|---------|------|----------|--------|---------|--------|
| 行业轮动策略 | 12.86% | 30.01% | 0.43 | -51.91% | 7.18%   | 1.06 | -13.89%  | 58.11% | 1.44    | 2.69   |
| 行业等权基准 | 5.62%  | 28.20% | 0.20 | -58.60% |         |      |          |        |         |        |

资料来源：Wind，华泰研究

图表46：典型行业轮动策略回测净值曲线



资料来源：Wind，华泰研究



## 机构调研策略在不同行业上的适用性测试

机构调研数据在各行业上的覆盖度有一定的差异，在不同行业上的有效性也会有所不同。本节将通过行业内选股以及单行业择时的方法，分析机构调研策略在各行业上的适用性。

### 机构调研策略在不同行业上的选股效果

我们首先测试机构调研数据在行业内选股的效果。参考前文中选股策略的参数设定，我们采用每周调仓的方式构建选股策略，并且对机构调研数据进行 120 日平滑。考虑到每个行业的股票数不同，我们会对选股个数做出调整，每个行业分别选取机构调研数量最多的三只、五只和十只股票进行测试。

从测试结果来看，在选取了合适的股票数后，绝大多数行业内被机构调研的股票都能获取超额收益。这也说明机构调研策略的表现在各行业上比较均匀。

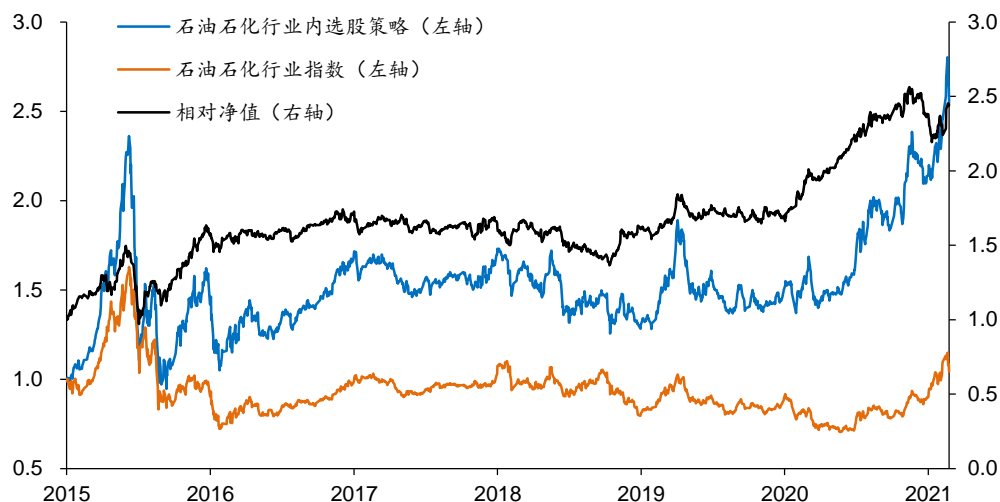
图表47： 采用机构调研信息进行行业内选股的超额收益以及信息比率，基准为各行业价格指数

