

2021年9月9日

机构调研个股潜在超额收益的挖掘

金融工程研究团队

——开源量化评论（33）

魏建榕（首席分析师）

证书编号：S0790519120001

张翔（分析师）

证书编号：S0790520110001

傅开波（分析师）

证书编号：S0790520090003

高鹏（分析师）

证书编号：S0790520090002

苏俊豪（研究员）

证书编号：S0790120020012

胡亮勇（研究员）

证书编号：S0790120030040

王志豪（研究员）

证书编号：S0790120070080

盛少成（研究员）

证书编号：S0790121070009

苏良（研究员）

证书编号：S0790121070008

魏建榕（分析师）

weijianrong@kysec.cn

证书编号：S0790519120001

胡亮勇（联系人）

huliangyong@kysec.cn

证书编号：S0790120030040

● 机构调研信息近年来逐步受到广大投资者关注

从历年机构调研覆盖的板块来看，主要集中于新兴产业板块，传统板块机构调研整体维持在相对较小的比例。

在行业层面，机构调研的覆盖偏好具有高度稳定性，历年机构投资者调研行业多集中于化工、医药生物、机械设备、电子和计算机等行业，既与该类行业上市公司数量相对较多有关，亦和此类行业具有较强的专业性密不可分。

机构调研个股在各主流宽基指数中并没有特别的偏好，占比具有稳定的趋同性。从具体数值来看，机构调研个股在主流宽基指数中的覆盖比例介于30%~70%之间。

从调研机构类型来看，不同类型的机构每年调研上市公司的个数也存在着显著差异。证券公司历年调研的上市公司数量占比超20%，其次为基金公司和私募公司。

● 机构调研事前超额收益显著，事后超额收益有一定幅度下滑

从整体来看，机构调研多发生在股价上涨的过程中，即上市公司股价开始出现上升趋势后，各类机构投资者开始逐步增加对该上市公司的调研。

不同类型的机构在调研后的超额收益没有明显差异，基金公司事后超额收益小幅占优。公募基金管理规模大小与调研后个股未来的超额收益亦没有必然联系。业绩说明会通常在股价低迷之时，而特定对象调研多发生在股价高涨之际。参与机构数量在20到100之间时，调研前后上市公司股价表现相对占优。

● 基本面+价量+资金流三维度的合成因子在机构调研股票池中具有优秀的选股表现

测试期内机构调研个股的月度再平衡策略，相比简单买入持有中证800指数存在一定的超额收益，但缺点在于超额收益并不稳定。

各个细分因子之间的历史关联度处于较低状态，表明大家提供的信息来源于不同维度。

等权合成因子多头年化收益率25.66%，最大回撤39.48%，对冲年化收益率为22.44%，夏普比率为2.7，最大回撤6.52%。

相比于等权和ICIR加权合成，最大化ICIR加权的多空对冲收益在回撤控制方面表现更优。

从测试结果来看，等权合成因子在主流宽基指数成分股中的多头表现均不如机构调研个股股票池的多头表现。中证500指数股票池内等权合成因子选股的多头年化收益率为16.39%，高于沪深300的13.48%和中证800的15.37%。但在全样本池内，虽然多头收益率有所提升，达到19.89%，但依然不如机构调研股票池内的多头收益。

● 风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

相关研究报告

《开源量化评论（28）-上游周期板块的择时模型》-2021.08.03

《开源量化评论（29）-超越创成长：创业板上的增强组合》-2021.08.04

《开源量化评论（30）-北上资金：怎样才是真正的强流入》-2021.08.19

《开源量化评论（31）-大消费板块的轮动与选股》-2021.08.28

《开源量化评论（32）-券商金股的内部收益结构》-2021.09.01

目 录

1、 机构调研数据概览	4
2、 机构调研事件收益分析	7
2.1、 不同机构类型调研前后的收益表现	7
2.2、 不同管理规模公募基金调研前后的收益表现	8
2.3、 不同调研方式调研前后的收益表现	8
2.4、 参与调研机构数量的收益表现	9
3、 机构调研股票池的选股表现	10
3.1、 基本面：业绩超预期	12
3.2、 价量：理想反转	13
3.3、 资金流：大单残差	13
3.4、 因子合成	14
3.4.1、 等权合成	14
3.4.2、 ICIR 加权合成	15
3.4.3、 最大化 ICIR 合成	16
3.5、 细分及合成因子绩效对比	16
4、 不同样本池的因子表现比较	17
5、 风险提示	18

图表目录

图 1： 机构调研历年覆盖公司数 2018 年和 2019 年有较明显的下滑	4
图 2： 机构调研多集中于新兴产业板块	5
图 3： 机构调研热门行业集中分布在化工、医药生物、机械设备、电子等行业	5
图 4： 机构调研个股在各主流宽基指数中覆盖占比基本趋同	6
图 5： 2020 年以来迈瑞医疗位居机构调研个股首位	6
图 6： 证券公司参与个股调研的家数位居前列	7
图 7： 公募基金中华夏基金、嘉实基金和博时基金调研次数相对占优	7
图 8： 不同类型机构调研后的个股超额收益表现差异不明显	8
图 9： 公募基金管理规模与调研后的个股超额收益没有必然联系	8
图 10： 特定对象调研多发生在股价高涨之际，业绩说明会多办于股价低迷之时	9
图 11： 上市公司调研机构参与数量多在 20 家以内	9
图 12： 参与调研机构数量高于 100 家时，个股未来超额收益为负	10
图 13： 每个月机构调研的个股数量在 300 家到 600 家之间浮动	11
图 14： 机构调研个股月度再平衡策略具有一定的超额收益但并不稳定	11
图 15： 公告日期与调研日期间隔天数通常位于 7 个日历日以内	12
图 16： 机构调研股票池中业绩超预期因子多头表现十分优异	12
图 17： 理想反转因子在机构调研个股中对空对冲收益表现稳定	13
图 18： 大单残差在机构调研个股中具有稳健的多空区分度	14
图 19： 不同细分因子历史相关性均处于较低水平	14
图 20： 等权合成因子优于各细分因子的单独表现	15
图 21： 不同细分因子的 RankIC 累计值，其中理想反转因子表现最优	15
图 22： ICIR 加权的合成因子在测试期内超额收益表现稳定	16
图 23： 最大化 ICIR 的合成因子的多空收益在回撤控制方面相对占优	16

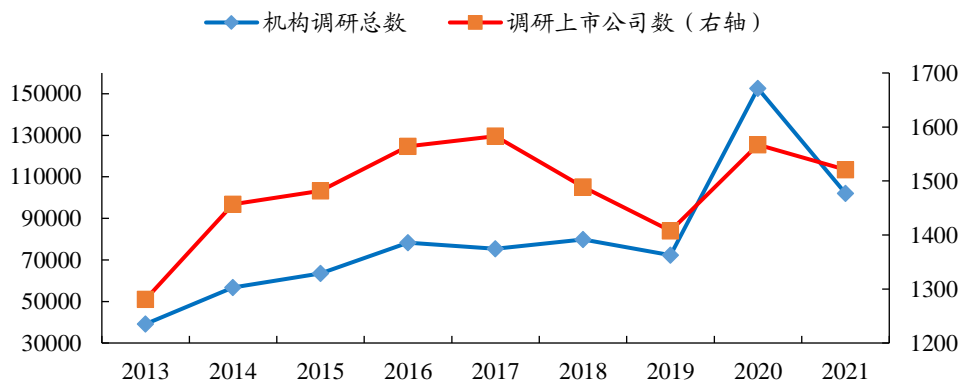
图 24: 等权合成因子在沪深 300 指数中的多头收益率为 13.48%	17
图 25: 等权合成因子在中证 500 指数中多头区分度有所提升	17
图 26: 等权合成因子在中证 800 指数中的表现多头收益率为 15.37%.....	18
图 27: 等权合成因子在全样本池内的表现比宽基指数池更优异	18
表 1: 2021 年参与迈瑞医疗调研的机构数量高达 1600 家.....	6
表 2: 等权合成因子多头年化收益率最高	17
表 3: 不同股票池内等权合成因子表现，其中机构调研股票池内多头收益最高	18

近年来，随着机构投资者业绩开始显著跑赢主流宽基指数，资本市场对机构投资者行为的关注度不断提升，具体表现在多个方面：机构投资者每期披露的持仓会被市场各类投资者细致分析；机构调研活动会受到广泛报道，尤其是明星基金经理的调研动向更是市场关注焦点，等等。抛开现象，深入到实质，我们更想了解的是机构动向是否真的蕴含超额 alpha。本篇报告我们以机构调研信息为例，来探究我们如何能够更好的利用机构的调研信息来辅助投资决策。

1、机构调研数据概览

我们提取了 2013 年以来截至 2021 年 8 月的机构调研数据，按照机构调研总数和被调研上市公司数量分别进行统计。可以看到，机构调研覆盖的上市公司个数历年差异较大，2017 年之前呈现稳定提升的态势，2018 年和 2019 年有了明显的下滑，2020 年出现了一定程度的回暖。从机构累计调研次数来看，2020 年后出现了较明显的提升。2021 年截至 8 月初，机构调研次数亦超过了 2019 年及之前的所有年份，表明机构调研热情开始升温。

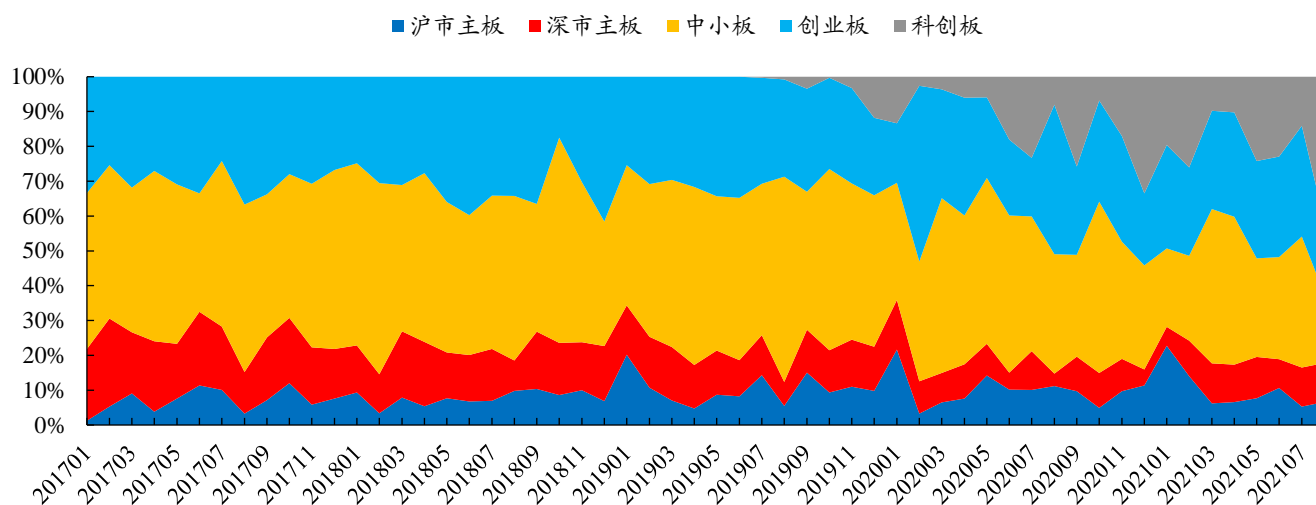
图1：机构调研历年覆盖公司数 2018 年和 2019 年有较明显的下滑



数据来源：东方财富、开源证券研究所

从历年机构调研覆盖的板块来看，主要集中于新兴产业板块，传统板块机构调研整体维持在相对较小的比例。值得注意的是，科创板自 2019 年开通以来，持续受到机构投资者的关注，调研次数占比呈现显著增长态势。沪市主板和深市主板个股被机构投资者调研的次数占比在 20% 左右的水平，低于板块个股数量占比。

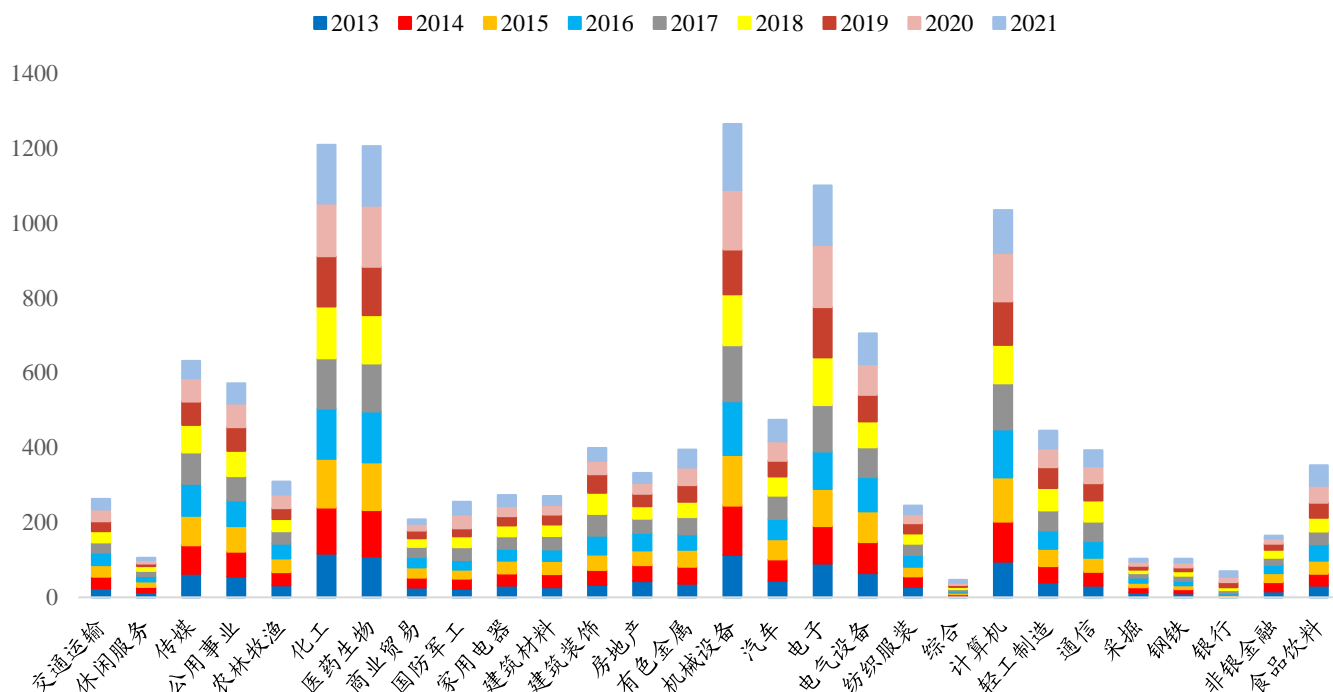
图2：机构调研多集中于新兴产业板块



数据来源：东方财富、开源证券研究所

在行业层面，机构调研的覆盖偏好具有高度稳定性，历年机构投资者调研行业多集中于化工、医药生物、机械设备、电子和计算机等行业，既与该类行业上市公司数量相对较多有关，亦和此类行业具有较强的专业性密不可分。机构调研相对较少的行业包括综合、传统周期行业，比如采掘、钢铁等，其次为上市公司数量相对较少的银行业和非银金融行业。

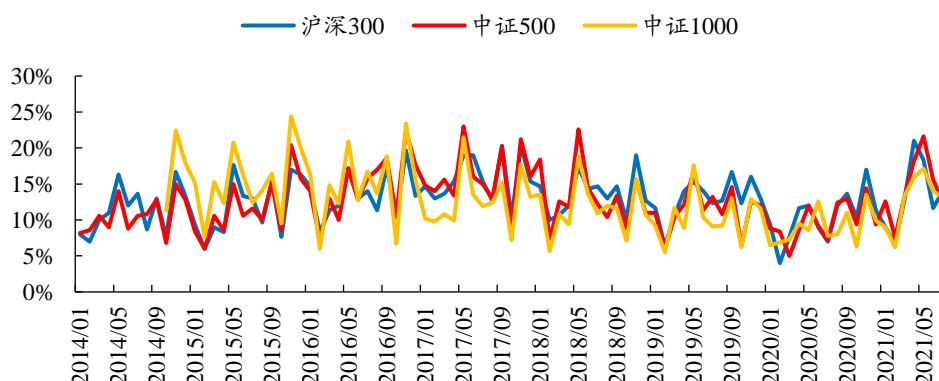
图3：机构调研热门行业集中分布在化工、医药生物、机械设备、电子等行业



数据来源：东方财富、开源证券研究所

在宽基指数层面，我们统计了机构调研个股每个月在各主流宽基指数中的覆盖度。可以看到，机构调研个股在各主流宽基指数中并没有特别的偏好，占比具有稳定的趋同性。从具体数值来看，机构调研个股在主流宽基指数中的覆盖比例介于30%~70%之间。

图4：机构调研个股在各主流宽基指数中覆盖占比基本趋同



数据来源：东方财富、开源证券研究所

在个股层面，机构调研的热门个股往往是当年市场关注度较高的股票。2014年起，美的集团连续三年位居机构调研首位，后续海康威视接棒，蝉联三年最受机构调研青睐个股，2019年迈瑞医疗进入机构调研十强榜单，2020年后摘得榜首位置。不难看到，机构频繁调研的个股亦走出了不错的行情。

图5：2020年以来迈瑞医疗位居机构调研个股首位

年份	第一名	第二名	第三名	第四名	第五名	第六名	第七名	第八名	第九名	第十名
2021	迈瑞医疗	海康威视	中科创达	传音控股	TCL科技	长春高新	广联达	华阳集团	澜起科技	迈为股份
2020	迈瑞医疗	海康威视	德赛西威	广汽集团	一心堂	广联达	珠江啤酒	汇川技术	卫宁健康	信维通信
2019	海康威视	汇川技术	广联达	广汽集团	迈瑞医疗	大华股份	乐普医疗	华东医药	森马服饰	兆易创新
2018	海康威视	乐普医疗	华东医药	大华股份	利亚德	汇川技术	广汽集团	卫宁健康	立讯精密	美亚柏科
2017	海康威视	歌尔股份	广汽集团	美的集团	京东方B	京东方A	汇川技术	信维通信	利亚德	一心堂
2016	美的集团	汇川技术	海康威视	信维通信	广汽集团	宋城演艺	格力电器	利亚德	实益达	歌尔股份
2015	美的集团	一心堂	汇川技术	广汽集团	吴通控股	科华生物	世联行	广联达	远光软件	华东医药
2014	美的集团	汇川技术	金螳螂	广汽集团	宋城演艺	森马服饰	格力电器	劲嘉股份	乐普医疗	众信旅游
2013	天喻信息	汇川技术	安洁科技	苏宁易购	水晶光电	掌趣科技	TCL科技	广田集团	科大讯飞	长安B

资料来源：东方财富、开源证券研究所

具体到2021年，我们发现十大热门个股多集中在电子板块，前十名中占据了四席。位于调研榜首的迈瑞医疗，截止到2021.08.05，累计有1664家机构（含重复）参与公司的调研活动；其次为海康威视，参与调研的机构数累计高达1506次。

表1：2021年参与迈瑞医疗调研的机构数量高达1600家

股票代码	股票名称	机构数量	所属行业	PE-TTM	总市值
300760.SZ	迈瑞医疗	1664	医药生物	57.74	4,075.85
002415.SZ	海康威视	1506	电子	33.63	5,126.29
300496.SZ	中科创达	1101	计算机	98.44	537.64
688036.SH	传音控股	1074	电子	43.52	1,363.44
000100.SZ	TCL科技	1045	电子	10.43	1,039.68
000661.SZ	长春高新	1034	医药生物	31.51	1,153.45
002410.SZ	广联达	901	计算机	201.32	712.81
002906.SZ	华阳集团	830	汽车	90.53	197.73
688008.SH	澜起科技	809	电子	66.47	647.97
300751.SZ	迈为股份	778	机械设备	154.69	707.28

数据来源：东方财富、开源证券研究所

数据截至 2021.08.05

从调研机构类型来看，不同类型的机构每年调研上市公司的个数也存在着显著差异。证券公司历年参与上市公司调研的家数占比超 20%，其次为基金公司和私募公司。

图6：证券公司参与个股调研的家数位居前列

日期	保险公司	信托公司	基金公司	私募公司	证券公司	财务公司	资管公司	银行	其他
2013	6.9%	3.1%	20.0%	16.6%	24.7%	1.1%	12.3%	1.8%	13.5%
2014	7.8%	3.4%	19.3%	16.6%	21.8%	0.9%	14.5%	2.7%	13.0%
2015	7.7%	3.0%	17.2%	14.8%	19.6%	0.9%	13.7%	3.1%	20.0%
2016	7.8%	4.2%	16.3%	15.0%	18.9%	1.0%	14.2%	3.7%	19.0%
2017	8.0%	4.9%	16.0%	15.3%	20.2%	0.7%	14.4%	3.6%	17.0%
2018	7.1%	4.0%	15.1%	15.2%	20.0%	0.7%	13.9%	3.8%	20.2%
2019	7.1%	3.7%	15.6%	14.9%	19.9%	0.4%	13.7%	4.1%	20.6%
2020	9.3%	4.8%	16.3%	15.2%	19.3%	0.5%	14.6%	4.7%	15.2%
2021	8.9%	4.5%	16.8%	15.5%	20.1%	0.3%	14.9%	4.1%	14.9%

数据来源：东方财富、开源证券研究所

注：其他项中包括了各类机构，但具体比例未知。

从更细分的机构公募基金公司来看，嘉实基金、华夏基金和博时基金长期处于调研次数前列。一定程度上，公募基金管理规模与其调研次数呈正相关性。由于大部分上市公司对于调研信息的披露仅有机构名称，涉及具体调研人员的信息缺失比较严重，导致对于市场关注度更高的明星基金经理调研统计存在较大偏差，为此此处不予展示。

图7：公募基金中华夏基金、嘉实基金和博时基金调研次数相对占优

年份	第一名	第二名	第三名	第四名	第五名	第六名	第七名	第八名	第九名	第十名
2021	嘉实基金	华夏基金	交银施罗德基金	富国基金	中欧基金	银华基金	南方基金	广发基金	国泰基金	招商基金
2020	嘉实基金	博时基金	华夏基金	南方基金	富国基金	中银基金	交银施罗德基金	银华基金	广发基金	华安基金
2019	华夏基金	嘉实基金	博时基金	交银施罗德基金	富国基金	中欧基金	大成基金	南方基金	农银汇理基金	华安基金
2018	嘉实基金	华夏基金	南方基金	博时基金	交银施罗德基金	富国基金	银华基金	鹏华基金	华安基金	工银瑞信基金
2017	华夏基金	鹏华基金	博时基金	嘉实基金	交银施罗德基金	华商基金	华安基金	南方基金	中欧基金	银华基金
2016	华夏基金	嘉实基金	博时基金	银华基金	中欧基金	广发基金	鹏华基金	天弘基金	交银施罗德基金	中邮创业基金
2015	华夏基金	嘉实基金	博时基金	广发基金	银华基金	工银瑞信基金	中欧基金	上投摩根基金	南方基金	鹏华基金
2014	华夏基金	嘉实基金	博时基金	南方基金	大成基金	广发基金	银华基金	招商基金	鹏华基金	华商基金
2013	华夏基金	嘉实基金	南方基金	博时基金	广发基金	华商基金	大成基金	银华基金	富国基金	上投摩根基金

资料来源：东方财富、开源证券研究所

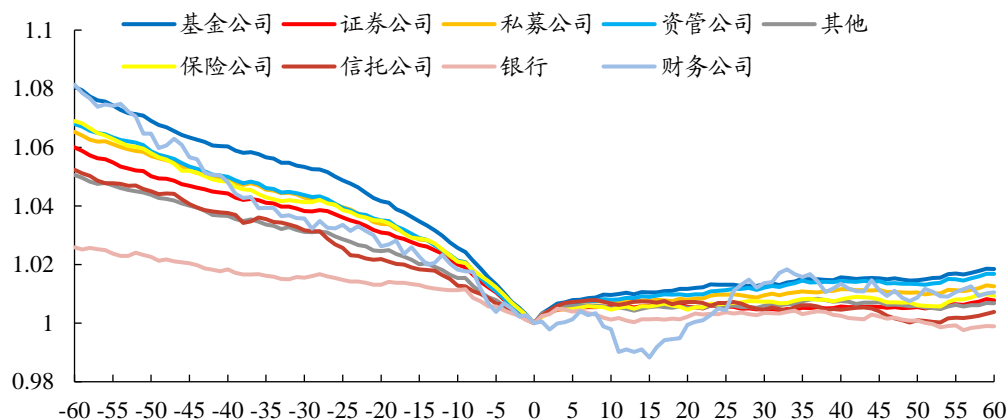
2、机构调研事件收益分析

相比于机构调研各个维度的数据统计，我们更关注机构调研的相关信息是否具有隐含的超额收益？比如，对于被机构集中调研的个股后续是否有突出表现？公募基金调研的个股未来表现是否优于其他机构调研的个股？为了直观对比在调研前后不同事件对股价的影响，我们统计了不同事件在调研前后 60 个交易日上市公司股价平均超额收益情况，基准为中证 800 指数的涨跌幅。为了展示美观，我们对 0 值左边的数据进行了翻转处理。其中，纵轴为净值，横轴为天数。

2.1、不同机构类型调研前后的收益表现

从整体来看，机构调研多发生在股价上涨的过程中，即上市公司股价开始出现上升趋势后，各类机构投资者开始逐步增加对该上市公司的调研。在调研前 60 个交易日，被调研上市公司股价平均累计超额收益在 6% 以上；调研结束后，上市公司超额收益下滑比较明显，60 个交易日后平均累计超额收益不足 2%。从调研机构类型来看，不同类型的机构在调研后的超额收益没有明显差异。

图8：不同类型机构调研后的个股超额收益表现差异不明显

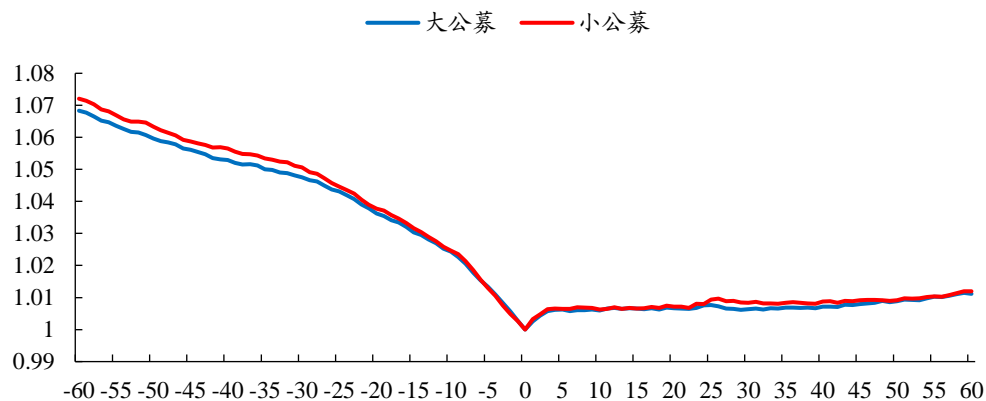


数据来源：东方财富、开源证券研究所

2.2、不同管理规模公募基金调研前后的收益表现

公募基金作为 A 股市场持仓占比最高的机构投资者，其调仓动向一直以来受到市场投资者的广泛关注。我们简单按照 2021Q2 季度主动管理规模将前 20 名的公募基金归为大公募，剩余基金公司归类为小公募，统计管理规模不同的基金公司是否在调研前后具有不同的超额收益获取能力。可以看到，公募基金管理规模大小与调研后个股未来的超额收益没有必然联系。

图9：公募基金管理规模与调研后的个股超额收益没有必然联系



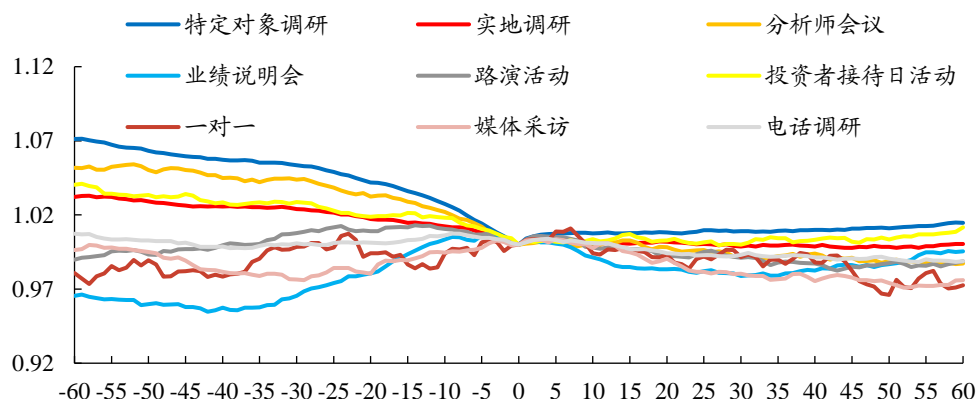
数据来源：东方财富、开源证券研究所

2.3、不同调研方式调研前后的收益表现

调研方式在底层数据库中，存在着不同的字段形式，各个字段之间亦有同时出现的情形，比如现场调研和电话调研同时出现。为了尽可能准确地计算不同字段对应的事件收益，我们对原始字段数据进行筛选、清洗。对于同时含有多个调研方式的数据进行剔除处理，因为无法区分哪种调研方式对结果的影响更大。对于近似表述的字段，进行合并处理，比如电话调研和电话会议，统一归类到电话调研大类下面。最终，我们保留了九种主流的调研方式，并统计该九类调研方式在调研前后的收益表现。从最终结果来看，调研方式与未来超额收益的关联度不是特别显著，但是在调研前，不同调研方式的超额收益差别较大。比如业绩说明会之前，个股超额收益倾向为负值，但是特定对象调研之前，超额收益倾向为正值，间接表明业绩说

明会通常在股价低迷之时，而特定对象调研多发生在股价高涨之际。

图10：特定对象调研多发生在股价高涨之际，业绩说明会多办于股价低迷之时

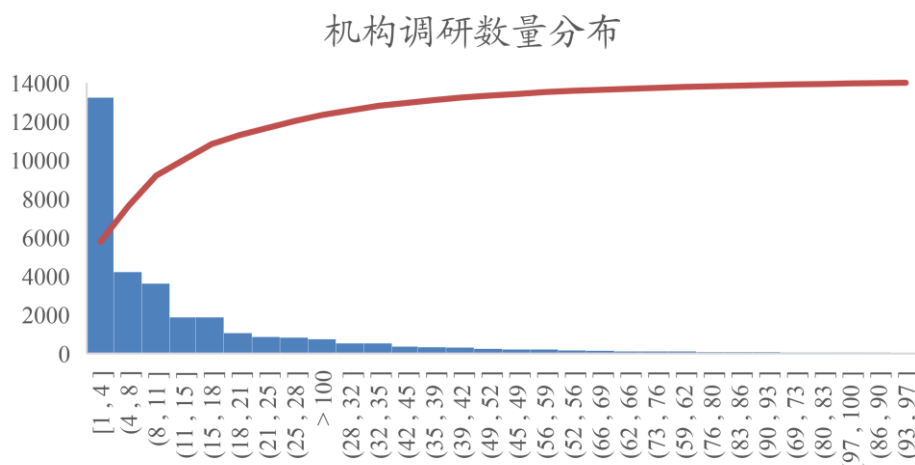


数据来源：东方财富、开源证券研究所

2.4、参与调研机构数量的收益表现

上市公司调研活动机构参与数量越多，通常表明该上市公司近期受到的关注度越高。在行情火热的时候，参与上市公司调研的机构数量能够达到上百家之众。以2021年年初热门的医疗器械公司迈瑞医疗为例，根据迈瑞医疗披露的机构调研信息可知，在2021年1月5日当天，共有719家机构参与了该公司的调研活动，参会机构数量创下了该公司调研活动的历史新高。但从分布来看，个股调研活动机构参与数量通常在20家以内。

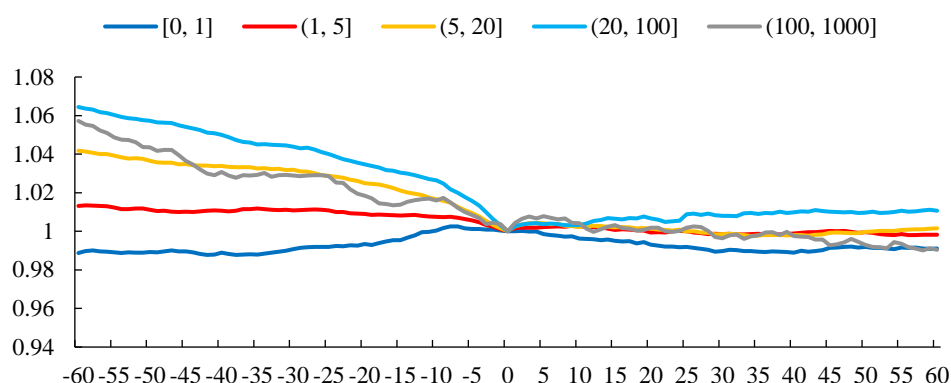
图11：上市公司调研机构参与数量多在20家以内



数据来源：东方财富、开源证券研究所

我们根据个股调研活动机构投资者的参与数量来进行划分，统计机构参与多寡与调研前后股价的表现。从结果来看，参与调研的机构数量越多，通常上市公司股价在被调研之前表现越好。仅有单个机构参与的调研活动，上市公司股价反应相对温和。从具体参与的机构数量来说，参与机构数量在20到100之间时，调研前后上市公司股价表现相对占优。

图12: 参与调研机构数量高于 100 家时，个股未来超额收益为负



数据来源：东方财富、开源证券研究所

前文我们从多个维度比较了机构调研活动前后上市公司股价的超额收益水平，主要结论概括如下：

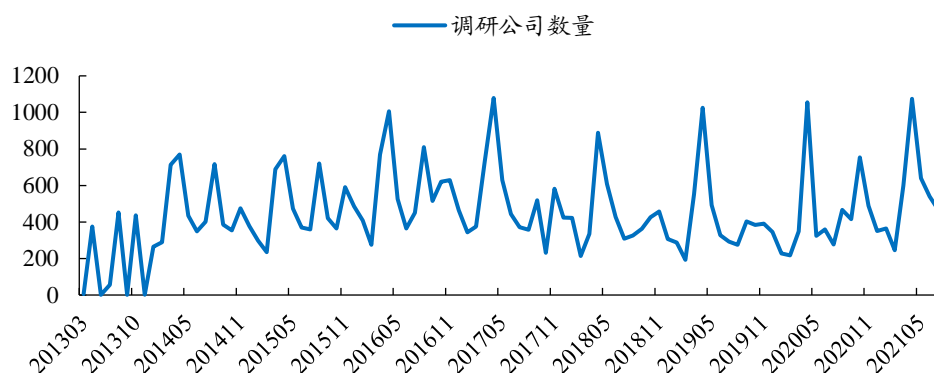
- (1) 机构投资者调研活动多集中于上市公司股价开始有了明显涨幅之后，机构调研前 60 个交易日平均累计超额收益率在 6% 左右；
- (2) 机构调研之后的个股超额收益相对调研之前有明显的下滑，从测试结果来看，不同类型的机构调研没有显著区分度。
- (3) 公募基金管理规模的大小与调研个股未来的表现没有必然联系，大小公募在调研后个股的超额收益水平几无差异。
- (4) 特定对象调研通常发生在股价高涨之际，业绩说明会则多开在股价低迷之时。
- (5) 一般而言，参与上市公司调研活动的机构数量越多，上市公司前期股价涨幅越明显；20 到 100 家机构参与的调研活动，对应的上市公司未来股价表现相对占优。

3、机构调研股票池的选股表现

机构调研本身是独立的随机离散事件，各个调研活动不以特定频率发生，为此更合适的收益测算方案为事件驱动框架。考虑到前文机构调研不同事件下的收益结果乏善可陈，且事件驱动回测框架需要不断调整个股仓位，对股价作用周期相对较短等诸多问题，我们尝试换种思路来挖掘机构调研个股的隐藏 alpha。我们将机构调研个股作为原始股票池，每个自然月底在该池子里去挖掘未来具有超额收益表现的个股。

从每个自然月机构参与调研的个股数量来看，每期基本稳定在 300~600 只之间，在每年 4 月财报季机构调研个股数量通常达到阶段高点。2013 年部分月份机构调研个股数量仅为个位数，存在明显不合理，因此对 2013 年的所有数据均做剔除处理。

图13: 每个月机构调研的个股数量在 300 家到 600 家之间浮动

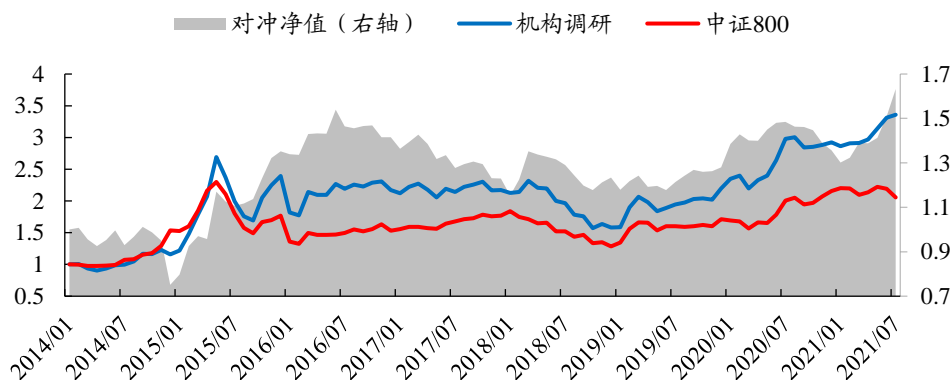


数据来源：东方财富、开源证券研究所

在不做任何处理的情况下，机构调研个股是否具有超越市场基准的收益呢？我们按照月度再平衡策略每月底买入当月机构调研个股，并将其与直接买入持有中证 800 指数的收益进行对比。

可以看到，测试期内机构调研个股的月度再平衡策略，相比简单买入持有中证 800 指数存在一定的超额收益，但缺点在于超额收益并不稳定，且在特定时期，超额收益持续为负。如 2016 年初到 2019 年初，持有机构调研个股的平均收益率持续跑输基准中证 800 指数。为此，我们尝试对原始机构调研的股票池进行精选，在每个换仓周期从股票池中选取具有潜力的个股作为下一期的持仓。但，如何判断个股未来的潜力呢？

图14: 机构调研个股月度再平衡策略具有一定的超额收益但并不稳定



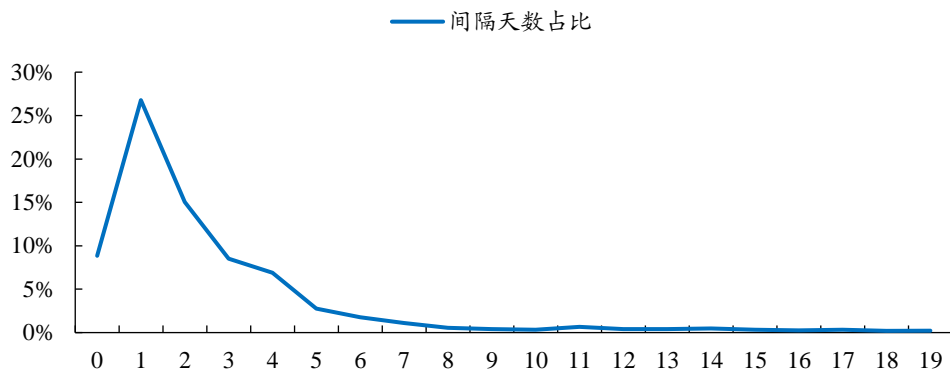
数据来源：东方财富、开源证券研究所

在原始的底层数据库中，关于机构调研数据涉及到两个日期，分别是调研日期（RESEARCH_DATE）和公告日期（ANNOUNCE_DATE），前者是机构实际参与调研的日期，后者是上市公司实际向全体投资者进行披露的日期，正常情况下公告日期晚于调研日期。我们在统计每个自然月上市公司调研活动机构参与数量时，以公告日期所在的月份为基准。比如某只个股在 4 月 29 日被多家机构投资者调研，由于劳动节假期上市公司在 5 月 4 日才进行披露，但在调仓时，我们将该个股的调研数据划归到五月份，因为四月份我们无法获取到该信息。

根据统计结果，上市公司公告日期和机构实际调研日期通常间隔在 7 个日历日内，合计占比超 65%，但由于未知的原因，部分上市公司公布机构调研信息的日期存在相对较长期限的滞后，最长可达 500 个日历日以上。对于这类数据我们进行剔

除处理，因为间隔时间过长，机构调研蕴含的信息价值损耗殆尽。通过图 14 可知，超过 10 个日历日的间隔占比已经逐步趋向于 0。为了与月频调仓节奏保持一致，我们将公布间隔超过 30 个日历日的个股进行剔除，同时，我们剔除公告日期早于调研日期的异常数据。

图15: 公告日期与调研日期间隔天数通常位于 7 个日历日以内



数据来源：东方财富、开源证券研究所

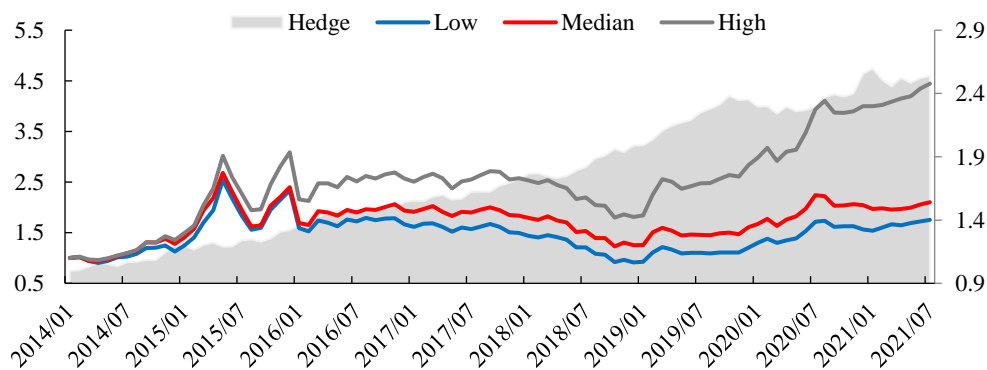
根据前文所述，机构调研数量分布存在右偏现象，无法等比例划分股票池，且事件收益表现一般，导致其并不适合直接用来构建选股因子，因此我们尝试从机构调研个股本身的逻辑出发，在机构调研个股池中根据底层逻辑去做个股精选。我们尝试分别从基本面、价量和资金流三个层面去展开，在每个维度我们选取具有代表性的因子来对机构调研股票池的个股进行精选。

3.1、基本面：业绩超预期

在报告《业绩超预期 Plus 组合的构建》中，我们根据上市公司财报数据和分析师一致预期数据构建了业绩超预期因子 SUE，其在全市场中具有显著的多头区分度。将业绩超预期应用在机构调研个股中，一个最直接的原因在于业绩是驱动股价变化最根本的因素。

按照 SUE 因子大小，我们将机构调研股票池等分为三组，市值行业中性化后的结果如图 16 所示。测试期内，多头组表现强劲，年化收益率高达 21.73%，夏普比率 0.82，对冲年化收益率 12.62%，夏普比率 1.80。2019 年后对冲超额收益稳定性有所下降，但不改超额收益整体上行趋势。

图16: 机构调研股票池中业绩超预期因子多头表现十分优异



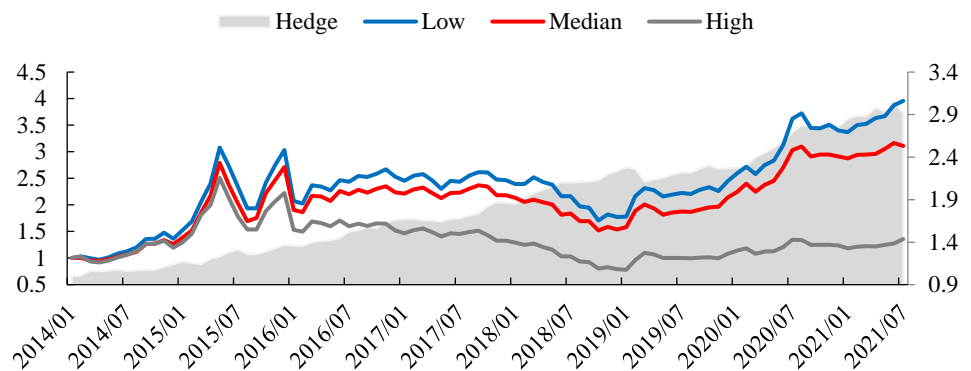
数据来源：东方财富、开源证券研究所

3.2、价量：理想反转

通过第二部分的事件驱动收益走势（图8）可知，机构调研大部分发生在个股股价已经上涨起来的过程中，且调研后期超额收益下滑明显，因此我们尝试在机构调研股票池上构建反转类因子。在报告《A股反转之力的微观来源》之中，我们提出了理想反转因子来代替常规的反转因子，在本篇报告中，我们尝试使用理想反转因子来刻画机构调研前的个股涨跌幅。

在全部机构调研个股的样本池中，根据理想反转因子大小将股票池划分为高中低三组，行业市值中性化后的表现如图17所示。测试期内，理想反转因子值最低组未来表现最好，年化收益率为19.89%，理想反转因子值最高组未来表现有明显下滑，高前期涨幅导致后续上涨乏力，年化收益率仅为4.13%。多空对冲收益在测试期内表现稳定，对冲年化收益率为14.98%，夏普比率1.90。

图17：理想反转因子在机构调研个股中对空对冲收益表现稳定



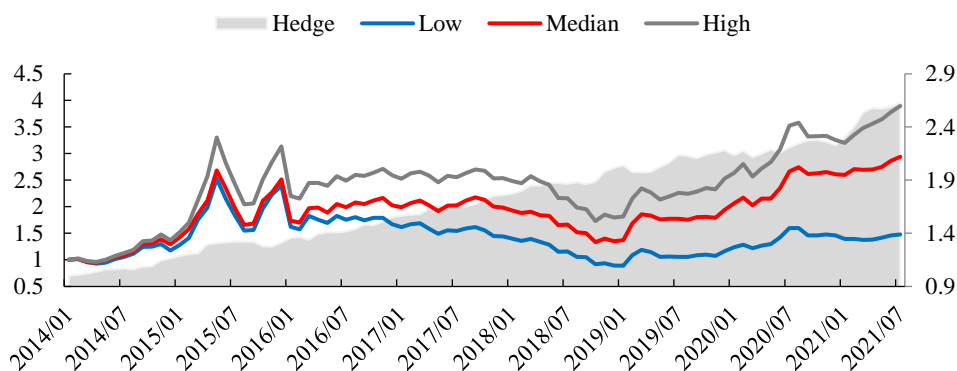
数据来源：东方财富、开源证券研究所

3.3、资金流：大单残差

个股股价变动长期受业绩驱动，但中短期更多依赖资金的流入流出。在这个市场之中，总有一部分聪明资金先知先觉，在机构调研之前已经持续流入相关个股，推动股价上涨。对于这种有资金持续介入的个股，我们倾向于其未来一段时间的股价依然会有相对占优的表现。在报告《大单与小单的alpha能力》中，我们分别构建了大单残差因子和小单残差因子，其中大单残差具有正向选股能力，主要来源于大单资金的预见性。

在前期有大单流入的基础上后续又有机构投资者来进行调研，通常可以理解为个股在市场资金面和情绪面上产生了共振，那么其未来表现到底如何呢？我们将机构调研的个股按照过去一个月大单残差因子值分为高中低三组，分别测试各组未来一个月的收益表现。可以看到，大单残差因子在机构调研个股中多头收益显著，年化收益率19.64%，夏普比率0.75，且多空超额收益稳定，对冲年化收益率为13.21%，夏普比率为1.98。

图18: 大单残差在机构调研个股中具有稳健的多空区分度



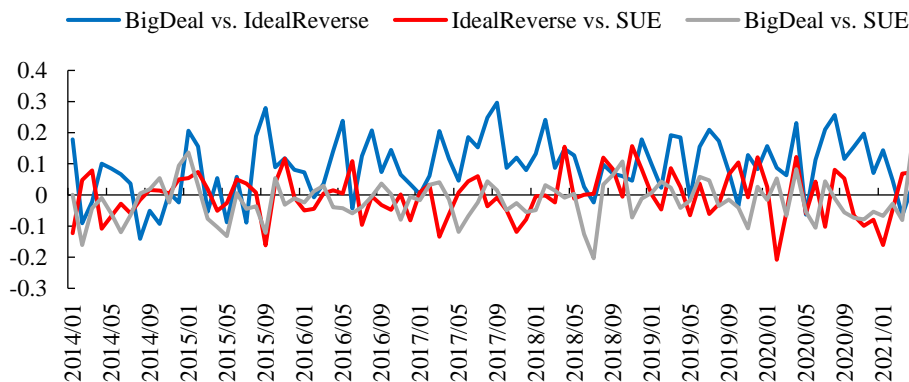
数据来源：东方财富、开源证券研究所

3.4、因子合成

以上各个细分因子在机构调研股票池中均有显著的多空区分度，为此我们尝试对不同维度的因子进行合成，以构建一个综合性因子。因子合成的方法多种多样，常用的合成方法有简单易用的等权合成，有考虑因子表现稳定性的 ICIR 加权合成，还有基于优化求解的最大化 ICIR 合成，本文拟针对常用的三种方法均做一定尝试。

在合成之前，我们测试了各个细分时序上的相关性，可以看到各个细分因子之间关联度都处于较低状态，表明大家提供的信息来源于不同维度。

图19: 不同细分因子历史相关性均处于较低水平

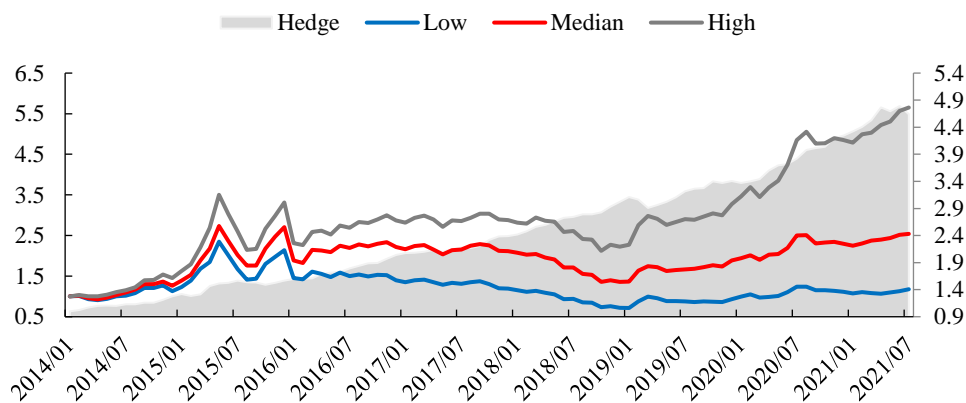


数据来源：东方财富、开源证券研究所

3.4.1、等权合成

在对基本面维度的业绩超预期因子，价量维度的理想反转因子和资金流层面的大单残差因子进行等权合成时，由于理想反转因子作用方向与其他两个因子并不一致，因此我们先对理想反转因子进行方向调整。由于部分机构调研个股并不是分析师覆盖标的，导致部分 SUE 因子值为空，这里直接按照 0 值填充处理。等权合成后的因子表现如图 20 所示：多头年化收益率 25.66%，最大回撤 39.48%，对冲年化收益率为 22.44%，夏普比率为 2.7，最大回撤 6.52%。

图20：等权合成因子优于各细分因子的单独表现



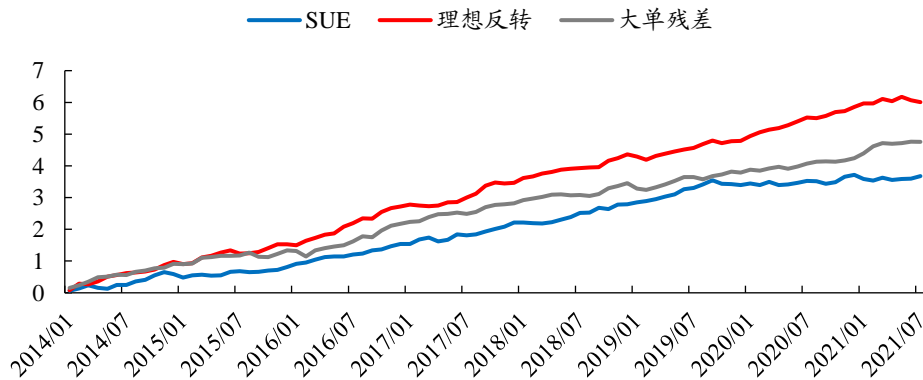
数据来源：东方财富、开源证券研究所

3.4.2、ICIR 加权合成

ICIR 加权合成能够将各个细分因子的历史表现纳入到权重分配中。测试期内我们分别计算了各个细分因子的 RankIC 值，其中理想反转因子做了取反调整。这里我们回溯过去 12 期的 RankIC 值来计算当前的 ICIR，并以计算得到的 ICIR 值作为各个对应细分因子的权重。

我们对各个细分因子的时序 RankIC 进行累加，结果如图 21 所示，可以发现理想反转因子在测试期内表现相对占优，大单残差因子在测试期内一直很稳定，SUE 因子有效性则在 2019 年 8 月以后出现了一定幅度的下滑。

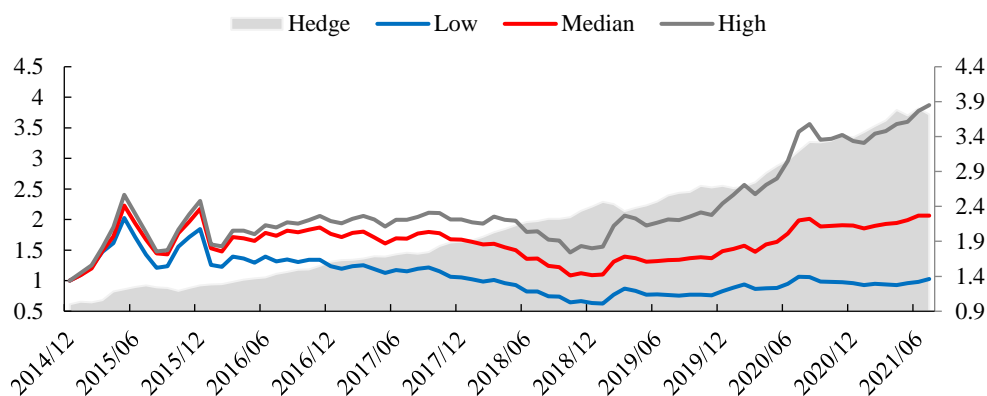
图21：不同细分因子的 RankIC 累计值，其中理想反转因子表现最优



数据来源：东方财富、开源证券研究所

回溯期的存在导致 ICIR 加权后的净值曲线开始日期有所推后，ICIR 加权后的最终表现如图 22 所示：测试期内多头收益率为 22.52%，最大回撤 39.23%，多空对冲收益率为 21.78%，夏普比率 2.67，最大回撤 6.2%。多头收益有所下滑，主要源于回溯期的存在导致错过了 2014 年的一波大牛市行情。

图22: ICIR 加权的合成因子在测试期内超额收益表现稳定

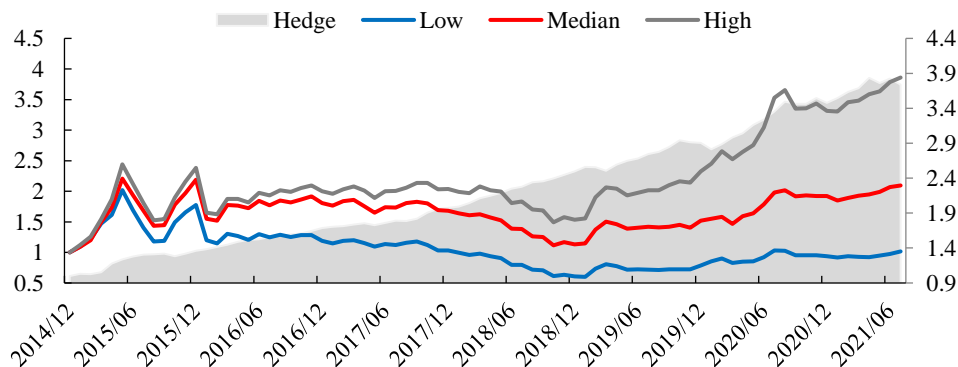


数据来源：东方财富、开源证券研究所

3.4.3、最大化 ICIR 合成

最大化 ICIR 采用了优化求解的形式来寻找使得 ICIR 值最大的权重比例。在优化求解过程中，为了贴合因子的方向，我们对权重做了不为负值的简单约束。在测试期内，最大化 ICIR 的合成因子多头年化收益率为 22.45%，夏普比率 0.8，多空对冲年化收益率 21.87%，夏普比率 2.84，最大回撤 4.22%。相比于等权和 ICIR 加权合成，最大化 ICIR 加权的多空对冲收益在回撤控制方面表现更优。

图23: 最大化 ICIR 的合成因子的多空收益在回撤控制方面相对占优



数据来源：东方财富、开源证券研究所

3.5、细分及合成因子绩效对比

我们在表 2 中对比了各个细分因子以及合成因子在测试期内的绩效表现，从单因子来看，测试期内 SUE 因子多头表现最好，年化收益率和夏普比率都相对占优。合成因子上，由于等权合成因子起始区间覆盖了 2014 年的牛市，导致其多头年化收益率相比 ICIR 和最大化 ICIR 加权的合成因子均有所提升。从控回撤程度来看，最大化 ICIR 合成因子表现最优。

表2: 等权合成因子多头年化收益率最高

指标名称	SUE	理想反转	大单残差	等权合成	ICIR 加权	最大化 ICIR
年化收益率	21.73%	19.89%	19.64%	25.66%	22.52%	22.45%
年化波动率	29.51%	30.19%	29.80%	29.96%	31.43%	31.42%
最大回撤	-41.71%	-44.54%	-47.70%	-39.48%	-39.23%	-38.77%
夏普比率	0.82	0.75	0.75	0.92	0.81	0.80
Calmar 比率	0.52	0.45	0.41	0.65	0.57	0.58
Sortino 比率	1.45	1.30	1.30	1.63	1.40	1.42
下行风险	16.67%	17.53%	17.26%	16.88%	18.07%	17.84%

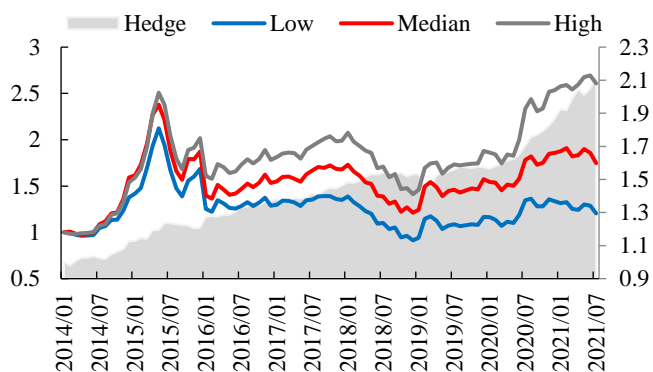
数据来源：东方财富、开源证券研究所

4、不同样本池的因子表现比较

上文我们基于选股的底层逻辑对机构调研股票池进行个股精选，发现基于三维度细分因子的等权合成因子在机构股票池中有着不错的表现。但，读者可能对于机构调研股票池是否真的有那么重要持怀疑态度。具体来说，在不同股票池对这三类细分因子进行等权合成，是否依然有相对亮眼的表现，机构调研股票池是否并没有预想的那么重要，并不具备超越其他股票池的超额收益获取能力。

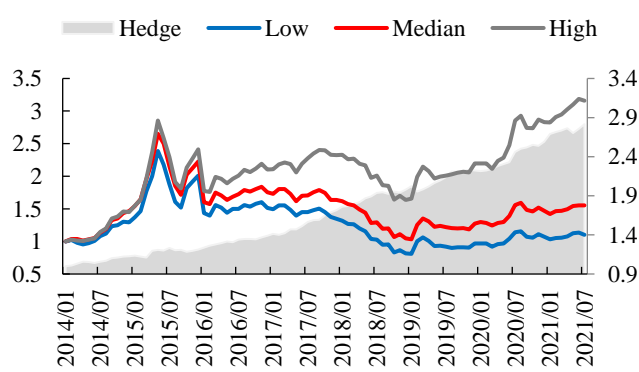
为了解答这个疑惑，我们将细分因子等权合成的综合因子分别在不同股票池内进行测试。为了尽量保证结果可比，我们首先在多个股票池数量相对接近的主流宽基指数中进行测试，最后在全市场股票池中进行了补充比较。由于全市场股票池数量相对较多，我们做了五分组处理。

图24: 等权合成因子在沪深 300 指数中的多头收益率为 13.48%



数据来源：东方财富、开源证券研究所

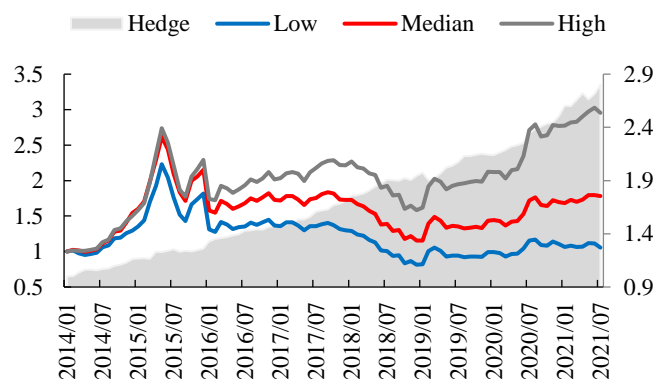
图25: 等权合成因子在中证 500 指数中多头区分度有所提升



数据来源：东方财富、开源证券研究所

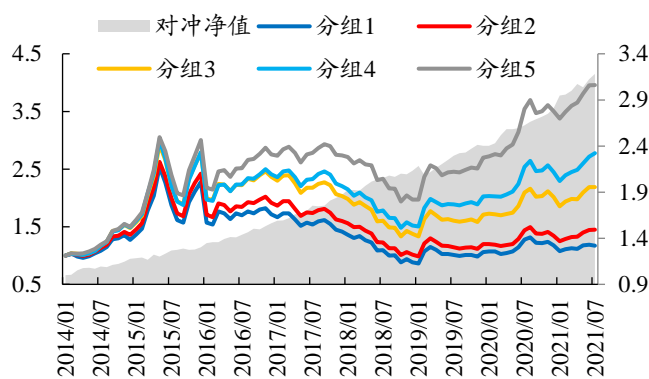
从测试结果来看，等权合成因子在主流宽基指数成分股中的多头表现均不如机构调研个股股票池的多头表现。中证 500 指数股票池内等权合成因子选股的多头年化收益率为 16.39%，高于沪深 300 的 13.48%和中证 800 的 15.37%。但在全样本池内，虽然多头收益率有所提升，达到 19.89%，但依然不如机构调研股票池内的多头收益。

图26: 等权合成因子在中证 800 指数中的表现多头收益率为 15.37%



数据来源：东方财富、开源证券研究所

图27: 等权合成因子在全样本池内的表现比宽基指数池更优异



数据来源：东方财富、开源证券研究所

表3: 不同股票池内等权合成因子表现，其中机构调研股票池内多头收益最高

指标名称	机构调研	全市场	沪深 300	中证 500	中证 800
年化收益率	25.66%	19.89%	13.48%	16.39%	15.37%
年化波动率	29.96%	26.15%	22.02%	25.24%	23.38%
最大回撤	-39.48%	-36.61%	-43.66%	-42.74%	-42.23%
夏普比率	0.92	0.83	0.69	0.73	0.73
Calmar 比率	0.65	0.54	0.31	0.38	0.36
Sortino 比率	1.63	1.43	1.16	1.23	1.21
下行风险	16.88%	15.10%	13.06%	14.99%	14.12%

数据来源：东方财富、开源证券研究所

总的来说，基于底层逻辑的选股能够产生稳定的超额收益，但机构调研个股构成的股票池能够对初始选股收益进行一定程度的增强。如果对选出的个股进行画像，其可以表述为业绩优异，前期涨幅相对较低但又有资金持续介入，并由于机构调研活动带来了个股流动性溢价提升。

5、风险提示

模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn