



2017.12.13

质优策略（一）：追寻穿越牛熊的高回报

——国君策略新研·突破系列之一

本报告导读：

基于公司质量的投资逻辑，建立定义准确、方法明确、回测精确的投资策略，打破当前策略研判与组合构建之间尴尬的藩篱，推动“价值投资”从呼声走向实际操作。

摘要：

- **国君策略新研·突破系列：**市场的本质是进化，研判是学习机制之争；对于策略，更是维度之战；在普遍联系的世界里，胜在综合。这个系列，我们尝试拓展策略研判的维度，用更新的视角、更广泛的手段，为理解与把握市场做出积极的尝试。
- **就策略而言，存在“价值投资”呼声多却难于实践的尴尬。**“龙马”、“漂亮 N 零”、“核心”资产、甚至“以大以胖”为美之说层出不穷，外延概念“中盘蓝筹”、“创蓝筹”、“二线白马”等同样是不一而足。然而上述“标签”难于实践：难于衡量、筛选、回测，定义本身多也模糊；最终演化成独立不相干的自下而上筛选。
- **本系列第一项任务：从公司质量的角度构建价值投资策略。**力求实现定义准确、方法明确、回测精确，打破当前策略研判与组合构建之间尴尬的藩篱。本篇作为质优策略的核心篇，回答七个关键问题：
- **1. 如何定义与计量公司质量？**从价值决定的戈登股利增长模型推知，公司价值取决于盈利能力、成长性与安全性共同作用，故引入 Z-分数方法构建质量分数，使不同维度数据可加可比（详见 4.1-4.2）。
- **2. 公司质量与公司价值的关系是什么？**大市值样本，公司的质量分数与公司估值显著正相关，且对公司估值的解释力较强，更高的质量对股价有支撑；而对于小市值样本不显著（详见 4.4）。
- **3. A 股基于公司质量的套利策略为何成为可能？**1) 质量分数对公司未来质量具有很强的预测能力，当前质优（质劣）公司在未来三年时间仍延续质优（质劣）表现（详见 4.3）。2) 大市值样本中，A 股对质优公司存在低估倾向而对质劣公司明显高估（详见 4.5）。
- **4. 套利应用，A 股 QMJ 因子开发是否可能？**是；我们建立的 A 股大市值 QMJ 自融资组合经 Fama 三因子调整后取得显著的 1.04% 月度超额回报；同时在泡沫市与熊市表现符合逻辑（详见 4.6）。
- **5. 针对 A 股存在的做空限制，如何应用上述研究？**我们尝试做三类基础应用：1) 利用质量分数配合进行选股；2) 买入并持有质优组合；3) 买入质优组合并做择时加强（详见 5.1）。
- **6. 质优策略的回测结果是否良好？**多头持有与主动加强策略均取得了较高 Sharp Ratio，对比股票与混合型基金表现排名居前。以主动加强为例，2002 年至今累计净值 8.56，CAGR14.9%，月夏普比 0.181 对标相同存续期可比基金表现位于前 24%；前 3% 与 P10 买入持有同样跑赢可比基金中位数水平（详见 5.2-5.3）。
- **7. 还有哪些改进与应用展望？**行业内应用、挖掘质优质劣历史变迁、通过比对市场对“价值”认知的差异挖掘投资机会等（见 6 章）。

报告作者



李少君（分析师）



010-59312705



lishaojun@gtjas.com

证书编号

S0880517030001



岳小博（研究助理）



021-38032033



yuexiaobo@gtjas.com

证书编号

S0880116090112

相关报告

- 《策略联合军工：推荐军工里的高端装备》
2017.12.12
- 《制造业盈利持续改善，战略看多大制造》
2017.12.01
- 《通胀魅影之二：板块轮动之思辨》
2017.11.30
- 《波动率回升意味着什么？》
2017.11.28
- 《美元 50 年：“树上花”与“心里花”的追逐》
2017.11.27

1. 维度之争，策略之战

在今年 3 月，我们开启了国君策略焦点·睿析系列，至今已有十一篇；旨在研判市场的焦点问题并做研究穿透，争取在特定时间对特定问题获得领先市场的可能。但超越市场何其困难，获得与市场不同的认识、甚至是更加正确一些的认识何其困难。瞬息万变、悬梁刺股、学无止境，也在不断地加深一些理解：

- 市场的本质是进化。
- 研判是学习机制之争。
- 对于策略，更是维度之战。
- 在普遍联系的世界里，胜在综合。

因而决定开启一个全新的系列，名为“新研·突破”，用更新的视角、更广泛的手段，为理解市场这个恒久的命题做出积极的尝试，在永无止境的投研路上留下我们新思考的痕迹。

2. 质优策略要解决七个关键问题

随着市场的成熟程度不断提升，在 2017 年“价值投资”呼声渐起，如何理解价值将是策略研判到投资决策的核心一环。回想 3 月 28 日提出竞争优势边际改善的龙头白马组合¹至今，各色“龙马”之说，“漂亮”N 零之说，某某“50”之说，“核心”资产之说，甚至“以大以胖”为美之说此起彼伏，其外延概念如“中盘蓝筹”、“创蓝筹”、“二线白马”等等更是不一而足。

在我们看来，上述“标签”难以令人满意：难于衡量、难于筛选、难于回测，甚至连定义本身也模糊不清；最终演化成比拼“嗓门”的营销，与独立不相干的自下而上筛选。

新研·突破系列的第一项任务，就是通过五篇左右的系列报告，研究公司质量与公司价值的关系，建立定义准确、方法明确、回测精确的投资策略，打破当前策略研判与组合构建之间尴尬的藩篱。

本篇报告是质优策略系列的核心部分，尝试回答如下七个关键问题：

1. 如何定义与计量公司质量？（4.1、4.2 节）
2. 公司质量与公司价值的关系是什么？（4.4 节）
3. A 股基于公司质量的套利策略为何成为可能？（4.3、4.5 节）
4. 套利应用，A 股 QMJ 因子开发是否可能？（4.6 节）
5. 针对 A 股存在的做空限制，多头质优策略选股、组合构建、择时加强是否可能？（5.1、5.3 节）
6. 质优策略的回测结果是否良好？（5.2、5.4 节）
7. 还有哪些改进与应用展望？（6 章）

¹ 2017 年 3 月 28 日《龙头起舞，组合优选——国君策略焦点·睿析系列之二》率先提出买竞争优势边际改善的龙头白马组合作为全年基准配置，并给出取自周期、消费板块共计 27 只标的构成组合；截止 17Q3 组合对上证综指取得显著的超额回报。

本文逻辑示意，见下图 1：

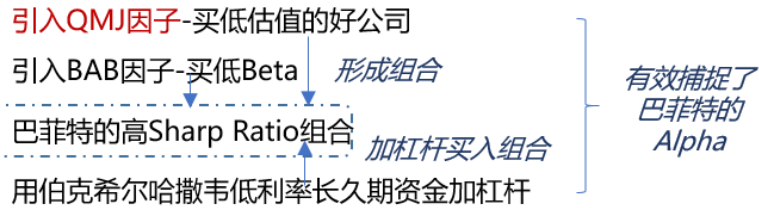
图 1：本文主要章节内容与逻辑示意

1. 前言：新研·突破系列

2. 总述：质优策略的七个关键问题

- 定义、计量质量
- 质量与价值
- 质量套利策略
- A股QMJ因子
- 选股、组合、择时
- 回测结果
- 改进展望

3. 背景：价值投资研究-分解巴菲特价值投资中的Alpha



4. A股市场QMJ因子开发

- 4.1. 质量定义：盈利能力、安全性、成长性
- 4.2. 质量计量：构建质量分数，使盈利能力、安全性、成长性可加可比
- 4.3. 检验一：质量分数可有效地预测公司未来质量
- 4.4. 检验二：质量分数越高，相对价值越高 → 高质量解释 更高估值
- 4.5. 检验三：A股对质优公司存在低估倾向而对质劣公司明显高估 → 套利策略成为可能
- 4.6. 在A股大市值样本中成功构建QMJ因子

自融资的QMJ套利因子经三因子调整的月度超额回报为1.04%；
至今累计回报111%；CAGR4.90%

5. 基于QMJ的A股策略应用：穿越牛熊的质优策略

- 5.1. 三类应用：选股、买入持有质优组合、质优组合主动择时加强
- 5.2. 回测结果：多头持有与主动加强策略均取得了较高Sharp Ratio，对比股票与混合型基金表现排名居前
- 5.3. 质优策略主动加强：一种择时规则的尝试
- 5.4. 质优策略取得良好回报表现的几个要点

- 穿越多个市场周期
- 高CAGR回报
- 高Sharp Ratio
- 对标可比基金表现居前
- 对质量的综合考虑
- 而市场高估、低估某一单一特征；
- 质量分数对未来质量高预测性；
- 市场对质优公司存在低估倾向；
- 低换手、低交易费用；
- 组合标的较多、流通市值高，资金容量大与冲击成本小。

6. 质优策略后续研究展望

后续研究的5点展望

7. 附录：质优前3%组合、P10组合最新标的

数据来源：国泰君安证券研究

3. 巴菲特 ALPHA 之谜被 QMJ 与 BAB 两因子捕捉

近来市场“价值投资”呼声骤起，我们不得不回过头来考察世界上最成功的价值投资者——沃伦·巴菲特的投资方法。Andrea Frazzini、David Kabiller、Lasse H. Pedersen 在 2013 年发布的 working paper²对此有诸多启示：

长久以来，巴菲特的伯克希尔哈撒韦在长达 30 多年的时间里取得了 0.76 的夏普比，远高于具有相同存续期的股票或共同基金；同时经传统的风险因子调整后仍具有显著为正的 Alpha 超额收益。

然而，经由 QMJ 因子(Quality-Minus-Junk)与 BAB(Betting-Against-Beta)因子调整后，Alpha 变得不再显著；与此同时，伯克希尔哈撒韦通过获得低利率长久期资金向其投资组合（高夏普比）加杠杆，成为了卓著投资绩效的另一重要支撑。

质优、低 Beta、高夏普比组合、低无风险利率的长久期杠杆，或许是价值投资“股神”巴菲特带给投资者的启示吧。本系列首先试 A 股 QMJ 因子进行开发与策略应用，从“质量”的层面回应市场的“价值投资”呼声。

4. 质优策略第一步：A 股市场 QMJ 因子开发

本文提出的质优策略以 Quality Minus Junk（以下简称 QMJ）投资模型（Clifford, 2017³）为基础，其核心在于帮助投资者选出“高质量”的质优股，而避免买入“低质量”的垃圾股。更进一步，通过做多质优股与做空质劣股取得稳定的超额回报。

核心要点：1) 公司的质量与公司的价值相关，质量分数越高，公司价值越高；2) 公司的质量由三部分衡量，分别为盈利能力、成长性和安全性；3) 市场对于高质量公司存在低估，对于低质量公司存在高估。

针对 A 股做具有更高可行性的调整。在模型思想具有一致性的前提下，针对 A 股做 QMJ 因子开发需要做如下调整：1) 质量分数构建过程中，A 股数据可得性；2) A 股历史原因，使得大小市值样本需要加以区别⁴；3) 检验 A 股质量分数是否可以持续有效地预测公司未来质量；4) 检验 A 股投资者对质优公司存在低估倾向而对质劣公司存在高估倾向。

² A. Frazzini, L. Pedersen, D. Kabiller, (2013). Buffett's Alpha. National Bureau of Economic Research, Inc.

³该模型的提出者是 AQR 公司的创始人，根据《Alpha》杂志公布的数据，AQR 公司是 2016 年全球第三大对冲基金；同时，该公司也以经常在 Journal of Finance 和 Journal of Financial Economics 等期刊发表学术论文而出名。

⁴ A 股市场中的大小市值公司市场表现分化更加明显，或与个人投资者占比、做空机制缺失、壳资源价值、并购重组等因素有关，因而在检验过程中对大小市值样本分别考察是适宜的。

4.1. 模型上看，质量（盈利能力、安全性、成长性）影响价值

模型推导源自戈登股利增长模型：

$$P = \frac{Profit \times Payout Ratio}{r - g}$$

为了方便进行比较，我们将该公式左右两侧均除以对应的公司账面价值 B，得到 1 单位的公司账面资产对应的市场价值。然后再把公式两边分别取对数，得到如下关系：

$$\text{Log}\left(\frac{P}{B}\right) = \text{Log}\left(\frac{Profit}{B}\right) + \text{Log}(Payout Ratio) - \text{Log}(r) + \text{Log}(g)$$

可见，公司价值（P/B）受利润率、股息支付率、股息贴现率与股息增长率影响；从逻辑上，公司价值对应盈利能力、成长性与安全性。不考虑股息支付率变化，定义质量分数 $Quality = Profitability + Growth + Safety$ 。

4.2. 构建质量分数，使盈利能力、安全性、成长性可加可比

首先，构建质量分数要求将不同类别的重要数据做可加、可比处理。这一点通过引入 Z-分数得以实现⁵。

第二，指标选取，具备重要性、可得性、全面性。选取变量皆为在市场投研实践之中常用的重要指标，且在 A 股数据可得范围内都尽可能地考虑多种衡量标准，其中：

1) 盈利能力 (Profitability): 选择的指标包括总资产与毛利的比率 (Gross Profit over Asset, GPOA)，总资产收益率 (ROA)，净资产收益率 (ROE)，现金流与总资产比率 (Cash Flow over Asset, CFOA)，毛利率 (Gross Margin, GMAR)，折旧减去净营运资本的变化相对总资产的比率 (Accruals, ACC)。最终，盈利能力的相对大小由该几项指标混合而成：
 $Profitability = \text{Average}(Z_{GPOA} + Z_{ROA} + Z_{ROE} + Z_{CFOA} + Z_{GMAR} + Z_{ACC})$

2) 成长性 (Growth): 使用 5 年的盈利变化数据来测算公司的成长性。下方公式中的符号 Δ 代表该指标相对 5 年前的增长情况。例， $\Delta GPOA$ 为当期毛利与五年前毛利做差，而后除以五年前总资产。成长性指标如下：

$$Growth = \text{Average}(Z_{\Delta GPOA} + Z_{\Delta ROA} + Z_{\Delta ROE} + Z_{\Delta CFOA} + Z_{\Delta GMAR})$$

⁵对于同一类别的指标，比如 ROE、ROA，我们先取其某一时间点上所有上市公司的横截面数据，并对该指标进行排序，例如：

$$R_{ROEi} = \text{Rank}(ROE_i), R_{ROAi} = \text{Rank}(ROA_i)$$

对排序后的序数做标准化处理，ROE 的 Z 分数公式如下：

$$Z_{ROEi} = \frac{R_{ROEi} - R_{ROE} \text{平均值}}{R_{ROE} \text{标准差}}$$

3) **安全性 (Safety)**: 本文对安全性指标的选择综合考虑了市场风险, 上市公司的盈利波动情况和债务杠杆比率等。选取的指标如下: 公司 beta 的负值、季度 ROE 5 年标准差的负值 (-VolRoe)、资产负债率的负值 (-Leverage)、以及衡量公司是否可能破产的 Altman' Z 分数。最终, 安全性由这几个指标取平均值所得:

$$\text{Safety} = \text{Average}(Z_{\text{-beta}} + Z_{\text{-VolRoe}} + Z_{\text{-Leverage}} + Z_{\text{Altman'Z}})$$

对盈利性、成长性、安全性指标取平均, 可得质量分数 Quality 如下:

$$\text{Quality} = \text{Average}(\text{Prifitability} + \text{Growth} + \text{Safety})$$

4.3. 检验一: 当前质量分数可否预测公司未来质量

结论: 质量分数对公司未来质量具有很强的预测能力, 当前质优 (质劣) 公司在未来三年时间仍延续质优 (质劣) 表现; 大市值公司较之小市值公司, 上述特征更加明显。

检验方法:

- 1) 考虑到 A 股存在明显的大小市值效应, 我们在每一次组合的构建中, 都将股票按照其市值进行排序, 选取排名前 30% 的公司作为大市值组合, 末 30% 的公司作为小市值组合, 并分别计算出大小市值组合内每一支股票的质量分数⁶。
- 2) 取历年年报数据, 计算得到上市公司年报对应的质量分数; 对历年年报质量分数由低到高分成 10 组 (P1 到 P10) 排列, P1 代表质量分数排名末 10% 的上市公司, P2 代表质量分数排名位于 10%~20% 的上市公司, 以此类推, P10 代表质量分数最高的前 10% 公司。
- 3) 分别以 2008、2011、2014 年报为起点, 确定 P1-P10 标的定基, 依据其后 12 个月、24 个月、36 个月后依据新的财务数据计算质量分数, 考察 P1-P10 的排序是否仍保持一致, 如是则质量分数对未来质量预测效果良好, 反之反是。

表 1: 大市值样本, 公司未来三年之内的质量分数与当前质量分数保持高度一致

		P1	P2	P3	P4	P5	P6	P7	P8	P9	P10
2008 年样本	质量分数 平均分	-0.77	-0.54	-0.35	-0.22	-0.08	0.06	0.22	0.37	0.57	0.94
12 个月后		-0.45	-0.41	-0.27	-0.19	-0.22	0.07	0.09	0.24	0.34	0.52
24 个月后		-0.48	-0.32	-0.24	-0.20	-0.23	-0.04	-0.01	0.15	0.28	0.62
36 个月后		-0.48	-0.41	-0.25	-0.17	-0.25	-0.08	-0.04	0.12	0.12	0.46
2011 年样本		-0.77	-0.50	-0.33	-0.19	-0.08	0.04	0.16	0.32	0.56	0.88
12 个月后		-0.58	-0.42	-0.21	-0.24	-0.11	0.04	0.12	0.13	0.46	0.56
24 个月后		-0.32	-0.39	-0.19	-0.12	-0.03	-0.07	0.15	0.11	0.26	0.28
36 个月后		-0.31	-0.29	-0.10	-0.09	-0.09	-0.04	0.09	0.09	0.18	0.21
2014 年样本		-0.75	-0.46	-0.29	-0.15	-0.05	0.05	0.17	0.30	0.46	0.78
12 个月后		-0.55	-0.38	-0.22	-0.18	-0.07	0.00	0.18	0.31	0.38	0.46
24 个月后		-0.44	-0.40	-0.29	-0.12	-0.10	-0.07	0.02	0.12	0.22	0.39

⁶由于数据限制, 本报告中回溯起点取 2002 年 4 月份, 也就是所有上市公司年报公布的截止日期; 终点在 2017 年的 10 月份, 也就是最新一期季报公布的截止日期; 在每一年的 4 月底 (因大多数公司的年报和一季报发布时间重合, 故选取年报数据), 8 月底和 10 月底摘取相关的财务数据来计算质量分数。

2017 年三季度		-0.50	-0.45	-0.23	-0.20	-0.19	-0.12	-0.02	0.07	0.12	0.26
		P1	P2	P3	P4	P5	P6	P7	P8	P9	P10
2008 年样本	质量分数平均分排名	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
12 个月后		10	9	8	6	7	5	4	3	2	1
24 个月后		10	9	8	6	7	5	4	3	2	1
36 个月后		10	9	7	6	8	5	4	2	3	1
2011 年样本		10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
12 个月后		10	9	7	8	6	5	4	3	2	1
24 个月后		9	10	8	7	5	6	3	4	2	1
36 个月后		10	9	8	6	7	5	4	3	2	1
2014 年样本		10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
12 个月后		10	9	8	6	7	5	4	3	2	1
24 个月后		10	9	8	6	7	5	4	3	2	1
2017 年三季度		10	9	8	7	6	5	4	2	3	1

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 2：小市值样本，公司质量分数与当前质量分数的一致性存在但不及大市值公司样本

		P1	P2	P3	P4	P5	P6	P7	P8	P9	P10
2008 年样本	质量分数平均分	-0.74	-0.50	-0.33	-0.19	-0.04	0.08	0.22	0.36	0.51	0.76
12 个月后		-0.23	-0.22	-0.28	-0.07	-0.12	-0.08	0.03	0.22	0.32	0.57
24 个月后		-0.18	-0.11	-0.08	-0.06	-0.23	0.03	-0.01	0.04	0.23	0.44
36 个月后		-0.27	-0.13	-0.20	-0.08	-0.13	0.03	-0.01	-0.03	0.11	0.24
2011 年样本		-0.70	-0.47	-0.33	-0.21	-0.05	0.09	0.22	0.36	0.52	0.76
12 个月后		-0.36	-0.32	-0.27	-0.15	-0.02	0.00	0.08	0.24	0.29	0.48
24 个月后		-0.09	-0.17	-0.21	-0.08	0.02	-0.06	-0.02	0.12	0.23	0.39
36 个月后		-0.10	-0.20	-0.15	-0.01	-0.02	-0.02	-0.04	-0.12	0.02	0.24
2014 年样本		-0.74	-0.49	-0.35	-0.20	-0.07	0.07	0.20	0.34	0.51	0.79
12 个月后		-0.28	-0.27	-0.20	-0.16	-0.15	-0.04	0.01	0.07	0.28	0.54
24 个月后		-0.24	-0.19	-0.15	-0.08	-0.10	-0.02	0.00	-0.06	0.21	0.22
2017 年三季度		-0.14	-0.23	-0.14	-0.04	-0.09	-0.04	-0.04	-0.05	0.16	0.10
		P1	P2	P3	P4	P5	P6	P7	P8	P9	P10
2008 年样本	质量分数平均分排名	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
12 个月后		9	8	10	5	7	6	4	3	2	1
24 个月后		9	8	7	6	10	4	5	3	2	1
36 个月后		10	7	9	6	8	3	4	5	2	1
2011 年样本		10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
12 个月后		10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
24 个月后		8	9	10	7	4	6	5	3	2	1
36 个月后		7	10	9	3	5	4	6	8	2	1
2014 年样本		10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
12 个月后		10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
24 个月后		10	9	8	6	7	4	3	5	2	1
2017 年三季度		9	10	8	3	7	5	4	6	1	2

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

4.4. 检验二：质量分数越高，相对价值越高

结论：大市值样本，公司的质量分数与公司的相对价值显著正相关，且对公司相对价值的解释力较强；而对于小市值样本不显著。

进行面板回归：因变量为公司市净率，自变量为公司质量分数，取公司市值，公司所处行业，公司所处上市板块作为控制变量；样本时间跨度从 2002 年到 2017 年；回归公式如下：

$$\text{Log}\left(\frac{P}{B}\right)_t^i = a + b \text{Quality}_t^i + \text{Log}(\text{Size}_t^i) + \text{controls} + \varepsilon_t^i$$

在控制了公司规模和公司行业等虚拟变量后，我们发现，大市值样本中，公司的质量分数与公司的相对价值具有正相关的统计学关系，质量分数对公司相对价值的解释力度约为 0.28，且该关系的显著，P 值小于 0.01；而在小市值样本中，我们未发现公司的质量分数与公司相对价值之间显著的相关性关系。

表 3：大市值样本内公司的质量分数与公司的相对价值呈正相关关系，小市值样本内该关系不成立

大市值样本	Log(PB)	Log(PB)	Log(PB)	小市值样本	Log(PB)	Log(PB)	Log(PB)
Quality	0.286*** (31.46)	0.247*** (30.02)	0.247*** (30.02)	Quality	0.0120 (0.953)	-0.00682 (-0.678)	-0.00682 (-0.678)
Log(Size)		0.326*** (68.86)	0.326*** (68.86)	Log(Size)		0.690*** (101.6)	0.690*** (101.6)
控制行业				控制行业			
截距	1.163*** (364.6)	-0.436*** (-18.63)	-0.436*** (-18.63)	截距	1.284*** (294.3)	-0.655*** (-33.77)	-0.655*** (-33.77)
样本数量	22,437	22,437	22,437	样本数量	19,447	19,447	19,447
R-square	0.045	0.221	0.221	R-square	0.000	0.365	0.365

t-统计说明 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

4.5. 检验三：A 股对质优公司存在低估倾向而对质劣公司明显高估

由 3.3.与 3.4.结论，且出于可靠性与安全性考虑，当前我们对 A 股质量因子的开发应用更应聚焦于大市值公司样本⁷。

检验结论：大市值样本中，A 股对质优公司存在低估倾向而对质劣公司明显高估。

在数据可得范围内⁸，我们用上市公司 EPS 实际值与分析师盈利预测一致预期做比，以此为代理指标考察市场对 P1 至 P10（质劣到质优）公司 EPS 的高估（低估）情况（见下表 4）。

⁷ 随着市场投资者结构变化、对非相关多元化资本运作限制加强、退市机制完善、做空与套利方式产生，上述结论或在未来出现改变；大市值样本取全部 A 股（创业板除外）市值排名前 30% 的上市公司。

⁸ 2005 之前的 EPS 一致预期数据有限，故我们考察范围取 2005 年至今。

表 4：分析师对上市公司 EPS 一致预期与 EPS 实际值比较，分析师对质劣股存在系统性的高估乐观

预测值/实际值	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
P1	-0.39	4.00	1.32	-4.54	2.86	1.95	2.86	-73.12	3.21	5.80	-25.17	7.34
P2	1.68	2.09	1.06	2.53	1.71	1.49	1.50	3.28	2.22	1.76	4.73	1.37
P3	1.28	1.38	1.00	2.60	1.19	1.25	1.45	1.60	1.61	1.35	2.06	1.13
P4	1.81	1.53	0.99	2.06	1.01	1.11	1.30	1.35	1.24	1.45	1.39	1.15
P5	1.43	0.96	0.93	2.13	1.15	1.14	1.24	1.42	1.25	1.22	1.30	1.32
P6	1.17	1.15	0.81	1.57	0.97	1.01	1.21	1.14	1.14	1.23	1.23	1.25
P7	1.15	1.05	0.96	1.27	0.97	1.07	1.24	1.27	1.08	1.17	1.26	1.07
P8	1.14	0.99	0.84	1.33	0.91	0.99	1.17	1.22	1.11	1.03	1.15	1.07
P9	0.99	1.08	0.87	1.31	0.97	0.99	1.03	1.19	1.00	1.10	1.15	1.01
P10	0.99	0.88	0.70	1.11	0.93	1.05	1.07	1.18	1.12	1.09	1.02	1.05

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

4.6. A 股大市值样本的 QMJ 因子构建

经检验，可以通过做多 P10、做空 P1 组成自融资组合构建 A 股大市值 QMJ 因子：

- 第一，P10 至 P1 经三因子调整的超额收益 Alpha 呈现由高到低且由正到负排列，有效地捕捉了质量特征对超额回报的影响（见表 5）；
- 第二，QMJ 因子对 P10 至 P1 的回归系数由大到小且由正转负，同时消除了表 5 中 P10 至 P1 的 Alpha，与上述结论一致（见表 6）；
- 第三，时间序列考察 P10 至 P1 的累计净值变化（见图 2、图 3），基本呈现由 P10 至 P1 的递减规律，反映了公司质量由高到底带来股价回报的递减变化，与前述理论预测一致。

表 5：P10 至 P1 经三因子调整的超额收益 Alpha 呈现由高到低且由正到负的排列

策略组合	P10	P9	P8	P7	P6	P5	P4	P3	P2	P1
Alpha	0.00577**	0.00355	0.00204	0.00144	-0.000916	-0.00124	-9.04e-05	-0.00199	-0.00357*	-0.00462**
	(2.136)	(1.538)	(0.916)	(0.668)	(-0.435)	(-0.571)	(-0.0455)	(-0.905)	(-1.715)	(-2.008)
MKT	1.049***	0.972***	0.991***	1.000***	0.998***	1.060***	1.032***	1.036***	1.054***	1.043***
	(31.89)	(34.57)	(36.52)	(38.14)	(38.87)	(40.01)	(42.60)	(38.61)	(41.55)	(37.23)
SMB	0.0845	0.249***	0.327***	0.386***	0.410***	0.427***	0.473***	0.567***	0.703***	0.768***
	(1.470)	(5.066)	(6.891)	(8.416)	(9.126)	(9.216)	(11.16)	(12.09)	(15.86)	(15.69)
HML	-0.417***	-0.278***	-0.111	-0.00345	0.104	0.115	0.154**	0.264***	0.234***	0.252***
	(-4.303)	(-3.364)	(-1.389)	(-0.0447)	(1.375)	(1.474)	(2.154)	(3.340)	(3.135)	(3.059)
R-square	0.858	0.881	0.892	0.901	0.924	0.907	0.920	0.907	0.923	0.909

注：Alpha 为经 MKT、SMB、HML 三因子调整后的超额回报（以 1 年期国债收益率作为无风险利率进行扣减），MKT、SMB、HML 取自国泰安数据库

数据来源：Wind，国泰安数据库，国泰君安证券研究

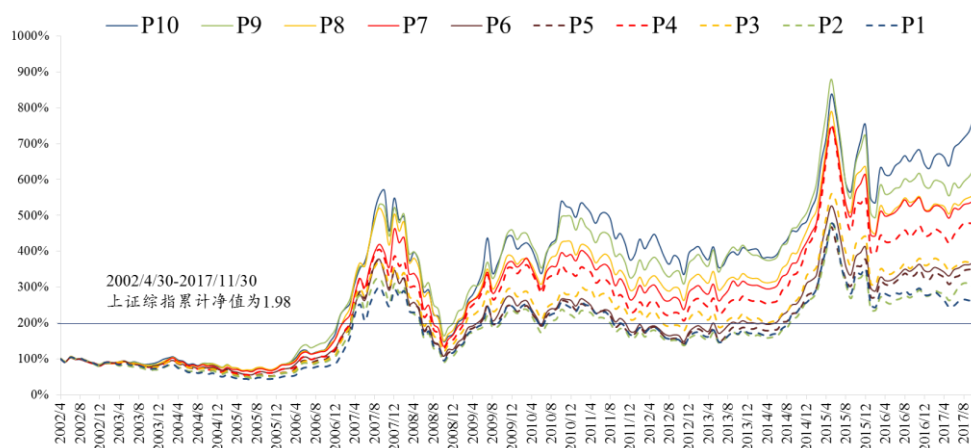
表 6: QMJ 因子对 P10 至 P1 的回归系数由大到小且由正转负, 同时消除了表 5 中 P10 至 P1 的 Alpha

策略组合	P10	P9	P8	P7	P6	P5	P4	P3	P2	P1	QMJ
Alpha	-0.000890 (-0.408)	2.73e-05 (0.0123)	0.000248 (0.109)	-0.000471 (-0.215)	-0.00204 (-0.937)	-0.00175 (-0.774)	0.00109 (0.530)	-0.00153 (-0.668)	-0.00140 (-0.667)	-0.000890 (-0.408)	0.0104*** (3.901)
QMJ	0.641*** (11.00)	0.339*** (5.735)	0.173*** (2.845)	0.184*** (3.147)	0.108* (1.865)	0.0491 (0.813)	-0.113** (-2.073)	-0.0442 (-0.722)	-0.209*** (-3.746)	-0.359*** (-6.164)	
MKT	1.045*** (40.90)	0.970*** (37.38)	0.990*** (37.19)	0.999*** (39.01)	0.997*** (39.10)	1.059*** (39.95)	1.033*** (43.01)	1.036*** (38.56)	1.055*** (43.05)	1.045*** (40.90)	0.00567 (0.175)
SMB	0.523*** (8.735)	0.481*** (7.914)	0.445*** (7.136)	0.511*** (8.528)	0.484*** (8.099)	0.460*** (7.413)	0.395*** (7.028)	0.536*** (8.530)	0.560*** (9.760)	0.523*** (8.735)	-0.684*** (-12.06)
HML	0.0121 (0.143)	-0.0516 (-0.599)	0.00450 (0.0510)	0.120 (1.407)	0.177** (2.087)	0.148* (1.681)	0.0777 (0.976)	0.234*** (2.630)	0.0941 (1.158)	0.0121 (0.143)	-0.669*** (-7.006)
R-square	0.915	0.899	0.897	0.906	0.925	0.908	0.922	0.907	0.929	0.925	0.444

注: Alpha 为经 QMJ、MKT、SMB、HML 三因子调整后的超额回报 (以 1 年期国债收益率作为无风险利率进行扣减), MKT、SMB、HML 取自国泰安数据库

数据来源: Wind, 国泰安数据库, 国泰君安证券研究

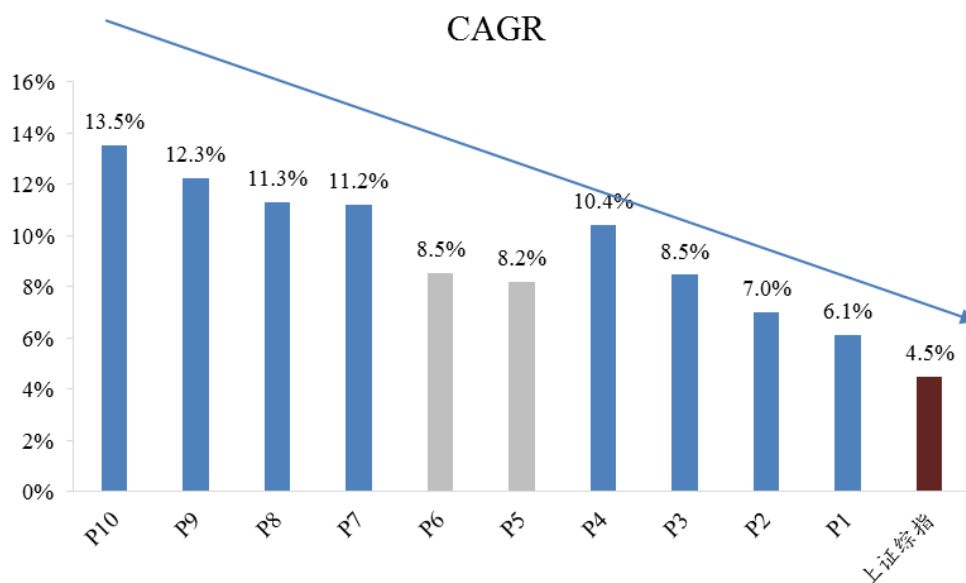
图 2: P10 至 P1 的累计净值变化基本呈现由 P10 至 P1 的递减规律



注: P5 与 P6 作为质量分位数居中的组合, 质量特征不明显, 累计净值低于 P4 但不影响结论

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

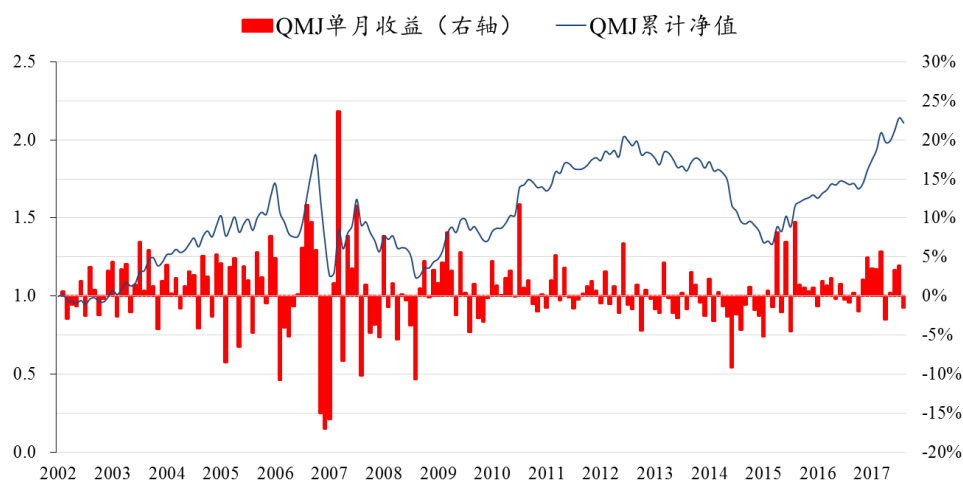
图 3:P10 至 P1 的 CAGR 变化基本呈现由 P10 至 P1 的递减规律(2002/4-2017/11)



注：P5 与 P6 作为质量分位数居中的组合，质量特征不明显，CAGR 低于 P4 但不影响结论
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

基于上述特征，我们采用做多 P10、做空 P1 构成自融资组合构建 A 股大市值样本的 QMJ 因子：2002/4/30 至 2017/11/30，1) QMJ 自融资组合经 MKT、SMB、HML 三因子调整后取得 1.04% 的月度回报超额回报（以 1 年期国债收益率作为无风险利率进行扣减），见表 6 最后一列；2) 取得累计净值 2.11，CAGR4.90%，最大月度回撤 16.90%，夏普比（月）0.081。

图 4：这里的位置是一张图或两张图：如果一张图，把前 3% 末 3%、P10、P1 放进来；如果两张图就分开成两组来放。（已更新）



数据来源：国泰君安证券研究

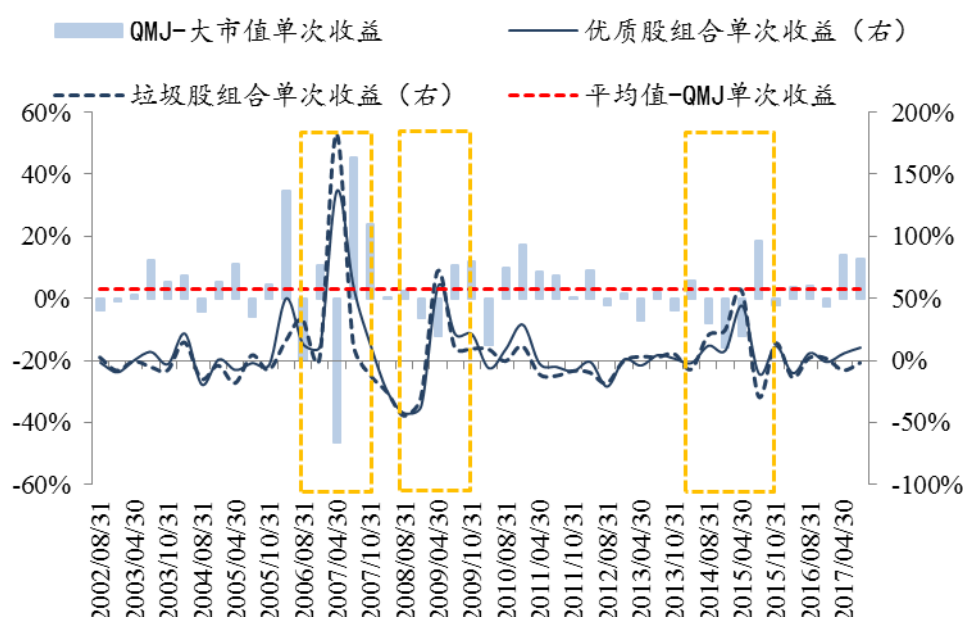
表 7：自融资的 QMJ 因子的回报表现

2002/4/30 至 2017/11/30	累计净值	CAGR	最大回撤 月度	月度回报算 数平均	月度回报标 准差	夏普比 月
QMJ	2.11	4.90%	16.90%	0.50%	0.04	0.081

数据来源：国泰君安证券研究

在图 4 以及下图 5，我们也能比较清晰地发现 QMJ 因子回报存在较为明显的周期性规律；同时，在部分时段，体现为受到市场泡沫冲击（负回报）与应对市场下跌危机时候的抗跌特征（Flight to Quality 特征）。

图 5：QMJ 因子回报存在较为明显的周期性规律；受到市场泡沫冲击产生负回报，而应对市场下跌危机具有一定的抗跌特性



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

5. 基于 QMJ 的 A 股策略应用：穿越牛熊的质优策略

5.1. 应用：选股、买入并持有质优组合、质优组合主动加强

由于 A 股存在做空限制，无法通过卖空 P1 与做多 P10 交易 QMJ 因子，但是基于 QMJ 模型思想可以开发多种应用策略。其中最为重要的是应用 X，让质优策略主动加强成为可能，构成具有高 shape ratio 的多头组合策略。

应用一：选股。即按照质量分数选取质优股而回避质劣股；同时可以按照所属板块等进行条件筛选质优股（基于 2017 年 10 月 31 日三季报数据取得的质量分数前 3%、P10 标的组合见附录）。

应用二：买入并持有质优组合。即买入并持有质量分数前 3% 或 P10 标

的组合，每年 4 月 30 日、8 月 31 日、10 月 31 日根据最新的财报数据重评质量分数并构建等市值权重的前 3% 或 P10 组合。

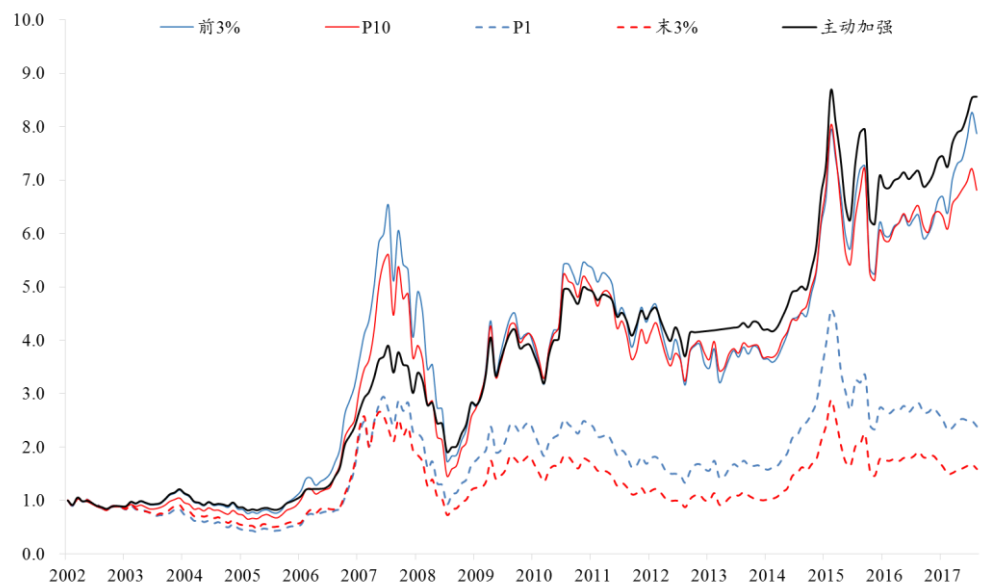
应用三：质优组合主动加强。建立择时规则，在多头持有前 3% 或 P10 组合与多头持有货币基金之间调节权重，组合调仓规则与应用二相同。

后续研究将继续对基于 QMJ 模型的其他投资策略进行优化与深入挖掘。

5.2. 回测结果：多头持有与主动加强策略均取得了较高 Sharp Ratio，对比股票与混合型基金表现排名居前

我们在图 6、表 8 至表 8 之中，对比质优主动加强策略、前 3%、P10，质劣组合 P1、末 3% 的回报表现；与此同时，按 sharp ratio，我们将上述策略与不同口径（不同存续期、不同时间区间等）的股票型基金及混合型基金进行排名比较。

图 6：主动加强策略、多头持有质优前 3%、P10 自 2002/4/30 以来累计净值分别为 8.56、7.87、6.81，大幅跑赢质劣组合 P1、末 3%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 8：综合表现来看，主动加强策略优于前 3% 质优，再优于 P10

	累计净值	CAGR	最大回撤 月度	月度回报 平均	月度回报 标准差	夏普比 月
主动加强	8.56	14.90%	21.40%	1.4%	0.07	0.181
前 3%	7.87	14.20%	35.90%	1.6%	0.10	0.152
P10	6.81	13.20%	31.20%	1.5%	0.10	0.146
P1	2.39	5.80%	27.80%	1.0%	0.10	0.086
末 3%	1.58	3.00%	30.70%	0.8%	0.11	0.067
QMJ	2.11	4.90%	16.90%	0.50%	0.04	0.081

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：买入卖出产生千分之六的交易费用、卖出产生印花税费用计千分之一；按组合要求，每年 4 月 30 日、8 月 31 日、10 月 30 日依据财报数据更新上市公司质量分数并相应地进行组合换仓调整；由于质量分数具有较高延续性，历次换仓仅部分标的调换，为谨慎与简洁起见，每次调仓对全部净值整体计千分之一的费用扣减。

表 9：考察 02 年以来夏普比，主动加强策略、质优前 3%、P10 均跑赢可比基金中位数排名

	对比夏普比	夏普比 月	对比(1)窄口径基金	对比(2)宽口径基金
主动加强		0.181	前 24.1%	前 33.8%
前 3%		0.152	前 34.0%	前 43.8%
P10		0.146	前 36.7%	前 46.0%
P1		0.086	前 56.1%	前 67.6%
末 3%		0.067	前 64.3%	前 72.5%
QMJ		0.081	前 59.5%	前 68.6%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：各口径均考察数据可得股票型与混合型基金，(1) 窄口径指 2002 年以前成立并存续至今，共计 293 支；(2) 宽口径指成立日期早于 2016/1/1 且存续至今的，共计 2051 只。

表 10：按不同时段考察夏普比，主动加强策略、质优前 3% 均跑赢可比基金中位数排名

	累计净值	CAGR	最大回撤 月度	月度回报 平均	月度回报 标准差	夏普比 月	对比基金
Panel1 (2010/01/31 至今)							
主动加强	2.22	10.78%	-20.91%	1.1%	0.06	0.15	前 12.9%
前 3%	1.95	8.93%	-26.19%	1.1%	0.08	0.11	前 33.8%
P10	1.72	7.19%	-26.75%	0.9%	0.08	0.10	前 40.8%
Panel2 (2013/01/31 至今)							
主动加强	2.06	16.30%	-20.91%	1.5%	0.06	0.22	前 16.0%
前 3%	2.02	15.79%	-26.19%	1.6%	0.08	0.18	前 33.4%
P10	1.74	12.18%	-26.75%	1.3%	0.08	0.15	前 48.8%
Panel3 (2016/01/31 至今)							
主动加强	1.36	18.77%	-3.98%	1.5%	0.04	0.36	前 36.6%
前 3%	1.47	23.80%	-6.77%	1.9%	0.05	0.33	前 42.6%
P10	1.29	15.40%	-5.74%	1.3%	0.05	0.24	前 58.8%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：各个子表格考察特定起止日期内主动加强策略、质优前 3%、P10 回报表现，对比基金为成立日期早于起始日期并存续至今、数据可得股票型与混合型基金。

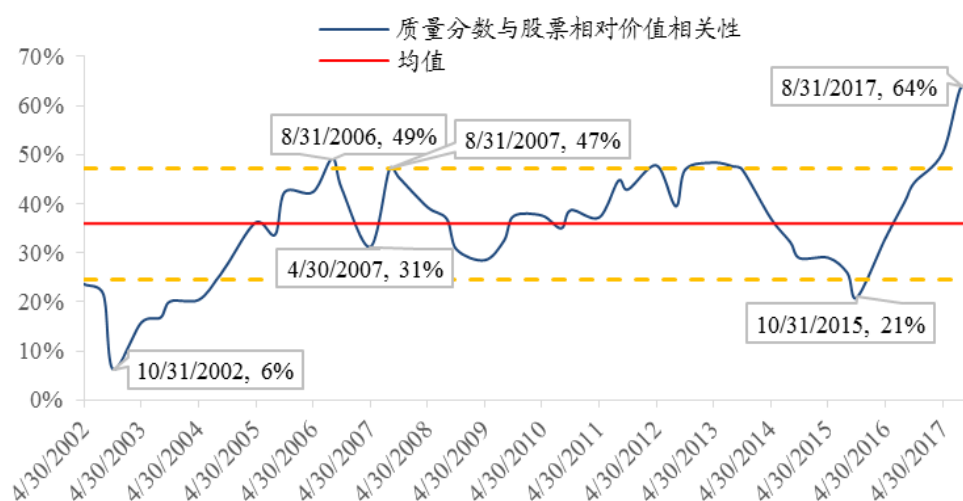
5.3. 质优策略主动加强：一种择时规则的尝试

择时依据：考察估值与质量分数的相关系数 (Price of Quality, 简写 PQ, 下同)。具体的做法是在每一期进行公司质量分数测算的同时，截取当时时点的股票 P/B 数据值，取对数以作为公司股价的相对价值。然后用该时点的 P/B 对数值与公司的质量分数作横截面回归，控制行业变量的情况下测算其 P/B 对数值与公司质量分数的相关性大小；在不同横截面做多次操作得到 PQ 的时间序列数据。

PQ 反映了市场对公司质量所给出的估值溢价。由于较高的（正）相关系数意味着质量分数更大程度地推升了股票估值；换言之，市场对公司质量的定价反应充分形成较高的（甚至过度的）估值溢价。相反，较低的相关系数意味着市场忽视公司质量对估值的支撑，质优标的更可能出现价值洼地。

主动择时的依据：PQ 存在均值回归，过程中调整投资质优前 3% 组合的权重，余下资金配置到货币市场。在 PQ 低于一倍标准差的区间，我们配置质优前 3% 组合由 80% 仓位逐月加仓至 100%；在相关系数回升并突破了负一倍标准差后，我们将逐渐减仓至中性仓位 80%；而从均值上升到正一倍标准差的过程中，仓位逐渐将从 80% 下降到 60%；在相关系数大于一倍标准差的过程中，我们将逐渐把仓位下降到 0，从而把资金都投资于货币市场。

图 7：Price of Quality 择时示意



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

几个潜在改进的方向。在本文之中，质优主动加强策略更主要是探讨买入质优组合做择时加强是否可能的问题。并从逻辑上，按照 Price of Quality 就质量因子本身的影响作出简要的择时规定。后续研究之中，择时规则的改进存或存在如下几个方向：

- 1) Price of Quality 决策规则从事后 (ex post) 转向事前 (ex ante)⁹;
- 2) 不同择时决策规则的尝试与回测;
- 3) 增加其他类别择时规则, 例如估值条件等。

5.4. 质优策略取得良好回报表现的几个要点

- 第一, 质量分数选股综合考虑股价定价因素之中的盈利能力、安全性与成长性, 而市场往往在某一时段对某一类特征存在高估或低估。
- 第二, 质量分数对公司未来质量具有较高的预测性, 即当前高质量公司与组合在未来 (12 个月、24 个月、36 个月) 仍延续高质量。
- 第三, 从分析师盈利预测可见, 市场对质劣公司存在明显高估, 而对质优公司具有一定的低估倾向。
- 第四, 策略组合低换手, 仅在每年 4 月 30 日、8 月 31 日、10 月 30 日进行换仓, 调进调出部分标的, 从而节约了交易费用。
- 第五, 组合选取的标的数量较多、流通市值较大¹⁰, 具有较高的资金容量, 冲击成本有限。

6. 质优策略后续研究展望

本篇是国君策略新研·突破系列报告开篇, 同时是质优策略系列应用的核心篇, 旨在解决开发质优策略的七个关键问题 (见前文)。从回测结果来看, 主动加强的质优策略、质优前 3% 组合、P10 自 2002 年以来穿越多个市场周期取得较好的表现。

在后续的研究之中, 我们试对下列问题 (不限于、不严格次序) 进行探索:

- 1) 各个行业的质优标的筛选与组合构建;
- 2) 挖掘历史上质优、质劣标的变迁特征;
- 3) 当前市场对质量认知存在哪些偏差, 以及相应的投资机会, 例如仅以“大、胖”为美;
- 4) 历史回顾市场对质量的认知变化, 泡沫对 QMJ 的冲击, 以及 Flight to Quality 对 QMJ 的支持;
- 5) 质量分数的国际比较;
- 6) 其他。

⁹ Price of Quality 指数的均值、中值、标准差随着时间序列数据增长而变化, 择时规则依据哪一时段的统计特征具有影响。

¹⁰ 质优前 3% 组合包括 24 只标的, 总流通市值 23388 亿元; P10 组合包括 82 只标的, 总流通市值 48051 亿元。

7. 附录：质优前 3%组合、P10 组合最新标的

表 11：质优前 3%标的组合（2017/10/31 日更新），同时也是 P10 组合的前 24 只标的

质优前 3%	质量分数	Profitability	Growth	Safety	流通市值 亿元	所属申万一级行业
002558.SZ 巨人网络	1.26	1.31	1.62	0.84	764.61	传媒
600519.SH 贵州茅台	1.12	1.64	1.02	0.71	8,181.87	食品饮料
000423.SZ 东阿阿胶	1.07	1.14	0.65	1.42	393.59	医药生物
000813.SZ 德展健康	1.04	1.18	1.04	0.89	198.15	有色金属
002027.SZ 分众传媒	1.01	1.55	1.63	-0.16	1,629.24	传媒
600276.SH 恒瑞医药	1.00	0.83	0.59	1.58	1,937.45	医药生物
600867.SH 通化东宝	1.00	1.20	0.93	0.87	398.73	医药生物
002624.SZ 完美世界	0.97	1.08	1.64	0.18	447.13	传媒
002007.SZ 华兰生物	0.96	0.91	0.60	1.37	262.10	医药生物
002127.SZ 南极电商	0.93	1.44	0.86	0.48	201.79	商业贸易
600009.SH 上海机场	0.92	0.96	0.30	1.51	818.76	交通运输
002415.SZ 海康威视	0.92	1.04	0.90	0.83	3,585.41	电子
002294.SZ 信立泰	0.92	0.95	0.61	1.19	438.59	医药生物
002581.SZ 未名医药	0.90	0.98	1.02	0.71	121.39	医药生物
002507.SZ 涪陵榨菜	0.89	0.94	0.50	1.23	132.38	食品饮料
002595.SZ 豪迈科技	0.88	0.97	0.69	0.99	145.76	机械设备
601888.SH 中国国旅	0.88	1.03	0.51	1.10	868.66	休闲服务
002354.SZ 天神娱乐	0.88	0.96	1.59	0.09	176.22	传媒
002466.SZ 天齐锂业	0.88	1.40	1.12	0.11	622.17	有色金属
600201.SH 生物股份	0.88	0.97	0.87	0.80	266.60	农林牧渔
002635.SZ 安洁科技	0.85	0.55	1.14	0.87	227.25	电子
600703.SH 三安光电	0.85	0.79	0.69	1.08	1,123.61	电子
002572.SZ 索菲亚	0.85	0.85	0.76	0.94	328.65	轻工制造
600090.SH 同济堂	0.85	0.88	1.40	0.26	118.48	医药生物

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：流通市值取 2017/12/12 日数据，下表 12 同。

表 12: P10 组合 (2017/10/31 日更新) 的后 58 只标的

P10	质量分数	Profitability	Growth	Safety	流通市值 亿元	所属申万一级行业
600566.SH 济川药业	0.85	1.07	1.03	0.44	302.64	医药生物
000513.SZ 丽珠集团	0.84	1.18	0.98	0.36	250.70	医药生物
002680.SZ 长生生物	0.83	0.99	0.88	0.61	139.14	医药生物
600436.SH 片仔癀	0.81	1.07	0.61	0.76	382.93	医药生物
002468.SZ 申通快递	0.81	0.87	1.00	0.55	369.69	交通运输
002555.SZ 三七互娱	0.80	0.94	0.95	0.52	455.40	传媒
002372.SZ 伟星新材	0.79	1.04	0.66	0.68	175.77	建筑材料
600161.SH 天坛生物	0.78	1.03	0.64	0.67	230.25	医药生物
002252.SZ 上海莱士	0.76	0.43	0.81	1.06	981.13	医药生物
600233.SH 圆通速递	0.76	0.87	1.03	0.38	485.70	交通运输
000408.SZ 藏格控股	0.75	0.83	0.99	0.42	348.51	商业贸易
002508.SZ 老板电器	0.75	0.85	0.76	0.64	449.56	家用电器
002601.SZ 龙蟠佰利	0.74	0.93	0.92	0.37	317.62	化工
002085.SZ 万丰奥威	0.74	0.67	0.52	1.01	374.61	汽车
002032.SZ 苏泊尔	0.74	1.00	0.33	0.87	334.92	家用电器
600887.SH 伊利股份	0.74	0.96	0.73	0.52	1,856.98	食品饮料
002273.SZ 水晶光电	0.72	0.74	0.88	0.56	172.67	电子
600167.SH 联美控股	0.72	0.82	1.00	0.36	251.96	公用事业
600688.SH 上海石化	0.72	1.03	0.93	0.21	464.04	化工
002143.SZ 印纪传媒	0.72	1.08	0.95	0.14	242.47	传媒
600516.SH 方大炭素	0.72	1.12	0.69	0.36	452.56	有色金属
000723.SZ 美锦能源	0.71	0.94	1.12	0.08	296.04	采掘
002120.SZ 韵达股份	0.71	1.09	1.05	0.00	503.70	交通运输
000538.SZ 云南白药	0.71	0.78	0.31	1.02	1,016.61	医药生物
600681.SH 百川能源	0.70	1.03	1.01	0.06	137.29	公用事业
600420.SH 现代制药	0.69	0.60	0.81	0.67	136.28	医药生物
002517.SZ 恺英网络	0.69	1.11	0.99	-0.04	390.32	传媒
002262.SZ 恩华药业	0.69	0.69	0.45	0.91	143.50	医药生物
002602.SZ 世纪华通	0.68	0.77	0.84	0.44	331.34	传媒
000661.SZ 长春高新	0.68	0.85	0.65	0.53	317.51	医药生物
002195.SZ 二三四五	0.68	0.63	0.92	0.48	211.80	计算机
000895.SZ 双汇发展	0.67	1.33	-0.06	0.74	855.25	食品饮料
002108.SZ 沧州明珠	0.67	0.71	0.60	0.70	122.70	化工
600885.SH 宏发股份	0.67	0.68	0.99	0.34	228.38	电气设备
600637.SH 东方明珠	0.67	0.32	1.21	0.48	459.58	传媒
000786.SZ 北新建材	0.66	1.07	0.64	0.25	379.36	建筑材料
002450.SZ 康得新	0.65	0.68	0.86	0.43	843.98	化工
002664.SZ 信质电机	0.64	0.49	0.32	1.12	113.33	汽车
002597.SZ 金禾实业	0.64	0.92	0.75	0.25	135.08	化工
000968.SZ 蓝焰控股	0.64	1.12	0.89	-0.09	145.42	采掘
600900.SH 长江电力	0.63	1.13	0.36	0.39	3,610.20	公用事业
600230.SH 沧州大化	0.63	1.31	0.92	-0.35	140.33	化工

000008.SZ	神州高铁	0.62	0.18	1.01	0.68	236.18	机械设备
002699.SZ	美盛文化	0.62	0.54	1.15	0.18	157.63	纺织服装
002831.SZ	裕同科技	0.62	0.60	0.65	0.62	235.53	轻工制造
000766.SZ	通化金马	0.62	0.04	0.77	1.05	131.44	医药生物
601012.SH	隆基股份	0.62	1.01	1.07	-0.22	699.16	电气设备
002179.SZ	中航光电	0.62	0.64	0.63	0.58	299.87	电子
601216.SH	君正集团	0.61	0.64	0.60	0.60	401.65	化工
002174.SZ	游族网络	0.61	0.83	0.91	0.10	196.55	传媒
600816.SH	安信信托	0.61	0.85	1.50	-0.52	615.73	非银金融
002050.SZ	三花智控	0.60	0.61	0.49	0.69	372.12	家用电器
601098.SH	中南传媒	0.59	0.71	0.14	0.93	257.01	传媒
600666.SH	奥瑞德	0.59	0.72	0.83	0.22	213.55	电子
002044.SZ	美年健康	0.59	0.54	0.83	0.39	535.87	医药生物
002608.SZ	江苏国信	0.59	0.92	1.03	-0.19	340.93	国防军工
600567.SH	山鹰纸业	0.59	0.75	1.02	-0.02	200.71	轻工制造
002563.SZ	森马服饰	0.58	0.88	-0.11	0.97	212.00	纺织服装

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		