

## 证券研究报告—深度报告

金融工程

数量化投资

**GARP 选股系列：半年度报告**

2013年05月13日

定期报告

**相关研究报告：**

《数量化投资技术系列之四十六：国信市场情绪指针 GSSI 构建与应用》——2011-12-14  
 《基金专题报告：基于风格划分的基金组合构建研究》——2011-06-09  
 《算法交易专题报告-算法交易系列之：交易成本分析》——2011-06-09  
 《数量化投资系列报告之三十九：基于基本面先行因子的行业配置模型优化及其应用》——2011-06-09  
 《数量化投资技术系列报告之三十八：基于投资者异质信念的市场情绪指数研究》——2011-06-09

**联系人：吴子昱**

电话：0755-22940607

E-MAIL: wuziy@guosen.com.cn

**证券分析师：林晓明**

电话：021-60875168

E-MAIL: linxiaom@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980512020001

# GARP 延续良好表现，半年跑赢大盘 4.75%

**● 国信 GARP 跨越牛熊，延续良好收益表现**

GARP 组合不仅在 2012 年 6~11 月的熊市中跑赢大盘，在 2012 年 12 月之后的牛市中也战胜了沪深 300。在 2012 年 11 月至 2013 年 4 月半年间，累计跑赢沪深 300 基准 4.75%。

**● GARP 保持了历史的风险收益特征**

年化超额收益超过 9%，年化跟踪误差 3.78%，年化 IR 为 2.47，日胜率 54.7%。均处于历史正常的波动范围之内，比历史平均水平偏低。

**● GARP 本期分类超额收益特征**

报告对本期 GARP 组合超额收益的来源做了较为详细的分析。

1. 从行业来看，GARP 在金融服务行业的选股对整体超额收益作出了重要的贡献。这些股票在去年 11 月的下跌，以及 12 月之后的上涨行情中均战胜了沪深 300 金融。
2. 从市值分布来看，以 120 内最低流通市值作为参照，GARP 在小盘（3~18 亿），中盘（18~100 亿），大盘（100 亿以上）的整体表现均优于沪深 300 的同等市值规模的股票组合。
3. 从因子业绩归因来看，过去一年的超额收益主要来自于成长、财务质量和市值；市盈率对 GARP 组合业绩有积极贡献，但不明显。

**独立性声明：**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 内容目录

<b>GARP 策略半年表现回顾</b> .....	<b>4</b>
GARP 半年跑赢大盘 4.75%.....	4
GARP 策略逐月的超额收益分布.....	5
股票收益的贡献度排行.....	4
GARP 投资组合与沪深 300 的半年累计收益：按行业分类.....	6
GARP 投资组合与沪深 300 的半年累计收益：按市值分类.....	6
GARP 策略主要绩效指标（2012/11~2013/4）.....	8
GARP 策略业绩归因.....	8
GARP 指数增强最新投资组合.....	9
GARP 最新组合主要指标一览.....	10
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>11</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>11</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>11</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>11</b>

## 图表目录

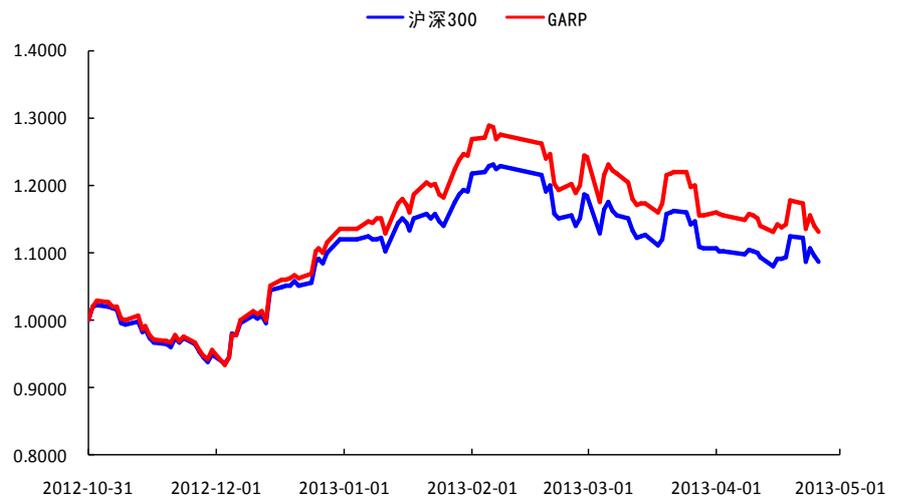
图 1: GARP 投资组合与沪深 300 净值图 (2012/11~2013/4) .....	4
图 2: GARP 投资组合相对沪深 300 净值比 (2012/11~2013/4) .....	4
图 3: GARP 投资组合与沪深 300 各行业的区间收益/% (2012/11-2013/4) .....	6
图 4: GARP 投资组合收益水平与市值的关系 .....	7
图 5: GARP 投资组合超额收益归因 (2011/12 ~ 2013/1) .....	8
表 1: 策略和基准逐月的收益, 以及策略的每月超额收益统计/% .....	5
表 2: 个股对投资组合的超额收益贡献度排行 .....	5
表 3: GARP 主要绩效指标列表 .....	8
表 4: 2013 年 5 月至 8 月投资组合 .....	9
表 5: GARP 组合主要指标一览 .....	10

## GARP 策略半年表现回顾

### GARP 半年跑赢大盘 4.75%

GARP 投资组合于 2012 年 11 月 1 日进行了调仓,持股至 2013 年 4 月 26 日。期间未发生变动。

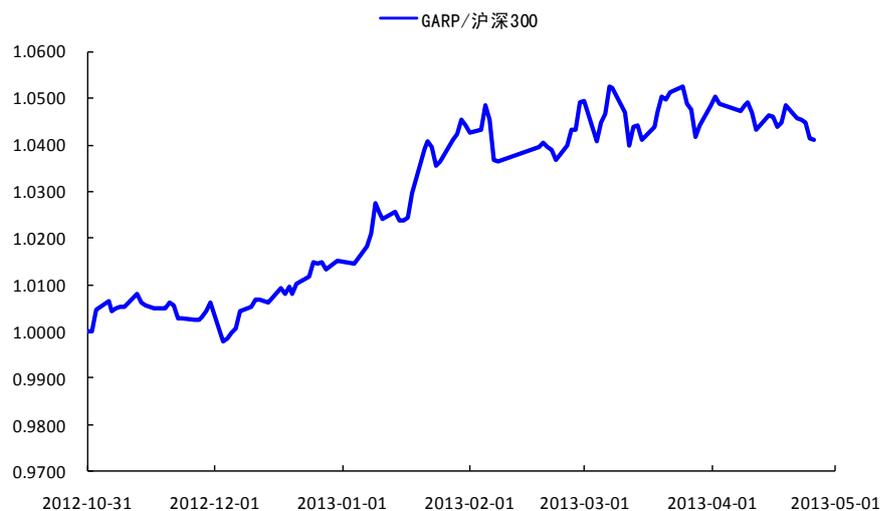
图 1: GARP 投资组合与沪深 300 净值图 (2012/11~2013/4)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

GARP 投资组合在 2012 年 11 月~2013 年 4 月期间,斩获 13.29%的收益;同期沪深 300 收益率为 8.54%。GARP 策略半年跑赢基准指数 4.75%。

图 2: GARP 投资组合相对沪深 300 净值比 (2012/11~2013/4)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

上图显示, 11 月份 GARP 开始发力, 持续跑赢沪深 300, 直至春节前。春节后至 4 月底, GARP 组合与沪深 300 表现相近, 保持了高位震荡的走势。

### GARP 策略逐月的超额收益分布

我们对 GARP 投资组合的收益情况逐月进行了统计，具体如下：

**表 1: 策略和基准逐月的收益，以及策略的每月超额收益统计/%**

投资组合	2012/11	2012/12	2013/1	2013/2	2013/3	2013/4
GARP	-4.53	18.97	9.52	-0.03	-7.09	-2.22
沪深 300	-5.11	17.91	6.50	-0.50	-6.67	-1.91
超额收益	0.58	0.96	3.02	0.47	-0.42	-0.31

数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

上表显示，在 11 月份大盘下跌时，GARP 策略表现出了一定的抗跌性，跌幅小于沪深 300；在 12 月至春节前的大盘上涨波段，GARP 投资组合也持续跑赢大盘；在春节后至 4 月底，GARP 策略微幅跑输基准，累计超额收益的主体得以保存，并未发生较大损失。

### 股票超额收益的贡献度排行

以沪深 300 为基准，沪深 300 在 2012 年 11 月至 2013 年 4 月间，涨幅为 8.54%。从选股层面出发，这里列出个股超额收益对整个组合贡献度的前十名和后十名，仅供参考。

**表 2: 个股对投资组合的超额收益贡献度排行**

正贡献股票	收益率/%	贡献度/%	负贡献股票	收益率/%	贡献度/%
民生银行	63.12	4.56	五粮液	-34.67	-1.12
浦发银行	31.56	1.55	兰花科创	-6.98	-0.67
平安银行	42.10	1.44	盛达矿业	-22.71	-0.54
万科 A	32.57	0.84	伊力特	-19.18	-0.31
招商银行	20.53	0.74	宝钢股份	3.67	-0.18
华夏银行	25.24	0.63	山西汾酒	-41.02	-0.15
靖远煤电	19.42	0.58	洋河股份	-50.54	-0.15
四川美丰	78.38	0.38	泸州老窖	-37.40	-0.15
海信电器	85.91	0.35	保利地产	4.68	-0.10
烟台万华	35.79	0.22	中联重科	-9.77	-0.10

数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

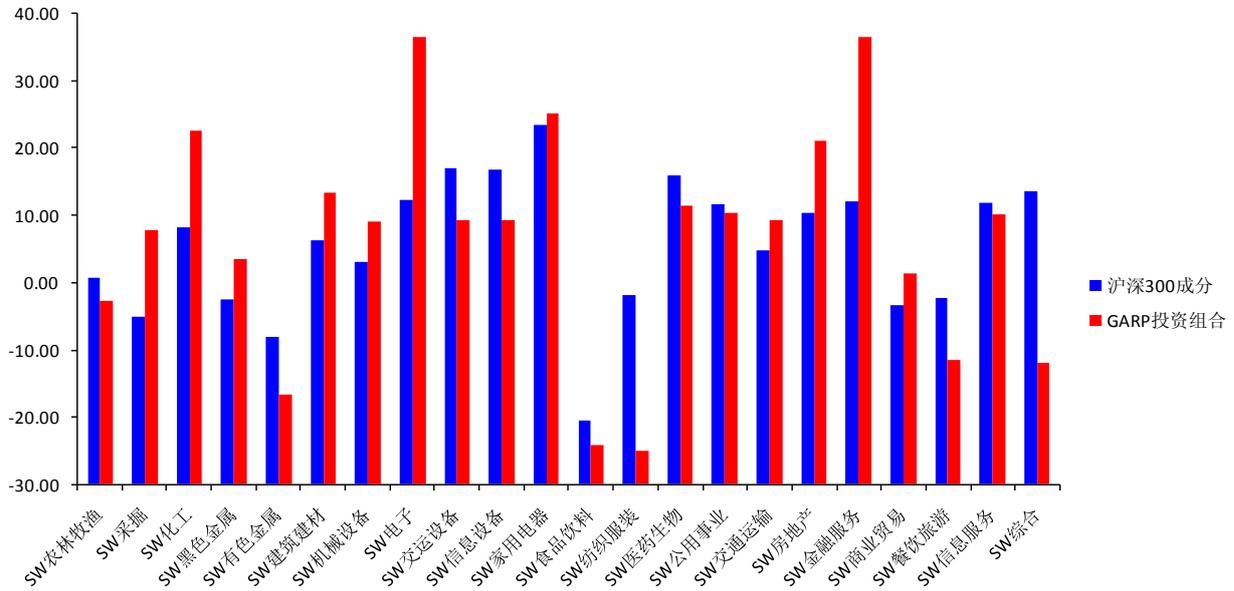
上表显示出如下几个特点：

1. 某些行业收益偏离大盘明显。例如银行大幅跑赢大盘，白酒大幅跑输大盘。
2. 优势行业中个股有所分化，多为强势。房地产行业万科跑赢大盘，但保利地产跑输大盘。家电行业中，海信电器大幅跑赢大盘。化工行业中，烟台万华跑赢大盘，四川美丰大幅跑赢大盘。
3. 弱势行业中个股也有分化，多为弱势。煤炭行业中，靖远煤电跑赢大盘，而兰花科创跑输大盘。有色行业中，盛达矿业跑输大盘。钢铁行业中，宝钢股份跑输大盘。机械行业中，中联重科跑输大盘。

**GARP 投资组合与沪深 300 的半年累计收益：按行业分类**

为了评估 GARP 投资组合在行业内的选股能力，本节参照申万一级行业分类，将 GARP 和沪深 300 的投资组合按行业进行收益方面的比较，结果如下：

图 3: GARP 投资组合与沪深 300 各行业的区间收益/% (2012/11-2013/4)



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

GARP 显著跑赢沪深 300 成分的行业包括：

金融服务、房地产、采掘、化工、电子；其中，金融服务、房地产、采掘作为市场的权重行业，在这些行业中跑赢基准，为 GARP 整体跑赢市场奠定了基础。

GARP 显著跑输沪深 300 成分的行业包括：

医药、综合、有色金属、餐饮旅游。医药和有色金属在市场上具有相当的比重，对市场的影响不可忽视；而餐饮旅游和综合的规模偏小，对市场的影响就相对较小。

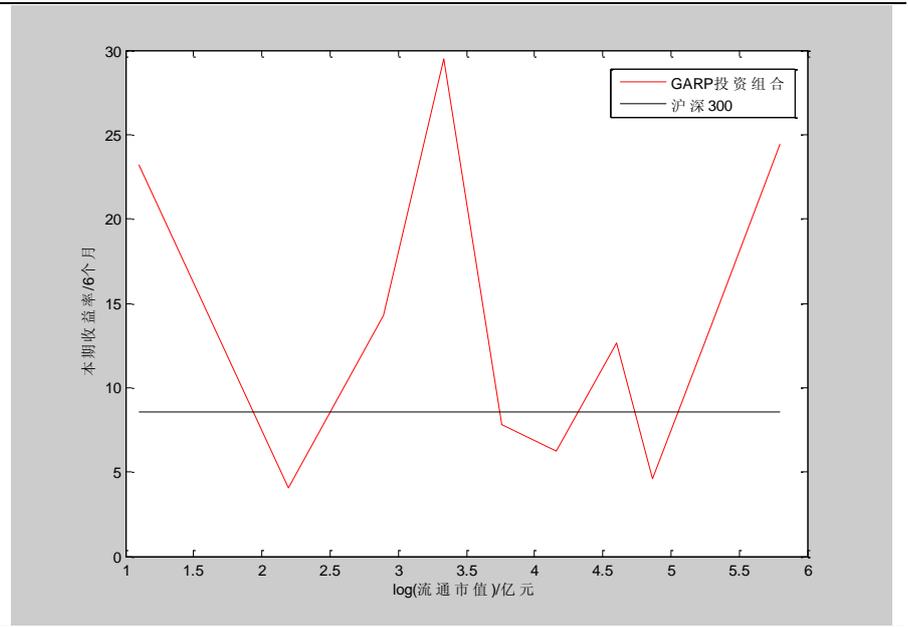
整体而言，22 个行业中（轻工制造除外，因沪深 300 无成分股），GARP 跑赢沪深 300 成分的行业有 11 个，占比 50%；GARP 跑输沪深 300 成分的行业也有 11 个，占比 50%。值得指出的是，GARP 显著跑赢沪深 300 的行业有 5 个；而显著跑输沪深 300 的行业有 4 个。并且 GARP 显著跑赢沪深 300 的行业权重之和，远大于 GARP 显著跑输的行业权重之和。

综合从行业层面而言，金融服务行业在沪深 300 中的权重具有绝对优势，长期超过 20%。因此，如果 GARP 的金融服务行业不跑输沪深 300 金融，则为整体投资组合的优异表现，打下良好的基础。值得一提的是，本期金融服务行业对整个组合的超额收益贡献超过 4%。从行业对股指的贡献来讲，12 月到春节前的牛市是由金融服务主导的。GARP 策略在金融服务方面的选股，对本期的超额收益具有重要的贡献。

**GARP 投资组合与沪深 300 的半年累计收益：按市值分类**

另一方面，考虑到大小盘的风格差异，我们对于 GARP 投资组合的收益情况，按照市值进行了分类统计。结果如下：

图 4: GARP 投资组合收益水平与市值的关系



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

上图横坐标为过去 120 内最低流通市值取自然对数。

若以沪深 300 整体的平均收益 8.54% 作为基准, 跑输市场的市值区间为:

1. 9 亿~18 亿
2. 43 亿~100 亿
3. 130 亿~200 亿

跑赢市场的市值区间为:

1. 3 亿~9 亿
2. 18 亿~43 亿
3. 100 亿~130 亿
4. 200 亿以上

例如以市值变动 6 倍来定义

小盘股: 3 亿~18 亿

中盘股: 18 亿~100 亿

大盘股: 100 亿以上

结果显示, 无论是小盘股、中盘股、还是大盘股, GARP 策略整体表现都显著跑赢了沪深 300 对应成分。

**GARP 策略主要绩效指标 (2012/11~2013/04)**

本节给出 GARP 投资组合主要绩效指标:

**表 3: GARP 主要绩效指标列表**

投资组合	半年收益%	超额收益%	跟踪误差%	信息比率	夏普比	日胜率%
GARP	13.29	4.75	3.78	2.47	1.73	54.7
沪深 300	8.54	--	--	--	--	--

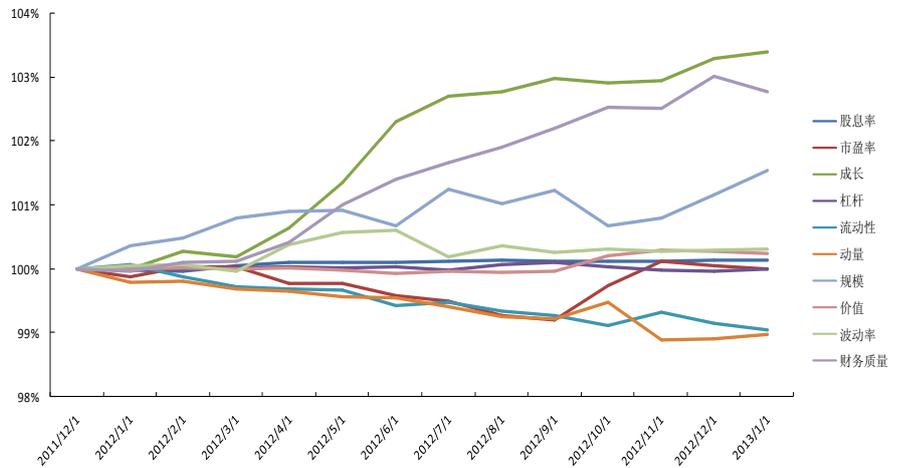
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

GARP 策略在近半年里,保持了策略本身的投资收益特征。半年超额收益 4.75%, 年化超额收益超过 9%, 与 2012 年全年表现基本持平;长期年化跟踪误差 3.78%, 较去年略有降低;长期年化 IR 有 2.47, 较 2012 年略有降低, 处于策略的历史相对低位;夏普比 1.73 也较 2012 年略有降低;日胜率的历史平均水平为 56.4%, 本期为 54.7%, 较历史平均水平偏低。综合来讲, 绩效水平处于策略的正常波动范围, 但表现低于 GARP 策略的历史平均水平。

**GARP 业绩归因**

我们按照十类因子(详情参见国信多因子系列报告), 对 GARP 投资组合的超额收益来源进行了分析, 结果如下:

**图 5: GARP 投资组合超额收益归因 (2011/12 ~ 2013/1)**



资料来源: 国信证券经济研究所整理

上图显示。2012 年主要的超额收益来源于三方面: 成长、财务质量和规模。而动量和流动性对于投资组合的贡献为负。全年来看, 市盈率对超额收益的贡献并不显著。其余 4 个因子的全年收益基本为 0。

**GARP 指数增强最新投资组合**

2013 年 5 月至 8 月 GARP 指数增强投资组合列表如下:

**表 4: 2013 年 5 月至 8 月投资组合**

平安银行	广州友谊	海信电器	金地集团	世茂股份
深物业 A	世荣兆业	华润双鹤	小商品城	银座股份
招商地产	七匹狼	宇通客车	康美药业	华联矿业
国药一致	万丰奥威	冠城大通	贵州茅台	国投电力
深长城	露天煤业	葛洲坝	时代出版	厦门空港
华侨城 A	宁波银行	浙江富润	京能热电	唐山港
金融街	荣盛发展	广州发展	海油工程	大秦铁路
东阿阿胶	海亮股份	浙江东方	华鑫股份	南京银行
中润资源	滨江集团	兰花科创	嘉宝集团	重庆水务
粤电力 A	步步高	金发科技	百视通	兴业银行
江铃汽车	友阿股份	建发股份	中能股份	北京银行
靖远煤电	光迅科技	永泰能源	豫园商城	环旭电子
昆百大 A	洋河股份	雅戈尔	电子城	农业银行
泸州老窖	富安娜	S 佳通	福耀玻璃	交通银行
古井贡酒	双箭股份	格力地产	陆家嘴	工商银行
长安汽车	大北农	金种子酒	珠江实业	九牧王
西王食品	天虹商场	新湖中宝	青岛海尔	上海医药
长春高新	康得新	桂冠电力	大商股份	长城汽车
宝新能源	二六三	万通地产	海博股份	中国建筑
湖南发展	利源铝业	中恒集团	首商股份	郑煤机
新兴铸管	浦发银行	北方股份	重庆百货	际华集团
华茂股份	白云机场	航天信息	华域汽车	皖新传媒
五粮液	上海机场	恒瑞医药	友好集团	光大银行
张裕 A	华能国际	烟台万华	轻纺城	中国国旅
新希望	华夏银行	营口港	国电电力	永辉超市
中鼎股份	民生银行	广州药业	悦达投资	建设银行
渤海物流	宝钢股份	澳柯玛	山西汾酒	中国银行
中弘股份	上海电力	浙江龙盛	东方集团	大唐发电
中银绒业	招商银行			

数据来源: 国信证券经济研究所整理

### GARP 最新组合主要指标一览

本节给出 GARP 投资组合的主要特征指标:

**表 5: GARP 组合主要指标一览**

每股收益 EPS(TTM)	1.70	近 1 月涨跌幅/%	2.67
每股净资产 BPS(最新公告)	7.37	近 6 月涨跌幅/%	15.20
每股现金流净额(TTM)	0.45	近 1 年涨跌幅/%	6.33
总市值/亿元	2320.4	近 1 月成交量/亿股	7.45
流通市值/亿元	496.1	近 6 月成交量/亿股	61.30
销售毛利率/%	21.1	近 1 年成交量/亿股	89.26
净资产收益率 ROE(加权)/%	6.49	近 1 月换手率/%	16.7
市盈率(PE, TTM)	10.47	近 6 月换手率/%	120.3
市净率(最新)	2.11	近 1 年换手率/%	199.4
市现率(PCF, TTM)	49.12	流动比率	1.18
市销率(PS, TTM)	2.46	产权比率	7.71

数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

基本面方面:

1. EPS、BPS、销售毛利率、ROE 比沪深 300 整体水平高;
2. 每股现金流与沪深 300 大致相当;
3. 市盈率、市净率较沪深 300 偏低;
4. 市值比沪深 300 整体略小。

技术面方面:

1. 近 1 个月, 近 6 个月, 近 1 年涨跌幅比沪深 300 高;
2. 近 1 个月换手率略高于沪深 300;
3. 近 6 个月, 近 1 年换手率略低于沪深 300。

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>固定收益</b>	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	赵婧	0755-22940745
崔嵘	021-60933159	林丽梅	021-60933157		
张嫻	0755-82133259	<b>技术分析</b>			
李智能	0755-22940456	闫莉	010-88005316		
<b>交通运输</b>		<b>机械</b>		<b>商业贸易</b>	
郑武	0755-82130422	郑武	0755-82130422	孙菲菲	0755-82130722
陈建生	0755-82133766	陈玲	021-60875162	常伟	0755-82131528
岳鑫	0755-82130432	杨森	0755-82133343		
糜怀清	021-60933167				
<b>钢铁及新材料</b>		<b>房地产</b>		<b>基础化工及石化</b>	
郑东	010-66025270	区瑞明	0755-82130678	吴琳琳	0755-82130833-1867
		黄道立	0755-82130685	朱振坤	010-88005317
		刘宏	0755-22940109		
<b>医药</b>		<b>计算机及电子</b>		<b>传媒</b>	
贺平鸽	0755-82133396	段迎晟	0755-82130761	陈财茂	010-88005322
丁丹	0755-82139908	高耀华	010-88005321	刘明	010-88005319
杜佐远	0755-82130473				
胡博新	0755-82133263				
刘勍	0755-82133400				
<b>纺织服装及日化</b>		<b>电力及公共事业</b>		<b>非银行金融及银行</b>	
朱元	021-60933162	谢达成	021-60933161	邵子钦	0755-82130468
				田良	0755-82130470
				童成墩	0755-82130513
				王倩	0755-82130833-706253
<b>轻工</b>		<b>建筑工程及建材</b>		<b>家电及通信</b>	
李世新	0755-82130565	邱波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
邵达	0755-82130706	刘萍	0755-82130678	程成	0755-22940300
<b>电力设备及新能源</b>		<b>食品饮料</b>		<b>旅游</b>	
杨敬梅	021-60933160	黄茂	0755-82138922	曾光	0755-82150809
张弢	010-88005311	龙飞	0755-82133920	钟潇	0755-82132098
<b>农业</b>		<b>电子</b>		<b>金融工程</b>	
杨天明	021-60875165	刘翔	021-60875160	戴军	0755-82133129
赵钦	021-60933163			林晓明	021-60875168
				秦国文	0755-82133528
				张璐楠	0755-82130833-1379
				郑亚斌	021-60933150
				陈志岗	0755-82136165
				马璞清	0755-22940643
				吴子昱	0755-22940607
<b>基金评价与研究</b>					
李腾	010-88005310				
刘洋	0755-82150566				
蔡乐祥	0755-82130833-1368				
钱晶	021-60875163				
潘小果	0755-82130843				

**国信证券机构销售团队**

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com
甄艺	010-66020272 18611847166	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617	李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
陈孜譞	18901140709	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	梁丹	15107552991
		梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn		