

相关研究报告:

《多因子模型选股月报: 五月市场风格偏小盘—多因子选股超额正收益 1.98%》——2013-06-07

《CanSlim 选股法在沪深 300 增强的应用》——2013-06-06

《国信观察: 行业配置 α - β 收益的解构与分析》——2013-06-03

《结构性产品专题报告之一: 海外结构性金融产品简介》——2013-05-27

《交易性数据挖掘系列报告: 基于 GARP 的技术指标增强策略》——2013-05-27

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

国信 ROE 选股模型

● ROE: 企业价值提升的动力源

买东西, 质量第一; 买股票, 也是质量第一。对于资本而言, 追求增值是其唯一使命, 因此资本回报便是评判企业优劣的唯一标准。ROE 作为最常用的企业资本回报分析指标, 便是我们定量分析企业质量的重要指标。

根据杜邦公式, ROE 可以拆解成销售利润率、资产周转率、财务杠杆三个因子, 完全相同的 ROE, 由于不同的因子结构, 质量也会千差万别, 因此在分析 ROE 质量的时候, 我们不仅仅关注 ROE 本身, 同时也关注其结构。

买东西, 除质量, 再就是价格。理论上讲, ROE 对应的估值指标是 PB, 但是实证结果显示: A 股市场“P/B—ROE”约束关系并不明显, 因此在研究的过程中我们放弃对于估值指标的关注, 我们这样做并不是否定估值的意义, 只是估值相对于企业质量而言, 影响因素更多, 评价也更加复杂, 暂时无很好的指标。由于行业性质的差异, 行业之间的 ROE 可比性较低, 因此本报告所有的对比都是在行业内进行。

● 企业 ROE 与股票表现

实证结论和理论分析结果一致: 同行业比较, 企业质量决定股票表现, 产业资本回报更高的企业给投资者带来更高的金融资本回报。杜邦三因子中销售利润率和资产周转率是企业质量的重要参考, 财务杠杆则很难有简单确定的结论。

1. 行业内 ROE 高的企业有更好的市场表现。
2. 行业内市场表现好的股票 ROE 水平更高。
3. ROE 高的企业销售利润率和资产周转率明显更高, 财务杠杆则要低一些。
4. 市场表现好的股票, 销售利润率和资产周转率明显更高, 财务杠杆则差异不明显。

● 行业内 ROE 选股绩效分析

分行业分时期的统计数据显示, 模型的平均胜率在 61%, 每期超额收益的平均值 5.83%。分行业统计, 87% 的行业胜率超过 50%, 平均季度超额收益 4.57%, 23 个行业中 22 个行业季度超额收益为正。分时期看, 胜率均值 60%, 每期行业平均超额收益均为正。

● 国信 ROE 选股模型

模型根据 ROE 综合评分体系在每个行业中挑选得分最高的五个股票, 以沪深 300 行业权重为基准采用行业中性, 行业内则测试等权和流通市值加权两个组合; 每年换仓三次, 分别是一季报、半年报、三季报公布完毕, 测试区间 2008-05-05 至 2013-06-14, 基准为沪深 300。

等权组合相对净值从 1.00 元上升到 2.33 元, 年化超额收益 17.99%, 信息比率 1.97; 流通市值加权组合净值从 1.00 元上升到 2.14 元, 年化超额收益 16.05%, 信息比率 1.91。

等权组合日胜率 58.62%、月胜率 67.74%、季度胜率 95.24%、年胜率 100%; 流通市值加权组合日胜率 57.57%、月胜率 72.58%、季度胜率 95.24%、年胜率 100%。

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

ROE: 企业价值提升的动力源	4
资本的使命: 追求更高更安全的资本回报	4
企业提升价值的方法: 基于杜邦拆解的分析	4
跨行业比较的难点: A 股行业 ROE 分析	4
放弃估值: A 股市场 “P/B—ROE” 约束关系不明显	6
企业 ROE 与股票表现	7
高 ROE 企业与低 ROE 企业对比分析	7
高收益股票与低收益股票对比分析	9
企业 ROE 与股票表现分析结论	10
行业内 ROE 选股绩效分析	11
ROE 选股基本逻辑及假设	11
分行业选股绩效分析	11
分时期选股绩效分析	11
分行业分时期选股绩效数据汇总	12
国信 ROE 选股模型	13
ROE 选股模型构建	13
模型历史业绩回溯	13
模型风险收益归因分析	17
最新一期股票列表及收益情况	19
国信证券投资评级	21
分析师承诺	21
风险提示	21
证券投资咨询业务的说明	21

图表目录

图 1: 2012 年各行业 ROE.....	5
图 2: 2005-2012 年化工行业 ROE.....	5
图 3: 2005 年 A 股市场行业 “LN(P/B)—ROE”关系.....	7
图 4: 2012 年 A 股市场行业 “LN(P/B)—ROE”关系.....	7
图 5: 国信 ROE 选股模型绩效.....	13
图 6: 国信 ROE 模型累计超额收益.....	14
图 7: 等权组合月度超额收益.....	14
图 8: 等权组合年度超额收益.....	15
图 9: 等权组合最大回撤.....	15
图 10: 等权组合跟踪误差.....	15
图 11: 等权组合最大回撤天数.....	15
图 12: 等权组合信息比率.....	15
图 13: 等权组合日、月、季、年胜率.....	15
图 14: 市值加权组合月度超额收益.....	16
图 15: 市值加权组合年度超额收益.....	16
图 16: 市值加权组合最大回撤.....	16
图 17: 市值加权组合跟踪误差.....	17
图 18: 市值加权组合最大回撤天数.....	17
图 19: 市值加权组合信息比率.....	17
图 20: 市值加权组合日、月、季、年胜率.....	17
图 21: 行业内等权组合风险业绩归因.....	18
图 22: 行业内流通市值加权组合风险业绩归因.....	18
表 1: 2005-2012 年各行业 ROE.....	6
表 2: 电子行业最高/最低 ROE 企业分析.....	8
表 3: 最高/最低 ROE 企业对比.....	8
表 4: 最高/最低 ROE 企业差值对比.....	8
表 5: 股票收益最高/最低企业对比.....	9
表 6: 股票收益最高/最低企业差值对比.....	10
表 7: 分行业选股绩效.....	11
表 8: 分时期选股绩效.....	12
表 9: 分行业分时期选股绩效 (超额收益) 数据汇总.....	12
表 10: 行业内等权组合绩效 (累计超额收益) 统计.....	15
表 11: 行业内流通市值加权组合绩效 (累计超额收益) 统计.....	17
表 12: 等权/流通市值加权组合风险业绩归因.....	18
表 13: 国信 ROE 选股模型最新一期收益 (2013-05-01—2013-06-18).....	19

ROE：企业价值提升的动力源

资本的使命：追求更高更安全的资本回报

资本—无论是产业资本还是金融资本，其存在的唯一使命就是追求更高更安全的资本回报，并通过其逐利的本性推动社会效率的提升。任何事物存在的意义是评判其优劣的唯一标准，因此从这个意义上讲，评判企业好坏的唯一标准便是：在合法的前提下，能否尽可能的创造更高更安全的资本回报。净资产回报率（ROE）作为企业资本回报最常用分析指标，便是我们定量分析企业质量的重要指标。

企业提升价值的方法：基于杜邦拆解的分析

根据杜邦公式，ROE 可以拆解成三个因子的乘积：

$$ROE = \frac{\text{净利润}}{\text{股东权益}} = \text{销售利润率} \times \text{资产周转率} \times \text{财务杠杆}$$

完全相同的 ROE，由于不同的因子结构，质量可以千差万别。理论而言，销售利润率和资产周转率与 ROE 是正向关系，而财务杠杆则很难有确定性的结论。在 1997 年的文章《通货膨胀如何欺诈股票投资者》一文中，巴菲特运用杜邦公式，指出提高 ROE 的 5 种仅有方式：

1. 提高周转率。
2. 廉价的财务杠杆。
3. 更高的财务杠杆。
4. 更低的所得税率。
5. 更高的销售利润率。

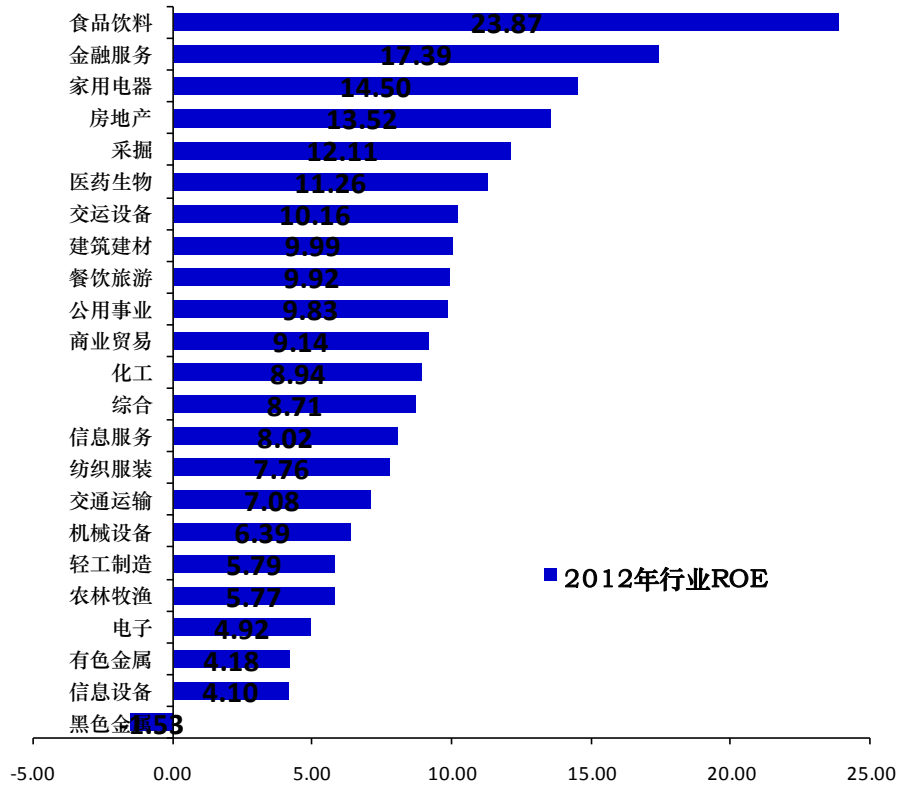
廉价的财务杠杆取决于外部融资环境及出借方对于企业质量的评估，非企业自己能够决定的。更低的税率更是企业无法自己决定的。更高的财务杠杆是最容易实现的选择，但是提高财务杠杆是一把双刃剑，过高的财务杠杆会吞噬企业的利润，同时会提高企业的财务风险。销售利润率和资产周转率是企业的内功，并非短期内能够迅速提升，正因为如此，这两项指标也是企业质量的重要参考指标。

跨行业比较的难点：A 股行业 ROE 分析

由于行业性质的差异，行业之间 ROE 的可比性通常很小，例如：消费类行业通常比周期类行业有更高的资产周转率；由于固定资产占比通常较高，周期性行业的销售利润率在经济周期中的波动通常比消费类行业更剧烈；适合的财务杠杆对于不同的行业也各不相同。

以 2012 年的 ROE 为例，行业之间差异明显：

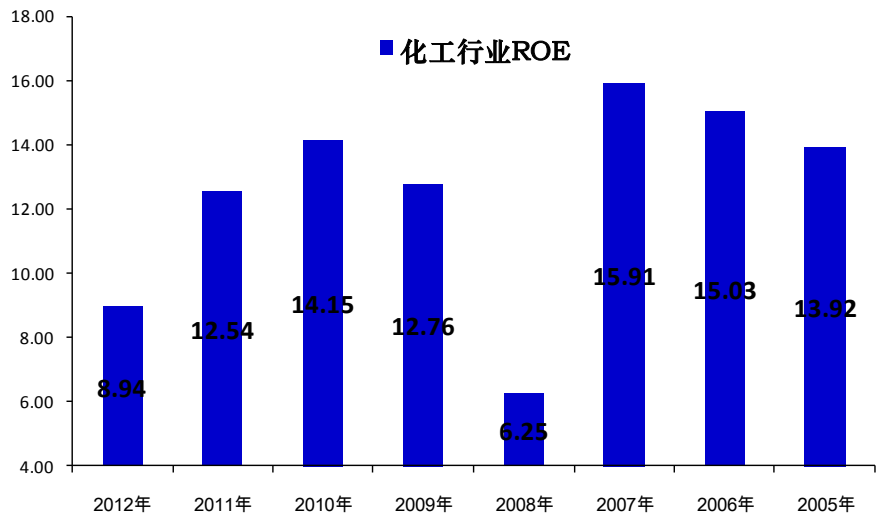
图 1: 2012 年各行业 ROE



资料来源: 国信证券经济研究所整理

同一个行业,受经济周期及行业本身趋势影响,不同年份的 ROE 也会差异巨大。以化工行业为例,2008 年金融危机期间,ROE 明显低于其他年份。而某些行业受到的影响则相对较小,如果跨行业比较,一些运营较好的企业可能会因为所在行业的拖累反而不如一些运营较差但是行业相对景气的企业。

图 2: 2005-2012 年化工行业 ROE



资料来源: 国信证券经济研究所整理

表 1: 2005-2012 年各行业 ROE

板块名称	2012 年	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年
采掘	12.11	14.57	15.67	13.02	15.53	18.50	23.05	25.19
餐饮旅游	9.92	9.12	9.09	8.10	8.32	10.11	6.48	5.72
电子	4.92	8.00	7.01	2.35	4.72	8.88	1.12	-1.45
房地产	13.52	13.33	12.99	11.50	9.40	10.37	5.66	1.59
纺织服装	7.76	11.17	12.40	12.25	11.41	11.98	7.31	5.74
公用事业	9.83	7.06	8.53	8.21	-0.31	11.06	9.90	8.63
黑色金属	-1.53	3.80	6.64	2.92	6.37	14.81	14.38	15.01
化工	8.94	12.54	14.15	12.76	6.25	15.91	15.03	13.92
机械设备	6.39	11.20	13.33	15.64	14.47	17.10	13.37	9.42
家用电器	14.50	15.63	16.21	15.63	10.67	11.20	0.80	-6.08
建筑建材	9.99	13.61	12.98	11.40	10.29	12.92	9.89	8.79
交通运输	7.08	8.51	14.39	5.69	5.33	15.80	9.04	10.82
交运设备	10.16	13.65	16.28	13.34	10.37	15.60	8.47	7.80
金融服务	17.39	18.14	17.48	17.47	16.27	26.03	12.37	12.76
农林牧渔	5.77	8.71	8.17	8.45	7.26	9.24	5.60	2.12
轻工制造	5.79	6.26	8.12	8.97	7.62	11.10	7.59	7.29
商业贸易	9.14	11.79	11.62	10.67	11.49	13.33	9.32	5.74
食品饮料	23.87	20.73	19.44	18.58	12.48	13.89	9.83	7.31
信息服务	8.02	7.98	7.89	8.54	19.42	11.48	3.72	2.96
信息设备	4.10	8.37	10.30	11.97	10.51	11.04	4.51	-1.95
医药生物	11.26	11.78	13.69	17.04	13.46	11.13	6.34	4.08
有色金属	4.18	11.23	9.15	4.33	5.53	19.74	24.51	14.64
综合	8.71	11.33	6.63	0.90	-6.50	3.38	2.36	-4.48

资料来源：国信证券经济研究所整理

放弃估值：A 股市场 “P/B—ROE” 约束关系不明显

买东西，无非就是质量和价格。投资也一样，除企业质量（ROE）分析外，我们还必须关注其价格。理论上讲，ROE 对应的估值指标是 PB，根据两阶段增长模型：

$$\ln(P/B) = (r - k) * T$$

P/B: 公司的市净率;

r: 公司的权益收益率 ROE;

k: 投资者的必要回报率;

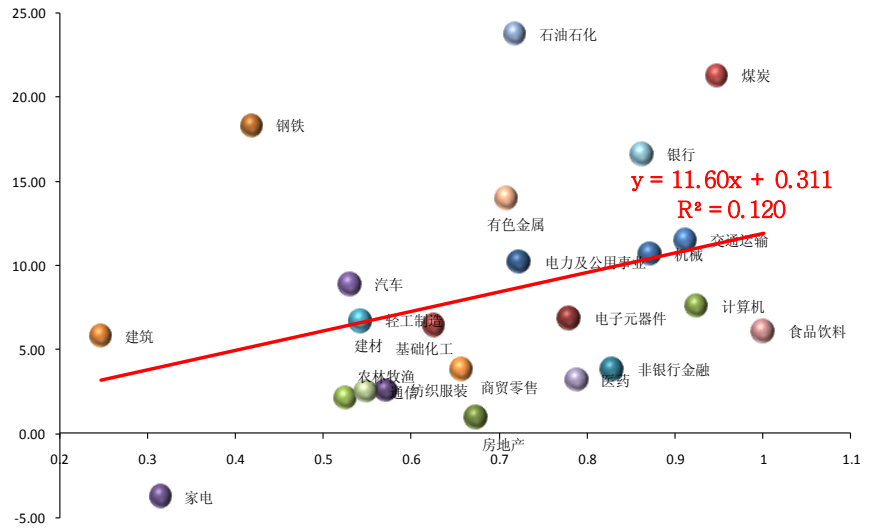
T: 公司高速增长年限。

美国市场运用此模型，回归 R²是 26%，A 股市场的 R²均值是 6.41%，P/B 和 ROE 之间的约束关系并不明显。

需要说明的是：我们并不是要否认市场的有效性，市场有效性本身就是一个难以说清楚的事情，以现有的质量指标和估值指标而言，我们很难看清它们之间的约束关系。其次，无论是质量还是估值，都很难用简单的指标进行有效的评价，相对而言，影响估值的因素更多，其评价也更加复杂。买东西，质量第一，买股票也一样。既然在 A 股市场 “P/B—ROE” 关系并不明显，而在现有技术条件下，我们无法找到更好的 ROE 对应估值指标，所以在本文中我们索性放弃对于估值的关注。

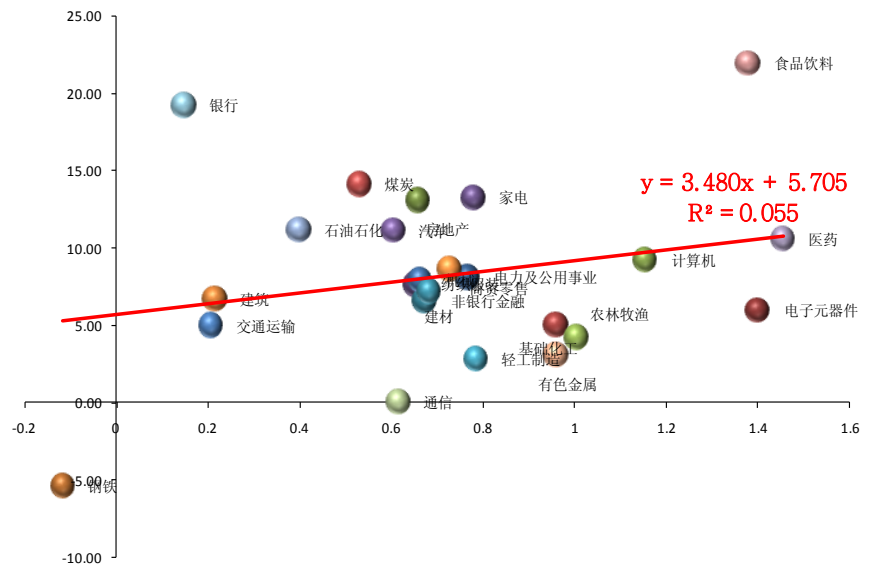
再者，从长期投资而言，长期回报=ROE 的累计效果。这个西格尔在《投资者的未来》中已有论述，其核心是估值水平很难发生大幅变化，或者即使变化，相对长期 ROE 的复利而言也影响太小。

图 3: 2005 年 A 股市场行业 “LN(P/B)—ROE” 关系



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 4: 2012 年 A 股市场行业 “LN(P/B)—ROE” 关系



资料来源: 国信证券经济研究所整理

企业 ROE 与股票表现

高 ROE 企业与低 ROE 企业对比分析

以申万一级行业为划分标准, 在每个行业内对 2010 年以前上市的企业, 以五年年均 ROE 为标准进行排序, 选择五个 ROE 最高的企业和五个 ROE 最低的企业, 对年均 ROE、杜邦三指标—销售利润率、资产周转率、财务杠杆、及股票表现 (相对行业指数的超额收益) 进行对比分析。

分析过程, 以电子行业为例:

表 2: 电子行业最高/最低 ROE 企业分析

最高 ROE		年均 ROE	年均资产 周转率	年均销售 净利率	年均杠杆	年均超额 收益
SZ002241	歌尔声学	17.81	0.91	11.8	2.05	192.29
SZ000049	德赛电池	16.2	1.67	2.92	3.41	41.71
SH600563	法拉电子	16.02	0.77	19.67	1.15	1.07
SZ002273	水晶光电	15.12	0.54	28.01	1.11	36.38
SZ002106	莱宝高科	14.07	0.4	31.38	1.15	8.96
最低 ROE		年均 ROE	年均资产 周转率	年均销售 净利率	年均杠杆	年均超额 收益
SH600602	仪电电子	-4.97	0.27	-13.31	1.3	-4.33
SZ002289	宇顺电子	-8.43	0.84	-2.16	2.83	-16.02
SH600203	福日电子	-31.93	1.27	-3.11	5.7	-6.91
SH600800	天津磁卡	-136.53	0.18	-10.96	33.64	-0.22
SH600207	安彩高科	-245.75	0.55	-35.19	7.28	-4.13

资料来源：国信证券经济研究所整理

为避免某些极端数据对于分析的影响，我们用 ROE 最高/最低五个股票指标的中位数替代均值进行分析。

表 3: 最高/最低 ROE 企业对比

板块名称	最高 ROE	最低 ROE	最高资产 周转率	最低资产 周转率	最高销售 净利率	最低销售 净利率	最高 杠杆	最低 杠杆	最高 超额	最低 超额
采掘	26.06	-24.09	0.87	0.59	20.87	-15.02	1.90	3.53	14.62	5.52
餐饮旅游	14.23	-1.73	1.13	0.17	7.81	-8.86	1.46	1.79	-1.13	-2.58
电子	16.02	-84.23	0.77	0.70	19.67	-7.03	1.15	6.49	36.38	-5.52
房地产	82.07	-26.07	0.45	0.20	17.10	-26.95	5.13	4.03	34.40	-0.33
纺织服装	17.35	-12.80	0.97	0.74	13.95	-4.97	2.06	2.72	1.55	-0.36
公用事业	14.94	-13.54	0.30	0.47	27.00	-6.04	1.96	6.68	10.61	0.17
黑色金属	13.15	-6.58	1.70	0.95	3.55	-1.08	2.94	4.35	9.33	-1.60
化工	19.24	-122.73	0.87	0.48	15.64	-33.94	1.75	3.39	28.44	6.09
机械设备	25.19	-43.65	0.81	0.69	14.90	-10.66	2.38	6.55	12.08	2.46
家用电器	23.21	1.04	1.24	1.10	6.53	-2.40	2.57	1.91	5.76	-9.81
建筑建材	31.11	-41.76	0.86	0.42	16.94	-6.09	3.06	6.85	10.04	13.29
交通运输	22.68	-3.95	0.71	0.48	22.65	-3.62	4.59	3.62	12.69	-1.57
交运设备	25.25	-131.88	1.12	0.81	10.08	-2.65	2.27	10.63	11.64	3.78
金融服务	21.98	-6.93	0.03	0.24	38.44	-6.00	18.77	2.54	1.77	2.47
农林牧渔	17.91	-20.65	1.00	0.72	11.97	-8.98	1.55	3.23	0.73	-5.56
轻工制造	16.54	-4.11	1.19	0.51	2.60	-4.72	1.50	1.90	18.34	1.47
商业贸易	21.14	-10.71	1.38	0.60	7.81	-5.99	2.46	3.33	2.67	0.40
食品饮料	35.29	-6.60	0.83	0.25	32.75	-20.38	1.52	2.40	2.37	-5.66
信息服务	22.45	-13.74	0.60	0.65	36.36	-1.55	1.17	3.48	11.24	13.27
信息设备	22.45	-15.09	0.96	0.22	16.97	-57.04	1.49	1.82	7.32	-1.96
医药生物	26.53	-8.00	0.76	0.28	30.46	-9.59	1.34	2.60	2.93	-10.03
有色金属	29.53	-26.27	0.67	1.01	15.54	-5.08	1.95	3.80	40.62	-4.02
综合	18.12	-10.81	0.68	0.21	13.06	-13.99	2.80	2.57	3.09	7.21

资料来源：国信证券经济研究所整理

统计数据显示：1) 最高 ROE 企业销售利润率明显更高；2) 最高 ROE 企业普遍拥有更快的资产周转率；3) 相对来说，最高 ROE 企业的杠杆率要更低；4) 最高 ROE 企业在市场上的表现也明显更加强劲。

表 4: 最高/最低 ROE 企业差值对比

板块名称	ROE 差值	资产周转率 差值	销售净利率 差值	财务杠杆率	超额差值
采掘	50.15	0.28	35.89	-1.63	9.10
餐饮旅游	15.96	0.96	16.67	-0.33	1.45
电子	100.25	0.07	26.70	-5.34	41.90

房地产	108.14	0.25	44.05	1.10	34.73
纺织服装	30.15	0.23	18.92	-0.66	1.91
公用事业	28.48	-0.17	33.04	-4.72	10.44
黑色金属	19.73	0.75	4.63	-1.41	10.93
化工	141.97	0.39	49.58	-1.64	22.35
机械设备	68.84	0.12	25.56	-4.17	9.62
家用电器	22.17	0.14	8.93	0.66	15.57
建筑建材	72.87	0.44	23.03	-3.79	-3.25
交通运输	26.63	0.23	26.27	0.97	14.26
交运设备	157.13	0.31	12.73	-8.36	7.86
金融服务	28.91	-0.21	44.44	16.23	-0.70
农林牧渔	38.56	0.28	20.95	-1.68	6.29
轻工制造	20.65	0.68	7.32	-0.40	16.87
商业贸易	31.85	0.78	13.80	-0.87	2.27
食品饮料	41.89	0.58	53.13	-0.88	8.03
信息服务	36.19	-0.05	37.91	-2.31	-2.03
信息设备	37.54	0.74	74.01	-0.33	9.28
医药生物	34.53	0.48	40.05	-1.26	12.96
有色金属	55.80	-0.34	20.62	-1.85	44.64
综合	28.93	0.47	27.05	0.23	-4.12

资料来源：国信证券经济研究所整理

最高 ROE 企业和最低企业的年均 ROE 差值的均值为 52.05%，中位数为 36.19%；资产周转率差值的均值为 0.32，中位数为 0.28，86.96% 的行业最高 ROE 企业此指标更高；销售利润率差值的均值为 28.93%，中位数为 26.27%，所有行业最高 ROE 企业此指标都更高；财务杠杆率差值的均值为 -0.98，中位数为 -1.26，21.74% 的行业最高 ROE 企业此指标更高；市场超额收益差值的均值为 11.75%，中位数为 9.28%，82.16% 的行业最高 ROE 企业市场表现更好。

高收益股票与低收益股票对比分析

以申万一级行业为划分标准，在每个行业内对 2010 年以前上市的企业，以五年市场收益率为标准进行排序，选择五个市场收益率最高的企业和五个最低的企业，对年均 ROE、杜邦三指标—销售利润率、资产周转率、财务杠杆、及股票表现进行对比分析。为避免极端数据影响，同样采用中位数替代均值。

表 5: 股票收益最高/最低企业对比

板块名称	最高 ROE	最低 ROE	最高资产周转率	最低资产周转率	最高销售净利率	最低销售净利率	最高杠杆	最低杠杆	最高超额	最低超额
采掘	13.95	6.86	0.98	0.78	7.72	5.68	2.28	1.75	19.94	-8.48
餐饮旅游	12.76	6.07	0.61	0.49	6.56	8.12	1.48	1.63	11.85	-6.70
电子	15.12	2.53	0.67	0.37	14.40	7.36	2.05	1.65	112.67	-13.71
房地产	21.07	6.55	0.39	0.22	10.45	12.50	3.92	2.55	64.00	-8.01
纺织服装	15.78	8.06	0.88	0.69	12.90	8.55	1.35	1.77	20.82	-8.46
公用事业	9.87	5.87	0.36	0.28	8.28	4.36	2.86	4.17	16.44	-4.44
黑色金属	11.67	-1.96	1.64	0.98	2.56	-0.09	3.20	3.21	9.33	-1.86
化工	15.52	1.37	1.12	0.73	10.99	1.89	1.75	2.13	57.26	-6.18
机械设备	8.49	3.94	0.51	0.39	16.18	3.37	2.02	1.47	32.68	-16.14
家用电器	15.74	9.25	1.16	1.08	6.53	4.93	2.27	1.61	11.62	-18.95
建筑建材	16.60	3.83	0.90	0.78	6.18	1.70	2.92	4.91	50.12	-16.21
交通运输	14.63	10.79	0.67	0.51	8.53	9.04	2.27	1.76	29.10	-3.39
交运设备	12.90	6.61	0.74	0.90	6.46	5.24	1.81	1.75	30.68	-9.82
金融服务	7.13	6.98	0.15	0.08	39.72	29.66	2.55	2.51	30.39	-6.60
农林牧渔	8.78	4.16	0.54	0.63	7.09	3.14	1.70	2.09	25.98	-9.92
轻工制造	10.70	3.96	0.90	0.51	2.72	3.61	1.72	2.18	26.86	-6.49
商业贸易	12.97	6.45	1.01	1.72	2.82	1.74	2.83	2.93	16.91	-5.35
食品饮料	18.63	8.34	1.00	0.84	13.59	7.15	1.65	1.47	30.96	-10.64

信息服务	13.52	8.95	0.86	0.30	16.09	31.01	1.25	1.14	48.65	-7.07
信息设备	7.30	6.98	0.82	0.56	11.89	13.03	1.50	1.45	26.45	-6.47
医药生物	14.47	5.37	0.58	0.37	17.84	8.83	1.58	1.41	41.38	-16.79
有色金属	21.15	8.13	0.67	1.26	15.54	6.26	2.13	1.67	53.95	-16.45
综合	0.91	2.58	0.62	0.36	-13.84	3.82	1.25	1.36	25.81	-5.69

资料来源：国信证券经济研究所整理

统计数据显示：1) 市场收益最高企业 ROE 明显更高；2) 市场收益最高企业资产周转率明显更高；3) 市场收益率最高企业销售利润率也更高；4) 财务杠杆则差异不明显。

表 6: 股票收益最高/最低企业差值对比

板块名称	超额差值	ROE 差值	资产周转率差值	销售净利率差值	杠杆差值
采掘	28.42	7.09	0.20	2.04	0.53
餐饮旅游	18.55	6.69	0.12	-1.56	-0.15
电子	126.38	12.59	0.30	7.04	0.40
房地产	72.01	14.52	0.17	-2.05	1.37
纺织服装	29.28	7.72	0.19	4.35	-0.42
公用事业	20.88	4.00	0.08	3.92	-1.31
黑色金属	11.19	13.63	0.66	2.65	-0.01
化工	63.44	14.15	0.39	9.10	-0.38
机械设备	48.82	4.55	0.12	12.81	0.55
家用电器	30.57	6.49	0.08	1.60	0.66
建筑建材	66.33	12.77	0.12	4.48	-1.99
交通运输	32.49	3.84	0.16	-0.51	0.51
交运设备	40.50	6.29	-0.16	1.22	0.06
金融服务	36.99	0.15	0.07	10.06	0.04
农林牧渔	35.90	4.62	-0.09	3.95	-0.39
轻工制造	33.35	6.74	0.39	-0.89	-0.46
商业贸易	22.26	6.52	-0.71	1.08	-0.10
食品饮料	41.60	10.29	0.16	6.44	0.18
信息服务	55.72	4.57	0.56	-14.92	0.11
信息设备	32.92	0.32	0.26	-1.14	0.05
医药生物	58.17	9.10	0.21	9.01	0.17
有色金属	70.40	13.02	-0.59	9.28	0.46
综合	31.50	-1.67	0.26	-17.66	-0.11

资料来源：国信证券经济研究所整理

市场收益最高企业和最低企业市场收益率差值的均值为 43.81%，中位数为 35.90%；ROE 差值的均值为 7.30%，中位数为 6.69%，95.65% 的行业收益率最高企业此指标更高；资产周转率差值的均值为 0.13，中位数为 0.16，82.61% 的行业收益率最高企业此指标更高；销售利润率差值的均值为 2.19%，中位数为 2.65%，69.57% 的行业收益率最高企业此指标更高；财务杠杆差值的均值为 -0.01，中位数为 0.05，56.52% 的行业收益率最高企业此指标更高。

企业 ROE 与股票表现分析结论

实证结论和理论分析结果一致：同行业比较，企业质量决定股票表现，产业资本回报更高的企业给投资者带来更高的金融资本回报。杜邦三因子中销售利润率和资产周转率是企业质量的重要参考，财务杠杆则很难有简单确定的结论。

1. 行业内 ROE 高的企业有更好的市场表现。
2. 行业内市场表现好的股票 ROE 水平更高。
3. ROE 高的企业销售利润率和资产周转率明显更高，财务杠杆则要低一些。

4. 市场表现好的股票，销售利润率和资产周转率明显更高，财务杠杆则差异不明显。

行业内 ROE 选股绩效分析

ROE 选股基本逻辑及假设

前面章节的分析，我们可以看到：在行业内，ROE 高的企业会有更高的市场回报。但这并不意味着选择 ROE 高的企业能够战胜市场，因为前面章节的分析是企业 ROE 与市场表现的同步分析。财务报表出来以后，根据数据选择财务质量更高的企业进行投资，能否战胜市场则是需要再验证的。

由于跨行业比较影响因素复杂，难有明确结论，所以本章节中我们依然是分行业验证。以申万一级行业为标准，在一季报、半年报、三季报全部出来之后（即每年 05 月 01 日、09 月 01 日，11 月 01 日），每个行业内挑选财务质量（ROE、销售利润率、资产周转率）最高的五个企业，进行等权投资，看是否能够有效的战胜行业指数。验证时间段选择为 2008-05-05 到 2013-05-23。

策略的基本假设是：

1. 财务质量更高的企业是行业内更加优秀的企业。
2. 股票市场是相对有效的市场，会给予优秀企业更高的股票回报。

分行业选股绩效分析

23 个行业中，只有家用电器和金融服务两个行业的胜率在 50% 以下，采掘的胜率正好 50%，20 个行业的胜率高于 50%，其中 50%-60% 之间有 8 个行业，60%-70% 之间 7 个行业，75% 胜率的有 5 个行业，23 个行业均值 61%。

季度超额收益率而言，23 个行业中仅有餐饮旅游一个行业是负值，为 -0.17%，其余 22 个行业长周期的超额收益都是正值，其中家用电器和金融服务两个行业季度超额收益低于 2%，2%-5% 之间有 11 个行业，高于 5% 有 9 个行业，最高的是化工 9.45%，其次是房地产 7.32% 和采掘 6.70%。

相对而言，周期类行业的胜率偏低，而消费类行业的胜率稍高；但是季度超额收益最高的三个行业都是周期类行业。

表 7: 分行业选股绩效

版块名称	胜率	每季收益率	版块名称	胜率	每季收益率
化工	63%	9.45%	信息设备	75%	4.40%
房地产	56%	7.32%	综合	56%	4.39%
采掘	50%	6.70%	建筑建材	69%	4.39%
农林牧渔	75%	6.45%	交通运输	63%	4.25%
有色金属	56%	6.05%	机械设备	56%	3.97%
电子	75%	5.95%	公用事业	56%	3.86%
纺织服装	69%	5.69%	轻工制造	56%	3.03%
交运设备	69%	5.04%	食品饮料	63%	2.11%
黑色金属	63%	5.00%	金融服务	44%	1.84%
医药生物	75%	4.95%	家用电器	25%	1.06%
商业贸易	75%	4.87%	餐饮旅游	56%	-0.17%
信息服务	56%	4.56%			

资料来源：国信证券经济研究所整理

分时期选股绩效分析

分周期统计，胜率分布很不均衡，熊市胜率低，牛市胜率高，行业平均超额收益率结果一样，熊市相对差牛市相对好。16 期中，有 8 期的胜率超过 50%，8

期胜率低于 50%，从行业平均收益则每期都是正值。

最低胜率发生在 2012-09-01 至 2012-10-30，仅有 30%胜率，行业平均超额收益仅有 0.29%，其次是 2011-09-01 至 2011-10-30，胜率 35%，行业平均超额收益 0.01%。最高胜率发生在 2008-11-01 至 2009-04-30，胜率 96%，行业平均超额收益 0.89%，其次是 2011-05-01 至 2011-08-31 和 2012-05-01 至 2012-08-31，均为 87%，行业平均超额收益分别是 7.34%和 10.01%。

半年报之后的一期业绩相对差，胜率均未超越 50%，平均超额收益也明显低，当然这一期的持有时间也明显短于其他两期，只有 2 个月时间。

表 8: 分时期选股绩效

周期	胜率	行业均收益率	周期	胜率	行业均收益率
2008-05-01	48%	2.35%	2010-11-01	65%	6.44%
2008-09-01	48%	0.43%	2011-05-01	87%	7.34%
2008-11-01	96%	30.89%	2011-09-01	35%	0.01%
2009-05-01	43%	0.60%	2011-11-01	83%	4.92%
2009-09-01	48%	3.15%	2012-05-01	87%	10.01%
2009-11-01	83%	14.49%	2012-09-01	22%	0.29%
2010-05-01	74%	7.86%	2012-11-01	61%	1.68%
2010-09-01	43%	0.96%	2013-05-01	43%	1.77%

资料来源：国信证券经济研究所整理

分行业分时期选股绩效数据汇总

表 9: 分行业分时期选股绩效（超额收益）数据汇总

板块名称	2008-05-01	2008-09-01	2008-11-01	2009-05-01	2009-09-01	2009-11-01	2010-05-01	2010-09-01
采掘	-1.56	-1.84	77.88	-1.42	-3.32	13.59	3.30	25.89
餐饮旅游	0.63	4.29	-24.04	-15.03	-0.68	6.82	2.08	-2.67
电子	-5.17	3.32	21.32	1.82	-0.74	34.55	-4.85	10.05
房地产	-2.62	-14.39	71.51	12.99	-4.23	31.20	14.79	-1.00
纺织服装	6.77	0.71	46.32	4.76	-0.14	18.81	7.25	1.48
公用事业	-9.90	-0.09	38.22	-2.92	16.62	-2.90	9.37	0.19
黑色金属	-1.90	-5.69	46.66	7.43	0.17	9.77	6.45	11.04
化工	9.47	-1.93	63.84	1.54	8.17	39.59	22.20	-5.44
机械设备	5.76	9.21	25.48	-2.44	-2.77	-3.55	19.26	12.52
家用电器	-0.22	-1.50	38.99	-6.18	1.82	9.04	0.86	2.87
建筑建材	7.37	-12.36	20.14	1.85	11.18	19.62	11.92	17.31
交通运输	0.36	4.02	38.39	-4.27	3.89	8.91	0.69	-10.25
交运设备	11.47	-5.93	27.17	-4.55	20.68	-1.86	5.55	2.33
金融服务	-14.46	13.53	25.87	-3.96	-1.06	-1.21	-8.28	4.31
农林牧渔	7.41	5.97	50.87	-3.90	-0.23	33.39	12.19	-16.95
轻工制造	-0.67	8.76	6.64	13.75	-7.25	6.06	7.66	-2.25
商业贸易	1.76	-1.55	28.78	5.27	0.22	14.33	8.98	-0.30
食品饮料	-0.16	8.86	2.03	-9.79	10.48	20.86	13.74	0.13
信息服务	12.78	-7.93	19.72	0.96	2.62	37.12	5.26	-3.86
信息设备	9.50	2.96	2.28	-15.91	4.17	3.76	28.71	-6.61
医药生物	2.40	1.16	6.04	-0.24	2.69	5.93	0.26	1.86
有色金属	0.67	2.28	60.28	19.53	12.27	4.97	12.87	-8.20
综合	14.38	-2.02	16.15	14.51	-2.04	24.55	0.56	-10.29
板块名称	2010-11-01	2011-05-01	2011-09-01	2011-11-01	2012-05-01	2012-09-01	2012-11-01	2013-05-01
采掘	13.88	4.27	-2.56	6.40	-0.47	1.32	-1.32	-0.72
餐饮旅游	9.74	2.81	2.66	7.29	3.39	-1.97	1.27	-3.01
电子	15.62	2.81	6.10	2.69	22.06	-9.99	19.40	9.32
房地产	-4.50	3.77	-2.29	12.86	2.79	12.62	12.97	0.64
纺织服装	12.39	11.40	1.07	-0.05	13.14	-0.48	-9.60	2.27
公用事业	17.27	5.13	-0.86	2.70	1.72	1.80	0.79	2.26
黑色金属	-1.75	7.74	-2.96	2.83	23.31	-4.12	1.04	11.37

化工	22.71	-1.37	-0.45	5.88	21.59	-2.82	5.92	-4.06
机械设备	14.14	8.11	-6.07	9.26	2.14	-2.33	-9.28	-0.41
家用电器	-9.57	-0.38	-1.73	-2.63	-0.64	-2.74	-6.82	-3.85
建筑建材	-2.46	2.42	-3.27	0.36	12.10	-3.51	5.03	10.89
交通运输	17.31	9.98	-1.49	4.52	5.92	-2.42	9.52	9.85
交运设备	9.04	3.39	7.29	19.40	6.75	-1.34	1.40	-1.45
金融服务	3.18	13.81	-6.39	-1.60	3.03	0.11	9.88	0.76
农林牧渔	6.32	7.61	11.23	2.12	3.72	4.03	5.14	-3.29
轻工制造	-2.00	17.02	-0.68	6.23	15.41	0.25	-8.39	6.48
商业贸易	1.76	21.43	-0.21	4.11	2.33	5.16	5.37	7.02
食品饮料	5.60	6.17	-0.32	1.58	0.90	4.56	-22.36	5.35
信息服务	-1.58	11.99	4.63	3.68	7.06	0.78	-2.02	-1.72
信息设备	-0.65	17.44	-7.09	3.20	29.38	9.71	7.06	3.70
医药生物	17.62	9.14	3.67	6.10	36.10	-2.87	9.22	-2.95
有色金属	-7.72	5.81	-1.36	8.99	10.32	0.58	-0.28	-4.29
综合	11.81	-1.62	1.39	7.34	8.07	0.26	4.74	-3.53

资料来源：国信证券经济研究所整理

国信 ROE 选股模型

ROE 选股模型构建

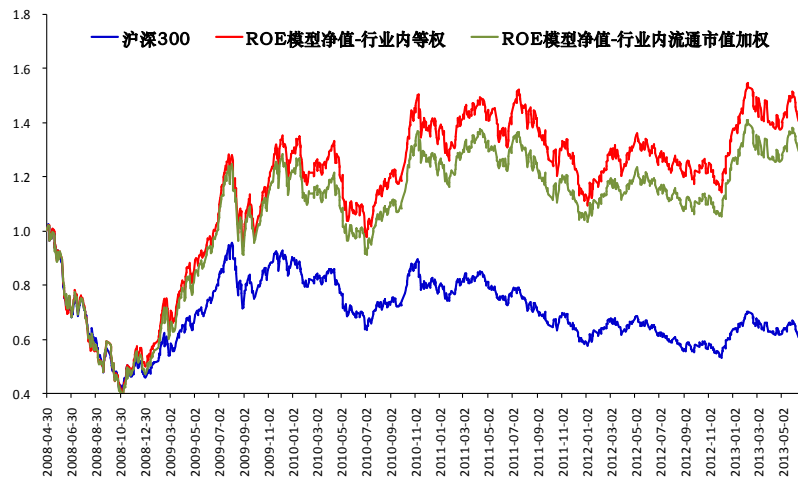
ROE 选股模型构建方法如下：

1. 股票：根据 ROE 评分体系，在每个行业中选择得分最高的五个股票。
2. 权重：行业之间按照沪深 300 行业权重进行行业中性分配，行业内采取等权和流通市值加权两种方式。
3. 换仓：每年换仓三次，按照一季报、半年报、三季报全部公布完毕后换仓。
4. 回溯区间：2008-05-05 至 2013-06-14。
5. 基准：业绩基准为沪深 300 指数。

模型历史业绩回溯

测试区间，基准沪深 300 净值由 1.00 元下跌到 0.61 元，年化收益-9.19%；行业内等权组合净值由 1.00 元上升到 1.42 元，年化收益 7.15%；行业内流通市值加权组合净值由 1.00 元上升到 1.31 元，年化收益 5.39%。

图 5：国信 ROE 选股模型绩效

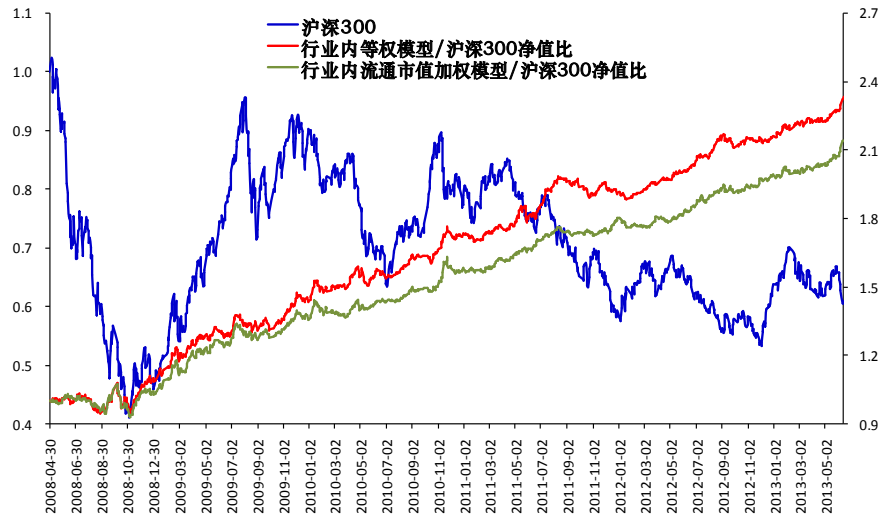


资料来源：国信证券经济研究所整理

注：后面的分析都基于累计超额收益分析。

模型对沪深 300 净值比，行业内等权组合由 1.00 元上升到 2.33 元，年化超额收益 17.99%，信息比率 1.97；行业内流通市值加权组合由 1.00 元上升到 2.14 元，年化超额收益 16.05%，信息比率 1.91。

图 6: 国信 ROE 模型累计超额收益

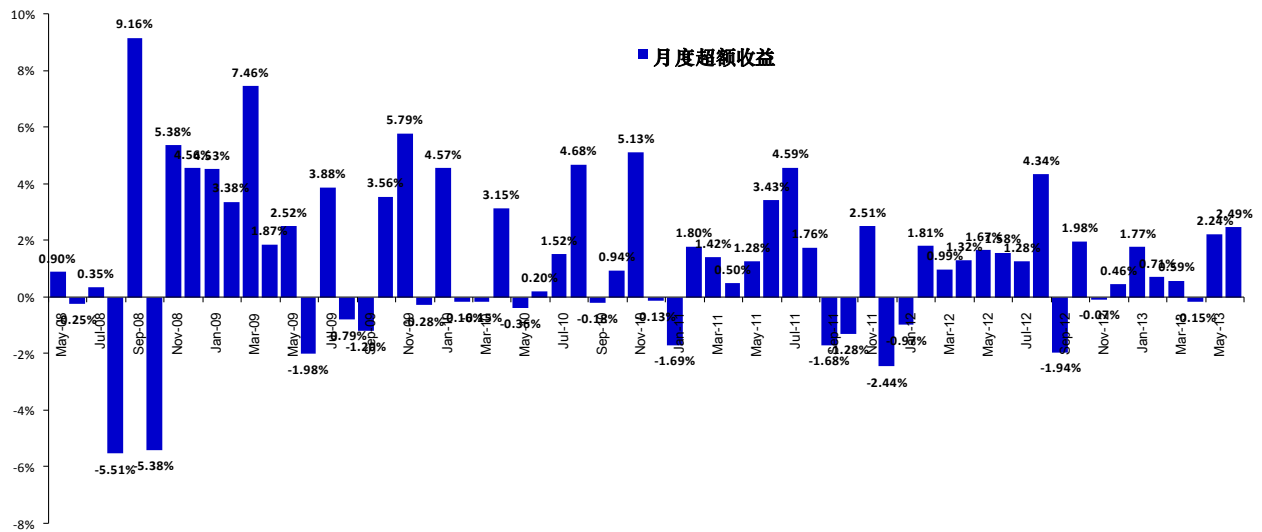


资料来源：国信证券经济研究所整理

行业内等权组合，分年度统计看（不分析 2013 年，因为还未结束），2008 年最大回撤为 12.47%，其余年份最大回撤均在 6% 以内；最大回撤天数除 2011 年为 45 天以外，其余年份都在 25 个交易日以内；超额收益除 2008 年低于 10%，其余年份都高于 10%；信息比率 2008 年显著低（只有半年数据），只有 0.62，2011 年低于 2，其余年份都高于 2，最高的 2012 年超过 3。

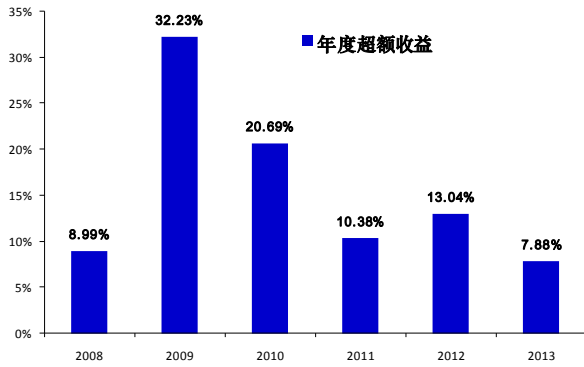
等权组合日胜率 58.62%、月胜率 67.74%、季度胜率 95.24%、年胜率 100%。

图 7: 等权组合月度超额收益



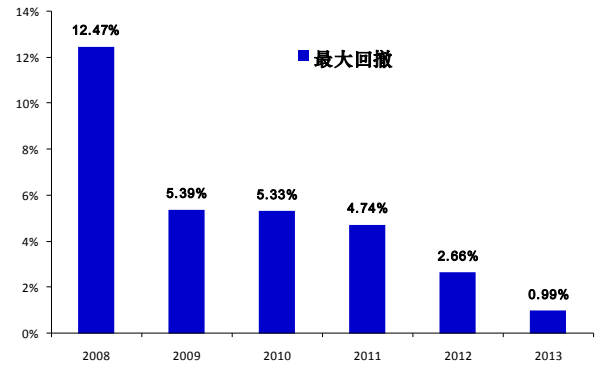
资料来源：国信证券经济研究所整理

图 8: 等权组合年度超额收益



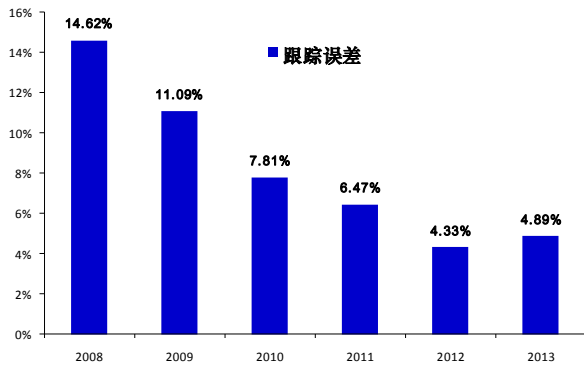
资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 9: 等权组合最大回撤



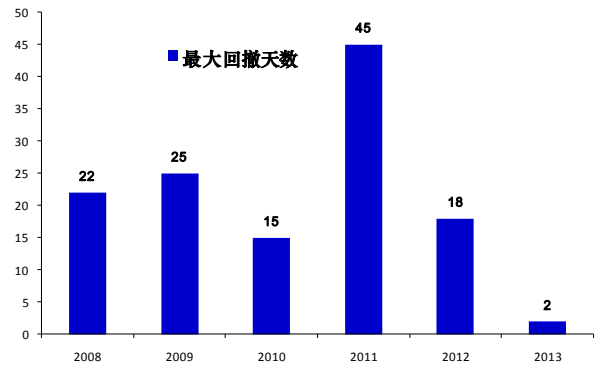
资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 10: 等权组合跟踪误差



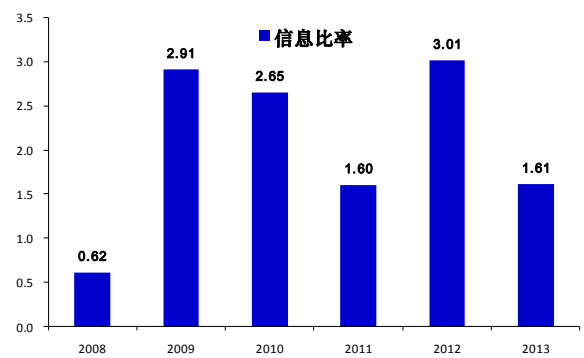
资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 11: 等权组合最大回撤天数



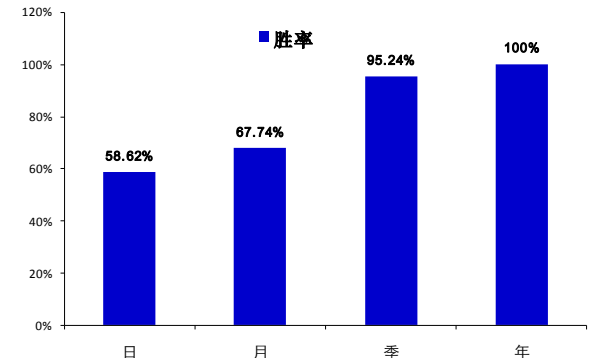
资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 12: 等权组合信息比率



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 13: 等权组合日、月、季、年胜率



资料来源: 国信证券经济研究所整理

表 10: 行业内等权组合绩效 (累计超额收益) 统计

日期	2008	2009	2010	2011	2012	2013
最大回撤	12.47%	5.39%	5.33%	4.74%	2.66%	0.99%

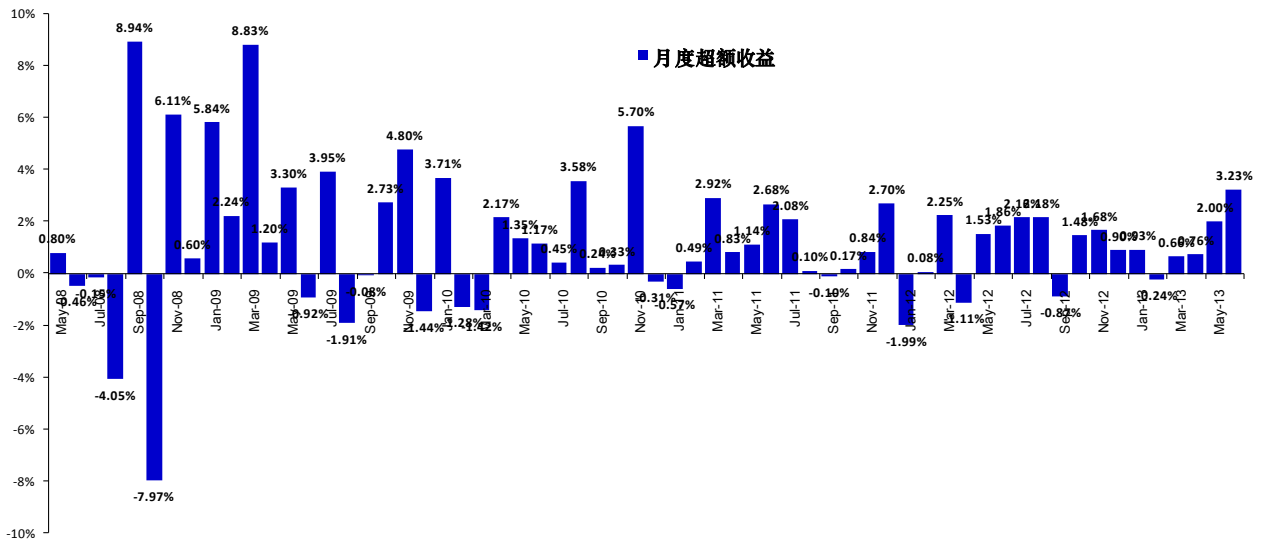
最大回撤天数	22	25	15	45	18	2
超额收益	8.99%	32.23%	20.69%	10.38%	13.04%	7.88%
跟踪误差	14.62%	11.09%	7.81%	6.47%	4.33%	4.89%
信息比率	0.62	2.91	2.65	1.60	3.01	1.61

资料来源：国信证券经济研究所整理

行业内等权组合，分年度统计看（不分析 2013 年，因为还未结束），2008 年最大回撤为 13.68%，其余年份最大回撤均在 6% 以内；最大回撤天数 2010 年和 2012 年都超过 40 个交易日，其余年份都在 22 个交易日以内；超额收益除 2008 年只有 3.19%，其余年份都高于 10%；信息比率 2008 年显著低（只有半年数据），只有 0.24，其余年份都高于 2，最高的 2010 年为 3.33。

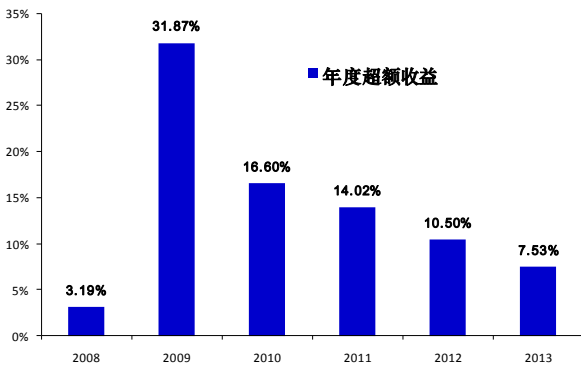
流通市值加权组合日胜率 57.57%、月胜率 72.58%、季度胜率 95.24%、年胜率 100%。

图 14: 市值加权组合月度超额收益



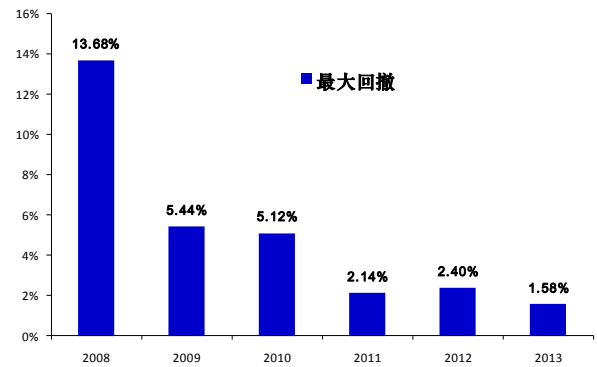
资料来源：国信证券经济研究所整理

图 15: 市值加权组合年度超额收益



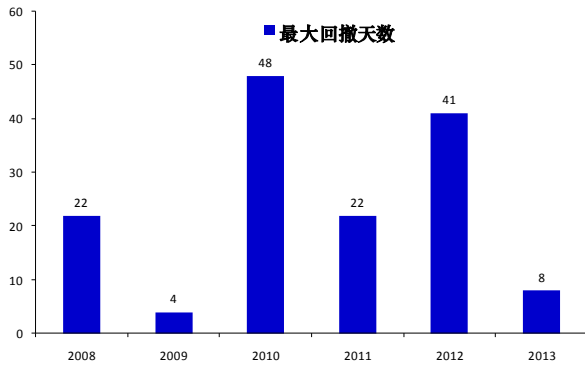
资料来源：国信证券经济研究所整理

图 16: 市值加权组合最大回撤



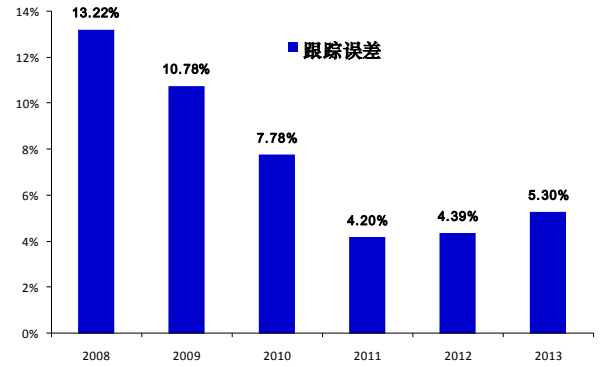
资料来源：国信证券经济研究所整理

图 17: 市值加权组合跟踪误差



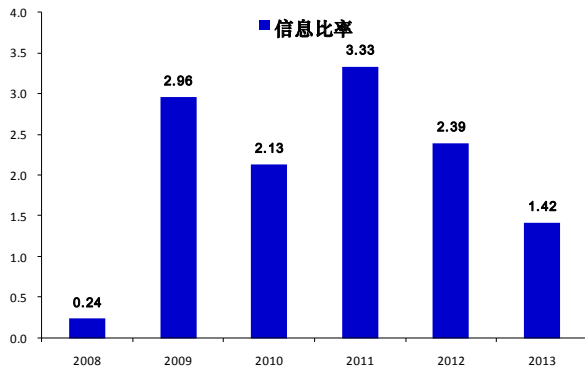
资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 18: 市值加权组合最大回撤天数



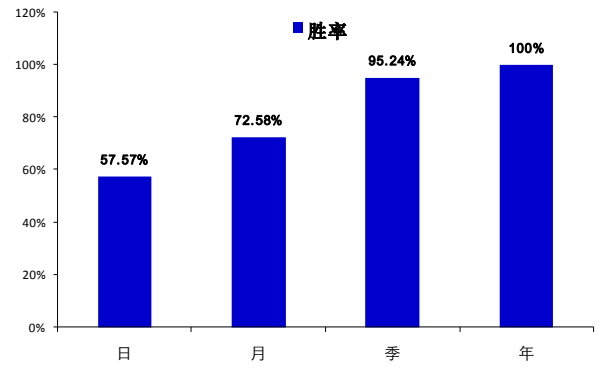
资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 19: 市值加权组合信息比率



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 20: 市值加权组合日、月、季、年胜率



资料来源: 国信证券经济研究所整理

表 11: 行业内流通市值加权组合绩效 (累计超额收益) 统计

日期	2008	2009	2010	2011	2012	2013
最大回撤	13.68%	5.44%	5.12%	2.14%	2.40%	1.58%
最大回撤天数	22	4	48	22	41	8
超额收益	3.19%	31.87%	16.60%	14.02%	10.50%	7.53%
跟踪误差	13.22%	10.78%	7.78%	4.20%	4.39%	5.30%
信息比率	0.24	2.96	2.13	3.33	2.39	1.42

资料来源: 国信证券经济研究所整理

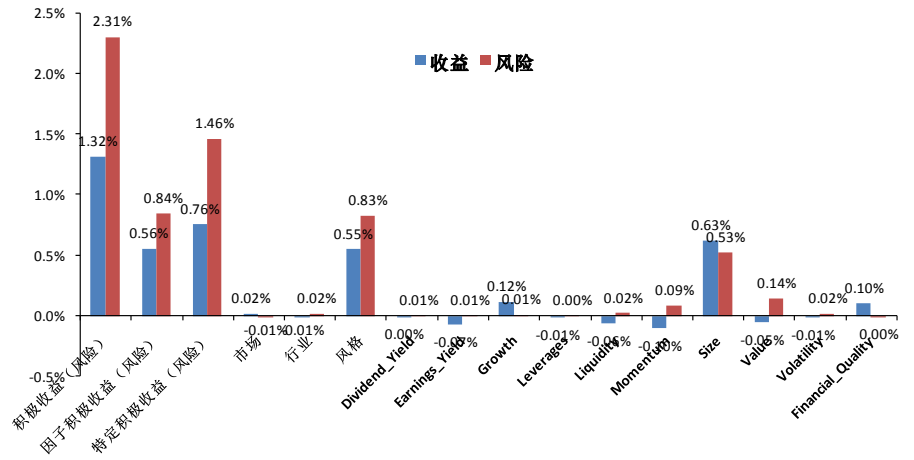
综合对比两个组合, 虽然统计绩效的绝大部分指标, 行业内等权组合都要优于行业内流通市值加权组合, 但是净值图上看, 2011 年下半年到 2012 年初的熊市中, 流通市值加权组合显著强于等权组合, 其余大部分时间内, 等权组合都在温和持续的战胜流通市值加权组合。

模型风险收益归因分析

用国信风险业绩归因模型对两个组合进行风险业绩归因。

行业内等权组合, 42%的收益和 37%的风险可以由归因模型解释。因子中, 规模因子贡献的收益和风险都是最大的, 其余显著正贡献收益的因子有成长因子和财务质量因子, 显著负贡献的因子有动量因子、盈利因子、价值因子。风险方面, 除规模因子外, 价值因子、动量因子、流动性因子贡献最多。

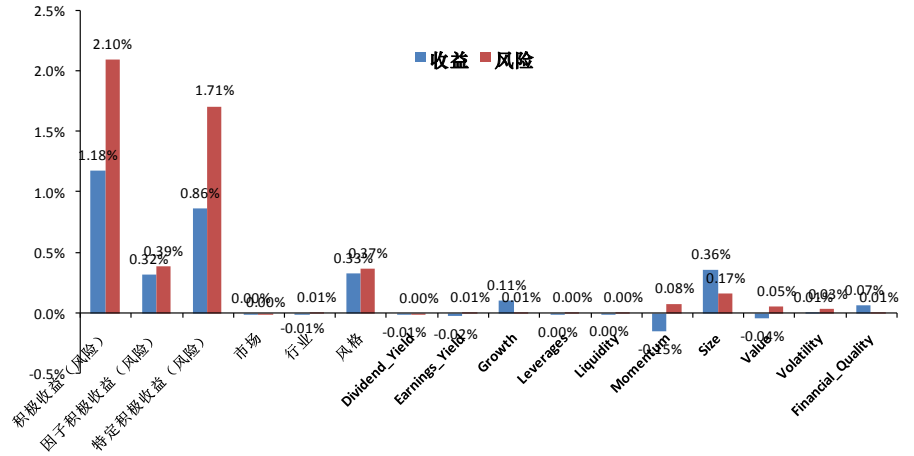
图 21: 行业内等权组合风险业绩归因



资料来源: 国信证券经济研究所整理

行业内等权组合, 27%的收益和 18%的风险可以由归因模型解释。因子中, 规模因子贡献的收益和风险都是最大的, 其余显著正贡献收益的因子有成长因子和财务质量因子, 显著负贡献的因子有动量因子、价值因子、盈利因子。风险方面, 除规模因子外, 动量因子、价值因子、波动因子贡献最多。

图 22: 行业内流通市值加权组合风险业绩归因



资料来源: 国信证券经济研究所整理

表 12: 等权/流通市值加权组合风险业绩归因

行业内等权业绩归因			行业内流通市值加权业绩归因		
	收益	风险		收益	风险
积极收益 (风险)	1.317%	2.309%	积极收益 (风险)	1.184%	2.098%
因子积极收益 (风险)	0.559%	0.845%	因子积极收益 (风险)	0.320%	0.386%
特定积极收益 (风险)	0.758%	1.464%	特定积极收益 (风险)	0.864%	1.712%
市场	0.018%	-0.009%	市场	0.001%	0.003%
行业	-0.009%	0.023%	行业	-0.012%	0.010%
风格	0.551%	0.831%	风格	0.331%	0.373%
Dividend_Yield	-0.002%	0.005%	Dividend_Yield	-0.007%	0.002%
Earnings_Yield	-0.066%	0.007%	Earnings_Yield	-0.019%	0.007%

Growth	0.120%	0.010%	Growth	0.107%	0.010%
Leverages	-0.007%	0.004%	Leverages	-0.002%	0.004%
Liquidity	-0.058%	0.024%	Liquidity	0.000%	0.004%
Momentum	-0.102%	0.087%	Momentum	-0.148%	0.080%
Size	0.627%	0.527%	Size	0.359%	0.168%
Value	-0.051%	0.145%	Value	-0.037%	0.054%
Volatility	-0.011%	0.023%	Volatility	0.008%	0.034%
Financial_Quality	0.101%	-0.001%	Financial_Quality	0.070%	0.010%

资料来源：国信证券经济研究所整理

最新一期股票列表及收益情况

模型最新一期（2013-05-01—2013-06-18），等权组合收益率为 3.72%，流通市值加权组合为 4.10%，基准沪深 300 为 -1.17%，等权组合超额收益 4.88%，流通市值加权组合 5.27%。

表 13: 国信 ROE 选股模型最新一期收益（2013-05-01—2013-06-18）

股票名称	等权重	市值加权	0501-0618 收益率	股票名称	等权重	市值加权	0501-0618 收益率
大北农	0.194%	0.260%	-1.19%	航民股份	0.042%	0.045%	-1.39%
海大集团	0.194%	0.364%	-9.76%	鲁泰 A	0.042%	0.050%	16.03%
西王食品	0.194%	0.038%	-8.26%	东风股份	0.000%	0.000%	8.78%
新希望	0.194%	0.298%	2.84%	奥瑞金	0.000%	0.000%	2.91%
百洋股份	0.194%	0.011%	0.21%	姚记扑克	0.000%	0.000%	1.73%
金正大	0.708%	0.027%	2.37%	索菲亚	0.000%	0.000%	-8.35%
中国石化	0.708%	3.049%	-5.65%	喜临门	0.000%	0.000%	10.70%
万华化学	0.708%	0.260%	-9.33%	云南白药	1.012%	1.951%	2.56%
S 佳通	0.708%	0.011%	34.53%	益佰制药	1.012%	0.326%	13.54%
上海家化	0.708%	0.193%	-5.85%	天士力	1.012%	1.269%	10.16%
方大特钢	0.330%	0.356%	1.25%	恒瑞医药	1.012%	1.241%	4.34%
鲁银投资	0.330%	0.189%	-2.33%	鱼跃医疗	1.012%	0.273%	19.71%
久立特材	0.330%	0.299%	36.26%	京能热电	0.540%	0.228%	-5.24%
新兴铸管	0.330%	0.762%	-1.45%	新疆浩源	0.540%	0.024%	52.16%
常宝股份	0.330%	0.044%	16.97%	碧水源	0.540%	0.621%	26.04%
辰州矿业	1.132%	0.597%	-9.48%	宝新能源	0.540%	0.334%	1.56%
中金黄金	1.132%	1.892%	-11.36%	国电电力	0.540%	1.493%	-10.12%
江西铜业	1.132%	2.209%	-10.27%	江西长运	0.516%	0.515%	21.14%
新华龙	1.132%	0.048%	-7.88%	澳洋顺昌	0.516%	0.496%	17.46%
中金岭南	1.132%	0.914%	-9.91%	华鹏飞	0.516%	0.078%	17.94%
金螳螂	1.006%	1.681%	10.17%	海博股份	0.516%	0.817%	2.62%
方兴科技	1.006%	0.198%	-2.73%	外运发展	0.516%	0.675%	17.24%
安徽水利	1.006%	0.220%	0.78%	华夏幸福	1.276%	2.868%	24.25%
亚厦股份	1.006%	0.315%	31.29%	中弘股份	1.276%	2.296%	-0.81%
中国化学	1.006%	2.616%	18.40%	深物业 A	1.276%	0.416%	17.46%
浩物股份	0.794%	0.086%	-3.37%	三湘股份	1.276%	0.259%	1.01%
正泰电器	0.794%	1.014%	0.92%	刚泰控股	1.276%	0.542%	0.67%
国电南瑞	0.794%	1.400%	23.29%	民生银行	7.146%	4.946%	1.32%
杰瑞股份	0.794%	0.953%	17.07%	招商银行	7.146%	4.786%	5.46%
天地科技	0.794%	0.517%	-9.04%	工商银行	7.146%	23.737%	2.72%
歌尔声学	0.198%	0.601%	34.28%	光大银行	7.146%	1.267%	1.97%
大族激光	0.198%	0.206%	10.15%	建设银行	7.146%	0.995%	0.00%
法拉电子	0.198%	0.068%	20.21%	重庆百货	0.330%	0.190%	-2.62%
佛山照明	0.198%	0.073%	13.39%	豫园商城	0.330%	0.678%	-4.34%
亿纬锂能	0.198%	0.042%	66.80%	江苏国泰	0.330%	0.274%	21.08%
长城汽车	1.138%	1.573%	-0.69%	新华百货	0.330%	0.168%	0.00%
宇通客车	1.138%	2.676%	22.81%	步步高	0.330%	0.340%	4.45%
隆鑫通用	1.138%	0.118%	-8.41%	中国国旅	0.032%	0.110%	-1.27%
江铃汽车	1.138%	1.157%	2.70%	张家界	0.032%	0.006%	-2.73%

万丰奥威	1.138%	0.165%	2.58%	峨眉山 A	0.032%	0.017%	-6.23%
大华股份	0.300%	1.035%	4.29%	全聚德	0.032%	0.017%	1.99%
恒宝股份	0.300%	0.148%	41.96%	丽江旅游	0.032%	0.010%	-4.44%
光迅科技	0.300%	0.152%	34.83%	远光软件	0.432%	0.286%	6.39%
通鼎光电	0.300%	0.054%	3.35%	浙报传媒	0.432%	0.129%	27.44%
波导股份	0.300%	0.110%	1.27%	东华软件	0.432%	0.595%	15.20%
青岛海尔	0.570%	0.906%	-6.39%	航天信息	0.432%	0.663%	12.44%
海信电器	0.570%	0.524%	-21.14%	蓝色光标	0.432%	0.487%	23.58%
华帝股份	0.570%	0.068%	-6.12%	华测检测	0.048%	0.020%	10.03%
美的电器	0.570%	1.239%	-3.81%	上海科技	0.048%	0.019%	-8.41%
苏泊尔	0.570%	0.113%	5.76%	嘉宝集团	0.048%	0.033%	-5.49%
山西汾酒	1.108%	0.466%	-0.11%	东方集团	0.048%	0.089%	4.64%
泸州老窖	1.108%	0.686%	0.98%	宁波富达	0.048%	0.079%	-6.84%
贵州茅台	1.108%	3.631%	13.77%	露天煤业	1.150%	0.217%	-9.44%
洋河股份	1.108%	0.582%	-0.66%	靖远煤电	1.150%	0.053%	-5.66%
承德露露	1.108%	0.175%	7.93%	中国神华	1.150%	4.761%	-8.93%
探路者	0.042%	0.027%	0.90%	兰花科创	1.150%	0.288%	-16.09%
罗莱家纺	0.042%	0.061%	1.03%	阳泉煤业	1.150%	0.431%	-16.92%
富安娜	0.042%	0.028%	2.12%				

资料来源：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 $\pm 10\%$ 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

宏观		策略		固定收益	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	赵婧	0755-22940745
崔嵘	021-60933159	林丽梅	021-60933157		
		技术分析			
		闫莉	010-88005316		
交通运输		机械		商业贸易	
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				
钢铁及新材料		房地产		基础化工及石化	
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		
医药		计算机及电子		传媒	
贺平鸽	0755-82133396	高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322
丁丹	0755-82139908			刘明	010-88005319
杜佐远	0755-82130473				
胡博新	0755-82133263				
刘勍	0755-82133400				
纺织服装及日化		电力及公共事业		非银行金融及银行	
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
轻工		建筑工程及建材		家电及通信	
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
电力设备及新能源		食品饮料		旅游	
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
农业		电子		金融工程	
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
基金评价与研究					
李腾	010-88005310				
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		