

证券研究报告—深度报告

金融工程

数量化投资

金融工程专题研究

2017年05月25日

专题报告

相关研究报告:

《金融工程专题研究: 单向波动差值择时之五: 基于幅度过滤等方式的交易频率改进》——2017-05-15
 《金融工程专题研究: 多因子框架下的基金风格分解与报告期检验》——2017-02-27
 《金融工程专题研究: 基于收益动量和成交额反转的行业配置模型》——2017-03-06
 《金融工程专题研究: 长期反转池中挖掘“价值股”》——2017-01-06
 《金融工程专题研究: 递归神经网络 RNN—长短期记忆细胞(LSTM)的多因子预测》——2017-05-24

证券分析师: 吴子昱

电话: 0755-22940607

E-MAIL: wuziy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514050002

证券分析师: 黄志文

电话: 0755-82133928

E-MAIL: huangzw@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120059

白马股量化选股模型

● 绩优白马股的特征

绩优白马股的长期 ROE 比较稳定, 而稳定的 ROE 又能解释公司的长期业绩增长。这是绩优白马股的必要条件之一。ROE 长期不稳定的股票, ROE 水平无法解释业绩增长, 也就无法成为绩优白马股。

● 绩优白马股的长期收益来源

绩优白马股的长期收益靠公司长期稳定的净资产收益率来驱动; 而其它类型股票的长期收益只能由公司的利润增长来解释。长期 ROE 越高, 则公司盈利质量越高, 经济周期抗风险能力越强, 成长的可持续性越强, 驱动股票长期收益率的提升。

● 茅台魔咒

分析了 2007 年至今的 25 个股价超越茅台的案例, 其中多数股票的成长的可持续性、业绩的稳定性和可持续性、经济周期抗风险能力等方面, 距离茅台仍有差距; 另有少部分股票虽然拥有较好的基本面, 但长期 ROE 整体水平低于茅台, 从而盈利质量难以超越茅台。

加之茅台最近十年股本鲜有扩张, 综合基本面和股本扩张两方面因素, 股价想持续超越茅台是几乎不可能的。

● 国信白马股量化选股模型

基于过去的财务数据, 寻找下年 ROE 继续保持稳定较高水平, 且下季度业绩增速高于市场平均的公司。每年 5 月 1 日, 9 月 1 日, 11 月 1 日换仓三次。

选股方法:

1. 按 ROE 波动率, 将股票分为 ROE 稳定组和高波动组;
2. 在 ROE 稳定组里, 选过去三年 ROE 在 10% 以上的公司;
3. 营业收入同比/环比改善;
4. 净利润同比/环比改善。

2005 年至今, 模型年化收益 34.8%; 相对 300 等权年化超额收益 18.6%, 月胜率 70.3%。我们对组合下期 ROE 和净利润增速做了实证, 两者均大幅高于市场平均水平。说明长期坚持投资绩优白马股, 通过分享公司“高质量的盈利、业绩稳定成长”的回报是比较丰厚的。

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

绩优白马股.....	4
绩优白马股相关研究简介	4
从 ROE 到净利润，再到股票收益率.....	4
绩优白马股：从基本面到二级市场的传导	4
茅台魔咒：注定还是巧合？	9
股价超越茅台是否合理？	9
国信金工白马股量化选股模型	10
总结与讨论.....	13
附录：白马股模型最新组合列表	13
国信证券投资评级.....	14
分析师承诺.....	14
风险提示.....	14
证券投资咨询业务的说明	14

图表目录

图 1: ROE 高波动组中, 长期 ROE 和净利润复合年增长率.....	5
图 2: ROE 稳定组中, 长期 ROE 和净利润复合年增长率.....	6
图 3: ROE 高波动组中, 净利润复合年增长率和股票年化收益率	6
图 4: ROE 稳定组中, 净利润复合年增长率和股票年化收益率	7
图 5: 模型月度超额收益时间序列分布	10
图 6: 模型绝对收益净值图	11
图 7: 模型累计超额收益净值图	11
图 8: 模型与全市场整体在下期年报 ROE 水平的比较	12
图 9: 模型与全市场整体在下期净利润同比增速的比较	12
表 1: 2007 至 2016 年度中国 A 股市场 ROE 相对稳定的公司列表.....	4
表 2: ROE 稳定组中, ROE 均值最高 top 20 的年报 ROE	7
表 3: ROE 稳定组中, ROE 最高 top 20 的业绩指标和股票收益率统计	8
表 4: ROE 稳定组中, ROE 均值最高 top 20 的资产负债率	8
表 5: 2007-2017 年股价超越茅台的典型案例	9
表 6: 超越茅台的公司基本面和股价近期表现	9
表 7: 国信白马股量化选股模型主要绩效评价指标	11
表 8: 白马股量化选股模型最新组合	13

绩优白马股

绩优白马股相关研究简介

按字面理解，绩优白马股是指业绩优秀、稳定成长的公司。围绕公司业绩，2013年国信金工 ROE 模型主要研究以下几方面内容：

1. PB-ROE 模型对 A 股市场的行业层面约束效果不明显；所以用 ROE 指标截面比较，行业内选股。
2. 将 ROE 分解为杜邦三因子，通过因子收益归因发现，销售利润率和资产周转率是显著的收益来源，而财务杠杆在 A 股市场范围内，对收益无明显的解释作用。因此，分别通过销售利润率，资产周转率和 ROE 三部分来对公司经营质量进行评价打分。

绩优白马股的反思与启示

对绩优白马股的定义并无统一标准，本报告将用两类特征作为切入点，研究绩优白马股：

1. ROE 长期水平，以及波动特征。
2. 利润长期水平。

从 ROE 到净利润，再到股票收益率

绩优白马股：从基本面到二级市场的传导

长期高 ROE 的公司研究

我们采用 2007 年至 2016 年年报数据，对过去十年的上市公司年报，按照长期 ROE 的高低进行了梳理。首先我们将全市场上市 10 年以上的股票，按照 ROE 的长期波动率分为两类，即 ROE 稳定组和 ROE 高波动组。其中，ROE 稳定组的列表如下：

表 2：2007 至 2016 年度中国 A 股市场 ROE 相对稳定的公司列表

名称	ROE 波动	名称	ROE 波动	名称	ROE 波动	名称	ROE 波动	名称	ROE 波动
山东高速	0.23	中青旅	0.55	百大集团	0.69	北辰实业	0.80	陆家嘴	0.91
北京城乡	0.25	华润三九	0.55	通威股份	0.69	鹏博士	0.81	张裕 A	0.91
皖通高速	0.26	航民股份	0.55	中信海直	0.70	老凤祥	0.81	中粮地产	0.91
航天信息	0.28	天威视讯	0.55	永新股份	0.70	华北高速	0.81	山东威达	0.91
北京银行	0.30	航发动力	0.56	葛洲坝	0.70	浙江龙盛	0.81	广百股份	0.91
恒瑞医药	0.31	招商银行	0.57	全聚德	0.70	古越龙山	0.81	正泰电器	0.91
鄂武商 A	0.32	交通银行	0.57	金马股份	0.70	中国中车	0.82	三花智控	0.91
建设银行	0.32	紫光国芯	0.57	长江电力	0.70	华润双鹤	0.82	陕鼓动力	0.92
益民集团	0.32	四创电子	0.57	青岛啤酒	0.70	三力士	0.82	顺鑫农业	0.92
格力电器	0.33	山东药玻	0.58	金智科技	0.70	东方雨虹	0.82	外运发展	0.92
航天电器	0.35	劲嘉股份	0.58	申达股份	0.71	云南城投	0.82	中原高速	0.93
中国银行	0.36	上海建工	0.58	天津港	0.71	首开股份	0.82	五粮液	0.93
中工国际	0.38	锦江股份	0.59	同济科技	0.71	华天科技	0.83	扬农化工	0.93
东阿阿胶	0.38	科华生物	0.60	复旦复华	0.71	国电南瑞	0.84	建发股份	0.93
兴业银行	0.38	大冷股份	0.60	怡亚通	0.72	江中药业	0.84	重庆百货	0.93
康缘药业	0.39	东华软件	0.60	中国海诚	0.72	洪城水业	0.84	华鲁恒升	0.93
万科 A	0.39	中直股份	0.60	中鼎股份	0.72	中国神华	0.84	新湖中宝	0.94

交运股份	0.40	天地源	0.60	承德露露	0.72	飞亚达 A	0.85	高鸿股份	0.94
龙净环保	0.40	杭州解百	0.60	顺络电子	0.72	武汉控股	0.85	上海机电	0.94
创业环保	0.40	南京银行	0.61	金螳螂	0.72	新野纺织	0.85	达安基因	0.94
皖新传媒	0.41	法拉电子	0.61	广电运通	0.72	新世界	0.85	万华化学	0.95
工商银行	0.41	歌华有线	0.61	东信和平	0.73	时代出版	0.86	福耀玻璃	0.95
深圳燃气	0.41	片仔癀	0.61	东方通信	0.73	伟星股份	0.86	厦门国贸	0.95
双汇发展	0.42	金地集团	0.62	康美药业	0.74	光明地产	0.86	通策医疗	0.96
宁沪高速	0.42	人福医药	0.63	浙江东方	0.74	得兴股份	0.86	超声电子	0.96
国药股份	0.43	东方创业	0.63	联创光电	0.74	铁龙物流	0.87	苏宁环球	0.96
贵航股份	0.43	三峡水利	0.63	黄山旅游	0.74	上海机场	0.87	烟台冰轮	0.96
华夏银行	0.43	东港股份	0.63	烽火通信	0.74	菲达环保	0.87	苏州高新	0.96
宁波银行	0.44	启迪桑德	0.64	第一医药	0.75	安徽合力	0.88	远光软件	0.97
上港集团	0.44	白云机场	0.64	荣盛发展	0.75	金证股份	0.88	南京高科	0.97
江苏国泰	0.45	中兴商业	0.64	科达洁能	0.76	百联股份	0.88	宗申动力	0.97
中国医药	0.46	北巴传媒	0.65	楚天高速	0.76	江铃汽车	0.88	沧州明珠	0.97
同仁堂	0.46	民生银行	0.65	雅戈尔	0.76	华远地产	0.88	吉林高速	0.97
欧亚集团	0.46	华侨城 A	0.65	新黄浦	0.76	广深铁路	0.89	天科股份	0.97
厦门空港	0.48	大秦铁路	0.65	金融街	0.77	置信电气	0.89	申能股份	0.97
广东鸿图	0.48	四川成渝	0.65	浦发银行	0.77	广电网络	0.89	鱼跃医疗	0.97
通润装备	0.48	宜华生活	0.65	天康生物	0.78	双鹭药业	0.89	京能电力	0.97
隧道股份	0.49	华东医药	0.65	石基信息	0.78	恒宝股份	0.89	物产中大	0.98
保利地产	0.49	现代制药	0.66	苏泊尔	0.79	中国武夷	0.89	东莞控股	0.98
大众公用	0.49	九芝堂	0.66	宝信软件	0.79	越秀金控	0.89	海宁皮城	0.98
伊力特	0.49	深振业 A	0.66	康恩贝	0.79	营口港	0.90	机器人	0.98
贵州茅台	0.50	万向钱潮	0.66	中储股份	0.79	嘉宝集团	0.90	仁和药业	0.98
云南白药	0.51	中国卫星	0.67	大众交通	0.79	康力电梯	0.90	日照港	0.99
中航机电	0.52	马应龙	0.67	世茂股份	0.79	汉钟精机	0.90	中原环保	0.99
首创股份	0.52	中航光电	0.67	华海药业	0.79	联环药业	0.90	中国中铁	0.99
恩华药业	0.53	北新建材	0.67	宇通客车	0.80	康斯特	0.90		
中信银行	0.54	鲁泰 A	0.68	华闻传媒	0.80	现代投资	0.91		
国药一致	0.55	阳光照明	0.69	中天金融	0.80	出版传媒	0.91		

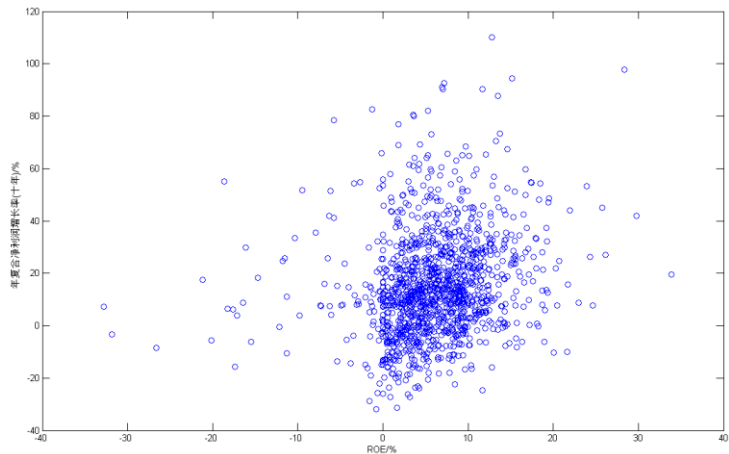
资料来源：WIND 资讯、国信证券经济研究所整理

上表共有 237 家公司，这些公司过去 10 年的 ROE 波动率均未超过 ROE 均值水平。

ROE 与净利润增长的关系

ROE 波动组中，长期 ROE 和净利润复合年增长率的关系，如下图所示：

图 2: ROE 高波动组中，长期 ROE 和净利润复合年增长率

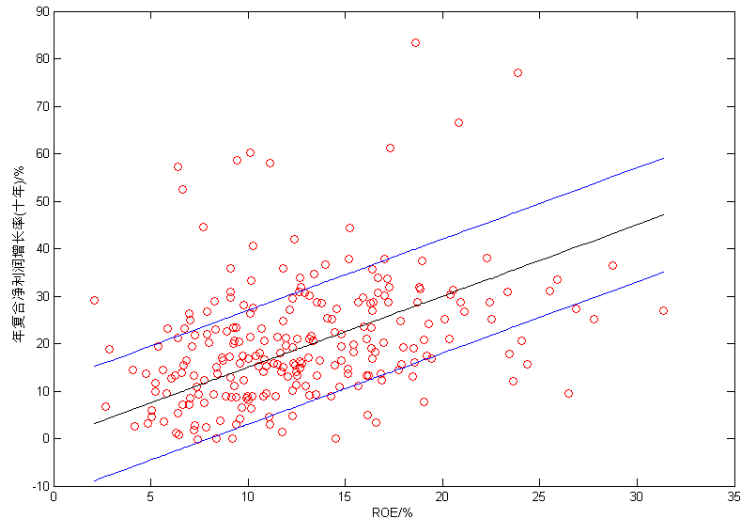


资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所整理

图中显示，在 ROE 高波动组中，净利润在 ROE 每个固定位置上的分布较为分散，长期 ROE 对净利润复合年增长率的解释度不强。

ROE 稳定组中，长期 ROE 和净利润复合年增长率的的关系，如下表所示：

图 2: ROE 稳定组中，长期 ROE 和净利润复合年增长率



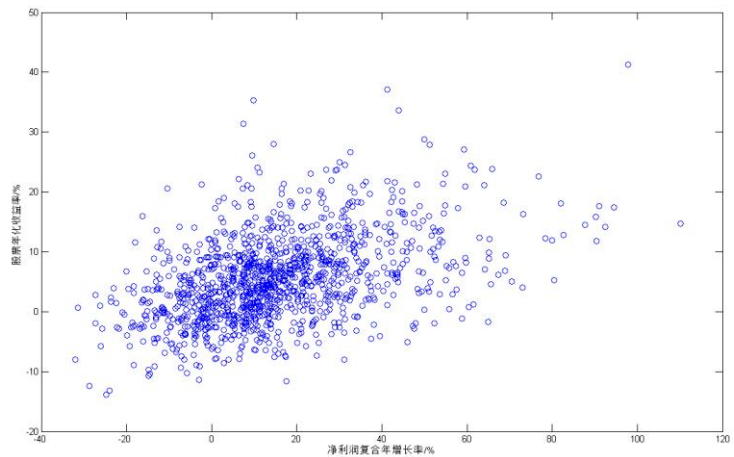
资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所整理

如上图所示，在 ROE 稳定组中，长期 ROE 较好的解释了净利润复合年增长率。

净利润增长与股票收益率的关系

ROE 波动组中，净利润复合年增长率与股票收益率的关系，如下图所示：

图 3: ROE 高波动组中，净利润复合年增长率和股票年化收益率

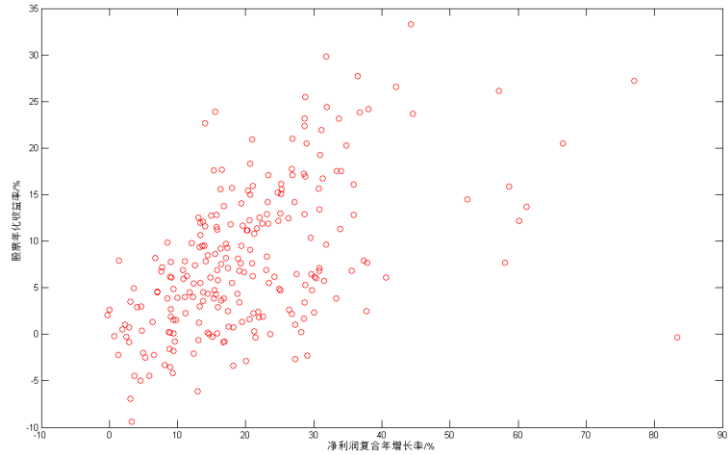


资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所整理

上图显示，随着净利润复合年增长率上升，股票十年年化收益率也上升。即便在 ROE 高波动组当中，长期净利润增长也能较好地解释不同股票长期收益率的差异。

ROE 稳定组中，净利润复合年增长率与股票收益率的关系，如下图所示：

图 4: ROE 稳定组中, 净利润复合年增长率和股票年化收益率



资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所整理

上图显示, 净利润复合年增长率和股票年化收益率正相关。在 ROE 稳定组当中, 股票之间长期净利润增长的差异解释了股票长期收益率的差异。

至此, 我们总结出在 ROE 不同组当中的传导逻辑:

1. 在 ROE 稳定组中, 长期 ROE 较好地解释了长期净利润增长, 而长期净利润又显著影响了股票长期收益率。从而, 此类股票的长期收益主要取决于长期 ROE 水平的差异。
2. 在 ROE 高波动组中, ROE 本身对长期净利润增长无显著解释。此类股票的长期收益主要受到长期净利润增长率的影响。

ROE 稳定组中寻找绩优白马股

在 ROE 稳定组中, 我们选择长期 ROE 综合水平最高的前 20 名, 分析这类公司 ROE, 净利润和二级市场十年收益率的情况, 如下表所示:

表 2: ROE 稳定组中, ROE 均值最高 top20 的年报 ROE (单位: %)

股票名称	2007ROE	2008ROE	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016ROE
贵州茅台	34.4	33.8	29.8	27.5	35.1	39.0	35.5	28.7	24.3	22.9
格力电器	22.6	26.8	29.2	32.1	29.7	27.6	31.4	32.1	26.4	28.6
双汇发展	25.8	29.2	31.0	33.9	36.2	24.6	26.9	26.1	25.3	31.0
正泰电器	41.4	37.7	40.7	15.3	17.9	27.8	29.4	30.3	26.0	16.3
宇通客车	14.2	31.6	26.0	34.6	35.4	21.2	20.8	24.2	27.5	29.8
华东医药	29.8	22.4	33.5	27.4	25.0	23.5	22.3	33.4	36.9	19.9
万华化学	37.8	31.3	21.1	24.9	25.5	28.3	29.9	22.8	13.9	24.8
承德露露	15.9	18.9	21.5	23.9	25.5	27.9	33.0	33.7	27.6	22.8
福耀玻璃	26.0	7.5	25.5	30.6	24.3	21.9	24.5	25.2	15.9	17.4
国药一致	25.8	24.7	23.4	24.8	24.5	26.8	23.2	13.7	14.0	14.0
双鹭药业	24.5	28.7	25.3	22.9	32.2	23.6	22.5	22.1	16.1	11.6
东阿阿胶	16.8	20.4	16.4	21.2	25.0	24.5	24.0	23.1	23.2	22.2
金螳螂	15.6	19.8	22.2	32.2	23.5	26.8	28.2	26.2	18.6	16.9
云南白药	25.0	14.8	16.9	21.0	21.8	22.5	25.7	22.4	20.6	18.6
恒瑞医药	25.6	21.2	25.5	21.4	20.8	20.7	19.5	19.1	21.9	20.9
中鼎股份	21.4	27.8	23.9	29.3	21.4	27.1	17.5	19.3	19.5	14.0

老凤祥	10.0	9.3	13.2	17.6	24.1	22.1	26.7	23.8	24.6	20.9
国药股份	19.0	23.3	21.7	23.8	18.2	18.7	19.5	19.5	16.9	15.5
国电南瑞	15.4	12.8	23.8	21.1	29.2	27.2	26.4	18.0	16.1	16.4
万科 A	16.6	12.7	14.3	16.5	18.2	19.7	19.7	17.9	18.1	18.5

资料来源：WIND 资讯、国信证券经济研究所整理

上表中这 20 家公司，从 2007 年至 2016 年的 ROE 来看，呈现出“ROE 波动小，整体水平高”的特征。

表 3：ROE 稳定组中，ROE 最高 top 20 的业绩指标和股票收益率统计（单位：%）

代码	名称	净利润复合年增长率%	股票收益率%	长期 ROE 平均估计%	代码	名称	净利润复合年增长率%	股票收益率%	长期 ROE 平均估计%
600519.SH	贵州茅台	34.4	33.8	31.4	002038.SZ	双鹭药业	24.5	28.7	22.5
000651.SZ	格力电器	22.6	26.8	28.8	000423.SZ	东阿阿胶	16.8	20.4	22.4
000895.SZ	双汇发展	25.8	29.2	27.8	002081.SZ	金螳螂	15.6	19.8	22.3
601877.SH	正泰电器	41.4	37.7	26.9	000538.SZ	云南白药	25.0	14.8	21.1
600066.SH	宇通客车	14.2	31.6	25.9	600276.SH	恒瑞医药	25.6	21.2	20.9
000963.SZ	华东医药	29.8	22.4	25.5	000887.SZ	中鼎股份	21.4	27.8	20.8
600309.SH	万华化学	37.8	31.3	24.4	600612.SH	老凤祥	10.0	9.3	20.6
000848.SZ	承德露露	15.9	18.9	24.1	600511.SH	国药股份	19.0	23.3	19.0
600660.SH	福耀玻璃	26.0	7.5	23.5	600406.SH	国电南瑞	15.4	12.8	18.7
000028.SZ	国药一致	25.8	24.7	23.3	000002.SZ	万科 A	16.6	12.7	17.8

资料来源：WIND 资讯、国信证券经济研究所整理

表中显示这类公司的长期 ROE 能够保持较高水平，长期净利润复合增长率较高，二级市场长期收益率也显著高于市场平均水平。值得一提的是，这类公司的长期 ROE 水平，与其长期净利润复合增长率基本相当（长期净利润增长既没有过高，保证了可持续性；也显著比多数公司高，反映了公司良好的成长能力）。此外，此类公司的长期负债结构也呈现出稳定的态势：

表 4：ROE 稳定组中，ROE 均值最高 top 20 的资产负债率（单位：%）

股票名称	07 负债率	08 负债率	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	16 负债率
贵州茅台	20.2	27.0	25.9	27.5	27.2	21.2	20.4	16.0	23.3	32.8
格力电器	77.1	75.2	79.3	78.6	78.4	74.4	73.5	71.1	70.0	69.9
双汇发展	32.1	32.1	35.4	35.8	44.7	24.8	24.0	25.6	22.7	29.4
正泰电器	59.9	44.7	49.2	29.3	43.1	49.1	48.8	47.2	41.3	60.2
宇通客车	64.2	63.7	60.5	63.4	57.5	48.7	45.9	54.4	57.1	61.1
华东医药	72.7	71.1	63.7	68.4	69.3	64.2	60.7	72.0	71.6	47.1
万华化学	41.6	30.7	39.7	44.7	52.8	56.3	62.2	68.1	69.0	63.9
承德露露	45.1	40.6	40.5	44.2	48.2	46.9	44.6	27.6	31.7	35.2
福耀玻璃	62.7	65.0	51.5	44.7	49.0	46.5	46.2	47.8	33.9	39.6
国药一致	82.2	82.4	83.2	82.1	81.4	80.2	79.0	62.2	57.9	58.2
双鹭药业	5.9	3.3	3.6	3.0	2.9	4.7	4.5	4.2	3.9	3.7
东阿阿胶	21.4	23.4	21.1	21.7	17.8	19.0	15.0	19.2	17.7	15.7
金螳螂	63.4	63.4	66.1	69.4	59.5	68.4	68.5	66.3	64.7	62.2
云南白药	50.6	35.5	39.6	42.2	38.9	34.1	29.9	30.9	29.9	35.6
恒瑞医药	18.9	10.2	11.1	10.8	9.1	7.6	7.8	8.8	9.9	10.2
中鼎股份	29.0	52.0	47.7	51.1	49.9	49.5	44.7	43.3	49.1	44.2
老凤祥	54.1	65.1	63.2	65.6	65.6	64.2	58.6	60.0	53.1	57.1
国药股份	62.9	56.5	61.0	60.4	56.8	59.0	56.8	53.4	46.4	45.7
国电南瑞	46.5	49.7	57.2	43.9	51.1	49.1	53.8	51.2	50.0	48.9
万科 A	66.1	67.4	67.0	74.7	77.1	78.3	78.0	77.2	77.7	80.5

资料来源：WIND 资讯、国信证券经济研究所整理

上表显示，无论宏观或行业景气或不景气时，公司的负债率都比较稳定。负债率稳定是公司经营稳定的体现，比一般公司更能抵御经济周期风险。

绩优白马股在 ROE，利润等方面所展现出的特征，有助于我们去理清选股的目标。更有针对性地制定选股模型。

茅台魔咒：注定还是巧合？

多年以来，A股市场的股票存在“茅台魔咒”。那么这是巧合？还是其中另有原因？本章我们从绩优白马股的角度，来就此进行一番探讨。

茅台魔咒：股价超越茅台，就意味着要调整？

每当一只股票价格超越贵州茅台之后，随之而来都会经历一波显著的调整。我们选取了2007年至2017年的A股市场具有代表性的25个例子：

表 5：2007-2017 年股价超越茅台的典型例子

名称	股价超越茅台最多之日	名称	股价超越茅台最多之日	名称	股价超越茅台最多之日
中国船舶	2007/10/11	洋河股份	2010/11/23	光环新网	2015/5/21
山东黄金	2008/1/9	朗玛信息	2015/3/27	广生堂	2015/5/28
神州泰岳	2010/4/12	安硕信息	2015/5/13	迅游科技	2015/6/24
碧水源	2010/4/26	全通教育	2015/5/13	创业软件	2015/6/24
国民技术	2010/5/6	京天利	2015/5/13	金雷风电	2015/12/1
海普瑞	2010/5/7	金证股份	2015/5/19	维宏股份	2016/6/29
汉王科技	2010/5/24	长亮科技	2015/5/21	中科创达	2016/6/8
东方园林	2010/8/20	暴风集团	2015/5/21	吉比特	2017/3/14
世纪鼎利	2010/8/31				

资料来源：WIND 资讯、国信证券经济研究所整理

上表显示，多数股票都是在牛市当中，股价超越茅台的。07 年底附近，牛市有两只股票股价超过茅台，分别是中国船舶和山东黄金；10 年和 15 年两轮牛市中，上表共有 20 家公司股价超过茅台；之后 16 年有两家，17 年有一家。

股价超越茅台是否合理？

我们将上述在过去十年股价曾超越茅台的公司，剔除 2016 年以后上市的股票，与茅台从基本面和二级市场两方面的客观数据进行对比：

表 6：超越茅台的公司基本面和股价近期表现

名称	2014ROE	2015ROE	2016ROE	5 年 CAGR	16 年至今股票收益率
贵州茅台	28.7	24.3	22.9	13.8	112.7
中国船舶	0.3	0.4	-17.4	-203.0	-37.9
山东黄金	9.0	6.1	8.3	-7.4	36.9
神州泰岳	12.9	7.1	10.1	7.4	-36.2
碧水源	15.5	10.0	11.9	39.9	-12.9
国民技术	0.4	3.1	3.4	-1.2	-41.9
海普瑞	4.1	6.6	5.0	-8.6	-5.4
汉王科技	1.5	0.7	2.8	15.4	-40.0
东方园林	11.4	9.6	14.1	23.6	57.7
世纪鼎利	2.2	5.6	5.6	6.3	-41.7
洋河股份	22.9	23.4	22.4	7.7	29.2
朗玛信息	3.9	10.0	7.5	7.9	-59.2
安硕信息	9.3	5.0	-5.0	-186.1	-64.8
全通教育	12.1	4.9	5.1	22.6	-62.9
京天利	8.1	8.0	3.5	-22.4	-58.0
金证股份	18.3	19.9	16.0	34.7	-66.2
长亮科技	7.8	5.3	12.5	22.5	-48.8
暴风集团	14.6	27.0	5.8	1.4	-73.2
光环新网	13.6	14.9	5.5	51.4	-56.7
广生堂	53.4	19.9	12.0	14.4	-49.6

迅游科技	60.1	13.6	7.3	14.0	-48.7
创业软件	13.8	8.3	8.7	6.0	-49.7
金雷风电	21.7	16.1	13.9	38.7	-58.2

资料来源：WIND 资讯、国信证券经济研究所整理

上表显示，过去股价超越茅台的公司按照基本面大致分为两类：其中多数属于“基本面看，无法称作白马股”这一类。无论从长期 ROE 水平，还是长期净利润复合增长，这些公司 2007 至 2016 年所体现出成长的可持续性、经济周期抗风险能力，尚未具有白马股的特征；另有少部分诸如碧水源、东方园林、洋河股份属于拥有较好的基本面，但长期 ROE 整体水平低于茅台，从而公司的长期盈利质量难以超越茅台。成长性欠佳则长期净利润增速不高，进而长期股票收益率不可能太高。另一方面，考虑到茅台过去十年股本并无大幅度的扩张，所以综合公司基本面和股本扩张两方面因素考虑，股价想超越茅台的机会就微乎其微。

国信金工白马股量化选股模型

绩优白马股的特征鲜明：长期 ROE 保持较高水平；公司业绩长期具有较高的成长性。并且绩优白马股的长期收益率也比较显著。因为，我们制作了以下绩优白马股量化选股模型，仅供参考。

模型目标

寻找下一年 ROE 仍能保持高水平；且下个季度业绩增速显著高于市场平均水平的公司。

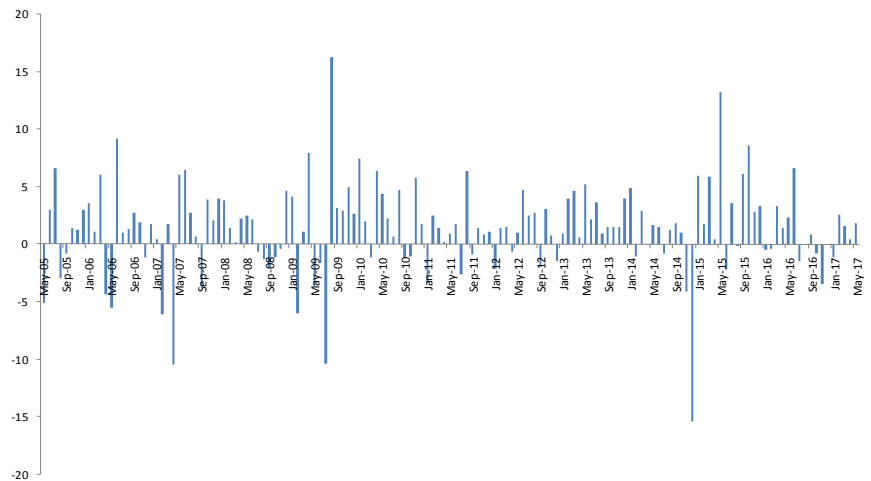
选股逻辑

1. 按照 ROE 波动率，将全市场分为 ROE 稳定组和高波动组。
2. 在 ROE 稳定组中，过去三年 ROE 每年均在 10% 以上的公司。
3. 营业收入同比/环比改善。
4. 净利润同比/环比改善。

回测结果

对 2007 年至 2017 年进行了回测，每年 5/1，9/1，11/1 日换仓。结果如下：

图 5：模型月度超额收益时间序列分布



资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所整理

上图显示。模型收益分布均匀。最大回撤出现在 2014 年 12 月，市场行情出现金融和非金融板块极端分化的时候。

表 7: 国信白马股量化选股模型主要绩效评价指标

模型	月胜率	年胜率	年化绝对收益	年化超额收益 (300 等权)	年化换手率 (单边)
绩优白马量化选股	70.3%	92.3%	34.8%	18.6%	180%

资料来源: WIND 资讯、国信证券经济研究所整理

无论从月度还是年度,绩优白马股模型胜率还是不错的。过去 12 年,年化绝对收益超过 30%。换手率也不算特别高。

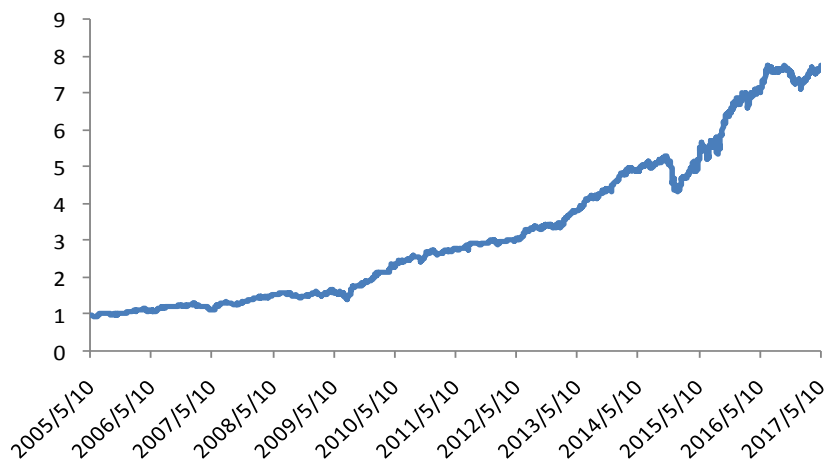
图 6: 模型绝对收益净值图



资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所整理

上图显示,绩优白马股模型长期持续跑赢沪深 300 等权指数,在每轮牛市(或者结构性牛市)中净值都创出了新高。第一波高点出现在 07 年底;第二波高点在 2011 年初,第三波高点出现在 15 年中期。

图 7: 模型累计超额收益净值图



资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所整理

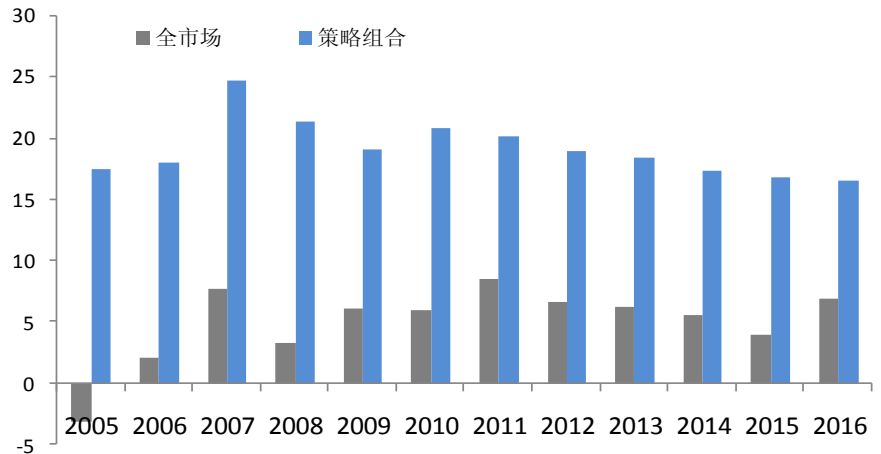
上图显示,绩优白马股模型超额收益净值不断创新高,且整体回撤较小。三次较大的回撤分别出现在 2009 年 8 月,2014 年 12 月和 2016 年 1 月。

基本面实证（ROE 和净利润兑现）

逻辑上讲，本模型的收益主要来自于公司业绩的增长。为了检验这一目标的兑现情况，我们对每期组合下期的业绩状况进行了验证。

首先我们验证，下期年报模型组合 ROE 的情况：

图 8: 模型与全市场整体在下期年报 ROE 水平的比较

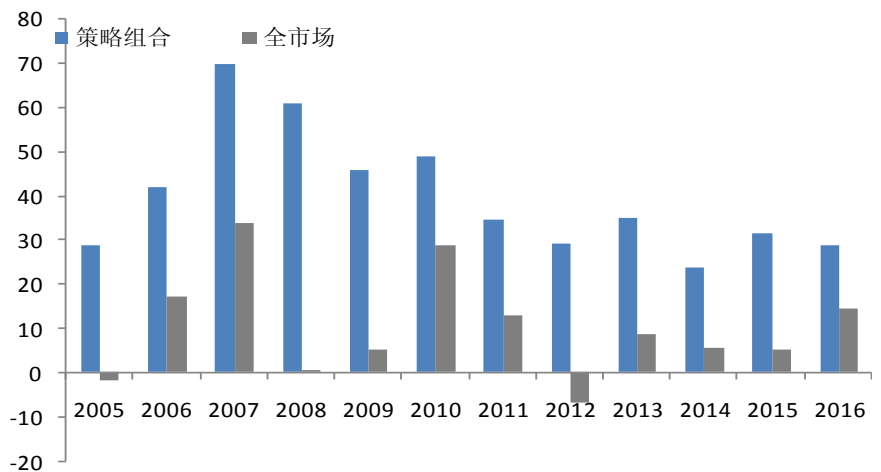


资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所整理

可以看到，每年模型组合下期年报整体的 ROE 水平介于 15%以上，25%以下；大幅高于市场整体水平。

然后我们验证，下期季报模型组合净利润增长的情况：

图 9: 模型与全市场整体在下期净利润同比增速的比较



资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所整理

上图显示，每年模型组合下期净利润增长介于 25%至 70%之间，大幅跑赢市场。综合上述 ROE 和净利润增速的兑现情况，则不难理解本模型长期收益显著跑赢市场的原因。所以，本模型基本达成了所需目标，选择绩优白马股，坚持基本面驱动的价值投资风格。

总结与讨论

本篇报告核心探讨了一个问题：虽然全市场股票的长期收益率是由长期业绩增长驱动；但绩优白马股的长期收益率可能更加直接地由长期稳定的高 ROE 驱动。绩优白马股通过长期兑现未来的 ROE，兑现未来的利润增长，以实现长期高于市场平均水平的股票收益率。

本模型的预测指标仅包含 ROE，营业收入和净利润增长三项。在报告中我们也有提到过，我们猜测绩优白马股的负债结构可能相对比较稳定，这可能是一个区分绩优白马股的潜在指标。如果有其它对区分绩优白马股有辨识力的指标，也会对模型产生增量贡献。

附录：白马股模型最新组合列表

表 8：白马股量化选股模型最新组合

股票名称	2017 年 5 月至 8 月									
深赤湾 A	长春高新	大族激光	罗莱生活	友邦吊顶	迪安诊断	康拓红外	生物股份	海螺水泥	中国铁建	龙马环卫
富奥股份	建新矿业	华帝股份	洋河股份	燕塘乳业	精锻科技	赢合科技	万华化学	北大荒	环旭电子	隆鑫通用
德赛电池	鲁泰 A	东华软件	海大集团	国光股份	安科瑞	白云机场	华夏幸福	老凤祥	骆驼股份	宁波高发
华侨城 A	北新建材	荣盛发展	闰土股份	上海凯宝	天银机电	上海机场	山东高速	福耀玻璃	东风股份	歌力思
许继电气	五粮液	海亮股份	金正大	鼎龙股份	我武生物	皖通高速	浙江龙盛	陆家嘴	拓普集团	老百姓
山东路桥	山大华特	鱼跃医疗	立讯精密	碧水源	中来股份	中国医药	宁沪高速	珠江实业	大豪科技	好莱客
丽珠集团	海信科龙	三力士	涪陵榨菜	三聚环保	菲利华	同仁堂	华鲁恒升	青岛海尔	浙江鼎力	艾华集团
云南白药	新大陆	大华股份	老板电器	长盈精密	昆仑万维	建发股份	片仔癀	三安光电	莱克电气	继峰股份
威孚高科	华润三九	歌尔股份	索菲亚	汇川技术	强力新材	瑞茂通	涪陵电力	通策医疗	今世缘	
古井贡酒	伟星股份	澳洋顺昌	海思科	汉得信息	美康生物	生益科技	扬农化工	新奥股份	贵人鸟	
格力电器	华兰生物	桂林三金	浙江美大	腾邦国际	康斯特	伊力特	贵州茅台	华东电脑	珍宝岛	

资料来源：WIND 资讯、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	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	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
	卖出	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	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。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)	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
王玮 13726685252	吴国 15800476582	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
许婧 18600319171	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	程可欣 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
边祎维 13726685252	倪婧 18616741177	刘紫薇 13828854899	夏雪 18682071096
王艺汀 13726685252	林若 13726685252	简洁 13726685252	吴翰文 13726685252
詹云 13901062999	张南威 13726685252	欧子炜 18150530525	
陈雪庆 18150530525	周鑫 13726685252		
杨云崧 18150530525	张欣慰 13726685252		
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn			