

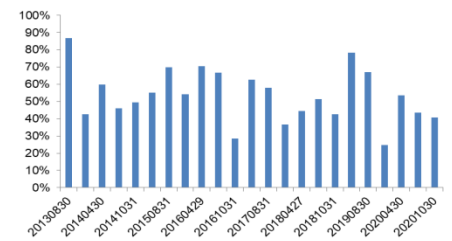
如何在高估值股中“火中取栗”

长线选股系列(四)

报告摘要:

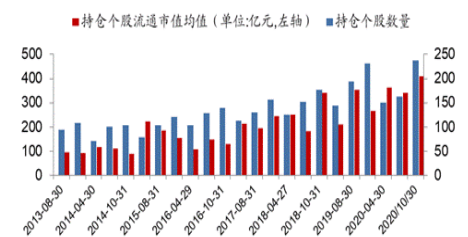
- **盈利能力及其成长性和持续性的相关指标用于高估值个股中选股。**个股盈利与成长维度相关的指标信息在基本面选股框架中，处于核心变量。对于估值水平较高的股票，应该观察其未来继续成长的潜力，本篇专题报告围绕通过盈利、成长相关指标，从估值相对高的个股样本中筛选出优质个股。
- **实证分析。**基于个股的基本面指标，利用个股的盈利与成长性和持续性的关键指标，在策略回测期内，在全市场与在科技板块中构建的股票组合策略，均能获得较好的组合分层效果，其中高分组相对低分组能获得较为稳健的长期收益。股票组合在全市场中，高分组组合平均每期持股数量约为 135 只，每期组合内个股的平均流通市值为 200 亿元左右；从历史组合每期入选个股的行业分布中可以看出，医药生物、化工、电子等行业个股入选次数较多。
- **核心假设风险。**本报告旨在对所研究问题的主要关注点进行分析，因此对市场及相关交易做了一些合理假设，但这样会导致建立的模型以及基于模型所得出的结论并不能完全准确地刻画现实环境，在此可能会与未来真实的情况出现偏差。专题策略推荐个股，仅从量化角度筛选，不代表广发证券发展研究中心行业分析师观点。

图：市值加权组合换手率



数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

图：组合数量及市值特征



数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

分析师：陈原文



SAC 执证号：S0260517080003



0755-82797057



chenyuanwen@gf.com.cn

分析师：罗军



SAC 执证号：S0260511010004



020-66335128



luojun@gf.com.cn

分析师：安宁宁



SAC 执证号：S0260512020003



SFC CE No. BNW179



0755-23948352



anningning@gf.com.cn

请注意，陈原文、罗军并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

如何寻找“物美价廉”的优质 2020-12-04

企业：长线选股系列(三)

如何挖掘景气向上，持续增长 2020-08-25

企业：长线选股系列(二)

目录索引

一、引言	4
(一) 高估值股票长期整体表现不佳	4
(二) 低估值中优选标的	4
(三) 高估值中也有优质标的	5
二、从盈利、支出、持续性能来“火中取栗”	6
(一) G-SCORE 指标计算方法	6
(二) G-SCORE 投资策略	7
三、实证分析	7
(一) 数据说明	7
(二) 组合构建	7
(三) 实证分析	7
四、总结	19
五、风险提示	20

图表索引

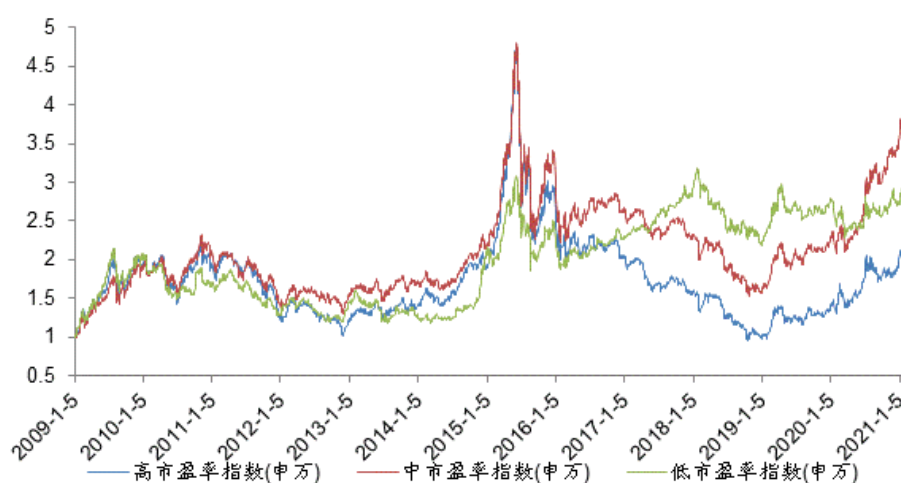
图 1: 申万市盈率指数走势图	4
图 2: PE 因子历史 IC 走势.....	5
图 3: PE 因子历史逐月累计收益率走势.....	5
图 4: 贵州茅台市盈率(PE_TTM)与股价走势图.....	6
图 5: 恒瑞医药市盈率(PE_TTM)与股价走势图.....	6
图 6: 等权重组合历史策略表现.....	8
图 7: 等权组合历史换手率走势.....	8
图 8: 全市场等权策略分层效果对比	9
图 9: 市值权重组合历史策略表现	9
图 10: 市值加权组合历史换手率走势	10
图 11: 全市场策略市值加权分层效果	10
图 12: 组合历史持仓个股数量及市值分布	11
图 13: 组合市值在中证 800 及 Wind 全 A 中的分位数分布	12
图 14: 组合历史行业分布	12
图 15: 科技板块中选股等权重组合历史策略表现	14
图 16: 等权组合历史换手率走势.....	14
图 17: 科技行业策略等权重分层效果	15
图 18: 科技板块中市值权重组合历史策略表现.....	15
图 19: 市值加权组合历史换手率走势	16
图 20: 科技行业市值权重分层效果	16
图 21: 组合历史持仓个股数量及市值分布	17
图 22: 组合市值在中证 800 及 Wind 全 A 中的分位数分布	18
图 23: 组合历史行业分布.....	18
表 1: Fscore 选股模型打分细则.....	5
表 2: G-score 判断指标	6
表 3: 策略全市场选股组合历史表现	7
表 4: 组合历史分年度收益率表现	11
表 5: 策略历史超配个股每期部分明细一览.....	13
表 6: 科技行业选股组合历史表现	14
表 7: 组合历史分年度收益率表现	17
表 8: 策略历史超配个股每期部分明细一览.....	19

一、引言

（一）高估值股票长期整体表现不佳

在价值投资的理论中，股票价格是围绕着股票内在价值而变化的，不会脱离其基本面。当股价较股票内在价值偏高时，那它在未来一段时间内会调整到其合理价值所对应的价格区间中去，反之亦然。然而，股票的内在价值很难用具体指标来量化衡量。因此，很多估值指标被用来估计股票当前的价格的相对高低程度。最常见的估值指标有PE、PB等，这些指标分别代表投资者要购买该公司一单位的利润或者净资产所需要付出的价格。当估值指标相对高时，就说明这个股票的股价处在一个高估的阶段，那么将来这只股票股价下降的可能性就会偏高。

图1：申万市盈率指数走势图



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

观察能反映市场不同估值区间股票投资价值的指数发现，高市盈率的股票综合表现确实长期低于非高市盈率的股票。

（二）低估值中优选标的

在国内市场上，A股长期上看，低估值的个股相对高估值的个股存在一定程度的超额收益。这个反映在因子角度上看，估值相关的因子，如经典的PE或者PB指标历史上看，因子的方向在大部分时间上都是正的方向。而针对如何在低估值的个股中优选基本面较好的个股，在本篇专题报告之前，我们也尝试了几个方向，如主要考虑个股估值等基本面相关指标构建策略的《财务指标选股策略研究：基于Piotroski Fscore模型》、《叠加反转效应下的财务指标选股策略研究：基于Piotroski Fscore模型》、《如何寻找“物美价廉”的优质企业：长线选股系列(三)》等相关的专题报告。

在低估值公司中为了降低进入估值陷阱的概率，如在学术上，Piotroski (2000) 从基本面的角度给公司打分，分别考虑了股票的盈利能力、杠杆与融资能力以及经营效率情况，对低估值股票进行分层处理。

表 1: Fscore选股模型打分细则

指标大类	细分指标	打分细则	
		指标大于零	指标其他情况
盈利能力	资产收益率	1	0
	资产收益率增长率	1	0
	每股经营活动现金流净额	1	0
	每股经营活动现金流与资产收益率差值	1	0
杠杆、流动性能力	长期负债率变化相对上期	0	1
	流动比率变化相对上期	1	0
	总股本变化相对上期	0	1
运营效率	毛利率增长率	1	0
	总资产周转率增长率	1	0

数据来源：广发证券发展研究中心

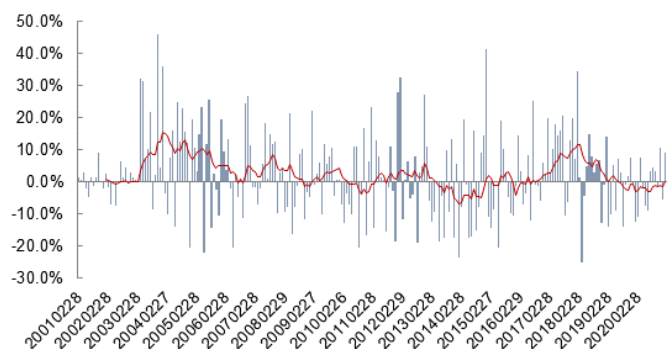
F-score策略的计算方法是在每只股票上对表中9个条件依次进行判断，如果股票满足某个条件，则该股票的分数加1，这样最终每只股票在调仓日可能会得到0-9分一共10组，得分越高则说明股票基本面条件越好。将得到7、8、9分的股票定为高分组，4、5、6分的股票定为中分组，其余定为低分组。这样每期做多高分组，就能在长期获得一定的超额收益，详细的实证分析可以参考广发金工在《财务指标选股策略研究：基于Piotroski Fscore模型》相关的研究结论。

而最近两三年，市场的结构特征较以往几年发展了比较大的变化，传统低估值有效的策略逐渐失效。市场对于高估值的品种给予了比较高的溢价水平，而如何在相对高估值的品种中，挖掘出优质的投资标的，是本篇专题报告研究的主要的内容。

（三）高估值中也有优质标的

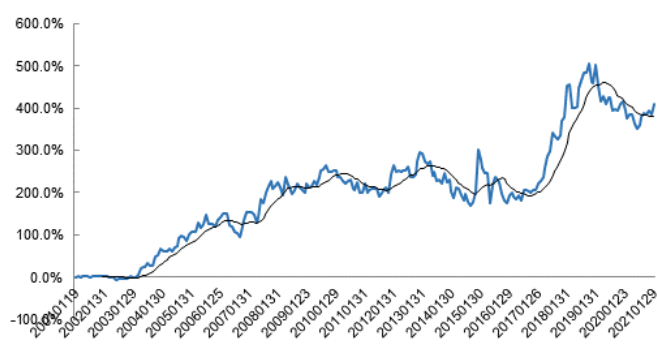
虽然一些优质股票的估值水平较高，超出了同类公司或者自身过去情况的平均值，但由于公司有优良的未来预期等长期利好因素，股票持续估值较高也并不代表这只股票就不值得投资，在合理的区间内，投资者愿意为了长期的未来收益，而在当前接受较高的价格。

图2: PE因子历史IC走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3: PE因子历史逐月累计收益率走势



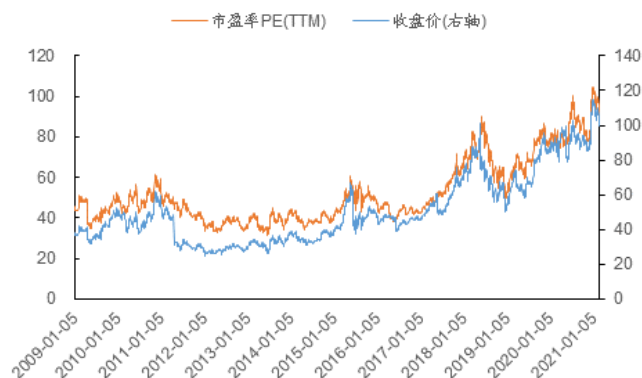
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：贵州茅台市盈率(PE_TTM)与股价走势图



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图5：恒瑞医药市盈率(PE_TTM)与股价走势图



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、从盈利、支出、持续性能力来“火中取栗”

(一) G-score 指标计算方法

Mohanram (2005) 提出了一种从高估值中优选的方法：G-score，其初衷是从高估值股票中优选出那些仍有增长潜力的优质股票。G-score的构建思路整体上是希望筛选出盈利能力以及盈利的持续能力优秀，而且在一些与未来盈利相关的支出指标上表现良好的股票。G-score的具体计算方式是判断股票是否满足某个条件，如果满足的话则将该股整体得分加一分，否则不加分，经过不同维度上对个股的打分，最终得到截面上每只个股的整体分数。理论上，该得分越高，说明个股在基本上上越高，在未来时间相对得分低的个股具有更大概率超额收益率机会。

表 2：G-score 判断指标

指标类别	判断条件
盈利能力	ROA 大于股票所在一级行业的中位数
	经营现金流/总资产大于所在一级行业的中位数
	经营现金流大于 0 并且大于净利润
成长稳定性	过去五年 ROA 的方差小于所在一级行业的中位数
	过去五年销售增长率的方差小于所在一级行业中位数
增长前景	研发费用大于所在一级行业的中位数
	资本支出大于所在一级行业的中位数
	广告费用大于所在一级行业的中位数

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）G-score 投资策略

理论上，对个股最后的G-score打分整体上位于0-8区间内，得分从0分组到得分8分组这9组中，未来增长前景依次变的更好，因此对应组合的收益应该是递增的，做多8分组并做空0分组就能获得理论上最高超额收益率机会。但由于实际情况中，能得到8分或者0分的股票较少，不能显示出足够的统计规律，从而使得不同组别的累计收益不能显示出明显的单调性。因此，本篇专题报告根据每期个股的截面得分高低将个股分为3组。其中，得到6、7、8分的股票为高分组，得到3、4、5分的股票为中分组，得到0、1、2分的股票为低分组，分别观察高分组的多头绝对收益、以申万高市盈率指数为基础的超额收益以及高分组和低分组相对收益高低。

三、实证分析

（一）数据说明

1. 本篇专题报告中，具体的回测时间为从2013年4月30日至2021年1月27日（以下如无特殊说明，2021年指的是截止至2021年1月27日），每年三次调仓，分别在：4月，8月以及10月最后一个交易日，对每个个股测算统一用截止至调仓时点能采集到的最新财报数据进行测算；

2. 样本股票的筛选剔除掉上市未满一年、ST、*ST个股、上财报亏损的个股；

（二）组合构建

1. 在每次调仓时，样本股选择调仓时点横截面上在申万一级行业内市净率PB较高的个股为高估值股；在高估值股中计算股票所得分数；

2. 组合权重设置：每期组合个股权重分别考虑等权重以及流通市值加权下的测算结果。

（三）实证分析

1. 全市场回测表现

在实证回测期内，根据组合构建的方式，在全市场股票中考虑等权重和流通市值加权下组合的历史表现。

表 3：策略全市场选股组合历史表现

	年化收益	年化波动	起始日期	结束日期	夏普比
等权多头	16.88%	27.62%	20150612	20181018	61.10%
市值加权多头	18.71%	24.54%	20150612	20160128	76.25%
等权高低分组相对	8.17%	7.60%	20130902	20150615	107.49%
市值高低分组相对	6.90%	9.81%	20130924	20150608	70.30%
等权超额	8.80%	8.86%	20131206	20150603	99.37%
市值加权超额	8.73%	15.48%	20150612	20170103	56.43%

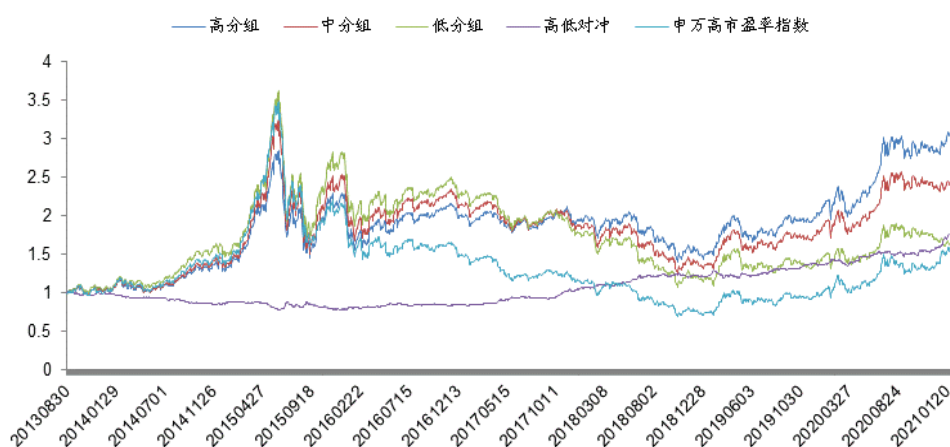
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

在回测期内，基于等权重的高分组股票组合累计收益率为303.1%，年化收益率为16.88%，基于市值权重的高分组股票组合累计收益率为343.65%，年化收益率为18.71%，同期申万高市盈率指数累计收益率为154.83%，无论是等权还是流通市值加权，策略都能获得不错的绝对和超额收益。

等权重策略在历史回测期内相对申万高市盈率指数年化波动率为7.6%，最大回撤开始时间为2013年12月6日，结束时间为2015年6月3日，绝对收益最大回撤开始时间为2015年6月12日，结束时间为2018年10月18日。

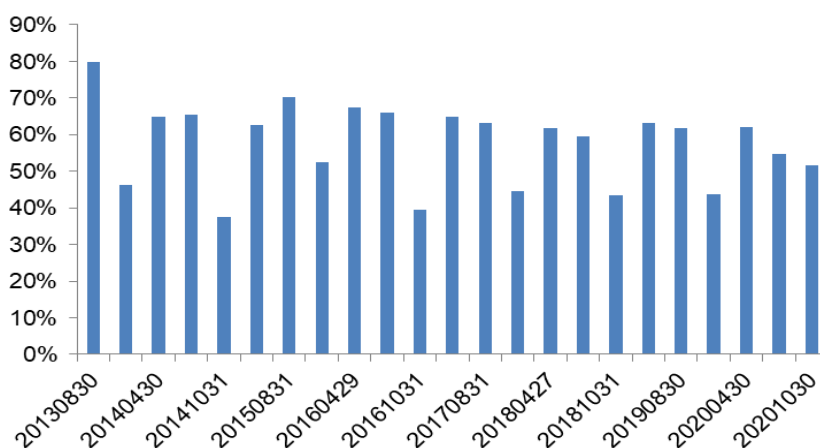
市值权重策略在历史回测期内相对申万高市盈率指数年化波动率为9.81%，最大回撤开始时间为2015年6月12日，结束时间为2017年1月3日，绝对收益最大回撤开始时间为2015年6月12日，结束时间为2018年10月18日。

图6：等权重组合历史策略表现



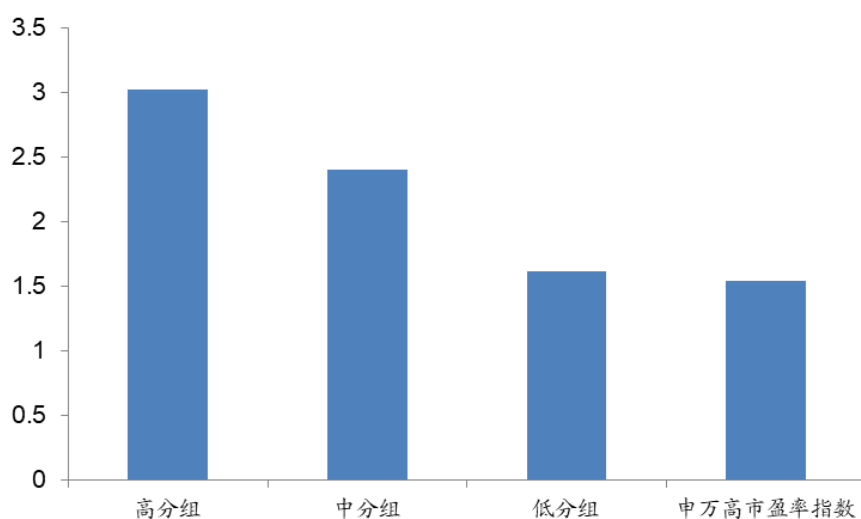
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：等权组合历史换手率走势



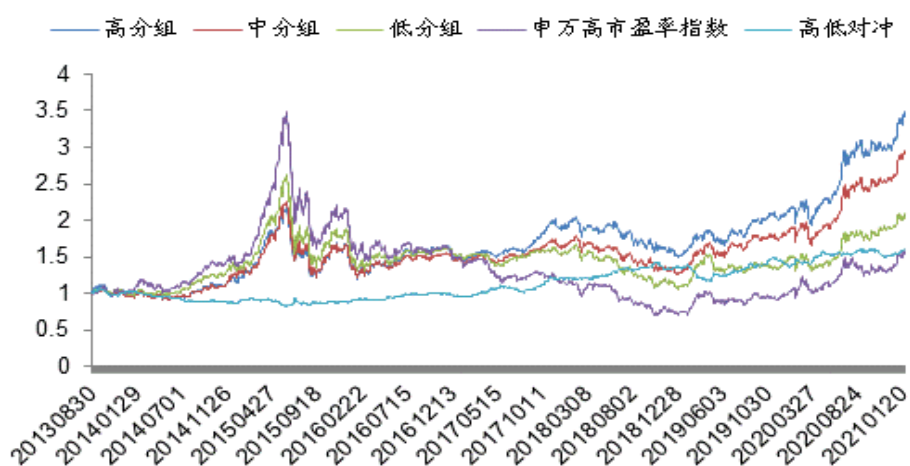
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8: 全市场等权策略分层效果对比



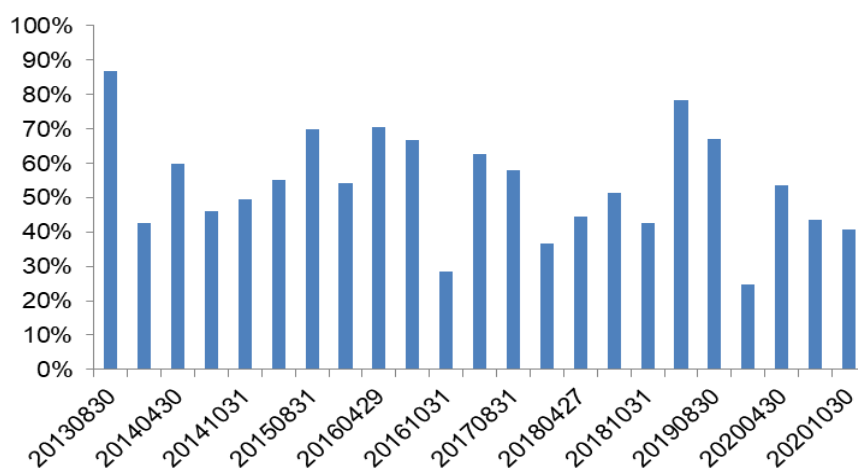
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图9: 市值权重组合历史策略表现



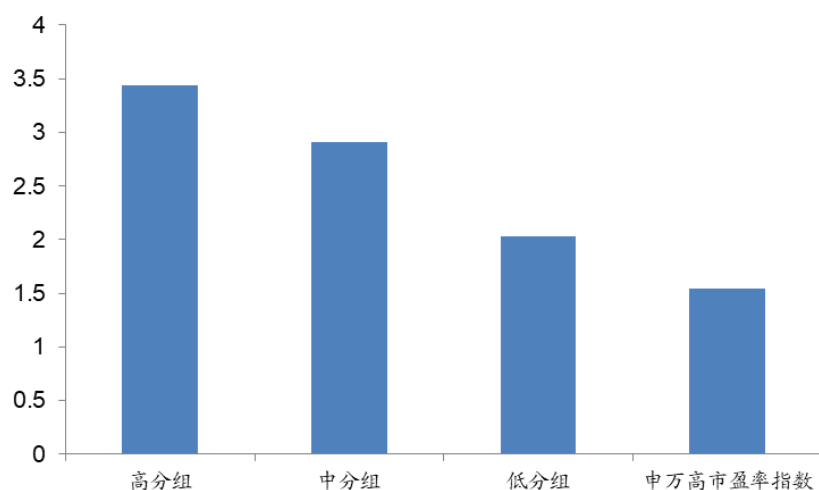
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 10: 市值加权组合历史换手率走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 11: 全市场策略市值加权分层效果



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 4: 组合历史分年度收益率表现

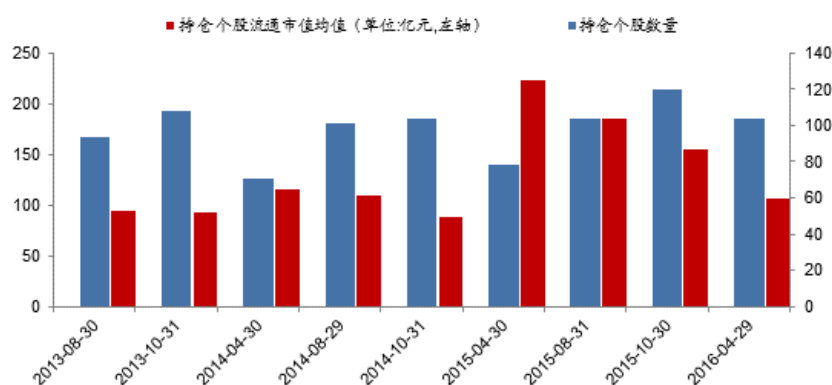
	等权	市值加权	等权高低 分组相对	市值加权高低 分组相对	等权超额	市值加权超额
2013	6.19%	2.82%	-0.90%	1.71%	3.63%	0.19%
2014	21.61%	13.88%	-12.69%	-14.34%	-10.09%	-16.47%
2015	73.14%	38.83%	-9.06%	0.23%	13.45%	-11.63%
2016	-11.10%	-8.18%	7.35%	10.54%	26.23%	27.74%
2017	-2.01%	28.17%	25.82%	24.80%	26.51%	63.32%
2018	-24.19%	-20.88%	15.19%	13.37%	18.98%	21.78%
2019	39.88%	40.76%	11.48%	2.93%	0.73%	-0.13%
2020	38.91%	49.59%	17.59%	8.73%	-8.21%	-2.31%
2021	5.64%	7.82%	9.71%	5.68%	-0.75%	1.41%
全样本	16.88%	18.71%	8.17%	6.90%	8.80%	8.73%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2. 全市场组合持仓特征

全市场策略的多头组合从个股持股数量上看, 平均每期持股数量为135只, 每期组合内个股的平均流通市值为209.5亿元。

图 12: 组合历史持仓个股数量及市值分布

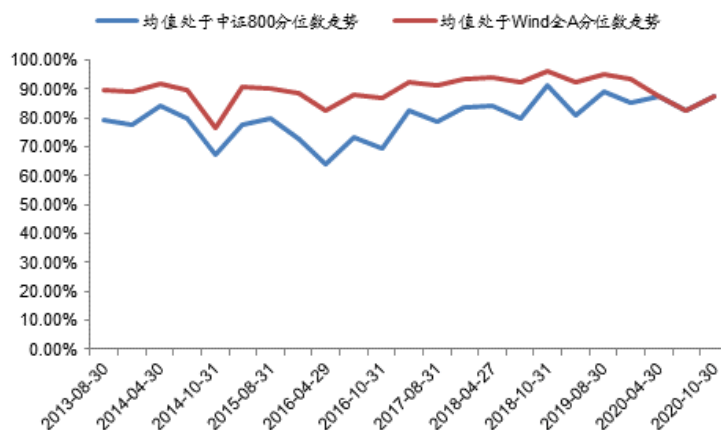


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 图中持仓个股数量单位为只

从组合内个股的历史每期均值在对应期内中证800及Wind全A中的分位数中可以看出, 整体上每期组合内个股市值分布上都处于Wind全A中市值分布的前90%左右分位数, 在中证800的前80%分位数左右的位置, 市值上看处于中大市值为主。

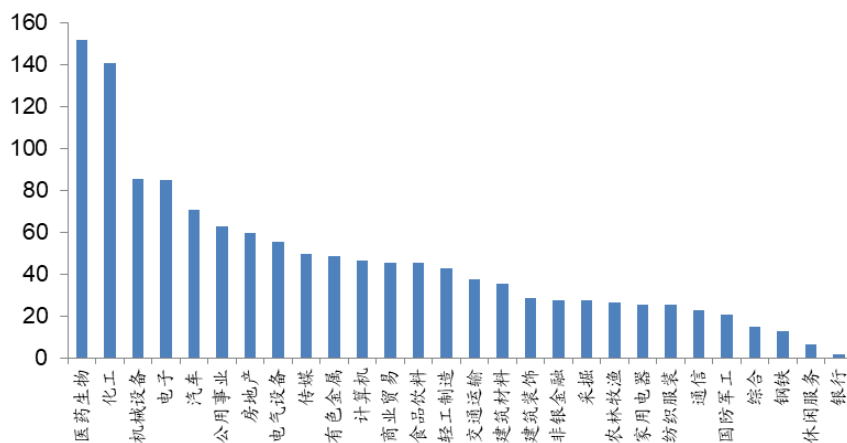
图13: 组合市值在中证800及Wind全A中的分位数分布



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从历史组合每期入选个股的行业分布中可以看出, 化工、医药生物、机械、电子等行业个股入选次数较多, 而休闲服务、综合、钢铁等行业个股入选次数较少。

图14: 组合历史行业分布



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 图中单位为只, 即历史所对应组合所在行业个股入选次数

表 5：策略历史超配个股每期部分明细一览

20170831	20171028	20180430	20180830	201801030	20190430	20190830	201901030	20200430	20200830	202001030
天健集团	万科 A	天健集团	工商银行	工商银行	鲁商发展	天健集团	万科 A	招商银行	中国国贸	招商蛇口
中国武夷	万讯自控	招商蛇口	新华联	万科 A	张江高科	蓝光发展	新华联	万科 A	保利地产	中国国贸
红旗连锁	伊之密	荣盛发展	数源科技	新华联	南兴股份	南都物业	中南建设	雅戈尔	雅戈尔	保利地产
富森美	三超新材	华东医药	鱼跃医疗	世联行	伟隆股份	永辉超市	中国国贸	首创股份	亿帆医药	雅戈尔
永辉超市	安车检测	恩华药业	恩华药业	陆家嘴	麦克奥迪	家家悦	雅戈尔	桂冠电力	鱼跃医疗	格力地产
汇嘉时代	海天精工	延安必康	桂林三金	红旗连锁	安车检测	杭氧股份	天虹股份	深圳燃气	恩华药业	鲁商发展
汉钟精机	五洲新春	乐普医疗	奇正藏药	富森美	顺络电子	美亚光电	华致酒行	重庆水务	奇正藏药	金地集团
美亚光电	龙马环卫	爱尔眼科	信立泰	永辉超市	沪电股份	世嘉科技	重庆百货	高能环境	信立泰	深粮控股
弘亚数控	深天地 A	乐心医疗	安科生物	弘亚数控	立讯精密	中大力德	国芳集团	奥普光电	奥赛康	农产品
华昌达	兔宝宝	济川药业	迈克生物	中大力德	欣旺达	中航电测	永辉超市	南兴股份	乐普医疗	居然之家
麦克奥迪	伟星新材	通化东宝	同仁堂	昌红科技	三环集团	四方达	美亚光电	伟隆股份	正海生物	华致酒行
劲拓股份	紫光国微	安图生物	恒瑞医药	麦克奥迪	北新建材	南华仪器	中坚科技	麦克奥迪	康龙化成	重庆百货
鲍斯股份	拓邦股份	国芳集团	济川药业	鲍斯股份	宗申动力	先导智能	永和智控	海川智能	同仁堂	永辉超市
中亚股份	水晶光电	家家悦	通化东宝	爱司凯	星宇股份	安车检测	世嘉科技	捷佳伟创	振德医疗	家家悦
爱司凯	木林森	伟星新材	东江环保	沪宁股份	华懋科技	恒立液压	伟隆股份	杰克股份	海尔生物	鸿路钢构
浙江鼎力	三环集团	精锻科技	创业环保	海天精工	文灿股份	海天精工	中大力德	浙江鼎力	福莱特	郑中设计
四方科技	士兰微	万通智控	深圳燃气	宏盛股份	继峰股份	泰瑞机器	昌红科技	纽威股份	永辉超市	华阳国际
五洲新春	三安光电	小康股份	上海洗霸	百达精工	中顺洁柔	浙江鼎力	鲍斯股份	三江购物	家家悦	三联虹普
龙马环卫	欧普照明	圣龙股份	中大力德	浙江鼎力	集友股份	科沃斯	康斯特	紫光国微	紫光国微	汉嘉设计
兔宝宝	南方轴承	新泉股份	麦克奥迪	大元泵业	晨光文具	艾迪精密	先导智能	大立科技	和而泰	杭萧钢构
伟星新材	万安科技	三利谱	金银河	鲁阳节能	桂冠电力	纽威股份	三德科技	和而泰	兴森科技	蒙娜丽莎
友邦吊顶	精锻科技	胜宏科技	三一重工	伟星新材	海峡环保	北新建材	恒立液压	兴森科技	立讯精密	雄塑科技

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

3. 科技行业选股组合表现

由于策略使用了科研费用、广告费用等在某些特定行业中更为有效的因子，因此本篇专题报告在这些特定行业内进一步做了测算。本文将申万一级行业为通信、电子和计算机的股票分为一组。在实证回测期内，根据组合构建的方式，考虑等权重和流通市值权重下组合的历史表现。

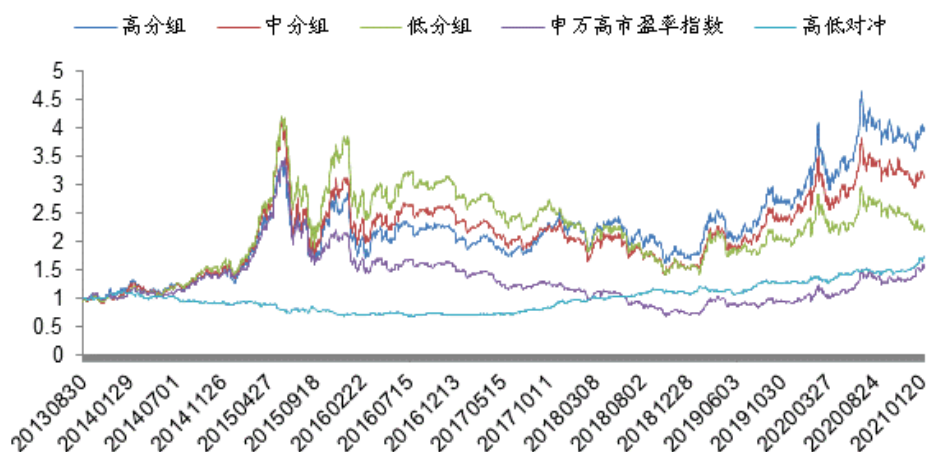
表 6: 科技行业选股组合历史表现

	年化收益	年化波动	起始日期	结束日期	夏普比
等权多头	21.47%	36.41%	20150603	20150915	58.97%
市值加权多头	24.38%	37.92%	20150611	20190103	64.29%
等权高低分组相对	7.82%	13.80%	20140114	20160721	56.71%
市值高低分组相对	13.16%	17.36%	20150413	20151218	75.81%
等权超额	15.40%	15.34%	20200225	20210107	100.35%
市值加权超额	18.16%	18.57%	20150611	20170103	97.82%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

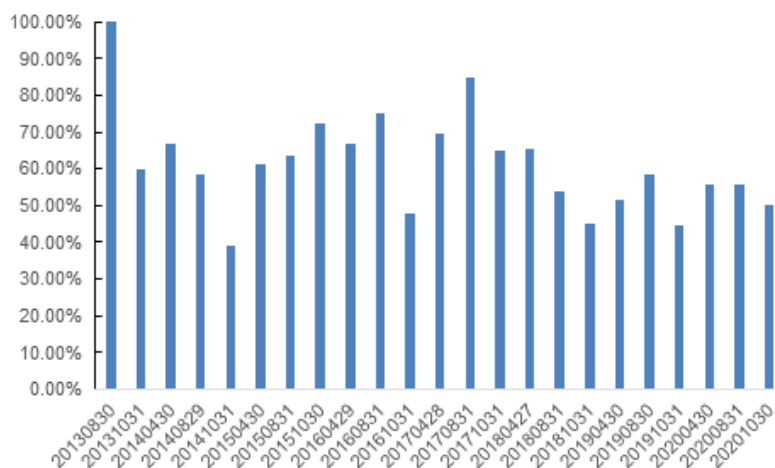
在回测期内, 基于等权重的高分组股票组合累计收益率为392.67%, 年化收益率为21.47%, 基于市值权重的高分组股票组合累计收益率为470.75%, 年化收益率为24.38%, 同期申万高市盈率指数累计收益率为154.83%, 整体效果比全市场选股更好。

图15: 科技板块中选股等权重组合历史策略表现



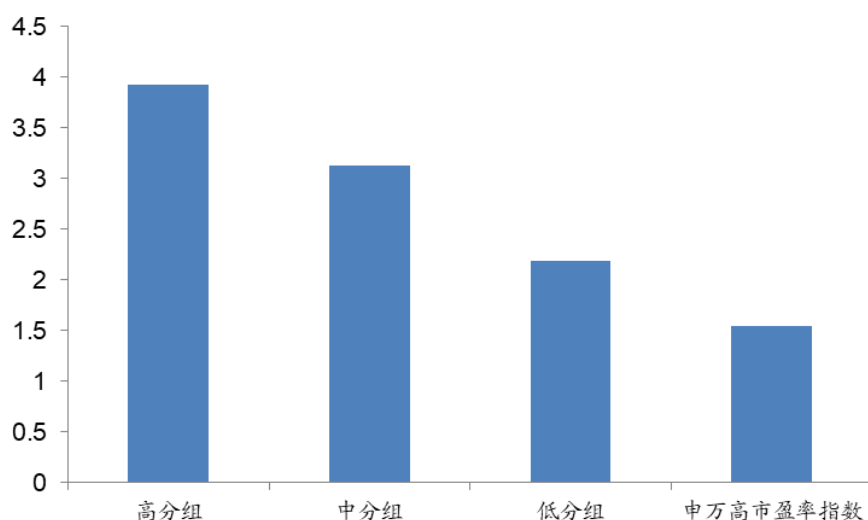
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 等权组合历史换手率走势



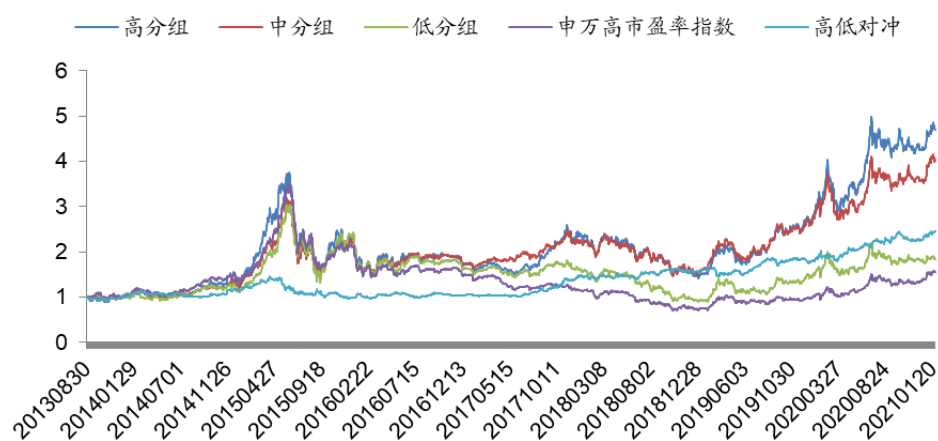
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 科技行业策略等权重分层效果



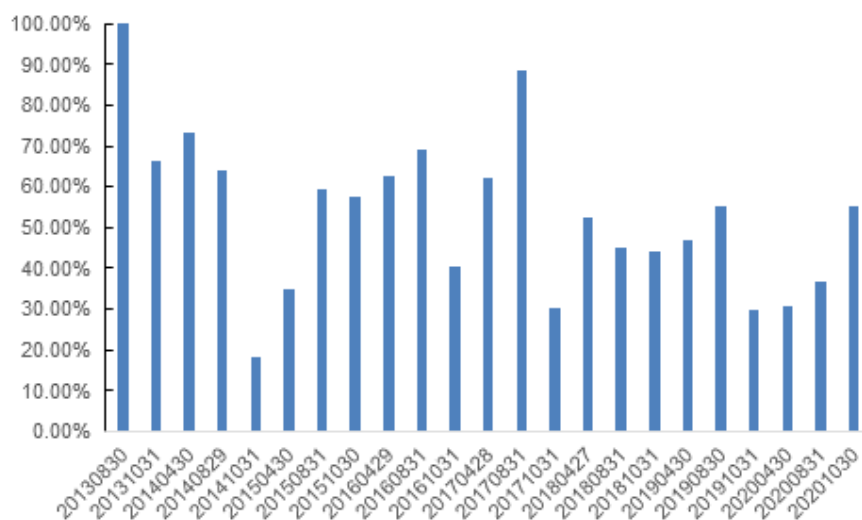
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 科技板块中市值权重组合历史策略表现



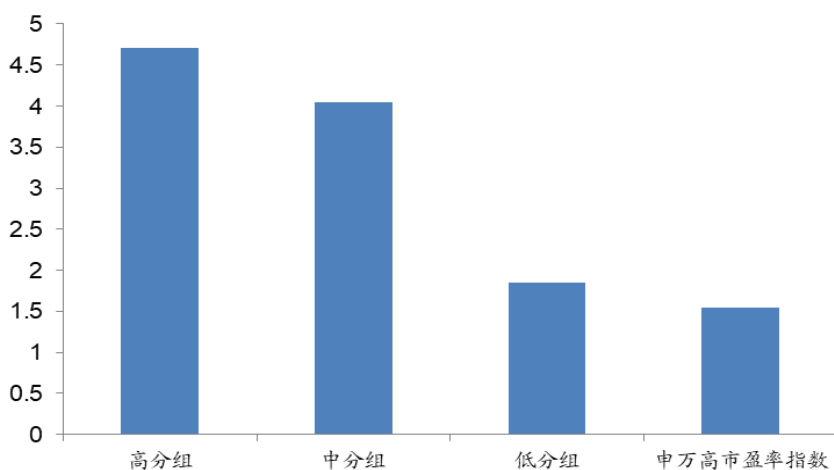
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 19: 市值加权组合历史换手率走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 科技行业市值权重分层效果



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 7：组合历史分年度收益率表现

	等权	市值加权	等权高低 分组相对	市值加权高低 分组相对	等权超额	市值加权超 额
2013	11.89%	3.41%	9.09%	1.04%	9.67%	1.18%
2014	15.79%	25.28%	-16.50%	15.14%	-13.34%	-6.23%
2015	111.98%	78.13%	-20.88%	-15.69%	43.15%	22.23%
2016	-25.21%	-24.87%	1.33%	8.46%	8.56%	8.29%
2017	10.59%	32.91%	33.99%	36.62%	43.94%	72.56%
2018	-24.56%	-36.73%	11.85%	8.41%	20.99%	1.12%
2019	65.84%	84.26%	18.28%	15.87%	22.10%	35.61%
2020	33.51%	66.91%	23.01%	30.91%	-9.37%	13.13%
2021	3.48%	4.99%	8.69%	2.84%	-2.81%	-1.34%
全样本	21.47%	24.38%	7.82%	13.16%	15.40%	18.16%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

等权重策略在历史回测期内相对申万高市盈率指数年化波动率为15.34%，最大回撤开始时间为2020年2月25日，结束时间为2021年1月7日，绝对收益最大回撤开始时间为2015年6月3日，结束时间为2015年9月15日。

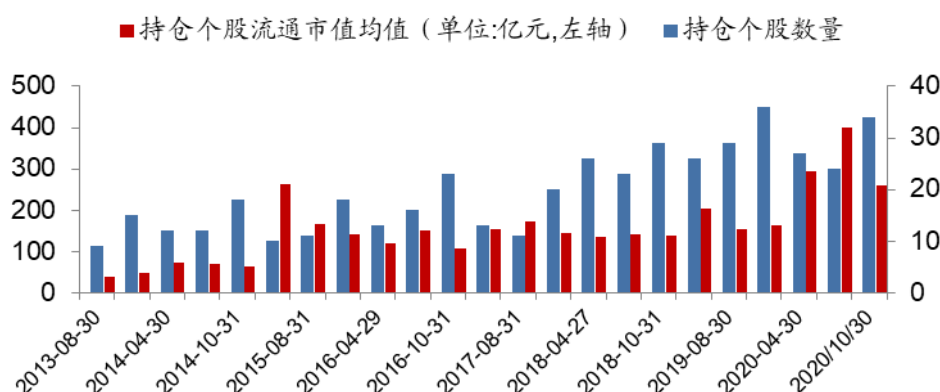
市值权重策略在历史回测期内相对申万高市盈率指数年化波动率为18.57%，最大回撤开始时间为2015年6月11日，结束时间为2017年1月3日，绝对收益最大回撤开始时间为2015年6月11日，结束时间为2019年1月3日。

经过实证分析发现，G-score策略在科技板块中可以在高估股票中起到良好的分层效果，从而达到“火中取栗”的效果，选出那些相对高估但增长潜力良好的股票。

4. 科技行业组合持仓特征

在科技行业选股结果的多头组合从个股持股数量上看，平均每期持股数量为14只，每期组合内个股的平均流通市值为156.7亿元。

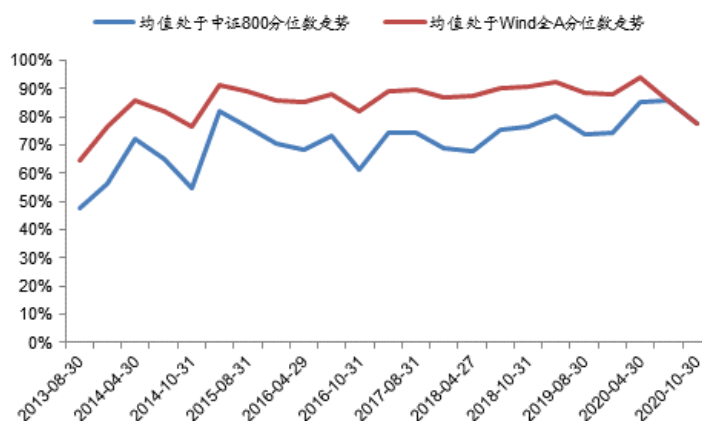
图21：组合历史持仓个股数量及市值分布



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

从组合内个股的历史每期均值在对应期内中证800及Wind全A中的分位数中可以看出,整体上每期组合内个股市值分布上都处于Wind全A中市值分布的前80%左右分位数,在中证800的分位数分布则较为不均匀,但整体上看市值以中大市值为主。

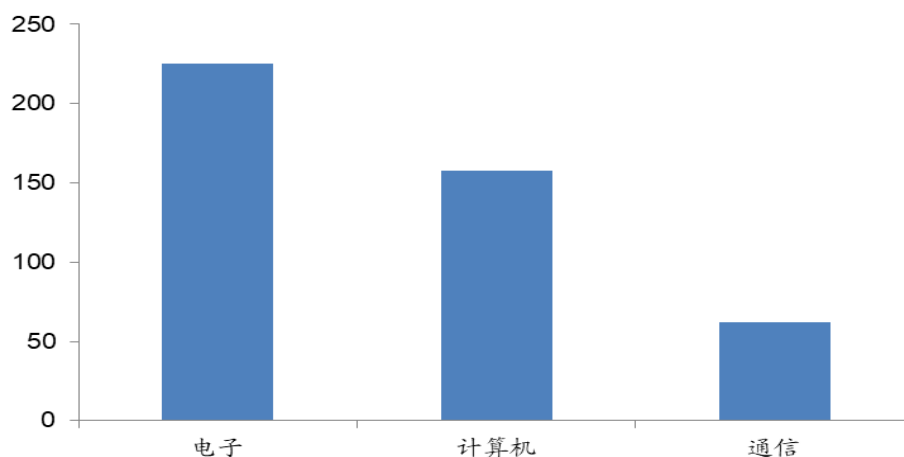
图22: 组合市值在中证800及Wind全A中的分位数分布



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从历史组合每期入选个股的行业分布中可以看出,电子行业的股票入选最多,计算行业其次,而通信行业入选股票最少。

图23: 组合历史行业分布



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 图中单位为只, 即历史所对应组合所在行业个股入选次数

表 8：策略历史超配个股每期部分明细一览

20170831	20171028	20180430	20180830	20181030	20190430	20190830	20191030	20200430	20200830	20201030
三安光电	木林森	法拉电子	盈趣科技	视源股份	欣旺达	立讯精密	兴森科技	兴森科技	立讯精密	和而泰
水晶光电	拓邦股份	胜宏科技	东山精密	沪电股份	沪电股份	紫光国微	顺络电子	大立科技	和而泰	顺络电子
拓邦股份	崇达技术	德赛电池	崇达技术	崇达技术	和而泰	和而泰	德赛电池	深南电路	深南电路	漫步者
四维图新	三安光电	博敏电子	圣邦股份	三环集团	三环集团	深南电路	深南电路	传音控股	火炬电子	生益科技
景旺电子	三环集团	三安光电	三环集团	深南电路	太辰光	视源股份	立讯精密	立讯精密	飞荣达	视源股份
兆易创新	士兰微	易德龙	胜宏科技	盈趣科技	康拓红外	惠威科技	视源股份	艾华集团	圣邦股份	扬杰科技
通宇通讯	欧普照明	兆易创新	生益科技	胜宏科技	顺络电子	飞荣达	鹏鼎控股	光环新网	澜起科技	景旺电子
紫光国微	紫光国微	三利谱	顺络电子	紫光国微	立讯精密	德赛电池	紫光国微	紫光国微	紫光国微	紫光国微
三环集团	水晶光电	飞荣达	深南电路	立讯精密	彩讯股份	顺络电子	和而泰	和而泰	兴森科技	歌尔股份
崇达技术	亿联网络	艾华集团	法拉电子	圣邦股份	航天信息	捷捷微电	中颖电子	天孚通信	亿联网络	二六三
泛微网络	广和通	思创医惠	意华股份	光弘科技	用友网络	光莆股份	三环集团	神宇股份	广和通	天孚通信
	新大陆	中科创达	新北洋	生益科技	宝信软件	华正新材	胜宏科技	广和通	鹏博士	亿联网络
	汉王科技	金证股份	四维图新	法拉电子	三六零	景旺电子	飞荣达	先进数通	中科创达	广和通
	思创医惠	宝信软件	中新赛克	景旺电子	中科曙光	意华股份	捷捷微电	每日互动	金山办公	石基信息
	四方精创	三六零	思创医惠	艾华集团	恒为科技	铭普光磁	圣邦股份	迪普科技	中颖电子	启明星辰
	金证股份	苏州科达	航天信息	新北洋	数据港	神宇股份	兆易创新	金证股份	胜宏科技	同花顺
	苏州科达	数据港	宝信软件	数字认证	崇达技术	四维图新	光迅科技	宝信软件	生益科技	深信服
	数据港	博创科技	苏州科达	航天信息	飞荣达	同花顺	天孚通信	三六零	广联达	中科创达
	视源股份	亿联网络	数据港	金证股份	生益科技	思创医惠	太辰光	中科曙光	万兴科技	万兴科技
	四维图新	崇达技术	三安光电	宝信软件	景旺电子	三六零	澄天伟业	虹软科技	每日互动	每日互动
		三环集团	三六零	恒为科技	光迅科技	泛微网络	七一二	三环集团	宝信软件	迪普科技
		景旺电子		苏州科达		恒为科技	同为股份	生益科技		

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

四、总结

本篇专题报告主要根据G-score打分方法构建投资策略，从市场上高估值股票中选择出有较好增长空间的股票，从而达到良好的分层效果，获得超额收益。在当前市场估值普遍较高的现状下，具有较好的指导意义。

基于个股的基本面指标，利用个股的盈利与盈利的成长性和持续性的关键指标，在每年的4月、8月、10月最后一个交易日构建组合。在回测期内，全市场构建的股票组合策略，等权组合在历史回测期内累计收益率为303.1%，年化收益率为16.88%，同期中万高市盈率指数累计收益率为154.83%，其中等权重组合相对申万高市盈率指数年化超额收益率为8.80%，信息比为0.99；市值加权组合累计收益率为343.65%，年化收益率为18.71%，相对申万高市盈率指数年化波动率为15.48%，年化信息比为0.56，策略今年截止至今累计绝对收益率为7.82%。

在全市场选股中，组合从个股持股数量上看，平均每期持股数量约为135只，每期组合内个股的平均流通市值为209.5亿元；从历史组合每期入选个股的行业分布中可以看出，医药生物、化工、电子等行业个股入选次数较多。

本篇专题报告主要探讨高估值股票中的增强策略，主要是围绕盈利、盈利成长性和盈利稳定性相关的指标构建选股策略，但通过基本面指标打分选股难以做到十全十美，其中存在着一些不足：如基本面相关的指标可能存在滞后的特征，市场已提前甚至过度反应了基本面相关的数据结果；财务指标的设置阈值可能错过部分基本面处于扩张阶段的优秀个股。后续可以结合个股基本面横向、纵向等维度信息以及个股预期、价量等相关信息进一步挖掘优秀个股。

五、风险提示

本文所做的数据测算完全基于过去数据的推演，市场未来环境可能发生变化。投资者制定投资策略时，必须结合市场环境和自身投资理念。同时，模型在极端市场环境中有失效风险。本专题策略推荐个股，仅从量化角度筛选，不代表广发证券发展研究中心行业分析师观点。

广发金融工程研究小组

罗 军：首席分析师，华南理工大学硕士，从业 14 年，2010 年进入广发证券发展研究中心。

安 宁：联席首席分析师，暨南大学硕士，从业 12 年，2011 年进入广发证券发展研究中心。

史 庆 盛：资深分析师，华南理工大学硕士，从业 8 年，2011 年进入广发证券发展研究中心。

张 超：资深分析师，中山大学硕士，从业 7 年，2012 年进入广发证券发展研究中心。

文 巧 钧：资深分析师，浙江大学博士，从业 4 年，2015 年进入广发证券发展研究中心。

陈 原 文：资深分析师，中山大学硕士，从业 4 年，2015 年进入广发证券发展研究中心。

樊 瑞 铎：资深分析师，南开大学硕士，从业 4 年，2015 年进入广发证券发展研究中心。

李 豪：资深分析师，上海交通大学硕士，从业 3 年，2016 年进入广发证券发展研究中心。

郭 圳 滨：高级研究员，中山大学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

李 燕 妮：厦门大学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

张 钰 东：研究助理，中山大学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。