

## 策略报告

2012 年 12 月 05 日

## 工欲善其事，必先利其器——选股因子深度解析

- 随着 A 股市场衍生品的丰富以及做空工具的多样化，通过选股寻找 alpha 获取绝对收益的产品受到市场越来越多的关注。本篇报告将就我们在 alpha 策略研究中已经取得的成果、alpha 组合管理中因子的创新想法、以及当前能够创造 alpha 收益的热点事件与大家分享。
- 经过长时间的积累，我们通过多因子模型构建的绝对收益组合效果显著。以行业内增强 alpha 为例，我们在商贸行业中进行选股，策略自 2005 年以来相对商贸行业等权重指数获得 18.46% 的年化超额收益，2012 年以来超额收益 12.43%，延续历史上的稳定走势。在市场主流的八大指数中进行指数增强研究，中小盘指数中的效果尤其优异，以中证 500 指数为例，策略自 2008 年以来获得相对 500 指数 17.37% 的年化超额收益，2012 年以来取得了 14.59% 的超额收益。
- 收益是组合投资的终极目标，而风控是达成目标的必要基石。传统量化研究在构建策略时往往将重心放在收益上，但绝对收益策略更应重视回撤以及波动率。为了更好的进行组合风控，我们构建全面的选股因子分析体系，衡量因子在收益、回撤、波动率三个方面的不同贡献，根据投资者对组合的具体需求调整选股因子，从而使组合管理更加全面化。
- 不同风格股票中，选股因子贡献差异较大。以中小盘股票为例，ROE 增速、毛利率、6 个月反转这三个因子收益能力最强，最近一年贡献 10% 以上的超额收益。成长类因子相对盈利因子具有较大优势，不仅具有良好超额收益表现，其组合胜率以及个股胜率都较高，对于组合波动率也能有良好控制。风险层面上 1 个月高换手率指标对于规避短期回撤具有出色的指导意义。
- 通过多因子方法寻找 alpha 能够贡献规律性的绝对收益，而事件性策略则起到热点补充作用，带来阶段性的超额收益。近期我们推荐关注 12 月份的指数成分股调整机会。截止 2012 年 3 季报，指数基金的规模达到了 3335.82 亿元（剔除 ETF 联接基金投资于 ETF 的部分）。沪深 300、深证 100、上证 50 等沪深市场重点指数的规模更是分别高达 1501 亿、466 亿、和 352 亿元。由于指数基金调整的股票标的与调整时间都相当集中，12 月份会存在交易型机会。我们跟踪的 2011 年 12 月份、2012 年 6 月份调整机会分别都获得了近 20% 绝对收益。本次我们对沪深 300、深 100、上证 50 等规模较大的六只指数进行预测，推荐关注调入股票的阶段性上涨以及调出股票的短期下跌风险。

## 相关研究

因子有效性、稳定性 10 月分析——市场风格有差异，大盘重盈利小盘重成长  
2012.11.05

2012 年 12 月沪深重点指数样本股调整预测  
2012.11.05

金融工程高级分析师  
郑雅斌  
SAC 执业证书编号：  
S0850511040004  
电话：021-23219395  
Email: zhengyb@htsec.com

联系人  
张欣慰  
电话：021-23219370  
Email: zxw6607@htsec.com

## 目 录

1. Alpha策略成果展示 .....	1
1.1 行业内选股效果实证.....	1
1.2 指数增强选股实证 .....	1
2. 因子有效性度量以及模型反馈回路.....	2
2.1 大盘股因子有效性度量 .....	3
2.2 中小盘股因子有效性度量 .....	5
2.3 因子分析结果的反馈.....	6
3. 热点事件推荐 .....	7
4. 总结 .....	10

---

## 图 目 录

---

图 1 商业贸易行业选股实证 .....	1
图 2 中证 500 指数增强实证.....	2
图 3 沪深 300 因子有效性度量 .....	4
图 4 中证 500 因子有效性度量 .....	5

---

## 表 目 录

---

表 1 指标选择 .....	3
表 2 沪深 300 指数样本股调整预测（2012.12） .....	8
表 3 深证 100 指数样本股调整预测（2012.12） .....	8
表 4 上证 50 指数样本股调整预测（2012.12） .....	9
表 5 个股冲击测算 .....	9

2010 年，沪深 300 股指期货和融资融券业务开通，标志着 A 股市场有了真正的做空工具，绝对收益策略也有了一展身手的舞台，而量化研究则面临着更大的挑战：越来越多的人参与到市场 alpha 策略中分享这块有限的蛋糕，如何与交易对手博弈的过程中胜出，取得更具有吸引力的收益风险比，是我们在研究过程中不断思考与探索的问题。

在挖掘 alpha 收益这一领域，我们已积累了不少经验，也取得了一些良好成果。这不仅体现在对于因子选股、事件型选股等传统策略的跟踪分析上，同时我们也开发了市场首创且有效的新鲜因子：业绩弹性，通过股票产品价格弹性寻找市场上存在盲点的超额收益机会。并且我们坚持不断完善已有成果，构建全面的因子分析体系，从多维度核查选股因子的有效性与稳定性，从而保障我们在寻找 alpha 时能够具备市场前瞻性。

## 1. Alpha 策略成果展示

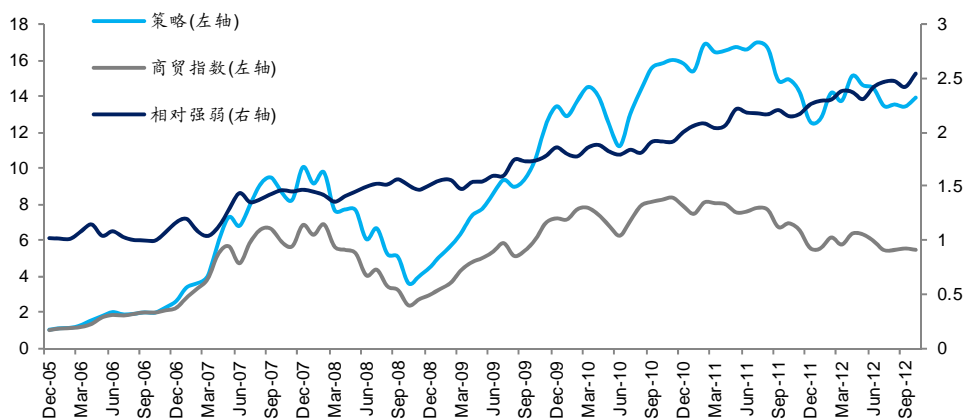
通过多因子模型寻找超额收益，我们在行业内 alpha 以及各类指数产品 alpha 上有着非常卓越的研究成果。2010 年发表的相关性多因子模型，通过对市场上大家普遍关注的选股因子进行量化筛选，过滤出真正有效的收益驱动因子后构建股票组合。对于有效因子我们不进行权重分配，采用简单等权重的方式处理因子之间的联动关系。分别在行业内、全市场、以及不同风格的指数产品上进行了增强实证，都取得了稳定效果。

### 1.1 行业内选股效果实证

不同行业的特征决定了股价对于驱动因子的敏感度有着较大差异，故而在进行选股时分行业考虑因子的有效性是必要的。我们在商业贸易、纺织服装、有色金属等样本股较多的行业中进行选股实证，图 1 中以商贸行业为例展示了自 2005 年以来的样本外增强效果。为了更好的展现选股的作用，不受到加权方式影响，我们采用等权重加权方法计算策略收益以及行业收益。

策略自 2005 年以来相对商贸行业等权重指数获得 18.46% 的年化超额收益，2012 年以来超额收益 12.43%，延续历史上的稳定走势。

图 1 商业贸易行业选股实证



资料来源：海通证券研究所

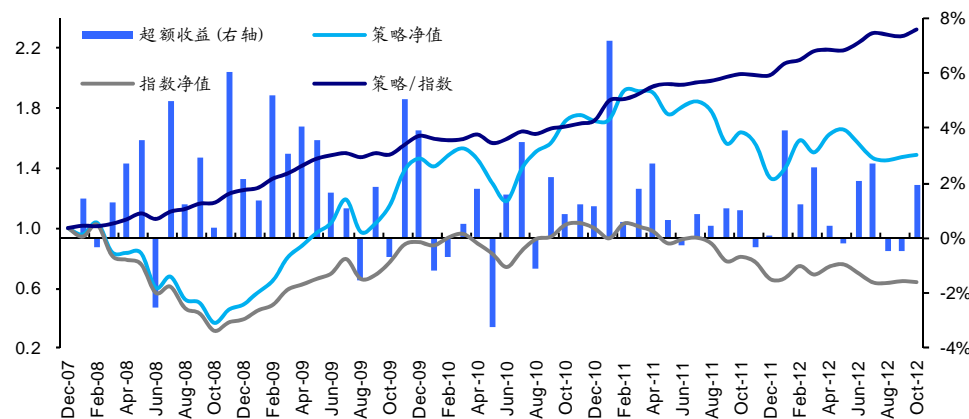
### 1.2 指数增强选股实证

除了行业内选股，我们也选择市场上主流的八个指数，如沪深 300、中证 500、上证 380 等进行指数成分股内选股以达到增强目的。图 2 以中证 500 为例展示自 2008 年

以来的样本外增强效果。指数增强策略的跟踪误差是策略表现的一个重要考量，我们采用行业间中性方法（即完全复制指数行业间权重）来降低跟踪误差。

中证 500 指数策略自 2008 年以来获得了 17.37% 的年化超额收益，2012 年以来（样本外）取得了 14.59% 的超额收益，月度胜率在 80% 左右。

图 2 中证 500 指数增强实证



资料来源：海通证券研究所

## 2. 因子有效性度量以及模型反馈回路

任何模型都不可能处于长期不败的地位，随着市场环境改变必然存在着需要修正的地方，这就需要就模型成功/失败的内在原因持续跟踪分析，根据分析结果及时给予模型反馈并进行完善，由此形成一个研究的闭环回路。我们所建立的 alpha 策略在跟踪的 2 年时间里一直保持着良好表现，而我们模型的基础假设是因子动量效应，认为历史上的股价驱动因子在未来短期内依然能够保持这种趋势。如果市场突变导致因子动量不再持续就可能使得策略结果出现回撤亏损，故而对因子有效性的持续跟踪以及深度剖析是我们在构建完整模型时至关重要的步骤。

收益是组合投资的终极目标，但绝对收益策略的回撤以及波动率更是考察策略时不可或缺的重要参考。传统因子研究更多的将重点放在因子的收益驱动能力，而忽视了因子的风控能力，我们在这方面进行了完善。我们分别选择了全市场，代表大盘风格的沪深 300 指数，代表中小盘风格的中证 500 指数，以及海通一级行业作为标的基准池。在每一个基准池中，选择每一种因子的极值股票（最高极值股票、最低极值股票）分别构建组合，从多重维度考察因子在选股时的有效性以及稳定性。

- **累计超额收益：**考察组合在最近一个月、以及最近一年相对于基准的累计超额收益。
- **相关性：**近一个月、最近一年、最近三年各因子与滞后一个月的股票收益相关性，我们以 5% 的显著性为阈值，仅展示通过显著性检验的因子数据。我们认为不显著的相关性结果，基本没有参考意义。该指标不仅反映因子的收益驱动能力，更多的与组合波动率和回撤相关。
- **因子个股稳定度：**最近一个月、最近一年每个因子极值组合中，个股相对基准收益的战胜概率。如最近一年，每个月 ROA 最高值的股票池中，股票战胜当月基准收益的比例。该指标是因子选股稳定度（即对于组合波动率、回撤的控制能力）的良好体现。

- **因子组合稳定度**：最近一年、最近三年投资因子极值组合战胜基准收益的概率。

以上几个维度进行综合，我们不仅能够看到历史上各个因子的长期选股表现也能看到短期内的变化，即有效性与稳定性相结合考察因子。

在因子的选择上，我们选用市场上普遍较为关注，且在各个行业中均适用的通用因子进行分析以方便大家比较。因子列表如下：

表 1 指标选择

盈利能力	1	ROA	偿债能力	11	资产负债率
	2	ROE	市值	12	流通市值
	3	毛利率		13	总市值
	4	净利润率		14	P
成长能力	5	Delta(ROA)	估值	15	PB
	6	Delta(ROE)		16	一个月收益率
	7	Delta(毛利率)		17	三个月收益率
	8	Delta(净利润率)	技术面	18	六个月收益率
	9	主营业务收入增长率		19	一个月平均换手
资产运营	10	总资产周转率		20	三个月平均换手

资料来源：海通证券研究所

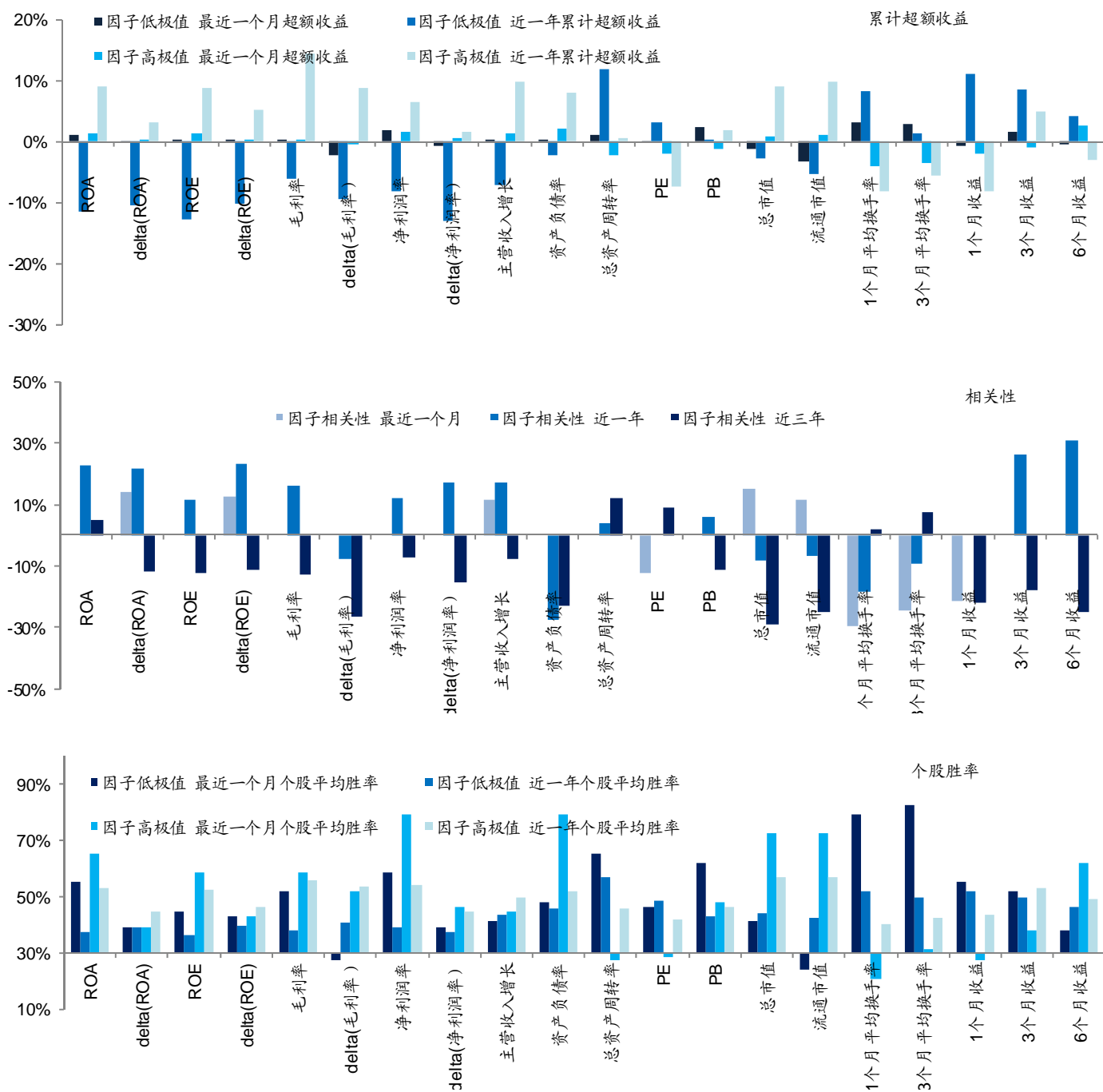
接下来我们以大小盘风格为例，展示这两种不同类型的股票池中选股因子有效性的差异。对于组合收益的加权方式，采用更能体现真实选股效果的平均加权方式；同样的，基准收益的计算方式也采用等权重加权。

## 2.1 大盘股因子有效性度量

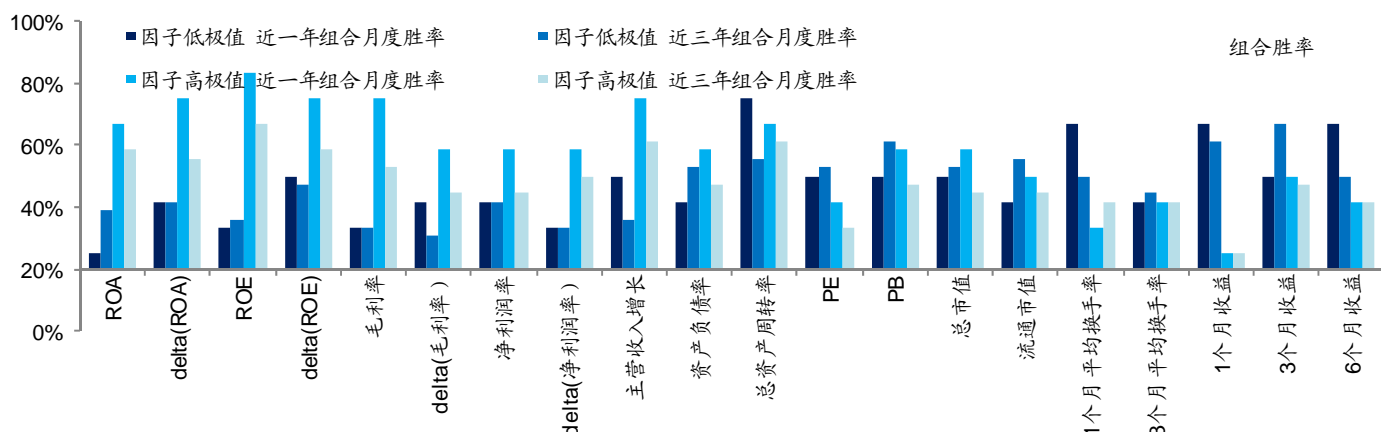
我们选择沪深 300 指数成分股代表市场上的大盘股。首先可以看到财务类因子在大盘股中呈现较好的单调性，无论是从超额收益、因子个股胜率以及组合胜率来看，盈利高/成长快的公司在股价上的表现都能够战胜盈利低/成长慢的公司；其二，盈利类指标表现明显优于成长类指标，从组合累计超额收益可以看到，高盈利组合累计超额收益基本都达 5% 以上，且总是高于成长快的组合，个股胜率以及组合胜率也有类似表现，这说明投资者更愿意给高盈利的大市值公司溢价，成长类指标并不是首要关注点，因为对于这类蓝筹公司其已经度过了初期的快速成长阶段，稳定的盈利保持能力能够更好地体现公司价值；其三，随着市场风格轮动，有效因子的动量效应可能发生改变，从因子相关性看到，财务因子在近一年以及最近一个月与股票收益都呈现正相关关系，而这种正向关系在近三年的相关性检验中不仅没有得到验证，反而扭转成负相关，这说明在之前的三年时间中财务类因子经历过选股作用的反转，这可能在未来成为回撤风险点。



图 3 沪深 300 因子有效性度量





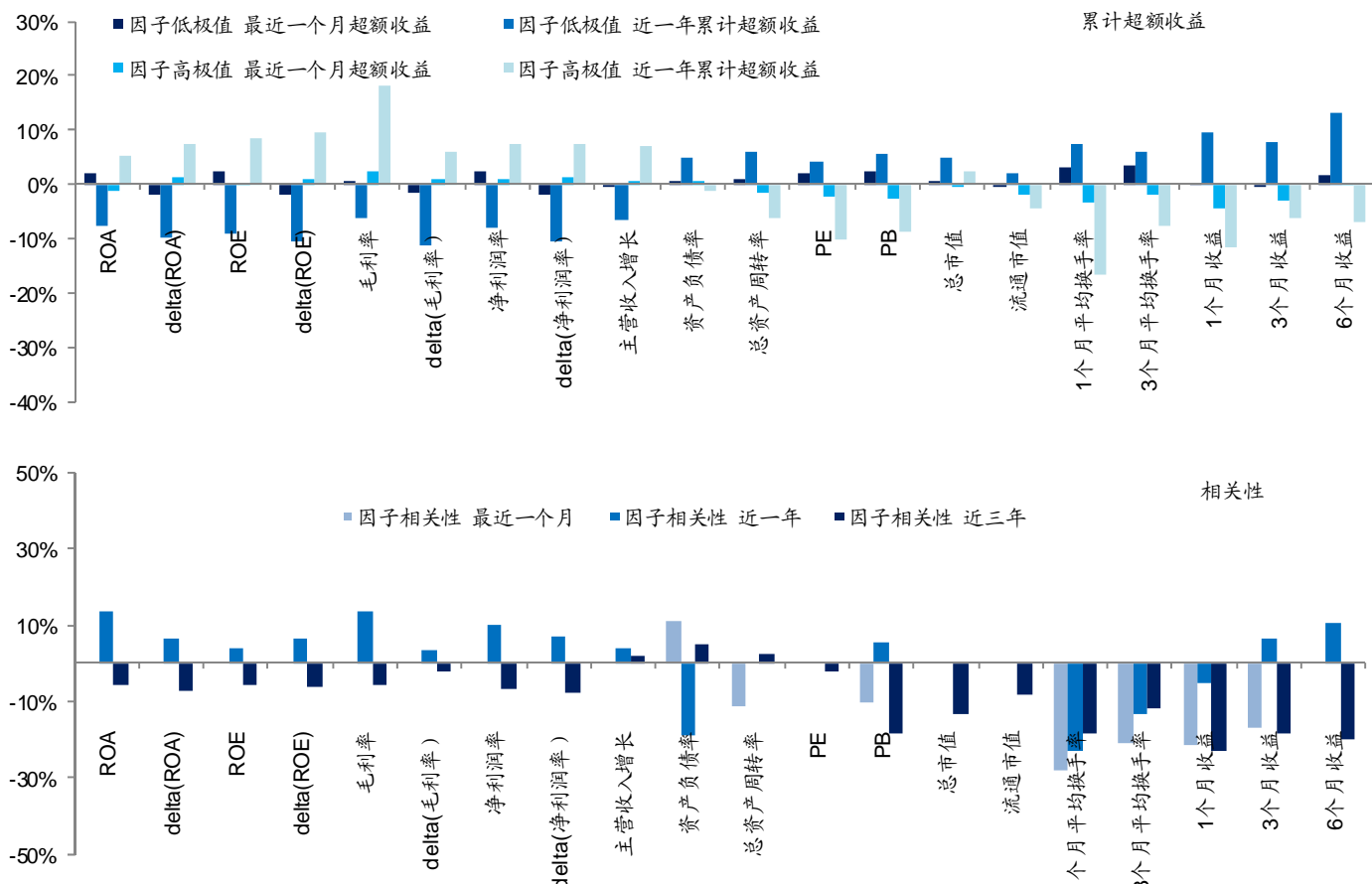


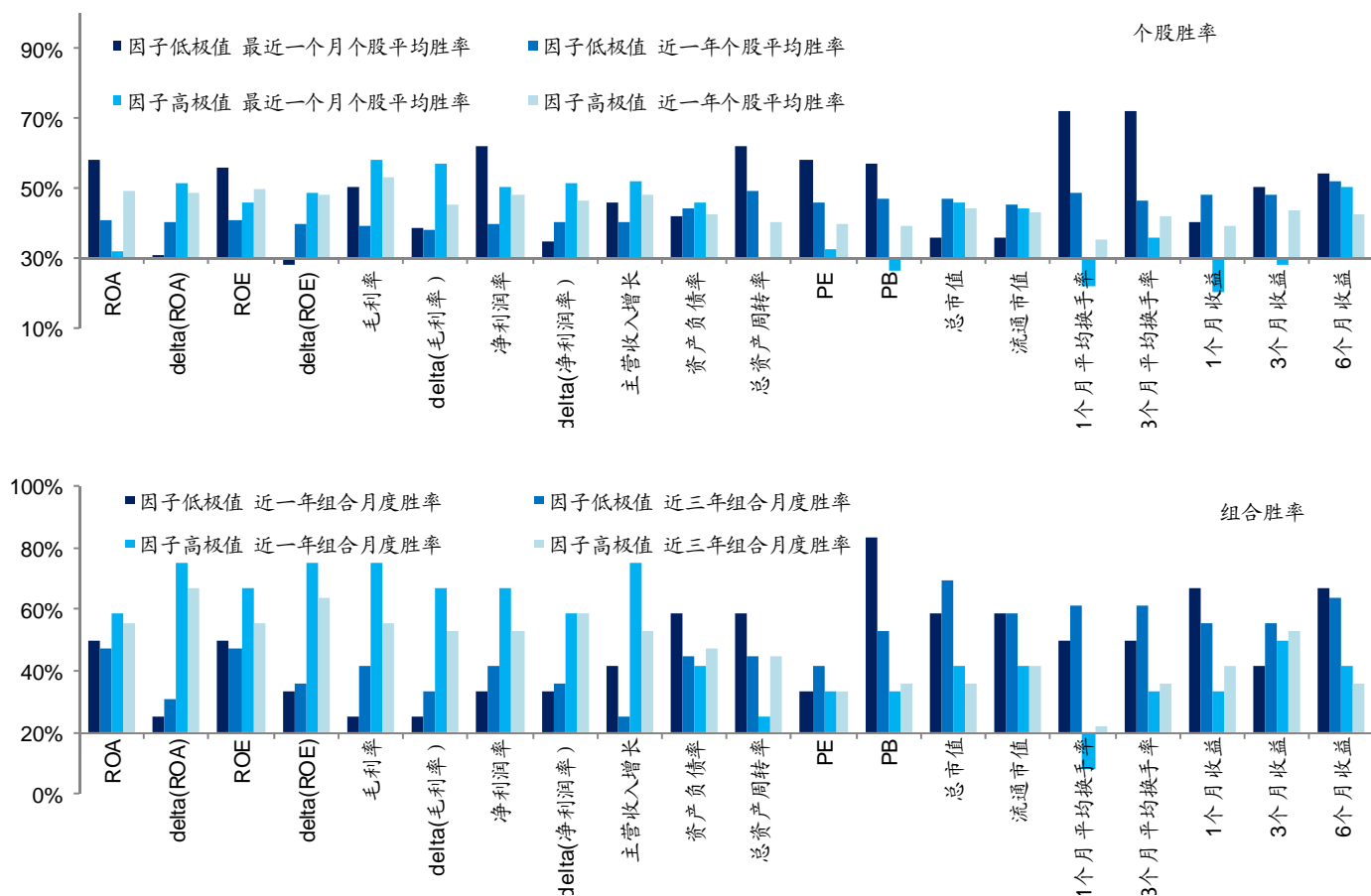
资料来源：海通证券研究所

## 2.2 中小盘股因子有效度量

我们选择中证 500 指数作为中小盘股票的代表。股票池中各类因子的表现都有可圈可点的地方。财务指标中，毛利率最为突出，超额收益显著领先于其他财务指标，个股胜率在 50% 左右，这个水平在个股胜率中位于前列。估值、技术类指标同样有效。技术类中低换手组合的最近一个月个股胜率遥遥领先高达 70%，说明市场近期对于前期不活跃的股票尤为青睐。各类因子的优劣势在后面章节进行详细分析。

图 4 中证 500 因子有效度量





资料来源：海通证券研究所

## 2.3 因子分析结果的反馈

在最初的多因子模型中，我们对因子加权方式进行过研究，最终发现等权重加权相对于其他优化方式在超额收益的幅度以及稳定度上有着更优异表现。但一个成功组合关注的不仅是收益，更重要的是稳定性、回撤、风险偏离等可能造成亏损的因素，因为对于绝对收益产品而言，低收益可以容忍，亏损却是致命伤。我们可以通过因子分析来促进组合管理的精细化。

一般而言，我们对一个策略的考核最看重三点：累计收益、波动率（夏普值、信息比）、最大回撤。这三点同时可以构成我们在挑选因子时的考核标准。在市场的主流研究中，往往最看重因子是否能够贡献超额收益，这当然是绝对收益产品的基石所在，一个不能贡献收益的因子必然不是好因子。但这些好因子中，优势则有所不同。通过上个环节的因子分析，我们可以对因子贡献进行绩效归因：哪些因子的超额收益贡献最大？哪些因子组合的稳定性最高，波动率最小？哪些因子组合在风险回撤上有着更卓越的表现？有了绩效归因后的因子分类，结合投资者的风险偏好，就可以在优选因子（即能够贡献收益的因子）中，决定因子权重如何配比。

以中证 500 的因子分析为例，

（1）收益角度：最充分反应收益贡献的就是因子极端组合的累积超额收益，ROE 的增速、毛利率、6 个月反转这三个因子最近一年都能够贡献 10% 以上的超额收益，可以在寻找高收益股票时适当加大因子权重。

(2) 回撤风险：一个月平均换手率这个因子的低极值组合超额收益虽然没有超过 10%，在小盘股中不是首选收益因子，但高极值组合的负向收益却异常突出，最近一年跑输指数 15%，因此在构建组合时，可以通过加大其权重来降低组合回撤；相关性的表现在一定程度上也与组合回撤相关：如果因子相关性表现极不稳定，随着市场改变或时间推移在正负关系之间轮动，这类因子如果权重过大则可能在因子反转时造成较大回撤风险，资产负债率、6 个月收益这两个因子的相关性就具有这种特征。这两个因子近一年与收益的相关性与三年相关性相反，资产负债率近一年与收益的相关性约-0.2，而三年相关性则为 0.05，相差较大，说明在不同市场中，投资者对于上市公司的杠杆水平青睐不同，最近一年宏观经济与股价走势都不乐观，投资者对于小盘公司的高负债较为担心，认为杠杆较低的公司安全边际较高，但这种喜好却不一定长期持续。

(3) 组合波动率：因子个股胜率以及组合胜率与组合波动率直接相关。成长类因子如 ROA 增速、ROE 增速以及主营收入增长等在组合胜率上都有较好表现，高因子极值组合的胜率最近一年都高达 70%以上。这主要是由于中小盘公司的成长性是公司看点。除了成长指标之外，毛利率的表现也可圈可点，因子最近一年、最近三年的个股胜率都在 50%以上，最近一年胜率高达 58%，这能够极好地保障组合波动率以及最大回撤。因为个股胜率高，即便有个别股票出现较大幅下跌，股票权重较小对组合也不会产生大的影响，依然能够确保组合收益的稳定性。我们分析毛利率表现优秀的原因，发现公司毛利率水平在财务指标中属于较为稳定的指标，毛利率较高的公司首先具有更高净利润的基础，其次这类公司可能存在一定技术壁垒，故而投资者乐于给予其一定溢价。在毛利率指标上取得突破的上市公司，其一方面代表着技术的提高（这对处于成长阶段的中小盘公司而言发生概率更高），另一方面是行业性机会（如成本价格降低、产成品价格上涨）产生的整体利好，这种时候往往能够形成市场热点从而造就超额收益机会。

通过对组合收益风险需求的具体分析，再紧密跟踪因子表现按照投资者的不同需求调整因子权重，反馈给模型进行动态微调，这就形成了一个模型初步构建、跟踪结果反馈、适用性调整的研究闭环回路。

### 3. 热点事件推荐

在报告的第一部分和第二部分，我们就规律性的因子超额收益机会进行了介绍。这种方法把握的重点在于股票基本面长期规律的积累，除此之外市场上会有一些阶段性事件机会能够为绝对收益组合带来额外惊喜。这方面我们分别就股东增持、业绩预告、股权激励等事件进行剖析与跟踪。12 月份我们可以将目光更多的投注在指数成分股调整这一事件上。

随着市场发展以及投资的理性化，指数基金份额经历着快速扩张，截至 2012 年 3 季报，指数基金的规模达到了 3335.82 亿元（剔除 ETF 联接基金投资于 ETF 的部分）。沪深 300、深证 100、上证 50 等沪深市场重点指数的规模更是分别高达 1501 亿、466 亿、和 352 亿元。由于指数基金的调仓标的以及调仓时间都相对集中，且调仓资金规模大，每年 6 月以及 12 月的指数成分股调整就产生了一些股票交易型机会。我们在 2011 年 12 月、2012 年 6 月分别针对冲击较大的调入调出样本股构建多空策略，单月的费后收益均接近 20%（参见前期相关报告）。今年我们对市场上规模最大以及最主流的六大指数调整名单进行了预测，分别是沪深 300、中证 100、上证 180、上证 50、深 100、深成指。这里我们罗列规模最大的三只指数的预测变动成分股。投资者可以关注 12 月份调入股票的阶段上涨机会以及调出股票的短期下跌风险。

#### ● 沪深 300 调整成分股预测

沪深 300 指数选择经营状况良好、无违法违规事件、财务报告无重大问题、股票价格无明显异常波动或市场操纵的公司为样本股。根据股票在最近一年的日均成交金额和日均总市值进行排序、通过缓冲设置、剔除重大亏损（长期停牌）的股票等步骤得出最

新一期的股票，每次调整数量不超过成分股数量的 10%。

表 2 沪深 300 指数样本股调整预测 (2012.12)

预测调入					预测调出				
股票代码	股票名称	日均市值	日均成交	交易天数	股票代码	股票名称	日均市值	日均成交	交易天数
000027	深圳能源	168.54 亿	0.37 亿	207	000021	长城开发	75.10 亿	0.39 亿	241
000596	古井贡酒	166.09 亿	0.54 亿	243	000061	农产品	87.12 亿	0.74 亿	221
000750	国海证券	149.83 亿	3.58 亿	237	000680	山推股份	69.87 亿	1.22 亿	243
000883	湖北能源	140.44 亿	0.47 亿	239	000968	煤气化	82.55 亿	1.02 亿	243
000970	中科三环	160.40 亿	6.20 亿	243	002122	天马股份	82.60 亿	0.39 亿	242
002051	中工国际	149.80 亿	0.37 亿	176	600037	歌华有线	85.62 亿	0.65 亿	243
002236	大华股份	165.34 亿	0.75 亿	236	600183	生益科技	79.35 亿	0.43 亿	243
002673	西部证券	182.49 亿	3.91 亿	120	600307	酒钢宏兴	155.45 亿	0.24 亿	237
300070	碧水源	155.82 亿	0.89 亿	242	600320	振华重工	126.29 亿	0.32 亿	243
600027	华电国际	192.77 亿	0.46 亿	241	600331	宏达股份	86.80 亿	0.98 亿	233
600098	广州发展	155.50 亿	0.37 亿	242	600418	江淮汽车	75.91 亿	0.84 亿	239
600340	华夏幸福	139.92 亿	1.36 亿	233	600595	中孚实业	93.97 亿	0.34 亿	238
600582	天地科技	161.65 亿	0.53 亿	242	600804	鹏博士	86.61 亿	1.03 亿	234
600637	百视通	160.60 亿	1.68 亿	242	600812	华北制药	70.95 亿	0.57 亿	241
600886	国投电力	146.76 亿	0.42 亿	237	601268	二重重装	114.51 亿	0.30 亿	240
601238	广汽集团	297.89 亿	0.58 亿	139	601566	九牧王	136.20 亿	0.33 亿	240
601800	中国交建	585.95 亿	1.67 亿	154	601991	大唐发电	501.65 亿	0.32 亿	242

资料来源：海通证券研究所

### ● 深 100 调整成分股预测

深证 100 指数以深证 A 股为样本股。根据股票在最近 6 个月的日均成交金额、日均流通市值占全样本的比重并按 1:2 加权平均并排序，接着剔除 ST、\*ST、暂停上市、重大亏损和长期停牌的股票，通过缓冲设置得出最新一期的股票，每次调整数量不超过成分股数量的 10%。

表 3 深证 100 指数样本股调整预测 (2012.12)

预测调入					预测调出				
股票代码	股票名称	日均市值	日均流通	日均成交	股票代码	股票名称	日均市值	日均流通	日均成交
000522	白云山 A	95.88 亿	95.88 亿	4.51 亿	000021	长城开发	69.95 亿	69.88 亿	0.17 亿
000750	国海证券	191.80 亿	42.30 亿	4.43 亿	000031	中粮地产	76.27 亿	76.26 亿	0.29 亿
000799	酒鬼酒	158.54 亿	100.32 亿	3.86 亿	000612	焦作万方	54.65 亿	54.64 亿	0.28 亿
000998	隆平高科	79.88 亿	79.88 亿	1.89 亿	000652	泰达股份	56.31 亿	55.85 亿	0.21 亿
002038	双鹭药业	125.98 亿	103.29 亿	0.77 亿	000680	山推股份	63.03 亿	52.77 亿	0.97 亿
002051	中工国际	160.23 亿	134.58 亿	0.42 亿	002006	精功科技	48.13 亿	44.08 亿	0.95 亿
002236	大华股份	197.84 亿	106.58 亿	0.93 亿	002056	横店东磁	64.36 亿	64.36 亿	0.62 亿
002237	恒邦股份	88.91 亿	69.39 亿	2.13 亿	002122	天马股份	75.61 亿	67.30 亿	0.28 亿
002415	海康威视	538.25 亿	142.90 亿	0.92 亿	002233	塔牌集团	78.67 亿	39.89 亿	0.98 亿
002422	科伦药业	224.43 亿	104.25 亿	0.65 亿	002292	奥飞动漫	84.75 亿	35.75 亿	0.79 亿

资料来源：海通证券研究所

### ● 上证 50 调整成分股预测

上证 50 指数以上证 180 指数成分股为样本空间，按照过去一年的日均总市值和日

均成交金额排序确定，所以上证 50 指数的预测准确率很大程度上取决于上证 180 指数的预测准确率。按照日均总市值和日均成交金额排序后的股票通过缓冲设置得出最新一期的股票，每次调整数量不超过成分股数量的 10%。

表 4 上证 50 指数样本股调整预测 (2012.12)

预测调入					预测调出				
股票代码	股票名称	日均市值	日均成交	交易天数	股票代码	股票名称	日均市值	日均成交	交易天数
600123	兰花科创	236.56 亿	3.45 亿	240	600068	葛洲坝	246.58 亿	1.47 亿	242
600549	厦门钨业	272.36 亿	3.72 亿	241	600900	长江电力	1080.86 亿	0.96 亿	242
601336	新华保险	619.94 亿	1.65 亿	206	601118	海南橡胶	276.49 亿	1.30 亿	241
601688	华泰证券	531.69 亿	1.85 亿	243	601600	中国铝业	633.07 亿	0.88 亿	242
601800	中国交建	585.95 亿	1.67 亿	154	601958	金钼股份	420.60 亿	1.20 亿	243

资料来源：海通证券研究所

### ● 推荐关注个股

在以往的经验中，我们发现并非所有调入股票都存在超额收益，这与股票即将发生的调入金额以及历史成交情况相关：只有当调入金额对股票产生较大冲击，其在股价上才会有一定突出表现。由于沪深 300 指数规模最大，相应造成的股价冲击也最值得关注，我们根据调整名单以及股票最新成交情况，给出个股测算结果。

表 5 中我们根据沪深 300 指数基金规模以及个股权重，测算所有发生调整股票可能发生的调仓金额，并根据其最近成交量，计算对个股产生的冲击。表中的冲击数据代表调仓金额/近日期日均成交金额，即市场需要几天消化指数基金的调整。在做多名单中，冲击越大代表后期可能的上涨空间越大，做空名单中，冲击越大代表后期可能的下跌风险越大。

表 5 个股冲击测算

正向冲击				负向冲击			
股票代码	股票名称	调仓金额(亿元)	冲击	股票代码	股票名称	调仓金额(亿元)	冲击
002051	中工国际	2.00	6.90	601991	大唐发电	3.75	19.97
600098	广州发展	1.12	5.50	600320	振华重工	1.66	9.09
000027	深圳能源	1.35	5.14	000021	长城开发	0.89	8.70
300070	碧水源	2.92	5.06	600595	中孚实业	1.11	8.25
002236	大华股份	3.47	4.81	002122	天马股份	0.99	6.35
600027	华电国际	1.98	4.17	600307	酒钢宏兴	0.76	6.18
600886	国投电力	2.14	3.92	600183	生益科技	1.08	5.94
600637	百视通	2.49	2.97	600804	鹏博士	2.31	5.15
600582	天地科技	1.43	2.65	600331	宏达股份	1.61	4.58
600340	华夏幸福	2.38	2.59	600037	歌华有线	1.27	4.37
601800	中国交建	1.54	2.02	000061	农产品	1.60	3.82
000596	古井贡酒	1.10	1.42	000680	山推股份	1.14	2.91
000970	中科三环	3.51	1.30	600812	华北制药	1.32	2.82
601238	广汽集团	0.33	0.85	601268	二重重装	0.50	2.81
000883	湖北能源	0.42	0.70	601566	九牧王	0.82	2.66
000750	国海证券	1.45	0.66	600418	江淮汽车	1.42	2.31
002673	西部证券	0.99	0.34	000968	煤气化	0.89	2.28

资料来源：海通证券研究所



## 4. 总结

随着 A 股市场衍生品的丰富以及做空工具的多样化，通过选股寻找 alpha 并进行做空锁定绝对收益的产品受到市场越来越多的关注。在过去几年的积累中，我们通过多因子动态选股模型已经取得了不少有关超额收益的成果，以行业内增强 alpha 为例，我们在商贸行业中进行选股，策略自 2005 年以来相对商贸行业等权重指数获得 18.46% 的年化超额收益，2012 年以来超额收益 12.43%，延续了历史上的稳定走势。我们在市场主流的八大指数中也进行指数增强研究，中小盘指数中的效果尤其优异，以中证 500 指数为例，策略自 2008 年以来获得了相对 500 指数 17.37% 的年化超额收益，2012 年以来取得了 14.59% 的超额收益。

为了进一步巩固我们已有的研究成果，并紧密跟踪市场环境变化从而动态调整模型，我们构建了全面的因子分析体系，从各种因子在不同风格、行业中的超额收益表现、相关性走势、因子极值组合中个股战胜基准的概率以及因子极值组合收益战胜基准概率这几个层面，分析因子选股的有效性和稳定性。由此我们也可以根据投资者对于组合风险以及收益的不同需求，结合因子在收益、回撤、波动率三个方面的优势，进行因子权重调整，从而使组合管理更具有针对性。

对代表市场大盘风格的沪深 300、代表中小盘风格的中证 500 指数成分股进行因子分析，结果差异较大。大盘股中财务因子对超额收益的贡献突出，盈利类指标的表现明显优于成长类指标，源于大市值蓝筹公司的看点更多的在于盈利稳定。中小盘股票中，各类因子对于组合收益都有不同程度的贡献，ROE 增速、毛利率、6 个月反转这三个因子最近一年能够贡献 10% 以上的超额收益。成长类因子在中小市值公司中是财务指标关注的重心，不仅表现在对超额收益的贡献上，其对组合波动率也能有较好控制。风险层面上 1 个月高换手率指标对于规避回撤具有极好表现。

通过多因子方法寻找 alpha 能够贡献规律性的绝对收益，而事件性策略则能够起到热点补充作用，带来一些阶段性的超额收益。近期我们推荐关注 12 月份的指数成分股调整机会。截止 2012 年 3 季报，指数基金的规模达到了 3335.82 亿元（剔除 ETF 联接基金投资于 ETF 的部分）。沪深 300、深证 100、上证 50 等沪深市场重点指数的规模更是分别高达 1501 亿、466 亿、和 352 亿元。由于指数基金调整的股票以及调整时间都相对集中，在 12 月份会存在交易型机会。我们跟踪的 2011 年 12 月份、2012 年 6 月份调整机会分别都获得了近 20% 绝对收益。本次我们对沪深 300、深 100、上证 50 等规模较大的六只指数进行预测，推荐关注调入股票的阶段性上涨以及调出股票的短期下跌风险。

## 信息披露

### 分析师声明

郑雅斌：金融工程

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。



## 海通证券股份有限公司研究所

李迅雷 副总裁/首席经济学家/所长  
(021) 23219300  
lxl@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586  
gaodd@htsec.com

路 颖 副所长  
(021)23219403  
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理  
(021)23219422  
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队  
陈 勇 (021)23219800  
曹 阳 (021)23219981  
高 远 (021)23219669  
李 宁 (021)23219431

cy8296@htsec.com  
cy8666@htsec.com  
gaoy@htsec.com  
lin@htsec.com

策略研究团队  
荀玉根 (021)23219658  
陈瑞明 (021)23219197  
吴一萍 (021)23219387  
汤 慧 (021)23219733

联系人  
王 旭 (021)23219396  
李 珂 (021)23219821

xyg6052@htsec.com  
chenrm@htsec.com  
wuyiping@htsec.com  
tangh@htsec.com

wx5937@htsec.com  
lk6604@htsec.com

金融产品研究团队  
娄 静 (021)23219450  
单开佳 (021)23219448  
倪韵婷 (021)23219419  
罗 震 (021)23219326  
唐洋运 (021)23219004  
王广国 (021)23219819  
孙志远 (021)23219443  
陈 亮 (021)23219914  
陈 瑶 (021)23219645  
伍彦妮 (021)23219774  
联系人  
桑柳玉 (021)23219686  
曾逸名 (021)23219773  
陈韵婷 (021)23219444

loujing@htsec.com  
shankj@htsec.com  
niyt@htsec.com  
luozh@htsec.com  
tangyy@htsec.com  
[wgg6669@htsec.com](mailto:wgg6669@htsec.com)  
szy7856@htsec.com  
cl7884@htsec.com  
[chenyao@htsec.com](mailto:chenyao@htsec.com)  
wyn6254@htsec.com  
sly6635@htsec.com  
zym6586@htsec.com  
cyc6613@htsec.com

金融工程研究团队  
吴先兴 (021)23219449  
丁鲁明 (021)23219068  
郑雅斌 (021)23219395  
冯佳睿 (021)23219732  
朱剑涛 (021)23219745  
联系人  
张欣慰 (021)23219370  
周雨丹 (021)23219760  
杨 勇 (021)23219945

wuxx@htsec.com  
dinglm@htsec.com  
zhengyb@htsec.com  
fengjr@htsec.com  
zhuji@htsec.com

zxw6607@htsec.com  
zyh6106@htsec.com  
yy8314@htsec.com

固定收益研究团队  
姜金香 (021)23219445  
徐莹莹 (021)23219885

[jiangx@htsec.com](mailto:jiangx@htsec.com)  
xyy7285@htsec.com

政策研究团队  
李明亮 (021)23219434  
陈久红 (021)23219393  
陈峥嵘 (021)23219433  
联系人  
倪玉娟 (021)23219820  
朱 蕾 (021)23219946

lml@htsec.com  
chenjiuhong@htsec.com  
zrchen@htsec.com  
nyj6638@htsec.com  
zl8316@htsec.com

计算机行业  
陈美凤 (021)23219409  
蒋 科 (021)23219474  
联系人  
安永平 (021)23219950

[chenmf@htsec.com](mailto:chenmf@htsec.com)  
[jiangk@htsec.com](mailto:jiangk@htsec.com)  
ayp8320@htsec.com

煤炭行业  
朱洪波 (021)23219438  
刘惠莹 (021)23219441

zhb6065@htsec.com  
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业  
路 颖 (021)23219403  
潘 鹤 (021)23219423  
汪立亭 (021)23219399  
联系人  
李宏科 (021)23219671

luying@htsec.com  
panh@htsec.com  
wanglt@htsec.com  
lhk6064@htsec.com

建筑工程行业  
赵 健 (021)23219472  
联系人  
张显宁 (021)23219813

zhaoj@htsec.com  
zxn6700@htsec.com

石油化工行业  
邓 勇 (021)23219404  
联系人  
王晓林 (021)23219812

dengyong@htsec.com  
wxl6666@htsec.com

机械行业  
龙 华 (021)23219411  
何继红 (021)23219674  
联系人  
熊哲颖 (021)23219407  
胡宇飞 (021)23219810  
黄 威 (021)23219963

longh@htsec.com  
hejh@htsec.com  
xzy5559@htsec.com  
hyf6699@htsec.com  
hw8478@htsec.com

农林牧渔行业  
丁 频 (021)23219405  
夏 木 (021) 23219748

[dingpin@htsec.com](mailto:dingpin@htsec.com)  
xiam@htsec.com

纺织服装行业  
联系人  
杨艺娟 (021)23219811

yyj7006@htsec.com

非银行金融行业  
丁文韬 (021)23219944  
联系人  
黄 娟 (021)23219638  
吴绪越 (021)23219947

dwt8223@htsec.com  
hm6139@htsec.com  
wxy8318@htsec.com

电子元器件行业  
邱春城 (021)23219413  
张孝达 (021)23219697  
联系人  
郑震湘 (021)23219816

qiucc@htsec.com  
zhangxd@htsec.com  
zzx6787@htsec.com

互联网及传媒行业  
刘佳宁 (0755)82764281  
白 洋 (021)23219646  
联系人  
薛婷婷 (021)23219775

ljin8634@htsec.com  
baiyang@htsec.com  
xtt6218@htsec.com

交通运输行业  
钮宇鸣 (021)23219420  
钱列飞 (021)23219104  
虞 楠 (021)23219382  
联系人  
李 晨 (021)23219817

ymniu@htsec.com  
qianlf@htsec.com  
yun@htsec.com  
lc6668@htsec.com

汽车行业  
赵晨曦 (021)23219473  
冯梓钦 (021)23219402  
联系人  
陈鹏辉 (021)23219814

zhaocx@htsec.com  
fengzq@htsec.com  
cph6819@htsec.com

食品饮料行业  
赵 勇 (0755)82775282  
联系人  
马浩博 (021)23219822

zhaoyong@htsec.com  
mhb6614@htsec.com

钢铁行业  
刘彦奇 (021)23219391  
联系人  
任玲燕 (021)23219406

liuyq@htsec.com  
rly6568@htsec.com

医药行业  
刘 宇 (021)23219608  
联系人  
刘 杰 (021)23219269  
冯皓琪 (021)23219709  
郑 琴 (021)23219808

liuy4986@htsec.com  
liuj5068@htsec.com  
fhq5945@htsec.com  
zq6670@htsec.com

有色金属行业  
施 毅 (021)23219480  
刘 博 (021)23219401  
联系人  
钟 奇 (021)23219962

sy8486@htsec.com  
liub5226@htsec.com  
zq8487@htsec.com

基础化工行业  
曹小飞 (021)23219267  
联系人  
张 瑞 (021)23219634  
朱 睿 (021)23219957

caoxf@htsec.com  
zr6056@htsec.com  
zr8353@htsec.com

<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 孔维娜(021)23219223	chenzy@htsec.com kongwn@htsec.com	<b>建筑建材行业</b> 联系人 张光鑫(021)23219818	zgx7065@htsec.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 张 浩(021)23219383 牛 品(021)23219390 房 青(021)23219692 联系人 徐柏乔(021)23219171	zhangh@htsec.com np6307@htsec.com <a href="mailto:fangq@htsec.com">fangq@htsec.com</a> x bq6583@htsec.com
<b>公用事业</b> 陆凤鸣(021)23219415 联系人 汤砚卿(021)23219768	lufm@htsec.com tyq6066@htsec.com	<b>银行业</b> 戴志锋 (0755)23617160 刘 瑞 (021)23219635	dzf8134@htsec.com lr6185@htsec.com	<b>社会服务业</b> 林周勇(021)23219389	lzy6050@htsec.com
<b>房地产业</b> 涂力磊(021)23219747 谢 盐(021)23219436 联系人 贾亚童(021)23219421	tll5535@htsec.com xiey@htsec.com jiyat@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 徐 琳 (021)23219767	xl6048@htsec.com	<b>通信行业</b> 联系人 侯云哲(021)23219815 宋 伟(021)23219949	hyz6671@htsec.com s w8317@htsec.com

## 海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理  
(021)63609993  
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理  
(021)23219381  
hzh@htsec.com

<b>深广地区销售团队</b> 蔡铁清 (0755)82775962 刘晶晶 (0755)83255933 辜丽娟 (0755)83253022 高艳娟 (0755)83254133 伏财勇 (0755)23607963 邓 欣 (0755)23607962	ctq5979@htsec.com liujj4900@htsec.com gulj@htsec.com gyl6435@htsec.com fcy7498@htsec.com dx7453@htsec.com	<b>上海地区销售团队</b> 高 溱 (021)23219386 孙 俊 (021)23219902 姜 洋 (021)23219442 李唯佳 (021)23219384 胡雪梅 (021)23219385 黄 毓 (021)23219410 张 亮 (021)23219397 朱 健 (021)23219592 王丛丛 (021)23219454 卢 倩 (021)23219373	gaoqin@htsec.com sunj@htsec.com jy7911@htsec.com jiwj@htsec.com huxm@htsec.com huangyu@htsec.com zl7842@htsec.com zhuj@htsec.com <a href="mailto:wcc6132@htsec.com">wcc6132@htsec.com</a> lq7843@htsec.com	<b>北京地区销售团队</b> 赵 春 (010)58067977 郭文君 (010)58067996 隋 巍 (010)58067944 张广宇 (010)58067931 王秦豫 (010)58067930 江 虹 (010)58067988 张 楠 (010)58067935	<a href="mailto:zc8614@htsec.com">zc8614@htsec.com</a> gwj8014@htsec.com sw7437@htsec.com zgy5863@htsec.com wqy6308@htsec.com jh8662@htsec.com zn7461@htsec.com
---	--	---	---	--	---

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼  
电话：(021)23219000  
传真：(021)23219392  
网址：www.htsec.com