

证券研究报告



分析师:

任瞳

rentong@xyzq.com.cn

S0190511080001

徐寅

xuyinsh@xyzq.com.cn

S0190514070004

研究助理:

周靖明

zhoujm@xyzq.com.cn

报告关键点

相关报告

《量化基金年度巡礼之综述篇: 平淡中的惊喜》2016-12-17

《银华沪港深增长股票型基金 投资推荐》2016-07-22

《沪指放量大跌近 3%，母基折 价转溢价》2016-05-08

猎金系列之十三: 分析师预测目标价有参考价值吗?

2017 年 03 月 12 日

投资要点

- 本文我们将基于分析师的一致预测目标价格，构建个股的目标收益因子，来挖分析师一致预期目标价格背后所蕴藏的 Alpha。
- 首先，我们对一致预测目标价的覆盖度进行了统计。其在沪深 300 中的覆盖度较为稳定，基本维持在 90%附近，而在全 A 和中证 500 指数中的覆盖度则呈现出增加的趋势，截至 2017 年 02 月 28 日，其在全 A 和中证 500 指数中的覆盖度分别为 63%和 79%。
- 我们对目标收益因子进行了测试，其 IC 的平均值为 6.43%，t 值达到 5.71。因子多空组合表现出色，年化收益高达 33.86%，Sharpe 比率为 2.01。
- 我们计算了目标收益因子与价值、成长、反转以及交易行为四类因子之间的相关性。目标收益因子与这四大风格因子之间的相关性均比较低。进一步的 Fama-MacBeth 回归分析也表明目标收益因子对现有多因子模型有显著的信息增量。
- 我们基于目标收益因子构建了高潜在涨幅成长股策略，策略的年化收益高达 36.28%，Sharpe 比率为 1.02，相对于中证 500 指数的年化超额收益为 20.28%，Sharpe 比率达 1.73。

目 录

1、前言	- 4 -
1.1、分析师预期：近水楼台先得月	- 4 -
1.2、目标收益：站在巨人的肩膀上	- 4 -
2、一致预测目标价概览	- 4 -
2.1、一致预测目标价算法	- 4 -
2.2、一致预测目标价覆盖度	- 5 -
3、目标收益因子测试结果	- 7 -
3、与传统情绪因子相关性	- 12 -
4、行业市值中性化后因子表现	- 13 -
5、沪深 300 与非沪深 300 表现对比	- 14 -
6、与大类风格因子相关性	- 16 -
7、选股策略构建	- 17 -
8、总结	- 21 -
图 1、一致预测目标价覆盖股票数	- 5 -
图 2、一致预测目标价股票覆盖度（百分比）	- 5 -
图 3、单个股票目标价预测机构平均数目	- 6 -
图 4、只有 1 个机构给出目标价的股票占比	- 6 -
图 5、平均目标收益	- 7 -
图 6、目标收益因子 IC 以及 IC12 个月移动平均	- 8 -
图 7、目标收益因子多空组合多头、空头以及多空净值表现	- 9 -
图 8、目标收益因子分位数组年化收益以及 Sharpe 比率	- 9 -
图 9、目标收益因子分位数组年化超额收益以及信息比率	- 10 -
图 10、目标收益因子 IC 以及 IC12 个月移动平均（预测机构数>1）	- 11 -
图 11、目标收益因子多头、空头以及多空净值表现（预测机构数>1）	- 11 -
图 12、目标收益因子与情绪因子之间的 Spearman 相关系数	- 12 -
图 13、中性化处理之后的目标收益因子多空净值	- 14 -
图 14、中性化之后的目标收益因子多空净值（沪深 300VS 非沪深 300）	- 15 -
图 15、目标收益因子与大类风格因子之间的 Spearman 相关系数	- 16 -
图 16、高潜在涨幅成长股策略构建流程	- 18 -
图 17、组合分年度表现及与基准对比	- 19 -
图 18、组合净值及与基准对比	- 19 -
图 19、组合相对于基准的超额收益及累计净值	- 20 -
图 20、组合双边换手率及换手率滚动平均	- 20 -
表 1、兴业多因子库中情绪类因子	- 4 -
表 2、目标收益因子 IC 统计数据	- 8 -
表 3、目标收益因子分位数组统计数据	- 9 -
表 4、目标收益因子 IC 统计数据（预测机构数>1）	- 11 -
表 5、目标收益因子分位数组统计数据（预测机构数>1）	- 11 -
表 6、中性化处理之后的目标收益因子 IC 统计数据	- 13 -
表 7、中性化处理之后的目标收益因子分位数组统计数据	- 13 -
表 8、中性化之后的目标收益因子 IC 表现对比（沪深 300VS 非沪深 300）	- 14 -
表 9、中性化之后的目标收益因子分位数组统计数据（沪深 300）	- 15 -

表 10、中性化之后的目标收益因子分位数组组合统计数据（非沪深 300）	- 15 -
表 11、Fama-MacBeth 回归分析	- 17 -
表 12、组合表现及与基准对比	- 18 -
表 13、组合分年度表现及与基准对比	- 19 -
附表：高潜在涨幅成长股组合 03 月持仓	- 22 -

1、前言

1.1、分析师预期：近水楼台先得月

在过往的研究中，我们发现利用分析师一致预期数据所得到的情绪类因子在 A 股市场中体现出了较强的选股能力。其背后的逻辑也容易理解，一方面分析师与其所覆盖的行业内的上市公司之间保持着密切的沟通和交流，在信息的获取方面具有得天独厚的优势，可以通过实地调研等方式获取上市公司经营和治理相关的一手信息；另一方面，在获取上市公司经营和治理相关信息之后，分析师能凭借其专业能力对其所覆盖的行业以及上市公司进行深入的研究与分析，并作出前瞻性的预测。

目前我们多因子库中收录的情绪因子如下表 1 所示，因子的构建利用了常见的分析师一致预测数据，涵盖了**每股收益、主营业务收入、综合评级**等方面。

表 1、兴业多因子库中情绪类因子

因子名称	定义	排序方向
EPSChange_FY0_1M	最近预测年度预测每股收益 1 个月的变化	降序
EPSChange_FY0_3M	最近预测年度预测每股收益 3 个月的变化	降序
SalesChange_FY0_1M	最近预测年度预测营业收入 1 个月的变化	降序
SalesChange_FY0_3M	最近预测年度预测营业收入 3 个月的变化	降序
RatingChange_1M	分析师综合评级 1 个月的变化	升序
RatingChange_3M	分析师综合评级 3 个月的变化	升序
综合评级分值	分析师综合评级分值	升序

资料来源：兴业证券研究所

1.2、目标收益：站在巨人的肩膀上

除了上述预期指标之外，分析师还会综合上市公司各方面的情况给出其认为合理的目标价格。那么目标价格对于上市公司未来的收益是否具有预测性？它相对于我们已知的一致预期情绪类指标而言，是否包含更多的信息呢？本文我们将基于分析师的一致预测目标价格，构建个股的目标收益（Target Return）因子，进而挖掘目标价格背后所蕴藏的 Alpha！

2、一致预测目标价概览

2.1、一致预测目标价算法

我们所用到的一致预测目标价数据来源于 Wind 量化研究数据库中的“中国 A 股投资评级汇总”表，所选择的回溯周期为 30 天。一致预测目标价是通过“中国 A 股投资评级明细”表中的分析师预测目标价明细数据计算得到的，以回溯周期为 30 天为例进行说明，其算法如下：

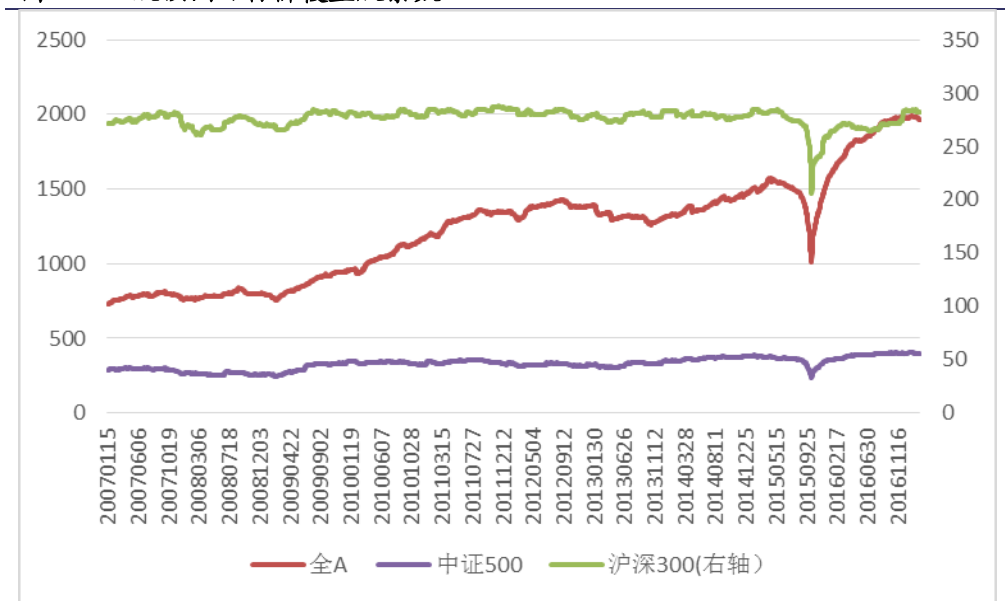
- 对回溯期内，各分析师所给出的最高目标价和最低目标价进行简单算术平均得到各分析师的预测目标价。如果最低目标价缺失，则直接以最高目标价作为该分析师的预测目标价。
- 计算回溯期内所有机构的预测目标价的简单算数平均作为当前时点个股的一致预测目标价。如果回溯期内同一机构的预测目标价有更新，则以最新的预测目标价为准。

2.2、一致预测目标价覆盖度

一般而言，预期类因子与财务类和价量类因子相比，其所覆盖的股票数目相对较少。那么分析师一致预测目标价的覆盖度如何呢？下面我们对其覆盖度进行了详细的统计。

从一致预测目标价覆盖的股票数目来看，2007年以来其覆盖股票数整体上是不断增加的，其中2015年的下半年出现了断崖式下降，这是由于股灾之后分析师预测观点的发布减少，导致一致预测目标价的覆盖度大幅下降。截至2017年02月28日，一致预测目标价在全A、沪深300和中证500中覆盖的股票数分别为1968, 282和397。

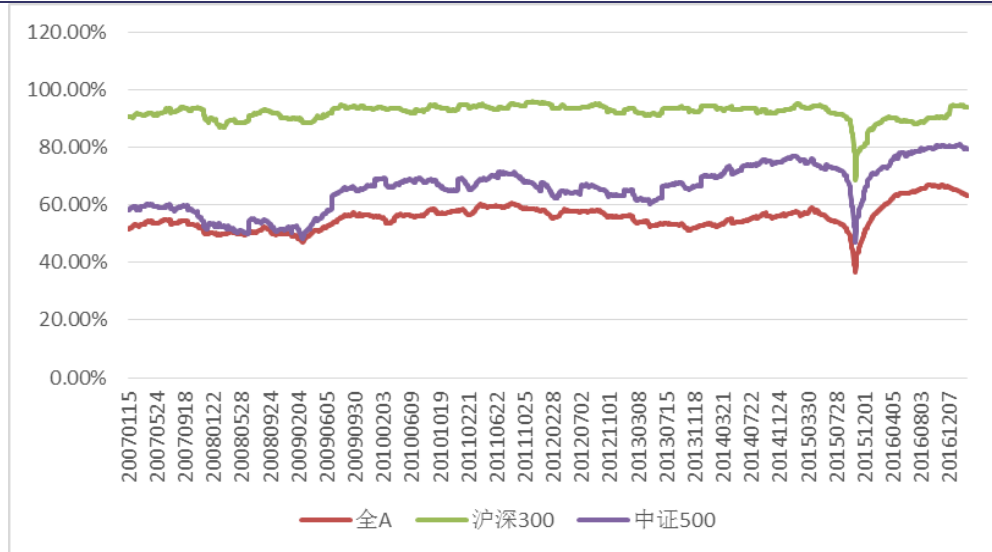
图 1、一致预测目标价覆盖股票数



资料来源：兴业证券研究所

从一致预测目标价的百分比覆盖度来看，其在沪深300中的覆盖度较为稳定，基本维持在90%附近，而在全A和中证500指数中的覆盖度则呈现出增加的趋势，截至2017年02月28日，其在全A和中证500指数中的覆盖度分别为63%和79%。

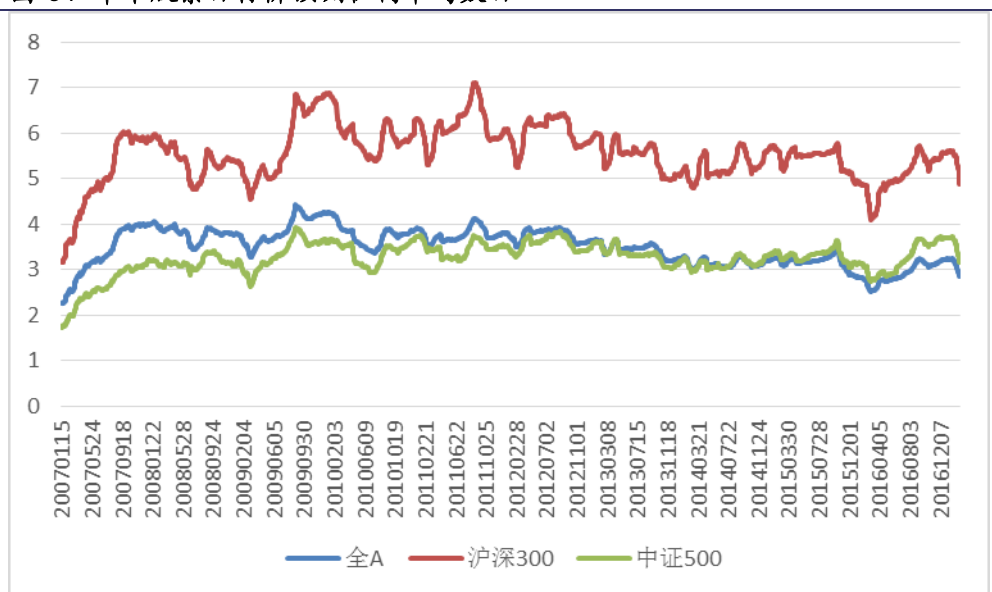
图 2、一致预测目标价股票覆盖度（百分比）



资料来源：兴业证券研究所

进一步地，我们统计了不同时点对单个股票给出预测目标价的机构数目的平均值，沪深300成份股的目标价预测机构数目平均达到5个以上，全A和中证500指数成份股目标价预测机构平均数目相近，均在3-4个之间。

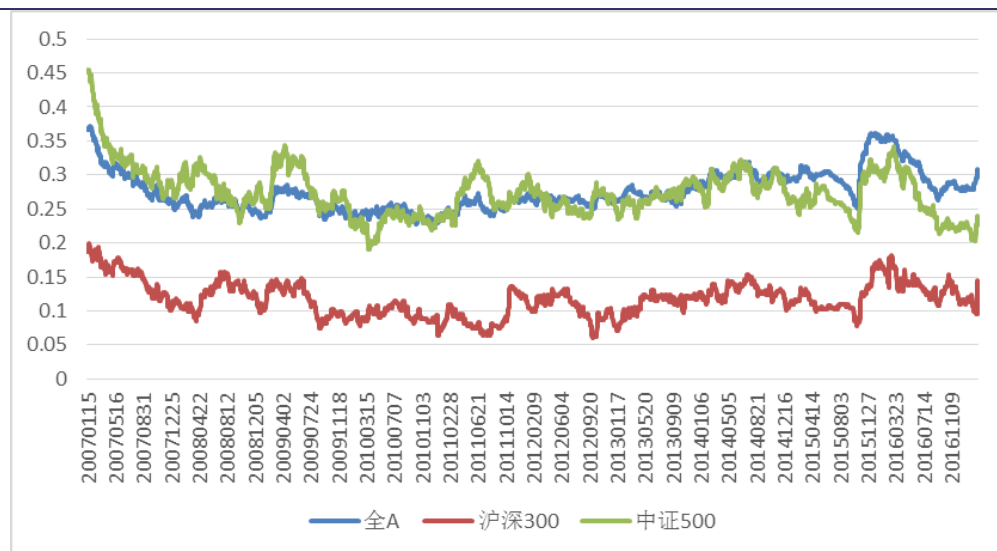
图 3、单个股票目标价预测机构平均数目



资料来源：兴业证券研究所

由于一致预测目标价是通过多个机构的预测目标价的平均得到的，如果覆盖单只股票的机构数目过少，会导致一致预测目标价的计算受单个机构预测的影响过大。我们统计了所有具有一致预测目标价的个股中只有1个机构给出预测目标价的股票的占比，结果如图4所示。沪深300成份股中只有1个机构给出目标价的股票的占比在10%左右，而全A和中证500中这类股票的占比在30%附近。

图 4、只有1个机构给出目标价的股票占比



资料来源：兴业证券研究所

从上述统计来看，无论是在全 A、还是中证 500 指数成份股或沪深 300 成份股中，一致预测目标价的覆盖度都是较高的。

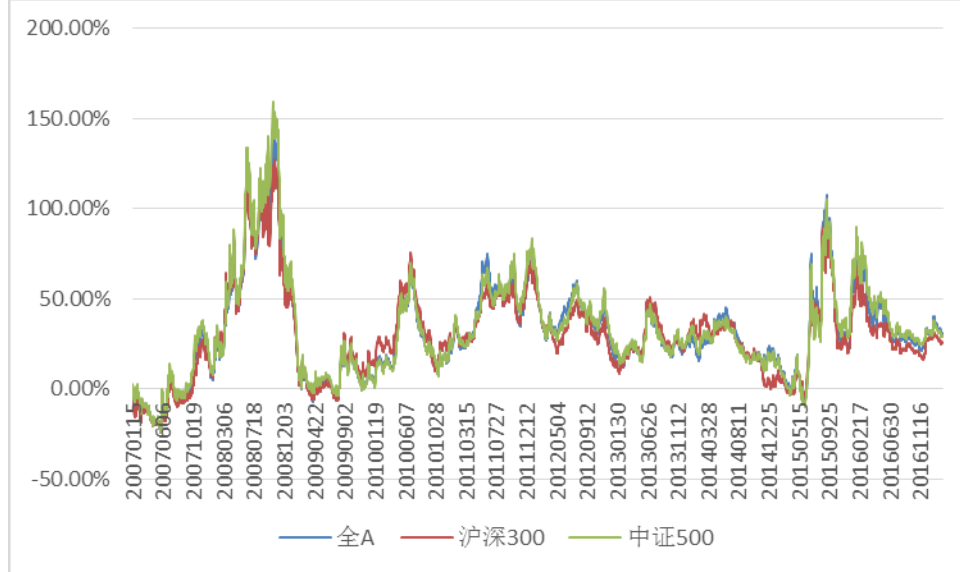
3、目标收益因子测试结果

在个股一致预测目标价的基础之上，我们构建了目标收益因子，因子计算公式如下：

$$\text{目标收益} = \text{一致预测目标价} / \text{当前价格} - 1$$

目标收益反映了基于分析师的一致预期的股票未来的上涨空间的大小，理论上目标收益越高的个股未来的收益也更高，反之则更低。图 5 统计了 2007 年 1 月至 2017 年 02 月个股的平均目标收益，从图示结果可以看到，历史上全 A、沪深 300 和中证 500 成份股的平均目标收益差异不大，截至 2017 年 02 月底，平均目标收益略高于 20%。

图 5、平均目标收益



资料来源：兴业证券研究所

● 全 A 测试结果

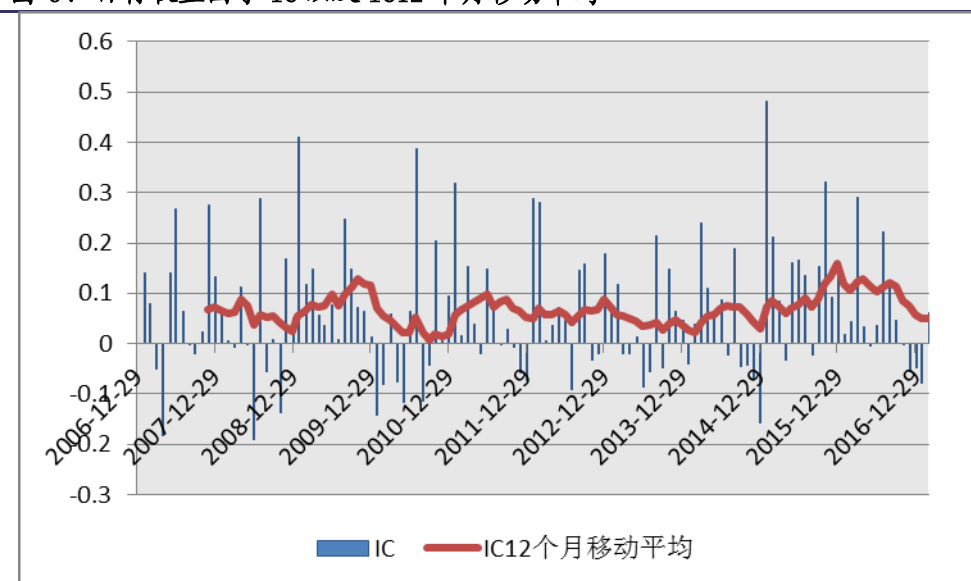
我们以 2006 年 12 月 31 日至 2017 年 02 月 28 日为测试区间，对目标收益因子在全 A 中的表现进行了测试，测试结果如下。表 2 和图 6 给出了因子的 IC 测试结果，整体来看，目标收益因子体现出了较好的选股能力，其 IC 的平均值为 6.43%，IC 的标准差为 12.44%，t 值达到 5.71，平均的股票覆盖数目为 1221 个。

表 2、目标收益因子 IC 统计数据

因子	平均值	标准差	最小值	最大值	风险调整的 IC	t 统计量	平均股票数
TargetReturn	6.43%	12.44%	-19.04%	48.04%	0.52	5.71	1221

资料来源：兴业证券研究所

图 6、目标收益因子 IC 以及 IC12 个月移动平均



资料来源：兴业证券研究所

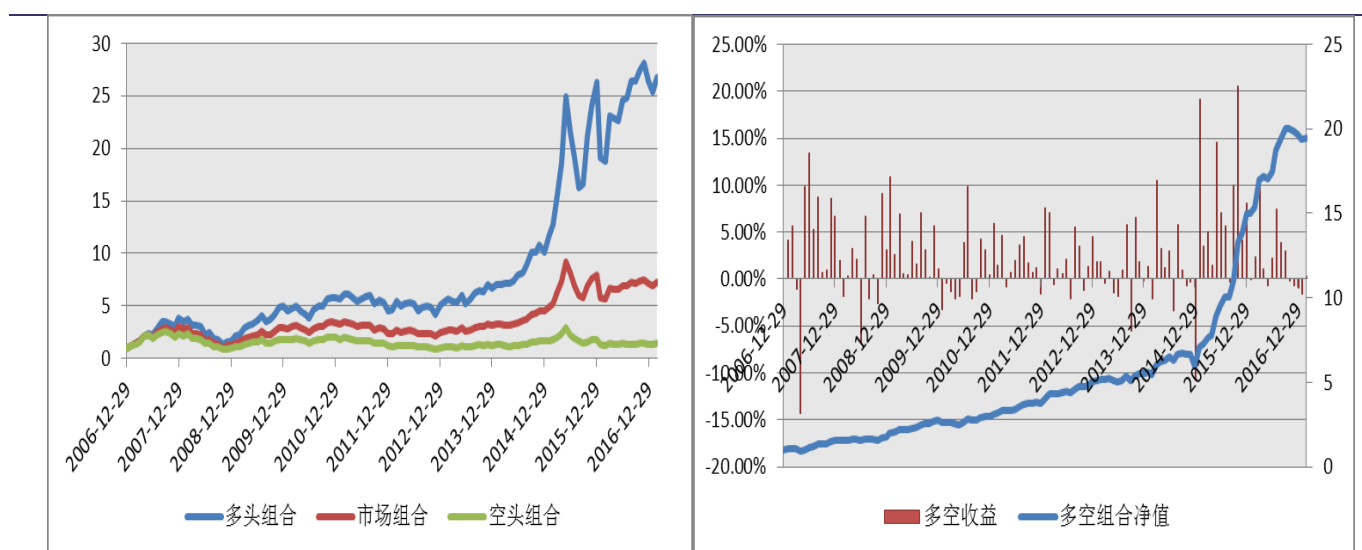
表 3 以及图 7-图 9 展示了目标收益分位数组合的测试结果。因子多空组合表现出色，年化收益高达 33.86%，Sharpe 比率为 2.01，最大回撤为 15.21%。年化超额收益为 15.24%，信息比率为 1.60。此外，无论是从绝对收益还是超额收益的角度来看，目标收益因子不同分位数组合之间体现出了较好的单调性。

表 3、目标收益因子分位数组合统计数据

组合	总收益率	年化收益率	年化波动率	Sharpe 比率	平均换手率	最大回撤率	年化超额收益率	跟踪误差	信息比率
0	2577.49%	38.14%	41.25%	0.92	80.31%	65.76%	15.24%	9.55%	1.60
1	1751.38%	33.22%	39.55%	0.84	131.46%	65.96%	10.60%	7.75%	1.37
2	1052.42%	27.15%	38.21%	0.71	148.43%	68.67%	5.15%	6.02%	0.86
3	803.91%	24.16%	36.76%	0.66	155.68%	68.69%	2.15%	4.67%	0.46
4	679.22%	22.36%	36.21%	0.62	160.29%	68.54%	0.47%	4.46%	0.10
5	523.98%	19.71%	35.55%	0.55	159.77%	66.04%	-1.96%	4.28%	-0.46
6	471.62%	18.69%	36.35%	0.51	158.11%	67.39%	-2.52%	4.22%	-0.60
7	400.99%	17.16%	35.75%	0.48	151.45%	68.39%	-4.12%	5.96%	-0.69
8	189.64%	11.02%	37.41%	0.29	136.99%	69.37%	-8.78%	7.89%	-1.11
9	39.29%	3.31%	37.28%	0.09	82.31%	67.64%	-15.47%	10.21%	-1.52
L-S	1843.86%	33.86%	16.81%	2.01	--	15.21%	--	--	--

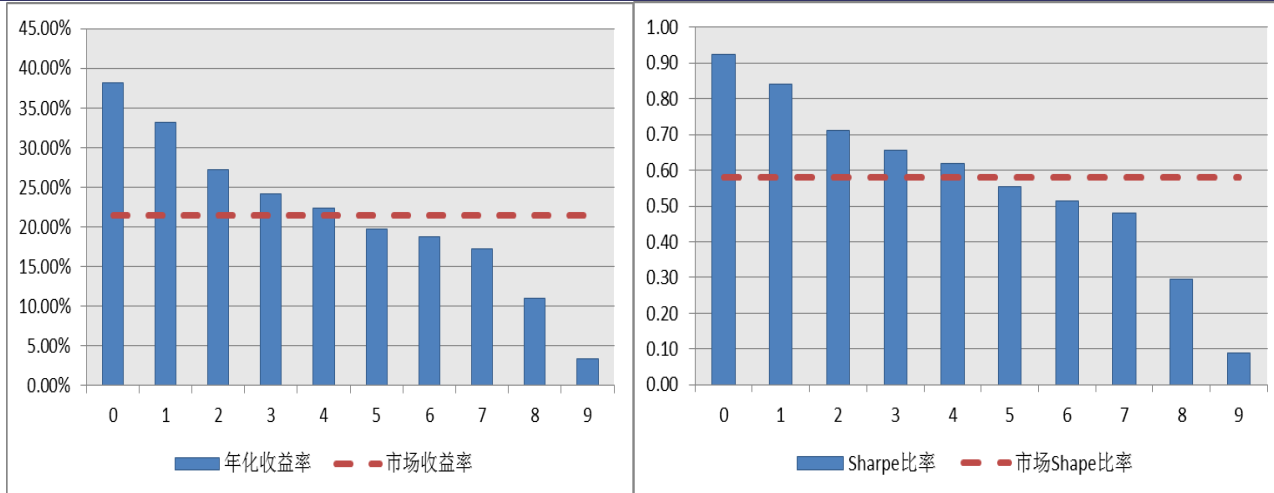
资料来源：兴业证券研究所

图 7、目标收益因子多空组合多头、空头以及多空净值表现



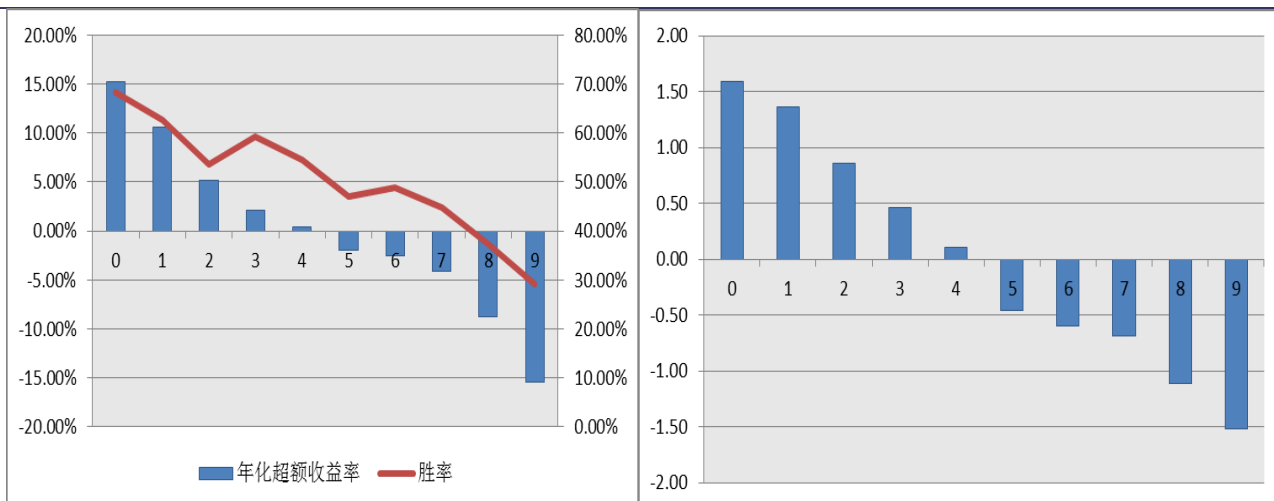
资料来源：兴业证券研究所

图 8、目标收益因子分位数组合年化收益以及 Sharpe 比率



资料来源：兴业证券研究所

图 9、目标收益因子分位数组合年化超额收益以及信息比率



资料来源：兴业证券研究所

● 在预测机构数>1 的个股中的测试结果

由于分析师一致预测目标价是由考察期内机构给出预测目标价的算数平均得到的，如果覆盖某些个股的机构数目太少，可能会影响所得到的一致预测目标价的可靠度，进而影响目标收益因子的有效性。因此，我们进一步地对目标收益因子在机构预测数目大于 1 的个股中的有效性进行了测试。表 4 和图 10 给出了因子的 IC 测试结果。从结果来看，目标收益因子在预测机构数大于 1 的个股中依旧体现出了较好的选股能力，其 IC 的平均值为 6.85%，t 值达到 5.02，但平均的股票覆盖数目有所下降，为 815 个。

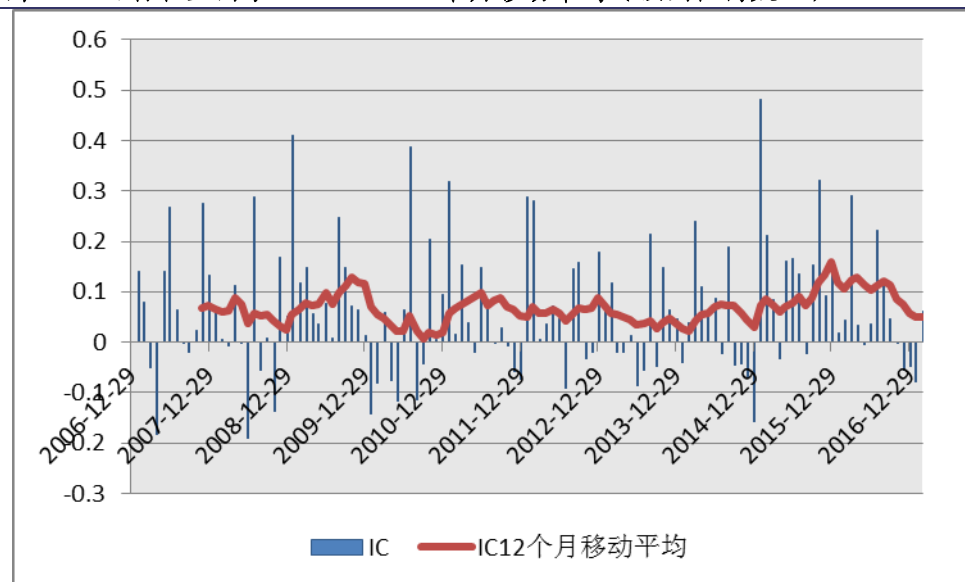
表 5 展示相应的分位数组合的测试结果。多空组合的年化收益高达 32.21%，Sharpe 比率为 1.50。年化超额收益为 14.71%，信息比率为 1.33。

表 4、目标收益因子 IC 统计数据（预测机构数>1）

因子	平均值	标准差	最小值	最大值	风险调整的 IC	t 统计量	平均股票数
TargetReturn	6.85%	15.08%	-23.59%	55.08%	0.45	5.02	815

资料来源：兴业证券研究所

图 10、目标收益因子 IC 以及 IC12 个月移动平均（预测机构数>1）



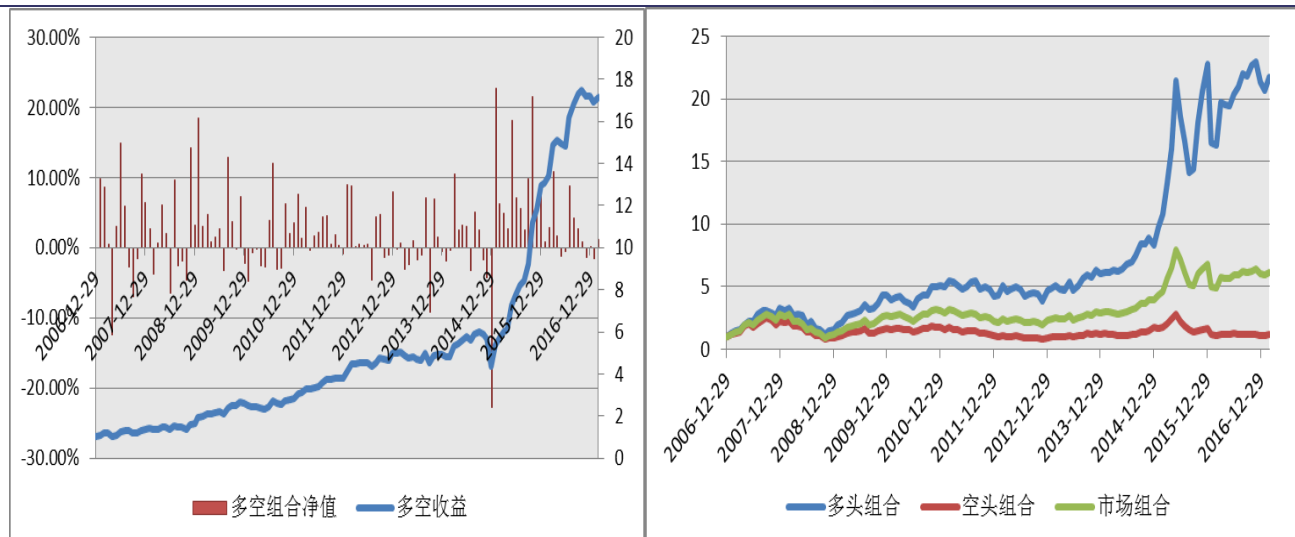
资料来源：兴业证券研究所

表 5、目标收益因子分位数组合统计数据（预测机构数>1）

组合	总收益率	年化收益率	年化波动率	Sharpe 比率	平均换手率	最大回撤率	年化超额收益率	跟踪误差	信息比率
0	2075.86%	35.35%	40.49%	0.87	91.92%	64.23%	14.71%	11.07%	1.33
1	1406.71%	30.55%	38.32%	0.80	141.21%	66.14%	10.09%	7.85%	1.29
2	947.87%	25.97%	37.50%	0.69	155.41%	69.93%	6.03%	6.88%	0.88
3	711.19%	22.84%	35.97%	0.64	161.57%	68.50%	2.88%	5.01%	0.57
4	589.19%	20.89%	35.20%	0.59	164.89%	67.47%	0.98%	4.36%	0.22
5	402.41%	17.19%	34.35%	0.50	165.22%	66.79%	-2.47%	5.13%	-0.48
6	356.05%	16.08%	34.92%	0.46	163.54%	67.80%	-3.18%	4.98%	-0.64
7	275.18%	13.88%	33.76%	0.41	158.69%	68.20%	-5.56%	6.64%	-0.84
8	181.85%	10.72%	35.36%	0.30	146.42%	66.67%	-7.88%	8.95%	-0.88
9	17.50%	1.60%	36.20%	0.04	98.54%	67.82%	-15.68%	13.06%	-1.20
L-S	1613.41%	32.21%	21.43%	1.50	--	27.40%	--	--	--

资料来源：兴业证券研究所

图 11、目标收益因子多头、空头以及多空净值表现（预测机构数>1）

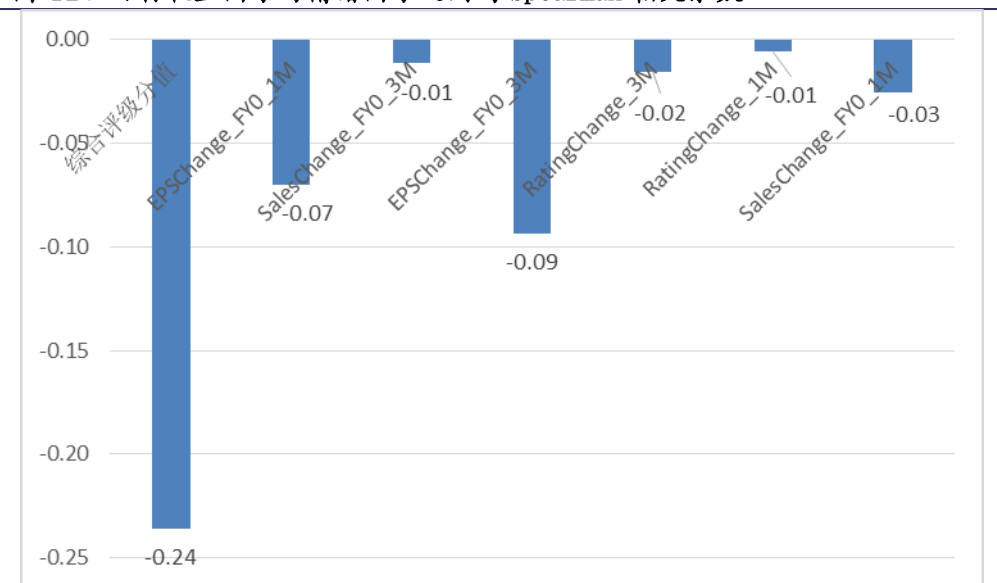


从全 A（预测机构数目大于 0）和预测机构数目大于 1 的个股中的测试结果来看，在增加了预测机构数目大于 1 的限制之后，目标收益因子的有效性并没有受到很大影响。因此，为了保证目标收益因子的覆盖度，我们以全 A 中预测机构数目大于 0 的个股作为我们的基础股票池。

3、与传统情绪因子相关性

从前文的分析可以看到，目标收益因子具有较强的选股能力。那么同样是基于分析师一致预测数据，目标收益因子与我们多因子库中现有的情绪因子之间相关性如何呢？我们计算了目标收益与情绪因子之间的 Spearman 相关系数，结果如下图所示。

图 12、目标收益因子与情绪因子之间的 Spearman 相关系数



资料来源：兴业证券研究所

目标收益与传统情绪因子之间均呈现不同程度的负相关性，且整体相关性比较低。除了综合评级分值之外，其他因子与目标收益的相关性系数绝对值均在低于 0.1，即便是与目标收益相关性最高的综合评级因子，二者的相关系数绝对值也仅为 0.24。通常分析师会给综合评级较高（综合评级分值越低）的个股一个相对更高的目标价，因此综合评级分值与目标收益之间会呈现一定的负向相关性。

总的来看，虽然同样是基于分析师一致预测数据，但目标收益与传统情绪因子之间的相关度较低，具有一定的信息增量。

4、行业市值中性化后因子表现

从因子在全 A 中的表现可知，目标收益因子 IC 均值较高，达到 6.43%，但是其 IC 的标准差也高达 12.44%，IC 的高波动特征影响着目标收益因子选股的稳健性。因此，我们考虑对因子进行行业 and 市值中性化处理，以期降低波动性，提升因子风险调整后的表现。

表 6 给出了中性化处理之后目标收益因子的 IC 表现，可以看到经过中性化处理之后，因子 IC 的均值略有下降，从 6.43% 下降至 5.83%，IC 的波动性则有了显著的下降，从 12.44% 下降至 8.81%，因此因子的风险调整 IC 和 t 检验统计量均有了显著提升，其中风险调整的 IC 由 0.52 提升至 0.66，t 统计量由 5.71 提升至 7.31。

表 6、中性化处理之后的目标收益因子 IC 统计数据

因子	平均值	标准差	最小值	最大值	风险调整的 IC	t 统计量	平均股票数
TargetReturn	6.43%	12.44%	-19.04%	48.04%	0.52	5.71	1221
TargetReurn-adj	5.83%	8.81%	-17.46%	33.69%	0.66	7.31	1218

资料来源：兴业证券研究所

从表 7 所示的因子分位数组合统计结果同样可以看到，因子多空组合的年化波动率由 16.81% 降低至 12.42%，而 Sharpe 比率由 2.01 提升至 2.77；同时多头组合的信息比率也由 1.60 提升至 2.04。综合来看，在经过市值和行业的中性化处理之后，目标收益因子的波动性得到了有效降低，因子的风险调整后收益也有很大提升。同时，该结果也说明目标收益因子的有效性与小市值溢价相关性不高。

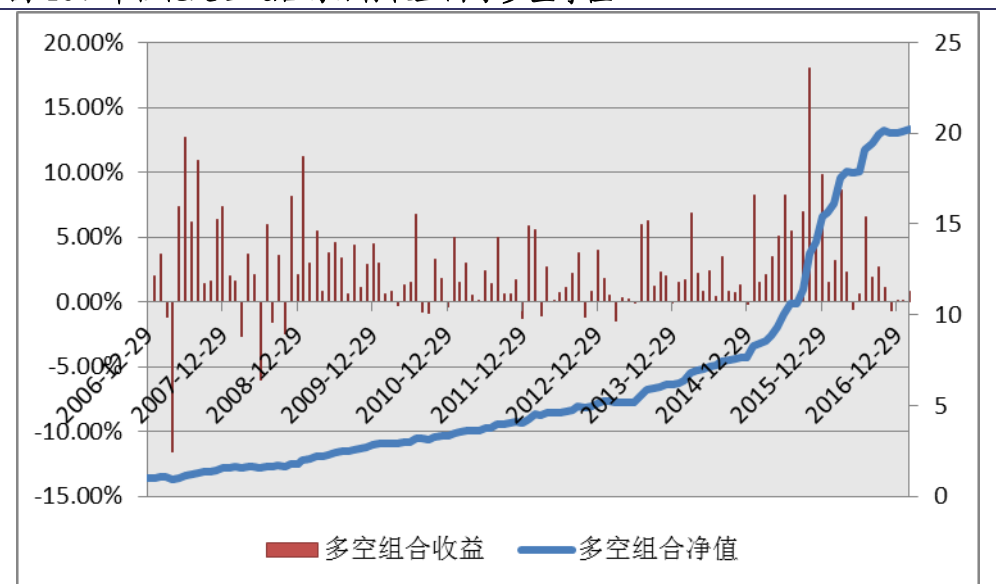
表 7、中性化处理之后的目标收益因子分位数组合统计数据

组合	总收益率	年化收益率	年化波动率	Sharpe 比率	平均换手率	最大回撤率	年化超额收益率	跟踪误差	信息比率
0	2883.24%	39.61%	41.27%	0.96	90.34%	81.57%	16.76%	8.20%	2.04
1	1332.01%	29.90%	38.44%	0.78	138.15%	131.78%	7.55%	6.13%	1.23
2	1090.51%	27.56%	37.53%	0.73	152.86%	149.14%	5.30%	4.69%	1.13
3	876.45%	25.10%	36.89%	0.68	159.62%	155.80%	3.03%	5.18%	0.59
4	633.15%	21.63%	36.07%	0.60	161.87%	159.65%	-0.17%	4.53%	-0.04
5	486.13%	18.98%	35.18%	0.54	162.27%	159.80%	-2.65%	3.89%	-0.68
6	494.63%	19.15%	35.77%	0.54	160.51%	158.47%	-2.31%	4.39%	-0.53
7	371.59%	16.47%	36.65%	0.45	154.45%	152.13%	-4.37%	5.41%	-0.81

8	214.91%	11.93%	37.17%	0.32	140.48%	135.71%	-8.00%	6.50%	-1.23
9	56.80%	4.52%	37.86%	0.12	92.06%	83.69%	-14.06%	8.04%	-1.75
L-S	1922.60%	34.38%	12.42%	2.77	—	12.61%	—	—	—

资料来源：兴业证券研究所

图 13、中性化处理之后的目标收益因子多空净值



资料来源：兴业证券研究所

5、沪深 300 与非沪深 300 表现对比

根据我们以往的研究，在全 A 中较为有效的因子，其在沪深 300 指数成份股中的有效性往往大打折扣，这也使得在沪深 300 指数成份股中选股获取超额收益的难度大大增加。因此，我们进一步地对中性化处理之后的目标收益因子在沪深 300 成份股以及非沪深 300 成份股中的有效性进行了对比。表 8 给出了因子的 IC 测试结果。从结果来看，目标收益因子在沪深 300 成份股中依旧体现出了较好的选股能力，其 IC 的平均值为 5.40%，t 值达到 4.78，平均的股票覆盖数目也较高，为 276 个。

表 8、中性化之后的目标收益因子 IC 表现对比（沪深 300VS 非沪深 300）

股票池	平均值	标准差	最小值	最大值	风险调整的 IC	t 统计量	平均股票数
沪深 300	5.40%	12.49%	-23.04%	35.59%	0.43	4.78	276
非沪深 300	6.14%	8.61%	-15.87%	32.70%	0.71	7.88	942

资料来源：兴业证券研究所

表 9 和表 10 展示相应的分位数组组合的测试结果。在沪深 300 成份股中，目标收益因子多空组合的年化收益为 27.43%，Sharpe 比率为 1.42，年化超额收益为 13.84%，信息比率为 1.37。而在非沪深 300 成份股中，目标收益因子多空组合的年化收益为 34.91%，Sharpe 比率为 2.69，年化超额收益为 15.16%，信息比率为 1.64。图 14 给出了二者多空组合净值曲线。

表 9、中性化之后的目标收益因子分位数组合统计数据（沪深 300）

组合	总收益率	年化收益率	年化波动率	Sharpe 比率	平均换手率	最大回撤率	年化超额收益率	跟踪误差	信息比率
0	865.29%	24.96%	39.12%	0.64	84.76%	69.19%	13.84%	10.10%	1.37
1	272.47%	13.80%	36.40%	0.38	135.83%	70.98%	2.70%	9.05%	0.30
2	332.30%	15.47%	35.34%	0.44	153.08%	72.66%	3.98%	6.28%	0.63
3	280.69%	14.04%	35.60%	0.39	157.89%	69.23%	2.68%	7.34%	0.36
4	243.05%	12.88%	34.35%	0.37	161.14%	68.18%	1.26%	6.25%	0.20
5	114.94%	7.81%	33.80%	0.23	160.41%	69.95%	-3.50%	6.63%	-0.53
6	193.00%	11.14%	34.16%	0.33	160.60%	65.67%	-0.39%	6.61%	-0.06
7	154.06%	9.60%	35.25%	0.27	154.25%	65.09%	-1.54%	7.67%	-0.20
8	20.93%	1.89%	36.44%	0.05	138.38%	75.02%	-8.18%	8.08%	-1.01
9	-27.10%	-3.06%	37.80%	-0.08	82.04%	77.75%	-12.74%	12.64%	-1.01
L-S	1078.47%	27.43%	19.37%	1.42	--	22.34%	--	--	--

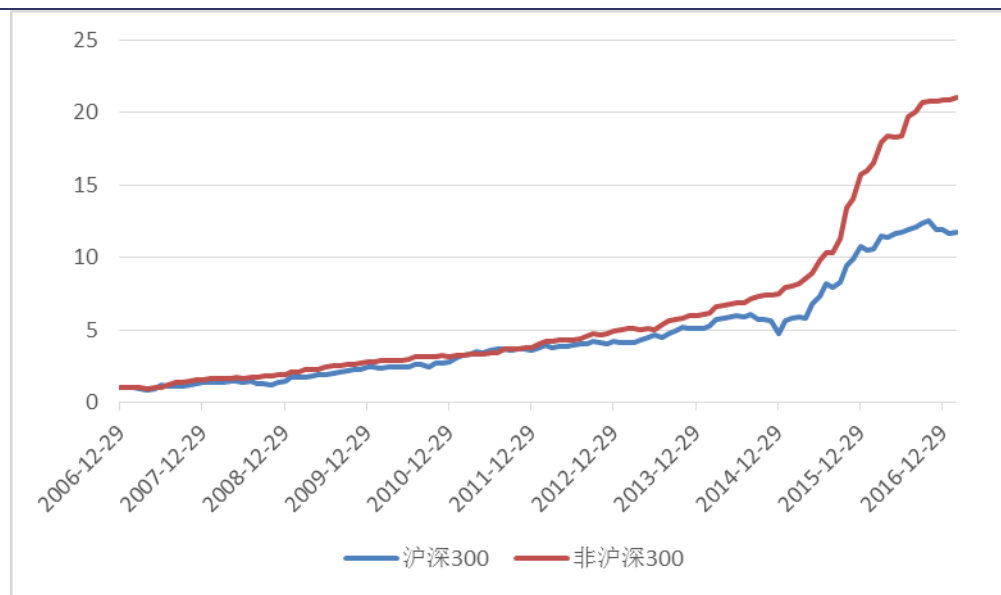
资料来源：兴业证券研究所

表 10、中性化之后的目标收益因子分位数组合统计数据（非沪深 300）

组合	总收益率	年化收益率	年化波动率	Sharpe 比率	平均换手率	最大回撤率	年化超额收益率	跟踪误差	信息比率
0	3303.03%	41.43%	42.42%	0.98	82.23%	65.01%	15.16%	9.22%	1.64
1	1968.88%	34.68%	39.57%	0.88	131.52%	63.90%	8.62%	6.52%	1.32
2	1602.12%	32.12%	39.19%	0.82	148.43%	69.34%	6.46%	5.51%	1.17
3	1091.58%	27.57%	38.30%	0.72	156.35%	68.87%	2.48%	5.16%	0.48
4	1249.29%	29.14%	37.97%	0.77	159.19%	65.82%	3.54%	5.17%	0.68
5	667.81%	22.18%	36.42%	0.61	159.85%	65.75%	-2.61%	4.49%	-0.58
6	600.60%	21.09%	37.74%	0.56	158.17%	68.02%	-3.05%	5.02%	-0.61
7	483.03%	18.92%	38.20%	0.50	152.08%	65.54%	-4.80%	6.61%	-0.73
8	273.12%	13.81%	37.94%	0.36	135.89%	69.71%	-9.04%	6.60%	-1.37
9	70.47%	5.38%	38.98%	0.14	85.19%	68.48%	-15.58%	7.83%	-1.99
L-S	2005.15%	34.91%	12.99%	2.69	--	10.18%	--	--	--

资料来源：兴业证券研究所

图 14、中性化之后的目标收益因子多空净值（沪深 300VS 非沪深 300）



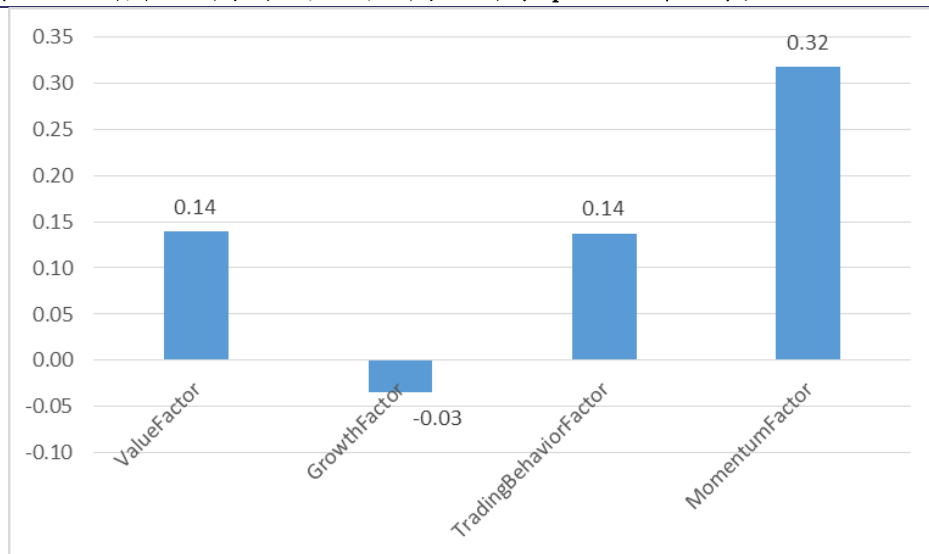
资料来源：兴业证券研究所

6、与大类风格因子相关性

通常我们对单个因子的研究，不仅会关注该因子是否具有出色的选股能力，还要考察其与目前已有的 Alpha 因子的相关性如何。既具有出色的选股能力又与现有的 Alpha 因子具有较低相关性的新因子才能给整个 Alpha 选股体系带来更进一步的丰富和提升。

从前文的分析可以看到，目标收益与情绪类因子内的其他因子之间的相关性较低，那么其与常见大类风格因子之间的相关性如何呢？我们挑选了**价值、成长、反转以及交易行为**等四大风格因子，图 15 给出了目标收益因子与四个大类风格因子之间的相关性。可以发现，目标收益因子与这四大风格因子之间的相关性均比较低，其与反转因子的相关性最高，相关系数也仅为 0.32。

图 15、目标收益因子与大类风格因子之间的 Spearman 相关系数



资料来源：兴业证券研究所

进一步我们进行了 Fama-MacBeth 回归分析，这里的回归我们均对因子进行了行业市值中性化处理，我们在回归的解释变量中逐步加入价值、成长、反转、交易行为这 4 大风格因子，结果如下表所示。在我们逐步加入各类风格因子之后，目标收益因子对股票收益的解释能力没有出现明显的减弱，表明目标收益因子相对于传统的几大类 Alpha 因子而言，的确带来了信息上的增量。

表 11、Fama-MacBeth 回归分析

Model	TargetReturn	Value	Growth	Momentum	TradingBehavior
1	0.0062 (6.51)				
2	0.0057 (6.48)	0.0033 (2.45)			
3	0.0063 (6.32)	0.0033 (2.45)	0.0069 (7.28)		
4	0.0048 (5.37)	0.0022 (1.87)	0.0075 (8.83)	0.0047 (4.07)	
5	0.0049 (5.46)	0.0020 (1.78)	0.0071 (8.33)	0.0011 (0.86)	0.0076 (10.34)

资料来源：兴业证券研究所

7、选股策略构建

在对目标收益因子进行中性化处理之后，我们考虑利用该因子构建多因子选股策略——**高潜在涨幅成长股策略**。

● 策略思想

通常在市场成交低迷、缺乏亮点的时候，个股的成长性往往更容易受到关注，但正是由于受到众多投资者的追捧，成长股当前的股价短期内往往已经透支了潜在的涨幅，导致其未来股价的涨幅有限。因此，我们考虑利用分析师一致预测目标收益因子从成长股中筛选出具有较大潜在上涨空间的个股，这就是**高潜在涨幅成长股策略**构建的核心思想。

● 组合构建

对股票成长性的刻画我们选取了多因子库中的**单季度营业收入同比增长率**、**单季度营业利润同比增长率**和**单季度净利润同比增长率**三个因子。首先，将三个因子进行等权合成，再对合成之后的因子进行行业中性化和市值中性化处理，得到最终的单季度成长因子，作为对股票短期成长性的刻画。组合构建的基本设定如下：

➤ 初始股票池

我们的备选股票池以全体 A 股为基础，剔除以下几类股票：

- 选股日当天为 ST 的股票；
- 选股日当天不交易的股票；

c. 所需选股因子有缺失的股票。

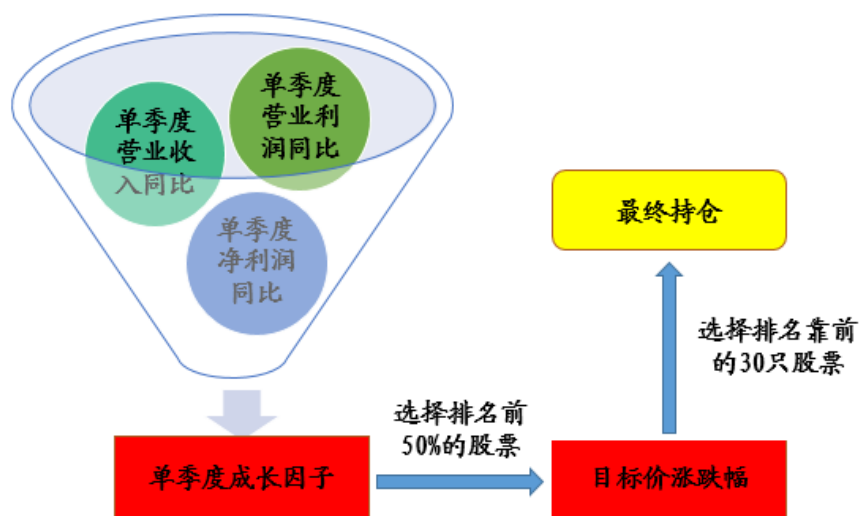
➤ 股票的筛选

我们在每一个月的最后一个交易日结束后进行组合的筛选和调整。首先将初始股票池中的所有股票按照单季度成长指标由高到低排序，选择排名前 50% 的股票，然后在上述股票中选择目标收益排名前 30 的个股形成一个等权的投资组合，具体流程如图 16 所示。

➤ 回测区间及成本

回测时段设定为 2007 年 1 月至 2017 年 2 月，单边交易成本为 0.3%。

图 16、高潜在涨幅成长股策略构建流程



资料来源：兴业证券研究所

● 组合表现

从表 12 给出的组合表现及与基准中证 500 指数的对比来看，组合的年化收益高达 36.28%，Sharpe 比率为 1.02，最大回撤为 64.64%；相对于中证 500 指数的年化超额收益为 20.28%，超额收益年化波动率为 11.69%，Sharpe 比率达 1.73，最大回撤为 7.15%。

表 12、组合表现及与基准对比

统计指标	策略	基准	相对表现
总收益率	2234.68%	273.72%	555.24%
年化收益率	36.28%	13.83%	20.28%
年化波动率	35.57%	37.41%	11.69%
Sharpe 比率	1.02	0.37	1.73
最大回撤率	64.64%	69.27%	7.15%
最大回撤开始日期	20071228	20070928	20071228
最大回撤结束日期	20081031	20081031	20080331
胜率	60.66%	60.66%	67.21%

资料来源：兴业证券研究所

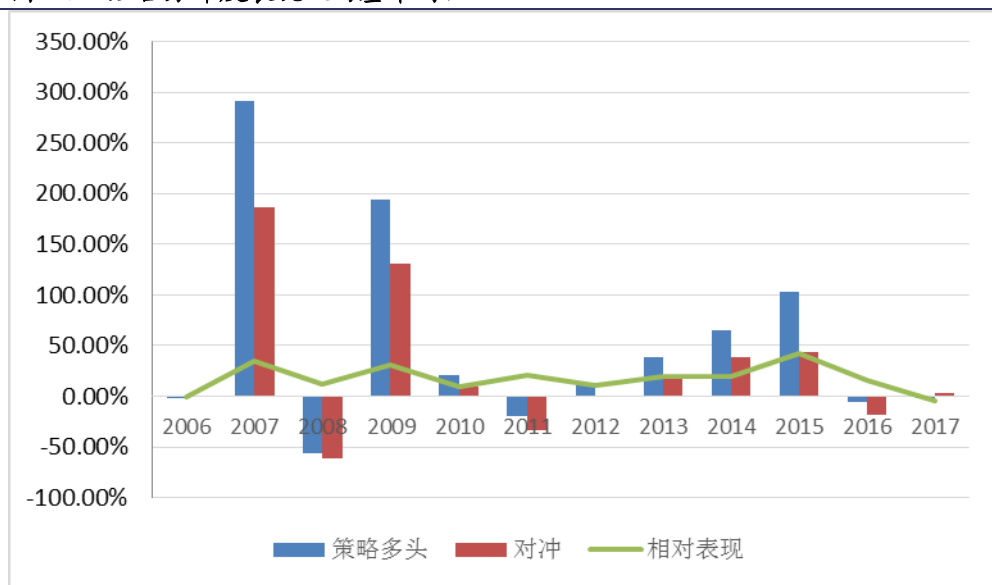
从表 13 和图 17 所示的组合分年度表现可以看到，组合相对于基准中证 500 指数的年胜率达 100%。今年截至 2 月 28 日，组合收益为-1.88%，基准指数为 2.99%。

表 13、组合分年度表现及与基准对比

年份	策略	基准	相对表现
2007	291.73%	186.63%	34.68%
2008	-56.17%	-60.80%	11.61%
2009	194.61%	131.27%	31.08%
2010	21.27%	10.07%	10.14%
2011	-19.48%	-33.83%	21.09%
2012	10.46%	0.28%	10.93%
2013	38.22%	16.89%	19.64%
2014	65.20%	39.01%	19.65%
2015	103.23%	43.12%	42.15%
2016	-5.75%	-17.78%	16.26%
2017	-1.88%	2.99%	-4.71%

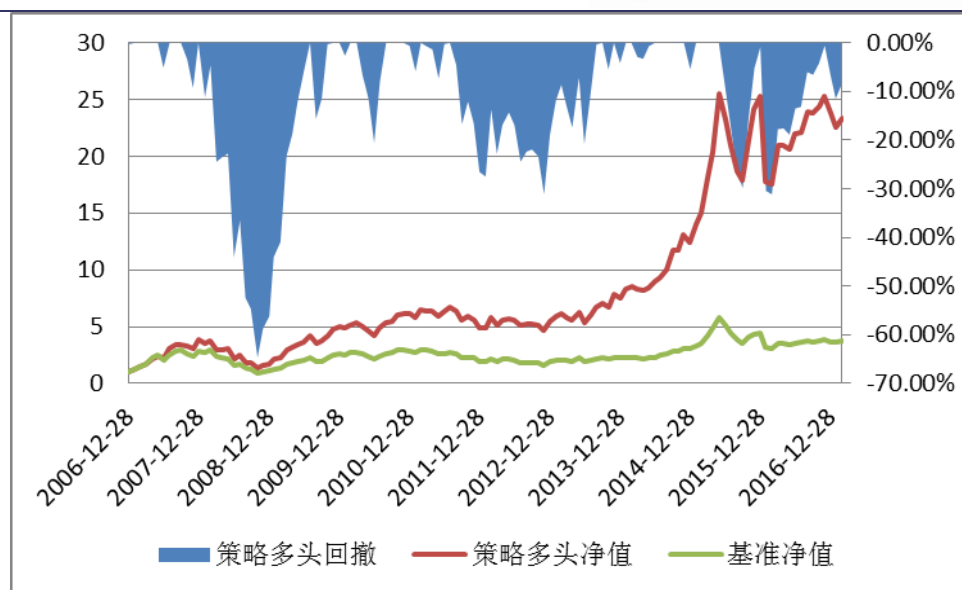
资料来源：兴业证券研究所

图 17、组合分年度表现及与基准对比



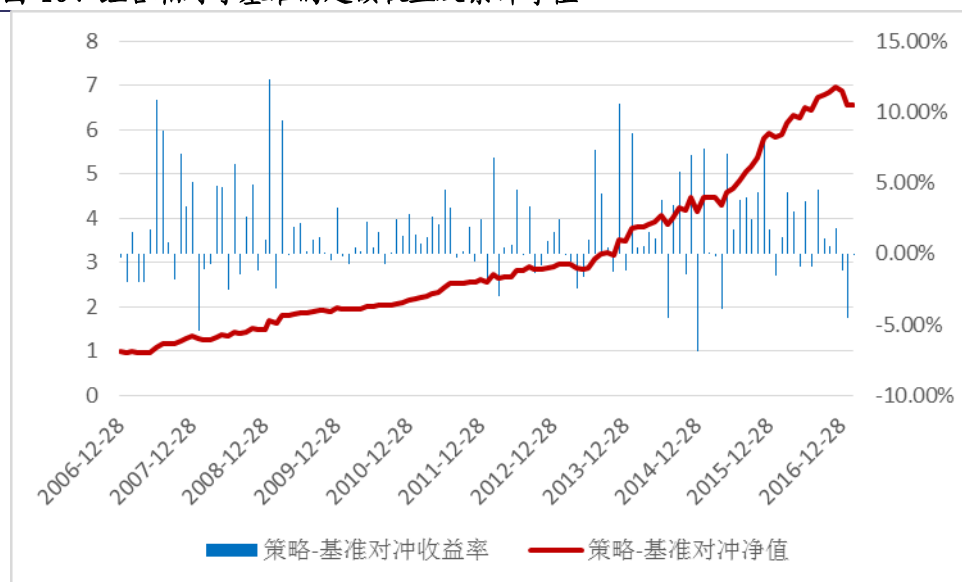
资料来源：兴业证券研究所

图 18、组合净值及与基准对比



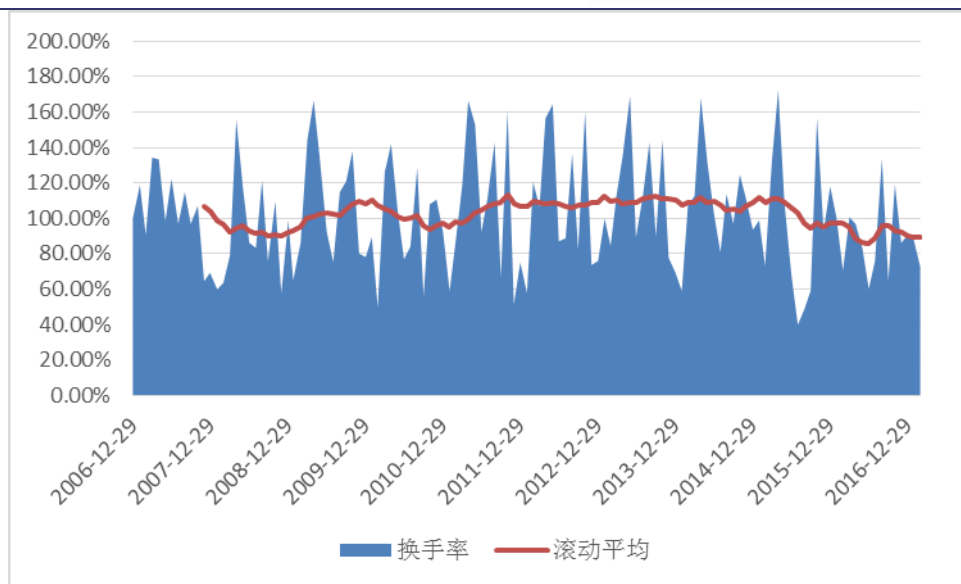
资料来源：兴业证券研究所

图 19、组合相对于基准的超额收益及累计净值



资料来源：兴业证券研究所

图 20、组合双边换手率及换手率滚动平均



8、总结

本文是我们对分析师预期类因子的进一步探索，与之前的研究不同，我们从分析师的一致预测目标价出发，构建了目标收益因子，发现目标收益因子具有较强的选股能力，而其与现有因子之间的低相关性也更加凸显出其价值。进一步地，我们基于目标收益因子构建了**高潜在涨幅成长股策略**，策略的年化收益高达36.28%，Sharpe比率为1.02，相对于中证500指数的年化超额收益为20.28%，Sharpe比率达1.73。

后续我们将继续对新 Alpha 因子的挖掘，以及通过这些 Alpha 因子构建表现出色且各具特色的选股策略来进一步丰富已有的策略库，也请大家继续关注我们的后续研究！

附录：组合 03 月最新持仓

附表：高潜在涨幅成长股组合 03 月持仓

代码	简称	中信行业	权重
600654.SH	中安消	电子元器件	3.33%
300238.SZ	冠昊生物	医药	3.33%
002494.SZ	华斯股份	纺织服装	3.33%
300184.SZ	力源信息	电子元器件	3.33%
000503.SZ	海虹控股	医药	3.33%
300456.SZ	耐威科技	机械	3.33%
002365.SZ	永安药业	医药	3.33%
600751.SH	天海投资	交通运输	3.33%
002590.SZ	万安科技	汽车	3.33%
300093.SZ	金刚玻璃	建材	3.33%
002303.SZ	美盈森	轻工制造	3.33%
600602.SH	云赛智联	电子元器件	3.33%
002426.SZ	胜利精密	机械	3.33%
600172.SH	黄河旋风	建材	3.33%
002299.SZ	圣农发展	农林牧渔	3.33%
600180.SH	瑞茂通	交通运输	3.33%
002329.SZ	皇氏集团	食品饮料	3.33%
600568.SH	中珠医疗	房地产	3.33%
000055.SZ	方大集团	建材	3.33%
002717.SZ	岭南园林	建筑	3.33%
300242.SZ	明家联合	传媒	3.33%
002675.SZ	东诚药业	医药	3.33%
002240.SZ	威华股份	有色金属	3.33%
000630.SZ	铜陵有色	有色金属	3.33%
600053.SH	九鼎投资	房地产	3.33%
300287.SZ	飞利信	计算机	3.33%
002593.SZ	日上集团	汽车	3.33%
600736.SH	苏州高新	房地产	3.33%
600094.SH	大名城	房地产	3.33%
000932.SZ	华菱钢铁	钢铁	3.33%

资料来源：兴业证券研究所

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恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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恒生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 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
			杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
			王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
			胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565451	yaodandan@xyzq.com.cn	罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197	zhushd@xyzq.com.cn
			刘晓洲	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyangjg@xyzq.com.cn
			吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
			王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱元戡	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
国际机构销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk	周国	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852) 3509-5900

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 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。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作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。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。