| 序号 | 行业名称     | 每个行业选三只股票 |       | 每个行业选五只股票 |       | 每个行业选十只股票 |       |
|----|----------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|
|    |          | 年化超额收益率   | 信息比率  | 年化超额收益率   | 信息比率  | 年化超额收益率   | 信息比率  |
| 1  | 石油石化     | 20.70%    | 0.84  | 29.23%    | 1.34  | 16.41%    | 0.88  |
| 2  | 煤炭       | 3.54%     | 0.11  | 2.77%     | 0.09  | 2.67%     | 0.09  |
| 3  | 有色金属     | 13.21%    | 0.46  | 8.49%     | 0.39  | 7.98%     | 0.51  |
| 4  | 电力及公用事业  | 0.43%     | 0.02  | 2.21%     | 0.11  | 8.14%     | 0.49  |
| 5  | 钢铁       | 22.62%    | 1.13  | 12.44%    | 0.75  | 16.00%    | 1.10  |
| 6  | 基础化工     | -1.63%    | -0.06 | 4.84%     | 0.21  | 2.91%     | 0.18  |
| 7  | 建筑       | -0.32%    | -0.01 | 1.40%     | 0.06  | 4.55%     | 0.23  |
| 8  | 建材       | 14.14%    | 0.59  | 15.11%    | 0.77  | 10.14%    | 0.73  |
| 9  | 轻工制造     | 6.77%     | 0.29  | 3.45%     | 0.18  | -1.19%    | -0.09 |
| 10 | 机械       | 4.01%     | 0.15  | 6.66%     | 0.29  | 6.37%     | 0.36  |
| 11 | 电力设备及新能源 | 12.20%    | 0.48  | -3.38%    | -0.16 | -3.74%    | -0.25 |
| 12 | 国防军工     | 2.22%     | 0.10  | 9.71%     | 0.48  | 8.38%     | 0.53  |
| 13 | 汽车       | 5.29%     | 0.23  | 7.64%     | 0.42  | 7.34%     | 0.52  |
| 14 | 商贸零售     | -3.93%    | -0.18 | 6.34%     | 0.37  | 3.46%     | 0.28  |
| 15 | 消费者服务    | -24.14%   | -0.98 | -23.80%   | -1.11 | -20.64%   | -1.02 |
| 16 | 家电       | 4.57%     | 0.22  | 0.56%     | 0.03  | -2.06%    | -0.12 |
| 17 | 纺织服装     | 11.39%    | 0.44  | 6.93%     | 0.37  | 9.00%     | 0.65  |
| 18 | 医药       | -4.89%    | -0.22 | 0.40%     | 0.02  | 4.90%     | 0.34  |
| 19 | 食品饮料     | -4.64%    | -0.20 | -7.48%    | -0.39 | -10.05%   | -0.61 |
| 20 | 农林牧渔     | 4.13%     | 0.18  | 3.75%     | 0.22  | 9.45%     | 0.67  |
| 21 | 银行       | 4.60%     | 0.23  | -0.56%    | -0.03 | -2.03%    | -0.11 |
| 22 | 非银行金融    | -7.32%    | -0.39 | -9.48%    | -0.57 | -8.84%    | -0.55 |
| 23 | 房地产      | 12.37%    | 0.58  | 1.12%     | 0.06  | 1.34%     | 0.10  |
| 24 | 交通运输     | 7.84%     | 0.32  | 4.73%     | 0.23  | 6.09%     | 0.36  |
| 25 | 电子       | 11.86%    | 0.46  | 14.91%    | 0.76  | 14.26%    | 0.97  |
| 26 | 通信       | -6.76%    | -0.28 | -8.56%    | -0.43 | 1.38%     | 0.08  |
| 27 | 计算机      | 15.26%    | 0.60  | 12.20%    | 0.58  | 1.70%     | 0.11  |
| 28 | 传媒       | 9.45%     | 0.36  | 8.65%     | 0.40  | 7.38%     | 0.47  |
| 29 | 综合       | 0.96%     | 0.04  | 4.84%     | 0.21  | 7.05%     | 0.32  |
| 30 | 综合金融     | 13.14%    | 0.47  | 13.14%    | 0.47  | 13.14%    | 0.47  |

资料来源：Wind，华泰研究

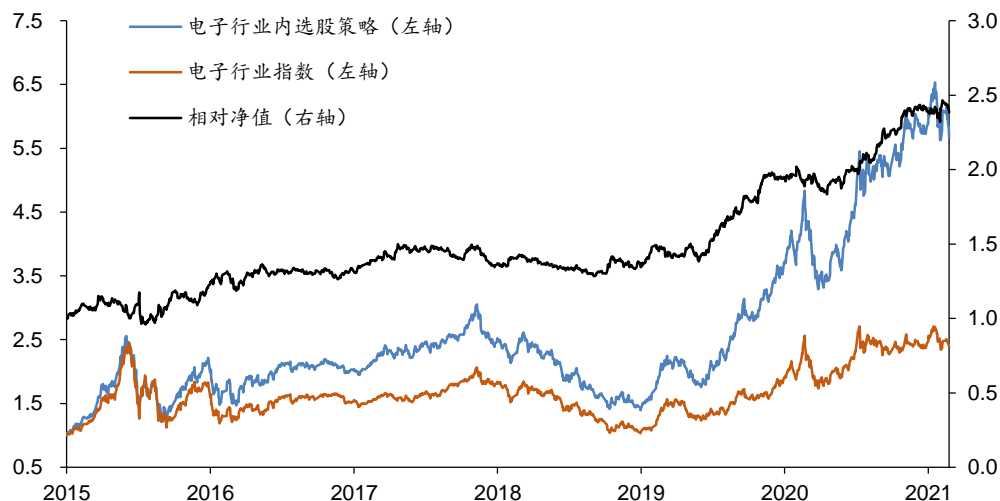
单个行业中，石化、有色、钢铁、建材、纺织服装、电子、计算机、综合金融和传媒行业采用机构调研数据选股的收益相对高些。我们认为机构调研数据在这些行业效果好的原因可能有两个：第一个是行业内上市公司的经营逻辑比较复杂，需要经过机构调研才能研究清楚，所以被调研个股的超额收益比较显著，比较典型的行业就是电子、计算机和传媒行业；另一个是行业本身属于冷门行业，需要依靠扎实的研究挖掘被市场忽略的 alpha 收益，比较有代表性的行业就是石化、有色和钢铁行业。

图表48：石油石化行业内选股策略回测净值曲线（十只股票）



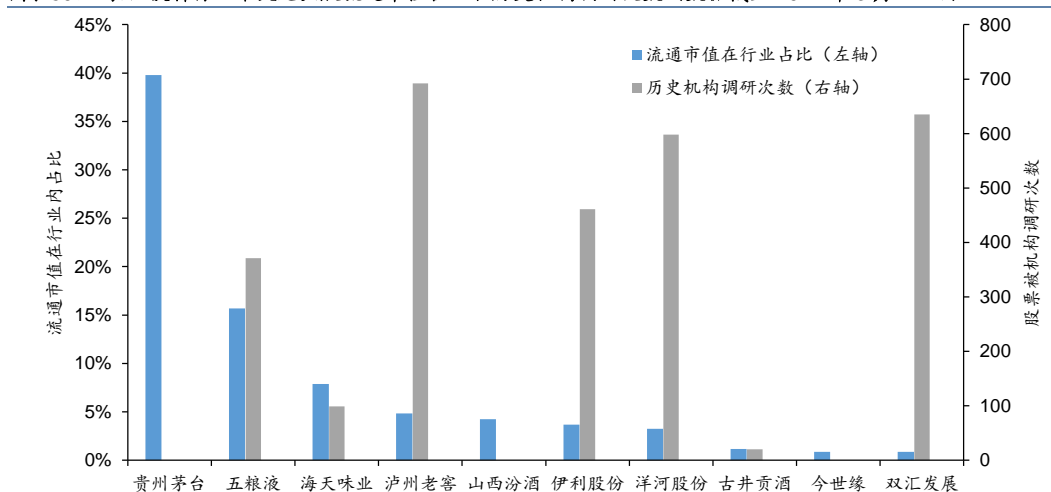
资料来源：Wind，华泰研究

图表49：电子行业内选股策略回测净值曲线（十只股票）

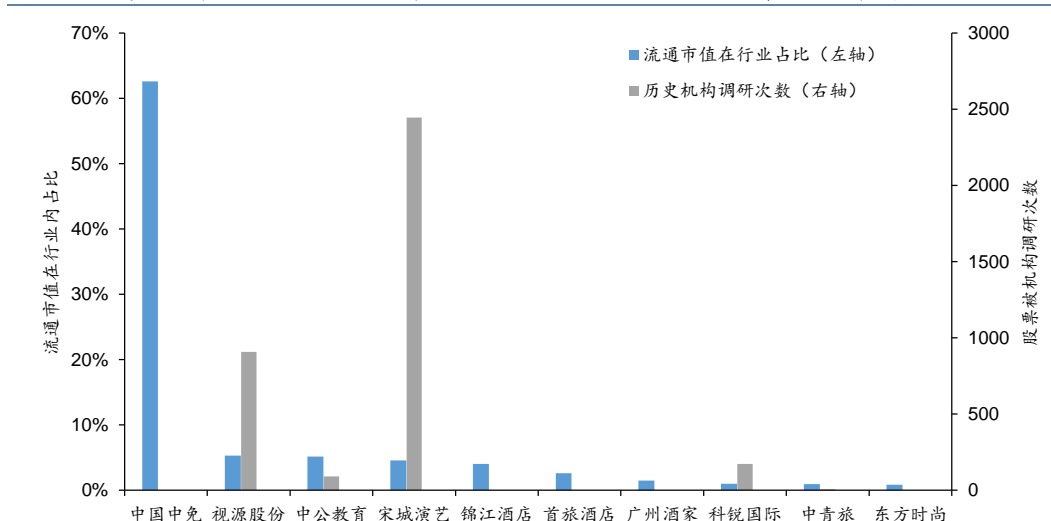


资料来源：Wind，华泰研究

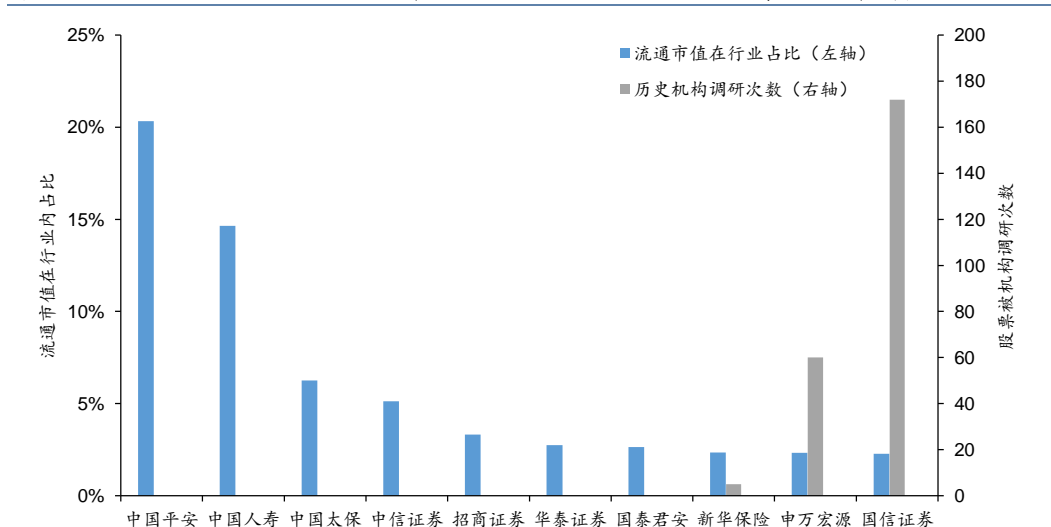
机构调研策略在所有行业中表现最差的是食品饮料、消费者服务和非银行金融行业。从统计数据来看，这三个行业都属于龙头股市值占比较高但是核心龙头公司没有公布调研数据的行业，而且这三个行业的龙头股市场表现较好，在很大程度上决定了行业指数价格走势。比较典型的是食品饮料行业的贵州茅台、山西汾酒，消费者服务行业的中国中免，非银行金融行业的中国平安、中国人寿、中信证券等。所以说当整个行业指数的价格走势被这些龙头股决定，而且龙头股的表现持续强势（比如中国平安和贵州茅台）或者龙头股的逻辑和行业整体出现分化（比如中国中免），机构调研策略在这样的行业中选股会很难跑赢行业指数。

**图表50： 食品饮料行业十大龙头股流通市值占比和历史机构调研次数（数据截至 2021 年 3 月 12 日）**


资料来源：Wind，华泰研究

**图表51： 消费者服务行业十大龙头股流通市值占比和历史机构调研次数（数据截至 2021 年 3 月 12 日）**


资料来源：Wind，华泰研究

**图表52： 非银行金融行业十大龙头股流通市值占比和历史机构调研次数（数据截至 2021 年 3 月 12 日）**


资料来源：Wind，华泰研究

## 机构调研策略在不同行业上的择时效果

我们还采用机构调研数据对行业指数进行择时，进一步判断调研数据在各行业的有效性。具体的数据处理方式和前文中构建的行业轮动策略保持一致：

1. 将个股机构调研数据加总到行业上并进行 250 日平滑处理，再除以行业内处于上市状态的成分股总数，得到行业内个股平均被调研次数。
2. 计算个股平均被调研次数的 Z-score，当 Z-score 大于 1 时择时策略仓位设置为 100%，介于 0 和 1 之间时仓位为 50%，小于 0 时空仓。
3. 为了避免行业指数的市场表现受大盘影响，我们采用行业相对指数作为择时对象，相对指数的参照基准为所有行业等权收益。
4. 按月生成调仓信号，调仓过程手续费设置为双边千一，回测时间设定为 2015 年 1 月 1 日至 2021 年 2 月 28 日

从测试结果上来看，30 个一级行业中有 19 个择时收益为正，说明机构调研策略在获取 beta 收益上也比较有效。值得注意的是，周期和大金融类行业的择时效果相对较好，比如钢铁、建筑、煤炭、房地产行业择时收益较高。可能原因在于周期类行业市场行情存在较强的周期性、可预测程度比较高，机构扎堆调研的时候容易获取 beta 收益。而电子、计算机、医药等机构关注度很高的行业择时效果反而不好，也是因为这些行业一直以来都被调研的比较多，在时序上的区分度不够高。

图表 53：采用机构调研信息在各行业相对指数上进行择时的结果

| 行业名称     | 年化超额收益率 | 超额收益年化波动率 | 信息比率  | 超额收益最大回撤 | 月度调仓胜率 |
|----------|---------|-----------|-------|----------|--------|
| 石油石化     | 2.97%   | 11.78%    | 0.25  | -28.04%  | 54.05% |
| 煤炭       | 4.66%   | 14.82%    | 0.31  | -35.19%  | 48.65% |
| 有色金属     | 1.06%   | 8.64%     | 0.12  | -17.35%  | 56.76% |
| 电力及公用事业  | 3.99%   | 7.90%     | 0.51  | -14.90%  | 51.35% |
| 钢铁       | 11.54%  | 10.69%    | 1.08  | -18.07%  | 43.24% |
| 基础化工     | -0.36%  | 4.48%     | -0.08 | -11.51%  | 32.43% |
| 建筑       | 9.12%   | 13.65%    | 0.67  | -25.52%  | 63.51% |
| 建材       | -1.89%  | 4.79%     | -0.40 | -19.97%  | 37.84% |
| 轻工制造     | -0.29%  | 5.27%     | -0.06 | -17.75%  | 44.59% |
| 机械       | 0.25%   | 5.01%     | 0.05  | -12.32%  | 52.70% |
| 电力设备及新能源 | -1.93%  | 8.00%     | -0.24 | -20.49%  | 45.95% |
| 国防军工     | 0.01%   | 10.16%    | 0.00  | -19.29%  | 44.59% |
| 汽车       | 0.21%   | 6.25%     | 0.03  | -13.74%  | 45.95% |
| 商贸零售     | 1.83%   | 5.52%     | 0.33  | -13.15%  | 43.24% |
| 消费者服务    | -18.07% | 17.36%    | -1.04 | -73.15%  | 40.54% |
| 家电       | -3.78%  | 11.75%    | -0.32 | -36.42%  | 39.19% |
| 纺织服装     | 1.20%   | 7.53%     | 0.16  | -25.25%  | 52.70% |
| 医药       | -4.57%  | 6.97%     | -0.66 | -31.84%  | 43.24% |
| 食品饮料     | -5.80%  | 12.01%    | -0.48 | -42.82%  | 27.03% |
| 农林牧渔     | -6.86%  | 8.51%     | -0.81 | -36.33%  | 36.49% |
| 银行       | 0.77%   | 20.74%    | 0.04  | -47.61%  | 51.35% |
| 非银行金融    | 3.49%   | 15.98%    | 0.22  | -35.95%  | 52.70% |
| 房地产      | 5.14%   | 11.46%    | 0.45  | -14.39%  | 51.35% |
| 交通运输     | 3.35%   | 5.68%     | 0.59  | -10.99%  | 50.00% |
| 电子       | -4.00%  | 7.97%     | -0.50 | -33.41%  | 29.73% |
| 通信       | 1.43%   | 13.27%    | 0.11  | -35.90%  | 43.24% |
| 计算机      | -6.39%  | 15.13%    | -0.42 | -44.08%  | 51.35% |
| 传媒       | 4.30%   | 11.52%    | 0.37  | -26.72%  | 58.11% |
| 综合       | 6.82%   | 6.60%     | 1.03  | -11.44%  | 54.05% |
| 综合金融     | 6.24%   | 15.94%    | 0.39  | -36.44%  | 62.16% |

