

相关研究报告:

金融工程专题报告

**证券分析师: 林晓明**

电话: 0755-82136165

E-MAIL: linxiaom@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980512020001

**证券分析师: 戴军**

电话: 0755-82133136

E-MAIL: daijun@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120064

## 基于 GARP 的价值投资选股策略

### ●研究体系简述

价值投资的核心: (1) 预期业绩提升空间较大; (2) 预期业绩实现风险较小; (3) 当前投资成本偏低。价值投资就是要寻找阶段内资本运营效率高, 盈利能力强, 股权回报率高, 投资成本低的公司。

### ●盈利能力与股价变动趋势分析

通过分析净利润与股价, 以及 ROA 与股价走势的长期关系, 共同验证盈利能力与股价之间的同步性。

### ●成长性的定义

成长性定义包括两部分: 成长性回报和成长性预期实现收益。

1. 成长性回报: 考量公司业绩有多少比例反映在股价趋势性变化上。
2. 成长性预期实现收益: 刻画公司业绩的提升或下降空间。

### ●成长-估值排名线性回归分析

2005 年至 2012 年, 市场的预期成长性排名和当前估值排名存在着轻微的“倒挂关系”, 即预期成长性越高的公司, 当前的估值会略微降低一些。这反映了掌握着半数以上资金的投资者并未按照价值投资来指导他们的交易行为。而 GARP100 所选出的投资组合, 从 05 年 11 月开始至今, 均显示出较强的成长-估值正相关。只有找到符合成长排名和估值排名正相关性的股票, 我们才可能通过“介入估值成本低, 高成长性预期实现”的方法, 来获得价值投资的收益。

### ●国信 GARP100 策略方法重点

GARP100 策略在设计上强调以下三点:

1. 构建与投资逻辑匹配的指标体系。估值是当前变量, 故采用确定性指标, 即当前估值的绝对值排名; 成长是预期变量, 所以使用不确定性指标, 通过一组随机过程的统计量, 成长~(预期成长均值, 预期成长风险) 来表示。
2. 恰当地处理不确定性。在量化成长时, 我们用“成长性预期实现收益”来表达预期成长均值。一方面引入“成长性回报”的概念, 来控制业绩向股价传导这一部分的成长风险; 另一方面, 通过单独设立业绩可持续性风险的评分, 来控制未来业绩波动的风险。
3. 避免使用定量信息过度。虽然 PE、净利润、ROA 等原始指标都是以绝对数值的形式录入的, 但是在最终的评分机制上, 对于每一项我们只采用公司之间的相对排名作为评分的标准。因为该策略的直接目标就是挑选比其它公司更具投资价值的股票。

### ●国信 GARP100 策略结果与评价

与全 A 等权指数相比, 该策略在过去 7 年当中, 获得了年复合 12.33% 的超额收益, 且增加的风险暴露显著小于超额收益。GARP100 策略在牛市、调整市、小熊市下均能获得良好的年度超额收益。

基于 GARP 的价值投资策略通过量化方法来挖掘业绩预期的实现概率大, 当前介入成本合理的股票。由“业绩预期实现”驱动的正 Alpha, 使得价值投资成为一种具有动量效应的正反馈。这使得所有参与者都有机会分享正 Alpha 带来的投资收益, 从而 GARP 策略成为了一种多赢的投资策略模式。

#### 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>投资摘要</b> .....	<b>4</b>
投资逻辑 .....	4
量化分析 .....	4
量化投资方法 .....	6
策略效果与评价 .....	6
<b>投资逻辑</b> .....	<b>7</b>
国信价值投资基本假设 .....	8
<b>A 股上市公司发展的启示</b> .....	<b>8</b>
<b>量化实证</b> .....	<b>13</b>
股东权益回报：公司盈利能力与股价的关系 .....	13
定义公司的成长性 .....	14
<b>GARP 策略：高回报与低成本的价值投资</b> .....	<b>14</b>
GARP 策略的起源、发展和成功 .....	14
国信 GARP100 策略 .....	15
估值部分 .....	15
成长部分 .....	15
主要投资目标的公司类型 .....	15
<b>研究方法</b> .....	<b>15</b>
股票池筛选 .....	15
估值部分 .....	15
成长部分 .....	16
量化选股标准总结 .....	16
总排名的评分机制 .....	16
<b>策略结果</b> .....	<b>18</b>
估值策略：基于投资成本的价值投资 .....	18
成长策略：基于预期投资回报的价值投资 .....	19
GARP100 策略历史表现 .....	20
<b>策略评价与讨论</b> .....	<b>21</b>
GARP100 策略评估总结 .....	21
<b>附录：GARP100 策略 2012 年 5 月至 8 月投资组合</b> .....	<b>22</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>25</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>25</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>25</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>25</b>

## 图表目录

图 1: 全部 A 股上市公司盈利能力与股价的走势图 .....	4
图 2: 全 A 等权与 GARP100 在成长估值线性回归中的斜率对比 .....	5
图 3: 全 A 等权与 GARP100 在成长估值线性回归中的估值截距对比 .....	5
图 4: 全 A 等权与 GARP100 在成长估值线性回归中的 R 平方对比 .....	6
图 5: GARP100 投资组合与估值、成长、全 A 等权走势比较 .....	7
图 6: 2005 年至 2011 年全部 A 股上市公司盈利能力与股价的走势图 .....	13
图 7: 2005 年至 2011 年 100 家公司盈利能力与股价的走势图 .....	14
图 8: 2005 年至 2012 年全 A 等权与 GARP100 成长估值线性回归中的斜率对比 .....	17
图 9: 2005 年至 2012 年全 A 等权与 GARP100 在成长估值线性回归中的估值截距对比 .....	17
图 10: 2005 年至 2011 年全 A 等权与 GARP100 在成长-估值线性回归中的 R 平方对比 .....	18
图 11: 2005 年至 2012 年 4 月估值策略与全 A 等权的走势比较 .....	19
图 12: 2005 年至 2012 年 4 月成长策略与全 A 等权的走势比较 .....	19
图 13: GARP100 投资组合在全市场收益排名前 5%, 10%, 20%, 30%, 50% 中的选股比重 .....	20
图 14: GARP100 投资组合与估值、成长、全 A 等权走势比较 .....	20
图 15: GARP100 投资组合与总市值权重的比较 .....	23
图 16: GARP100 策略与全 A 等权的月度收益率曲线 .....	24
表 1: GARP100 与估值、成长、全 A 等权近 7 年指数表现统计 .....	6
表 2: 14 强净利润表 .....	9
表 3: 14 强总资产表 .....	9
表 4: 14 强 ROA 表 .....	10
表 5: 14 强销售毛利率 .....	10
表 6: 14 强 ROE 表 .....	11
表 7: 14 强现金流 .....	11
表 8: 14 强年度分红表 .....	12
表 9: 14 强过去 10 年的收入、利润、资产增长情况和当前估值 .....	12
表 10: GARP100 与估值、成长、全 A 等权近 7 年指数表现统计 .....	21
表 11: 2012 年 5 月至 8 月投资组合 .....	22
表 12: GARP 股票 5 月收益率排名 .....	23
表 13: GARP100 策略月度收益率 .....	24

## 投资摘要

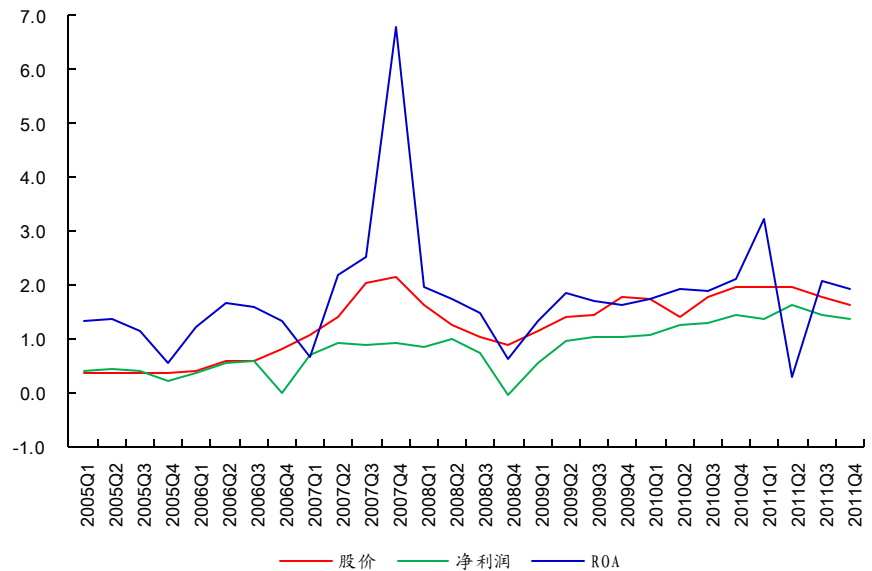
### 投资逻辑

价值投资的核心：（1）预期业绩提升空间较大；（2）预期业绩实现风险较小；（3）当前投资成本偏低。价值投资就是要寻找阶段内资本运营效率高，盈利能力强，股权回报率高，投资成本低的公司。高成长公司的业绩预期良好；而低估值公司的介入成本合理，具有比价优势。二者兼具才属于价值投资标的。

### 量化分析

**盈利能力与股价相关性分析：**通过分析净利润与股价，以及 ROA 与股价走势的长期关系，来验证用利润和 ROA 所代表的盈利能力与股价之间存在同步性。

图 1: 全部 A 股上市公司盈利能力与股价的走势 (2005-2011)



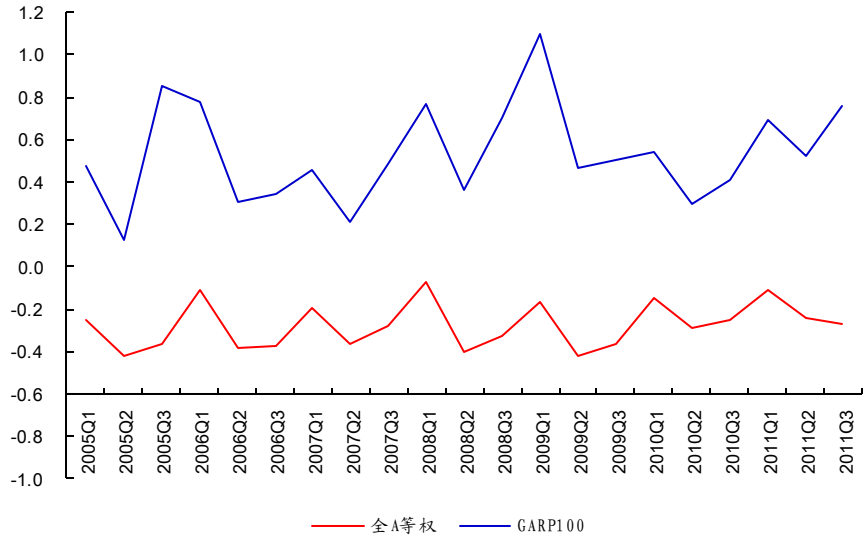
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

上市公司的整体股价回报受利润增长和资本运营效率的支撑。我们从 2005 年初到 2011 年末，对上市公司总市值加权股价，净利润，ROA 做研究，着重考察公司盈利能力与股价的长期表现。结果如图 1 所示。净利润作为股价的下支撑，股价相对净利润享有一定的溢价。7 年来，市场整体 ROA 水平有了一定的提升，说明整个 A 股市场的资本运营效率的提升。

**成长性定义：**将成长性分为两部分，成长性回报和成长性预期实现收益。前者考量公司业绩多少比例反映在股价趋势性变化上；后者刻画公司业绩的提升空间。

**成长-估值排名回归分析：**分别对于全市场和 GARP100 策略投资组合成长和估值排名的线性回归，考查二者之间长期是否存在线性关系。通过斜率、估值轴截距和 R 平方三个统计量，来刻画成长-估值线性关系分别在全市场和 GARP100 策略中的解释度强弱，正相关还是负相关，以及通过二者的估值截距之差来判断 GARP100 策略是否显著有效。

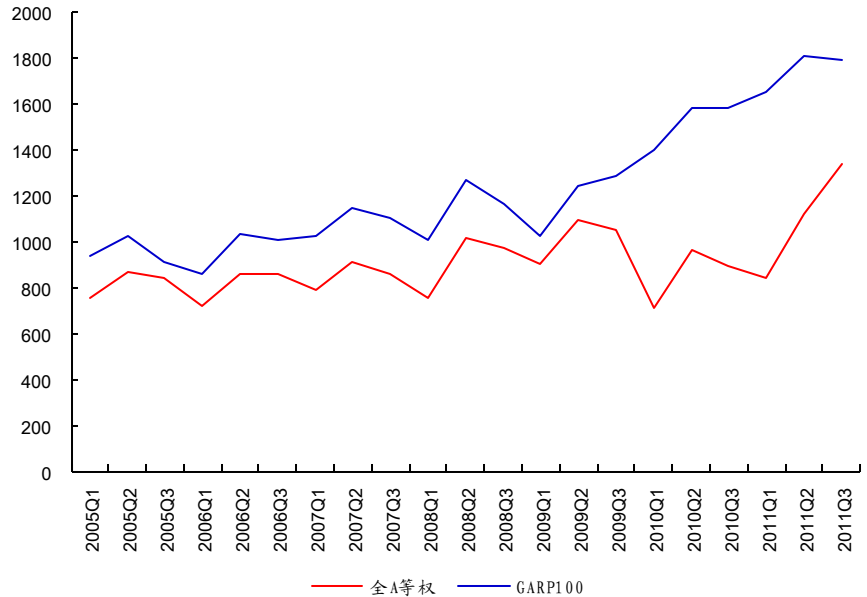
图 2: 全 A 等权与 GARP100 在成长-估值线性回归中的斜率对比 (2005/4-2012/4)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 2 显示, 2005 年至 2012 年, 市场的预期成长性排名和当前估值排名存在着轻微的“倒挂关系”, 即预期成长性越高的公司, 当前的估值会稍稍偏低。这反映了掌握着半数以上资金的投资者并未按照价值投资来指导他们的交易行为。

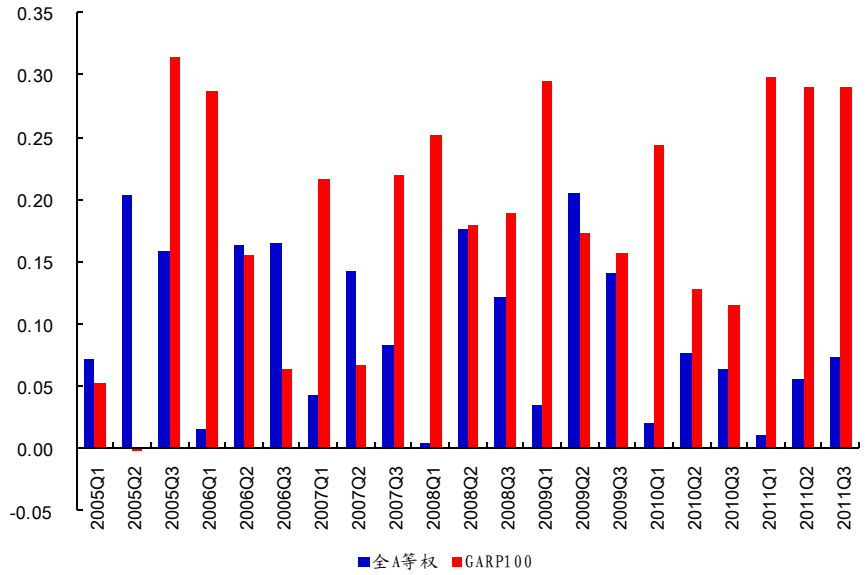
图 3: 全 A 等权与 GARP100 在成长-估值线性回归中的估值截距对比 (2005/4-2012/4)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 3 中通过对比成长-估值的线性回归中的估值截距, 全 A 所有股票和 GARP100 策略选股在该截距上的差值反映了预期高成长与低估值所带来的超额收益空间。注意观察到在 2007 年 4 月到 2008 年 8 月, 以及 2009 年 8 月到 2012 年 4 月期间 (7~11 期, 14~21 期), 两者的估值截距差别显著, 预期超额收益空间较大, 而 GARP 策略的收益率曲线结果比较也印证了这一点。

图 4: 全 A 等权与 GARP100 在成长-估值线性回归中的 R 平方对比 (2005/4-2012/4)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

对于市场整体而言, 05 年至 11 年间, 每年 4 月到 8 月, 市场的成长与估值互不相关, 近似于随机分布的状态; 而 9 月到来年 3 月, 市场的成长与估值的轻微倒挂现象又再次出现, 预期成长性好的公司, 估值会偏低。

而 GARP100 所选出的投资组合, 从 05 年 11 月开始至今, 均显示出较强的成长-估值正相关。找到成长排名和估值排名正相关的股票对于价值投资具有重要的意义。因为只有成长-估值正相关, 我们才可能通过“介入估值成本低, 高成长性预期实现”的方法, 来获得价值投资的收益。

### 量化投资方法

**量化风险:** 净利润增速与预期利润持续增长风险成正比; ROA 增速与预期 ROA 持续增长风险成正比。

**控制风险:** 为了避免极端变化, 将 PE 为负的公司排在末端; 出现极端变化排在末端。净利润、ROA 同比或环比增幅超过 300%的, 被认为预期高速增长的可持续性风险过大, 即风险评分较低。

### 总体评分机制:

总分 = 50% × 估值排名 + 25% × (净利润同比排名 + 净利润环比排名 + 预期净利润同比风险 + 预期净利润环比风险) + 25% × (ROA 排名 + 预期 ROA 同比风险 + 预期 ROA 环比风险)。

### 策略效果与评价

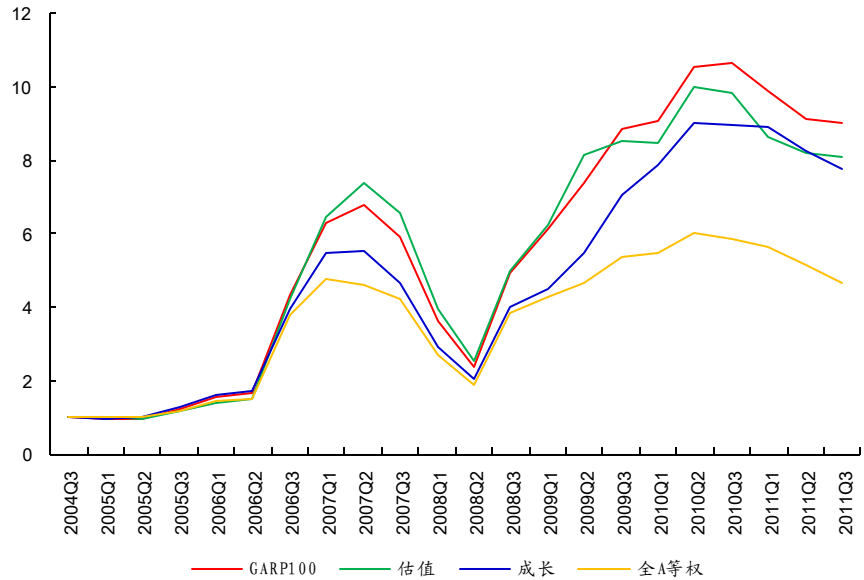
表 1: GARP100 与估值、成长、全 A 等权近 7 年指数表现统计 (2005/04-2012/04)

指数	年化超额收益率 (%)	夏普比 (将全 A 等权视为无风险收益)	收盘净值
GARP100	12.33	1.26	9.02
估值策略	10.17	1.05	8.07
成长策略	10.12	1.07	8.05
全 A 等权	0.00	0.00	4.66

数据来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

收益方面： GARP>估值>成长；  
 波动率方面： 估值>GARP>成长；  
 夏普比方面： GARP>成长>估值。

图 5: GARP100 投资组合与估值、成长、全 A 等权走势比较



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

GARP100 策略在过去 7 年当中，除 2008 年外均表现优秀。与全 A 等权指数相比，获得了年复合 12.33% 的超额收益。说明了 GARP100 策略在非极端市场条件下的适用性，即除 2008 年级别大熊市之外的其它牛市、调整市、小熊市下均能获得良好的年度超额收益。

该策略通过量化方法来挖掘业绩预期实现概率大，当前介入成本合理的上市公司。由业绩预期实现驱动的正 Alpha，使得价值投资成为一种具有动量效应的正反馈。这种价值投资脱离了零和游戏的范畴，所有参与者都有机会分享正 Alpha 带来的投资收益，使 GARP 策略成为一种多赢的投资策略模式。

## 投资逻辑

对于价值投资的基本逻辑，我们认为：价值投资的核心在于上市企业发展目标

相匹配的预期业绩提升空间较大、预期业绩实现风险较小，以及当前投资成本较低。企业通过上市融资，本质上是要提高社会资本的运营效率。价值投资就是要寻找阶段内资本运营效率高，盈利能力强，股权回报率高，投资成本低的公司。一方面，高成长公司的预期投资回报比例高，具有“阶段性盈利能力强、资本运营效率高”的特性；另一方面，相对于行业平均水平而言，低估值公司的投资成本合理，具有比价优势。只有二者兼具的公司才属于优秀的价值投资标的。

### 国信价值投资基本假设

对于股票市场的投资价值，我们基于以下四点基本假设：

1. 具有成长性的股票，股价回报比例高，即股价的长期走势与公司的整体盈利能力基本同步。
2. 预期盈利增速和预期资本运营效率高是投资成长型上市公司的必要条件。
3. 估值基本反映了当前的投资成本，成长基本反映了预期的投资回报。
4. 股票的投资价值主要体现在：
  - (1) 高比例投资回报下的成长性预期实现的收益；
  - (2) 当前估值优势带来较低的投资成本。

## A 股上市公司发展的启示

**中国 A 股上市公司长期回报 14 强。**我们按照如下规则对 A 股上市公司进行了挑选：

1. 上市日期早于 2004 年 4 月 30 日，二级市场交易后财务报表披露至今已逾 8 年；
2. 近 10 年总资产规模有大幅度（数百倍、数千倍）的提升；
3. 近 10 年净利润规模有大幅度（数百倍、数千倍）的提升；
4. 近 10 年股价涨幅可观（数百倍、数千倍）；
5. 业绩变动向股价传导比例高，股价涨幅和净利润增幅总体可比，基本在同一个数量级上；
6. 公司主营业务突出，已经在全国范围内成为该行业的综合型龙头或细分型龙头企业，且所处行业在国内产业结构中具有代表性。

同时满足以上六项条件的上市公司，它们在中国 A 股市场上市融资后，通过长期股权投资，能够高比例地分享到企业成长性收益；而在实体经济方面，通过产业链传导，还能惠及其相关上游产业。这 14 强的崛起和成功，相信对于股票市场的价值投资具有较好的借鉴意义。

我们通过对 14 强公司 10 年财务报表中一些关键指标的变化情况作展示，包括净利润、总资产、ROA、毛利率、ROE、现金流、年度分红和股权投资回报等方面，具体结果如下：

**表 2: 14 强净利润表 (亿元)**

证券名称	04 年	05 年	06 年	07 年	08 年	09 年	10 年	11 年
万科 A	9.13	14.33	24.23	53.18	46.40	64.30	88.40	116.00
中集集团	24.95	28.18	29.84	33.26	16.85	10.81	28.51	36.59



格力电器	4.29	5.17	7.02	12.87	19.92	29.32	43.03	52.97
中科三环	1.34	1.76	1.65	1.95	1.39	0.86	2.42	9.25
苏宁电器	1.90	3.73	7.98	15.23	22.60	29.89	41.06	48.86
三一重工	3.40	2.34	7.41	19.06	14.74	23.70	61.64	93.62
海信电器	0.63	1.20	1.46	2.12	2.11	5.02	8.39	17.12
特变电工	1.37	1.61	2.74	6.11	10.79	15.79	16.62	12.35
上汽集团	19.79	11.05	13.67	54.08	-8.50	81.08	228.33	349.90
包钢稀土	0.26	0.15	1.12	4.03	2.29	1.10	13.71	56.09
贵州茅台	8.54	11.69	16.16	29.66	40.01	45.53	53.40	92.50
海螺水泥	14.51	5.87	18.99	27.04	26.80	36.62	63.54	118.24
青岛海尔	3.97	2.50	6.38	7.54	9.79	13.75	28.24	36.48
伊利股份	2.65	3.39	3.76	-0.05	-17.37	6.65	7.96	18.32

数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

表 2 显示出以下两方面特征：

在行业景气的高成长阶段，净利润规模的增速十分显著。过去 10 年中的房地产、电器制造及零售、稀土永磁、水泥及混凝土机械制造、电力设备制造、汽车制造、饮料等行业的净利润规模的大幅度提升，04 年至 11 年 7 年间，14 家公司平均净利润翻 10 倍以上。

在行业高成长阶段过后，净利润趋于稳定，7 年间中集集团年净利润仅增长 48%。

表 3：14 强总资产表（亿元）

证券名称	04 年	05 年	06 年	07 年	08 年	09 年	10 年	11 年
万科 A	155.34	219.92	499.20	1000.94	1192.37	1376.09	2156.38	2962.08
中集集团	168.94	171.73	241.92	403.92	345.58	373.58	541.31	643.62
格力电器	127.61	126.81	166.35	255.48	308.00	515.30	656.04	852.12
中科三环	15.44	19.91	23.11	24.67	24.68	24.18	27.95	49.69
苏宁电器	20.52	43.27	88.29	162.30	216.19	358.40	439.07	597.86
三一重工	43.24	47.58	63.12	111.79	139.67	158.37	313.41	513.07
海信电器	43.76	55.45	54.84	62.81	59.14	103.43	124.94	161.45
特变电工	60.34	67.84	74.14	100.31	151.53	188.68	236.16	336.12
上汽集团	139.98	145.95	839.24	1018.15	1078.57	1381.58	2288.42	3186.33
包钢稀土	20.56	20.20	29.44	37.03	57.75	64.64	87.90	147.27
贵州茅台	63.74	80.58	95.71	104.81	157.54	197.70	255.88	349.01
海螺水泥	160.67	192.42	229.36	310.41	425.32	471.49	604.12	840.03
青岛海尔	71.07	67.78	98.85	111.89	122.31	174.97	292.67	397.23
伊利股份	48.50	54.50	73.64	101.74	117.80	131.52	153.62	199.30

数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

关于总资产规模：在行业高成长期，龙头公司的总资产增幅亦十分巨大，饮料行业相对较少，但也有 4、5 倍资产增幅；房地产、汽车行业相对较大，资产增长幅度超过 20 倍。高成长期过后的行业，资产增幅也十分可观，中集集团 7 年间总资产翻了近 4 倍。

表 4：14 强 ROA 表（%）

证券名称	04 年	05 年	06 年	07 年	08 年	09 年	10 年	11 年
------	------	------	------	------	------	------	------	------

万科 A	6.99	7.64	6.74	7.09	4.23	5.01	5.00	4.53
中集集团	18.60	16.54	14.43	10.30	4.50	3.01	6.23	6.18
格力电器	4.08	4.06	4.79	6.10	7.07	7.12	7.35	7.02
中科三环	10.74	9.95	7.69	8.17	5.63	3.54	9.27	23.83
苏宁电器	13.57	11.68	12.12	12.16	11.94	10.40	10.30	9.42
三一重工	9.71	5.15	13.39	21.79	11.73	15.90	26.13	22.65
海信电器	1.52	2.43	2.66	3.61	3.47	6.17	7.35	11.95
特变电工	2.51	2.51	3.85	7.00	8.57	9.28	7.82	4.32
上汽集团	15.17	7.73	2.77	5.82	-0.81	6.59	12.44	12.78
包钢稀土	1.27	0.74	4.53	12.12	4.83	1.79	17.98	47.70
贵州茅台	15.08	16.20	18.34	29.58	30.50	25.63	23.55	30.59
海螺水泥	9.87	3.33	9.01	10.02	7.28	8.17	11.82	16.38
青岛海尔	5.48	3.60	7.66	7.16	8.36	9.25	12.08	10.57
伊利股份	5.96	6.57	5.87	-0.05	-15.82	5.34	5.58	10.38

数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

关于 ROA：对于非资源类公司而言，过去 8 年的大部分时间里，ROA 均保持在比市场平均、行业平均都高的水平上。长期保持较高的 ROA 水平是公司规模能够持续扩张的保证之一。而资源类公司的 ROA 波动幅度巨大，属于行业特例，主要归因于行业的上游属性和大宗商品的稀缺性变化。

**表 5: 14 强销售毛利率 (%)**

证券名称	04 年	05 年	06 年	07 年	08 年	09 年	10 年	11 年
万科 A	30.91	34.79	36.15	41.99	39.00	29.39	40.70	39.78
中集集团	16.99	16.36	14.17	10.17	11.52	15.01	15.78	18.56
格力电器	16.51	18.49	18.26	18.13	19.74	24.73	21.55	18.07
中科三环	28.77	28.17	25.72	25.04	23.30	23.38	25.19	29.47
苏宁电器	9.76	9.68	14.88	14.46	17.16	17.35	17.83	18.94
三一重工	32.13	35.01	34.79	34.56	29.96	32.34	36.85	36.48
海信电器	14.18	16.12	14.32	16.05	17.76	19.03	17.34	20.87
特变电工	19.55	18.75	17.29	19.36	20.48	23.17	21.09	19.14
上汽集团	25.67	18.45	12.95	13.98	11.55	12.71	19.39	18.75
包钢稀土	16.92	13.43	25.54	36.31	22.71	23.25	49.24	72.79
贵州茅台	82.22	82.52	83.96	87.96	90.30	90.17	90.95	91.57
海螺水泥	33.42	23.20	28.50	31.16	24.92	28.53	32.08	39.89
青岛海尔	13.22	11.76	16.08	19.01	23.13	26.43	23.38	23.62
伊利股份	29.72	29.03	27.44	25.89	26.82	35.13	30.27	29.28

数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

关于毛利率：除资源类公司之外，保持行业内较高毛利率水平的稳定是在高成长长期持续发展的保证。存货周转率高的行业，如电器制造及零售、物流集装箱、牛奶的毛利率水平较低；存货周转率越低的行业，其毛利率就越高，如水泥及混凝土机械、房地产；稀缺性越高的行业，毛利率越高，例如稀土、白酒。

**表 6: 14 强 ROE 表 (%)**

证券名称	04 年	05 年	06 年	07 年	08 年	09 年	10 年	11 年
万科 A	16.31	18.42	17.80	21.67	13.28	15.11	17.12	19.68

中集集团	38.11	30.75	20.41	20.20	6.75	-2.04	18.35	20.54
格力电器	17.75	19.68	20.45	24.75	31.27	31.59	34.61	33.04
中科三环	18.98	19.36	15.13	14.11	7.61	5.02	14.91	42.53
苏宁电器	33.84	35.34	33.29	37.68	32.54	24.47	24.51	22.74
三一重工	17.22	9.85	19.35	41.31	26.95	29.77	54.40	51.09
海信电器	2.34	3.74	4.91	4.07	6.12	9.80	14.67	25.31
特变电工	7.18	8.34	10.40	19.14	22.81	24.05	16.04	8.39
上汽集团	18.03	8.94	6.30	12.78	-1.06	16.41	24.15	19.77
包钢稀土	2.60	1.25	6.89	26.61	9.82	0.76	36.26	86.59
贵州茅台	21.52	24.14	26.85	39.63	39.04	33.51	30.73	40.40
海螺水泥	19.50	6.89	20.26	24.78	13.52	12.75	18.51	27.70
青岛海尔	6.59	4.21	5.67	10.66	12.08	14.73	24.82	31.75
伊利股份	10.77	12.43	14.14	-1.54	-51.33	17.13	15.11	25.58

数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

关于 ROE：14 强公司在 8 年间的年复合 ROE 水平都在 10% 以上，这意味着 8 年就可以使净资产翻倍。而苏宁电器、三一重工和贵州茅台这样的公司，其年复合 ROE 水平甚至超过了 25%。在大多数时间内，这些企业的 ROE 保持在较高的水平上，这也是它们能够持续高成长的原因之一。

**表 7：14 强现金流（亿元）**

证券名称	04 年	05 年	06 年	07 年	08 年	09 年	10 年	11 年
万科 A	5.06	9.77	7.18	63.44	64.02	112.96	-95.93	149.07
中集集团	-3.49	4.94	18.57	-12.03	13.68	12.34	-0.89	8.88
格力电器	17.41	0.42	1.93	3.30	31.71	-6.53	44.79	-2.79
中科三环	2.48	-1.96	0.09	1.14	0.31	1.01	0.59	0.29
苏宁电器	0.41		-0.25	14.37	3.16	65.94	29.69	-20.57
三一重工		2.21	3.69	0.54	15.80	-1.13	0.38	53.34
海信电器	-0.83	0.80	-4.16	1.81	-0.61	1.71	17.28	-0.63
特变电工	1.95	3.05	2.21	1.64	11.74	16.35	-3.97	28.69
上汽集团	-2.40	3.73	5.72	73.48	124.93	20.87	141.13	177.43
包钢稀土	0.60	-0.52	0.69	2.52	0.56	7.58	-4.20	13.17
贵州茅台	4.06	9.34	9.54	6.73	9.09	20.98	23.18	60.18
海螺水泥	12.69	-8.64	0.21	-1.73	6.58	40.30	-17.82	-12.26
青岛海尔	0.77	-1.03	-1.98	16.48	4.64	5.27	31.81	33.80
伊利股份	2.28	0.86	2.79	4.14	2.41	9.79	13.73	-13.04

数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

关于现金流：14 强企业在过去 8 年的大多数时间里的现金流为正值，这些企业的现金流状况优于“平均每三年出现一次负值”的水平，且现金流规模随着企业规模的扩张而不断增加。健康的现金流是企业抵御行业下行风险，以及整体经济下行风险的保证。

**表 8：14 强年度分红表（亿元）**

证券名称	04 年	05 年	06 年	07 年	08 年	09 年	10 年	11 年已派现
万科 A	3.41	5.58	6.55	6.87	5.50	7.70	11.00	0.00
中集集团	5.04	7.66	9.54	13.31	3.99	3.19	9.32	0.00

格力电器	2.04	2.15	0.00	2.50	3.76	9.39	8.45	0.00
中科三环	0.61	0.41	0.41	0.46	0.28	0.23	0.36	0.00
苏宁电器	0.09	0.00	0.00	2.88	2.39	2.33	7.00	0.00
三一重工	0.48	0.00	0.96	0.50	2.68	2.57	6.17	0.00
海信电器	0.49	0.00	0.49	0.59	0.68	0.87	1.73	0.00
特变电工	0.30	0.39	0.43	0.21	1.20	1.80	2.03	0.00
上汽集团	8.19	8.19	10.48	13.76	1.70	3.28	18.48	0.00
包钢稀土	0.00	0.00	0.20	0.40	0.00	0.40	0.81	4.24
贵州茅台	1.97	1.42	12.18	7.89	10.91	11.18	21.71	0.00
海螺水泥	1.63	0.88	2.51	0.00	5.30	6.18	10.60	0.00
青岛海尔	3.59	1.20	1.79	2.68	2.01	4.02	1.34	0.00
伊利股份	0.98	1.02	0.52	0.00	0.00	0.00	0.00	4.00

数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

关于分红：除包钢稀土外，其余 13 强企业在过去 8 年的年累计分红表现优秀。不但分红数额逐年递增，而且无论经济状况好坏，企业能够保持盈利的持续性，并且坚持拿出部分来返还股东，这是企业经营能力强、资本运营效率高的体现。

**表 9：14 强过去 10 年的收入、利润、资产增长情况和当前估值**

证券名称	营业总收入	净利润	股东权益	母公司股东权益	当期 PE
	10 年增长率/%	10 年增长率/%	10 年增长率/%	10 年增长率/%	截止 2012/5/14
万科 A	1511.26	2936.79	2069.89	1595.46	10.19
中集集团	847.82	499.28	629.68	677.66	10.97
格力电器	1167.72	1893.22	946.49	920.89	12.24
中科三环	1451.43	2321.35	505.58	482.89	24.75
苏宁电器	5542.80	18960.98	22831.28	22837.70	14.05
三一重工	9126.27	10159.68	7855.49	7437.32	12.46
海信电器	507.45	5199.66	224.91	223.64	8.99
特变电工	1286.13	1228.92	1398.62	1454.80	17.00
上汽集团	11634.86	4361.65	1535.45	1159.08	8.42
包钢稀土	3554.81	6861.53	729.30	452.23	29.61
贵州茅台	1037.32	2601.88	901.07	887.44	26.32
海螺水泥	2263.73	4371.50	1445.81	1928.46	7.49
青岛海尔	543.80	423.13	116.62	69.05	11.30
伊利股份	1286.07	1390.19	596.11	622.75	19.77

数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

关于 10 年的收入、利润、资产增长：这 14 家公司的营业总收入、净利润、净资产在 10 年内都有了几倍甚至是数十倍的增长，而且三者的增长幅度大致相当。良好成长性的预期能够实现，才是股价长期表现优秀的驱动力。

关于估值：14 强公司的当前估值都在 30 倍以内；除了包钢稀土、中科三环、贵州茅台之外，其余 11 家公司的估值甚至在 20 倍以内。这与公司规模庞大，业绩大规模提升的预期降低有关。

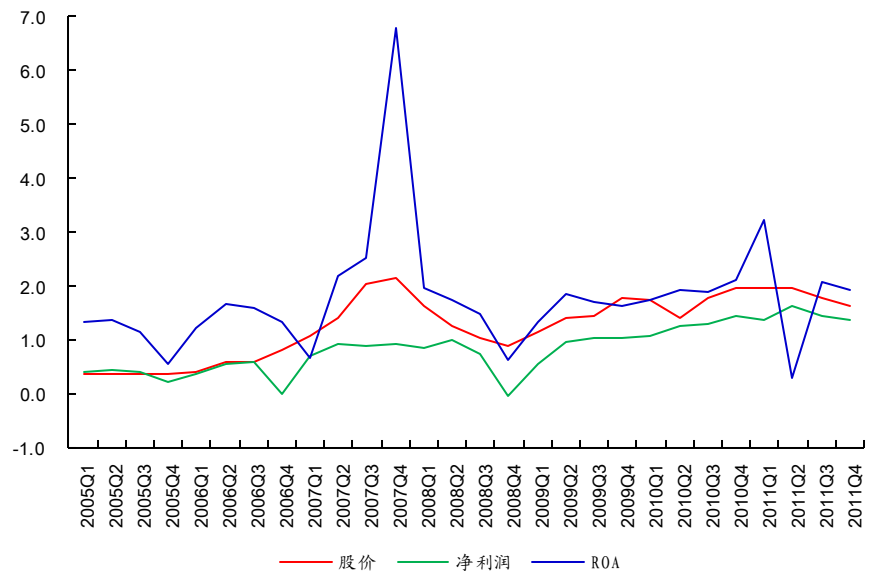
以上对于 14 家典型公司主要财务指标长期变化的研究，促使我们要研究公司盈利能力和股价之间是否存在着一一定的量化关系。

## 量化实证

### 股东权益回报：公司盈利能力与股价的关系

上市公司的整体股价回报受利润增长和资本运营效率的支撑。我们从 2005 年初到 2011 年末，对上市公司总市值加权股价，净利润，ROA 做研究，着重考察公司盈利能力与股价的长期表现。结果如图 6 所示。净利润作为股价的下支撑，股价相对净利润享有一定的溢价。7 年来，市场整体 ROA 水平有了一定的提升，说明整个 A 股市场的资本运营效率的提升，部分归因于中国从劳动密集型产业升级到中游周期型制造业。但是目前 ROA 整体水平仍然连 2% 都不到，上市公司的资本运营效率未来仍有巨大的提升空间。一个可能的方向便是未来从中游到下游周期型制造业的结构升级。另一方面，期待更严格退市机制的建立，来清除运营效率极低、甚至为负的不良资本。

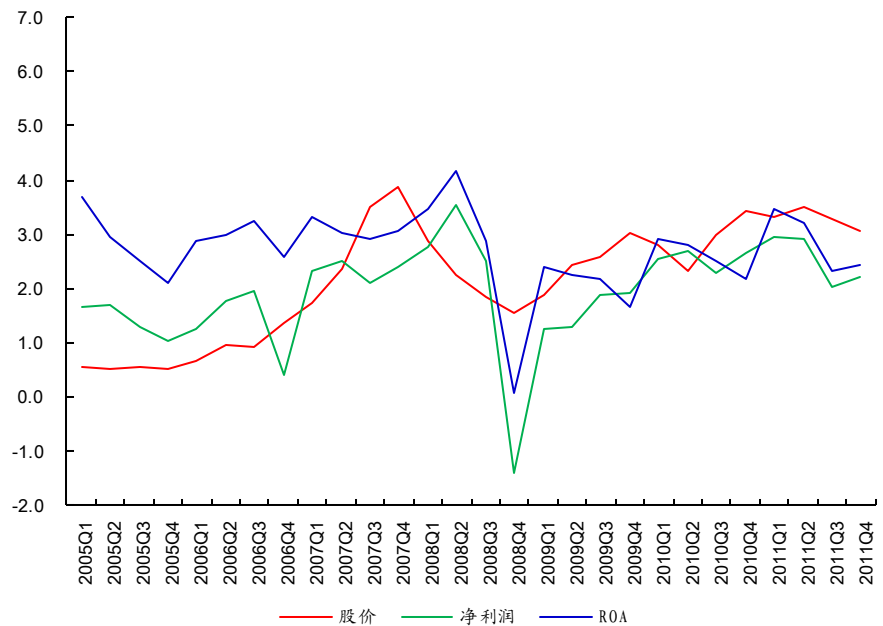
图 6: 2005 年至 2011 年全部 A 股上市公司盈利能力与股价的走势



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

**利润增速较快、资本运营效率高的公司，阶段性股价回报高。**我们通过净利润和 ROA 两项财务指标，对 2005 年一季度预期盈利能力进行的评估（评估方法与 GARP100 策略中对成长性的考量相同，具体请参见本报告的下一章节：“研究方法”），其中对评估中预期盈利能力最突出的前 100 家公司进行了研究，着重考察公司预期盈利能力与股价的长期表现。结果如图 7。图中净利润与股价对比显示，05 年初我们预期盈利能力最强的前 100 家公司，整体在 05 年、06 年两年的净利润、ROA 水平高于其股价水平，阶段内盈利能力具有较强的持续性；相应地，这 100 家公司在 05 年至 07 年的股价表现也具有较强的持续性，明显优于上市公司整体水平，股价在 07 年即反映出净利润水平的溢价。这说明了一点：中长期持有预期高成长性公司能够带来稳定的超额收益。从一个侧面验证了成长策略的有效性。

图 7: 2005 年至 2011 年 100 家公司盈利能力与股价的走势图



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 6 和图 7 反映出有一个共同的特征, 股价的长期趋势与盈利能力的长期趋势大致同步。然而, 即便对于盈利能力相同的两家公司, 其股价也可能差别很大。这种差别来自于股权回报的高低。长期具备高股权投资回报是成长类上市公司的基本特征。

### 定义公司的成长性

**成长性的两层含义:** 第一, 企业发展与二级市场表现相匹配。企业的盈利能力的增强、规模的壮大能够大致按同等比例反映在股价涨幅上(表 8 中的龙头企业已经说明了这一点); 反之业绩变差, 也能反映在股价跌幅上。第二, 企业的发展具有一定的可持续性, 使得股东能够享受到长期的股权投资收益。

对于股权投资回报较高的公司, 带来高成长性回报; 对于资本运营效率高、盈利增速较高的公司, 所获得的股权投资收益较高。我们将成长性分为**成长性回报**和**成长性预期实现收益**两部分, 分别定义如下:

$$\text{成长性回报} = \text{预期投资回报}$$

$$\text{成长性预期实现收益} = \text{预期盈利增速} \times \text{预期资本运营效率}$$

根据上述定义, 成长性股权收益主要反映了投资回报的预期水平, 并没有包含任何当期投资成本方面的信息。

## GARP 策略: 高回报与低成本的价值投资

### GARP 策略的起源、发展和成功

价值投资策略最初起源于本杰明·格雷厄姆 (Benjamin Graham), 这位毕业于哥伦比亚大学, 以数学见长的大师强调安全边际、偏重于低投资成本的估值策略。而他的学生沃伦·巴菲特 (Warren Buffet) 则倾向于投资高成长型公司。

后来将估值和成长策略的有效信息结合在一起, 创造 GARP (Growth at A Reasonable Price) 策略的开创者, 是美国 Fidelity 投资公司的传奇基金经理人

彼得·林奇（Peter Lynch）。他引入了 PEG 这一概念，用估值成长比来衡量公司的投资价值；并且强调找寻“兼具低估值和高成长”公司最好的办法，就是深入地了解公司的经营状况。从 1977 年到 1990 年 13 年间，他所执掌的麦哲伦（Magellan）基金，创造了年化收益率高达 29% 的传奇业绩。

### 国信 GARP100 策略

**GARP100 策略设计：**国信 GARP100 策略秉持“预期投资回报与当前投资成本综合考量”的原则，将全部 A 股非 ST 类上市公司作为基础股票池，进行评分，每期选取前 100 只股票进行等权重配置，季度财务报表更新时调仓。

**估值部分：**着重于考察当前的估值水平。在本策略中，我们侧重于利用确定性估值，即不含预期因素估值的相对排名来量度公司当前的投资成本。

**成长部分：**强调对于预期作出估计。内容上包括两方面。一方面，我们要对预期业绩增速作出相对性估计；另一方面，我们要对预期资本运营效率作出相对性估计。统计上也包括两方面，成长预期实现收益和预期成长性风险。

**主要投资目标的公司类型：**彼得·林奇将公司股票分为 6 种类型，即缓慢增长型（Slow Growers）、稳定增长型（Stalwarts）、快速增长型（Fast Growers）、周期型（Cyclicals）、隐蔽资产型（Asset Plays）和困境反转型（Turnarounds）[1]。我们主要的投资目标不仅包括快速增长型，还包括周期型和稳定增长型。所投资公司类型的分散化有助于我们有效降低市场风险和行业轮动风险，使得单位风险下的超额收益增加，从而提高超额收益的持续性和稳定性。

[1]资料来源：《One Up on Wall Street》中文译版，《彼得·林奇的成功投资》，彼得·林奇、约翰·罗瑟查尔德著，刘建位、徐晓杰译，机械工业出版社出版

## 研究方法

### 股票池筛选：控制长期估值大幅波动风险

**全部 A 股非 ST 类上市公司。**为了控制股票池的整体长期经营业绩风险，我们剔除了明显不符合价值投资导向的公司，即 ST 类公司。

### 估值部分：控制中短期估值大幅波动风险

**选择静态 PE 作为主要估值指标。**因为估值反映当前投资成本，所以选择当期静态估值指标与我们的体系目标相符合。而在 PE、PB、PS 等估值指标当中，PB 对于重资产和轻资产行业的衡量存在较大差异，缺乏全部行业统一标准的普适性；PS 对于产品销售型和服务导向型企业的度量差异明显，全行业的普适性也显不足；而 PE 对于资产轻重、销售还是服务导向不敏感，相对具有全行业的普适性。

**公司之间的相对 PE 排名比绝对 PE 值更重要。**我们对于估值的打分主要依照相对 PE 排名。

**当期静态 PE 为负的公司排名垫底。**为了控制阶段性估值大幅波动风险，我们把 PE 为负的公司排在最后面。

### 成长部分：控制预期盈利能力风险

**选择净利润、ROA作为主要成长指标。**因为成长反映预期投资回报，盈利能力强的公司具有更大的溢价空间，通过股价等比例反映业绩提升的概率更大。而在盈利能力财务指标当中，“净利润增幅和资本运营效率”作为企业资本的价值增量和效率指标，从两个维度刻画了资产收益规模扩张的速度。另一方面，ROA、净利润增速作为财务指标当中对应股价变化最为敏感的两个指标，成为影响股价走势最重要的两个成长性因素。

**净利润的环比和同比增速排名。**净利润环比反映季度趋势，同比反映年度趋势。我们以“把握未来两个季度的净利润趋势”为目标，季度趋势和年度趋势给出了在该目标下，时间长度的上下界。

**要时刻注意“当期利润增长”和“预期利润持续增长风险”的互相制约关系：**当期利润增长越快，那么下一期保持此利润增速的风险越大。

**预期净利润持续增长风险。**净利润预期风险是成长评分的重要组成部分。

**ROA的环比和同比趋势排名。**同样的，ROA环比和同比分别给出了目标“两个季度的ROA趋势”在时间长度方面的上下界。

**注意“ROA变动幅度”和“预期ROA持续变动风险”的互相制约关系：**当期ROA变动幅度越大，下期保持以同样趋势此变动幅度的风险就越大。

**预期ROA持续变动风险。**同样，ROA预期风险是成长评分的重要部分。

**公司之间的相对ROA排名。**ROA排名反映了公司的资本运营效率情况。其它条件相同的条件下，我们要把资金优先配置于资本运营效率高的公司。

### 量化选股标准总结

1. PE为正数；
2. PE排名在前50%（PE越小，排名越靠前）；
3.  $0 < \text{净利润环比增长} < 300\%$ ；
4.  $0 < \text{净利润同比增长} < 300\%$ ；
5. 净利润增速与预期利润持续增长风险成正比；
6.  $0 < \text{ROA环比} < 300\%$ ；
7.  $0 < \text{ROA同比} < 300\%$ ；
8. ROA增速与预期ROA持续增长风险成正比；
9. 净利润和ROA的综合排名在前50%；
10. 综合估值和成长排名评分，选出总排名前100名。

### 总排名的评分机制

**估值与成长各占一半。**估值和成长作为各自独立的信息，分别刻画了价值投资的不同部分，所以各自在评分中占有50%的分数。

**成长部分：净利润、ROA各占一半。**净利润变动描述企业的净价值变动，ROA描述了企业资本运营的效率，各自在评分中占有50%的权重。

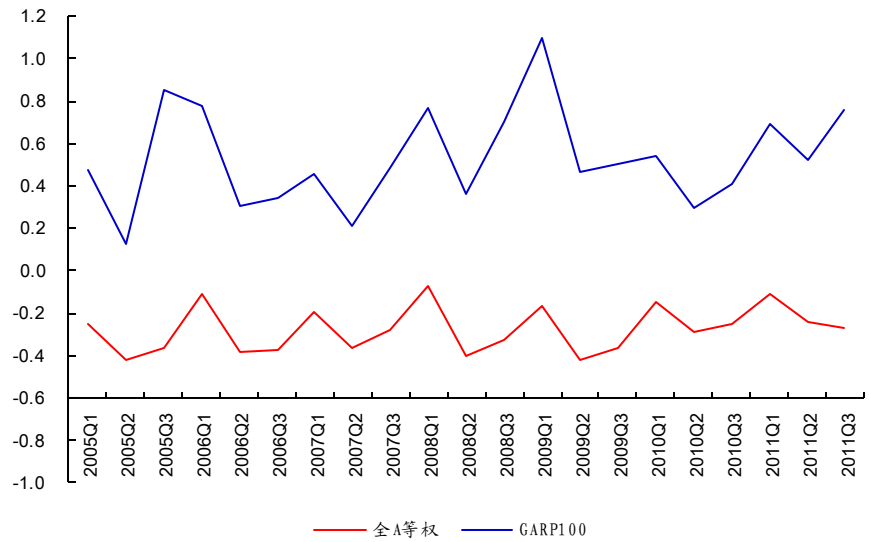
**总评分由排名评分和风险评分组成。**预期成长包含期望均值收益和风险，所以两者在评分当中都非常重要。

**总分 =  $50\% \times \text{估值排名} + 25\% \times (\text{净利润同比排名} + \text{净利润环比排名} + \text{预期净利润同比风险} + \text{预期净利润环比风险}) + 25\% \times (\text{ROA排名} + \text{预期ROA同比风险} + \text{预期ROA环比风险})$**



估值排名与成长排名分别在全市场和 GARP 策略中的相互关系

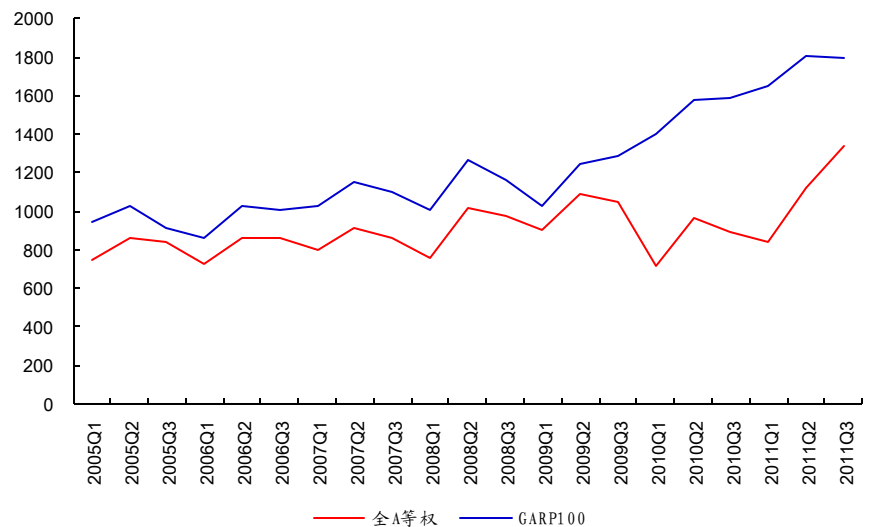
图 8: 2005 年至 2012 年全 A 等权与 GARP100 成长-估值线性回归中的斜率对比



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 8 显示, 在 2005 年至 2012 年 4 月期间, 对于全部 A 股而言, 预期成长性排名和当前估值排名存在着轻微的“倒挂关系”, 即预期成长性越高的公司, 当前的估值会稍稍偏低。这反映了掌握着半数以上资金的投资者并未按照价值投资来指导他们的交易行为。在过去 7 年里, 一级市场发行和退市制度不严厉的条件下, 市场上盲目炒新、炒资产重组, 严重地破坏了二级市场合理的估值定价体系。相反, 坚持价值投资的 GARP100 策略每期 100 支股票的投资组合则表现出很强的成长-估值正相关。值得一提的是, GARP100 策略中的成长-估值线性回归斜率越接近 1, 说明企业的业绩普遍不好, 整体静态估值偏高, 在这样的环境下要选出“预期高成长、目前低估值”的公司就越难, 那么 GARP100 此时所选出的投资组合, 其成长性越接近静态估值水平, 所选公司价值投资的质地就越好。

图 9: 2005 年至 2012 年全 A 等权与 GARP100 在成长-估值线性回归中的估值截距对比

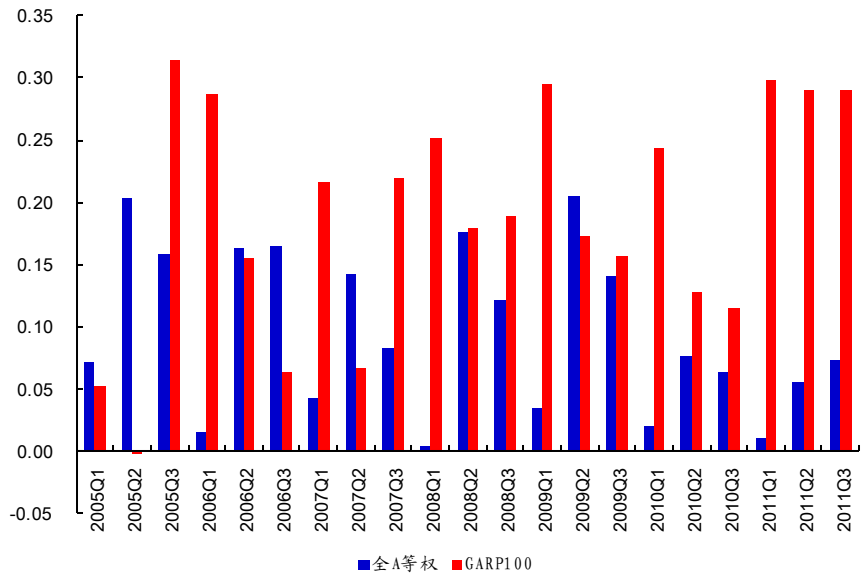


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 9 中通过对比成长-估值的线性回归中的估值截距, 全 A 所有股票和 GARP100

策略选股在该截距上的差值反映了预期高成长与低估值所带来的超额收益空间。第一，GARP100 的估值截距全部大于市场总体水平（即全 A 等权）；第二，注意观察到在 2007 年 4 月到 2008 年 8 月，以及 2009 年 8 月到 2012 年 4 月期间（7~11 期，14~21 期），两者的估值截距差别显著，预期超额收益空间较大，而策略的收益率曲线结果比较也印证了这一点。

图 10: 2005 年至 2011 年全 A 等权与 GARP100 在成长-估值线性回归中的 R 平方对比



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

成长-估值线性回归 R 平方的反映了“成长排名与估值排名线性相关”这一论断能够在多大程度上解释我们的考察对象。对于市场整体而言，05 年至 11 年间，每年 4 月到 8 月，市场的成长与估值呈现出正相关，近似于随机分布的状态；而 9 月到来年 3 月，市场的成长与估值的轻微倒挂现象又再次出现，预期成长性好的公司，估值会偏低。

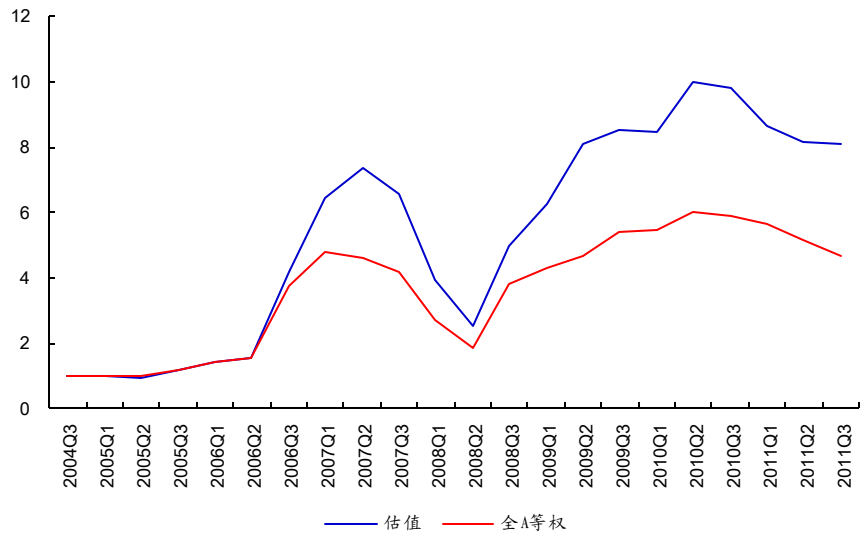
而 GARP100 所选出的投资组合，从 05 年 11 月开始至今，均显示出较强的成长-估值正相关。找到成长排名和估值排名正相关的股票对于价值投资具有重要的意义。因为只有成长-估值正相关，我们才可能通过“介入估值成本低，高成长性预期实现”的方法，来获得价值投资的收益。

## 策略结果

### 估值策略：基于投资成本的价值投资

我们认为，估值策略的本质是评估当前投资成本的价值投资。因此，预期估值并不属于估值策略体系中的必要组成部分。我们选取估值最低的前 100 家公司进行等权重投资，每季度披露财务报表时换仓。在不考虑预期估值的前提下，估值策略在 2005 年 4 月至 2012 年 4 月的表现如下：

图 11: 2005 年至 2012 年 4 月估值策略与全 A 等权的走势比较



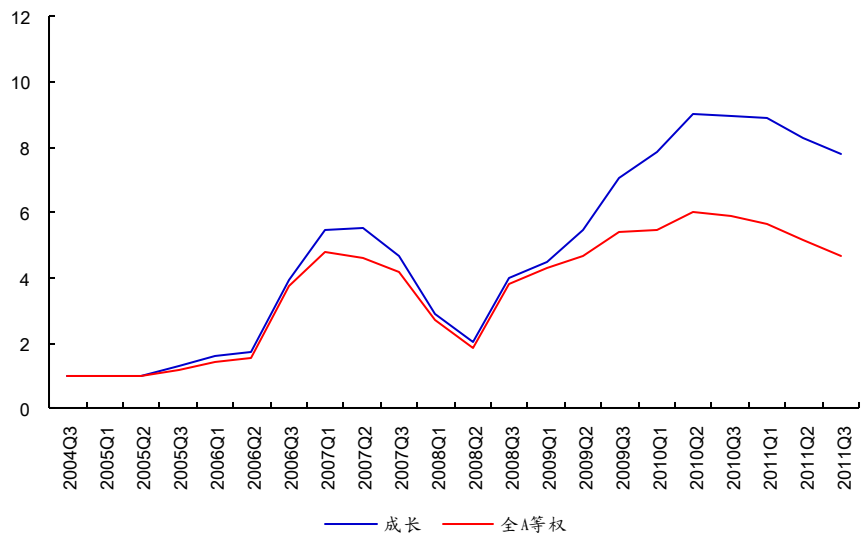
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

上图显示,以投资成本为核心的估值策略,在中国 A 股市场的整体有效性显著。单位净值统一到 04 年 10 月末收盘,计为第 1 期;则在 2007 年 4 月到 2008 年 8 月,以及 2009 年 8 月到 2012 年 4 月期间,估值策略获得可观的正超额收益,这与估值截距部分所得出的结论是一致的,证明了显著低估值可以带来的可观的价值投资超额收益。但我们也应当注意到,估值策略在 05、06 年表现无明显超额收益,08 年大熊市中表现较差,特别在 08 年后半段比全 A 等权差。

**成长策略: 基于预期投资回报的价值投资**

相应地,成长策略的本质是评估预期投资回报的价值投资。因此,当期的投资回报并不属于成长策略体系中的核心组成部分。我们选取成长性最高的前 100 家公司进行等权重投资,每季度披露财务报表时换仓。成长策略在 2005 年 4 月至 2012 年 4 月的市场表现如下:

图 12: 2005 年至 2012 年 4 月成长策略与全 A 等权的走势比较



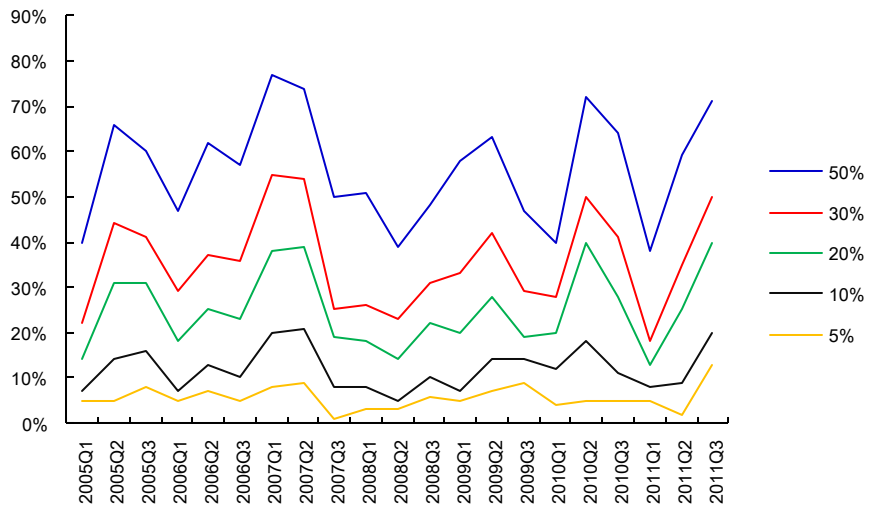
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

上图显示，以预期投资回报为核心的成长策略，在中国 A 股市场的有效性同样十分显著。在 06 年 4 月至 10 月，09 年 4 月至 12 年 4 月期间，成长策略获得了可观的超额收益，证明了显著高成长的预期实现所带来的价值投资超额收益。我们也注意到成长策略在 05 年，08 年至 09 年 8 月无明显超额收益。总体而言，成长策略显示出了波动率较小的优良特性。

### GARP100 策略历史表现

从 2005 年 4 月至 2012 年 4 月，GARP100 策略的选股效果如下：

图 13: GARP100 投资组合在全市场收益排名前 5%、10%、20%、30%、50% 中的选股比重

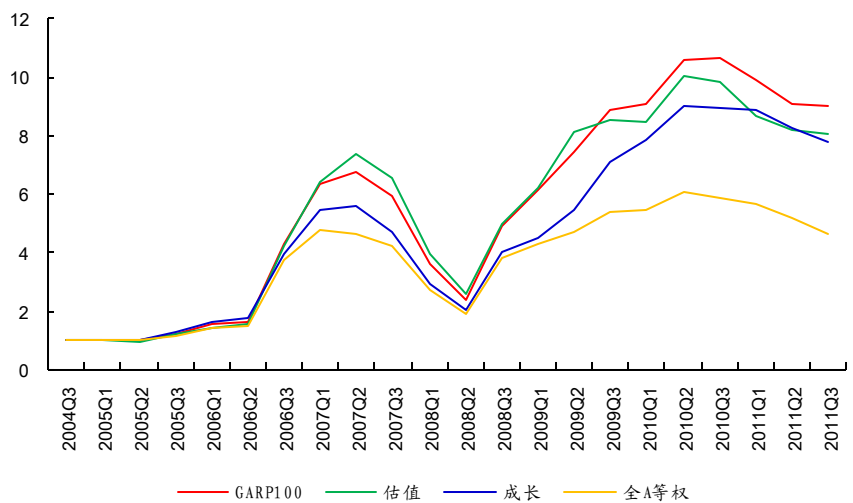


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

过去 7 年 21 期当中，整体选股表现优于全市场平均水平的有 14 期，占三分之二，且偏离幅度较大；剩余 7 期表现低于市场平均水平，且偏离幅度较小。按年份计算，除 08 年之外，其余年份 GARP100 表现均优于全市场等权水平。

从 2005 年 4 月至 2012 年 4 月，GARP100 策略的历史表现如下：

图 14: GARP100 投资组合与估值、成长、全 A 等权走势比较



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

上图显示出 GARP 策略在有效性、稳定性方面的优势，主要包括以下五点：

1. 估值策略在牛市和震荡市中的收益表现较好，但熊市中的回撤较大，整体波动率较大，夏普比较成长、GARP 策略还有一定的差距；
2. 成长策略整体收益方面表现温和，09 年 8 月以来收益表现优秀，波动率较低，夏普比较高；
3. 长期而言，GARP100 指数在绝大多数市场条件（牛市、调整市、小熊市）下持续表现优秀，只是在 08 年大熊市中表现较差。

收益方面：GARP > 估值 > 成长；

波动率方面：估值 > GARP > 成长；

夏普比方面：GARP > 成长 > 估值。

以 2005 年 4 月底月收盘为单位净值，GARP100 与估值、成长、全 A 等权表现如下：

**表 10: GARP100 与估值、成长、全 A 等权近 7 年指数表现统计 (2005/04-2012/04)**

指数	年化超额收益率 (%)	夏普比 (将全 A 等权视为无风险收益)	收盘净值
GARP100	12.33	1.26	9.02
估值策略	10.17	1.05	8.07
成长策略	10.12	1.07	8.05
全 A 等权	0.00	0.00	4.66

数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

4. 估值策略和成长策略均能显著跑赢大盘，显示了二者作为总体信息独立的两种策略，在市场上的有效性。
5. GARP100 策略相比估值和成长策略而言增加了信息量，长期而言，进一步显现出了价值投资的优势：即投资同时具有“当前估值成本低，预期高成长”的股票。

## 策略评价与讨论

### GARP100 策略评估总结

GARP 策略通过显著高于全市场随机筛选的方法来挖掘业绩预期实现概率大，当前介入成本合理的上市公司。由业绩预期实现驱动的正 Alpha，使得价值投资成为一种具有动量效应的正反馈，那么基于 GARP 的价值投资就脱离了零和游戏范畴，所有参与者都有机会分享正 Alpha 带来的投资收益，使 GARP 策略成为一种多赢的投资策略模式。

成长策略的主要优点在于通过业绩预期的实现带来了正 Alpha；而估值策略则无法保证投资组合被显著的正 Alpha 所驱动。另一方面，估值策略的优点在于介入时存在较高的安全边际；而成长策略并未涉及该方面的内容。GARP 策略结合了二者的优点，介入时既有高安全边际的保障，又大概率存在着业绩预期实现所驱动的正 Alpha。牺牲了部分业绩暴增、暴减的风险，提高了总体的夏普比（即单位风险下的超额收益）。

作为以“评估当前成本和预期回报”的价值投资体系，GARP100 策略在核心投资逻辑的体系构建，以及总评分方法的设计与实现方面具有一致性、自洽性。在风险暴露方面，我们对 GARP100 策略进行简要评价：估值方面，主要体现

在行业目前整体估值水平的合理性，以及未来一期（即 2~6 个月）内行业估值的变动趋势；成长方面，主要体现在公司预期高成长的可实现概率和阶段的可持续性。

综上所述，GARP100 策略作为彼得·林奇价值投资系列在中国市场的传承与创新，显示出长期持续、稳定获得较高正 Alpha 的有效性。

## 附录：GARP100 策略 2012 年 5 月至 8 月投资组合

2012 年 5 月至 8 月 GARP100 策略投资组合如下：

表 11：2012 年 5 月至 8 月投资组合

冠城大通	浦发银行	白云山 A	新华百货	康美药业
大秦铁路	交通银行	广宇发展	航天通信	泸州老窖
尖峰集团	宁波银行	福田汽车	工商银行	重庆百货
上海机电	新希望	上海金陵	外运发展	中科三环
顺发恒业	嘉宝集团	昆百大 A	中国银行	东方电气
金融街	五洲交通	建研集团	华夏银行	广电运通
宁波港	永新股份	广宇集团	日发数码	风神股份
白云机场	深长城	深高速	际华集团	上海电力
郑煤机	城投控股	申达股份	易联众	兆驰股份
民生银行	国投新集	兴蓉投资	大连重工	华域汽车
光大银行	国药一致	中国石油	徐家汇	天富热电
兰花科创	中原内配	华润三九	亿城股份	浙江医药
兴业银行	五粮液	浙江永强	上汽集团	海信电器
劲嘉股份	扬农化工	华润双鹤	天地源	承德露露
经纬纺机	长城汽车	中弘股份	通程控股	华胜天成
京能置业	希努尔	仁和药业	贵州茅台	友阿股份
招商银行	众业达	中国医药	七匹狼	东港股份
农业银行	厦工股份	首商股份	信立泰	四川成渝

数据来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2012 年 5 月，GARP100 策略投资组合的月收益率排名如下：

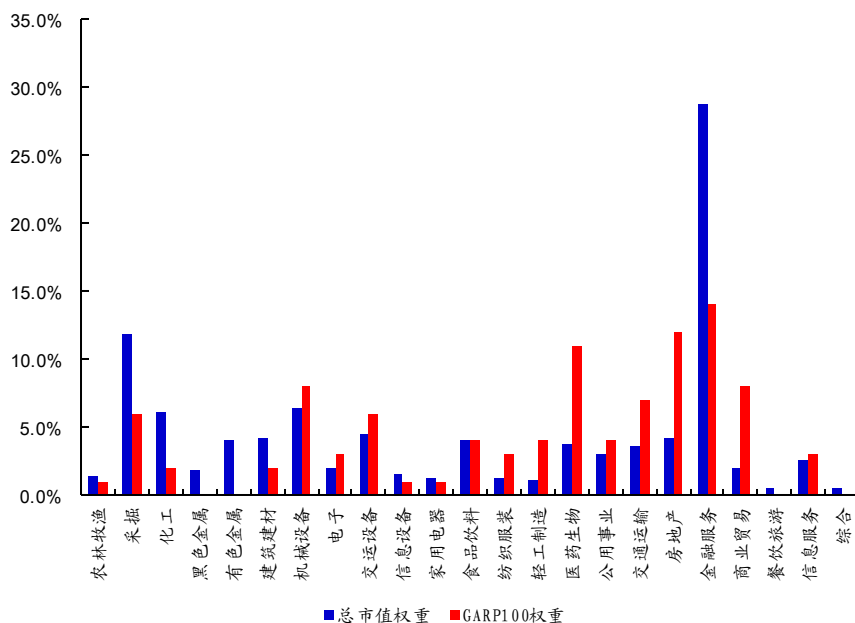
表 12: GARP 股票 5 月收益率排名 (%)

证券名称	收益率	证券名称	收益率	证券名称	收益率	证券名称	收益率	证券名称	收益率
白云山 A	58.68	兰花科创	5.25	宁波港	1.14	农业银行	-1.10	兴业银行	-3.57
中科三环	48.46	经纬纺机	5.05	白云机场	0.85	天地源	-1.26	北京银行	-3.74
尖峰集团	26.14	华润三九	4.76	永新股份	0.67	五洲交通	-1.34	中国石油	-3.83
建研集团	22.69	华胜天成	4.49	广电运通	0.44	徐家汇	-1.35	南京银行	-4.07
承德露露	21.10	嘉宝集团	4.42	中海油服	0.39	上海电力	-1.40	上海金陵	-4.60
厦工股份	19.64	浙江医药	4.35	光大银行	0.33	众业达	-1.51	中信银行	-5.30
华润双鹤	16.87	首商股份	3.53	仁和药业	0.28	中原内配	-1.79	宁波银行	-5.48
兆驰股份	16.47	康美药业	3.37	兴蓉投资	0.24	中弘股份	-2.03	申达股份	-5.50
长城汽车	16.47	深长城	3.19	昆百大 A	0.24	通程控股	-2.07	亿城股份	-5.52
国药一致	15.28	天富热电	3.14	扬农化工	0.24	新希望	-2.25	航天通信	-5.73
福田汽车	13.74	露天煤业	2.99	深高速	0.00	交通银行	-2.45	新华百货	-6.16
盘江股份	10.02	大连重工	2.97	大秦铁路	-0.13	希努尔	-2.56	浦发银行	-6.27
广宇发展	8.82	格力地产	2.95	东方电气	-0.27	七匹狼	-2.73	友阿股份	-7.06
外运发展	8.29	上海机电	2.90	四川成渝	-0.52	华域汽车	-2.90	浙江永强	-7.31
中国医药	8.10	上汽集团	2.47	中国银行	-0.66	际华集团	-3.32	东港股份	-7.55
海信电器	7.76	冠城大通	2.43	顺发恒业	-0.66	工商银行	-3.43	五粮液	-7.87
山大华特	7.00	城投控股	2.36	郑煤机	-0.71	广宇集团	-3.43	华夏银行	-8.88
金融街	6.24	风神股份	2.20	日发数码	-0.82	招商银行	-3.44	重庆百货	-9.06
劲嘉股份	6.19	国投新集	1.85	易联众	-1.00	民生银行	-3.46	泸州老窖	-10.02
信立泰	5.76	贵州茅台	1.83	金正大	-1.06	京能置业	-3.52	三精制药	-10.18

数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

按申万一级行业, 2012 年 5 月 GARP100 策略与总市值权重比较如下:

图 15: GARP100 投资组合与总市值权重的比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

以下是 2005 年 5 月至 2012 年 5 月，GARP100 策略的月度收益率数据。

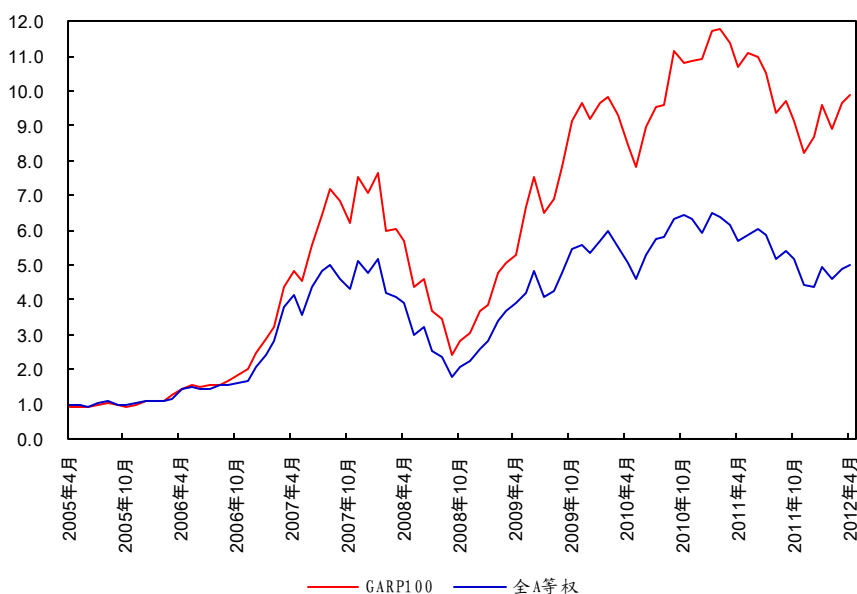
表 13: GARP100 策略月度收益率 (%)

日期	收益率	日期	收益率	日期	收益率	日期	收益率	日期	收益率
2005-05	-9.88	2006-10	4.76	2008-03	-21.49	2009-08	-13.90	2011-01	0.46
2005-06	2.23	2006-11	10.83	2008-04	0.34	2009-09	6.29	2011-02	7.39
2005-07	1.35	2006-12	9.26	2008-05	-4.96	2009-10	13.26	2011-03	0.51
2005-08	5.64	2007-01	24.16	2008-06	-23.35	2009-11	16.99	2011-04	-3.46
2005-09	4.92	2007-02	16.93	2008-07	5.01	2009-12	5.31	2011-05	-6.02
2005-10	-4.72	2007-03	11.32	2008-08	-19.37	2010-01	-4.46	2011-06	3.79
2005-11	-4.15	2007-04	34.70	2008-09	-6.65	2010-02	4.97	2011-07	-0.86
2005-12	5.01	2007-05	10.63	2008-10	-30.23	2010-03	1.84	2011-08	-4.06
2006-01	10.17	2007-06	-5.41	2008-11	17.29	2010-04	-5.63	2011-09	-10.85
2006-02	-0.38	2007-07	21.97	2008-12	7.47	2010-05	-9.14	2011-10	3.26
2006-03	2.50	2007-08	15.53	2009-01	20.71	2010-06	-7.84	2011-11	-5.60
2006-04	11.44	2007-09	11.75	2009-02	5.25	2010-07	14.97	2011-12	-10.27
2006-05	16.61	2007-10	-4.43	2009-03	22.97	2010-08	6.53	2012-01	5.47
2006-06	7.45	2007-11	-9.46	2009-04	6.61	2010-09	0.89	2012-02	10.48
2006-07	-4.98	2007-12	21.88	2009-05	3.89	2010-10	15.61	2012-03	-6.71
2006-08	3.47	2008-01	-6.48	2009-06	26.86	2010-11	-2.81	2012-04	8.30
2006-09	2.70	2008-02	7.98	2009-07	13.09	2010-12	0.31	2012-05	2.21

数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

2005 年 5 月至 2012 年 5 月，GARP100 策略与全 A 等权净值比较如下：

图 16: GARP100 策略与全 A 等权的月度收益率曲线



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理



## 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±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±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>固定收益</b>		<b>策略</b>	
周炳林	0755-82130638	张旭	010-66026340	黄学军	021-60933142
崔嵘	021-60933159	侯慧梯	021-60875161	林丽梅	021-60933157
张嫻	0755-82133259	赵婧	021-60875168	<b>技术分析</b>	
				闫莉	010-88005316
<b>交通运输</b>		<b>银行</b>		<b>房地产</b>	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	区瑞明	0755-82130678
陈建生	0755-82133766			黄道立	0755-82133397
岳鑫	0755-82130432				
糜怀清	021-60933167				
<b>商业贸易</b>		<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁及新材料</b>	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
常伟	0755-82131528			陈健	010-88005308
<b>机械</b>		<b>基础化工及石化</b>		<b>医药</b>	
郑武	0755-82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
杨森	0755-82133343	吴琳琳	0755-82130833-1867	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	罗洋	0755-82150633	胡博新	0755-82133263
		朱振坤	010-88005317	刘勍	0755-82133400
<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张弢	010-88005311	刘明	010-88005319	龙飞	0755-82133920
<b>电力及公共事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>轻工</b>	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755-82130468	李世新	0755-82130565
		田良	0755-82130470	邵达	0755-82130706
		童成墩	0755-82130513		
<b>家电及通信</b>		<b>建筑工程及建材</b>		<b>计算机及电子元器件</b>	
王念春	0755-82130407	邱波	0755-82133390	段迎晨	0755-82130761
		刘萍	0755-82130678	高耀华	010-88005321
		马彦	010-88005304	刘翔	021-60875160
				欧阳仕华	0755-82151833
<b>纺织服装</b>		<b>食品饮料</b>		<b>旅游</b>	
方军平	021-60933158	黄茂	0755-82138922	曾光	0755-82150809
				钟潇	0755-82132098
<b>金融工程</b>		<b>基金评价与研究</b>			
戴军	0755-82133129	杨涛	0755-82133339		
林晓明	0755-82136165	康亢	010-66026337		
黄志文	0755-82133928	李腾	010-88005310		
秦国文	0755-82133528	刘洋	0755-82150566		
张璐楠	0755-82130833-1379	潘小果	0755-82130843		
周琦	0755-82133568	蔡乐祥	0755-82130833-1368		
郑亚斌	021-60933150	钱晶	0755-82130833-1367		

**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	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@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	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com
甄艺	010-66020272 18611847166	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
		汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn		