

2017-4-20

金融工程 | 专题报告

事件驱动

分析师行为解析之低位首次覆盖

报告要点

■ 分析师数据涵盖多重信息

行业分析师依靠平台优势，掌握行业动态处于市场前沿，同时具有较好的财务基础和专业判断能力，可将多重数据信息进行整合。其评级或者预测数据代表的是对该股票后市的预期，以及预期背后的一系列逻辑支撑。

■ 首次覆盖构成事件型机会

长期无人问津股票开始被提及，代表当前时点分析师对公司未来的股价表现比较确定，这种信心往往基于较强的专业判断，分析师数据质量较高，基于首次覆盖这种行为，构成券商首次覆盖和全市场首次覆盖两种事件机会。

■ 券商首次覆盖为有效事件

从每个券商角度出发，筛选近期推荐过去一年未被覆盖的股票，事件数量较多，月度调仓组合年化收益 18.47%，超额基准 4.22%。

■ 全市场低位首次覆盖组合表现优异

从全市场出发，筛选近期推荐过去一年未被覆盖的股票，考虑未覆盖时间范围和反转因子的影响，构建逐日调仓的低位全市场首次覆盖组合，年化收益 34%，超额中证 500 指数 20%，超额胜率 73%。

分析师 覃川桃

☎ 021-68751782

✉ qinct@cjsc.com

执业证书编号：S0490513030001

联系人 刘胜利

☎ 021-68751787

✉ liusl4@cjsc.com.cn

联系人 杨靖凤

☎ 021-68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

相关研究

《2017 年指数分红预测与基差监控》2017-3-27

《长江金工高频识途系列（一）基于买入行为构建情绪因子》2017-3-10

《FOF 之基金持仓的相关稳定性研究》2017-2-13

- 风险提示：**
1. 分析师覆盖数据可能不完全；
 2. 分析师推荐股票可能存在较大的风格偏向；
 3. 历史业绩回测不代表未来收益。

目录

首次覆盖概述	4
分析师预期	4
券商首次覆盖	4
全市场首次覆盖	6
首次覆盖研究框架	7
券商首次覆盖	8
事件统计	8
事件机会	10
组合构建	11
全市场首次覆盖	13
事件统计	13
事件机会	14
因子分析	16
组合构建	17
总结	19

图表目录

图 1: 券商首次推荐范例京蓝科技走势	5
图 2: 全市场首次推荐范例同花顺走势	7
图 3: 券商首次覆盖事件月度分布	8
图 4: 券商首次覆盖事件中信行业分布	9
图 5: 券商首次覆盖事件市值分布	9
图 6: 券商首次覆盖时间平均收益	10
图 7: 券商首次覆盖指数表现	11
图 8: 券商首次覆盖组合构建	12
图 9: 全市场首次覆盖事件月度分布	13
图 10: 全市场首次覆盖事件行业分布	14
图 11: 全市场首次覆盖事件市值分布	14
图 12: 全市场首次覆盖事件平均收益	15
图 13: 全市场首次覆盖事件指数表现	15
图 14: 不同首次覆盖时间表现	16
图 15: 低位首次覆盖组合表现	17
表 1: 券商首次推荐范例京蓝科技推荐明细	5
表 2: 全市场首次推荐范例同花顺推荐明细	6

表 3: 券商首次覆盖事件历年分布	8
表 4: 券商首次覆盖组合分年表现	12
表 5: 全市场首次覆盖事件历年分布	13
表 6: 低位首次覆盖组合分年表现	18

首次覆盖概述

影响股价的因素很多，从宏观经济到行业发展，从政策层面到心理行为，而所有的因素和条件最终导致了不同投资者的预期，由此建立的投资行为再反过来影响股票价格。

量化分析框架中习惯将不同的影响因素进行拆分，除基本面因子、技术面因子和情绪面因子以外，分析师因子也被经常用到，本报告将主要研究分析师类事件型机会——首次覆盖，包括券商首次覆盖和全市场首次覆盖两种。

分析师预期

卖方分析师作为资本大军中的一员，具有独立发报告、传递市场观点的资格，在一定程度上能够反映市场预期，传达可靠的逻辑论证，同时由于在向市场传递观点，在某种程度上也能引领部分预期。

行业分析师依靠平台进行调研、路演推介等活动，同上市公司、买方机构接触较多，掌握行业动态处于市场前沿，同时分析师具有较好的财务基础和专业判断能力，可根据多方优势将复杂、不易量化的数据进行整合，比如宏观经济、行业发展和主题热点等，从而对股价走势有一个综合判断。总的来说，分析师推荐是基础数据和自身综合判断之后得出的结果，其评级或者预测数据代表的是对该股票后市的预期，以及预期背后的一系列逻辑支撑。

分析师预期数据即常说的证券研究行业分析师对公司估值、盈利方面所做的预测和公司评级，利用分析师数据也成为量化的一个思路，在无法获得或整理大面积数据的前提下，间接利用分析师数据是一个捷径，这类数据主要包括连续数据和离散数据两种类型。

连续数据基本是数值类数据，有盈利预测、估值一致预期等，基于数据的连续性，可构建一系列因子，在原有的多因子框架之上加入一些新的增量信息，目前比较典型的因子选股模型有盈利预测上调、一致预期因子等。

离散数据是指那些不易连续化的数据，只能在某些时间点得到分析师数据的 0-1 变量，包括是否推荐、评级类别等，一般这类信息的处理结果是事件驱动框架，目前典型的分析师事件有评级上调、行业分析师交叉覆盖等。

实际上，连续性数据和离散化数据均有自己的特点，前者虽然信息量多，但因为都是根据不同模型估算而出，冗余信息干扰性也会比较强，而离散化数据一般都代表是否变量，分析师在考虑问题时更为慎重，估计因素较少，故离散化数据代表的事件驱动也往往比较有效。

本报告则是根据分析师评级的离散化数据，来观察分析师推荐报告这种行为。以分析师推荐时间节点为突破点解析分析师行为，构建首次覆盖事件型机会，包括单个券商首次覆盖以及全市场首次覆盖两种类型。

券商首次覆盖

覆盖是指行业分析师对一只股票有关注，表现形式为对该公司有相关报告并提示评级，包括深度报告或者点评报告等，报告发布时点即该股票的覆盖时间。

市场上常说的首次覆盖是指一个券商研究所第一次对某个股票进行推荐，后续的报告均为跟踪报告。券商研究所人员流动性较大，可能之前有人关注，但在很长一段时间之后由新的团队来覆盖。考虑到这种情况，将券商研究所近期推荐而之前较长一段时间未被覆盖的股票称为券商首次覆盖股票，其中剔除新股、长期停牌股的干扰。

跟踪报告往往会基于时点数据对公司进行点评，一般不怎么关注报告发布的时点，旨在解读公司的近期行为或股价表现。而首次推荐报告则意义较为深重，券商第一次对一只股票进行推荐，往往是分析师对公司未来的股价表现比较有信心，而且也会更为慎重，因而首次覆盖传递出的分析师预期数据信息质量更高。

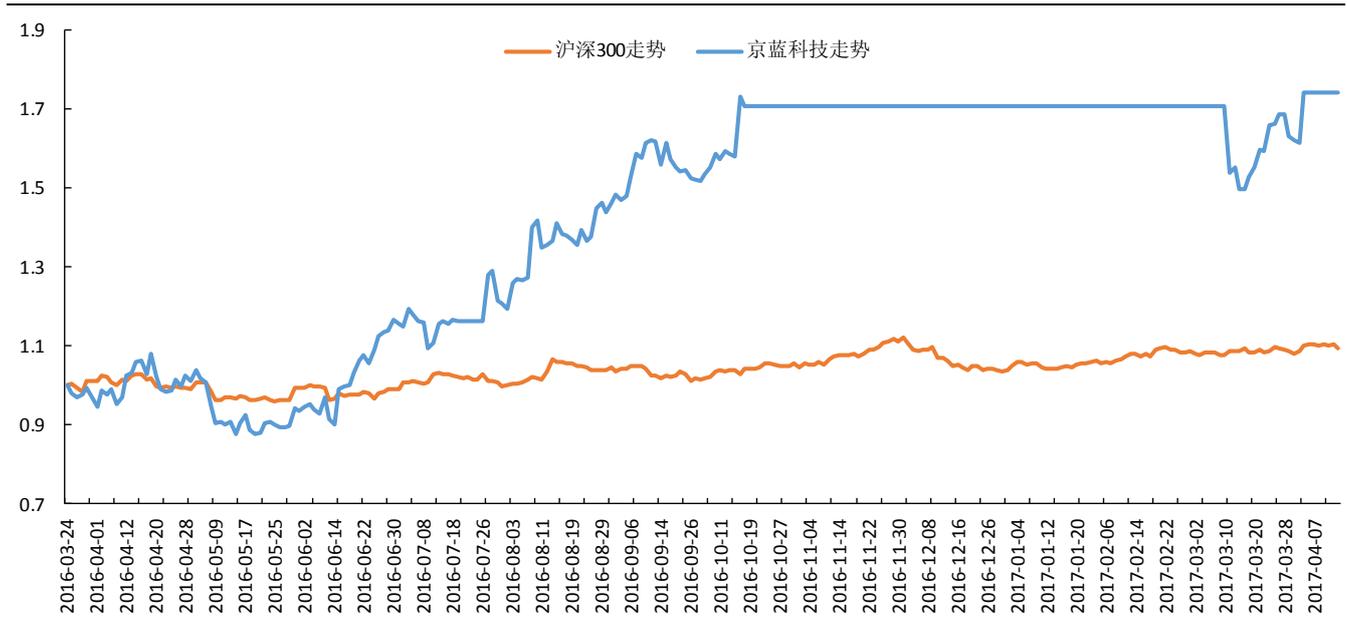
以京蓝科技为例，该公司是一家环保类公司，之前从事房地产方面的工作，后转向环保节水方面的业务，长江证券研究所于 2016 年 3 月 24 日首次覆盖京蓝科技，随后共 20 余篇跟踪报告，自长江环保团队首次推荐以来，该股价不断攀高。

表 1：券商首次推荐范例京蓝科技推荐明细

时间	来源	作者	作者
2016-03-24	长江证券	资本平台助力，打造绿色生态新贵	童飞，邬博华
2016-04-27	长江证券	生态环保新贵，模式复制可期	童飞，邬博华
2016-05-24	长江证券	智慧生态再下一城，创新模式不断复制	童飞
.....			
2017-03-16	长江证券	沐禾并表营收大幅增长，多点布局五位一体发展战略渐成	童飞
2017-03-28	长江证券	节水灌溉市场持续拓展，土地流转推进行业加速前行	童飞
2017-04-04	长江证券	京津冀园林生态潜在龙头	童飞

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 1：券商首次推荐范例京蓝科技走势



资料来源：Wind，长江证券研究所

全市场首次覆盖

全市场首次覆盖则是券商首次覆盖的加强版本，其基本定义为在相对较长的一段时间之内，全市场都没有券商分析师对该股票进行覆盖，但在近期有分析师撰写相关研报覆盖的股票标的。

同券商首次覆盖不同，全市场首次覆盖的本质在于寻找长时间无人关注近期又被提及的标的。前者针对每家券商，后者则是各个券商之间首次覆盖的交集。

对于全市场首次推荐而言，其逻辑主要有两点：反转可能和推荐质量。

反转可能：分析师推荐股票往往比较分散，一般来说很少有股票不被所有券商关注和提及，若长期无人问津，则代表公司可能在遭遇某些困境，引起股价下行，在较长一段时间内不存在值得被推荐的理由。而一旦突然被关注，则往往意味着该股票可能已经达到股价的低位或者触碰到比较大的市场热点，面临大幅反转的可能。

推荐质量：分析师推荐股票往往是一系列信息的整合，其推荐很长一段时间无人推荐的股票，占据股票推荐的全市场首位，本身就面临着多方的质疑和压力，而这也往往代表该分析师对股价未来的增长比较确信，而大预期一般基于专业判断，由此来看首次推荐的数据质量相对较高。

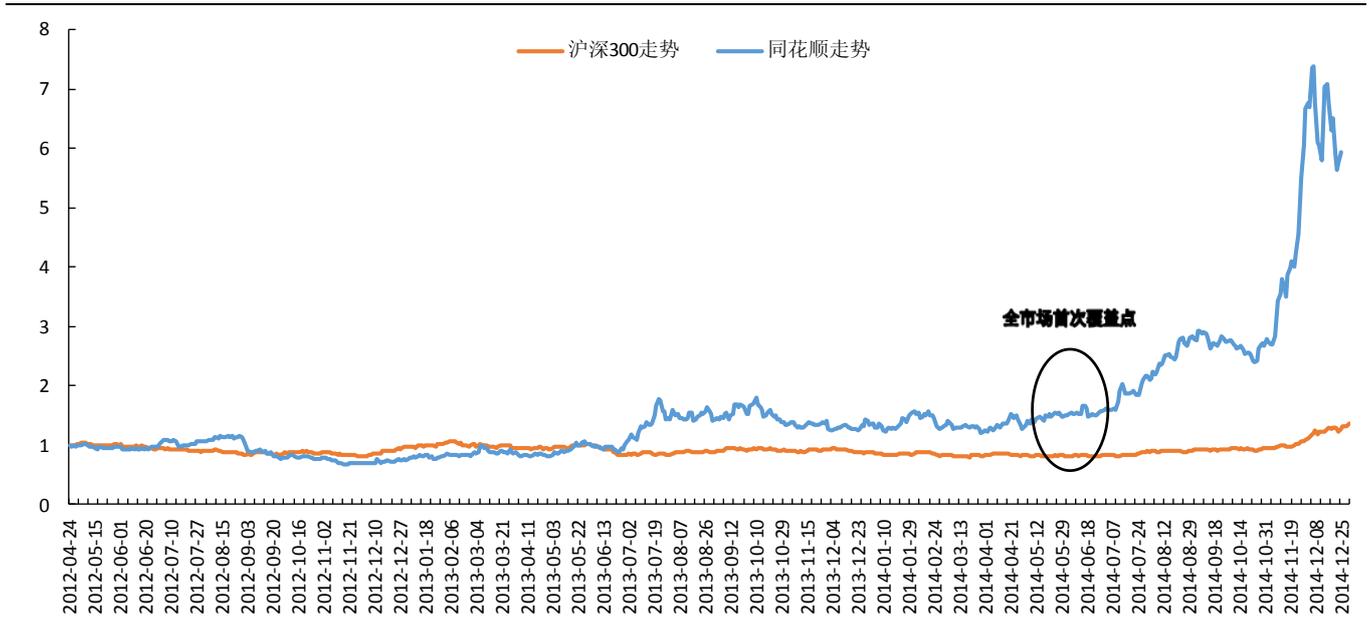
全市场首次覆盖比较典型的股票有同花顺，该公司在 2012 年 7 月 31 日经第一创业推荐之后，在之后的 449 个交易日接近两年的时间一直无人关注，直至 2014 年 6 月 12 日开始陆续有券商推荐，而股价在这之后很长一段时间持续出现暴涨。

表 2：全市场首次推荐范例同花顺推荐明细

时间	来源	作者	作者
2011-08-16	海通证券	上半年低于预期，但未来业绩仍有一定弹性	陈美凤
2012-04-17	第一创业	研发投入将见成效	任文杰
2012-04-22	第一创业	2011 年数字化阅读接触率 65%，美网络广告 10 年 CAGR20%	任文杰
2012-07-31	第一创业	厚积薄发的金融数据挑战者	任文杰
2014-06-12	广证恒生	通信：移动支付促人钱合一，互联网房产、证券空间巨大	王聪
2014-07-10	海通证券	携手东吴，关注海量优质客户巨大价值的转化	丁文韬
2014-07-14	国泰君安	东吴婚配门当户对，战略转型花开二次	赵湘怀
2014-08-06	宏源证券	互联网券商专题（一），他山之石	易欢欢
2014-08-17	国泰君安	业绩拐点已现，合作空间可期	赵湘怀
2014-08-19	海通证券	占据互联网金融流量入口，价值巨大	丁文韬
2014-10-28	海通证券	占据互联网金融流量入口，价值巨大	丁文韬
2015-01-28	国泰君安	“三剑客”拨云见日，互联网金融王者上路	刘泽晶

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2: 全市场首次推荐范例同花顺走势



资料来源: Wind, 长江证券研究所

首次覆盖研究框架

行业分析师推荐股票处理的信息较多, 从宏观到行业, 从个股到主题, 而不同行业处理信息的方式更是有所不同。很难直接将所有行业的初始数据进行整合, 本报告采取间接的分析师数据, 挖掘市场中的股票投资机会。

按照前面的分析和判断, 本报告主要研究首次覆盖的两类事件, 券商首次覆盖和全市场首次覆盖, 分别对其进行深入的研究讨论, 从而明晰是否有较强的可持续利用的投资机会。

两类事件的逻辑均是基于行业分析师的行为, 但侧重点又有所不同, 全市场首次覆盖报告信息质量可能更高, 在研究方面会更深一层。

报告接下来的内容将主要讨论以下几个问题:

券商首次覆盖是否存在事件型机会, 该如何构建组合?

全市场首次覆盖相比券商首次覆盖时间是否效果更好, 可根据哪些因子精细化事件策略?

券商首次覆盖

券商首次推荐是指对于各个券商而言，每只股票在长时间无人推荐之后，第一次被推荐的事件。目前全市场股票数量较多，考虑到研究所人员变动大且发布报告数量差别较大，定义未覆盖时间范围为一年。

即对于每个券商近期推荐的股票，其之前一年没有相关的推荐报告，则定义为券商首次覆盖的股票和时间。由于新股和长期停牌股票一般也不会有人推荐，在此将新股和停牌超过期间累积停牌时间超过 3 个月的股票剔除。

本部分主要从事件统计、事件机会、事件组合对券商首次覆盖进行解析，数据来源于 wind 底层数据库。

事件统计

选择 2004 年至 2017 年的券商首次覆盖事件，从时间、行业和市值三个维度上分别讨论。

时间分布

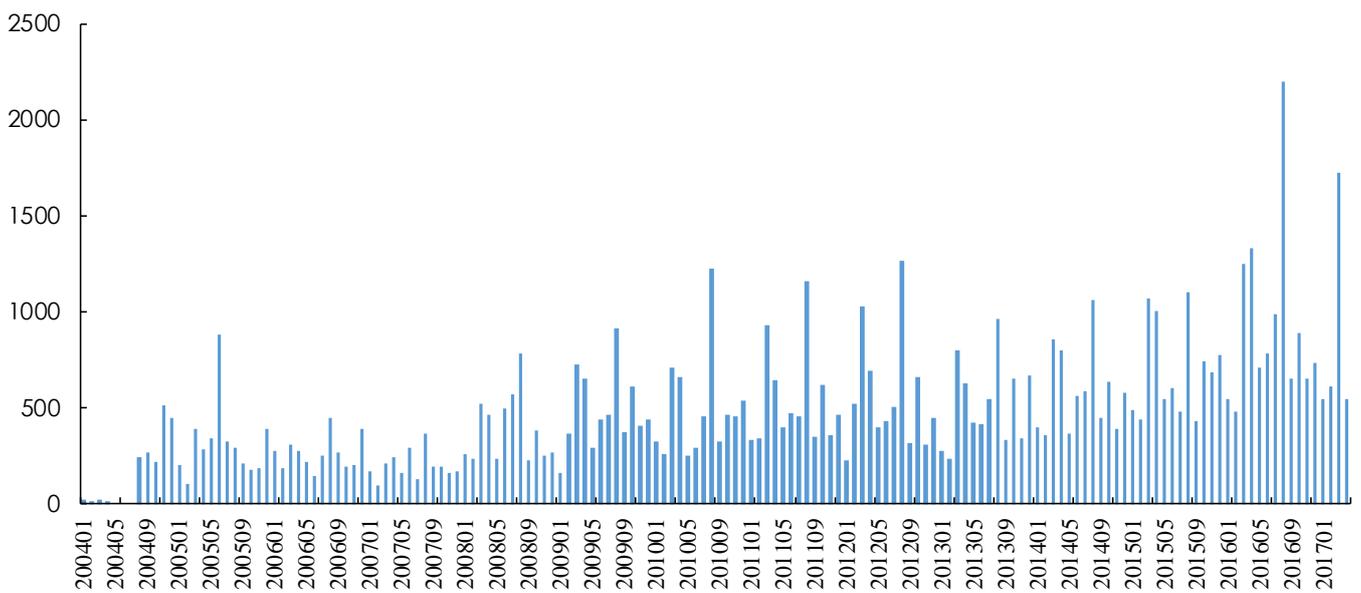
从历年分布来看，每年的券商首次覆盖事件较多，而且随着股票数量和分析师数量的不断增多，这类事件发生的次数还在不断升高。从月度分布来看，基本每月都有 100 次以上的券商首次覆盖事件发生，2007 年至今平均在 400 次左右。

表 3: 券商首次覆盖事件历年分布

年份	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
数量	1749	3769	3153	2380	4694	5855	5947	6515	6787	6283	7035	8368	11213	3431

资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 3: 券商首次覆盖事件月度分布

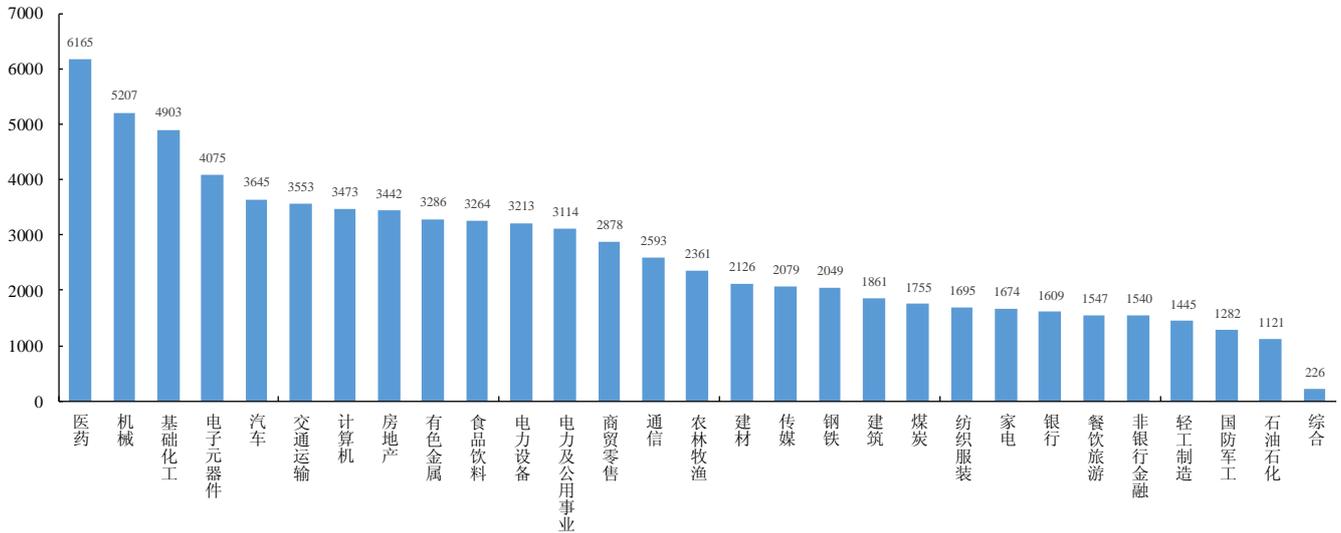


资料来源: 天软, wind, 长江证券研究所

行业分布

行业方面，券商首次覆盖的事件股票主要分布在医药、机械、化工、电子等包含较多股票的行业，而国防军工、石油化工和综合行业分布则相对较少。

图 4：券商首次覆盖事件中信行业分布

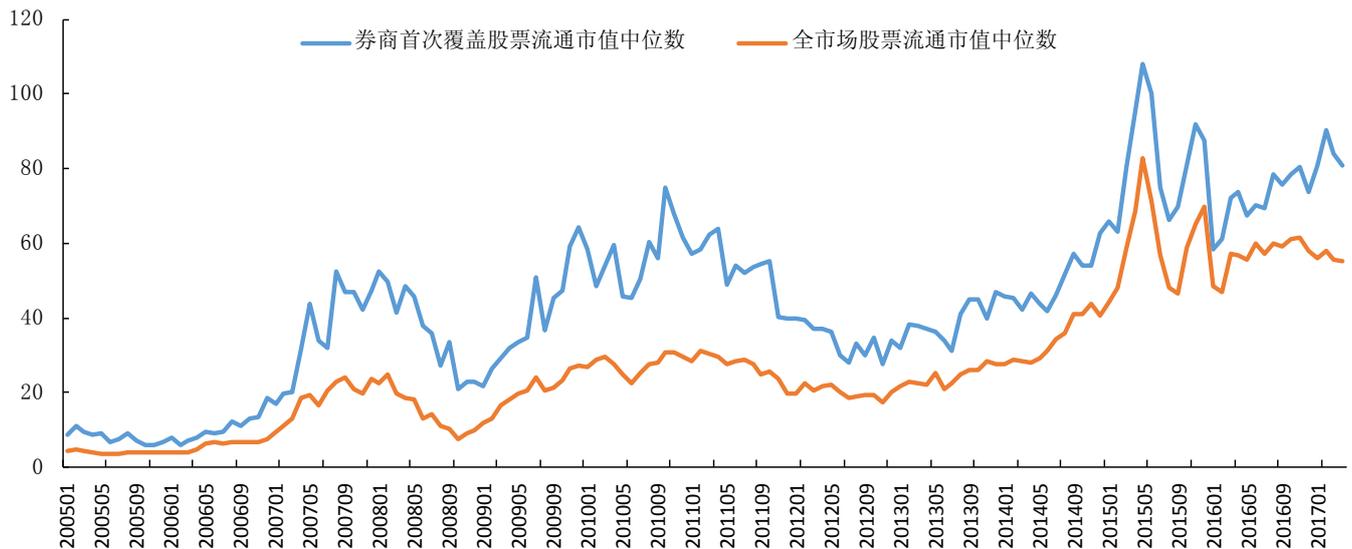


资料来源：天软，wind，长江证券研究所

市值分布

计算每月券商首次覆盖股票的流通市值中位数，略高于全市场中位数水平，总体来说偏向于中小市值，后续选股基准定为中证 500 指数。

图 5：券商首次覆盖事件市值分布



资料来源：天软，wind，长江证券研究所

事件机会

在事件分析框架中，可通过两种方式来初步判断该事件是否有效，一个是平均收益，另外一个则是事件指数表现。

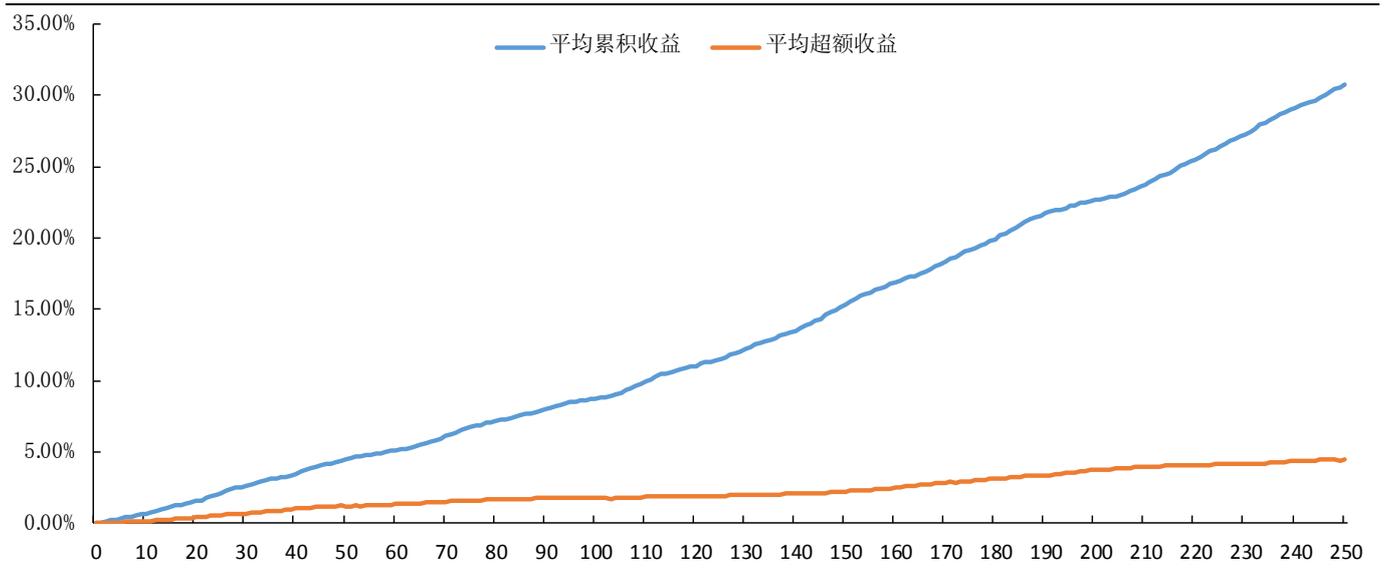
平均收益

按照券商首次覆盖的定义整理出事件列表之后，可统计该事件持有有一定时间的平均累积收益和平均超额收益情况。

为使得测算更为实用，实际买入点定为事件发生之后可以买入的那一天，停牌等不可交易、收盘涨幅高于 9% 的情况后延。计算单个股票在可买入时间点持有 250 个交易日的绝对收益和超额收益，最后将所有事件加总平均。为避免 ST 股票对收益率的干扰，予以剔除。

测算券商首次覆盖在整个样本区间（2007 年 1 月-2017 年 4 月）的平均累积收益和平均超额收益情况，由于首次覆盖事件数量过多，测算得到的收益比较平滑，但年化超额不足 5%，可见该事件确实有效，但效用一般。分年表现中，券商首次覆盖的收益并不稳定。

图 6：券商首次覆盖时间平均收益



资料来源：天软，wind，长江证券研究所

指数表现

测算事件机会的另外一种方式则是看指数表现，有点类似于构建组合的方式，但不涉及到选股，仅测算事件的总体收益。

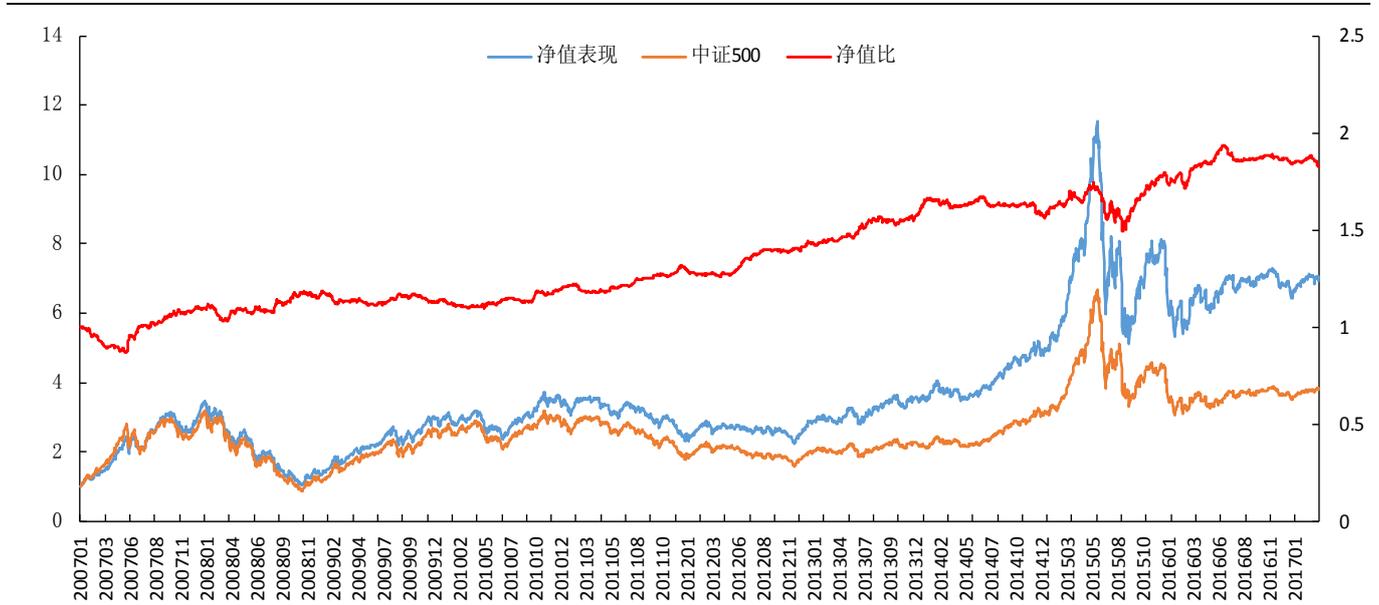
在券商首次覆盖事件中，本部分构建的指数策略如下：

- 每月月初调仓，等权重；
- 选择上月发生券商首次覆盖的可交易股票，考虑涨跌停、停牌等因素；
- 剔除 ST 股票、累积停牌时间超过三个月股票；

➤ 交易成本双边千分之三。

从指数表现来看，券商首次覆盖的收益并不突出，但稳定性比较强，主要原因在于每月出发首次覆盖的股票数量较多。

图 7：券商首次覆盖指数表现



资料来源：天软，wind，长江证券研究所

组合构建

指数构建的方式不考虑股票数量，不利于仓位管理，总会遇到股票数量过多或过少的情况，最终仍需通过构建组合来测算券商首次覆盖的效果。

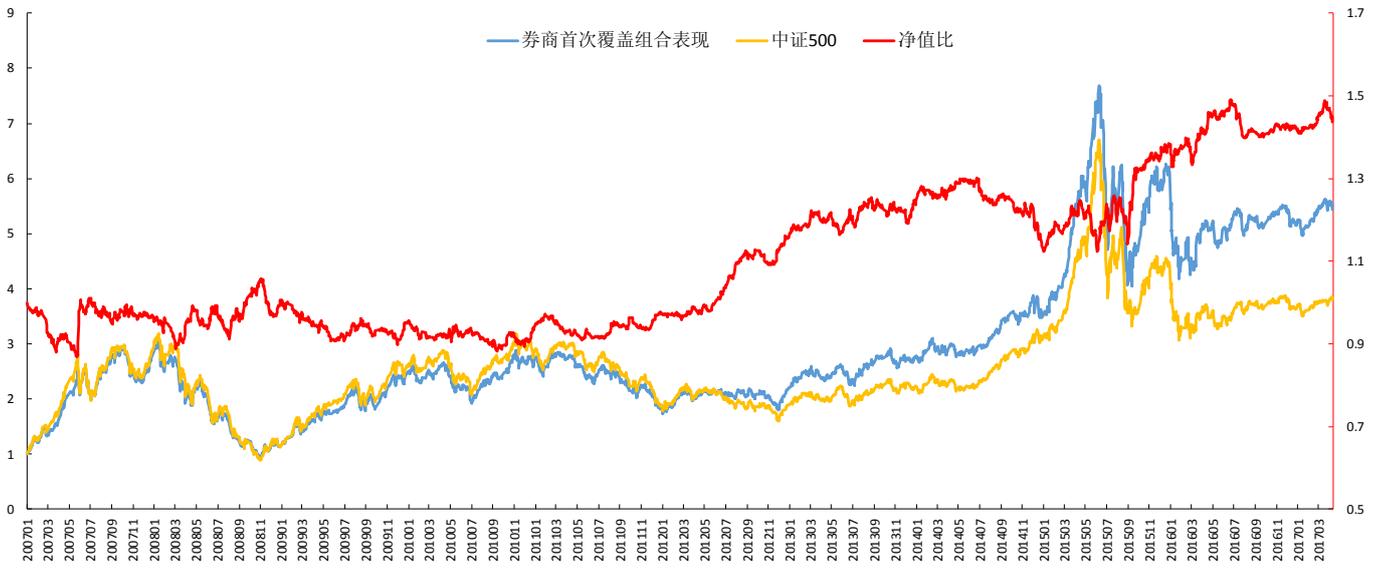
事件驱动中有多种构建策略的方式，考虑到每月发生的券商首次覆盖数量较多，本部分选择最为简单的一种——月度调仓，选股因子为推荐时间和一个月跌幅。

具体方式和步骤如下：

- 每月月初调仓；调仓时不可卖出股票保留（停牌或收盘跌幅低于-9%）；
- 筛选上月券商首次覆盖的股票池，针对每个券商，将上月有覆盖、而过去一年未覆盖的股票筛选出来；剔除股票池中的 ST 股和新股/次新股；
- 选取股票池中月初可交易的股票，剔除停牌和涨停股（收盘涨幅高于 9%）；
- 在可选股票池中选择前 50 只，依据推荐时间、股票过去一个月涨跌幅排序，选择推荐时间靠后、跌幅大的标的；
- 双边交易成本 0.3%；
- 样本区间为 20070104—20170414。

测算下来，组合收益比较一般，年化 18.47%，超额中证 500 指数 4.22%，但其最大回撤表现基本每年都要优于基准，总体而言还是一个较为有效的事件类策略。

图 8: 券商首次覆盖组合构建



资料来源: 天软, wind, 长江证券研究所

表 4: 券商首次覆盖组合分年表现

年度	收益率	超额收益率	夏普比率	基准夏普比率	最大回撤	基准最大回撤	胜率	相对胜率
2007	178.07%	-8.97%	2.86	2.78	22.47%	30.36%	75.00%	41.67%
2008	-59.31%	1.49%	-1.67	-1.50	69.38%	72.42%	46.15%	61.54%
2009	119.06%	-12.21%	2.51	2.54	19.28%	20.25%	84.62%	38.46%
2010	8.35%	-1.71%	0.37	0.42	27.90%	28.40%	61.54%	46.15%
2011	-31.24%	2.58%	-1.58	-1.71	36.41%	38.47%	38.46%	53.85%
2012	19.16%	18.88%	0.79	0.05	18.06%	29.69%	61.54%	76.92%
2013	24.84%	7.95%	1.02	0.74	14.62%	16.71%	69.23%	69.23%
2014	27.36%	-11.65%	1.18	1.71	10.72%	12.54%	61.54%	61.54%
2015	74.66%	31.54%	1.42	1.01	47.27%	50.56%	76.92%	69.23%
2016	-15.63%	2.15%	-0.47	-0.58	31.56%	30.80%	53.85%	53.85%
2017	5.54%	1.31%	1.37	1.14	5.47%	5.99%	60.00%	80.00%
全部	18.47%	4.22%	0.62	0.50	69.38%	72.42%	59.68%	54.84%

资料来源: 天软, 长江证券研究所

券商首次覆盖的收益之所以不突出, 在于券商首次覆盖的信息比较冗杂, 券商首次覆盖股票有可能是卖方市场跟风所致。在市场推票比较集中的情况下, 小券商由于研究人员少, 报告积累不多, 其推荐的股票很容易成为券商首次推荐股票, 即该事件自带小券商倾向, 会存在信息偏离, 因而本文将重点讨论全市场首次覆盖的情况。

全市场首次覆盖

全市场首次覆盖的定义比较明晰，对于某个近期被推荐的股票，在这之前的较长一段时间之内，该股票未曾被任何券商推荐，就称该股票为全市场首次覆盖股票。

相比券商首次覆盖，全市场首次覆盖逻辑性更强，股票在长期未被关注的情况下突然被提及，往往意味着该股票遇上了某些热点行情，比如转型、资本运作等个股事件，或者行业、政策方面的主题机会，而对于行业研究员而言，能够第一个站出来推荐股票，对公司股价走势具有较强的信心，而这种信心往往基于专业独到的见解，从而形成对股价的大概率判断。

基于此，在无法获知全市场股票信息或者难以综合量化处理的情况下，可借助于分析师这一中间渠道，间接地挑选一些待反转、有强烈预期的标的。

考虑到全市场首次覆盖的股票数量较少，定义时间范围为半年，即对于当前推荐的股票，往前半年没有任何券商推荐，则可认为全市场首次覆盖股票股票。同券商首次覆盖相同，剔除新股/次新股和长期停牌股。

事件统计

选择 2005 年至 2017 年的事件进行时间、行业和市值三方面的统计。

时间分布

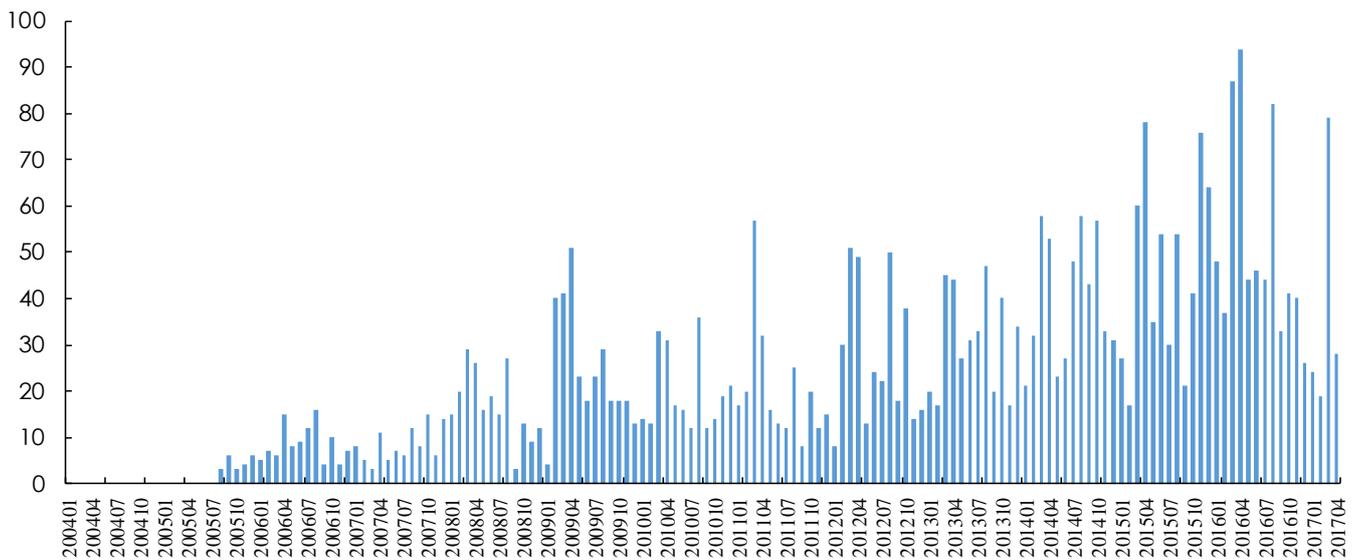
全市场首次覆盖数量相对较少，平均下来每月大概在 20 只左右。

表 5：全市场首次覆盖事件历年分布

年份	总数	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
数量	3731	22	103	100	204	296	238	247	333	375	484	557	622	150

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：全市场首次覆盖事件月度分布

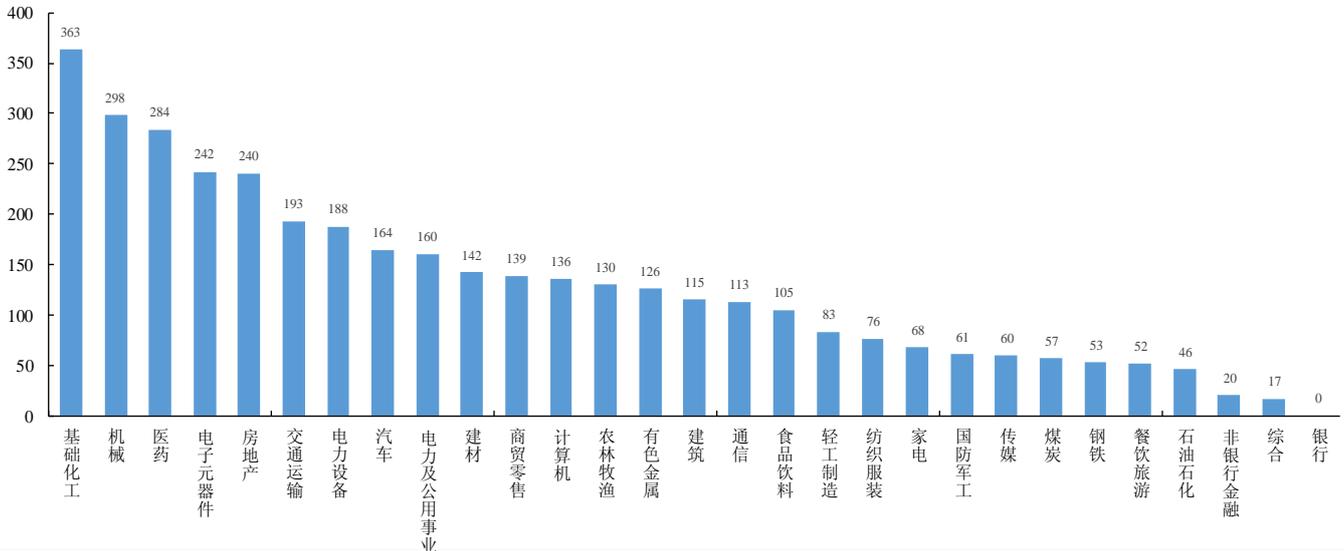


资料来源：天软，wind，长江证券研究所

行业分布

行业方面偏向于化工、机械、医药等股票数量较多行业，非银、综合相对较少，银行则从未出现过全市场首次覆盖事件。

图 10: 全市场首次覆盖事件行业分布

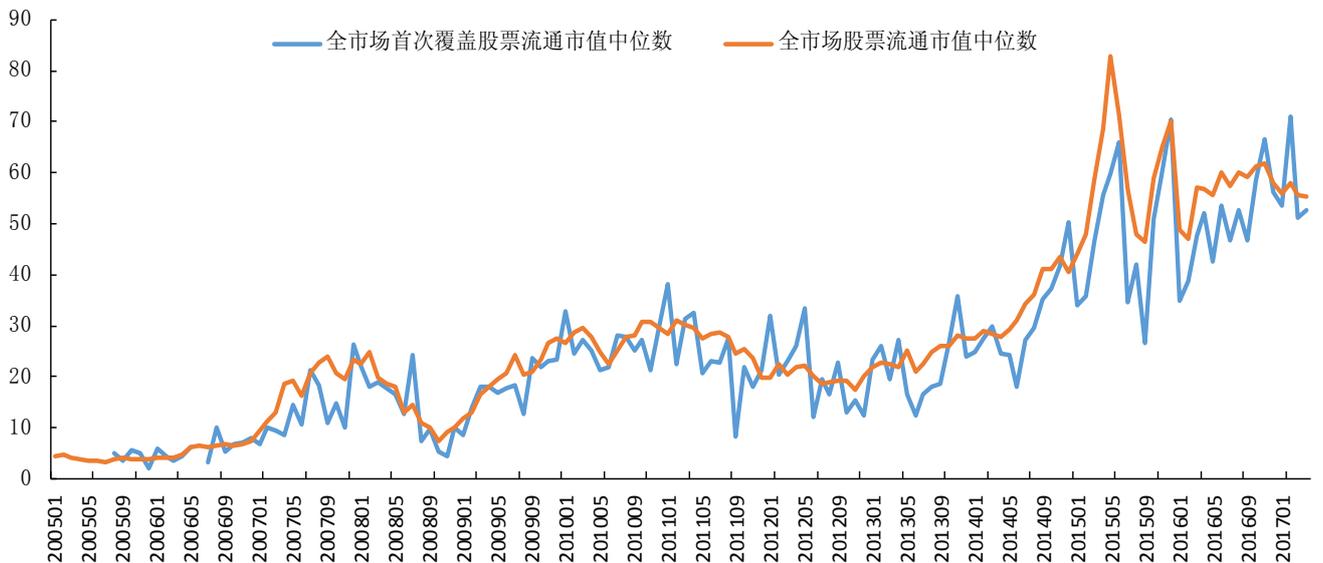


资料来源: 天软, wind, 长江证券研究所

市值分布

市值方面接近市场中位数水平，后续处理中以中证 500 为基准。

图 11: 全市场首次覆盖事件市值分布



资料来源: 天软, wind, 长江证券研究所

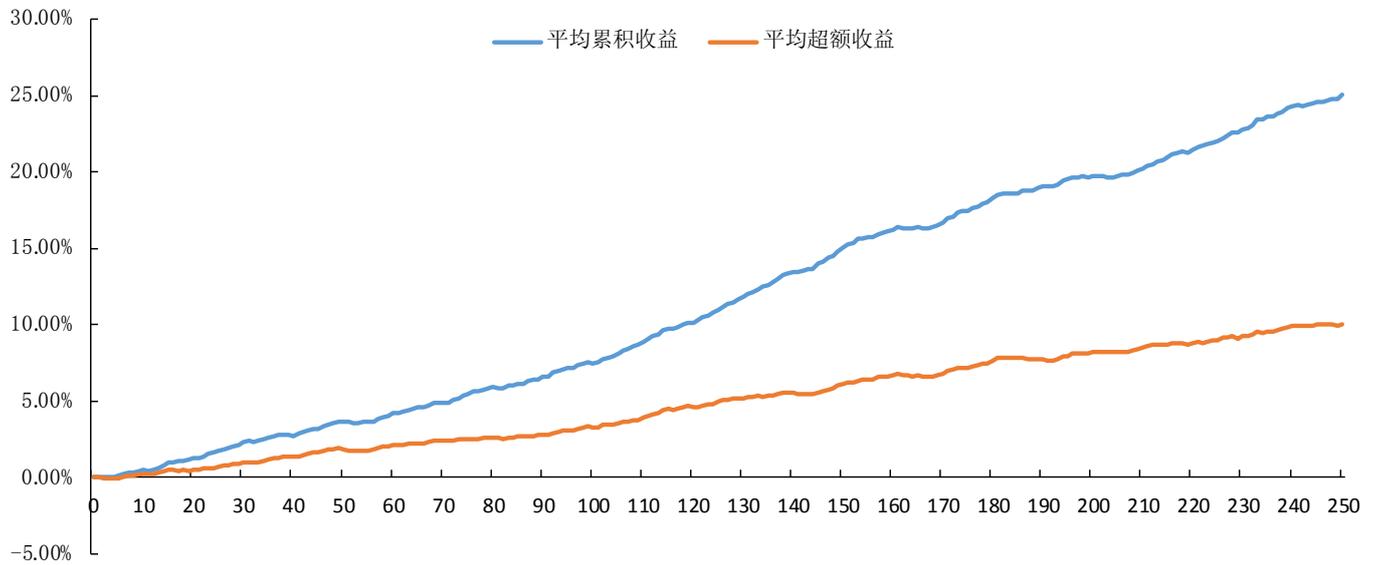
事件机会

测算全市场首次覆盖的事件机会，从平均收益和指数表现两个方面体现。

平均收益

全市场 2007-2017 年的平均年化超额收益为 10%，除 2017 年样本数量太少造成大幅波动以外，其他年份都有较稳定的超额表现。

图 12：全市场首次覆盖事件平均收益



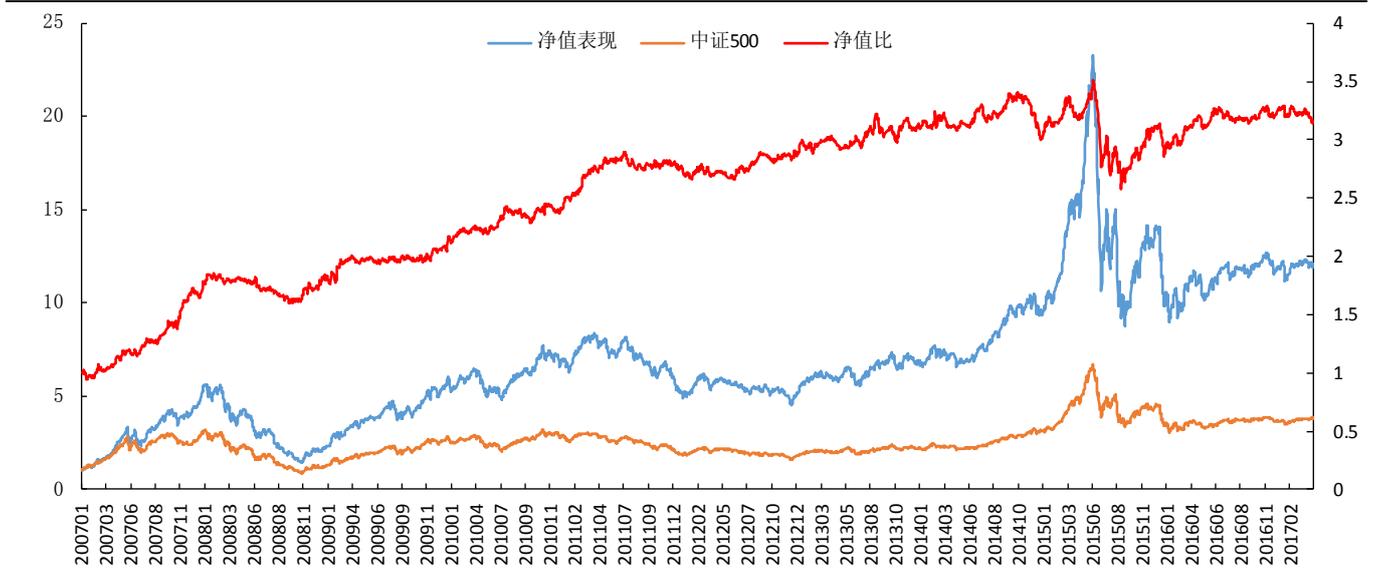
资料来源：天软，wind，长江证券研究所

指数表现

按照券商首次覆盖的测算方式，每月定期调仓，取上月全市场首次覆盖股票，考虑涨跌停、停牌、交易成本，构建指数，其中若当月没有首次覆盖股票，平仓处理。

从指数表现来看，全市场首次覆盖股票虽样本较少，但表现比较平稳，除 2015 年波动较大外，其他年份都比较突出。

图 13：全市场首次覆盖事件指数表现



资料来源：天软，wind，长江证券研究所

总体而言，全市场首次覆盖是一类比较有效的事件，关键是如何构建策略，精细化较强的选股因子。

因子分析

事件驱动框架一向偏于复杂，既要考虑时间维度上的买卖点，又要区分空间信息上的因子关系，但事件驱动样本过少，不易形成连续性的事件因子比较，故本报告更希望从逻辑角度或分析师行为出发，寻求一些全市场首次覆盖中相对有效的因子。

总结下来，认为两类因子可能相对比较有效，未覆盖时间和反转因子。

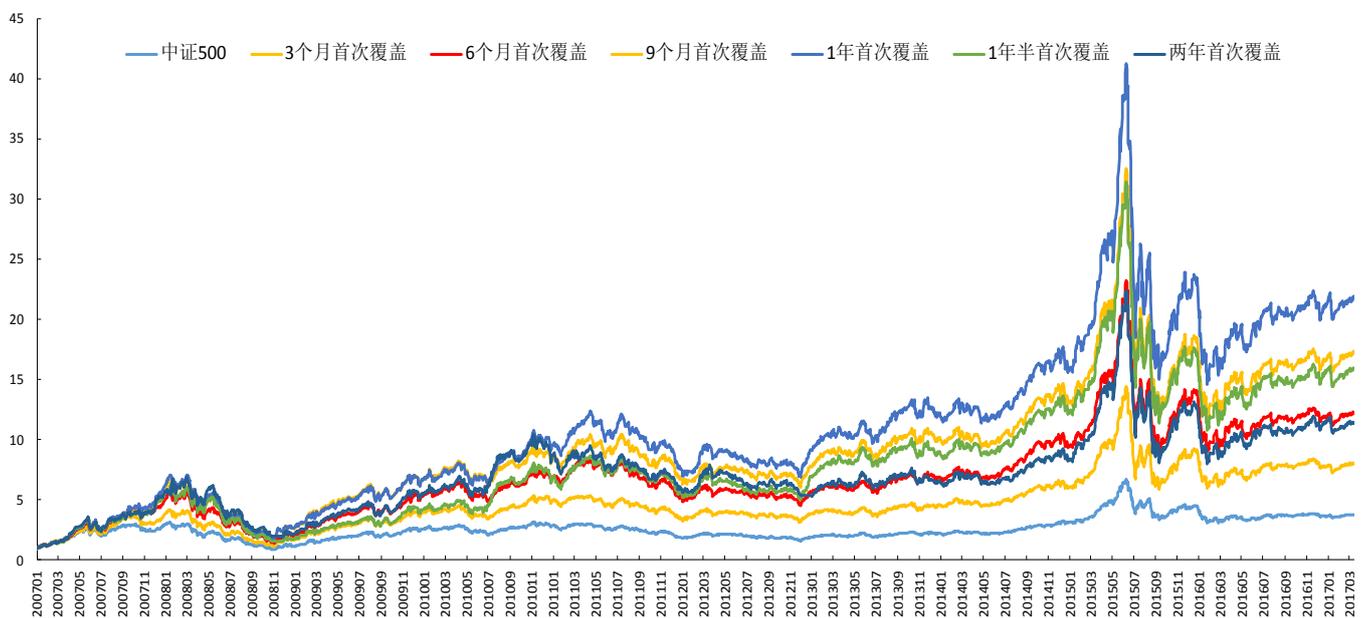
未覆盖时间

未覆盖时间即该股票被推荐之后距离上期推荐所跨越的时间，跨越时间越长就代表标的受关注的程度越低，在随后被首次覆盖之后反弹的可能性也就越大。

为验证其合理性，分别以 3 个月、半年、9 个月、1 年、1 年半、两年为时间范围，判断全市场首次覆盖的指数表现，从回测结果来看，在 1 年以内，随着未覆盖时间越来越长，净值表现越突出，在 1 年以上之后，事件相对较少，月度调仓表现出极大的不稳定性。

总体而言，时间范围越长，反弹的空间也就越大。

图 14：不同首次覆盖时间表现



资料来源：天软，wind，长江证券研究所

低位覆盖

另外一个比较有效的因子是反转因子，也就是低位覆盖的逻辑。

当一只股票长期未被关注时，分析师首次覆盖的意义比较显著，但是在覆盖时间点附近股价高低会对结果有所影响：股价处于相对低位时，股票推荐的逻辑点在于券商分析师

“占坑”，先别人一步推荐牛股，获得市场价值，而当股价已经处于高位、涨幅较多时，此时部分行业分析师会跟随股价上涨而进行推荐，并不一定有比较深入独到的见解。

具体在操作时，需要将这两种不同的分析师推荐给区分开来，本报告将用反转效应予以甄别。

组合构建

由于全市场首次覆盖的股票相对较少，不宜采取券商首次覆盖那种月度调仓的组合构建方式，而是逐日调仓，同时在原有的时间框架基础之上，将未覆盖时间和反转因子加入到选股之中，构建 50 只持仓组合。

在原有基础之上，将全市场首次覆盖的时间跨度定义为 1 年，1 年以上未被覆盖近期有推荐则触发买入条件，一个月之后触发卖出条件，即假定在初始持有周期为一个月。

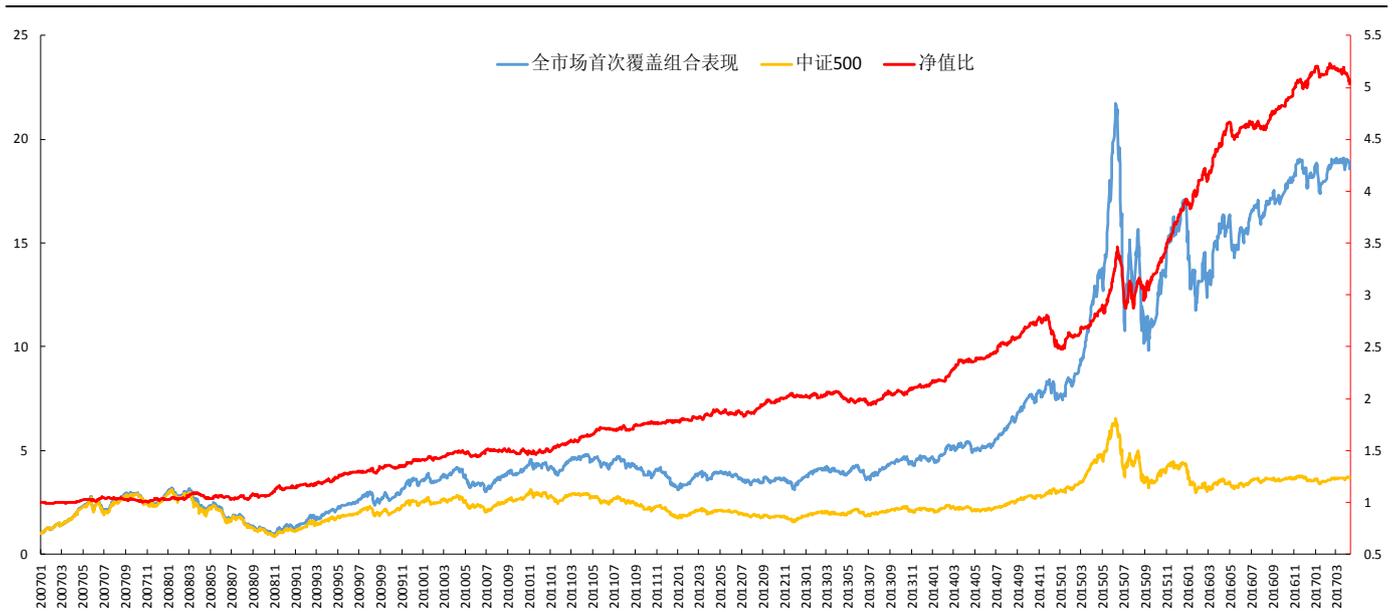
在初始建仓阶段，由于样本数量偏少，不足部分假定标配基准份额，之后一旦有全市场覆盖股票出现并满足买入条件，进行调仓。调仓之后若股票卖出后数量低于 50 只，则不必考虑卖出条件，持有时间超过一个月。

调仓过程中，原有不能卖出股票（停牌、跌幅低于-9%）继续保留，在当前的全市场覆盖股票当中选取满足时间条件（买入、卖出条件、非停牌、涨幅低于 9%）的全市场首次覆盖股票，以反转因子（换仓日过去一个月的涨跌幅）排序，补充持仓至 50 只。

权重方面原有股票继续维持，调出股票的资金在调进股票中等权配置，每隔三个月平衡一次权重，考虑 0.3% 双边成本。

从结果来看，低位首次覆盖组合的表现比较突出，年化收益为 34%，超额中证 500 指数 20%，分年表现来看仅 2017 年未能跑赢基准，年化超额胜率高达 73%，大部分年份的最大回撤均能得到有效控制。

图 15：低位首次覆盖组合表现



资料来源：天软，wind，长江证券研究所

表 6：低位首次覆盖组合分年表现

年度	收益率	超额收益率	夏普比率	基准夏普比率	最大回撤	基准最大回撤	胜率	相对胜率
2007	187.26%	7.81%	2.83	2.73	28.60%	30.36%	75.00%	41.67%
2008	-56.56%	4.24%	-1.25	-1.50	70.77%	72.42%	46.15%	76.92%
2009	186.56%	55.29%	3.09	2.54	21.59%	20.25%	92.31%	92.31%
2010	16.00%	5.94%	0.62	0.42	27.72%	28.40%	53.85%	61.54%
2011	-20.75%	13.07%	-0.99	-1.71	32.81%	38.47%	46.15%	69.23%
2012	13.36%	13.08%	0.58	0.05	21.85%	29.69%	69.23%	84.62%
2013	24.86%	7.97%	1.09	0.74	16.86%	16.71%	69.23%	69.23%
2014	62.44%	23.44%	2.34	1.71	11.79%	12.54%	76.92%	92.31%
2015	123.22%	80.11%	1.82	1.01	54.78%	50.56%	76.92%	84.62%
2016	7.84%	25.61%	0.34	-0.58	30.34%	30.80%	76.92%	84.62%
2017	2.02%	-2.20%	0.45	1.14	7.65%	5.99%	40.00%	40.00%
全部	33.96%	20.01%	0.95	0.50	70.77%	72.42%	64.52%	72.58%

资料来源：天软，长江证券研究所

总结

分析师推荐是一系列信息和数据综合之后得出的结果，其评级或者预测数据代表的是对该股票后市的预期，以及预期背后的一系列逻辑支撑。在分析师因子越来越流行的背景下，可通过分析师预期数据获得一些间接信息。本报告从分析师行为角度出发，选择首次覆盖这一维度，对券商首次覆盖和全市场首次覆盖进行深入分析。

券商首次覆盖在每个券商维度上，提取长期未受关注个股。该类事件数量较多，构成指数后收益较为平稳。在此基础之上构建月度调仓组合，年化收益 18.47%，超额基准 4.22%，是一个相对比较有效的事件驱动策略。

在原有券商首次覆盖基础之上，选择全市场首次覆盖这一更为严苛的标准，寻找全市场范围内长时间未被关注近期又被提及的标的。在考虑未覆盖时间范围和反转因子之后，构建逐日调仓的低位首次覆盖组合，年化收益为 34%，超额中证 500 指数 20%，超额胜率高达 73%。

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：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	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。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼 (518000)

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：10060000。

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所，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。