

相关研究

《“关注盈利指标”是短期风格还是长期趋势》2017.07.10

《基于因子剥离的 FOF 择基逻辑系列四——债券基金的风格归因与因子剥离初探》2017.07.06

《选股因子系列研究（二十二）——分析师覆盖度与股票预期收益》2017.07.04

分析师:郑雅斌

Tel:(021)23219395

Email:zhengyb@htsec.com

证书:S0850511040004

价值投资系列之二——历史盈利对股票收益预测的影响

投资要点:

- 本文主要针对上市公司的历史基本面对公司进行分类,分析历史基本面表现不同的公司,其未来的业绩预期对于股价的影响。无论按照估值还是盈利、成长等历史因素进行分类,历史表现不同的公司,影响未来股价波动的预期因子存在很大差异。这说明投资者在进行投资或者预测股票收益的时候,针对不同基本面的公司,即便是相同的业绩预期因子,也被赋予了明显不同的风险溢价。那么传统将基本面因子与收益的关系按照线性处理的方式,可能就会存在很大问题。
- 从风险角度而言,如果按照历史估值对股票进行划分,发现预期估值因子在高风险股票中的预测作用最为显著。预期盈利和预期增速的选股作用在不同风险组合中差异较小。说明当前风险越高的组合,未来的风险也是投资者关注的头等要素。
- 从业绩角度而言,按照历史盈利或者历史增速对股票进行划分,基本面表现较差的公司,明显对预期 PE 更为敏感。而基本面较好的公司,在业绩预期因子上的风险溢价明显更高。这说明投资者对于“劣质”公司,更注重风险;而对于“优质”公司,则会给予业绩要素更大的溢价,这与“优质”公司基本面的稳定性有着直接关系。
- 针对上市公司的历史盈利能力进行具体分析:(1)历史 ROE 较低的股票,未来的月度平均收益会比历史 ROE 较高的股票更高。这是由于在基本面较差的公司中,一方面更容易诞生业绩发生突变的黑马股,另一方面,公司可能发生重组、并购等重大事件的概率更高,这方面的风险溢价会使得基本面差的公司收益更高。(2)盈利能力较低的公司,虽然整体收益率可能更高,但是公司之间的收益差距(收益波动率、多空收益差)也会相应放大。这说明差中选优的策略,风险与收益并存。(3)在盈利较好的公司中进行选股,策略稳定性会有显著提高。
- 专门针对高盈利公司进行选股,细分类别后进行因子收益计算以及股票收益预测,会比全市场中进行一揽子选股效果更优。对于价值投资者而言,这种方法更值得推荐。最终的高盈利多头组合,年化收益 23%,相对沪深 300 等权指数年化超额收益 20%,相对 500 等权指数年化超额收益 16%,相对 300 等权指数信息比 1.83,相对 500 等权指数信息比 1.27,相对高盈利公司的大集合,信息比 2.11。
- 风险提示:市场系统性风险、流动性风险、模型失效风险。

目 录

1. 历史与未来基本面的关系	5
1.1 数据说明	5
1.2 历史估值与业绩预期	5
1.3 历史盈利与业绩预期	7
1.4 历史成长性与业绩预期	8
2. 基本面因子的分类功能和收益预测	9
2.1 不同盈利公司的基本特征	9
2.2 不同盈利公司的风险溢价	10
2.3 预期因子的收益预测能力比较	10
2.4 高盈利公司的策略表现	12
3. 基本面分类对预测收益的提升	13
4. 结论	15
5. 风险提示	15

图目录

图 1	引入预期 PE 后不同盈利公司的风险溢价	10
图 2	引入预期增速后不同盈利公司的风险溢价	12
图 3	引入预期 ROE 后不同盈利公司的风险溢价	12
图 4	预期增速在高、低盈利组合中的收益预测效果	11
图 5	高盈利组合相对等权沪深 300、中证 500 的表现	13
图 6	高盈利组合的策略净值以及最大回撤.....	13
图 7	高盈利组合历年超额收益和绝对收益.....	13
图 8	高盈利公司选股方法 1	14
图 9	高盈利公司选股方法 2	14
图 10	方法 1 的策略走势	14
图 11	方法 2 的策略收益	14

表目录

表 1	历史市盈率与未来预期的表现	5
表 2	历史位序估值与未来预期的表现	6
表 3	历史 ROE 与未来预期的表现	7
表 4	历史平均 ROE 与未来预期的表现	8
表 5	历史成长性与未来预期的表现	8
表 6	不同盈利特征公司的收益对比 (%)	10
表 7	不同预期因子的预测收益分析 (%)	11
表 8	不同组合构建方法的收益对比	14

在之前关于价值投资的分析中，我们着重分析了估值因子对于投资的重要性。在投资决策过程中，除了公司的估值是否便宜，公司基本面质量以及未来的收益、成长性都是不可或缺的重要因素。那么在分析公司质地时，到底是优异的历史盈利能力、历史成长性更为重要？还是未来可以预期的快速成长更为重要？通常而言，投资者对这两方面的要素都会进行分析。经过研究发现，历史表现不同的公司，在权衡其未来预期对于股价影响时，表现也截然不同。本文将就此展开讨论。

1. 历史与未来基本面的关系

本篇文章我们延续价值投资的思路，重点分析公司基本面表现对于股价的影响。基本面研究，一方面分析公司业绩的历史表现，另一方面，也必须对公司的未来经营业绩进行预测。投资者的直观想法，可能会给予历史表现优异的公司高评价，未来表现优异的公司也给出高评价，这是一种线性的处理思维。但我们不妨做这样一个假设：当我们面临两家历史估值截然不同的公司时，一家公司历史估值很低，非常安全；另一家公司历史估值很高，相对而言处于高风险水平，这个时候投资者在进行决策的时候，是否会对未来的预期估值给出同等权重呢？答案肯定是否定的，对于相对安全的公司，未来的公司是否高估相对而言没那么重要，投资者可以在安全的前提下更多的关注未来的成长性。而对于已经处于风险边缘的公司，未来的成长性就可能没那么重要，投资者在买入的时候，首要考虑要素可能就是估值，或者说投资的安全性。由此，**我们认为历史基本面表现不同的公司，在衡量其未来业绩对于股价的影响时，表现也是千差万别的。**下面我们将基本面因子划分为三大类：估值、盈利、成长，每大类因子中我们挑选代表因子，分析不同类型基本面因子的历史和预期表现，对于股价的影响。

1.1 数据说明

本文中选用的数据均从 2007 年开始，选股样本为全 A 股市场选股。关于市盈率指标，历史市盈率采用 TTM 算法的市盈率，预期 PE 使用朝阳永续的一致预期 PE。ROE 数据，历史数据采用公司最近披露财报中的当期 ROE，平均 ROE 数据采用过去三年的平均，预期数据依然使用朝阳永续 ROE 数据。扣非净利润增速取最近一期财报中的当期净利润增速。后续所有的收益率统计数据均基于月度选股调仓，统计月度收益。

1.2 历史估值与业绩预期

估值方面，我们选用市盈率和《价值投资系列之一——便宜是否值得买？》中所构建的位序估值对股票进行基本分组，在每个分组中，再按照股票的业绩预期对股票进行再次分组，考察多空组合之间的收益表现。对于预期因子，在估值方面选用预期 PE，盈利方面选用预期 ROE，成长方面选用预期净利润增速因子。

➤ 历史市盈率

下表中，历史 PE 代表按照历史 PE 进行的分组，每组中的多空收益差，代表按照不同预期因子进行选股，得到的多空收益差，T 为多空收益差的 t 统计值，IC 为预期因子和收益率之间的平均 IC。

- 预期 PE 在不同分组中的表现差异最大。低估值组合，未来的估值对收益率的影响并不关键；而高估值风险组合，预期 PE 能够起到非常好的选股效果，且统计结果显著。
- 预期利润增速在不同风险档的股票中，都具有有效选股效果；而预期 ROE 的有效性非常低。

表 1 历史市盈率与未来预期的表现

	预期 PE
--	-------

	平均多空收益差 (%)	胜率	T	平均 IC
历史 PE1	0.129	0.530	0.257	-0.027
历史 PE2	-0.028	0.530	-0.073	-0.011
历史 PE3	0.622	0.630	2.242	-0.036
历史 PE4	0.529	0.540	1.672	-0.026
历史 PE5	0.966	0.620	3.238	-0.039
预期净利润增速				
	平均多空收益差 (%)	胜率	T	平均 IC
历史 PE1	0.931	0.640	3.537	0.032
历史 PE2	0.129	0.550	0.326	0.025
历史 PE3	1.120	0.690	3.895	0.045
历史 PE4	0.835	0.630	3.179	0.039
历史 PE5	0.702	0.640	2.594	0.029
预期 ROE				
	平均多空收益差 (%)	胜率	T	平均 IC
历史 PE1	-0.261	0.490	-0.659	-0.006
历史 PE2	-0.451	0.480	-1.235	-0.018
历史 PE3	0.169	0.440	0.449	-0.007
历史 PE4	-0.459	0.460	-1.123	-0.025
历史 PE5	-0.524	0.470	-1.656	-0.019

资料来源：Wind，海通证券研究所

➤ 历史位序估值

采用类似的方法，我们用历史位序估值对股票进行初始分类。下表中的 PEPER 即代表位序估值。得出的结论与历史市盈率分组后的结论一致。这主要是因为位序估值和绝对估值存在较高的相关性。

表 2 历史位序估值与未来预期的表现

	预期 PE			
	平均多空收益差 (%)	胜率	T	平均 IC
PEPER 1	-0.193	0.449	-0.331	-0.014
PEPER 2	-0.064	0.480	-0.124	-0.012
PEPER 3	-0.434	0.439	-0.865	-0.008
PEPER 4	0.162	0.520	0.428	-0.026
PEPER 5	0.514	0.592	1.398	-0.032
预期净利润增速				
	平均多空收益差 (%)	胜率	T	平均 IC
PEPER 1	0.949	0.622	3.025	0.023
PEPER 2	0.985	0.633	2.776	0.029
PEPER 3	1.004	0.673	3.401	0.026
PEPER 4	0.914	0.643	3.655	0.018
PEPER 5	0.717	0.602	2.271	0.016
预期 ROE				
	平均多空收益差 (%)	胜率	T	平均 IC
PEPER 1	-0.318	0.408	-0.964	-0.016

PEPER 2	-0.353	0.459	-1.118	-0.010
PEPER 3	-0.083	0.490	-0.279	-0.008
PEPER 4	-0.193	0.439	-0.591	-0.006
PEPER 5	-0.618	0.469	-1.737	-0.014

资料来源：Wind，海通证券研究所

1.3 历史盈利与业绩预期

盈利方面，可以参考的因子也非常多，我们主要选用了 ROE 作为代表。但这里我们需要考虑两种盈利能力：一种是公司的当期盈利水平很高，另一种是公司的历史长期盈利能力很高（多期 ROE 的平均）。

➤ 当期 ROE

当考虑了历史盈利情况的时候，从单因子表现看，预期 PE 在不同分组之间的差异最大。

- 历史盈利较差的公司，未来的一致预期 PE 成为重要的选股因子，投资者不愿意为盈利差的公司承担高 PE 风险。但这种风险厌恶，随着公司盈利能力的增强会有所降低。
- 不同盈利的公司，预期增速对于股价的影响差异不大。

表 3 历史 ROE 与未来预期的表现

	预期 PE			
	平均多空收益差 (%)	胜率	T	平均 IC
ROE 1	1.319	0.670	4.984	-0.039
ROE 2	1.230	0.650	3.399	-0.054
ROE 3	0.846	0.550	1.589	-0.049
ROE 4	0.982	0.540	1.477	-0.052
ROE 5	0.583	0.530	0.669	-0.034
	预期净利润增速			
	平均多空收益差 (%)	胜率	T	平均 IC
ROE 1	0.672	0.570	2.422	0.014
ROE 2	0.889	0.690	3.688	0.024
ROE 3	0.783	0.620	3.167	0.029
ROE 4	0.799	0.610	3.079	0.033
ROE 5	0.715	0.610	1.873	0.037
	预期 ROE			
	平均多空收益差 (%)	胜率	T	平均 IC
ROE 1	0.700	0.560	2.420	0.008
ROE 2	-0.013	0.490	-0.054	-0.004
ROE 3	0.490	0.600	2.176	0.007
ROE 4	0.040	0.570	0.110	0.011
ROE 5	-1.730	0.510	-1.589	0.010

资料来源：Wind，海通证券研究所

➤ 历史平均 ROE

当用平均 ROE 衡量公司的历史盈利能力时，我们发现相对于仅采用单期盈利能力

而言：

- 盈利和预期 PE 之间的关系不变。盈利越差的公司，PE 的有效性越高。
- 盈利稳定较高的公司中，预期增速有效性有进一步的提高。从历史上来看具有稳定的盈利能力的公司，投资者愿意给予未来业绩增速更高的溢价。
- 进行了历史 ROE 分组后，我们发现这是目前唯一一种预期 ROE 有一定选股效果的分组方式。这说明未来的盈利能力，更多的还是需要需要在同等盈利能力公司之间进行对比，否则不具备指导意义。而平均 ROE 是衡量历史盈利能力的一个更稳定的指标。
- 综合来看，盈利差的公司看安全性，盈利好的公司投资者采取看成长性。

表 4 历史平均 ROE 与未来预期的表现

	预期 PE			
	平均多空收益差 (%)	胜率	T	平均 IC
历史平均 ROE 1	1.238	0.635	4.020	-0.042
历史平均 ROE 2	1.269	0.671	3.178	-0.045
历史平均 ROE 3	1.190	0.600	2.026	-0.058
历史平均 ROE 4	0.999	0.624	1.600	-0.053
历史平均 ROE 5	0.925	0.541	1.209	-0.041
	预期净利润增速			
	平均多空收益差 (%)	胜率	T	平均 IC
历史平均 ROE 1	0.771	0.600	2.568	0.012
历史平均 ROE 2	0.467	0.600	1.670	0.014
历史平均 ROE 3	0.571	0.576	2.086	0.011
历史平均 ROE 4	0.735	0.588	2.335	0.022
历史平均 ROE 5	1.187	0.671	3.310	0.034
	预期 ROE			
	平均多空收益差 (%)	胜率	T	平均 IC
历史平均 ROE 1	0.968	0.588	3.087	0.018
历史平均 ROE 2	0.412	0.553	1.412	0.006
历史平均 ROE 3	0.568	0.624	2.239	0.016
历史平均 ROE 4	0.574	0.612	2.082	0.020
历史平均 ROE 5	0.478	0.576	1.681	0.028

资料来源：Wind，海通证券研究所

1.4 历史成长性与业绩预期

在增速方面，我们采用扣非净利润增速作为历史成长性的代表。

- 历史基本面较差的公司，预期 PE 更为有效。这一点结论和前面的内容一致。

表 5 历史成长性与未来预期的表现

	预期 PE			
	平均多空收益差 (%)	胜率	T	平均 IC
增速 1	1.066	0.610	3.673	-0.034
增速 2	0.832	0.550	1.616	-0.051

增速 3	0.683	0.510	0.959	-0.039
增速 4	0.647	0.500	1.199	-0.040
增速 5	0.503	0.540	0.965	-0.023
预期净利润增速				
	平均多空收益差 (%)	胜率	T	平均 IC
增速 1	0.504	0.560	1.729	0.011
增速 2	0.826	0.620	2.953	0.029
增速 3	0.582	0.590	1.965	0.021
增速 4	0.368	0.550	1.386	0.018
增速 5	0.268	0.630	1.004	0.011
预期 ROE				
	平均多空收益差 (%)	胜率	T	平均 IC
增速 1	0.265	0.560	0.964	-0.003
增速 2	-0.005	0.460	-0.021	0.000
增速 3	-0.024	0.480	-0.076	-0.004
增速 4	-0.126	0.450	-0.402	0.003
增速 5	-0.191	0.460	-0.614	-0.008

资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 基本面因子的分类功能和收益预测

前文中我们围绕上市公司的历史和未来经营状况，进行单因子的分析，结果发现历史基本面不同的公司，其股价对未来的基本面变化指标表现不尽相同。而传统的多因子模型在进行收益预测的时候，横截面上所使用的因子收益都为固定值，假定所有股票对同一个因子敏感度相同，或者说同一个因子当期的因子收益是固定的。这和我们前文发现的结论出现了冲突。

本节我们在多因子模型中，重点将股票按照基本面的不同特征进行分类，并引入基本面因子作为解释变量，分析其基本面预期因子的因子收益是否存在明显差异，进一步来验证第一部分的内容。

2.1 不同盈利公司的基本特征

本篇文章主要关注公司的盈利特征对上市公司的区分。在随后的研究中，我们会进一步对公司的其他基本面特征分类进行展开。

前面我们提到，公司的盈利特征可以采用当前的 ROE，也可以采用历史平均 ROE。考虑到平均 ROE 更能衡量公司长期以来的稳定盈利能力，我们这里主要分析平均 ROE 区分后，不同类型公司的表现。首先我们简单分析，按照历史 ROE 水平对全市场公司进行分组之后，各组公司之间的收益差异。下表中的 ROE 分组，即每个月，按照公司历史 ROE 将全市场股票分为 5 档，ROE5 代表 ROE 最高的一档公司。在每档公司中，统计下个月股票收益率，按照下个月的股票收益进行排序，再分为 10 组，考察不同 ROE 公司的组合中，月度收益率的特征。收益率按照从大到小排序。

整体来看，（1）历史 ROE 较低的股票，未来的月度平均收益会比历史 ROE 较高的股票更高。这是由于在基本面较差的公司中，一方面更容易诞生业绩发生突变的黑马股，另一方面，公司可能发生重组、并购等重大事件的概率更高，这方面的风险溢价会使得基本面差的公司收益更高。（2）盈利能力较低的公司，虽然整体收益率可能更高，但是公司之间的收益差距（收益波动率、多空收益差）也会相应放大。这说明差中选优的策

略，风险与收益并存。

表 6 不同盈利特征公司的收益对比 (%)

ROE 分组	ROE5	ROE4	ROE3	ROE2	ROE1
1	20.91	22.81	25.09	24.86	26.53
2	9.78	10.36	10.81	11.50	11.12
3	5.78	6.11	6.16	6.98	6.55
4	3.07	3.27	3.23	3.93	3.58
5	0.86	1.03	1.00	1.53	1.23
6	-1.01	-0.94	-1.07	-0.63	-0.90
7	-2.82	-2.82	-3.02	-2.68	-2.93
8	-4.83	-4.74	-5.07	-4.71	-5.08
9	-7.42	-7.27	-7.74	-7.34	-7.78
10	-12.34	-12.25	-12.96	-12.53	-13.37
平均收益	1.20	1.56	1.64	2.09	1.89
波动率	9.44	9.92	10.71	10.61	11.17
多空收益差	33.26	35.06	38.05	37.39	39.90

资料来源：Wind，海通证券研究所

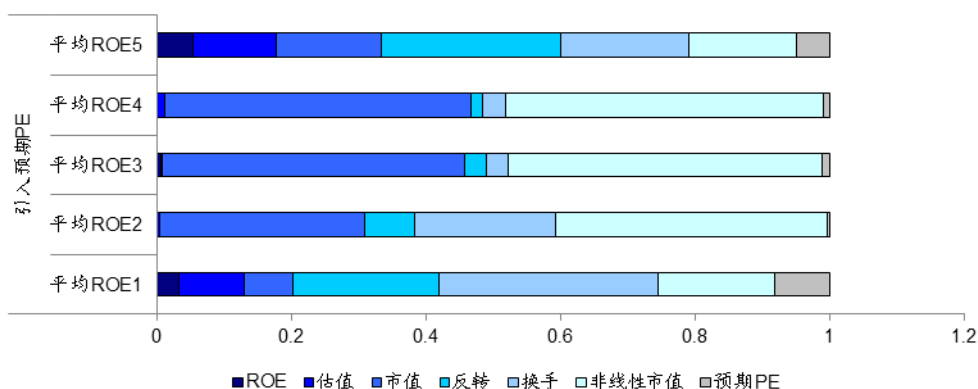
2.2 不同盈利公司的风险溢价

将所有上市公司进行盈利能力区分后，在不同分组中进行 Fama-MacBeth 回归，观察预期因子的风险溢价是否存在差异。这里横截面回归时，一方面选用常用的几类基础因子：市值、估值、反转、换手、非线性市值；一方面，在回归时分别加入不同类型的预期因子：预期 PE、预期 ROE、预期增速。

下图中，按照上市公司历史平均 ROE 进行分组后，每一个柱状数据，分别代表该分组中，历史上所有期横截面回归后，每个因子的平均风险溢价。将所有因子的风险溢价进行了标准化，为了更直观展示各类因子的总体情况。

- 从预期 PE 来看，和单因子的统计结果一致，盈利越差的公司，投资者对未来的估值越关心。
- 从未来的盈利能力和成长性来看，历史盈利能力越好的公司，投资者才愿意给出未来盈利和成长更高的溢价。

图1 引入预期 PE 后不同盈利公司的风险溢价



资料来源：Wind，海通证券研究所

2.3 预期因子的收益预测能力比较

在传统因子的基础上，分别引入不同类型的预期因子，针对高、低盈利的两类极端特征公司，进行收益预测。表格中的高 ROE，即在历史平均 ROE 最高的 1、5 档公司中预测收益，10 个收益分组，代表将预测股票按照预测收益分组后，最高组到最低组之间的真实收益。

低盈利的公司能够贡献更高的收益差，且多头组合收益显著高于高盈利组合中的多头组合。但从多空长期稳定性来看，如多空组合的胜率和多头组合相对基准的信息比，高盈利组合的整体稳定性更好，胜率基本都能够达到 80% 左右。这里计算信息比的基准，为各分组中的所有股票。

从各因子的收益预测能力来看，预期增速的表现最好，尤其是预期增速在高盈利组合中的效果。我们之前提到过，盈利稳定的公司，投资者更愿意给出基本面增速预期高的溢价，而盈利较差的公司，投资者在关注预期成长的同时还会考虑风险以及稳定性等要素，风险溢价会有一定下降。

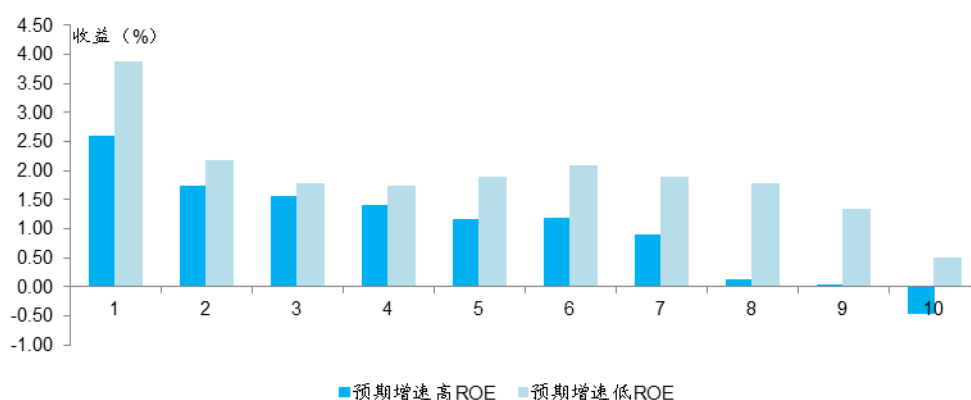
表 7 不同预期因子的预测收益分析 (%)

收益分组	预期 PE		预期增速		预期 ROE		预期 ROE+增速+PE	
	高 ROE	低 ROE	高 ROE	低 ROE	高 ROE	低 ROE	高 ROE	低 ROE
1	2.29	3.83	2.59	3.88	2.37	3.64	1.99	3.69
2	1.68	2.14	1.72	2.17	1.65	2.21	2.00	2.02
3	1.64	1.78	1.56	1.77	1.90	1.89	1.46	2.14
4	1.55	1.73	1.39	1.73	1.46	1.68	1.43	1.72
5	1.10	1.97	1.14	1.88	0.98	1.77	1.15	1.83
6	0.87	2.16	1.17	2.08	1.19	2.14	1.05	2.06
7	0.63	1.95	0.88	1.89	0.75	2.25	0.49	2.06
8	0.71	1.70	0.12	1.76	0.59	1.51	0.99	1.55
9	0.08	1.30	0.02	1.34	-0.21	1.24	-0.11	1.40
10	-0.56	0.43	-0.46	0.49	-0.59	0.71	-0.49	0.54
平均多空收益差	2.86	3.39	3.05	3.39	2.96	2.92	2.48	3.14
胜率	0.77	0.65	0.80	0.68	0.77	0.68	0.68	0.70
信息比	1.91	0.90	2.11	0.93	2.00	0.86	1.97	0.82

资料来源：Wind，海通证券研究所

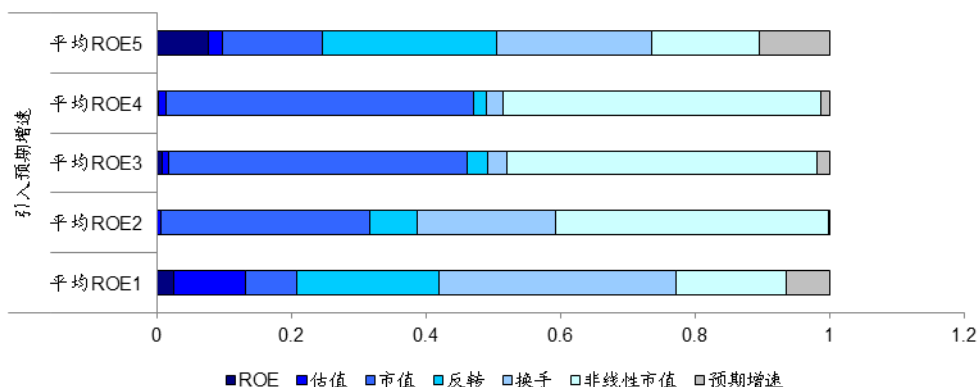
下图中可以比较清楚的看到，通过预期增速预测股票收益，在高盈利组合和低盈利组合中，10 组分档后的股票收益分布。

图2 预期增速在高、低盈利组合中的收益预测效果



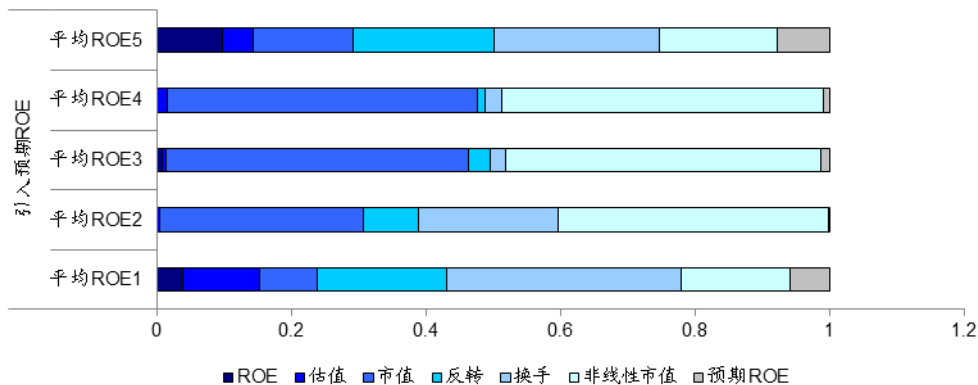
资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 引入预期增速后不同盈利公司的风险溢价



资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 引入预期ROE后不同盈利公司的风险溢价



资料来源：Wind，海通证券研究所

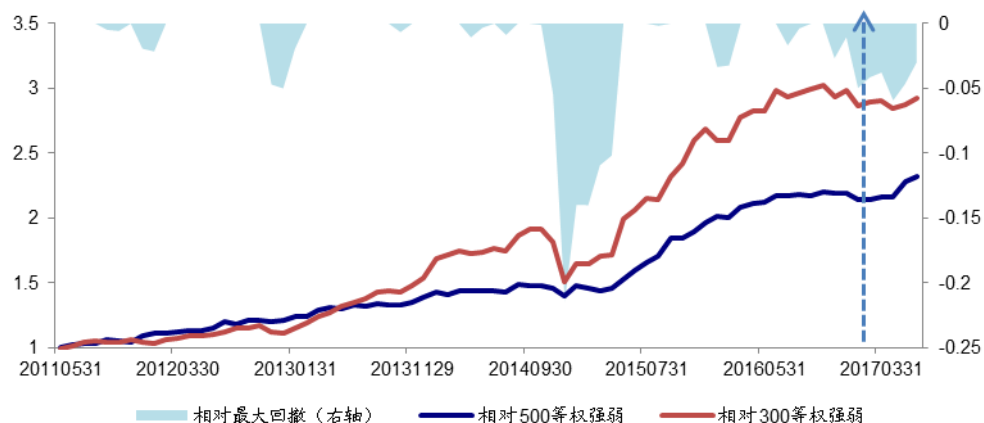
2.4 高盈利公司的策略表现

2017年以来的市场环境相对历史发生了巨大变化，投资者不再单纯依靠风格因子来获取高风险的ALPHA，很多基本面较为稳定的大盘白马股受到投资者青睐。对于价值投资者而言，可能更多的目光集中在基本面以及股价都较为稳定的股票中，本节我们专门对历史基本面表现较好的公司进行选股。

这里我们通过上市公司的盈利来界定历史基本面的好坏，仅针对历史ROE较高的公司进行筛选，测试具体策略效果。

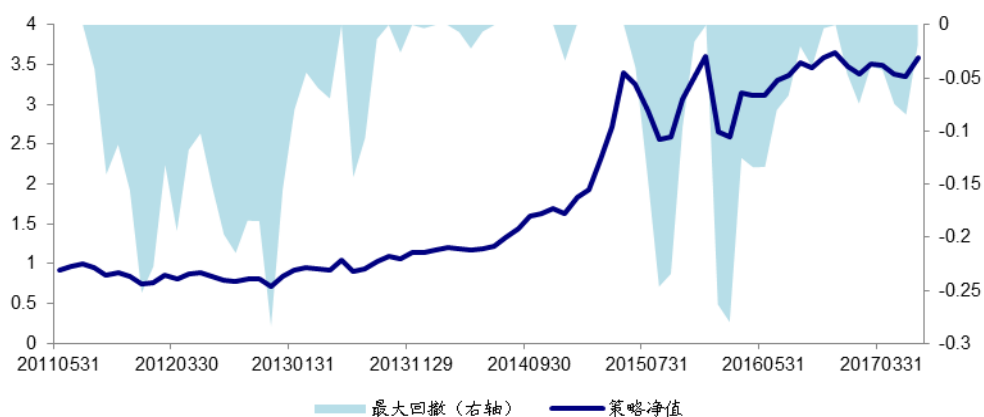
下图图中5为高盈利组合（组合每次选股100只）相对等权300、等权500基准的表现。从最大回撤来看，相对等权沪深300指数，月度最大回撤如果不考虑2014年底的风格突变，仅为-5%。相对等权500的最大回撤，仅为-6%，在图中并未列示。

图5 高盈利组合相对等权沪深 300、中证 500 的表现



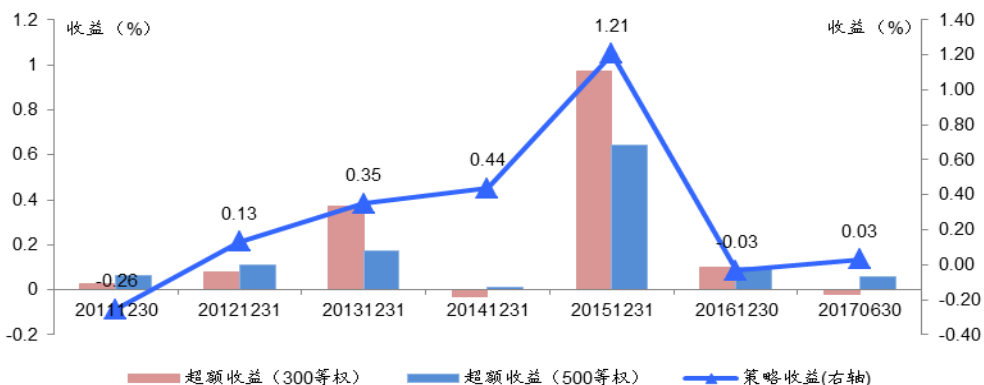
资料来源：Wind，海通证券研究所

图6 高盈利组合的策略净值以及最大回撤



资料来源：Wind，海通证券研究所

图7 高盈利组合历年超额收益和绝对收益



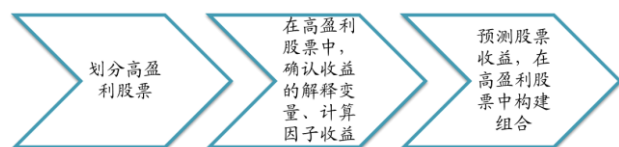
资料来源：Wind，海通证券研究所

3. 基本面分类对预测收益的提升

针对高盈利公司进行特定筛选，一种办法是我们所选用的，采用高盈利公司更为敏感的解释因子去预测收益，对应的，投资者也可以不对公司基本面进行区分，而使用原

始的多因子模型进行预测收益，再从中进行盈利基本面的筛选，挑选预测收益较高的股票构建组合。以下是两种方法的步骤差异。

图8 高盈利公司选股方法 1



资料来源：Wind，海通证券研究所

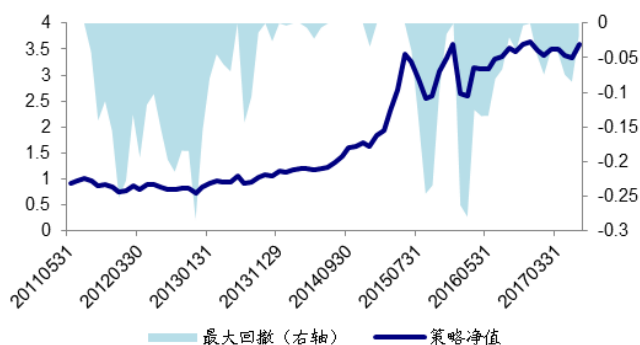
图9 高盈利公司选股方法 2



资料来源：Wind，海通证券研究所

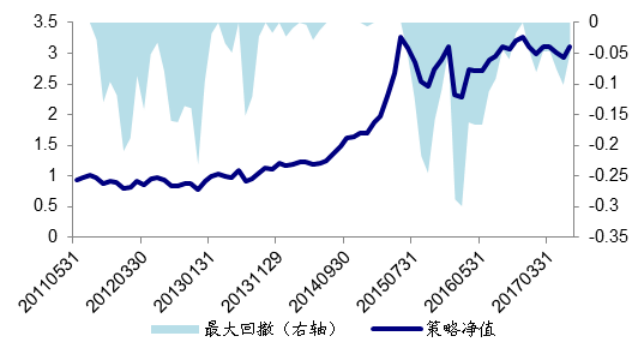
我们可以通过策略的具体表现，来比较两种方法的差异。从净值表现来看，两个策略的净值走势差异不大，最终收益率结果差异也不大，但如果考虑组合的风险调整收益，两者则有显著差异。

图10 方法 1 的策略走势



资料来源：Wind，海通证券研究所

图11 方法 2 的策略走势



资料来源：Wind，海通证券研究所

表格中我们分别针对 300 等权指数，500 等权指数作为基准，计算超额收益及信息比，无论采用哪一个基准，方法 1 的表现均优于方法 2。由此可见，对于价值投资者更为感兴趣的基本面占优的公司，细分类别后再进行具体的分析以及选股是一种更值得推荐的方法。

表 8 不同组合构建方法的收益对比

	策略收益	
	方法 1	方法 2
20111230	-26%	-20%
20121231	13%	14%
20131231	35%	29%
20141231	44%	44%
20151231	121%	83%
20161230	-3%	0%
20170630	3%	0%
	风险调整收益	
	方法 1	方法 2
年化收益	23%	20%

年化超额收益（300 等权）	20%	17%
年化超额收益（500 等权）	16%	13%
信息比（300 等权）	1.83	1.50
信息比（500 等权）	1.27	1.24
信息比（高盈利组合基准）	2.11	1.67

资料来源：Wind，海通证券研究所

4. 结论

本文主要针对上市公司的历史基本面对公司进行分类，分析历史基本面表现不同的公司，其未来的业绩预期对于股价的影响。发现无论按照估值还是盈利、成长等历史因素进行分类，不同历史的公司，影响未来股价波动的预期因子存在很大差异。这说明投资者在进行投资或者预测股票收益的时候，针对不同历史的公司，即便是相同的业绩预期因子，也被赋予了明显不同的风险溢价。那么传统将基本面因子与收益的关系按照线性方式处理，可能就会存在很大问题。

- 从风险角度而言，如果按照历史估值对股票进行划分，发现预期估值因子在高风险股票中的预测作用最为显著。预期盈利和预期增速的选股作用在不同风险组合中差异较小。说明风险越高的组合，未来的风险是投资者关注的头等要素。
- 从业绩角度而言，按照历史盈利或者历史增速对股票进行划分，发现基本面表现较差的公司，明显对预期 PE 更为敏感。而基本面较好的公司，在业绩预期因子上的风险溢价明显更高。这说明投资者对于“劣质”公司，更注重风险；而对于“优质”公司，则会给予业绩要素更大的溢价，这与“优质”公司基本面的稳定性有着直接关系。
- 针对上市公司的历史盈利能力进行具体分析：（1）历史 ROE 较低的股票，未来的平均收益会比历史 ROE 较高的股票更高。这是由于在基本面较差的公司中，一方面更容易诞生业绩发生突变的黑马股，另一方面，公司可能发生重组、并购等重大事件的概率更高，这方面的风险溢价会使得基本面差的公司收益更高。（2）盈利能力较低的公司，虽然整体收益率可能更高，但是公司之间的收益差距（收益波动率、多空收益差）也会相应放大。这说明差中选优的策略，风险与收益并存。（3）在盈利较好的公司中进行选股，策略稳定性会有显著提高。
- 专门针对高盈利公司进行选股，细分类别后进行因子收益计算以及股票收益预测，会比全市场中进行一揽子选股效果更优。对于价值投资者而言，这种方法更值得推荐。最终的高盈利多头组合，年化收益 23%，相对沪深 300 等权指数年化超额收益 20%，相对 500 等权指数年化超额收益 16%，相对 300 等权指数信息比 1.83，相对 500 等权指数信息比 1.27，相对高盈利公司的大集合，信息比 2.11。

5. 风险提示

市场系统性风险、流动性风险、模型失效风险。

信息披露

分析师声明

郑雅斌 金融工程研究团队

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

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长
(021)23219422 klijang@htsec.com

邓 勇 所长助理
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟 奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
联系人
梁中华(021)232154142 lzh10403@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
联系人
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
史霄安 sxa11398@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
薛 涵 xh11528@htsec.com
联系人
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
庄梓恺 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com
联系人
姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
联系人
郑英亮(021)23154147 zyl10427@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
李 影(021)23154147 ly11082@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
刘 宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
联系人
朱红军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com
殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙 建(021)23154170 sj10968@htsec.com
联系人
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
刘 浩(010)56760098 lh11328@htsec.com

汽车行业

邓 学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
杜 威(0755-82900463 dw11213@htsec.com
联系人
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com
王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com

公用事业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
联系人
赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
王 晴(021)23154116 wq10458@htsec.com
李宏科(021)23154125 lkh11523@htsec.com
联系人
史 岳(021)23154135 sy11542@htsec.com

互联网及传媒

钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com
联系人
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
刘 欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
唐 宇(021)23219389 ty11049@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
杨 娜(021)23154135 yn10377@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
贾亚童(021)23219421 jiaty@htsec.com
联系人
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业

陈 平(021)23219646 cp9808@htsec.com
 联系人
 谢 磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
 张天闻 ztw11086@htsec.com
 尹 苓(021)23154119 yl11569@htsec.com

煤炭行业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
 联系人
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com

电力设备及新能源行业

杨 帅(010)58067929 ys8979@htsec.com
 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com
 徐柏乔(021)32319171 x bq6583@htsec.com
 联系人
 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
 张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 刘 强(021)23219733 lq10643@htsec.com
 联系人
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com
 鲁 立 ll11383@htsec.com
 联系人
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 洪 琳 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 联系人
 庄 宇(010)50949926 zy11202@htsec.com
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com

非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
 联系人
 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com
 张 杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 联系人
 童 宇(021)23154181 ty10949@htsec.com

纺织服装行业

唐 苓(021)23212208 tl9709@htsec.com
 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 于旭辉(021)23219411 y xh10802@htsec.com
 联系人
 马 榕(021)23219431 mr11128@htsec.com

建筑建材行业

邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com
 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com
 联系人
 周 俊 0755-23963686 zj11521@htsec.com

机械行业

沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com
 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
 耿 耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
 杨 震(021)23154124 yz10334@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 联系人
 刘 璇(021)23219197 lx11212@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟 dsw11227@htsec.com
 联系人
 毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
 陈 阳(010)50949923 cy10867@htsec.com
 联系人
 关 慧(021)23219448 gh10375@htsec.com
 夏 越(021)23212041 xy11043@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 孔梦遥(010)58067998 kmy10519@htsec.com
 成 珊(021)23212207 cs9703@htsec.com

军工行业

徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com
 刘 磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
 蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
 联系人
 张恒晖(010)68067998 zhx10170@htsec.com
 张宇轩 zyx11631@htsec.com

银行行业

林媛媛(0755)23962186 lly9184@htsec.com
 联系人
 林瑾璐 lj11126@htsec.com
 谭敏沂 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com
 联系人
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
 顾熹闽 021-23154388 gxm11214@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 联系人
 李 阳 ly11194@htsec.com
 朱默辰 zmc11316@htsec.com

造纸轻工行业

曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
 联系人
 朱 悦(021)23154173 zy11048@htsec.com
 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
蒋炯 jj10873@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
慈晓聪 021-23219989 cxc11643@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
吴尹 wy11291@htsec.com
陈铮茹 czr11538@htsec.com
陆铂锡 lbx11184@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
张明 zm11248@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 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com