资料来源：Wind，华泰研究

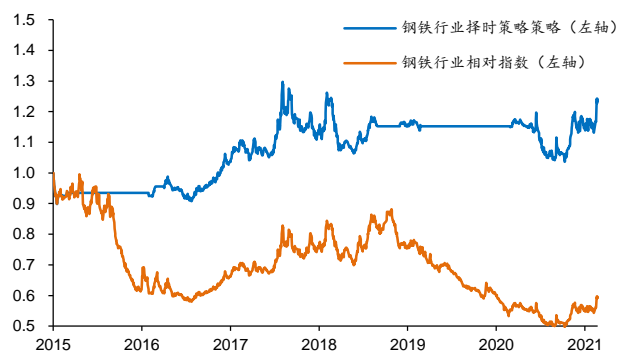


图表54： 钢铁行业相对净值和调研次数 Z-score 对比



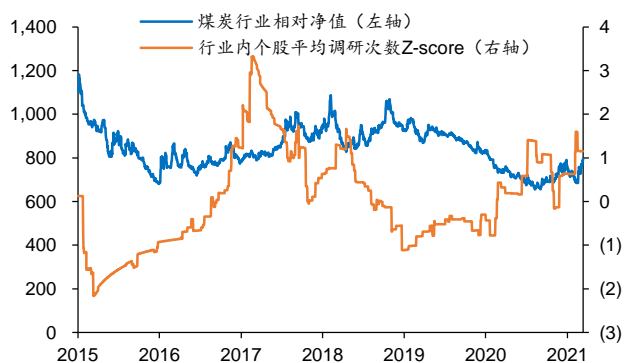
资料来源：Wind，华泰研究

图表55： 钢铁行业择时策略净值



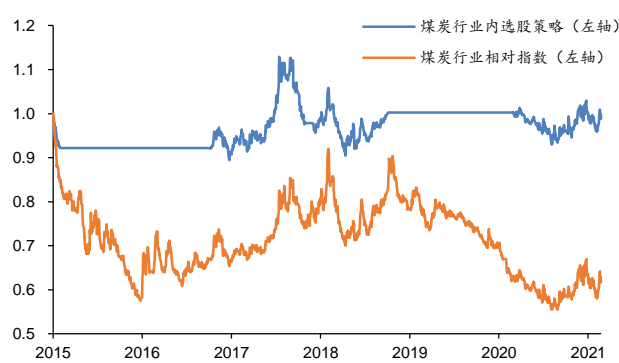
资料来源：Wind，华泰研究

图表56： 煤炭行业相对净值和调研次数 Z-score 对比



资料来源：Wind，华泰研究

图表57： 煤炭行业择时策略净值



资料来源：Wind，华泰研究

## 本文总结

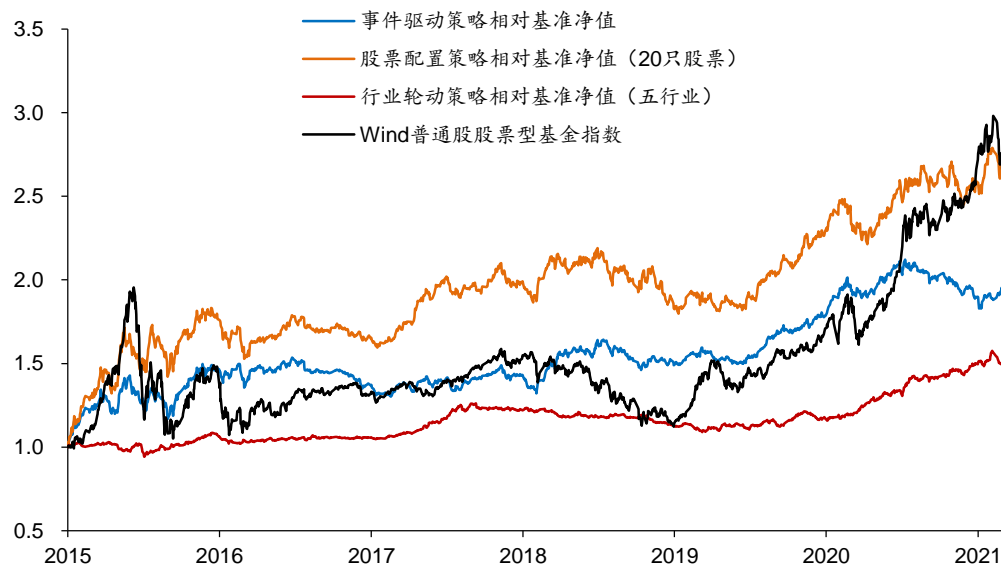
机构调研信息是我们尝试学习机构投资者行为的重要角度。本文对机构调研策略进行了比较全面的分析，经过股票和行业层面多个策略的测试，我们对机构调研策略的优缺点以及适用范围有了一些笼统的认识，总的说来有以下几条结论：

首先，机构调研是一个可以有效博取超额收益的策略。从个股选择到行业配置，机构调研策略都能获取稳定的超额收益，但是机构调研策略主要靠盈亏比赚钱，难以取得较高的胜率或是对回撤进行控制。机构调研策略换手相对比较低，主要通过长期持有来获取收益。

其次，无论是在全市场还是行业层面，基于机构调研数据进行选股的效果会优于进行行业择时（或是行业配置），也就是机构调研策略获取 **alpha** 的能力明显高于获取 **beta** 的能力。机构调研次数较多的行业倾向于具有较好的市场表现，但是当宏观环境变化等因素对情绪产生冲击时，机构调研数据的定价逻辑将失效。

最后，机构调研策略能够有效的核心逻辑在于机构投资者具有较强的市场定价权，当市场行情对于机构投资者（特别是影响力较大的主动投资者）有利时，机构调研策略的表现会更突出。从我们构建的典型策略净值曲线来看，机构调研策略的表现和普通股票型基金指数的市场表现一致性比较高，都是在 2015 年出现了较大波动，在 2016-2017 年稳步上涨，在 2018 年出现回撤，在 2019-2020 年大幅上涨。随着机构投资者在市场上的话语权越来越重，机构调研策略后续表现值得期待。

图表58： 本文构建的典型机构调研策略和 Wind 普通股票型基金指数走势对比



资料来源：Wind，华泰研究

## 风险提示

1. 模型根据历史规律总结，历史规律可能失效。
2. 市场出现超预期波动，导致拥挤交易。
3. 报告中涉及到的具体行业或股票不代表任何投资建议，请投资者谨慎、理性地看待。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，林晓明、李聪、韩哲，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师林晓明、李聪、韩哲本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

**增持：**预计行业股票指数超越基准

**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

**买入：**预计股价超越基准15%以上

**增持：**预计股价超越基准5%~15%

**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出：**预计股价弱于基准15%以上

**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限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: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司