

## 证券研究报告

# 夏普比率最高100牛股特征分析

国信证券经济研究所 金融工程部

证券分析师：戴军

电话：0755-82133129 E-MAIL: [daijun@guosen.com.cn](mailto:daijun@guosen.com.cn)

证券投资咨询职业资格证书编码：S0980510120064

证券分析师：林晓明

电话：0755-82136165 E-MAIL: [linxiaom@guosen.com.cn](mailto:linxiaom@guosen.com.cn)

证券投资咨询职业资格证书编码：S0980512020001

联系人：陈志岗

电话：0755-82136165 E-MAIL: [chenzgang@guosen.com.cn](mailto:chenzgang@guosen.com.cn)



国信证券经济研究所

Guosen Securities Economic Research Institute

2012年8月29日

# 研究意义

- 因子  $\longrightarrow$  牛股
- 牛股  $\longrightarrow$  因子
- 从因子选牛股与从牛股看因子是一个硬币的两面，市场上往往对从因子选牛股讨论得比较多，这只看到了硬币的一面，本文从牛股去看因子，去看看硬币的另一面。

## ——为什么选取夏普比率？

- 在报告《收益最高100牛股特征分析》中我们以股票在区间内的收益率来衡量该只股票的优劣，但这一指标只考虑了股票的收益而没有考虑到股票的投资风险，因此具有一定的局限性。夏普比率则反映了承担单位总风险所带来的股票收益，可以从风险和收益两个维度来衡量股票的优劣。

## ——夏普比率定义

- 夏普比率： $SR = (R_A - R_f) / \sigma_A$
- 本文考虑的夏普比率简化为： $SR = R_A / \sigma_A$
- 1、省略了无风险利率；
- 2、我们在计算标准差时剔除市场收益率（以上证指数收益率来衡量）对个股的影响，即 $\sigma_A$ 为区间内个股收益率减去市场收益率序列的标准差。

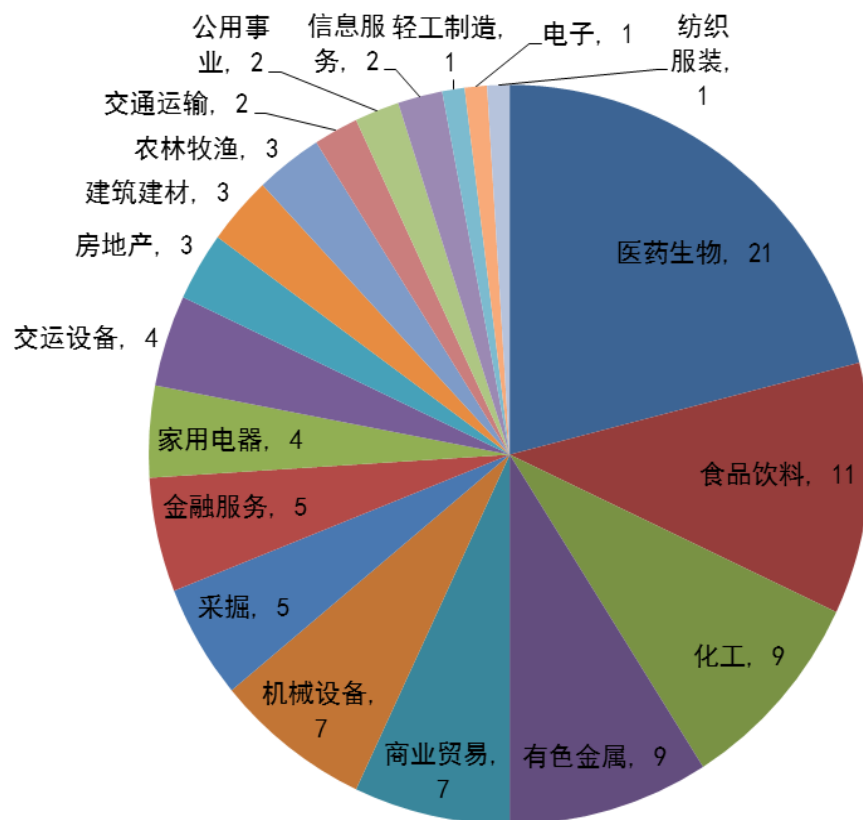
# 夏普比率选股策略——数据样本

- 以2005年1月1日的全体A股为样本，剔除历史上有过ST的股票，并对全体样本股2005年1月1日至2012年6月30日的夏普比率排名，选取排名前100名的个股定义为牛股。之所以选取2005年1月1日的全体A股为样本是为了使各股交易的起始日相同，从而使得各股路径可比；之所以剔除历史上的ST股票则是考虑到ST股票历史上可能进行重组，而重组对各股的收益率影响惊人，剔除历史上的ST股票能减少其它因素对牛股特征的影响。

# 夏目尼卡最高100+股

## ——行业特征

图 1：牛股主要分布在医药生物、食品饮料等行业



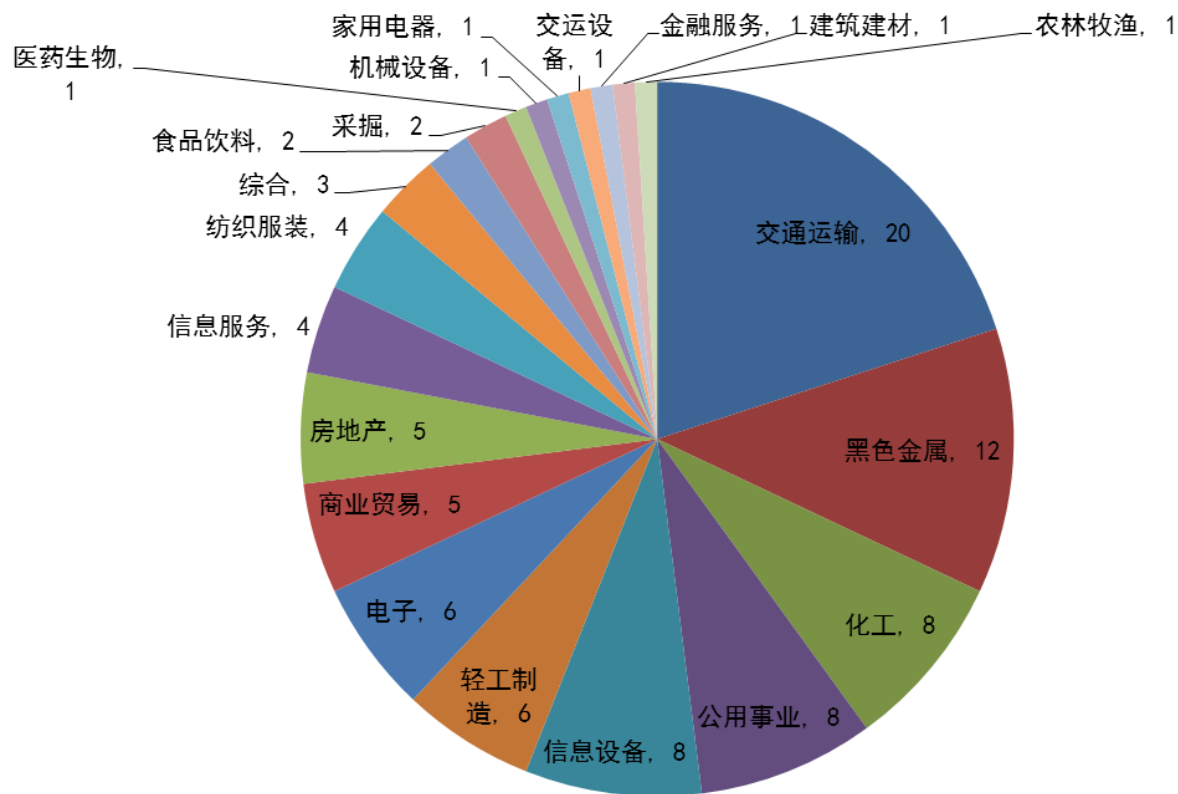
•从行业分布来看，牛股组合主要分布在经济支柱行业与快速成长行业。牛股组合包括18个行业的股票，但主要分布在医药生物、食品饮料、化工、有色金属、商业贸易、机械设备、采掘、金融服务、家用电器和交运设备等十个行业，约占总数的82%左右。

资料来源：WIND 资讯、国信证券经济研究所整理。

# 夏目尼卡最高100+股

## ——行业特征

图 2：差股主要分布在交通运输、黑色金属等行业



•从行业分布来看，差股组合主要集中在产能过剩及政府管制行业，主要分布在交通运输、黑色金属、化工、公用事业、信息设备、轻工制造、电子、商业贸易、房地产等九个行业，占比约为78%左右。

资料来源：WIND 资讯、国信证券经济研究所整理。

# 夏目先生取回100万股

## ——行业特征

表 1：牛股在各自行业内的占比

行业名称	2005 牛股在各自行业内的占比	2012 牛股在各自行业内的占比	行业名称	2005 牛股在各自行业内的占比	2012 牛股在各自行业内的占比
金融服务	45.45%	9.80%	农林牧渔	5.88%	3.70%
采掘	23.81%	9.43%	房地产	3.85%	2.08%
有色金属	26.19%	14.47%	电子	2.38%	0.78%
食品饮料	24.44%	18.64%	轻工制造	2.38%	1.18%
医药生物	18.58%	11.73%	纺织服装	1.82%	1.32%
家用电器	12.50%	8.16%	公用事业	3.08%	2.25%
商业贸易	9.33%	7.53%	黑色金属	0.00%	0.00%
交运设备	6.15%	3.28%	信息设备	1.92%	1.09%
机械设备	5.60%	2.08%	交通运输	3.28%	2.35%
化工	6.00%	3.70%	餐饮旅游	0.00%	0.00%
建筑建材	4.17%	2.52%	综合	0.00%	0.00%
信息服务	4.17%	1.44%			

•牛股在各自行业中的占比（相对数量）与牛股的在各行业的分布（绝对数量）类似。

资料来源：Tinysoft 天软科技、国信证券经济研究所整理。



# 夏目先生取回100%股票

## ——行业特征

表 2：差股在各自行业内的占比

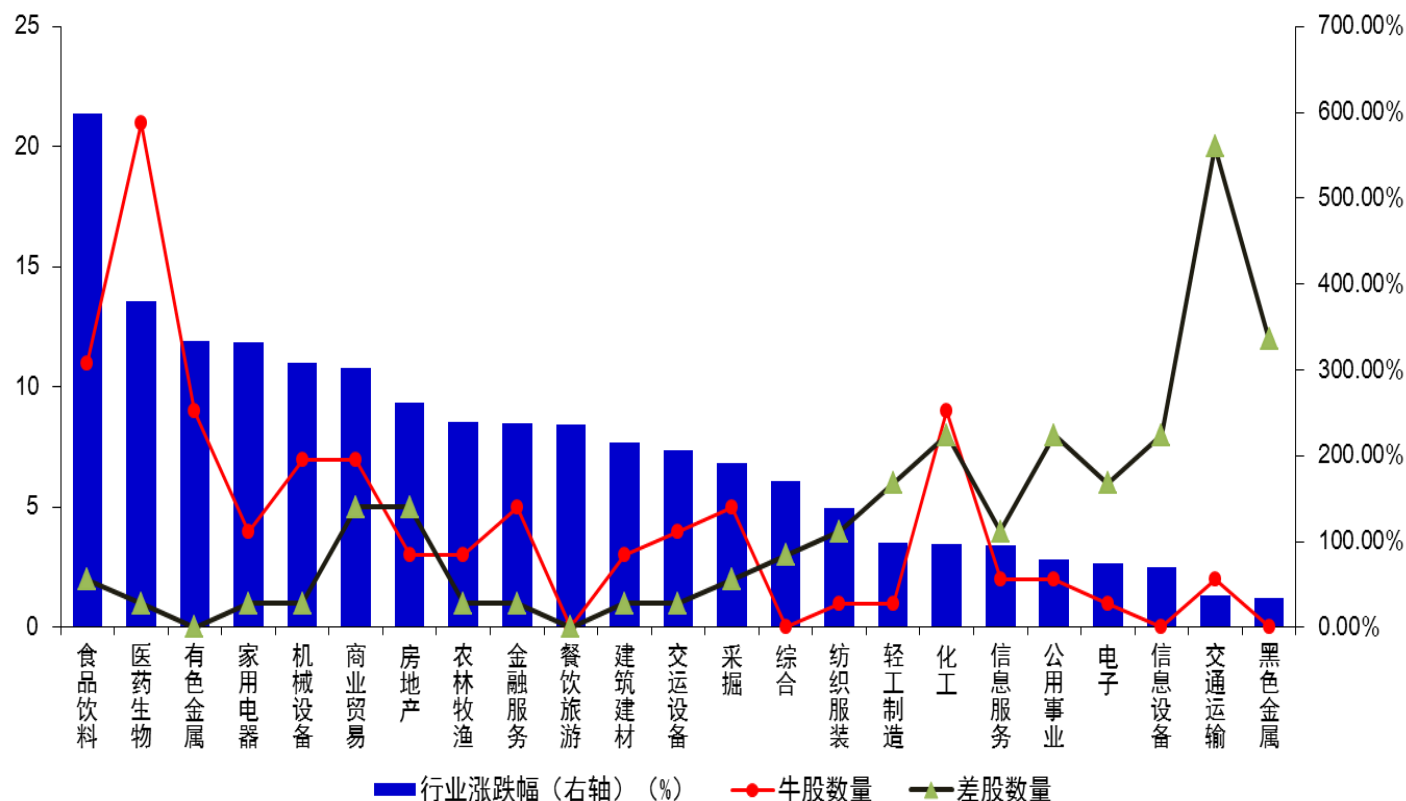
行业名称	2005 差股在各自行业内的占比	2012 差股在各自行业内的占比	行业名称	2005 差股在各自行业内的占比	2012 差股在各自行业内的占比
交通运输	32.79%	23.53%	房地产	6.41%	3.47%
黑色金属	28.57%	35.29%	化工	5.33%	3.29%
信息设备	15.38%	8.70%	食品饮料	4.44%	3.39%
轻工制造	14.29%	7.06%	家用电器	3.13%	2.04%
电子	14.29%	4.69%	农林牧渔	1.96%	1.23%
公用事业	12.31%	8.99%	交运设备	1.54%	0.82%
采掘	9.52%	3.77%	建筑建材	1.39%	0.84%
金融服务	9.09%	1.96%	医药生物	0.88%	0.56%
信息服务	8.33%	2.88%	机械设备	0.80%	0.30%
综合	7.69%	6.98%	有色金属	0.00%	0.00%
纺织服装	7.27%	5.26%	餐饮旅游	0.00%	0.00%
商业贸易	6.67%	5.38%			

• 差股在各自行业中的占比（相对数量）与差股的在各行业的分布（绝对数量）类似。

资料来源：Tinysoft 天软科技、国信证券经济研究所整理。

# 夏日比牛取高100+股 ——行业特征

图 3: 牛股与差股组合行业分布与行业涨幅的关系



•绝大多数牛股都出现在7年中涨幅较大的行业之中，行业涨幅与行业中的牛股数目两者相关系数为0.65，而差股主要集中在7年中涨幅最低的行业之中，行业涨幅与行业中的差股数目两者相关系数为-0.63。

资料来源：WIND 资讯、国信证券经济研究所整理。

# 夏日比牛取高100个股 ——规模特征

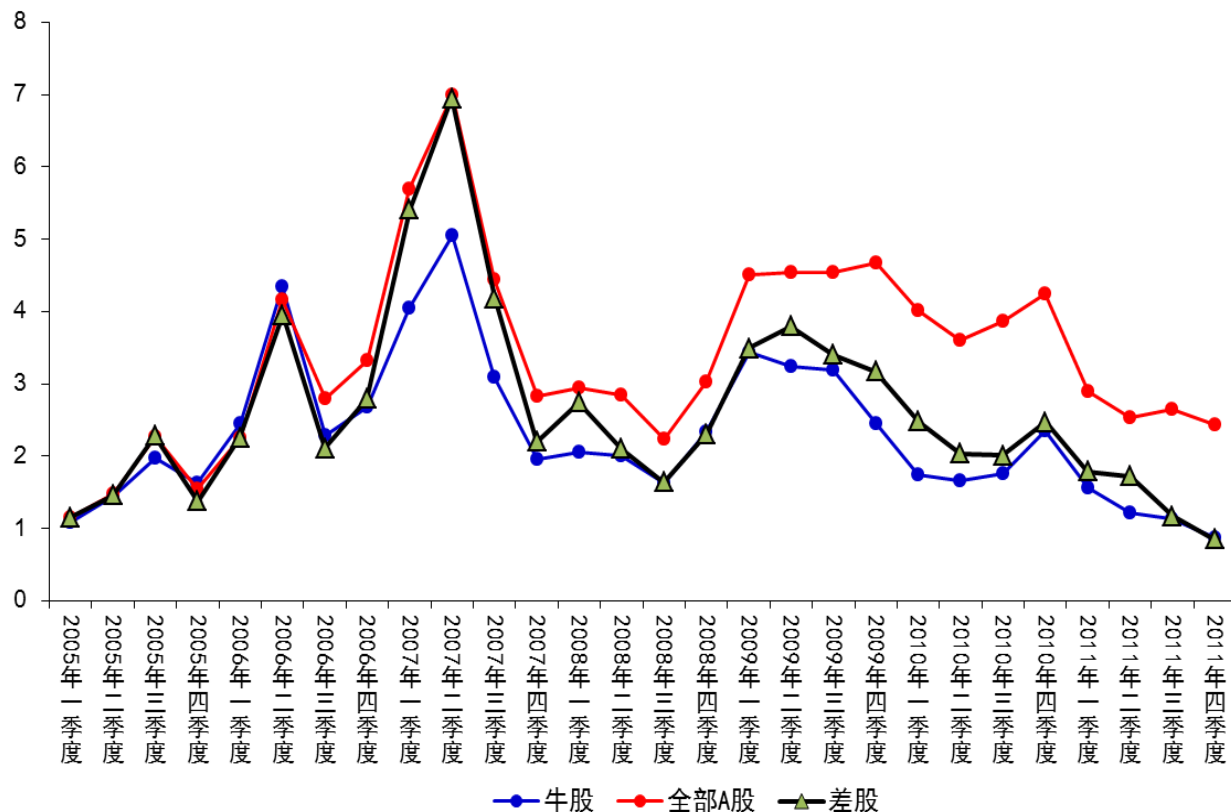
表 3: 牛股与差股的规模特征

	牛股			差股		
	大盘	中盘	小盘	大盘	中盘	小盘
2005	44	35	21	60	37	3
2006	53	33	14	52	42	6
2007	52	38	10	49	36	15
2008	58	33	9	43	36	21
2009	65	32	3	43	40	17
2010	79	19	2	34	42	24
2011	84	15	1	32	40	28

资料来源：WIND 资讯、国信证券经济研究所整理。

# 夏目比年取高100+股 ——市场面特征

图 4: 牛股、差股与全部 A 股换手率特征季度对比

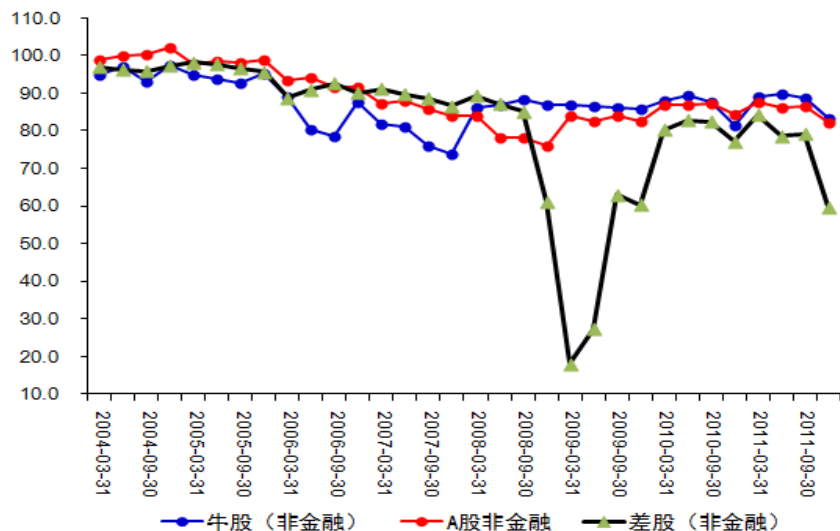


•对于市场面特征的衡量主要体现在价、量两个方面，由于牛股是通过价的方式选出，那么对牛股市场面特征的分析主要就体现在量的方面。牛股与差股的整体换手率要明显小于全部A股。

资料来源: WIND 资讯、国信证券经济研究所整理

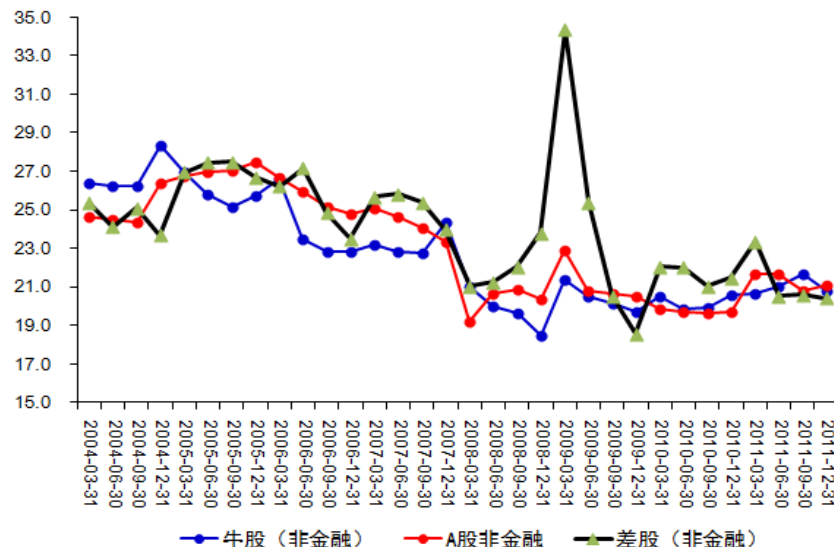
# 夏目比年取高100+股 ——收益质量特征

图 5: 牛股、差股与全部 A 股(经营活动净收益 / 利润总额)特征对比



资料来源: WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

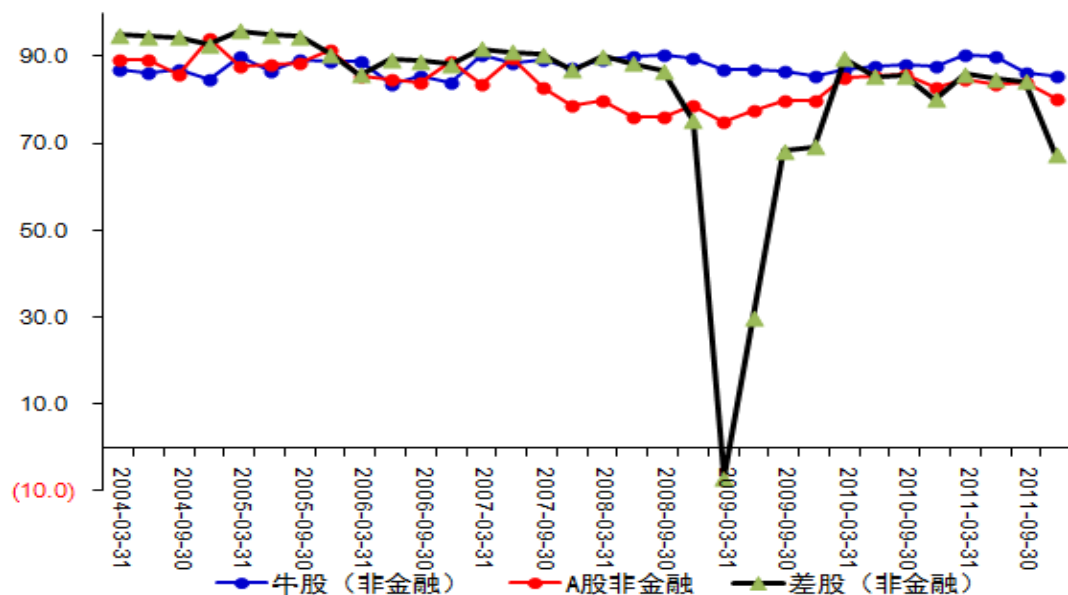
图 6: 牛股、差股与全部 A 股(所得税 / 利润总额)特征对比



资料来源: WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

# 夏日比牛取高100%个股 ——收益质量特征

图 7: 牛股、差股与全部 A 股(扣除非经常损益后净利润 / 净利润)特征对比



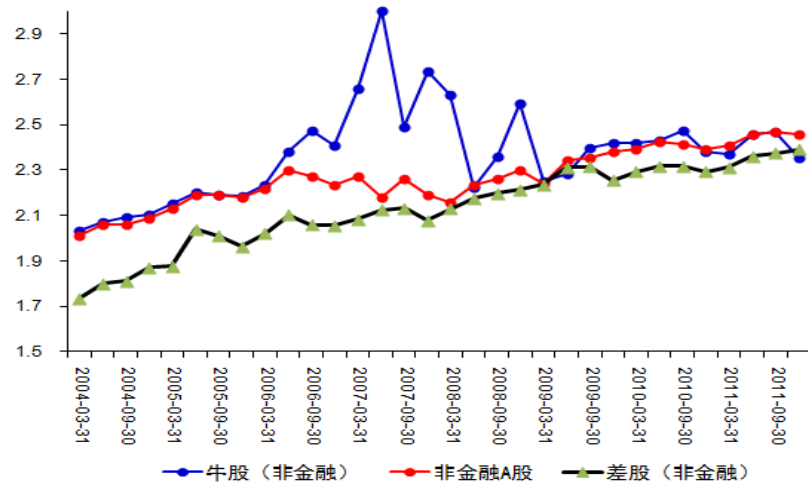
资料来源: WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

• 我们从经营活动净收益 / 利润总额、所得税 / 利润总额、扣除非经常损益后的净利润 / 净利润三个指标来分析牛股收益质量特征。我们认为在相当长的时间内牛股、差股与全部 A 股在收益质量方面没有明显的差异，但是在特定的区间（2008 年、2011 年）会存在明显的差异，因此，对于收益质量因子我们更应该关注的可能是因子在特定时期的风险。

# 夏目比干取高100个股

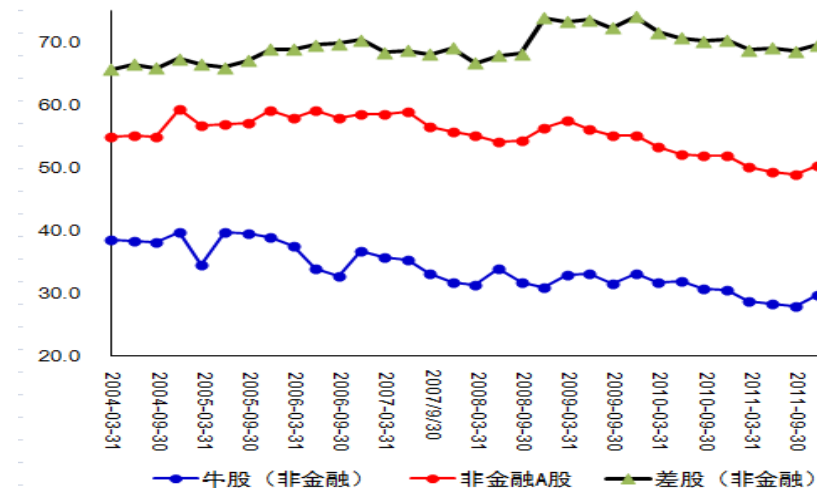
## ——资本结构特征

图 8: 牛股、差股与全部 A 股 (剔除金融) 权益乘数特征季度对比



资料来源: WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

图 9: 牛股、差股与全部 A 股 (剔除金融) 非流动资产占比特征季度对比



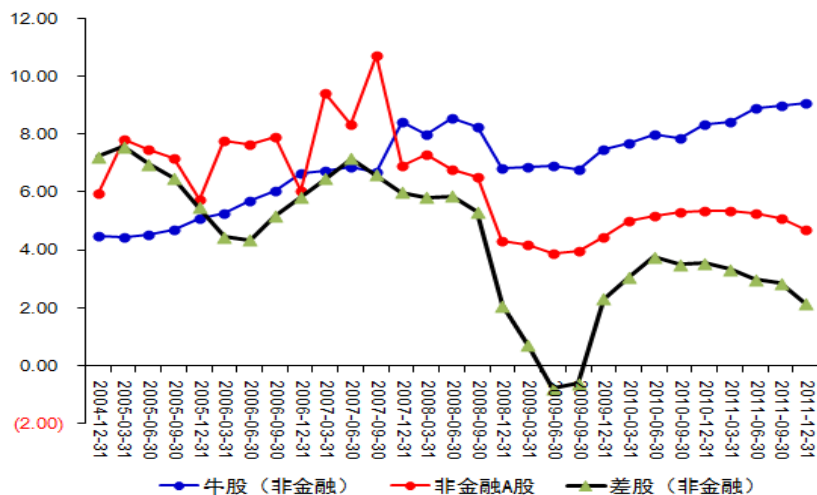
资料来源: WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

• 从结果上来看, 在2006年至2008年期间, 牛股与全部A股 (剔除金融服务业) 的权益乘数差异非常巨大, 但在其它期间权益乘数差异不大。对于非流动资产在总资产的占比而言, 牛股要明显小于全部A股, 而差股则与之相反。这说明牛股、全部A股对负债的选择在大部份时期是相近, 但对经营模式的选择差异很大, 牛股更偏向于轻资产模式, 而差股则反之。



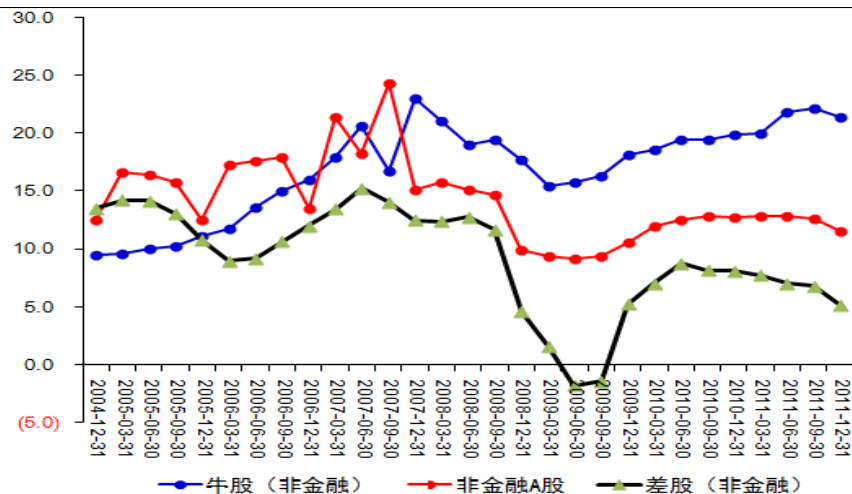
# 夏目比干取高1001股 ——成长因子特征

图 10: 牛股、差股与全部 A 股（剔除金融）ROE(TTM)对比



资料来源: WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

图 11: 牛股、差股与全部 A 股（剔除金融）ROA(TTM)对比

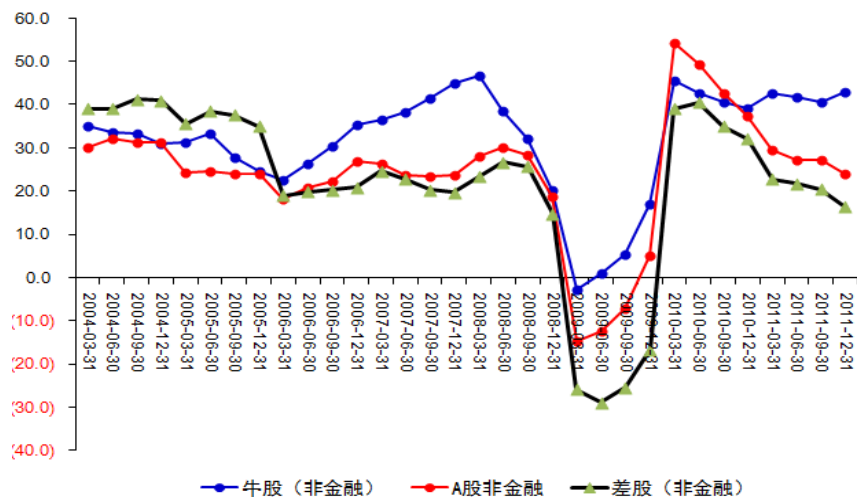


资料来源: WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理



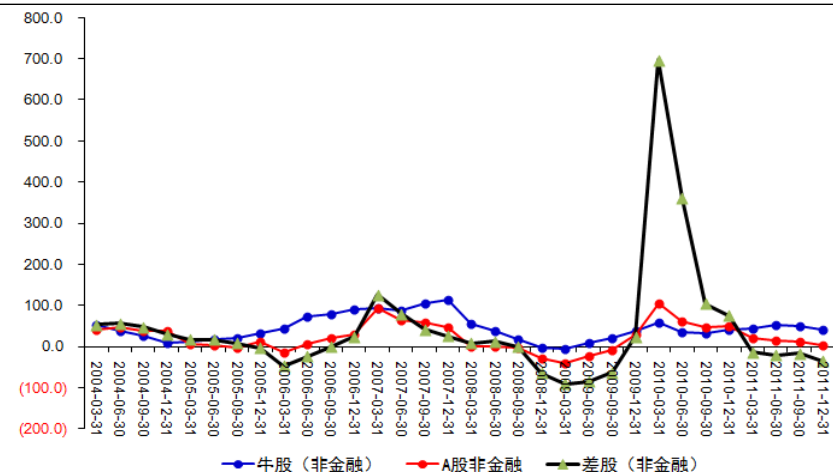
# 夏目虎子取高1000股 ——成长因子特征

图 12: 牛股、差股与全部 A 股营业收入同比增长率对比



资料来源: WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

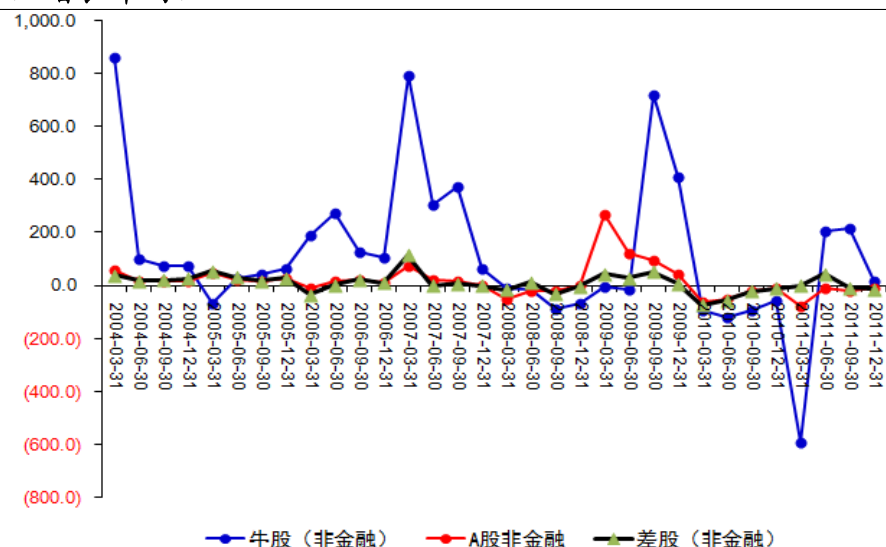
图 13: 牛股、差股与全部 A 股净利润同比增长率对比



资料来源: WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

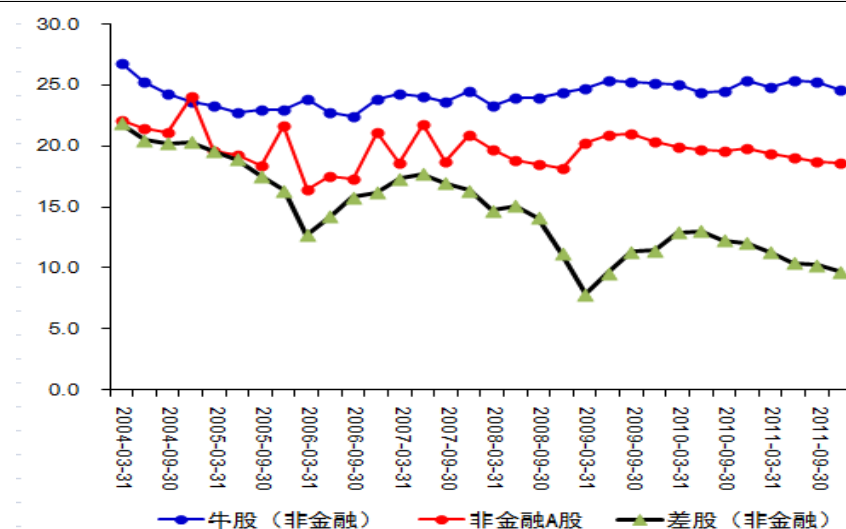
# 夏日比牛取高100牛股 ——成长因子特征

图 14: 牛股、差股与全部 A 股经营活动产生的现金净流量同比增长率对比



资料来源: WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

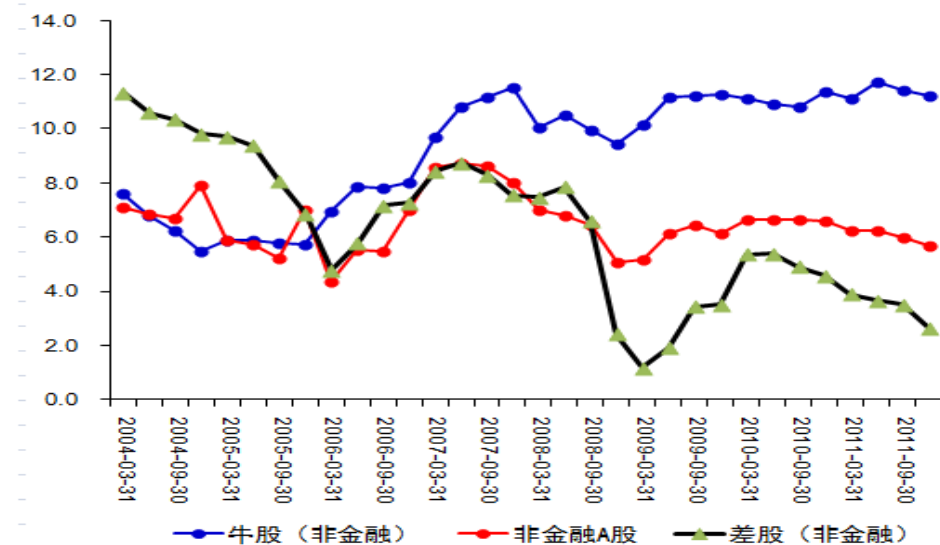
图 15: 牛股、差股与全部 A 股毛利率（剔除金融）对比



资料来源: WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

# 夏目比干取高100+股 ——成长因子特征

图 16: 牛股、差股与全部 A 股净利率（剔除金融）对比



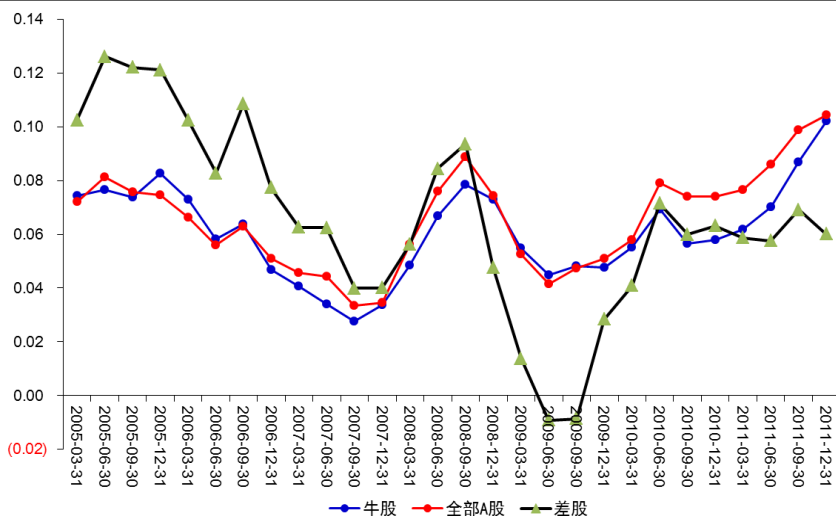
资料来源: WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

• 我们分别从ROE (TTM)、ROA (TTM)、营业收入同比增长率、净利润同比增长率、经营活动产生的现金净流量同比增长率、毛利率与净利率七个指标来对比牛股与全部A股之间成长因子的特征。从结果上来看，相对于全部A股，牛股在成长性方面具有比较明显的优势，而差股在成长性方面具有比较明显的劣势。

# 夏目比年取高1001股

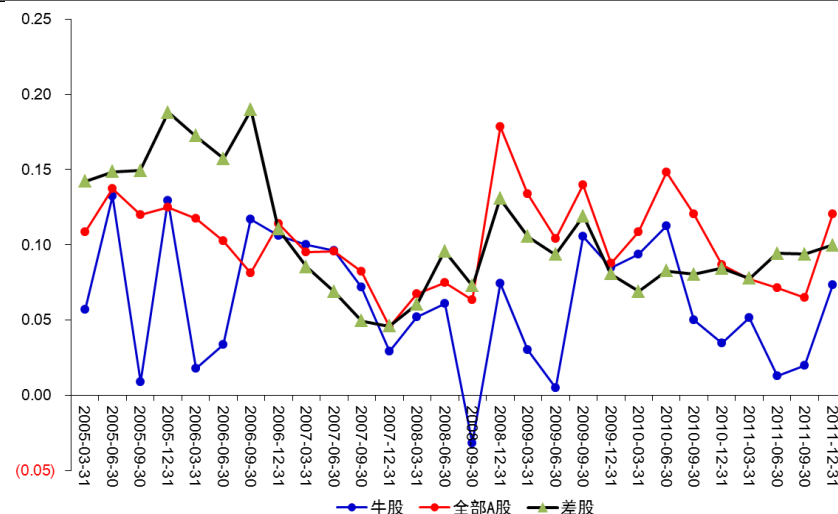
## ——价值因子特征

图 17: 牛股、差股与全部 A 股利润总额/总市值对比



资料来源: WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

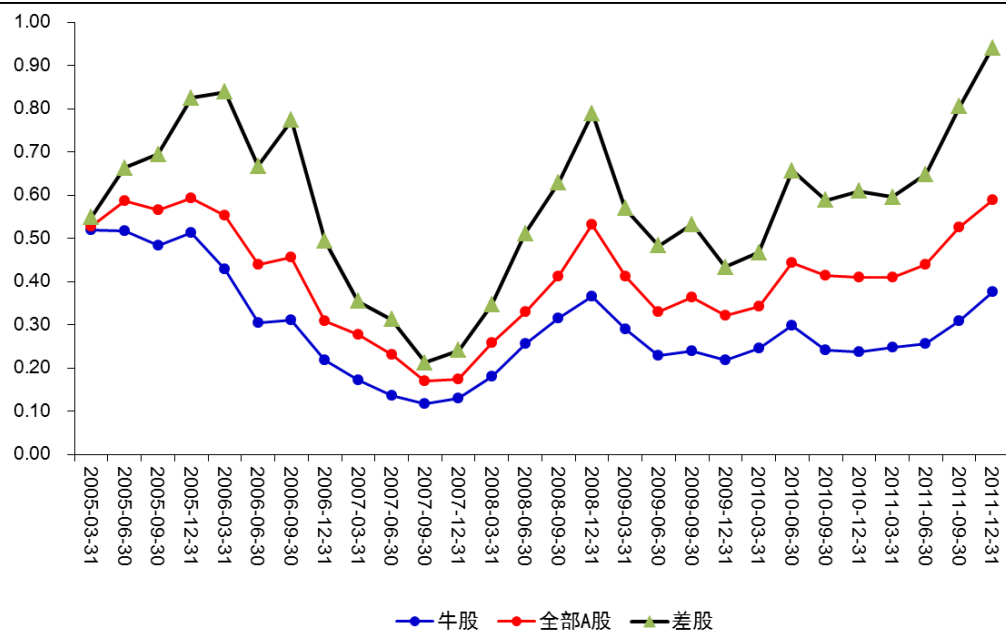
图 18: 牛股、差股与全部 A 股经营活动产生的现金流量净额/总市值对比



资料来源: WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

# 夏目先生取何1001股 ——价值因子特征

图 19: 牛股、差股与全部 A 股股东权益/总市值季度对比



•我们分别从利润总额/总市值 (E/P)、经营活动产生的现金流量净额/总市值 (CF0/P)、股东权益/总市值 (B/P) 三个估值指标来分析牛股与全部A股之间价值因子的特征。从结果上来看，相对于全部A股，牛股的估值要“贵”一些。

资料来源: WIND 资讯、同花顺 iFind、国信证券经济研究所整理

# 夏普比率最高100牛股群体特征分析总结

- 经济支柱、快速成长以及政策刺激增长的行业出牛股的机率会更大；而产能过剩、政府管制的行业出差股的机率可能会更大；
- 牛股不一定非得从小盘股成长为大盘股，牛股规模的发展途径可能是从大盘股发展至超大盘，但同时我们也要警惕大盘股变为中盘股甚至小盘股的风险；
- 牛股的非流动资产占比要明显小于全部A股，而差股反之，这说明在轻资产模式下产生牛股的概率可能会较大，而在重资产模式下产生差股的概率可能会较大；
- 牛股、差股与全部A股在收益质量方面没有明显的差异，但是在特定的区间（2008年、2011年）会存在明显的差异，因此，对于收益质量因子我们更应该关注的可能是因子在特定时期的风险；
- 牛股群体的成长性要明显高于全部A股，而差股则反之，这说明从相对长期来看，牛股的决定因素可能在成长方面；
- 牛股都不便宜，相对于全部A股，牛股群体的估值都要“贵”一些，同时我们要警惕估值“贵”的不一定都是牛股，差股的估值可能也不便宜。



#### •风险提示

•本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

#### •证券投资咨询业务的说明

•证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

•证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

全球视野 本土智慧  
GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM