

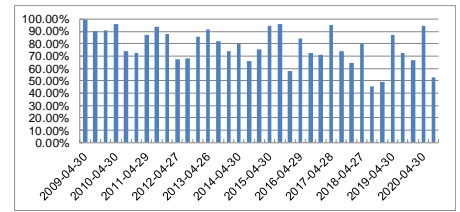
如何寻找“物美价廉”的优质企业

长线选股系列(三)

报告摘要:

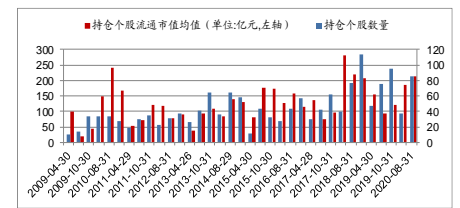
- **盈利、成长是选股的核心变量。**最近几年来，在因子维度中，传统有效因子纷纷回撤。投资者对个股基本面相关维度信息越来越重视，这对如何基于基本面相关的指标挑选出“物美价廉”公司提出了迫切的需求。个股盈利与成长维度相关的指标信息在基本面选股框架中，处于核心变量，此外估值维度相关的指标信息也是重要的参考。本篇专题报告围绕基本面选股的核心变量--盈利与成长维度信息，叠加估值信息，探讨了如何挑选出景气向上，持续增长且价格合理的个股。
- **实证分析。**基于个股的基本面指标，利用个股的盈利与成长的关键变量叠加估值指标以及安全性指标构建组合。在回测期内，构建的股票组合策略，等权组合在历史回测期内累计收益率为 1429.81%，年化收益率为 26.60%，同期中证 800 累计收益率为 194.25%，偏股混合型基金指数累计收益率为 351.27%，其中等权重组合相对中证 800 年化超额收益率为 19.63%，信息比为 1.51；市值加权组合累计收益率为 669.23%，年化收益率为 18.40%，相对中证 800 指数年化波动率为 12.60%，年化信息比为 0.94，相对中证 800 指数超额最大回撤为 19.40%策略。组合从持股数量上看，平均每期持股数量约为 44 只，每期组合内个股的平均流通市值为 128 亿元；从历史组合每期入选个股的行业分布中可以看出，化工、汽车、传媒、医药生物、食品饮料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：

如何挖掘景气向上，持续增长 2020-08-25

企业：长线选股系列(二)

穿越牛熊，多视角探寻长线选 2020-08-01

股策略：——长线选股系列报

告之（一）

目录索引

一、引言	5
(一) 基本面选股指标	5
二、盈利、成长为核心，估值、安全为壳	7
(一) 盈利能力强是股价上升的核心要素	7
(二) 盈利成长性判断股价长期走势的关键指标	9
(三) 估值指标挑选合适买入时机	12
(四) 辅助指标控制安全性	13
三、实证分析	14
(一) 数据说明	14
(二) 组合构建	14
(三) 实证分析	15
四、总结	22
五、风险提示	22

图表索引

图 1: 全市场一个月股价反转历史多空收益率表现	5
图 2: 全市场一个月股价反转因子 IC 表现	5
图 3: 全市场流通市值因子历史多空收益率表现一览	5
图 4: 全市场流通市值因子 IC 表现一览	5
图 5: PB 因子在全市场历史多空收益率表现一览	6
图 6: PB 因子在全市场 IC 表现一览	6
图 7: ROA 因子在全市场历史多空收益率表现一览	6
图 8: ROA 因子在全市场 IC 表现一览	6
图 9: ROE 因子在全市场历史多空收益率表现一览	6
图 10: ROE 因子在全市场 IC 表现一览	6
图 11: ROE_TTM 全市场分档选股整体收益 (降序)	7
图 12: 全 A 非金融石油石化 ROE 与对应指数走势	8
图 13: 食品饮料行业 ROE 与对应指数走势	8
图 14: 家用电器行业 ROE 与对应指数走势	8
图 15: 医药生物行业 ROE 与对应指数走势	8
图 16: 沪深 300、主板 ROE_TTM 变化	9
图 17: 创业板、中小板 ROE_TTM 变化	9
图 18: 休闲服务、家用电器 ROE_TTM 变化 (单位:%)	9
图 19: 食品饮料、医药生物 ROE_TTM 变化	9
图 20: 贵州茅台股价与对应 ROE_TTM 变化	9
图 21: 恒瑞医药股价与对应 ROE_TTM 变化	9
图 22: 净利润同比增速分档测试 (降序)	10
图 23: ROE 同比增速分档测试 (降序)	10
图 24: 沪深 300 与归母净利润、营收同比增长变化	11
图 25: 沪深 300 与 ROE 同比增长变化	11
图 26: 家用电器与归母净利润、营收同比增长变化	11
图 27: 家用电器与 ROE 同比增长变化	11
图 28: 医药生物与归母净利润、营收同比增长变化	11
图 29: 医药生物与 ROE 同比增长变化	11
图 30: 中小板与归母净利润、营收同比增长变化	12
图 31: 中小板与 ROE 同比增长变化	12
图 32: 上证 50 及对应的 PE (TTM) 变化	12
图 33: 中证 800 及对应的 PE (TTM) 变化	12
图 34: 申万食品及对应的 PE (TTM) 变化	13
图 35: 申万医药及对应的 PE (TTM) 变化	13
图 36: 估值指标选股等权重组合历史表现	13
图 37: 现金流/负债全市场分档选股整体收益 (降序)	14
图 38: 资产负债率全市场分档选股整体收益 (降序)	14
图 39: 等权重组合历史相对中证 800 表现	15

图 40: 等权重组合历史换手率走势	16
图 41: 市值加权组合历史相对中证 800 表现	17
图 42: 市值加权组合历史换手率走势	18
图 43: 组合历史持仓个股数量及市值分布	19
图 44: 组合市值在中证 800 及 Wind 全 A 中的分位数分布	20
图 45: 组合市值历史分位数分布走势	20
图 46: 组合历史行业分布	21
表 1: 板块指标波动率及相关程度	10
表 2: 策略选股所用指标	15
表 3: 等权组合历史分年度收益率表现	16
表 4: 等权组合相对 800 指数历史分年度绩效表现	17
表 5: 市值加权组合历史分年度收益率表现	18
表 6: 市值加权组合相对 800 指数历史分年度绩效表现	19
表 7: 策略历史超配个股每期部分明细一览	21

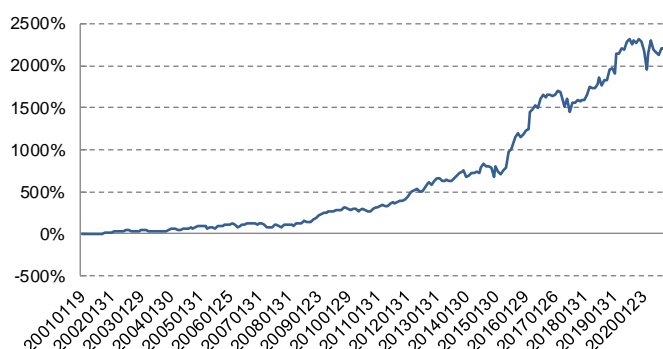
一、引言

(一) 基本面选股指标

市场上流行的因子投资体系最早可以追溯到20世纪50年代，后经不断发展完善后的多因子体系在全球各大主流市场取得了较为稳定的超额收益。在中国A股市场上，表现好的传统多因子策略往往在反转类以及小市值类的因子上有较多暴露，但近几年尤其是2017年以来，市场的风格发生了较大的变化，传统的反转类、市值类等因子指标由于因子拥挤、市场波动、风格转换等原因而表现出失效的现象，传统因子选股产品经历了较大的回撤，而且目前并没有更多新的有效因子能来有效填补这一空缺。

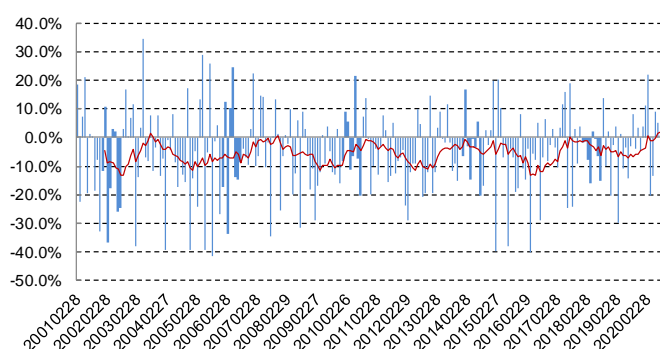
近年来由于传统多因子选股的困境，越来越多的投资者面对主动型基金的良好表现，将研究视角及投资策略投向了价值投资和基本面量化策略，这对如何基于个股基本面相关的财务相关指标挑选出“好”公司提出了迫切的需求。另一方面，仅仅挑选出“好”的公司还并不够，挑准合适的时机买入，避免高位入场，从而防止被“套牢”也十分关键。本篇专题报告主要探讨基于个股基本面相关的指标如何挖掘出“物美价廉”的公司。

图1：全市场一个月股价反转历史多空收益率表现



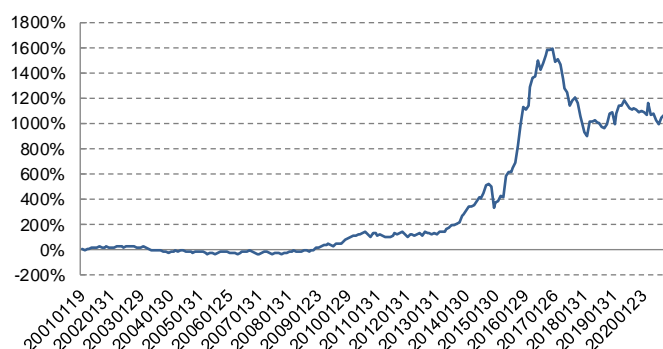
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：全市场一个月股价反转因子IC表现



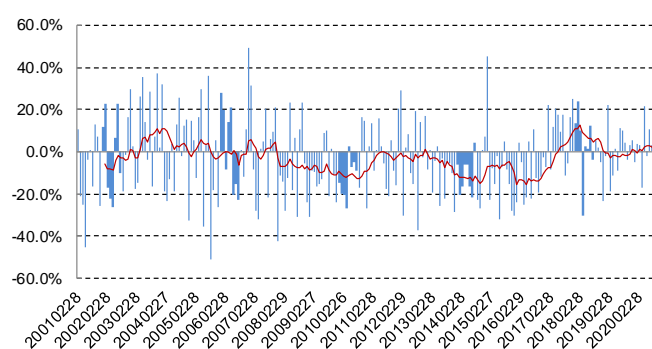
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：全市场流通市值因子历史多空收益率表现一览



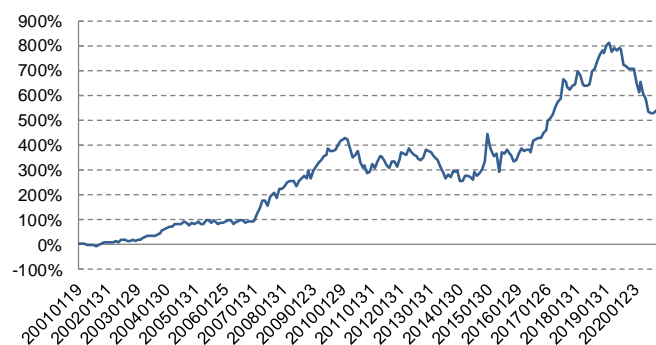
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：全市场流通市值因子IC表现一览



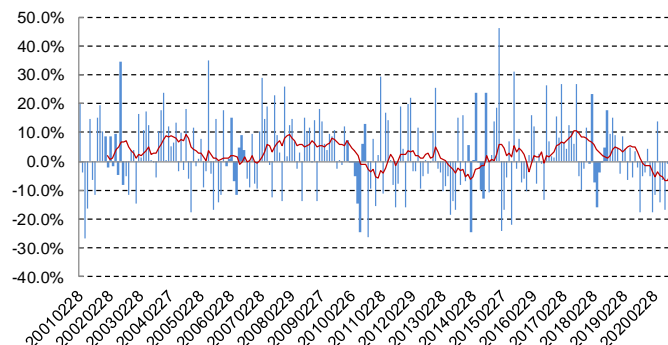
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图5: PB因子在全市场历史多空收益率表现一览



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: PB因子在全市场IC表现一览



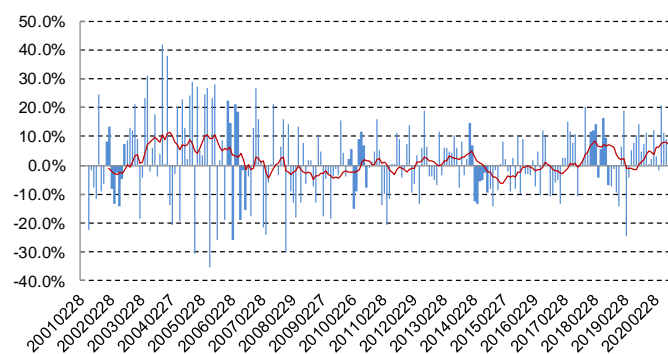
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图7: ROA因子在全市场历史多空收益率表现一览



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图8: ROA因子在全市场IC表现一览



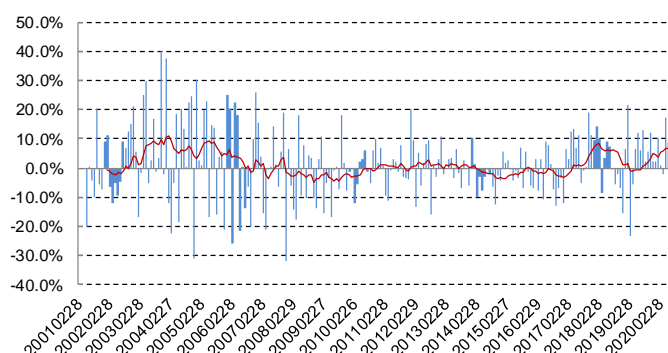
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图9: ROE因子在全市场历史多空收益率表现一览



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图10: ROE因子在全市场IC表现一览



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

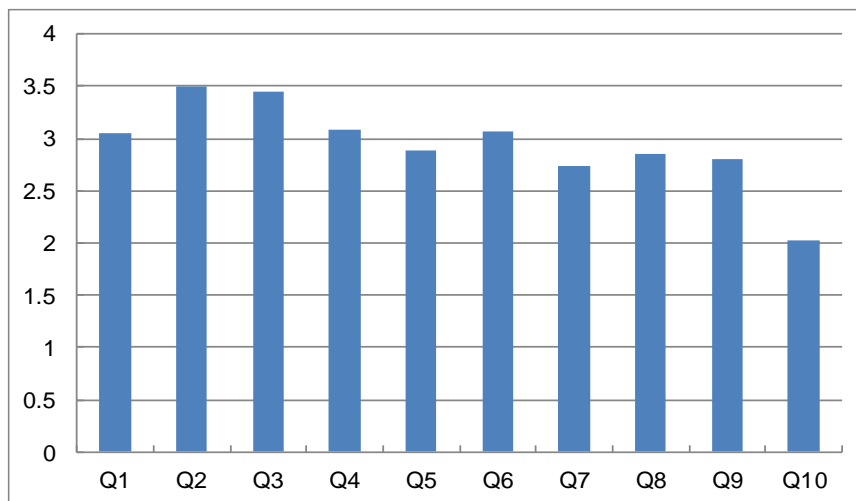
二、盈利、成长为核，估值、安全为壳

（一）盈利能力强是股价上升的核心要素

对于长期投资者而言，一家公司是否值得投资取决于对这家公司未来经营状况的预期。公司盈利能力强，随之带来的是总资产上升、更健康的现金流、更多的研发经费等等一系列能从根本上促进公司发展的优势，此类公司从概率角度看，有更大可能股价长期稳健上升。

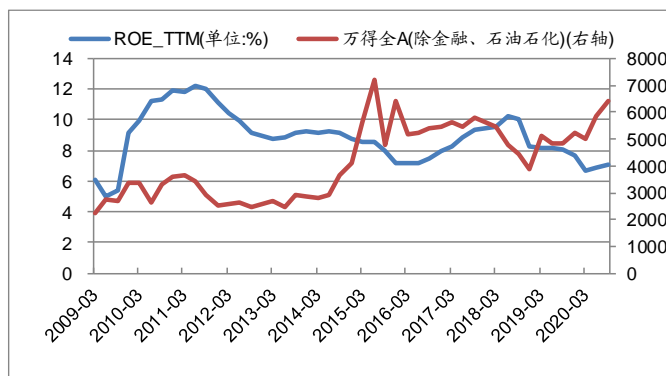
而在众多反映公司盈利能力的财务指标中，ROE是广受认可的关键指标之一。著名的投资家沃伦·巴菲特在其致股东的信中曾经表达过这样一个理念“衡量一个公司是否优秀,如果只用一个财务指标,那就是ROE”。可见ROE指标在筛选优秀个股中的作用，当然沃伦·巴菲特这样一个理念与其长期钟爱消费股有一定的关系，消费股ROE普遍较高，能穿越牛熊周期，相对容易出长期牛股。但这也可以反映出对于投资于好的公司，长期来看，收益率是比较高的。但在实操过程中，ROE也不是越高越好，当ROE相对过高，很有可能是因为其当期净资产过低或者使用了大量杠杆，对于这类公司，应该考虑将其剔除，否则会影响资产整体的盈利稳定性。如下图，全市场个股，按照ROE_TTM指标，从2008年4月底开始到2020年8月的季度换仓分档测试中，因子值最高的10%个股长期表现反而低于因子值在60-90%分位数的股票。（下文如无特别说明，所有分档测试的方法与回测区间相同）

图11: ROE_TTM全市场分档选股整体收益（降序）



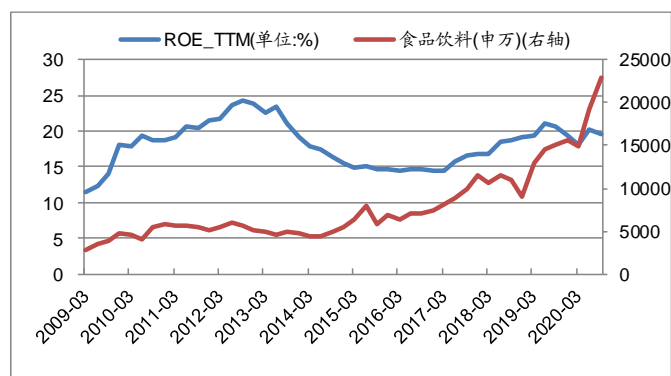
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图12: 全A非金融石油石化ROE与对应指数走势



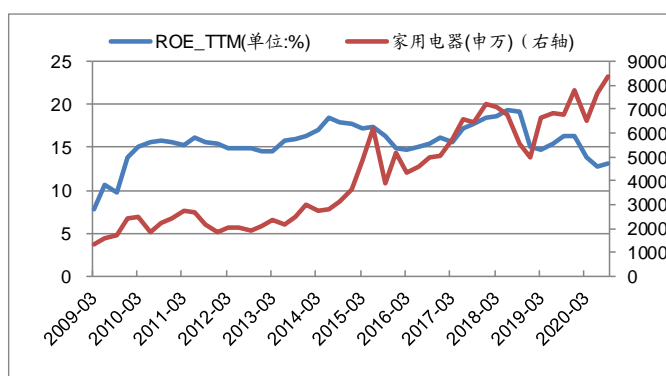
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 食品饮料行业ROE与对应指数走势



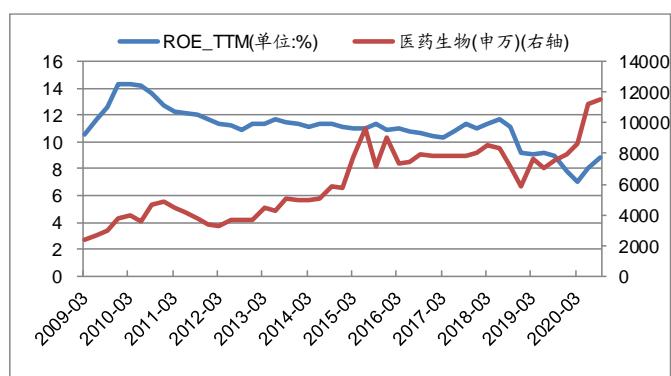
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 家用电器行业ROE与对应指数走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

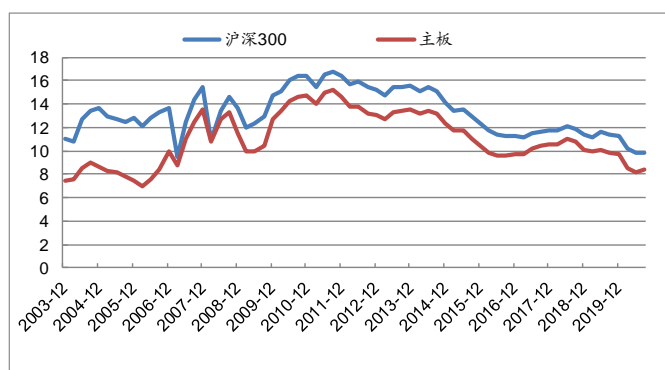
图15: 医药生物行业ROE与对应指数走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

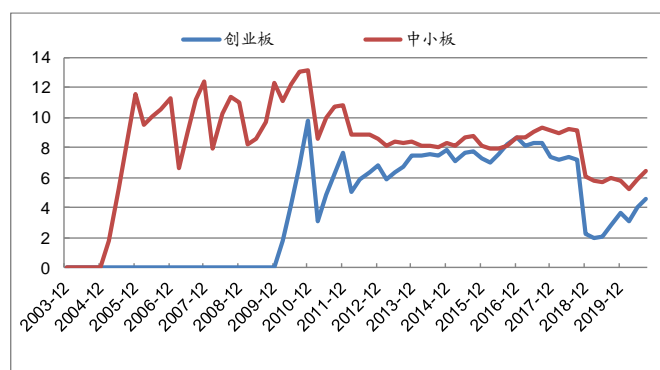
从企业的价值上看，ROE的长期变化趋势代表着股东权益价值变化的趋势。截止至2020年三季报数据，沪深300、主板、创业板、中小板这几个板块ROE_TTM最新的数据为9.90%、8.41%、4.55%、6.41%，从2003年至今，这四个板块的平均ROE_TTM数据13.24%、11.02%、6.17%、8.80%。因此从长期角度上看，如果能筛选出长期ROE保持在较高水平的公司，大概率也能筛选出股价长期稳健上升的公司。因此无论是微观到个股层面还是中观至行业、大盘指数层面，其ROE的长期变化趋势整体上应该与股价的变化趋势是一致的。因此，从整体上看，筛选出ROE比较高的且具备长期向上趋势的个股或者行业在进行投资过程中是核心的步骤。（以下涉及到的具体个股财务指标与股价相关描述仅涉及到相关观点展示辅助，不涉及个股推荐）

图16: 沪深300、主板ROE_TTM变化



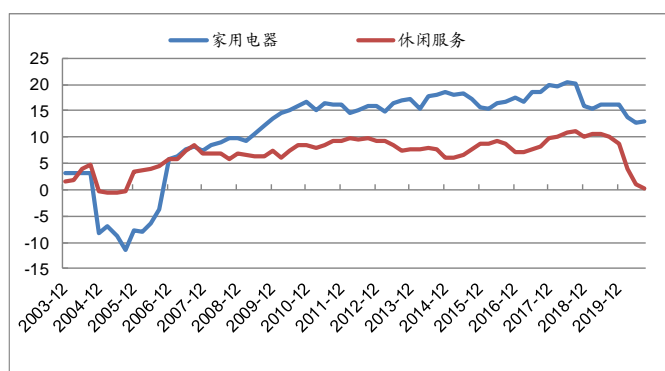
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 创业板、中小板ROE_TTM变化



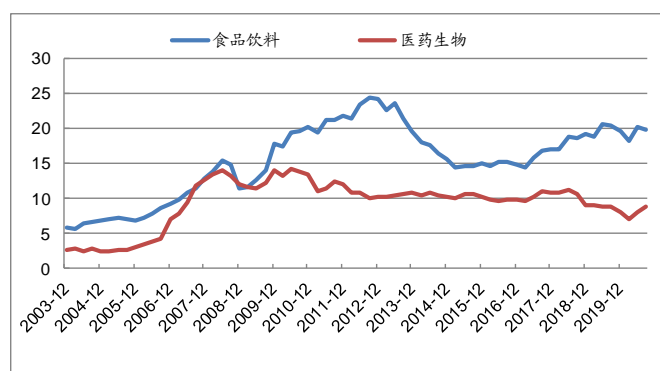
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 休闲服务、家用电器ROE_TTM变化 (单位:%)



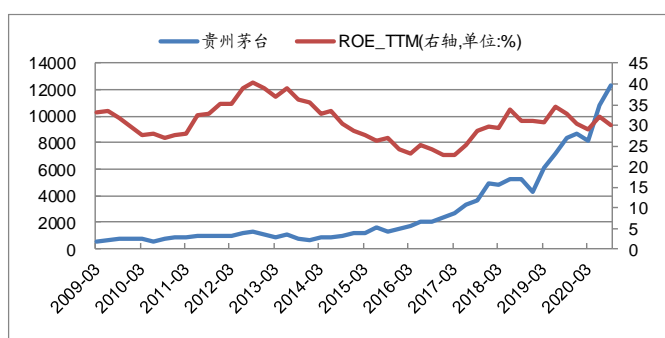
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 食品饮料、医药生物ROE_TTM变化



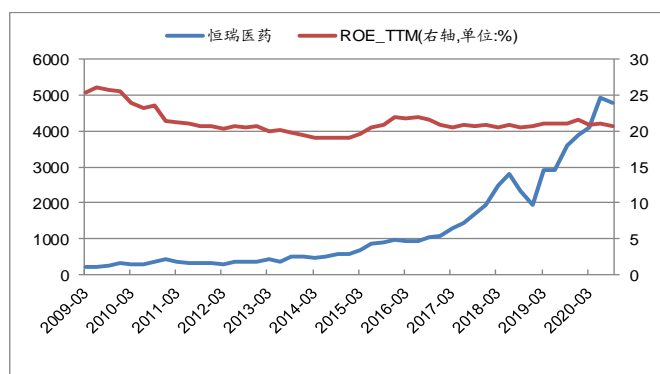
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图20: 贵州茅台股价与对应ROE_TTM变化



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图21: 恒瑞医药股价与对应ROE_TTM变化



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 盈利成长性判断股价长期走势的关键指标

在单个时间点上对个股的盈利做筛选, 如通过ROE做个股的筛选, 长期上看能筛选出大概率质量较好的个股。但仅通过个股盈利来判断, 从评价优秀公司的角度上看, 是不稳定的。一个公司在某次财报释放出了盈利能力优秀的信息, 这并不一

定会在什么时间反应到股价上,也不一定代表公司能有长期稳定盈利的核心竞争力。

寻找优秀的公司在关注绝对盈利能力的基础上,还要看它是否具备继续成长的潜力。而对于个股或者行业、指数的成长最直接的判断指标是净利润同比增速,因为该指标一方面剔除了季节性等因素的影响同时也考量了净利润的趋势变动,反应了公司最直接的变现能力。

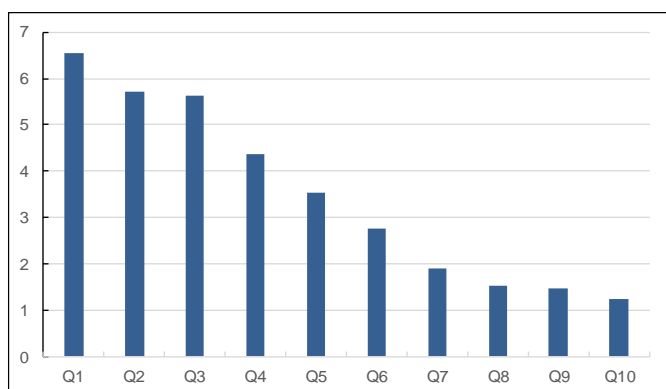
从下图中的分档测算结果中可以看出,虽然该指标的选股分档能力较强,但波动率较高,需要结合其他指标使用。从长期的角度看,无论是个股、行业亦或是大盘指数,股价走势整体上与对应的净利润增速的变化方向一致。同时,其他成长相关的指标,如净资产收益率同比增速、毛利率同比增幅等也可以较好地刻画企业的成长。由图22、23可以看出,净利润同比增速和ROE同比增速都有不错的分档效果。而观察图24到31可以发现,净利润同比增速与营收同比增速走势相关向较高,可以选择一个使用。前两者的波动率都大于ROE同比增速,且三者的方向变动整体要略早于指数走势。其中沪深300的净利润同比增速、营收同比增速和ROE同比增速的波动率分别为14.47%、13.75%、1.00%,中小板的三个指标为16.42%、8.89%、1.11%,家用电器为23.87%、16.13%、1.87%,医药生物为13.17%、5.92%、1.03%。

表 1: 板块指标波动率及相关程度

	沪深 300	中小板	家用电器	医药生物
净利润同比增速	14.47%	16.42%	23.87%	13.17%
营收同比增速	13.75%	8.89%	16.13%	5.92%
ROE 同比增速	1.00%	1.11%	1.87%	1.03%
净利润与营收同比增速相关系数	92.94%	76.72%	74.11%	76.01%

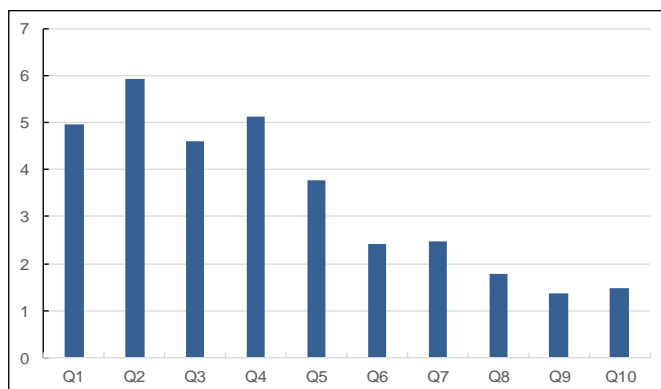
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图22: 净利润同比增速分档测试 (降序)



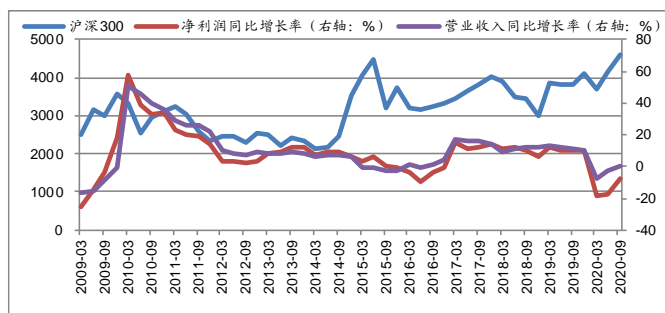
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图23: ROE同比增速分档测试 (降序)



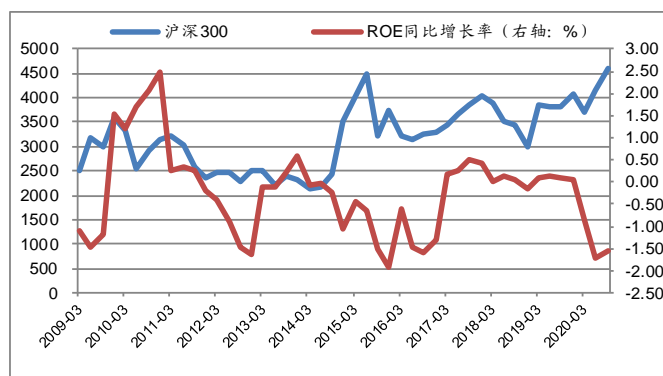
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图24：沪深300与归母净利润、营收同比增长变化



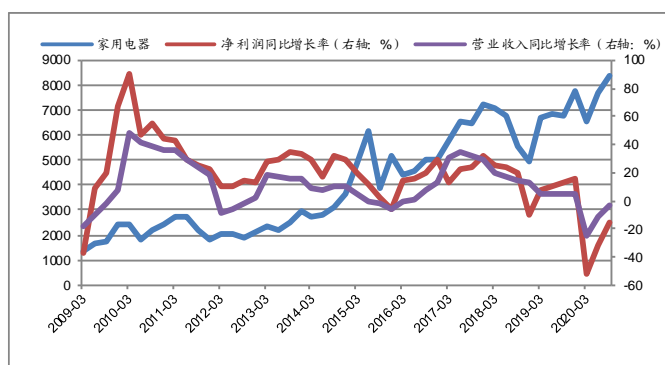
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图25：沪深300与ROE同比增长变化



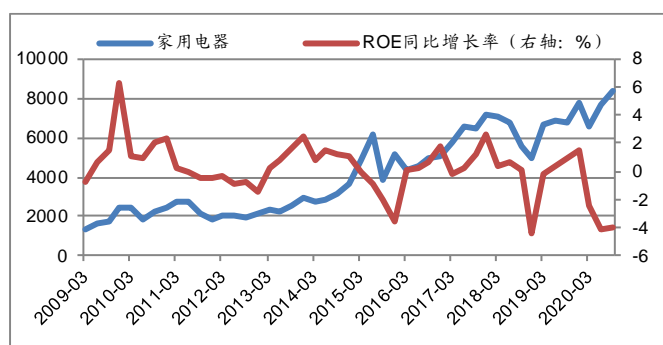
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图26：家用电器与归母净利润、营收同比增长变化



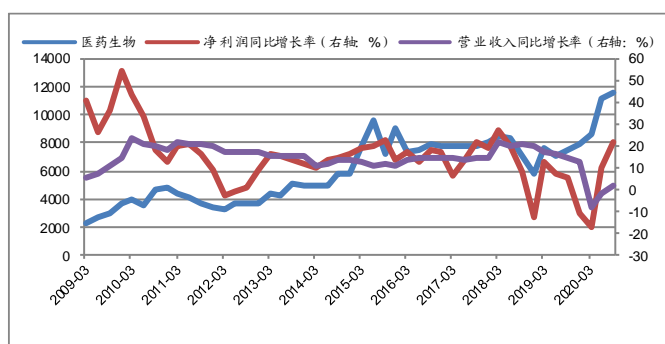
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图27：家用电器与ROE同比增长变化



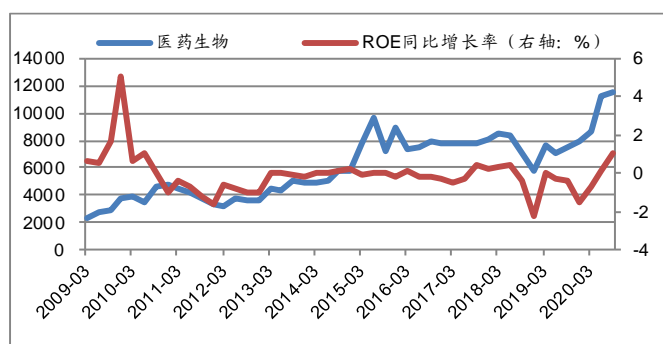
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图28：医药生物与归母净利润、营收同比增长变化



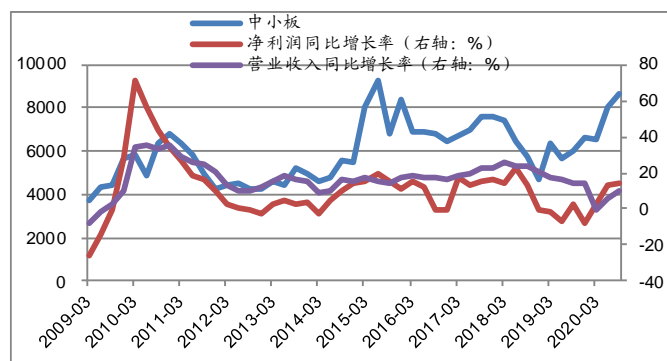
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图29：医药生物与ROE同比增长变化



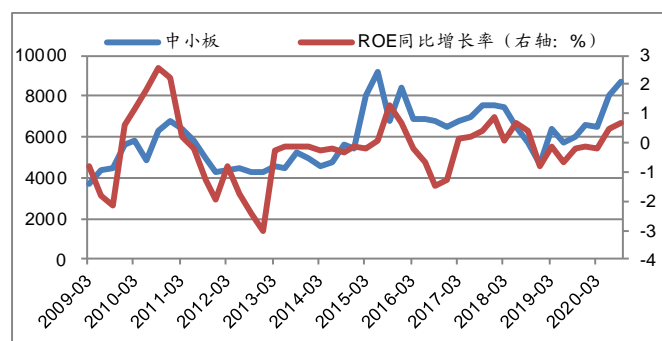
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图30: 中小板与归母净利润、营收同比增长变化



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图31: 中小板与ROE同比增长变化

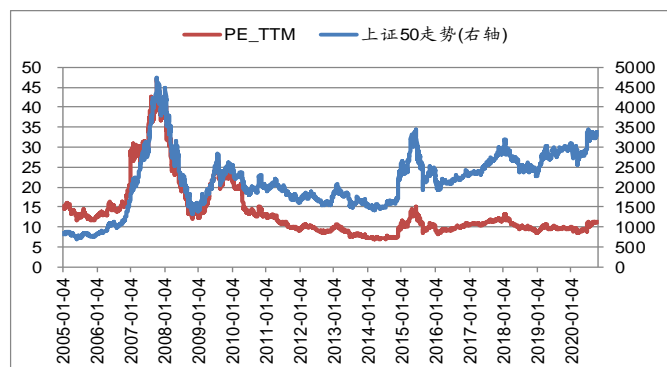


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（三）估值指标挑选合适买入时机

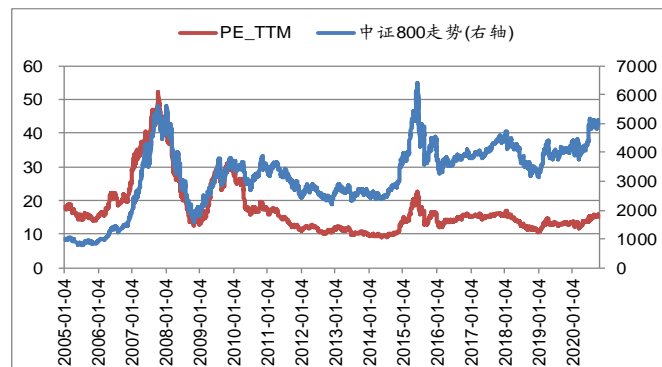
价值投资的核心逻辑是在股票价格低于股票价值时买入而在股票价格高于股票价格时卖出。而市场上 PE、PB 等绝对估值，以及 PE 行业分位数以及 PE 时序分位数等相对估值都是较为常用的来判断股价是否高估的指标。我们在已经使用盈利能力指标和盈利能力成长性指标来筛选股票后，部分标的可能长期表现优秀，股价已经过度反应，再买入增长空间有限。因此，在指标体系中需要加入估值指标来控制合理的建仓区间。下图中板块的估值数据，是将相应板块中对应截止时点 ST、上市不满半年、以及上财报亏损的成分股剔除后计算的有效估值数据。

图32: 上证50及对应的PE（TTM）变化



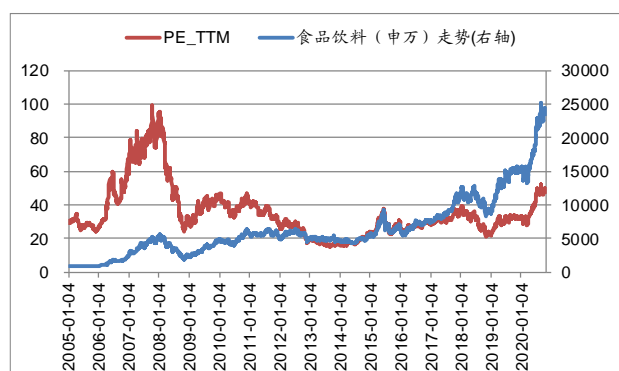
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图33: 中证800及对应的PE（TTM）变化



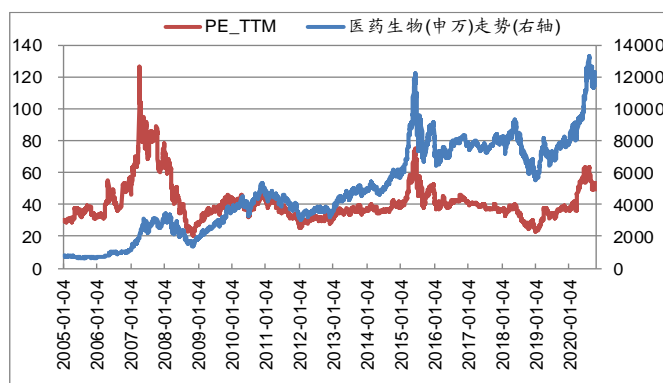
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图34: 申万食品及对应的PE (TTM) 变化



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

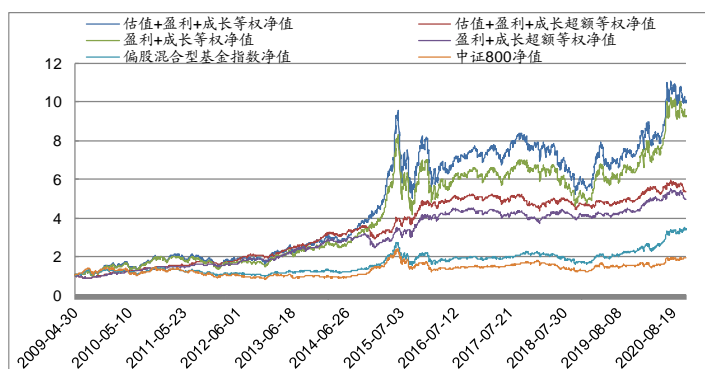
图35: 申万医药及对应的PE (TTM) 变化



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

通常在大部分行情中，指数或行业板块的PE_TTM都与指数走势相关性较高。为了验证估值指标选股的有效性，在已有的选股体系中加入估值指标，这里选取用来筛选的盈利指标包括ROE_TTM，成长指标包括净利润同比增长、ROE_TTM连续增长、毛利率连续增长，而估值指标包括PE_TTM绝对值、PE_TTM截面中在所处申万二级行业的相对分位数、企业倍数等指标。回测结果显示在全样本上加上估值指标后的新资产组合净值都高于原组合，其中年化绝对收益率提升了6.66%，而超额年化收益率提升了6.61%，说明估值指标对原体系选股能力有较大的提升。

图36: 估值指标选股等权重组合历史表现

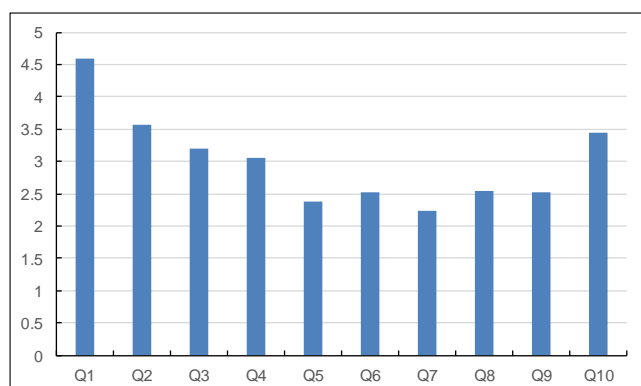


数据来源: 广发证券发展研究中心

（四）辅助指标控制安全性

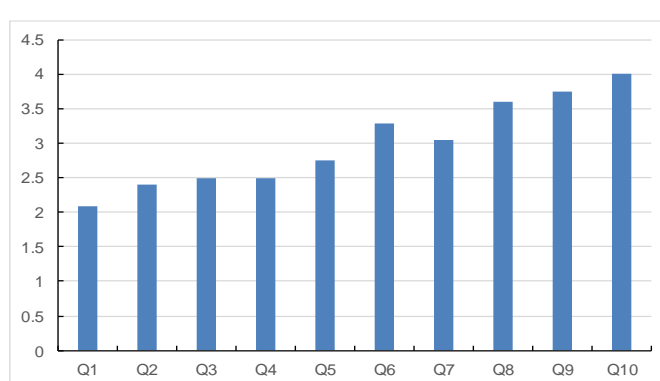
为了更好地筛选出具有稳定盈利及成长能力的优质公司，除了对核心的盈利及成长相关的要素、变量进行筛选外，还可以加入部分增加资产安全性的基本面相关的指标，如筛选判断企业负债情况的指标、具备提前判断盈利拐点、趋势相关的指标，如资产负债率、现金流/负债、杠杆率、ROE波动率等。但这部分条件不宜太强，否则可能导致所选股池偏向某个行业，也可能会使股票池过小。

图37：现金流/负债全市场分档选股整体收益（降序）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图38：资产负债率全市场分档选股整体收益（降序）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

在两个因子更细节的测试中，可以发现现金流/负债这一指标的ic值强度远高于资产负债率。这与在分档测试中，现金流/负债不同组间收益差异更大也相对应。另一方面，两者的因子预测有效性的持续能力相近。因此，除了传统的资产负债率，也可以选择现金流/负债作为控制安全性的指标。

三、实证分析

（一）数据说明

1. 本文中，具体的回测时间为从2009年4月30日至2020年11月20日（以下如无特殊说明，截止至今指的是截止至2020年11月20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，以盈利和成长指标作为核心筛选变量，估值指标作为辅助变量，筛选出ROE较高但仍属正常范围、具备ROE和销售毛利率向上趋势、净利润改善以及财务运营和负债情况正常的，并且在截面二级行业以及个股本身时序上相对便宜的个股，最后形成组合。

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。

在上述选股逻辑下，模型所使用的指标如下：（下表指标计算中，EV2 = 总市值+带息债务-货币资金，EBITDA = 营业总收入-营业税金及附加-营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+销售费用+管理费用+研发费用+坏账损失+存货跌价损失+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他收益）

表 2: 策略选股所用指标

	筛选方式	选股逻辑	计算方式
ROE (TTM)	高于设定值但不能过高	核心盈利能力强	归母净利润 (TTM) / 归母股东权益
ROE (TTM) 成长	连续递增	核心盈利能力持续上升	相邻同比数据比较大小
毛利率成长	连续递增	整体盈利能力上升	相邻同比毛利率比较大小
净利润 (TTM) 成长	高于设定值	盈利变现能力上升	前推 12 个月的净利润
PE (TTM)	低于设定值	绝对估值不过高	总市值 / 归母净利润 TTM
企业倍数	低于截面设定分位数	考虑债务后的相对估值较低	EV2 / EBITDA
PE (TTM) 分位数	低于二级行业设定分位数	二级行业相对估值较低	个股 PE 在所需二级行业的分位数
现金流/负债	高于截面设定分位数	运营能力良好, 无过高杠杆	经营净现金流/总负债

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

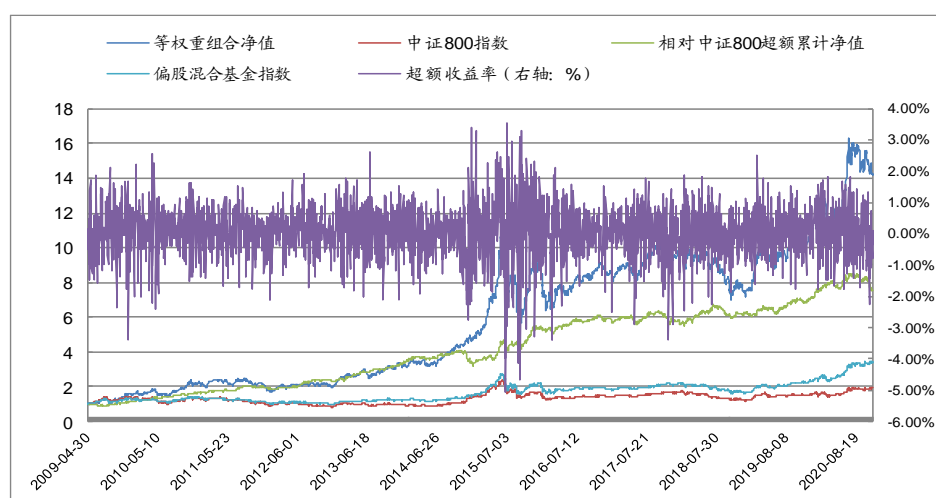
(三) 实证分析

1. 等权重组合表现

在实证回测期内, 根据组合构建的方式, 考虑等权重下组合的历史表现。

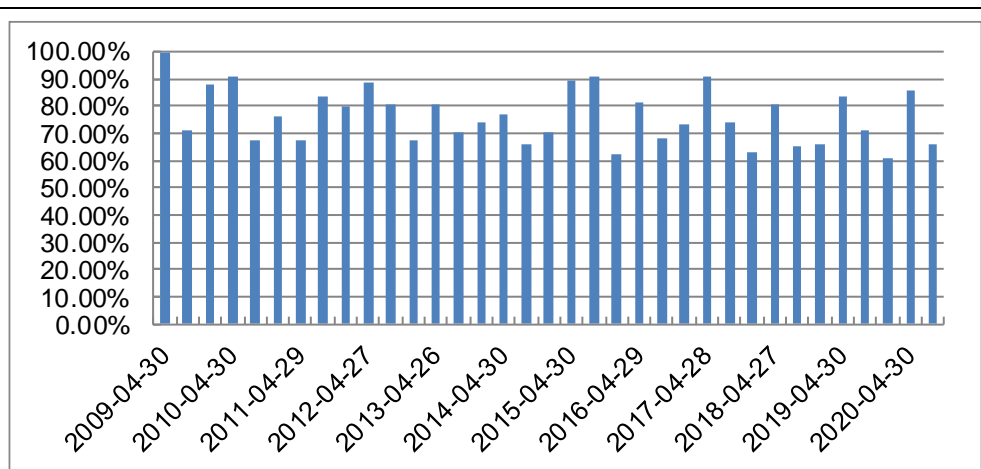
在回测期内, 基于等权重组合累计收益率为1429.81%, 年化收益率为26.60%, 同期中证800累计收益率为194.26%, 偏股混合型基金指数累计收益率为343.55%, 其中等权重组合相对中证800年化超额收益率为19.63%。

图39: 等权重组合历史相对中证800表现



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图40：等权重组合历史换手率走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

从表中结果可以看出，等权重组合在回测期截止至今的12年时间里，绝对收益率为正的年份有9次，今年截止至今绝对收益率为27.92%，偏股混合型基金指数收益率为44.45%，相对中证800指数超额收益率为6.20%。

表 3：等权组合历史分年度收益率表现

	组合收益	中证 800	偏股混合型基金指数	相对 800 超额
2009	61.67%	39.40%	29.84%	15.76%
2010	33.07%	-7.32%	5.31%	43.98%
2011	-16.77%	-27.38%	-22.70%	15.01%
2012	30.45%	5.81%	3.65%	23.52%
2013	39.97%	-2.14%	12.73%	42.86%
2014	43.25%	48.28%	22.24%	-3.80%
2015	94.35%	14.91%	43.17%	67.58%
2016	-6.95%	-13.27%	-13.03%	8.56%
2017	12.49%	15.16%	14.12%	-2.03%
2018	-22.73%	-27.38%	-23.58%	7.06%
2019	51.81%	33.71%	45.02%	13.73%
2020 至今	27.92%	21.01%	44.50%	6.20%
全样本年化收益	26.60%	6.00%	11.49%	19.63%
全样本累计	1429.81%	194.26%	343.55%	749.99%

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中证800指数年化波动率为13.0%，年化信息比为1.51，相对中证800指数超额最大回撤为21.2%，最大回撤开始时间为2014年10月28日，结束时间为2015年1月5日，策略绝对收益率最大回撤为49.44%，绝对收益最大回撤开始时间为2015年6月12日，结束时间为2015年9月15日。

表 4：等权组合相对800指数历史分年度绩效表现

	相对 800 波动率	相对 800 信息比	最大回撤	开始时间	结束时间	相对 800 最 大回撤	相对开始时间	相对结束时间
2009	14.11%	1.76	17.40%	2009-08-05	2009-08-19	10.81%	2009-05-20	2009-07-03
2010	12.38%	3.61	22.91%	2010-04-22	2010-07-05	6.53%	2010-04-22	2010-05-12
2011	9.72%	1.62	29.41%	2011-07-18	2011-12-28	8.14%	2011-08-24	2011-12-29
2012	9.59%	2.63	14.44%	2012-09-12	2012-11-29	6.19%	2012-11-02	2012-12-18
2013	12.12%	3.77	18.14%	2013-05-30	2013-06-24	6.63%	2013-01-21	2013-02-04
2014	12.85%	-0.38	11.79%	2014-02-19	2014-04-28	20.62%	2014-10-28	2014-12-31
2015	21.97%	3.23	49.44%	2015-06-12	2015-09-15	14.64%	2015-06-19	2015-07-10
2016	11.32%	0.86	24.88%	2016-01-06	2016-01-28	8.27%	2016-02-17	2016-03-04
2017	12.12%	-0.15	12.00%	2017-04-07	2017-06-01	11.68%	2017-09-20	2017-11-23
2018	11.51%	0.58	31.03%	2018-05-21	2018-10-18	12.08%	2018-07-16	2018-10-18
2019	10.42%	1.31	18.61%	2019-04-10	2019-06-06	6.12%	2019-04-08	2019-06-14
2020 至今	13.16%	0.51	13.07%	2020-03-06	2020-03-23	12.12%	2020-08-24	2020-11-20
全样本	13.00%	1.51	49.44%	2015/6/12	2015/9/15	21.20%	2014/10/28	2015/1/5

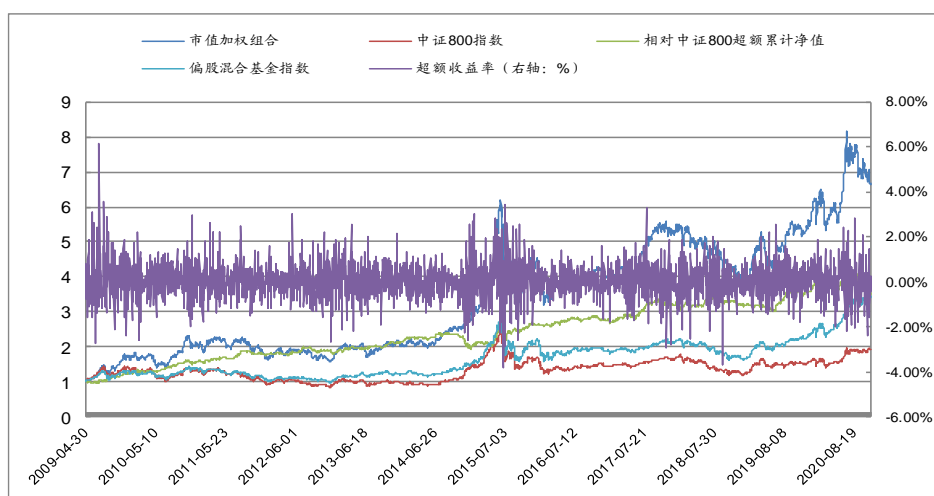
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2. 市值加权组合表现

在实证回测期内，根据组合构建的方式，考虑等权重下组合的历史表现。

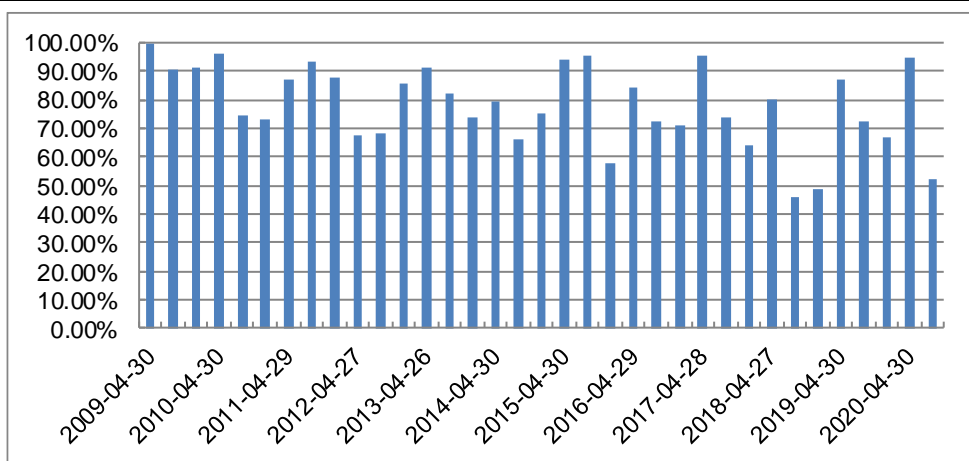
在回测期内，基于市值加权组合累计收益率为669.23%，年化收益率为18.40%，同期中证800累计收益率为194.26%，偏股混合型基金指数累计收益率为343.55%，其中等权重组合相对中证800年化超额收益率为11.90%，其中策略今年截止至今累计绝对绝对收益率为17.60%。

图41：市值加权组合历史相对中证800表现



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图42: 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

从表中结果可以看出, 等权重组合在回测期截止至今的12年时间里, 绝对收益率为正的年份有9次, 今年截止至今偏股混合型基金指数收益率为44.5%, 市值加权组合绝对收益率为17.60%, 相对中证800指数超额收益率为-2.05%。

表 5: 市值加权组合历史分年度收益率表现

	组合收益	中证 800	偏股混合型基金指数	相对 800 超额
2009	74.43%	39.40%	29.84%	24.62%
2010	20.35%	-7.32%	5.31%	30.11%
2011	-19.68%	-27.38%	-22.70%	11.16%
2012	7.88%	5.81%	3.65%	1.92%
2013	14.19%	-2.14%	12.73%	16.33%
2014	34.13%	48.28%	22.24%	-10.04%
2015	57.91%	14.91%	43.17%	37.42%
2016	-9.54%	-13.27%	-13.03%	4.71%
2017	32.70%	15.16%	14.12%	15.67%
2018	-27.52%	-27.38%	-23.58%	0.50%
2019	48.66%	33.71%	45.02%	11.53%
2020	17.60%	21.01%	44.50%	-2.05%
全样本年化收益	18.40%	6.00%	11.49%	11.9%
全样本累计	669.23%	194.26%	343.55%	351.28%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

市值加权组合策略在历史回测期内相对中证800指数年化收益率为11.90%, 年化信息比为0.94, 相对中证800指数超额最大回撤为19.40%, 最大回撤开始时间为2014年8月25日, 结束时间为2014年12月31日, 策略绝对收益率最大回撤为48.41%, 绝对收益最大回撤开始时间为2015年6月2日, 结束时间为2016年1月28日。

表 6：市值加权组合相对800指数历史分年度绩效表现

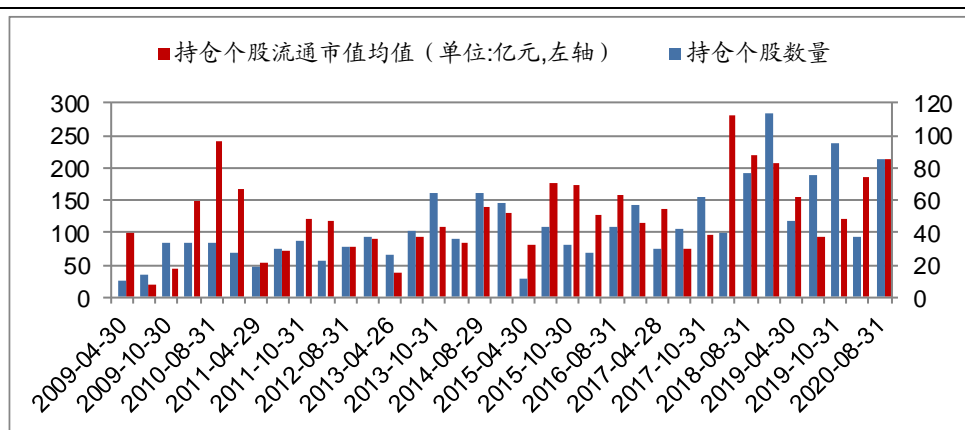
	相对 800 波动率	相对 800 信息比	最大回撤	开始时间	结束时间	相对 800 最 大回撤	相对开始时间	相对结束时间
2009	18.12%	2.24	17.69%	2009-08-05	2009-08-17	5.34%	2009-05-20	2009-06-04
2010	11.64%	2.61	23.83%	2010-01-18	2010-07-02	7.31%	2010-11-02	2010-11-24
2011	10.72%	1.15	28.10%	2011-04-22	2011-12-27	7.83%	2011-08-19	2011-12-19
2012	11.08%	0.29	20.44%	2012-03-13	2012-11-29	10.84%	2012-07-16	2012-12-18
2013	11.42%	1.64	17.94%	2013-03-01	2013-06-28	5.26%	2013-01-25	2013-02-04
2014	11.25%	-0.90	11.27%	2014-02-19	2014-05-19	19.40%	2014-08-25	2014-12-31
2015	17.81%	2.10	47.31%	2015-06-12	2015-09-15	16.45%	2015-06-18	2015-07-07
2016	7.65%	0.67	22.60%	2016-01-06	2016-01-28	5.42%	2016-10-19	2016-12-12
2017	12.14%	1.38	9.31%	2017-04-13	2017-06-01	7.67%	2017-10-10	2017-11-23
2018	12.36%	0.00	30.69%	2018-01-04	2018-12-27	11.83%	2018-08-13	2018-12-18
2019	10.77%	1.15	20.15%	2019-04-08	2019-06-06	7.68%	2019-04-08	2019-06-17
2020 至今	14.40%	-0.25	18.92%	2020-07-13	2020-11-18	17.50%	2020-07-13	2020-11-20
全样本	12.61%	1.51	48.42%	2015-06-12	2016-01-28	19.40%	2014-08-25	2014-08-25

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

3. 组合持仓特征

组合从个股持股数量上看，平均每期持股数量为44只，每期组合内个股的平均流通市值为127.7亿元。

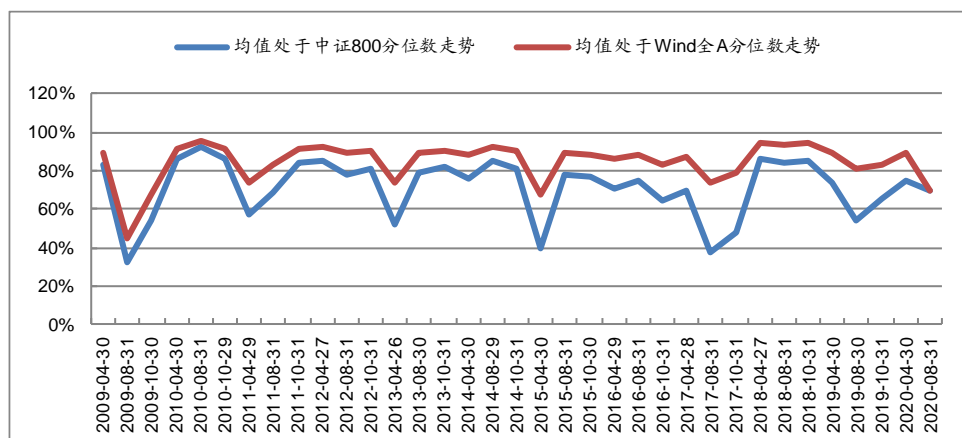
图43：组合历史持仓个股数量及市值分布



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

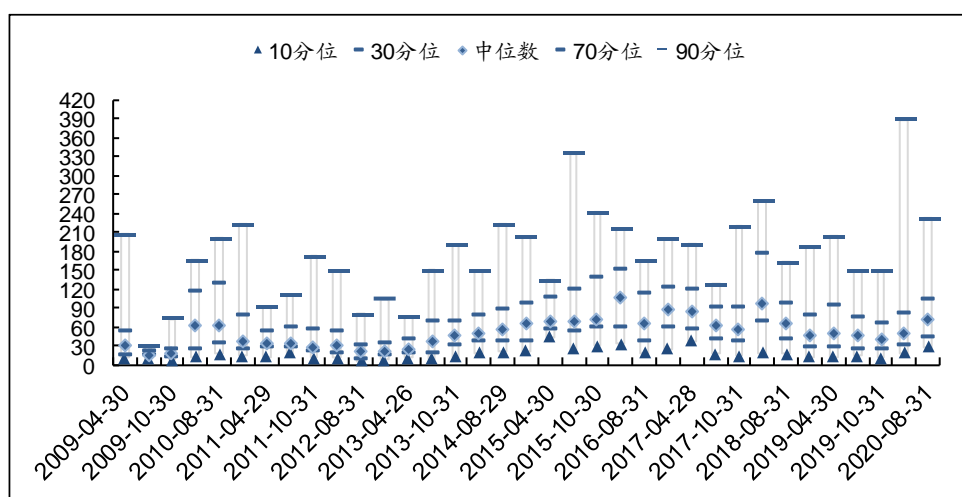
从组合内个股的历史每期均值在对应期内中证800及Wind全A中的分位数中可以看出，整体上每期组合内个股市值分布上都处于Wind全A中市值分布的前70%左右分位数，在中证800的前60%分位数左右的位置，市值上看处于中大市值为主。

图44：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

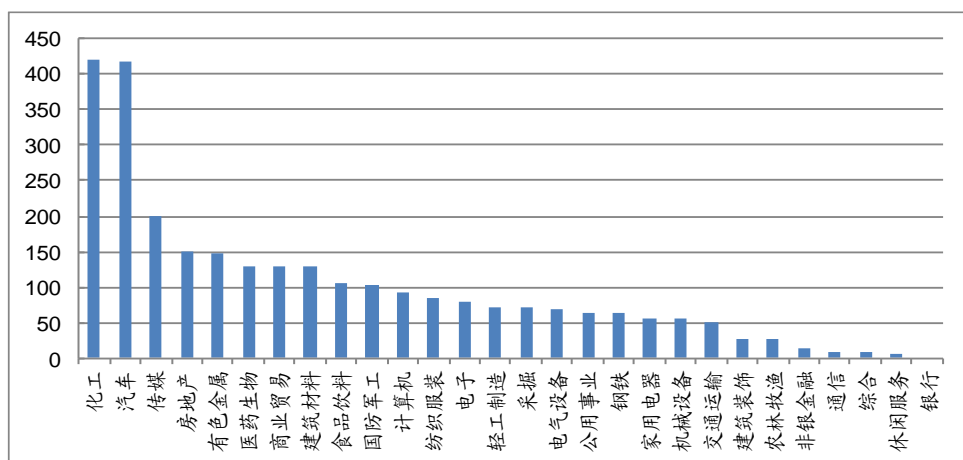
图45：组合市值历史分位数分布走势



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、汽车、传媒、医药生物、食品饮料等行业个股入选次数较多，而休闲服务、通信、非银金融、农林牧渔、建筑装饰等行业个股入选次数较少。

图46：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 7：策略历史超配个股每期部分明细一览

20161031	20170428	20170831	20171031	20180427	20180831	20181031	20190430	20190830	20191031	20200430
南玻 A	粤高速 A	富奥股份	方大集团	威孚高科	兴业矿业	兴业矿业	风华高科	华联控股	韶能股份	穗恒运 A
华锦股份	中粮科技	方大集团	中金岭南	顺发恒业	广弘控股	风华高科	上峰水泥	川能动力	中兴商业	协鑫能科
新金路	新和成	粤高速 A	粤高速 A	上峰水泥	广宇发展	西王食品	中南建设	冀东水泥	普洛药业	亿帆医药
北新建材	鸿达兴业	上峰水泥	红太阳	恒逸石化	顺发恒业	仁和药业	华兰生物	上峰水泥	新华制药	国光电器
大亚圣象	宁波华翔	普洛药业	金浦钛业	鲁西化工	风华高科	上峰水泥	京新药业	普洛药业	钱江摩托	天邦股份
海信家电	云南能投	漳州发展	上峰水泥	华菱钢铁	上峰水泥	远兴能源	孚日股份	天山股份	永新股份	中核钛白
亿帆医药	太阳纸业	天音控股	中百集团	横店东磁	远兴能源	美锦能源	海翔药业	新洋丰	京新药业	大立科技
兔宝宝	三钢闽光	大亚圣象	中水渔业	太阳纸业	贝瑞基因	中交地产	民和股份	华东医药	宁波华翔	华明装备
江苏国泰	银轮股份	蓝焰控股	鲁西化工	三钢闽光	中交地产	浩物股份	圣农发展	宗申动力	武汉凡谷	长高集团
天康生物	安纳达	太阳纸业	城发环境	福晶科技	鲁西化工	万年青	仙琚制药	永新股份	海亮股份	沪电股份
沧州明珠	云海金属	孚日股份	大亚圣象	利尔化学	鞍钢股份	华神科技	双箭股份	京新药业	圣农发展	浙江永强
天邦股份	恩华药业	韵达股份	蓝焰控股	永安药业	新洋丰	*ST 胜尔	远东传动	华帝股份	仙琚制药	三七互娱
银轮股份	齐翔腾达	安纳达	太阳纸业	国星光电	华菱钢铁	鞍钢股份	益生股份	孚日股份	双箭股份	唐人神
南极电商	申通快递	拓邦股份	孚日股份	恺英网络	广济药业	华润三九	沪电股份	海翔药业	垒知集团	龙蟠佰利
顺络电子	三七互娱	中核钛白	安纳达	飞龙股份	华帝股份	旺能环境	立讯精密	通润装备	和而泰	世纪华通
正邦科技	金禾实业	塔牌集团	拓邦股份	金禾实业	兔宝宝	华峰氨纶	万润股份	云海金属	益生股份	姚记科技
澳洋健康	金安国纪	恩华药业	中核钛白	露笑科技	横店东磁	三特索道	新宝股份	武汉凡谷	常宝股份	茂硕电源
海亮股份	良信股份	和而泰	莱茵生物	金达威	华峰氨纶	惠程科技	特一药业	鱼跃医疗	浙江永强	山东赫达
天威视讯	燕塘乳业	金禾实业	鱼跃医疗	吉宏股份	鲁阳节能	云海金属	仙坛股份	恩华药业	凯美特气	昂利康
益生股份	世龙实业	龙蟠佰利	恩华药业	建新股份	三钢闽光	塔牌集团	南兴股份	圣农发展	中京电子	奥美医疗
赣锋锂业	秀强股份	金安国纪	中原内配	银河磁体		民和股份	永和智控	仙琚制药	领益智造	秀强股份
众应互联	华灿光电	良信股份	国星光电	青松股份				双箭股份	姚记科技	四方达

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个股基本面指标，探讨了如何利用盈利与成长指标挖掘出“好”公司，并在其中加入估值指标来筛选“物美价廉”的标的，并讨论了估值叠加在选股中的历史效果。

基于个股的基本面指标，利用个股的盈利与成长的关键变量叠加估值指标以及安全性指标，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，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1429.81%，年化收益率为26.60%，同期中证800累计收益率为194.25%，偏股混合型基金指数累计收益率为351.27%，其中等权重组合相对中证800年化超额收益率为19.63%，信息比为1.51；市值加权组合累计收益率为669.23%，年化收益率为18.40%，相对中证800指数年化波动率为12.60%，年化信息比为0.94，相对中证800指数超额最大回撤为19.40%策略今年截止至今累计绝对收益率为27.92%。

组合从个股持股数量上看，平均每期持股数量约为44只，每期组合内个股的平均流通市值为127.7亿元；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、机械设备、食品饮料等行业个股入选次数较多。

本篇专题报告主要探讨个股基本面相关的指标，主要是围绕盈利、成长和估值相关的指标构建选股策略，但基本面选股也难以做到十全十美，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。