

# 穿越牛熊，多视角探寻长线选股策略

## ——长线选股系列报告之（一）

### 报告摘要：

- **刻舟求剑不如以史为鉴：挖掘穿越牛熊的长线牛股。**近年随着经济增速下行压力加大及市场预期的波动提高，A股分化加大同时伴随主流风格的切换。市场资金结构及风险偏好也逐渐改变，基本面良好且股价表现稳健的长线牛股越来越受市场青睐。

回顾自2005年以来各行业表现，鲜有成功穿越多轮牛熊的行业，与其刻舟求剑盯着固定的行业和个股，不如以史为鉴，挖掘每一轮涨跌行情中能够捕获长期稳定收益的行业及个股特征。本报告目的是通过分析总结A股牛熊切换中表现较佳行业及标的共同的特征，尝试构建穿越牛熊的长线牛股组合。

- **穿越牛熊的行业与个股特征分析。**挖掘长线牛股，首先需分析不同牛熊情景下，优异的行业及个股特征。

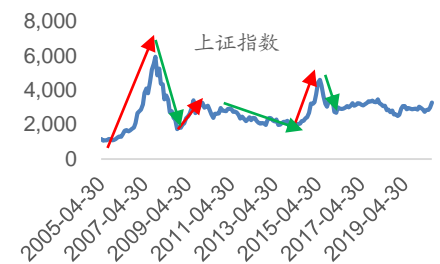
**（1）牛市重势，熊市重质。**成长因子是行业与个股穿越牛熊的核心驱动因素，代表指标是“主营收入增长”。牛市期间行业IC高达10%，个股IC 2.7%。盈利因子在熊市时才被市场所重视，其中ROE指标熊市期间行业IC为9.2%，个股则更看重ROIC，IC高达4.6%。

**（2）牛市看成长小盘，熊市配低估龙头。**成长是牛市的驱动因素，小盘弹性更大。而估值则为穿越熊市提供安全垫，行业龙头穿越熊市概率更大。其中，牛市期间“主营收入”与“总市值”因子行业IC分别高达-12.2%与-9.7%。熊市期间，规模因子在行业与个股间IC均为正，PE指标熊市期间行业IC-6.3%，个股IC-0.7%。

**（3）低回撤是检验长线牛股的关键指标。**稳健的长线牛股，除了具备较高的长期收益，更为关键的是具有较好的抗跌能力。“一年高点回撤”因子在行业及个股间都具备显著动量效益，历史低回撤个股，未来表现更好，尤其在熊市阶段，指标在行业及个股间IC分别高达6.8%和5.7%。

- **策略构建：行业轮动兼顾个股优选。**基于上述分析结果，报告构建了兼顾行业轮动与个股优选的动态方案。策略相对等权基准年化超额收益41.5%，调仓胜率74%，平均持仓14只个股，个股换手率72%，平均持仓时长约6个月，属于中长线选股策略。分年度看，策略2011年为负超额收益，其余年份均为正。策略在2011和2017年下跌，其余年份均上涨，成功穿越多轮牛熊。
- **最新行业推荐：**根据模型最新一期结果，5月至8月超配行业为：钢铁、食品、非银、银行及建材。
- **核心风险提示：**模型在极端市场环境中存在失效风险。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：A股牛熊阶段划分



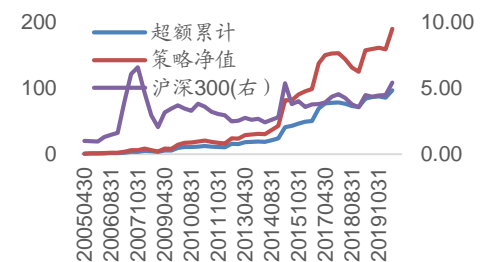
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图：熊市期间个股与大盘指数表现对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图：动态选股策略净值：行业轮动+选股



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

分析师：史庆盛



SAC 执证号：S0260513070004



020-66335133



shiqingsheng@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，史庆盛、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。

## 目录索引

一、前言 .....	4
二、穿越牛熊的行业与个股特征分析 .....	8
(一) 牛市重势，熊市重质 .....	8
(二) 牛市看成长小盘，熊市配低估龙头 .....	10
(三) 低回撤是检验长线牛股的关键指标 .....	11
三、多维度长线选股策略构建与实证 .....	11
(一) 策略构建 .....	11
(二) 实证分析 .....	13
四、总结 .....	24
(一) 策略回顾与总结 .....	24
(二) 最新结果 .....	24
五、风险提示 .....	24

## 图表目录

图 1: A 股牛熊切换划分 .....	5
图 2: 07-08 熊市期间“双鹭药业”与“上证综指”走势对比 .....	7
图 3: 15-16 熊市期间“特力 A”与“上证综指”走势对比 .....	8
图 4: 多维度挖掘长线牛股 .....	12
图 5: 静态选股策略净值: 只选股 .....	13
图 6: 静态选股策略分年度表现 .....	15
图 7: 静态选股策略净值: 行业轮动+选股 .....	15
图 8: 静态行业轮动+选股策略分年度表现 .....	17
图 9: 动态选股策略净值: 只选股 .....	17
图 10: 动态选股策略分年度表现 .....	19
图 11: 动态选股策略净值: 行业轮动+选股 .....	20
图 12: 动态行业轮动+选股策略分年度表现 .....	20
表 1: 申万一级行业分年度表现统计 .....	4
表 2: 牛市行业及个股表现统计 .....	6
表 3: 熊市行业及个股表现统计 .....	7
表 4: 成长因子 IC 区分牛熊分段情景统计 .....	9
表 5: 盈利因子 IC 分情景统计 .....	9
表 6: 规模因子 IC 分情景统计 .....	10
表 7: 价值因子 IC 分情景统计 .....	10
表 8: 技术因子 IC 分情景统计 .....	11
表 9: 静态策略表现: 行业内选股 .....	14
表 10: 行业内动态选股策略分年度表现 .....	14
表 11: 静态策略表现: 行业轮动+选股 .....	16
表 12: 静态行业轮动+选股策略分年度表现 .....	16
表 13: 动态策略表现: 行业内选股 .....	18
表 14: 动态行业轮动+选股策略分年度表现 .....	18
表 15: 静态策略表现: 行业轮动+选股 .....	20
表 16: 动态行业轮动+选股策略分年度表现 .....	21
表 17: 动态策略逐期超配行业明细 .....	21
表 18: 动态策略逐期超配个股明细 .....	23

## 一、前言

为什么要寻找穿越牛熊的“长线牛股”？近几年随着经济增速下行压力加大及市场预期的波动提高，A股分化加大，同时伴随主流风格的显著切换。市场资金结构及风险偏好逐渐改变，基本面良好且股价表现稳健的长线牛股越来越受市场青睐。

回顾2005年以来申万一级行业年度表现，鲜有成功穿越多轮牛熊取得绝对或超额收益的行业，与其刻舟求剑盯着固定行业和个股，不如以史为鉴，挖掘每轮涨跌行情中能够捕获长期稳定收益的行业及个股特征。报告研究目的是分析A股历史几轮牛熊切换中表现较佳行业及标的共同特征，并构建能够穿越牛熊的长线牛股组合。

表 1：申万一级行业分年度表现统计

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	上涨 年数
农林牧渔	29%	216%	43%	-33%	38%	8%	-20%	-12%	2%	107%	-12%	-3%	-12%	37%	8%	16%	10
采掘	32%	141%	52%	-33%	24%	14%	-18%	-29%	-31%	97%	-35%	-1%	-10%	-2%	-28%	14%	7
化工	25%	213%	8%	-28%	8%	-2%	-26%	-2%	-6%	110%	-21%	7%	-5%	-6%	-7%	28%	7
钢铁	6%	253%	14%	-49%	6%	13%	-33%	-22%	-18%	199%	-45%	14%	9%	-14%	-23%	8%	9
有色金属	94%	189%	11%	-33%	22%	33%	-24%	-22%	-22%	112%	-33%	7%	6%	-22%	-5%	35%	9
电子	18%	170%	-15%	-24%	55%	7%	-28%	6%	26%	86%	-17%	12%	0%	-12%	37%	34%	10
家用电器	13%	237%	22%	-14%	31%	26%	-20%	17%	11%	111%	-26%	32%	14%	5%	2%	23%	13
食品饮料	56%	166%	25%	-29%	40%	26%	6%	-18%	-6%	65%	-12%	27%	29%	31%	19%	37%	12
纺织服装	2%	329%	-10%	-23%	28%	10%	-21%	-20%	8%	144%	-14%	-5%	-21%	-15%	-18%	10%	7
轻工制造	14%	239%	6%	-33%	32%	6%	-28%	-5%	17%	117%	-15%	2%	-15%	-14%	-11%	26%	9
医药生物	15%	218%	7%	2%	59%	4%	-24%	30%	9%	92%	-23%	7%	12%	-11%	23%	38%	13
公用事业	6%	217%	-8%	-15%	5%	-2%	-25%	11%	-5%	137%	-32%	9%	-21%	-9%	-13%	10%	7
交通运输	-2%	207%	3%	-35%	9%	-9%	-28%	-15%	5%	181%	-38%	4%	-4%	-4%	-18%	12%	7
房地产	43%	237%	33%	-17%	-6%	2%	-8%	-1%	-5%	141%	-18%	3%	-5%	-1%	-13%	10%	7
商业贸易	53%	262%	16%	-20%	32%	5%	-25%	-25%	9%	129%	-31%	-1%	-11%	-9%	-14%	28%	8
休闲服务	47%	175%	1%	-31%	47%	0%	-12%	-4%	28%	111%	-14%	-4%	5%	9%	1%	78%	11
综合	15%	305%	-10%	-22%	29%	14%	-21%	-9%	10%	118%	-14%	-2%	-27%	-5%	1%	23%	8
建筑材料	28%	293%	11%	-6%	7%	45%	-33%	-12%	-5%	107%	-25%	28%	-8%	1%	27%	17%	10
建筑装饰	40%	228%	6%	-14%	-5%	20%	-25%	2%	-16%	243%	-44%	29%	-21%	-8%	-16%	7%	8
电气设备	78%	155%	33%	10%	22%	1%	-35%	-14%	22%	121%	-25%	-2%	-12%	-10%	8%	33%	10
国防军工	77%	266%	7%	-18%	20%	26%	-23%	-10%	10%	168%	-36%	7%	-21%	-7%	3%	39%	10
计算机	32%	178%	0%	-10%	46%	-6%	-19%	5%	47%	186%	-31%	-10%	6%	-6%	18%	21%	9
传媒	53%	134%	-7%	-7%	25%	-20%	-11%	15%	59%	136%	-32%	-20%	-21%	-22%	0%	32%	8
通信	9%	136%	29%	-11%	2%	-2%	-27%	-14%	23%	137%	-25%	1%	-5%	-1%	-4%	9%	8
银行	51%	171%	35%	-37%	17%	2%	-10%	9%	-15%	89%	-16%	2%	8%	8%	-10%	-1%	10
非银金融	51%	347%	14%	-36%	11%	-15%	-13%	-5%	-9%	195%	-43%	3%	5%	22%	-11%	19%	9
汽车	31%	280%	-3%	-14%	38%	6%	-27%	-1%	9%	108%	-20%	7%	-15%	-8%	-11%	26%	8
机械设备	44%	237%	7%	-12%	21%	39%	-29%	-17%	5%	155%	-35%	5%	-16%	-8%	-3%	23%	9

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（上表中，2020年数据统计截至2020年7月29日，下同）

回顾2005年以来，A股经历过完整的三轮牛熊市。

牛市1：2006年3月到2007年10月的大牛市，上证综指从1298涨到5955点；

牛市2：2008年10月到2009年7月的短暂牛市，上证综指从1729涨到3412点；

牛市3：2014年6月到2015年5月的，上证综指从2048到4612点；

熊市1：2007年10月到2008年9月的快熊，上证综指从5955下跌到1729点；

熊市2：2009年7月到2013年6月的慢熊，上证综指从2808下跌到2048点；

熊市3：2015年5月到2016年2月，上证综指从4612下跌到2688点。

图 1：A股牛熊切换划分



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

回顾三轮牛市中行业及个股表现：

第一轮牛市中涨幅前五行业分别为非银、有色、军工、地产及机械设备，其中非银行业涨幅最高为1038.8%，期间高点最大回撤仅为-8.8%。此轮牛市中，辽宁成大等个股涨幅靠前，高点最大回撤约在20-30%间。

第二轮牛市中涨幅前五行业分别为有色、汽车、军工、建材及采掘，其中有色行业涨幅最高为258.3%，期间高点最大回撤为-15%。此轮牛市中，莱茵生物等个股涨幅靠前，高点最大回撤约在10-20%间。

第三轮牛市中涨幅前五行业分别为计算机、建筑装饰、军工、机械及纺织，其中计算机行业涨幅最高为242%，期间高点最大回撤为-9.8%。此轮牛市中，中航高科等个股涨幅靠前，高点最大回撤约在10-15%间。

整体而言，牛市中表现最佳的通常为高弹性板块，如非银、有色、军工与计算机等，而市场也往往涌现大量涨幅高达数倍且回撤较低的牛股。

表 2：牛市行业及个股表现统计

牛市 1: 2006/3/31 至 2007/10/31			牛市 2: 2008/10/31 至 2009/7/31			牛市 3: 2014/6/30 至 2015/5/31		
板块	区间涨幅	最大回撤	板块	区间涨幅	最大回撤	板块	区间涨幅	最大回撤
机械设备	461.8%	-18.4%	采掘	193.5%	-13.7%	纺织服装	198.3%	-11.6%
房地产	541.2%	-14.3%	建筑材料	194.7%	-10.4%	机械设备	199.5%	-12.1%
国防军工	572.3%	-24.0%	国防军工	195.0%	-6.0%	国防军工	217.1%	-17.4%
有色金属	671.1%	-18.2%	汽车	204.0%	-11.8%	建筑装饰	237.7%	-14.5%
非银金融	1038.8%	-8.8%	有色金属	258.3%	-15.0%	计算机	242.5%	-9.8%
沪深 300	438.9%	-10.6%	沪深 300	120.0%	-8.3%	沪深 300	125.1%	-10.7%
个股	区间涨幅	最大回撤	板块	区间涨幅	最大回撤	板块	区间涨幅	最大回撤
山东黄金	1378.7%	-22.6%	中金黄金	438.5%	-16.4%	怡亚通	858.7%	-11.7%
广济药业	1673.4%	-48.6%	恒邦股份	497.8%	-14.1%	百润股份	861.4%	-17.0%
国金证券	2549.1%	-28.5%	阳光城	588.4%	-20.8%	中国一重	924.6%	-21.9%
鹏博士	2765.7%	-16.8%	国睿科技	615.5%	-23.4%	浙江众成	1101.7%	-16.7%
辽宁成大	3359.8%	-16.0%	莱茵生物	630.5%	-13.0%	中航高科	1146.9%	-22.8%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

第一轮熊市中防御性最强前五行业分别为农业、医药、计算机、建筑装饰及通信，其中农林牧渔跌幅最少为-29.8%。在本轮快熊行情中，市场一片绿野惨淡，能够逆市生长开出熊市红花的个股比较稀缺。其中隆平高科、登海种业与双鹭药业等个股涨幅靠前，成功穿越此轮熊市。

第二轮为慢熊行情，行业及个股分化较大，其中涨幅最高前五行业分别为医药、电子、家电、传媒及食品，其中医药行业涨幅最高为54%，许多个股都成功穿越此轮熊市。其中大华股份、哥尔股份、金螳螂、富瑞特装与双鹭药业等个股涨幅靠前，高点最大回撤仅约-20%左右。

第三轮熊市中防御性最强前五行业分别为银行、地产、食品、农业及休闲服务，其中银行跌幅最少为-19.8%，特力A、益生股份与华通医药等个股涨幅靠前，成功穿越此轮熊市。

总结熊市期间A股表现，农业、医药、家电与食品等消费行业在熊市中展现出更好的防御性，相应的行业中也涌现大量的优质个股，长期来看依然能够穿越牛熊。



表 3：熊市行业及个股表现统计

熊市 1: 2007/10/31 至 2008/9/26			熊市 2: 2009/7/31 至 2013/6/30			熊市 3: 2015/5/31 至 2016/2/29		
板块	区间涨幅	最大回撤	板块	区间涨幅	最大回撤	板块	区间涨幅	最大回撤
通信	-43.1%	-65.8%	食品饮料	22.9%	-32.5%	休闲服务	-33.6%	-47.3%
建筑装饰	-41.7%	-61.2%	传媒	23.0%	-52.5%	农林牧渔	-32.9%	-47.0%
计算机	-41.4%	-65.1%	家用电器	25.7%	-39.7%	食品饮料	-32.5%	-42.7%
医药生物	-36.8%	-58.1%	电子	26.0%	-54.1%	房地产	-30.5%	-45.8%
农林牧渔	-29.8%	-65.2%	医药生物	54.0%	-44.4%	银行	-19.6%	-39.7%
沪深 300	-59.9%	-68.7%	沪深 300	-38.2%	-46.8%	沪深 300	-40.6%	-47.6%
个股	区间涨幅	最大回撤	板块	区间涨幅	最大回撤	板块	区间涨幅	最大回撤
国药股份	14.7%	-45.1%	双鹭药业	227.6%	-20.7%	赛升药业	65.7%	-48.1%
双鹭药业	43.6%	-43.3%	富瑞特装	432.9%	-24.1%	财信发展	80.6%	-33.0%
冠农股份	66.2%	-72.1%	金螳螂	594.2%	-26.8%	华通医药	96.7%	-49.7%
登海种业	89.6%	-50.8%	XX 股份	1104.8%	-22.9%	益生股份	96.8%	-12.4%
隆平高科	100.8%	-57.8%	大华股份	1277.8%	-21.6%	特力 A	156.8%	-42.2%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(上述行业均为申万一级行业指数)

图 2：07-08 熊市期间“双鹭药业”与“上证综指”走势对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

“双鹭药业”是历史上为数不多能够穿越多次熊市的优质个股。

图 3：15-16熊市期间“特力A”与“上证综指”走势对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(上文涉及个股仅为历史统计结果，不构成未来推荐结论)

本篇报告的目的是挖掘贯穿牛熊的长线牛股，下文我们将首先分析穿越牛熊的行业及个股特征，在策略构建时综合考虑行业轮动与行业内选股结合，多维度挖掘长线个股。

#### 行业角度：

- (1) 考虑行业盈利与成长性；
- (2) 考虑行业估值水平；
- (3) 考虑行业前期走势，尤其侧重行业的抗跌能力；
- (4) 区分不同市场情景中，行业轮动的驱动因素。

#### 个股角度：

- (1) 标的基本面，如盈利能力，营业收入增长趋势，现金流质量；
- (2) 标的估值合理。市盈率处于行业较低位置；
- (3) 个股技术特征，如股价趋势反转强度，最大回撤幅度等。

## 二、穿越牛熊的行业与个股特征分析

想要挖掘穿越牛熊的个股，首先需要分析在不同牛熊情景下，表现优异的板块及个股都具有哪些特征。

### (一) 牛市重势，熊市重质

当市场处于牛市时，高成长个股由于具备更优的业绩想象空间，对大盘的弹



性更大因此表现更佳；而当市场进入全面熊市时，所有热门概念和动人故事犹如镜花水月般不堪一击，只有业绩才是铁的支撑。正所谓“牛市重势，熊市重质”！

下面我们分别测算了盈利和成长两类指标在行业及个股间的季频IC，并对比其在牛熊市之间的表现差异。

结果显示，成长因子是行业与个股穿越牛熊的核心驱动因素，代表指标是“主营收入增长”。

申万一级行业间季度IC高达8.1%，其中在牛市期间更为显著IC高达10%。

全部个股间季度IC高达2.2%，其中在牛市期间更为显著IC高达2.7%。

表 4：成长因子 IC 区分牛熊分段情景统计

		净利润增长	营收增长
全样本	1 级行业	-0.3%	8.1%
	2 级行业	-1.6%	3.0%
	全部个股	0.9%	2.2%
牛市	1 级行业	-5.5%	9.9%
	2 级行业	-0.9%	1.6%
	全部个股	0.4%	2.7%
熊市	1 级行业	2.1%	6.3%
	2 级行业	-2.3%	4.8%
	全部个股	1.5%	2.0%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

结果显示，而盈利因子在牛市期间无论是在行业轮动或选股中均失效，只有当市场进入熊市时才被市场所重视，其中ROE指标熊市期间IC为9.2%，个股则更加看重ROIC，IC高达4.6%。

表 5：盈利因子 IC 分情景统计

		ROE	ROIC
全样本	1 级行业	1.3%	-0.7%
	2 级行业	-1.0%	1.1%
	全部个股	-0.2%	2.4%
牛市	1 级行业	-7.4%	-6.5%
	2 级行业	-3.4%	-2.1%
	全部个股	-1.8%	0.7%
熊市	1 级行业	9.2%	8.0%
	2 级行业	1.9%	5.3%
	全部个股	2.0%	4.6%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## (二) 牛市看成长小盘，熊市配低估龙头

成长是牛市的核心驱动因素，小盘弹性更大。

而估值则为穿越熊市提供安全垫，大盘蓝筹更稳健！

下面我们分别测算了规模和估值两类指标在行业及个股间的季频IC，并对比其在牛熊市之间的表现差异。

结果显示，A股整体偏好小盘风格，尤其牛市时，小盘由于具备更大弹性涨幅往往更高，“主营收入”与“总市值”因子行业IC分别高达-12.2%与-9.7%。

而熊市时，规模因子在行业与个股间IC均为正，其中市值因子在个股间IC约1%，行业龙头穿越熊市概率更大！

表 6：规模因子 IC 分情景统计

		市值	营收
全样本	1 级行业	-1.4%	-4.2%
	2 级行业	-1.2%	-1.1%
	全部个股	-0.9%	-0.5%
牛市	1 级行业	-9.7%	-12.2%
	2 级行业	-3.5%	-3.0%
	全部个股	-2.9%	-1.7%
熊市	1 级行业	3.9%	0.1%
	2 级行业	0.6%	0.0%
	全部个股	0.8%	0.7%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

结果显示，价值因子在牛市期间无论是在行业轮动或选股中有效性较弱，而当市场进入熊市时则能提供更好的安全垫因而被市场所重视，其中PE指标熊市期间行业IC-6.3%，个股方面IC-0.7%。

表 7：价值因子 IC 分情景统计

		PE	PEG
全样本	1 级行业	-0.7%	2.0%
	2 级行业	-4.5%	-1.1%
	全部个股	-0.7%	-0.2%
牛市	1 级行业	3.9%	7.0%
	2 级行业	-4.3%	-5.1%
	全部个股	-0.8%	-0.8%
熊市	1 级行业	-6.3%	-3.8%
	2 级行业	-5.7%	1.9%
	全部个股	-0.7%	0.0%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### （三）低回撤是检验长线牛股的关键指标

稳健的长线牛股，除了具备较高的长期收益，更为关键的是具有较好的抗跌能力，因此长期低回撤是检验长线牛股的关键指标！

下面我们测算了年度涨跌幅和年度最大回撤两个指标在行业及个股间的季频IC，并对比其在牛熊市之间的表现差异。

结果显示，行业与个股在股价涨跌因子上的特征并不一致，其中行业轮动具有明显的动量效应，尤其在熊市是更为明显；而个股则在不同情景下都呈现显著的反转效应。

相比之下，高点回撤指标则更为一致，无论在行业还是个股都具备显著的动量效益，个股历史回撤越底，未来表现更好，尤其在熊市阶段，回撤指标在行业及个股间IC分别高达6.8%和5.7%。

可见，低回撤是检验长线牛股的关键指标。

表 8：技术因子 IC 分情景统计

		月度涨幅	高点回撤
全样本	1 级行业	3.4%	5.9%
	2 级行业	0.4%	3.3%
	全部个股	-3.3%	4.2%
牛市	1 级行业	-0.4%	4.2%
	2 级行业	0.6%	-0.6%
	全部个股	-3.8%	3.6%
熊市	1 级行业	10.1%	6.8%
	2 级行业	1.1%	6.6%
	全部个股	-2.5%	5.7%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

“成长”是投资的主旋律，只是每一阶段“成长”的含义不同，A股市场可以穿越经济周期、不断成长壮大的“真成长”并不多，有些只穿越了一轮熊市，比如盐湖股份，有些穿越了两轮熊市，比如万科A，以双鹭药业和双汇发展为代表，医药和食品饮料行业的优质标的可以穿越三轮熊市。

## 三、多维度长线选股策略构建与实证

### （一）策略构建

前文我们分析了市场不同阶段中行业轮动与选股表现的特征，策略构建时综合考虑行业轮动与行业内选股结合，多维度挖掘长线个股。

策略构建的逻辑如下：

图 4：多维度挖掘长线牛股



数据来源：广发证券发展研究中心

## 1. 行业轮动：

### （1）静态策略

指标选择：ROE、营收同比增长、一年最大回撤。

行业选择：

同时满足ROE前M%、营收同比增长前M%、一年最大回撤后M%的行业。

取M=70，当行业数量超过5个时，按照一年最大回撤从低到高取前5个。

### （2）动态策略

以沪深300指数作为观察指标：

当指数高于年度均线则判断为牛市情景，选择指标为：营收同比增长、现金收入占应收比例、一年最大回撤。

当指数低于年度均线则判断为熊市情景，选择指标为：ROE、PE、一年最大回撤。

## 2. 个股角度：

### （1）静态策略

指标选择：ROIC、营收同比增长、一年最大回撤。

个股选择：行业内选择同时满足ROIC前50%、营收同比增长前40%、一年最大回撤后30%的个股。

当行业内个股数量超过3个时，按照一年最大回撤从低到高取前3个。

### （2）动态策略

滚动计算行业内个股因子过去1年IC，动态选择IC绝对值前3个指标作进行个股筛选。

### 3. 换仓策略:

#### (1) 换仓时点:

每年财报披露月份, 即4月底披露1季报, 8月底披露中报, 10月底披露3季报。

#### (2) 换仓策略:

按上述行业轮动及个股筛选策略, 构造超配股票组合, 同时双倍放宽筛选条件得到备选股票组合。当个股上一期在持仓中且本期在备选组合中, 则继续持仓该个股。

## (二) 实证分析

### 1. 策略设置

行业范围: 申万一级分类行业, 共28个;

行业范围: 全部A股, 剔除新股和ST个股;

调仓周期: 每年财报月份, 共三次;

日期区间: 2005年4月至2020年7月;

策略基准: 一级行业等权指数(行业内个股等权);

交易成本: 双边千分之三。

### 2. 静态选股策略实证

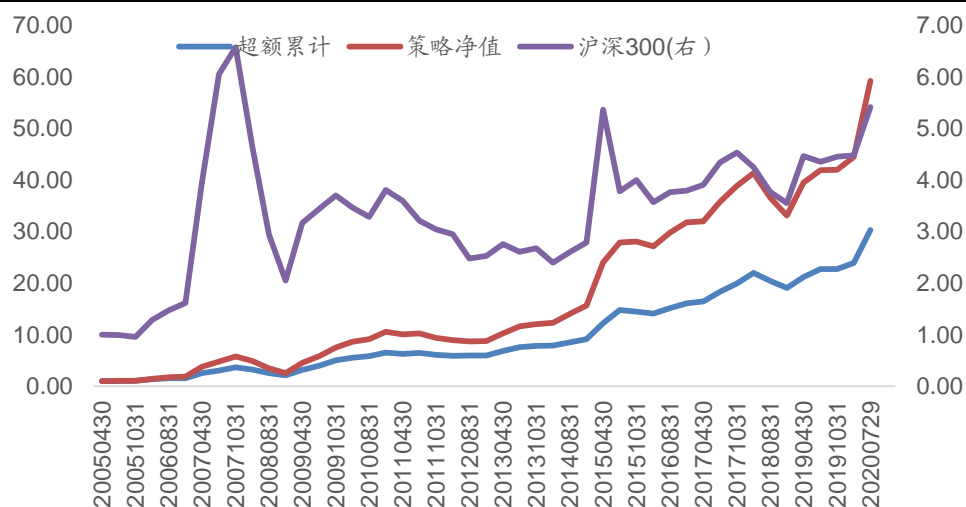
#### (1) 选股策略

首先不考虑行业轮动, 在所有行业内应用静态选股策略。

个股筛选规则如下:

行业内选择同时满足ROIC前40%、营收同比增长前30%、一年最大回撤后20%的个股。当行业内个股数量超过2只时, 按照一年最大回撤从低到高取前2个。

图 5: 静态选股策略净值: 只选股



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(左图为策略累计净值, 右轴为沪深300指数累计净值, 起点均标准化为1)

策略相对等权基准年化超额收益28.5%，调仓胜率76%，个股单次平均换手46%，年均换手约128%，个股平均持仓时长约10个月，属于中长线选股策略。

表 9：静态策略表现：行业内选股

年化超额	28.5%
胜率	73.9%
信息比	1.0
回撤	43.2%
行业换手	0.0%
个股换手	46.2%
个股数量	72.0

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

分年度看，策略仅在2008、2011和2018收益为负，其余年份均取得正收益；超额收益方面，2011和2018年为负超额，其余年份均为正。

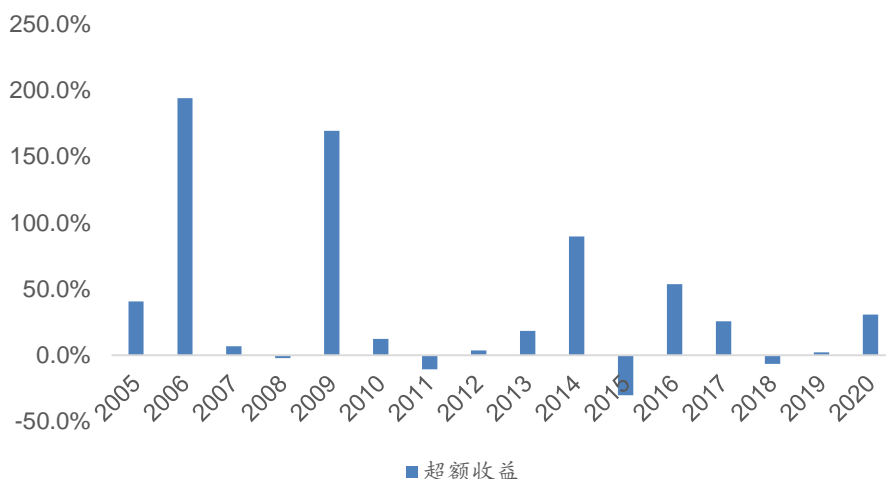
表 10：行业内动态选股策略分年度表现

	超额收益	策略收益	基准收益	300 收益	Wind 全 A
2005	32.2%	41.7%	9.1%	28.8%	30.8%
2006	92.7%	164.9%	57.2%	208.3%	220.8%
2007	8.3%	12.3%	5.0%	17.2%	12.8%
2008	1.7%	-5.4%	5.9%	-31.9%	-26.1%
2009	64.8%	79.5%	10.5%	9.4%	15.9%
2010	10.1%	13.0%	3.0%	3.9%	5.7%
2011	-8.0%	-13.5%	-5.8%	-18.0%	-17.2%
2012	13.6%	12.6%	-0.6%	-6.5%	-5.1%
2013	17.4%	22.7%	4.8%	-13.0%	1.4%
2014	57.7%	97.5%	31.7%	123.6%	145.6%
2015	8.1%	5.6%	-2.8%	-33.4%	-28.7%
2016	11.6%	13.0%	1.4%	9.4%	7.6%
2017	22.9%	18.5%	-3.7%	8.8%	-1.1%
2018	-0.9%	-1.9%	0.6%	5.1%	-0.1%
2019	11.2%	10.6%	-0.6%	0.2%	1.4%
2020	24.5%	31.1%	6.6%	21.0%	24.4%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心



图 6：静态选股策略分年度表现



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

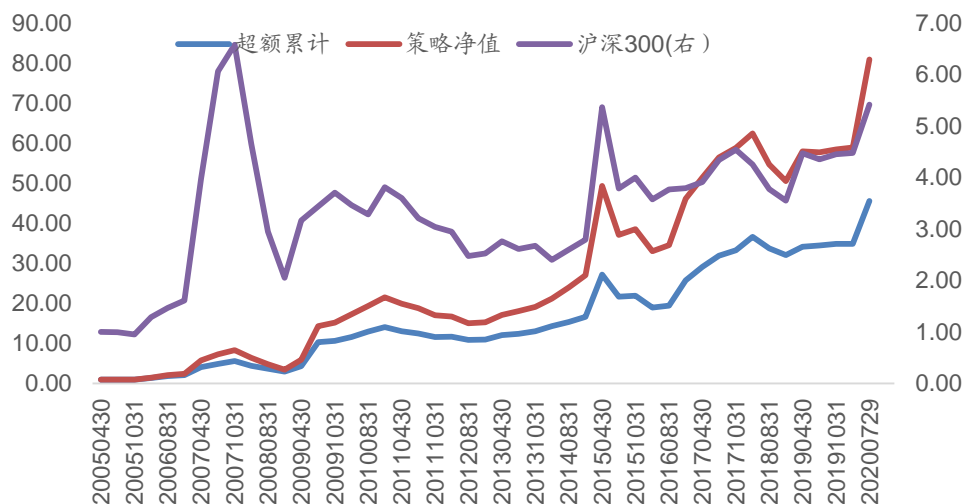
## (2) 行业轮动+选股策略

下面同时考虑行业轮动与行业内选股

**行业轮动：**同时满足ROE前M%、营收同比增长前M%、一年最大回撤后M%的行业。取M=70，当行业数量超过5个时，按照一年最大回撤从低到高取前5个。

**个股选择：**行业内选择同时满足ROIC前50%、营收同比增长前40%、一年最大回撤后30%的个股。当行业内个股数量超过3只时，按照一年最大回撤从低到高取前3个。

图 7：静态选股策略净值：行业轮动+选股



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

加入行业轮动后策略表现有所改善，相对等权基准年化超额收益32.5%，调仓胜率65.2%，个股单次平均换手68%，年均换手约184%，个股平均持仓时长约7个月，属于中长线选股策略。

表 11：静态策略表现：行业轮动+选股

年化超额	38.4%
胜率	71.7%
信息比	0.7
回撤	46.6%
行业换手	50.2%
个股换手	63.8%
个股数量	18.2

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

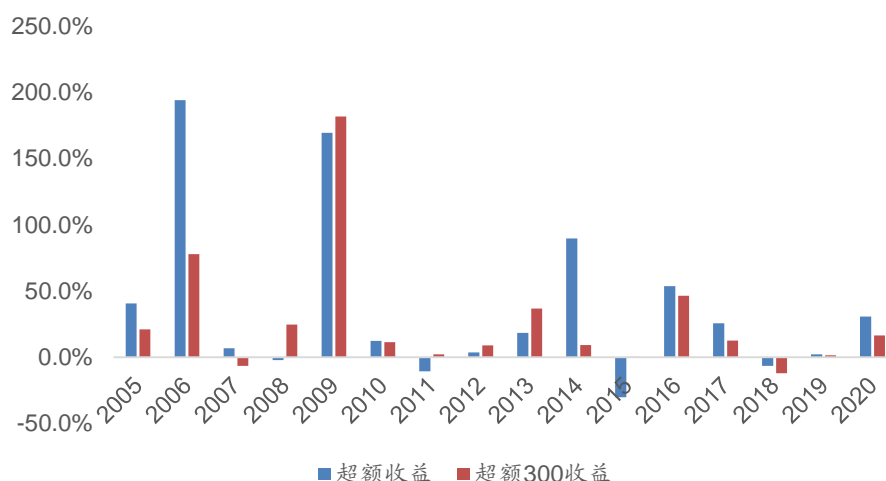
分年度看，策略与沪深300指数比较，只有2007和2018年为负超额，其余年份均为正。策略在2008、2011和2015几次熊市期间策略跌幅均低于主流宽基指数。

表 12：静态行业轮动+选股策略分年度表现

	超额收益	策略收益	基准收益	300 收益	Wind 全 A
2005	31.2%	40.3%	9.1%	28.8%	30.8%
2006	108.5%	183.2%	57.2%	208.3%	220.8%
2007	9.8%	13.9%	5.0%	17.2%	12.8%
2008	2.2%	-2.7%	5.9%	-31.9%	-26.1%
2009	169.9%	191.5%	10.5%	9.4%	15.9%
2010	15.6%	18.6%	3.0%	3.9%	5.7%
2011	-3.7%	-9.3%	-5.8%	-18.0%	-17.2%
2012	-4.1%	-4.7%	-0.6%	-6.5%	-5.1%
2013	12.7%	17.8%	4.8%	-13.0%	1.4%
2014	58.2%	97.1%	31.7%	123.6%	145.6%
2015	-20.0%	-22.9%	-2.8%	-33.4%	-28.7%
2016	37.2%	39.0%	1.4%	9.4%	7.6%
2017	34.3%	29.9%	-3.7%	8.8%	-1.1%
2018	-0.7%	-0.8%	0.6%	5.1%	-0.1%
2019	-3.9%	-4.4%	-0.6%	0.2%	1.4%
2020	32.2%	38.8%	6.6%	21.0%	24.4%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8：静态行业轮动+选股策略分年度表现



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### 3. 动态选股策略实证

#### (1) 选股策略

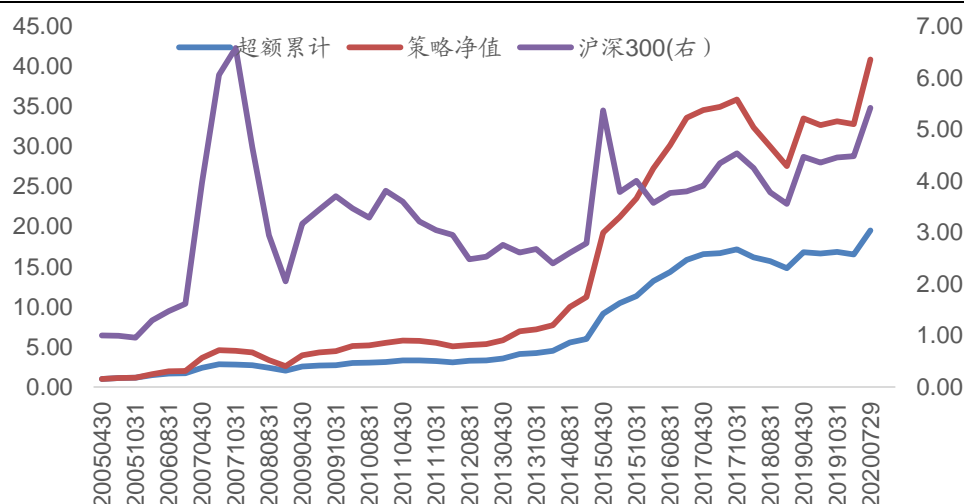
首先不考虑行业轮动，在所有行业内应用动态选股策略。

个股筛选规则如下：

滚动计算行业内个股因子过去1年IC，动态选择IC绝对值前3个指标F1，F2，F3进行个股筛选。

行业内选择同时满足F3前40%、F2前30%、F1前20%的个股。当行业内个股数量超过2只时，按照F1从低到高取前2个。

图 9：动态选股策略净值：只选股



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

策略相对等权基准年化超额收益23.6%，调仓胜率76.1%，个股单次平均换手48%，年均换手约144%，个股平均持仓时长约10个月，属于中长线选股策略。

表 13: 动态策略表现: 行业内选股

年化超额	23.6%
胜率	76.1%
信息比	1.0
回撤	27.4%
行业换手	0.0%
个股换手	47.9%
个股数量	58.5

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

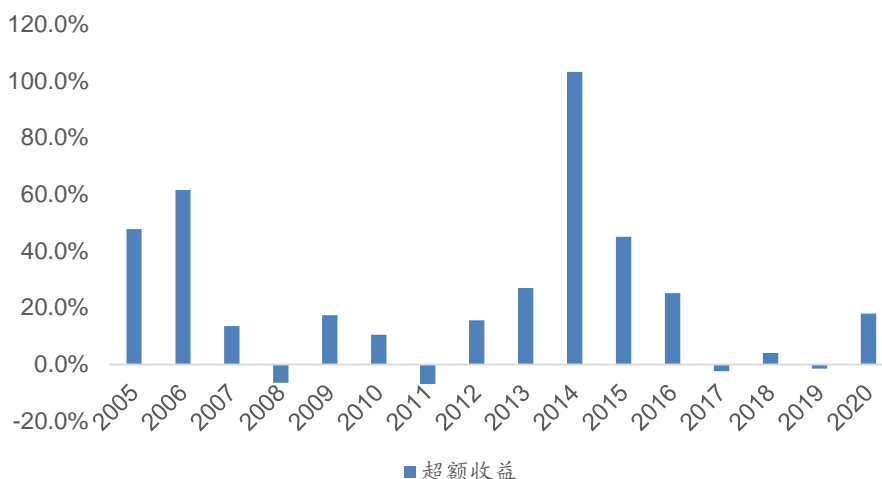
分年度看, 超额收益方面, 2008、2011、2017和2019年为负超额, 其余年份均为正。

表 14: 动态行业轮动+选股策略分年度表现

	超额收益	策略收益	基准收益	300 收益	Wind 全 A
2005	47.8%	58.3%	9.1%	28.8%	30.8%
2006	61.5%	130.0%	57.2%	208.3%	220.8%
2007	13.5%	17.9%	5.0%	17.2%	12.8%
2008	-6.5%	-8.0%	5.9%	-31.9%	-26.1%
2009	17.3%	28.9%	10.5%	9.4%	15.9%
2010	10.5%	13.7%	3.0%	3.9%	5.7%
2011	-6.9%	-12.4%	-5.8%	-18.0%	-17.2%
2012	15.6%	14.9%	-0.6%	-6.5%	-5.1%
2013	26.9%	32.4%	4.8%	-13.0%	1.4%
2014	103.2%	149.3%	31.7%	123.6%	145.6%
2015	45.0%	41.8%	-2.8%	-33.4%	-28.7%
2016	25.2%	26.7%	1.4%	9.4%	7.6%
2017	-2.4%	-6.3%	-3.7%	8.8%	-1.1%
2018	4.0%	3.4%	0.6%	5.1%	-0.1%
2019	-1.5%	-2.1%	-0.6%	0.2%	1.4%
2020	17.9%	24.6%	6.6%	21.0%	24.4%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 10：动态选股策略分年度表现



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## （2）行业轮动+选股策略

下面同时考虑行业轮动与行业内选股

### 行业轮动：

当指数高于年度均线则判断为牛市情景，选择指标为：

HYF1: 营收同比增长、HYF2 现金收入占应收比例、HYF3 一年最大回撤。

当指数低于年度均线则判断为熊市情景，选择指标为：

HYF1: ROE、HYF2: PE、HYF3: 一年最大回撤。

选择同时满足HYF1前M%、HYF2M%和HYF3M%的行业。

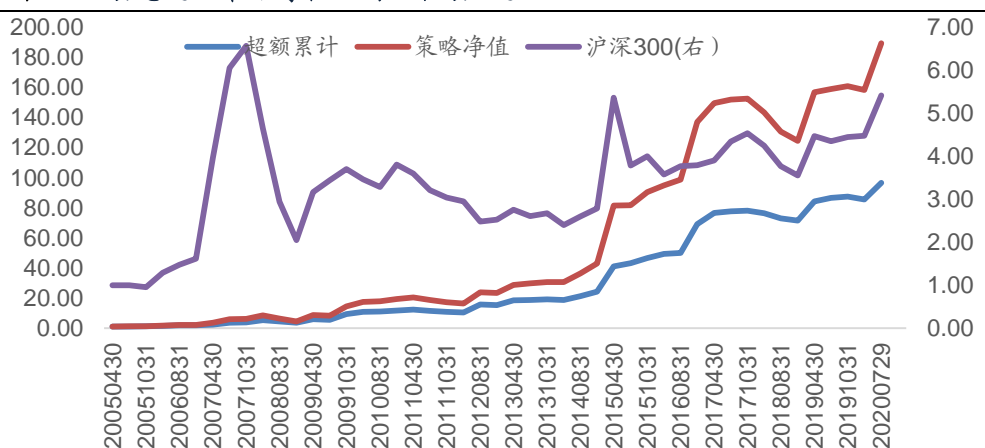
取M=70，当行业数量超过5个时，按照HYF3从低到高取前5个。

### 个股筛选：

滚动计算行业内个股因子过去1年IC，动态选择IC绝对值前3个指标F1，F2，F3进行个股筛选。

行业内选择同时满足F3前40%、F2前30%、F1前20%的个股。当行业内个股数量超过2只时，按照F1从低到高取前2个。

图 11: 动态选股策略净值: 行业轮动+选股



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

考虑行业轮动之后, 动态策略收益及稳定性都有明显提升。相对等权基准年化超额收益41.5%, 调仓胜率74%, 行业换手率57%, 个股单次平均换手72%, 年均换手约213%, 个股平均持仓时长约6个月, 属于中长线选股策略。

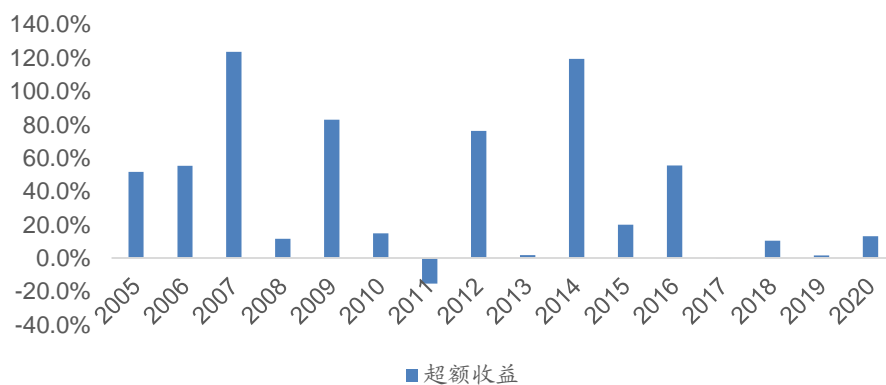
表 15: 静态策略表现: 行业轮动+选股

年化超额	41.5%
胜率	73.9%
信息比	1.0
回撤	33.3%
行业换手	56.9%
个股换手	71.9%
个股数量	13.6

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

分年度看, 策略与等权指数比较, 只有2011年为负超额, 其余年份均为正。同样, 策略只在2011年和2017年下跌, 其余年份均上涨, 成功穿越多轮牛熊市场。

图 12: 动态行业轮动+选股策略分年度表现



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心



表 16: 动态行业轮动+选股策略分年度表现

	超额收益	策略收益	基准收益	300 收益	Wind 全 A
2005	42.7%	52.8%	9.1%	28.8%	30.8%
2006	57.9%	128.9%	57.2%	208.3%	220.8%
2007	121.3%	127.7%	5.0%	17.2%	12.8%
2008	17.1%	7.9%	5.9%	-31.9%	-26.1%
2009	87.2%	104.0%	10.5%	9.4%	15.9%
2010	19.7%	23.0%	3.0%	3.9%	5.7%
2011	-16.5%	-21.6%	-5.8%	-18.0%	-17.2%
2012	65.3%	65.4%	-0.6%	-6.5%	-5.1%
2013	7.1%	12.2%	4.8%	-13.0%	1.4%
2014	111.3%	157.5%	31.7%	123.6%	145.6%
2015	18.5%	15.2%	-2.8%	-33.4%	-28.7%
2016	17.8%	19.4%	1.4%	9.4%	7.6%
2017	2.1%	-1.8%	-3.7%	8.8%	-1.1%
2018	13.9%	12.9%	0.6%	5.1%	-0.1%
2019	2.4%	1.8%	-0.6%	0.2%	1.4%
2020	13.0%	19.6%	6.6%	21.0%	24.4%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

动态策略逐期超配的行业明细如下表所示:

表 17: 动态策略逐期超配行业明细

	行业 1	行业 2	行业 3	行业 4	行业 5
20050430	商业贸易	采掘	钢铁	银行	交通运输
20050831	食品饮料	商业贸易	交通运输	钢铁	银行
20051031	钢铁	国防军工	商业贸易	食品饮料	银行
20060430	农林牧渔	电气设备	机械设备	商业贸易	食品饮料
20060831	非银金融	轻工制造	通信	综合	商业贸易
20061031	轻工制造	建筑材料	机械设备	交通运输	钢铁
20070430	综合	汽车	公用事业	非银金融	交通运输
20070831	非银金融	机械设备	交通运输	采掘	银行
20071031	建筑材料	机械设备	非银金融	采掘	银行
20080430	计算机	商业贸易	食品饮料	银行	农林牧渔
20080831	商业贸易	纺织服装	食品饮料	家用电器	银行
20081031	建筑材料	电气设备	计算机	银行	医药生物
20090430	电子	计算机	医药生物	房地产	建筑材料
20090831	纺织服装	农林牧渔	传媒	国防军工	医药生物
20091031	食品饮料	银行	医药生物	汽车	家用电器
20100430	机械设备	家用电器	汽车	电子	商业贸易
20100831	建筑材料	汽车	纺织服装	电子	商业贸易

20101031	采掘	机械设备	汽车	电子	有色金属
20110430	纺织服装	采掘	交通运输	钢铁	银行
20110831	建筑材料	商业贸易	农林牧渔	建筑装饰	银行
20111031	化工	采掘	轻工制造	休闲服务	银行
20120430	交通运输	房地产	非银金融	食品饮料	银行
20120831	房地产	计算机	食品饮料	交通运输	银行
20121031	房地产	休闲服务	交通运输	医药生物	银行
20130430	建筑装饰	综合	公用事业	家用电器	银行
20130831	房地产	电子	商业贸易	家用电器	交通运输
20131031	纺织服装	轻工制造	汽车	银行	家用电器
20140430	机械设备	医药生物	交通运输	建筑材料	银行
20140831	有色金属	电子	化工	建筑材料	银行
20141031	公用事业	非银金融	建筑材料	交通运输	银行
20150430	传媒	食品饮料	公用事业	银行	休闲服务
20150831	家用电器	休闲服务	交通运输	国防军工	银行
20151031	公用事业	家用电器	国防军工	休闲服务	银行
20160430	纺织服装	农林牧渔	休闲服务	家用电器	银行
20160831	农林牧渔	化工	家用电器	食品饮料	银行
20161031	化工	医药生物	汽车	家用电器	银行
20170430	交通运输	房地产	家用电器	钢铁	银行
20170831	公用事业	交通运输	非银金融	银行	钢铁
20171031	休闲服务	电子	钢铁	交通运输	银行
20180430	农林牧渔	电子	银行	交通运输	医药生物
20180831	交通运输	纺织服装	食品饮料	钢铁	银行
20181031	医药生物	食品饮料	休闲服务	采掘	钢铁
20190430	农林牧渔	交通运输	非银金融	采掘	食品饮料
20190831	房地产	交通运输	商业贸易	食品饮料	银行
20191031	钢铁	医药生物	交通运输	食品饮料	银行
20200430	钢铁	非银金融	食品饮料	银行	建筑材料

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

动态策略近一年超配的个股明细如下表所示：

表 18: 动态策略逐期超配个股明细

20160831	20161031	20170430	20170831	20171031	20180430	20180831	20181031	20190430	20190831	20191031	20200430
南京银行	林海股份	粤宏远 A	世纪星源	朗科智能	德赛电池	浦发银行	济川药业	龙江交通	广宇发展	白云山	浦发银行
宁波银行	钱江生化	荣丰控股	长春燃气	泰晶科技	金安国纪	民生银行	智飞生物	泸州老窖	中天金融	山东药玻	民生银行
江苏银行	贝瑞基因	宋都股份	中创环保	崇达技术	朗科智能	兴业银行	迈瑞医疗	五粮液	新华联	金域医学	兴业银行
春兰股份	联环药业	华夏银行	华夏银行	锦江投资	激智科技	铁龙物流	贵州茅台	贵州茅台	浦发银行	浦发银行	农业银行
苏泊尔	春兰股份	贵阳银行	北京银行	长航凤凰	浦发银行	唐山港	洋河股份	洋河股份	农业银行	兴业银行	江苏银行
爱仕达	爱仕达	无锡银行	贵阳银行	富临运业	民生银行	长久物流	海天味业	海天味业	成都银行	农业银行	成都银行
依米康	秀强股份	春兰股份	无锡银行	华鹏飞	正虹科技	贵州茅台	中国中免	中油资本	大商股份	江苏银行	福建水泥
日出东方	依米康	爱仕达	锦江投资	恒通股份	西部牧业	洋河股份	科锐国际	天茂集团	宁波中百	成都银行	上峰水泥
新宝股份	日出东方	秀强股份	长航凤凰	天顺股份	佳沃股份	海天味业	鄂尔多斯	广发证券	富森美	招商港口	万年青
汉宇集团	汉宇集团	金莱特	富临运业	长久物流		韶钢松山	新钢股份	安琪酵母	招商港口	营口港	泸州老窖
通葡股份	江苏索普	汉宇集团	华鹏飞			方大特钢	韶钢松山	西山煤电	城发环境	龙江交通	五粮液
天润乳业	大庆华科	聚隆科技	天顺股份			沙钢股份	方大特钢	鄂尔多斯	龙江交通	招商南油	贵州茅台
涪陵榨菜	富邦股份	长航凤凰	长久物流			沙钢股份	潞安环能	泸州老窖	泸州老窖	泸州老窖	百润股份
江苏索普		富临运业	绿庭投资					五粮液	五粮液	五粮液	海天味业
山东赫达		华鹏飞	中航资本					贵州茅台	贵州茅台	贵州茅台	华宝股份
广信材料		安阳钢铁	杭钢股份					洋河股份	海天味业	海天味业	中国人寿
正虹科技		久立特材	安阳钢铁					海天味业	华宝股份	华宝股份	中国平安
丰乐种业			久立特材					华宝股份	三钢闽光	三钢闽光	中国太保
西部牧业										久立特材	新钢股份
佳沃股份										金洲管道	中信特钢
福建金森											三钢闽光
											久立特材

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 四、总结

### （一）策略回顾与总结

报告首先回顾了A股近15年三轮牛熊期间行业及个股表现，整体而言，牛市中表现最佳的通常为高弹性板块，如非银、有色、军工与计算机等，而市场也往往涌现大量涨幅高达数倍且回撤较低的牛股。

熊市中农业、医药、家电与食品等消费行业则展现出更好的防御性，相应的行业中也涌现大量的优质个股，长期来看依然能够穿越牛熊。

报告的目的是挖掘贯穿牛熊的长线牛股，在策略构建时综合考虑行业轮动与行业内选股结合，多维度挖掘长线个股。

策略相对等权基准年化超额收益41.5%，调仓胜率74%，行业换手率57%，个股单次平均换手72%，年均换手约213%，个股平均持仓时长约6个月，属于中长线选股策略。

分年度看，策略与等权指数比较，只有2011年为负超额，其余年份均为正。同样，策略只在2011年和2017年下跌，其余年份均上涨，成功穿越多轮牛熊市场。

### （二）最新结果

根据模型最新一期结果，5月至8月超配行业为：钢铁、食品、非银、银行及建材。

## 五、风险提示

本模型采用量化方法通过历史数据统计、建模和测算完成，所得出的规律及推介行业未必具有严格的投资逻辑，也未必符合当前宏观环境特点，在极端的市场环境变化中有失效的风险。

对于动态策略建议超配的个股，仅是从量化角度考虑作的筛选，不代表广发证券发展研究中心行业分析师的观点。

## 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，带领团队获得 2019 年“第十七届新财富最佳分析师”第二名。
- 安 宁 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，2019 年“第十七届新财富最佳分析师”第二名成员。
- 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，2019 年“第十七届新财富最佳分析师”第二名成员。
- 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，2019 年“第十七届新财富最佳分析师”第二名成员。
- 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，2019 年“第十七届新财富最佳分析师”第二名成员。
- 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，2019 年“第十七届新财富最佳分析师”第二名成员。
- 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，2019 年“第十七届新财富最佳分析师”第二名成员。
- 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，2019 年“第十七届新财富最佳分析师”第二名成员。
- 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。
- 季 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：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。