

相关研究

《风起“云”涌——云 50 ETF 投资价值分析》2021.07.12

《风起“云”涌——云 50 ETF 投资价值分析》2021.07.11

《高频数据应用系列研究（二）——公募基金持仓占比预期在选股以及行业轮动中的应用》2021.07.14

分析师:冯佳睿

Tel:(021)23219732

Email:fengjr@htsec.com

证书:S0850512080006

分析师:罗蕾

Tel:(021)23219984

Email:ll9773@htsec.com

证书:S0850516080002

如何优雅地抄基金经理作业(四)——盈利、增长、现金流:不可多得的基本面三角

投资要点:

盈利、增长和现金流,是基金经理考察公司基本面时通常会参考的指标。那么是否存在一些公司,它们在这 3 个维度上的表现都非常优异?若是存在,这种公司能长期如此吗?它们后续的市场表现又如何?本文主要对这些问题进行研究,并构建一些可供参考的、简单的基本面因子组合。

- **盈利、增长或现金流优异的公司,未来股价表现也较优。**自 2013 年至 2021 年 6 月(下同),季度换仓,盈利 top50 组合相对于沪深 300 指数年超额 14.0%;增长 top50 组合年超额 12.9%;现金流 top50 组合年超额 13.4%。
- **盈利、增长、现金流因子时间序列相关性低,具有一定的互补性;选择三者兼优的股票构建组合,可以平滑分年度的收益波动,大部分年份相对沪深 300 都可获得 20%以上的正超额。**盈利、增长、现金流这 3 个因子多头超额的时间序列相关性低,不超过 0.4。分年度来看,2015 年,现金流多头表现最优;2017-2020 年,盈利因子表现优异;2013 年、2021 年,增长因子表现优异。可见,三者时间序列上具有一定的互补性。**选择 3 个维度都优异的公司构建股票组合,业绩表现优异,年化收益 35.2%,相对沪深 300 年超额 26.3%;且相比于单因子,三者兼优组合的分年度超额更为稳定。**
- **控制盈利后,增长与现金流呈一定负相关性,因此盈利、增长、现金流三者兼优的公司很少。**3 因子 top100 交集的平均个股数仅为 1.9 只, top300 的交集为 14.7 只,可见,三者兼优的公司很少。这主要是由于盈利、增长、现金流三因子的截面相关性较低,特别是控制盈利后,增长和现金流呈微弱负相关性,即增速高的公司,现金流相对较弱。直观来看,若一家公司盈利水平很高,增长又快,公司可能更有动力加大资本支出去扩大生产,因此其自由现金流可能相对不如增速慢的公司。控制盈利后,增速与现金流的负相关性使得在盈利、增长、现金流三角里,三个维度同时优异的公司很少。
- **若要扩充组合范围增加个股数,则需要在盈利、增长、现金流三角中进行取舍。**例如,(1)选择增长快、现金流好的公司,而不对盈利做额外要求,构建增长现金流组合。该组合年化收益 32.7%,相对沪深 300 年超额 23.8%。或者(2)选择盈利高、增长快的公司,而不对现金流做额外要求,构建盈利增长组合。该组合年化收益 28.7%,相对沪深 300 年超额 19.8%。或者(3)选择盈利高、现金流好的公司,不对增长做额外要求,构建盈利现金流组合。该组合年化收益 27.5%,相对沪深 300 年超额 18.5%。
- **盈利单因子组合,2017 年以来表现突出。**由于盈利因子与增长和现金流都存在一定的正相关性,即盈利高的公司,其现金流、增速通常也较优,利用该因子选股在一定程度上可以兼顾其余两面。盈利单因子 top30 组合 2013 年以来年化收益 27.4%,相对沪深 300 指数年超额 18.4%。特别是 2017 年以来,盈利单因子组合的收益表现优于双因子组合。
- **风险提示。**模型误设风险、因子失效风险。组合是根据量化模型、程序自动运行生成,分析师未进行主观判断。

目 录

1. 盈利、增长与现金流.....	5
2. 不可多得的基本面三角	6
2.1 盈利高、增长快，同时现金流好的公司极少.....	7
2.2 现金流好坏，与增长快慢相关性低.....	8
2.3 小结	9
3. 组合案例.....	10
3.1 盈利组合	10
3.2 双因子组合	11
3.2.1 增长、现金流组合	11
3.2.2 盈利、增长组合	11
3.2.3 盈利、现金流组合	12
3.3 盈利、增长、现金流三者兼优组合	13
3.4 小结	14
4. 全文总结.....	16
5. 风险提示.....	16

图目录

图 1	盈利因子的次均分组年化收益（2013.01-2021.06）	5
图 2	盈利因子的多空收益	5
图 3	增长因子的次均分组年化收益（2013.01-2021.06）	6
图 4	增长因子的多空收益	6
图 5	现金流因子的次均分组年化收益（2013.01-2021.06）	6
图 6	现金流因子的多空收益	6
图 7	三因子 top50 组合相对沪深 300 指数分年度的超额收益（截止 2021.06）	7
图 8	盈利多头与其他因子多头交集的平均个股数（2013.01- 2021.06）	7
图 9	增长多头与其他因子多头交集的平均个股数（2013.01- 2021.06）	7
图 10	现金流多头与其他因子多头交集的平均个股数（2013.01- 2021.06）	8
图 11	盈利、增长、现金流三者同时居优的股票组合相邻两期换手率高	8
图 12	盈利分组组合的基本面特征（2013Q1-2021Q1）	8
图 13	增长分组组合的基本面特征（2013Q1-2021Q1）	8
图 14	现金流分组组合的基本面特征（2013Q1-2021Q1）	8
图 15	盈利、增长、现金流的截面相关系数	8
图 16	两因子交叉组合，在另一因子上的平均暴露（2013.01- 2021.06）	9
图 17	两因子交叉组合，相对市场等权组合的次均年化超额（2013.01- 2021.06）	9
图 18	盈利组合每个持有期的收益率	10
图 19	盈利组合主要分布的行业历史权重占比变化	10
图 20	增长、现金流组合每个持有期的收益率	11
图 21	增长、现金流组合主要分布的行业历史权重占比变化	11
图 22	盈利、增长组合每个持有期的超额收益	12
图 23	盈利、增长组合主要分布的行业历史权重占比变化	12
图 24	盈利、现金流组合每个持有期的超额收益	13
图 25	盈利、现金流组合主要分布的行业历史权重占比变化	13
图 26	盈利、增长、现金流兼优组合每个持有期的收益率	13
图 27	盈利、增长、现金流兼优组合 2021Q1 的 top5 行业历史权重占比变化	13
图 28	组合与其他 4 个组合的交集个数占比（2013.01-2021.06）	15
图 29	相对沪深 300 月超额的相关系数（2013.01-2021.06）	15

表目录

表 1	top50 组合相对沪深 300 月超额的相关系数 (2013.01-2021.06)	7
表 2	盈利组合分年度收益表现 (2013.01-2021.06)	10
表 3	增长、现金流组合分年度收益表现 (2013.01-2021.06)	11
表 4	盈利、增长组合分年度收益表现 (2013.01-2021.06)	12
表 5	盈利、现金流组合分年度收益表现 (2013.01-2021.06)	13
表 6	盈利、增长、现金流兼优组合分年度收益表现 (2013.01-2021.06)	14
表 7	2021Q1 盈利、增长、现金流三者兼优组合	14
表 8	5 个基本面组合全区间业绩表现对比 (2013.01-2021.06)	15
表 9	5 个基本面组合分年度收益表现对比 (2013.01-2021.06)	15

以往量化对基本面信息的应用通常从多因子角度出发，因此会做一些正交化、中性化的处理，例如正交行业和市值等，以降低因子的波动性，提升 ICIR 表现。本篇报告则主要在季度换仓频率下，考察未中性化之前的基本面信息的相互关系和特征。

盈利、增长和现金流，是基金经理考察公司基本面时通常会参考的指标。利用这 3 个指标进行单因子选股，top50 组合相对于沪深 300 指数都能获得 12% 以上的年超额（2013.01-2021.06）。那么是否存在一些公司，它们在这 3 个维度上的表现都非常优异？若是存在，这种公司能长期如此吗？它们后续的市场表现又如何？下文将会对这些问题进行研究，并构建一些可供参考的、简单的基本面因子组合。

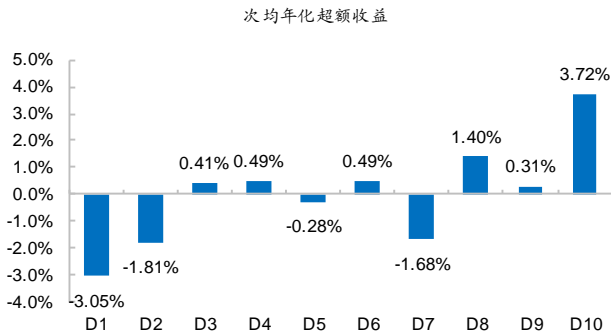
1. 盈利、增长与现金流

盈利能力即公司获取利润的能力，净资产收益率 ROE 是用于刻画公司盈利能力的常用指标之一。盈利能力越高的公司，其股价表现通常也越优。我们将公司最新一期 ROE、经过波动率调整的过去 4 期 ROE 均值这两个指标等权加总，来构建盈利因子，目的是选出具有稳定盈利能力的公司。

每年换仓 3 次（4 月、8 月、10 月底），基于盈利因子将全市场股票等分为 10 组，统计每组股票等权组合持有至下一个换仓期，相对于全市场等权组合的次均年化超额，结果如下图左所示。整体来看，高盈利公司具有更高的收益表现。盈利能力最高的一组股票（D10）相对于市场等权组合次均年化超额 3.72%，而盈利能力最低的一组股票（D1）次均年化超额为 -3.05%。单边扣千 3 交易费用，盈利能力最高的 50 只股票市值加权组合相对于沪深 300 指数年超额 14.0%。

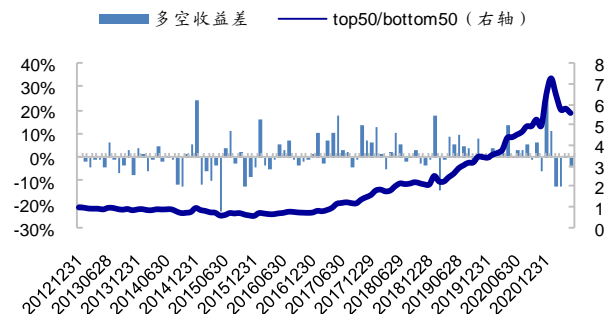
注：本文在构建组合时，为控制单只股票对组合收益造成的影响，将个股最大权重限制为不超过 10%。

图1 盈利因子的次均分组年化收益（2013.01-2021.06）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 盈利因子的多空收益

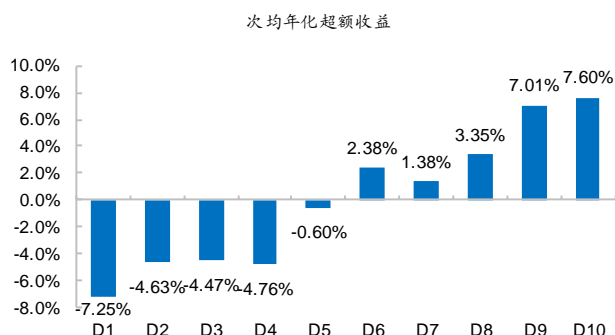


资料来源：Wind，海通证券研究所

企业的增长能力，也称企业的成长性，它是企业通过自身的生产经营活动，不断扩大积累而形成的发展潜能。营业收入增长情况是用于考量公司成长性的常用指标之一。我们以“最新一期的营业收入同比变化/过去 4 期营业收入同比变化波动率”，作为增长因子。

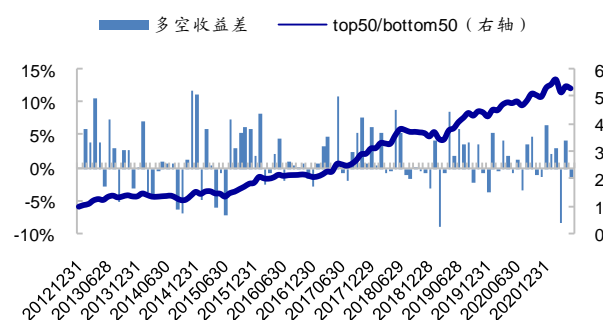
增长越快的公司，其股价表现通常也越优。增长最快的一组股票（D10）相对于市场等权组合次均年化超额 7.60%，而增长最慢的一组股票（D1）次均年化超额为 -7.25%。扣除交易费用后，增长最快的 50 只股票市值加权组合相对于沪深 300 指数年超额 12.9%。

图3 增长因子的次均分组年化收益（2013.01-2021.06）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 增长因子的多空收益

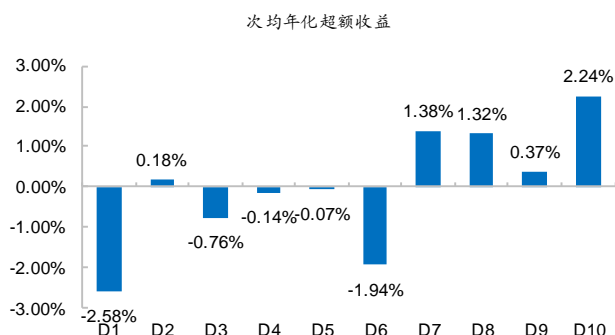


资料来源：Wind，海通证券研究所

企业自由现金流（FCFF）本质上是企业赚取的、满足了再投资需求后，可供企业资本提供者（股东和债权人）分配的资金。由于企业的经营有波动，因此我们以过去3年的FCFF均值/波动率来反映公司现金流状况；同时以最新一期的FCFF同比变化/过去4期FCFF同比变化波动率来反映现金流的变化情况；将两者等权加总构建现金流因子。

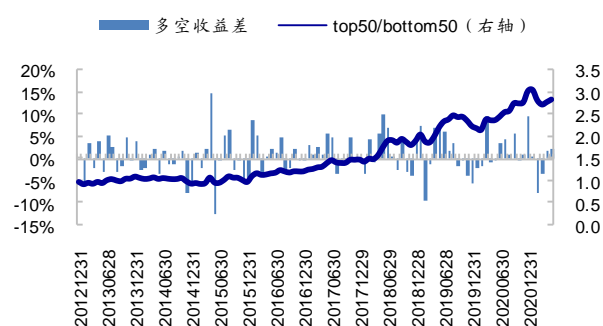
现金流状况越好的公司，其股价表现通常也越优。现金流因子得分最高的一组股票（D10）相对于市场等权组合次均年化超额 2.24%，而现金流因子得分最低的一组股票（D1）次均年化超额为-2.58%。扣除交易费用后，因子得分最高的50只股票市值加权组合相对于沪深300指数年超额 13.4%。

图5 现金流因子的次均分组年化收益（2013.01-2021.06）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图6 现金流因子的多空收益



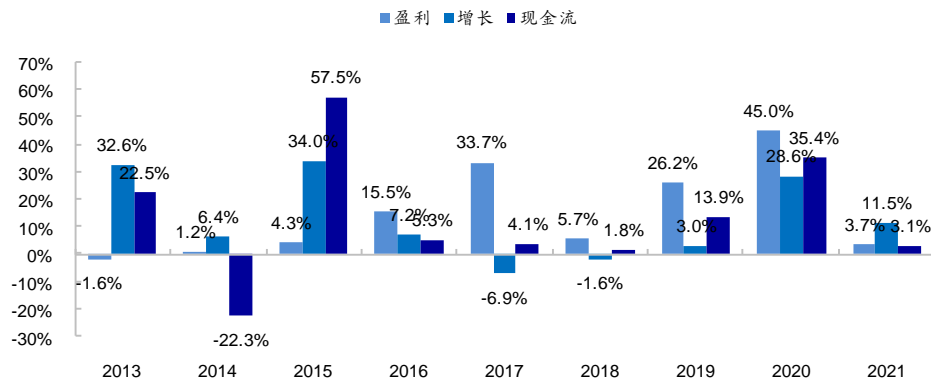
资料来源：Wind，海通证券研究所

盈利、增长与现金流，是刻画公司基本面情况的三个方面。三者对股票未来收益都具有一定的预测作用，利用这3个因子选股相对于沪深300指数都能获得12%以上的年超额。

2. 不可多得的基本面三角

如前所述，盈利、增长与现金流多头组合都具有较优的收益表现。而且，这3个因子的多头超额（相对沪深300指数超额收益）时间序列相关性低，不超过0.4。分年度来看，2015年，现金流多头表现最优；2017-2020年，盈利因子表现优异；2013年、2021年，增长因子表现优异。可见，三者时间序列上具有一定的互补性。那么能否筛选出盈利、增长、现金流三者兼优的公司构建组合以平滑组合收益波动呢？本章我们将对该问题进行探讨。

图7 三因子 top50 组合相对沪深 300 指数分年度的超额收益（截止 2021.06）



资料来源：Wind，海通证券研究所

表 1 top50 组合相对沪深 300 月超额的相关系数（2013.01-2021.06）

	盈利多头	增长多头	现金流多头
盈利多头	1	0.17	0.29
增长多头	0.17	1	0.38
现金流多头	0.29	0.38	1

资料来源：Wind，海通证券研究所

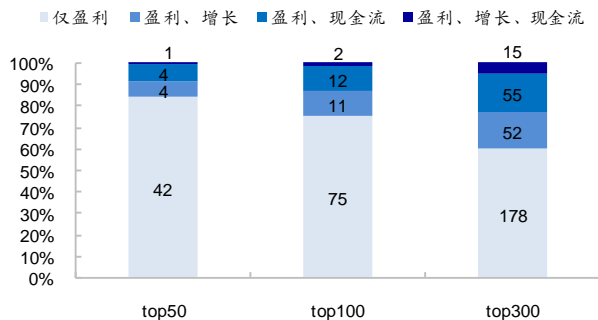
2.1 盈利高、增长快，同时现金流好的公司极少

基于盈利、增长、现金流因子选择得分最高的 100 只（50/300 只）股票构建因子多头，然后考察 3 个因子多头交集的个股数情况可发现，同时属于 3 个因子多头的个股极少，即盈利高、增长快、同时现金流还好的公司并不多见。

具体来看，盈利 top100 股票中，平均仅 2 家公司符合增长快、现金流好的特征；top300 股票中，仅 15 家公司符合要求，占比均在 2% 左右。而且，这部分三者兼优的公司即使少量存在，其持续性也低，绝大部分三者兼优的公司仅短暂存在。自 2013Q1 至 2021Q1，65.3% 的股票只出现过一次，相邻两期组合的平均换手率高达 75.5%。

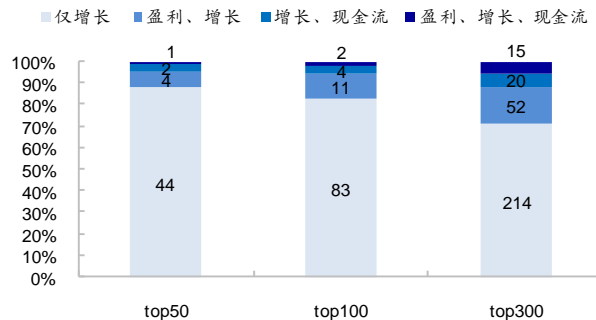
综上所述，在盈利、增长、现金流三角里，三个维度同时优异的公司少之又少；若要扩充组合范围增加个股数，则需要在这三个指标间进行取舍。例如，选择盈利高、增长快的公司，而适当放低对现金流的要求；或选择增长快、现金流好的公司，适当放低对盈利的要求等。

图8 盈利多头与其他因子多头交集的平均个股数（2013.01-2021.06）



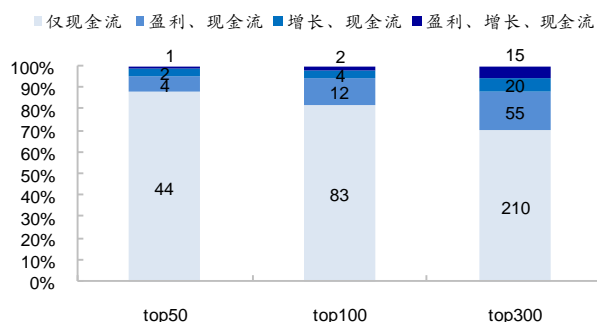
资料来源：Wind，海通证券研究所

图9 增长多头与其他因子多头交集的平均个股数（2013.01-2021.06）



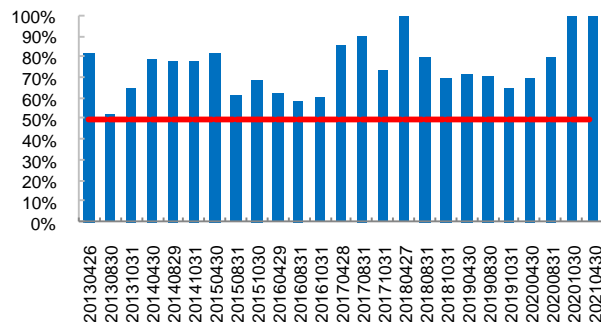
资料来源：Wind，海通证券研究所

图10 现金流多头与其他因子多头交集的平均个股数 (2013.01-2021.06)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图11 盈利、增长、现金流三者同时居优的股票组合相邻两期换手率高

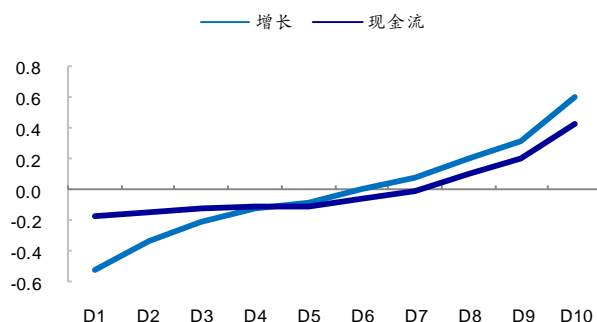


资料来源：Wind，海通证券研究所

2.2 现金流好坏，与增长快慢相关性低

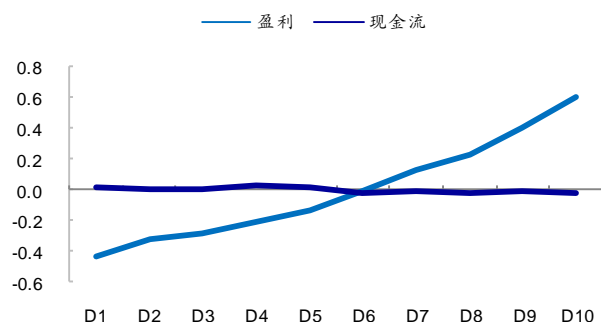
那么为什么基本面三项同时优异的公司少，且持续性低呢？本节从因子相关性的角度对该问题进行探讨。

图12 盈利分组组合的基本面特征 (2013Q1-2021Q1)



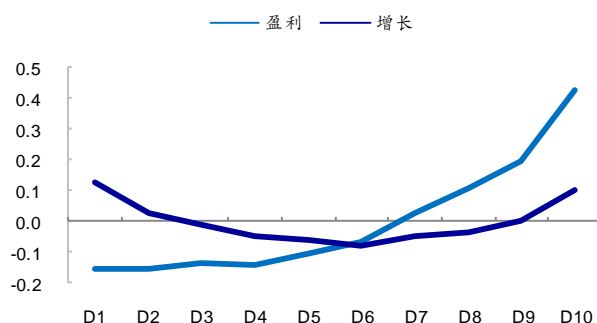
资料来源：Wind，海通证券研究所

图13 增长分组组合的基本面特征 (2013Q1-2021Q1)



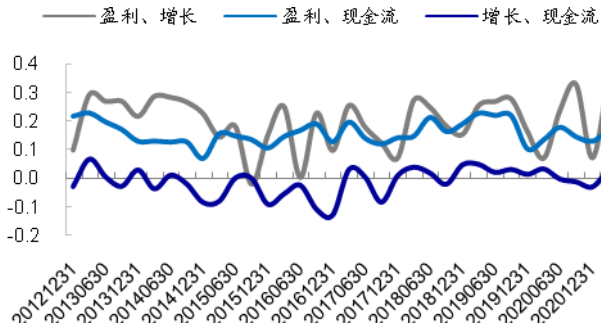
资料来源：Wind，海通证券研究所

图14 现金流分组组合的基本面特征 (2013Q1-2021Q1)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图15 盈利、增长、现金流的截面相关系数



资料来源：Wind，海通证券研究所

根据单因子将全市场股票等分为10组，然后统计每组股票在另外两个基本面因子上的平均暴露，结果如图12-14所示。可见，盈利高的公司，通常现金流和增速也较优。但是增长与现金流的相关性很低：增速快的公司，有些现金流好，有些现金流差，整体现金流状况与增速慢的公司集无明显区别。

从因子截面相关性角度来看，盈利与增长、现金流呈一定的正相关性，2013年以来的平均截面相关系数分别为0.20和0.16。而增长与现金流的相关性则很低，两者平均

截面相关系数为-0.01。相关性低会使得，出现增长快、同时现金流好的公司的概率较小。

根据两因子交叉分组，考察另一基本面因子的暴露情况，结果如图 16 所示。在不同增速的股票集中，随着盈利逐渐变好，公司的现金流也在逐渐改善；同时，在不同现金流股票集中，随着盈利逐渐变好，公司增速也在增加。可见，盈利因子与增速和现金流存在较为明显的正相关关系，盈利高的股票集中，公司的现金流和增速也较优。

控制盈利后，随着增速逐渐加快，公司的现金流并未改善，甚至是呈现略微下降的态势，即增速越高的公司，现金流相对较弱。直观来看，若一家公司盈利水平很高，增长又快，公司可能更有动力加大资本支出去扩大生产，因此其现金流可能相对不如增速慢的公司。同样地，控制盈利后，随着现金流逐渐改善，增速并未增加，甚至是呈略微下降态势，即现金流好的公司，增速相对较慢。

可见，控制盈利能力后，公司增速与现金流呈微弱负相关关系。这种负相关性，进一步降低了在高盈利、高增速股票集中，出现现金流好的公司的可能性，因此三者兼优的股票较少。

从持续性角度来看，盈利 top100 股票中，有 65.5% 的股票下一期依旧为盈利能力高的头部公司；而现金流 top100 股票中，仅 31% 的股票下一期依旧为现金流好的头部公司；增长 top100 股票中，仅 20% 的股票下一期依旧为增长快的头部公司。可见，公司增速和现金流变动较快，不如盈利稳定，头部公司的切换也较快。基本面三项同时优异的公司持续性低，主要原因在于现金流与增速的头部公司持续性低。

虽然增长与现金流相关性低，两者兼得的公司数较少，但这部分公司的股价表现较为优异。自 2013 年初至 2021 年 6 月底，两因素分为 5 组取交集的股票等权组合相对市场等权组合次均年超额 10.6%，是双因素交叉分组组合中次均年收益最高的一个组合。

图16 两因子交叉组合，在另一因子上的平均暴露（2013.01-2021.06）

基于盈利和增长分组，每个组合的平均现金流暴露						
盈利	增长					
	D1	D2	D3	D4	D5	
	-0.13	-0.10	-0.16	-0.25	-0.32	
	-0.06	-0.08	-0.08	-0.15	-0.27	
	0.01	-0.04	-0.08	-0.10	-0.21	
	0.15	0.11	0.06	0.00	-0.04	
现金流	增长					
	D1	D2	D3	D4	D5	
	-0.34	-0.41	-0.46	-0.44	-0.47	
	-0.02	-0.15	-0.21	-0.24	-0.17	
	0.09	-0.03	-0.08	-0.08	-0.10	
	0.26	0.18	0.13	0.07	0.10	
增长	现金流					
	D1	D2	D3	D4	D5	
	-0.53	-0.50	-0.45	-0.29	-0.10	
	-0.39	-0.37	-0.29	-0.18	0.03	
	-0.22	-0.20	-0.13	0.02	0.19	
	-0.01	0.06	0.14	0.24	0.49	

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：颜色由绿——黄——红，表示因子暴露越来越高。

图17 两因子交叉组合，相对市场等权组合的次均年化超额（2013.01-2021.06）

每个交叉分组组合，相对全市场等权组合的次均年超额						
盈利	增长					
	D1	D2	D3	D4	D5	
	-6.7%	-4.1%	0.4%	4.2%	0.5%	
	-5.4%	-1.3%	2.7%	3.9%	4.8%	
	-3.7%	-2.8%	-0.8%	1.3%	6.9%	
	-6.6%	-5.2%	-1.7%	0.3%	7.4%	
现金流	增长					
	D1	D2	D3	D4	D5	
	-5.7%	-2.8%	-1.7%	1.8%	-3.0%	
	-1.1%	0.3%	-1.0%	4.4%	0.9%	
	-0.6%	-2.3%	-1.8%	1.1%	4.1%	
	-1.3%	0.6%	-0.7%	0.0%	-0.6%	
增长	现金流					
	D1	D2	D3	D4	D5	
	-7.4%	-6.6%	-6.4%	-2.3%	-6.0%	
	-5.8%	-4.8%	-2.0%	0.0%	-4.4%	
	-1.9%	-2.3%	-0.4%	3.7%	3.8%	
	-0.3%	5.1%	0.5%	3.5%	2.0%	

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：颜色由绿——黄——红，表示组合收益越来越高。

2.3 小结

盈利、增长、现金流多头组合的时间序列相关性低，具有一定的互补性；直观来看，可以尝试构建三者兼优的组合来平滑分年度的收益波动。但分析因子相关性我们发现，控制盈利后，增长和现金流呈微弱负相关性，即增速高的公司，现金流相对较弱。这种微弱的负相关性使得在盈利、增长、现金流三角里，三个维度同时优异的公司少之又少，平均每个季报期满足条件的个股不超过 15 只。若要增加组合个股数，则需要三者间进行取舍。

3. 组合案例

如前所述，盈利、增长、现金流三个维度同时优异的公司很少。因此本章除三者兼优组合外，还通过在三者间进行取舍，来构建包含更多个股数的其他基本面组合。例如，选择增长快、现金流好的公司，而不对盈利做额外要求的增长现金流组合等，具体包括：

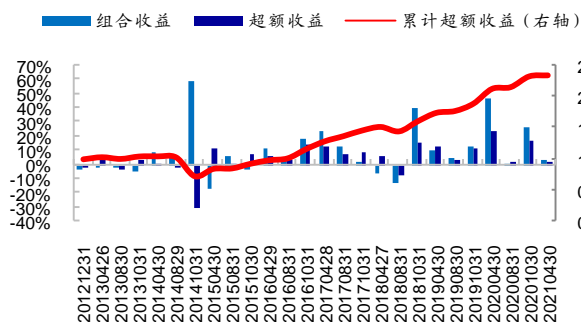
- 1) 盈利组合：盈利高的公司，其现金流、增速通常也较优，利用该因子选股可以兼顾其余两面；
- 2) 双因素组合：盈利高、增速快的股票组合；盈利高、现金流好的股票组合；增速快、现金流好的股票组合；
- 3) 盈利、增长、现金流三者兼优组合。

3.1 盈利组合

每年 4、8、10 月末，选择盈利因子得分最高的 30 只股票构建市值加权组合，限制单只个股权重上限为 10%（下同），持有至下一个换仓期，单边扣千 3 交易费用，组合自 2013 年初至 2021 年 6 月底，年化收益 27.4%，相对于沪深 300 指数年超额 18.4%。分年度来看，盈利组合在 2017、2019-2020 年表现突出。

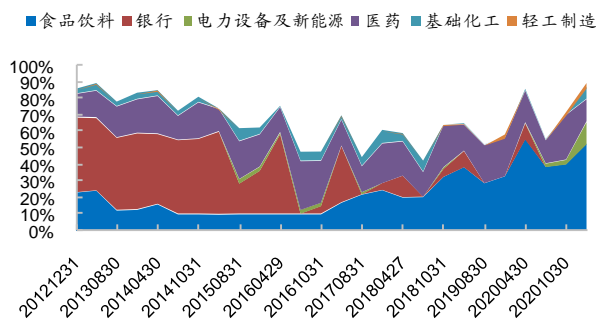
高盈利组合行业切换相对较慢，2016 年前，高盈利股票主要分布在银行行业；2017 年以来，大部分情况下，组合主要分布在食品饮料、医药和家电行业。从近期的情况来看，医药和家电行业的权重有所降低（2021Q1 两者权重分别为 13.3%和 1.3%），而电力设备及新能源行业的占比明显增加，由 2020Q3 的 2.1%增加至 2021Q1 的 13.6%。

图18 盈利组合每个持有期的收益率



资料来源：Wind，海通证券研究所

图19 盈利组合主要分布的行业历史权重占比变化



资料来源：Wind，海通证券研究所

表 2 盈利组合分年度收益表现（2013.01-2021.06）

	组合收益	沪深 300	超额收益	年跟踪误差	信息比	最大回撤	月胜率
2013	-7.2%	-7.6%	0.4%	8.7%	-0.02	12.5%	50.0%
2014	41.0%	51.7%	-10.7%	7.5%	-1.02	24.8%	58.3%
2015	15.3%	5.6%	9.7%	16.5%	0.44	19.3%	41.7%
2016	3.6%	-11.3%	14.9%	8.1%	1.88	5.1%	75.0%
2017	72.5%	21.8%	50.7%	9.9%	3.67	5.6%	91.7%
2018	-17.6%	-25.3%	7.7%	12.4%	0.93	13.2%	58.3%
2019	68.2%	36.1%	32.1%	10.9%	2.04	8.2%	66.7%
2020	88.3%	27.2%	61.1%	13.7%	3.03	8.2%	75.0%
2021	11.1%	0.2%	10.8%	17.2%	1.46	13.3%	66.7%
全区间	27.4%	8.9%	18.4%	11.8%	1.39	57.3%	64.7%

资料来源：Wind，海通证券研究所

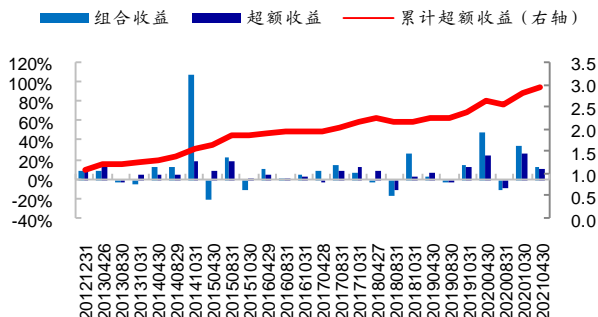
3.2 双因子组合

3.2.1 增长、现金流组合

在增长因子得分最高的 20% 股票与现金流因子得分最高的 20% 股票的交集中, 选择增速最高的 30 只股票构建市值加权组合, 称为增长、现金流组合。该组合自 2013 年初至 2021 年 6 月底, 年化收益 32.7%, 相对于沪深 300 指数年超额 23.8%。分年度来看, 增长、现金流组合在 2013、2015、2021 年表现突出。

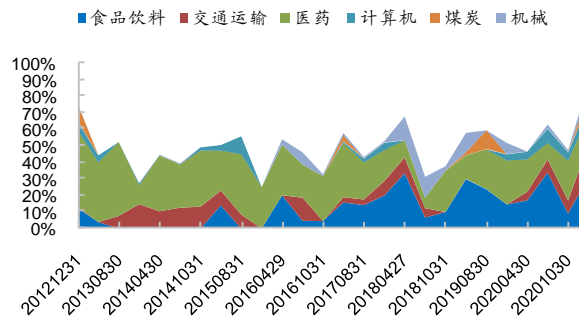
在大部分时段, 高增速、高现金流的股票所在的第一大行业为医药行业, 2013-2016 年该行业权重平均为 30.5%; 近期医药行业占比有所降低, 2021Q1 为 17.2%。除医药以外, 2014 年以前高增速、高现金流的股票主要分布汽车、交运和家电行业; 2015-2017 年则主要分布在传媒、食品饮料行业。2018 年以来, 食品饮料行业的占比进一步提升, 平均权重超过医药, 成为高增速、高现金流股票所在的第一大行业。从 2021Q1 的行业分布来看, 前几大行业分别是: 食品饮料 (31.3%)、交运 (20.0%)、医药 (17.2%)、计算机 (7.3%)、煤炭 (6.4%)、和机械 (6.0%)。

图20 增长、现金流组合每个持有期的收益率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图21 增长、现金流组合主要分布的行业历史权重占比变化



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 3 增长、现金流组合分年度收益表现 (2013.01-2021.06)

	组合收益	沪深 300	超额收益	年跟踪误差	信息比	最大回撤	月胜率
2013	21.3%	-7.6%	28.9%	15.7%	1.81	9.3%	75.0%
2014	46.5%	51.7%	-5.1%	13.4%	-0.26	23.7%	50.0%
2015	76.8%	5.6%	71.3%	20.8%	2.63	9.2%	83.3%
2016	-5.6%	-11.3%	5.7%	9.8%	0.73	10.0%	66.7%
2017	38.7%	21.8%	16.9%	11.5%	1.22	8.5%	58.3%
2018	-22.8%	-25.3%	2.5%	13.7%	0.35	20.7%	50.0%
2019	58.1%	36.1%	22.0%	9.3%	1.71	4.1%	75.0%
2020	70.2%	27.2%	43.0%	12.9%	2.40	10.0%	66.7%
2021	29.7%	0.2%	29.4%	18.5%	3.11	8.2%	100.0%
全区间	32.7%	8.9%	23.8%	14.1%	1.50	26.1%	67.6%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

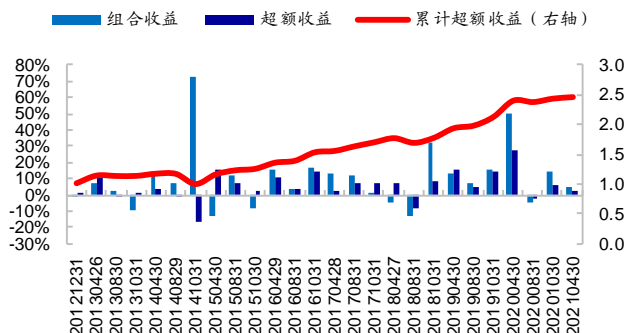
3.2.2 盈利、增长组合

在盈利因子得分最高的 20% 股票与增长因子得分最高的 20% 股票的交集中, 选择盈利最高的 30 只股票构建市值加权组合, 称为盈利、增长组合。该组合自 2013 年初至 2021 年 6 月底, 年化收益 28.7%, 相对于沪深 300 指数年超额 19.8%。

2018 年以前, 高盈利、高增速股票所在的第一大行业为医药行业, 该行业权重占比平均为 38.0%; 2019 年以来, 第一大行业由医药切换至食品饮料, 两者的平均权重占

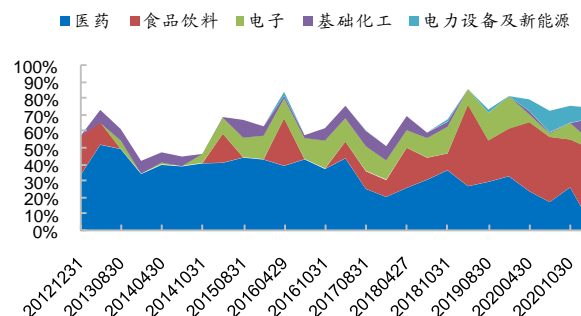
比分别为 23.3%、36.8%。从 2021Q1 的行业分布来看，前 5 大行业分别是：食品饮料（45.2%）、基础化工（13.4%）、电力设备及新能源（6.8%）、煤炭（5.7%）、建材（5.3%）。

图22 盈利、增长组合每个持有期的超额收益



资料来源：Wind，海通证券研究所

图23 盈利、增长组合主要分布的行业历史权重占比变化



资料来源：Wind，海通证券研究所

表 4 盈利、增长组合分年度收益表现（2013.01-2021.06）

	组合收益	沪深 300	超额收益	年跟踪误差	信息比	最大回撤	月胜率
2013	12.1%	-7.6%	19.8%	15.9%	1.24	16.3%	66.7%
2014	22.5%	51.7%	-29.1%	11.8%	-1.85	34.6%	41.7%
2015	48.4%	5.6%	42.8%	16.4%	2.12	8.1%	83.3%
2016	3.2%	-11.3%	14.5%	9.0%	1.77	7.9%	83.3%
2017	57.0%	21.8%	35.2%	11.1%	2.41	7.3%	83.3%
2018	-21.4%	-25.3%	3.9%	14.3%	0.48	17.6%	41.7%
2019	67.9%	36.1%	31.8%	12.1%	1.85	10.0%	75.0%
2020	87.6%	27.2%	60.4%	15.5%	2.64	11.8%	75.0%
2021	4.7%	0.2%	4.5%	13.0%	0.86	9.9%	66.7%
全区间	28.7%	8.9%	19.8%	13.5%	1.32	36.4%	68.6%

资料来源：Wind，海通证券研究所

3.2.3 盈利、现金流组合

在盈利因子得分最高的 20%股票与现金流因子得分最高的 20%股票的交集中，选择盈利最高的 30 只股票构建市值加权组合，称为盈利、现金流组合。该组合自 2013 年初至 2021 年 6 月底，年化收益 27.5%，相对于沪深 300 指数年超额 18.5%。

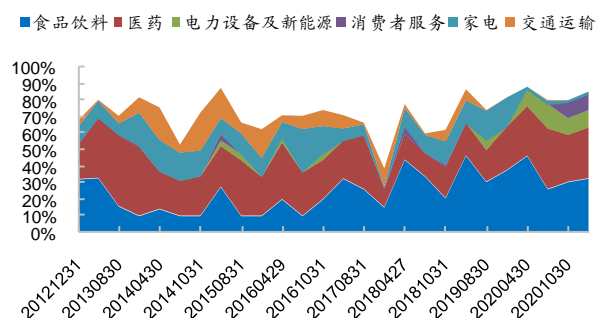
高盈利、高现金流组合的行业切换相对较慢，2018 年以前，这类股票主要分布在医药、食品饮料、家电、交运、汽车行业。2018 年以来，食品饮料、电子、电力设备及新能源的占比有所上升，交运、汽车的占比则逐渐降低至 0；2021Q1 的前 5 大行业分别是：食品饮料（32.6%）、医药（30.7%）、电力设备及新能源（10.4%）、消费者服务（10.0%）、轻工制造（3.9%）。

图24 盈利、现金流组合每个持有期的超额收益



资料来源：Wind，海通证券研究所

图25 盈利、现金流组合主要分布的行业历史权重占比变化



资料来源：Wind，海通证券研究所

表 5 盈利、现金流组合分年度收益表现（2013.01-2021.06）

	组合收益	沪深 300	超额收益	年跟踪误差	信息比	最大回撤	月胜率
2013	3.7%	-7.6%	11.4%	15.1%	0.76	14.9%	58.3%
2014	26.0%	51.7%	-25.7%	11.7%	-1.64	37.4%	41.7%
2015	42.5%	5.6%	36.9%	14.1%	2.16	6.2%	83.3%
2016	3.4%	-11.3%	14.7%	8.2%	1.89	6.3%	75.0%
2017	46.8%	21.8%	25.1%	9.2%	2.12	6.8%	83.3%
2018	-22.1%	-25.3%	3.2%	13.2%	0.42	21.9%	58.3%
2019	53.5%	36.1%	17.4%	10.8%	1.19	8.0%	66.7%
2020	112.3%	27.2%	85.1%	16.1%	3.34	7.8%	75.0%
2021	9.8%	0.2%	9.5%	18.7%	1.25	13.7%	83.3%
全区间	27.5%	8.9%	18.5%	13.0%	1.28	39.5%	68.6%

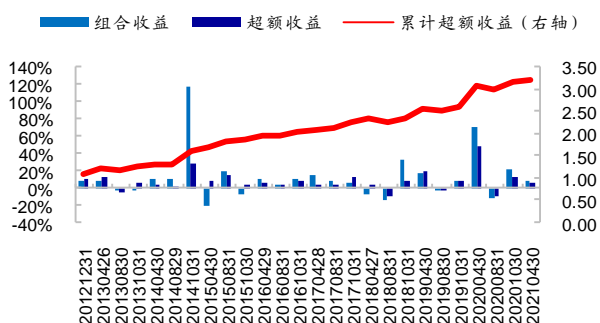
资料来源：Wind，海通证券研究所

3.3 盈利、增长、现金流三者兼优组合

取盈利、增长、现金流单因子 top300 组合的交集股票，构建盈利、增长、现金流三者兼优组合。历史上看，该组合平均每期持有 14.7 只股票；自 2013 年初至 2021 年 6 月底，年化收益 35.2%，相对于沪深 300 指数年超额 26.3%。

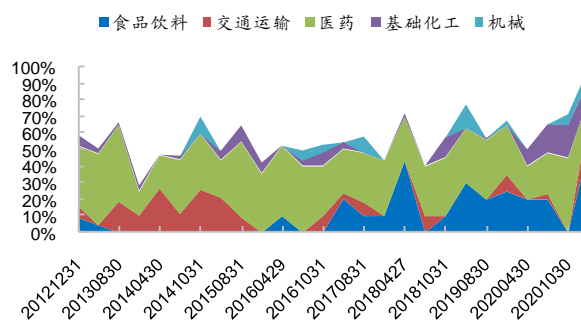
盈利、增长、现金流三者兼优组合行业切换较快。例如，2020Q3，食品饮料的占比由前期的 20% 直接降至 0%，2021Q1 又增加至 51%。2021Q1，食品饮料、交运、机械的行业占比相较于前期明显增加，医药明显降低；前 5 大行业分别为食品饮料（51.0%）、交通运输（18.3%）、医药（12.0%）、基础化工（10.8%）、和机械（8.0%）。

图26 盈利、增长、现金流兼优组合每个持有期的收益率



资料来源：Wind，海通证券研究所

图27 盈利、增长、现金流兼优组合 2021Q1 的 top5 行业历史权重占比变化



资料来源：Wind，海通证券研究所

表 6 盈利、增长、现金流兼优组合分年度收益表现 (2013.01-2021.06)

	组合收益	沪深 300	超额收益	年跟踪误差	信息比	最大回撤	月胜率
2013	20.0%	-7.6%	27.7%	16.5%	1.65	11.7%	50.0%
2014	44.9%	51.7%	-6.8%	14.4%	-0.31	24.8%	58.3%
2015	69.4%	5.6%	63.8%	22.9%	2.25	7.4%	75.0%
2016	-2.5%	-11.3%	8.8%	10.9%	0.97	9.4%	75.0%
2017	42.8%	21.8%	21.1%	12.9%	1.33	14.9%	66.7%
2018	-15.4%	-25.3%	9.9%	20.8%	0.75	21.3%	50.0%
2019	66.6%	36.1%	30.5%	13.5%	1.60	9.8%	58.3%
2020	77.7%	27.2%	50.5%	19.4%	1.86	22.0%	75.0%
2021	26.5%	0.2%	26.2%	21.5%	2.46	11.9%	100.0%
全区间	35.2%	8.9%	26.3%	17.2%	1.38	25.9%	65.7%

资料来源：Wind，海通证券研究所

最新一期 (2021Q1)，满足盈利、增长、现金流三者兼优的股票共计 10 只。具体单因子排名如下表所示。

表 7 2021Q1 盈利、增长、现金流三者兼优组合

股票代码	公司	盈利排名	增长排名	现金流排名
000799.SZ	酒鬼酒	50	77	66
000858.SZ	五粮液	17	97	45
002107.SZ	沃华医药	256	65	191
002603.SZ	以岭药业	126	12	157
002727.SZ	一心堂	60	179	169
300316.SZ	晶盛机电	111	132	224
600018.SH	上港集团	140	26	277
600426.SH	华鲁恒升	23	296	46
600809.SH	山西汾酒	72	38	111
603883.SH	老百姓	53	6	133

资料来源：Wind，海通证券研究所

3.4 小结

本节构建了 3 种共 5 个基本面组合，整体来看，这 5 个组合都能获得较为优异的业绩表现，相对于沪深 300 的年超额均在 18% 以上 (2013.01-2021.06)。2013 年以来，盈利、增长、现金流三者兼优组合的收益最高，相对回撤最小。分年度来看，也属三者兼优组合的收益稳定性最高：2013-2021 年 9 年间，有 6 年相对于沪深 300 指数都能获得 20% 以上的正超额。

从近几年表现来看，2017 年以来，盈利单因子组合的收益表现最优：年化收益最高，相对于沪深 300 指数的跟踪误差和最大回撤最小。

从相关性角度来看，盈利组合与增长现金流组合、三者兼优组合相关性低：相同的持仓少，平均每期仅 3-4 只股票重合；同时，时间序列相关性低，相对沪深 300 指数月超额的两两相关系数均小于 0.5。

利用盈利因子筛选的 3 个组合——盈利、盈利增长、盈利现金流组合，相关性高：相同的个股持仓权重占比均在 40% 以上，且月超额收益时间序列相关性高于 0.7。

三者兼优组合与增长现金流组合的相关性较高。三者兼优组合平均每期持有 14.7 只股票，其中平均有 11 只、占比 74% 的股票从属于增长现金流组合；且两者时间序列相关性有 0.79。

表 8 5 个基本面组合全区间业绩表现对比 (2013.01-2021.06)

	组合绝对收益表现											
	2017 年以来						2013 年以来					
	收益率	波动率	信息比	最大回撤	收益回撤比	月胜率	收益率	波动率	信息比	最大回撤	收益回撤比	月胜率
盈利组合	43.0%	24.6%	1.62	28.3%	1.52	66.7%	27.4%	24.2%	1.15	34.5%	0.79	64.7%
增长、现金流	34.0%	24.2%	1.37	37.3%	0.91	66.7%	32.7%	26.6%	1.23	40.0%	0.82	66.7%
盈利、增长	36.6%	24.5%	1.43	33.6%	1.09	68.5%	28.7%	25.4%	1.15	35.0%	0.82	65.7%
盈利、现金流	36.8%	24.6%	1.44	35.6%	1.03	63.0%	27.5%	25.0%	1.13	35.6%	0.77	65.7%
三者兼优	39.8%	27.1%	1.41	39.4%	1.01	70.4%	35.2%	28.7%	1.23	41.8%	0.84	68.6%
沪深 300 指数	10.7%	19.3%	0.64	32.5%	0.33	63.0%	8.9%	23.2%	0.50	46.7%	0.19	57.8%

	相对于沪深 300 指数的超额收益表现											
	2017 年以来						2013 年以来					
	收益率	波动率	信息比	最大回撤	收益回撤比	月胜率	收益率	波动率	信息比	最大回撤	收益回撤比	月胜率
盈利组合	32.3%	12.5%	2.21	13.3%	2.44	72.2%	18.4%	11.8%	1.39	57.3%	0.32	64.7%
增长、现金流	23.4%	12.8%	1.62	25.2%	0.93	66.7%	23.8%	14.1%	1.50	26.1%	0.91	67.6%
盈利、增长	25.9%	13.3%	1.71	19.4%	1.34	68.5%	19.8%	13.5%	1.32	36.4%	0.54	68.6%
盈利、现金流	26.1%	13.4%	1.71	24.4%	1.07	72.2%	18.5%	13.0%	1.28	39.5%	0.47	68.6%
三者兼优	29.2%	17.5%	1.48	25.9%	1.13	66.7%	26.3%	17.2%	1.38	25.9%	1.02	65.7%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 9 5 个基本面组合分年度收益表现对比 (2013.01-2021.06)

	绝对收益					相对沪深 300 超额收益				
	盈利组合	增长、现金流	盈利、增长	盈利、现金流	三者兼优	盈利组合	增长、现金流	盈利、增长	盈利、现金流	三者兼优
2013	-7.2%	21.3%	12.1%	3.7%	20.0%	0.4%	28.9%	19.8%	11.4%	27.7%
2014	41.0%	46.5%	22.5%	26.0%	44.9%	-10.7%	-5.1%	-29.1%	-25.7%	-6.8%
2015	15.3%	76.8%	48.4%	42.5%	69.4%	9.7%	71.3%	42.8%	36.9%	63.8%
2016	3.6%	-5.6%	3.2%	3.4%	-2.5%	14.9%	5.7%	14.5%	14.7%	8.8%
2017	72.5%	38.7%	57.0%	46.8%	42.8%	50.7%	16.9%	35.2%	25.1%	21.1%
2018	-17.6%	-22.8%	-21.4%	-22.1%	-15.4%	7.7%	2.5%	3.9%	3.2%	9.9%
2019	68.2%	58.1%	67.9%	53.5%	66.6%	32.1%	22.0%	31.8%	17.4%	30.5%
2020	88.3%	70.2%	87.6%	112.3%	77.7%	61.1%	43.0%	60.4%	85.1%	50.5%
2021	11.1%	29.7%	4.7%	9.8%	26.5%	10.8%	29.4%	4.5%	9.5%	26.2%
全区间	27.4%	32.7%	28.7%	27.5%	35.2%	18.4%	23.8%	19.8%	18.5%	26.3%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

图28 组合与其他 4 个组合的交集个数占比 (2013.01-2021.06)

5 个组合交集个数占比					
	盈利组合	增长、现金流	盈利、增长	盈利、现金流	三者兼优
盈利组合		12.1%	51.4%	43.5%	11.5%
增长、现金流	12.1%		23.5%	26.3%	35.8%
盈利、增长	51.4%	23.5%		43.8%	22.2%
盈利、现金流	43.5%	26.3%	43.8%		25.3%
三者兼优	23.9%	74.1%	44.8%	50.8%	

资料来源: Wind, 海通证券研究所

图29 相对沪深 300 月超额的相关系数 (2013.01-2021.06)

5 个组合月超额收益相关系数					
	盈利组合	增长、现金流	盈利、增长	盈利、现金流	三者兼优
盈利组合		0.35	0.73	0.80	0.45
增长、现金流	0.35		0.67	0.58	0.79
盈利、增长	0.73	0.67		0.87	0.71
盈利、现金流	0.80	0.58	0.87		0.66
三者兼优	0.45	0.79	0.71	0.66	

资料来源: Wind, 海通证券研究所

4. 全文总结

盈利、增长和现金流，是基金经理考察公司基本面时通常会参考的指标，利用这 3 个指标进行单因子选股，top50 组合相对于沪深 300 都能获得 12% 以上的正超额。3 个维度同时优异的公司表现更优，自 2013 年初至 2021 年底，该组合可获年化 35.2% 的收益率，相对于沪深 300 指数年超额 26.3%。

虽然三者兼优的组合表现优异，但是满足条件的公司很少，平均每期仅包含 14.7 只股票。这主要是由于盈利、增长、现金流三者的截面相关性较低，特别是控制盈利后，增长和现金流呈微弱负相关性，即增速高的公司，现金流相对较弱。这种微弱的负相关性使得在盈利、增长、现金流三角里，三个维度同时优异的公司少之又少；若要扩大组合范围增加个股数，则需要三者间进行取舍。

例如，选择增长快、现金流好的公司，而不对盈利做额外要求。该组合自 2013 年初至 2021 年 6 月年化收益 32.7%，相对于沪深 300 指数年超额 23.8%。或者选择盈利高、增长快的公司，而不对现金流做额外要求；该组合年化收益 28.7%，相对于沪深 300 指数年超额 19.8%。或者选择盈利高、现金流好的公司，而不对增长做额外的要求；该组合年化收益 27.5%，相对于沪深 300 指数年超额 18.5%。

此外，由于盈利因子与增长和现金流都存在一定的正相关性，即盈利高的公司，其现金流、增速通常也较优，因此利用该因子选股在一定程度上可以兼顾其余两面。盈利单因子 top30 组合表现也较为优异，2013 年以来年化收益 27.4%，相对于沪深 300 指数年超额 18.4%。

5. 风险提示

模型误设风险、因子失效风险。组合是根据量化模型、程序自动运行生成，分析师未进行主观判断。

信息披露

分析师声明

冯佳睿 金融工程研究团队
罗蕾 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

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

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

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com
联系人
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
侯 欢(021)23154658 hh13288@htsec.com
李 俊(021)23154149 lj13766@htsec.com
李林芷 llz13859@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
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com
郑玲玲 zll13940@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
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com
张 弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
滕颖杰(021)23219433 tjy13580@htsec.com
江 涛(021)23219879 jt13892@htsec.com
章画意 02123154168 zhy13958@htsec.com

固定收益研究团队

姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
张紫睿 021-23154484 zzz13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com
王冠军(021)23154116 wgj13735@htsec.com
方欣来 021-23219635 fxl13957@htsec.com
周雨昕 021-23219472 zyx13962@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com
联系人
杨 锦(021)23154504
余培仪(021)23219400 ypy13768@htsec.com
王正鹤 wzh13978@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@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
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
孟 陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com
周 航(021)23219671 zh13348@htsec.com
彭 婷(010)68067998 ppt13606@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
联系人
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com
郑 蕾 23963569 zl12742@htsec.com

公用事业

戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
于鸿光(021)23219646 yhg13617@htsec.com
吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com

批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
康 璐(021)23212214 kl13778@htsec.com
联系人
曹蕾娜 cln13796@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
联系人
康百川(021)23212208 kbc13683@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com
余金花 sjh13785@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨 凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com
刘 溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
联系人
肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com
文 灿 wc13799@htsec.com
薛逸民 xym13863@htsec.com
李 潇

煤炭行业

李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com
吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
房 青(021)23219692 fangq@htsec.com
曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
联系人
姚望洲(021)23154184 ywz13822@htsec.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com
于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com
联系人
杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
张峰青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
夏 凡(021)23154128 xf13728@htsec.com

非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com
联系人
任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com
罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com
陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com

纺织服装行业

梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com
盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com
颜慧菁 yhj12866@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
周 丹 zd12213@htsec.com
吉 晟(021)23154653 js12801@htsec.com
赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com
联系人
赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

张欣劼 zxx12156@htsec.com
李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
刘丛丛(021)23219164 lcc13806@htsec.com
联系人
孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
颜慧菁 yhj12866@htsec.com
张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

军工行业

张恒恒 zhx10170@htsec.com
张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com
联系人
刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

银行行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
解巍巍 xww12276@htsec.com
林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com
联系人
董栋梁(021)23219356 ddl13026@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com
联系人
毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com
郭庆龙 gq13820@htsec.com
联系人
柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com
滕雪竹 txz13189@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com

北京地区销售团队

朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com
殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
董晓梅 dxm10457@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
郭金焱(010)58067851 gjy12727@htsec.com
张钧博 zjb13446@htsec.com
高 瑞 gr13547@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