

餐饮旅游业最优量化选股指标

——行业量化选股指标解析系列之三



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

王红兵

0755 82492185 wanghb@lhqz.com

魏志强

0755 82125151 weizhiqiang@lhqz.com

- 选股指标的择取一直是数量化选股的关键问题之一。众多可观测的选股指标（包括估值类、成长类、盈利能力类等多个类别）不可能在所有市场环境下、对所有行业都适用。因此，有必要分行业、分市场环境来考察不同选股指标的表现，这将为选股指标有效性的横向比较（不同行业选股“特征”指标）和纵向比较（同一行业或整个大盘不同时期的选股“特征”指标）奠定基础。
- 为使分析所得结论更为可靠，分析的时间段应尽可能长，以涵盖尽可能多的市场环境。但过久的回溯可能包含与当前完全不同的市场阶段，会降低结果的指导意义。本报告选取自 2000 年 1 月 1 日至 2009 年 12 月 31 日共十年间的餐饮旅游行业为研究对象。
- 首先初步探讨了 10 年内各类指标的“轮动”现象，即不同指标在不同时期的表现之差异和轮动。其次探讨了不同的投资起点对于组合表现的影响。研究发现不同的投资起点，即使前后不超过 1 个月，也会对同一选股指标的表现产生很大影响。因此，在后续研究中，将 2000~2009 的 10 年分为 5 个市场阶段（3 个上涨期和 2 个下跌期），且在每一阶段对调仓周期内所有起始点的表现进行平均，以消除上述两种差异，获得稳健的分析结论。
- 整体而言，在市场上涨阶段，表现最好的依次是估值指标（PB 和 PCF）和市值类指标（流通市值和总市值）；下跌市则应偏重低换手率股票以抗跌，同时可关注每股净资产以及净资产收益率。

目 录

分析对象与分析方法	4
股票池	4
指标池	4
分析方法	5
十年一回首	5
不同市场环境对指标表现的影响	5
不同投资起点对指标表现的影响	8
各指标表现一览	9
指标表现排序分析	10
第一上涨期（2000.1.4 ~ 2001.6.13）	11
指标表现一览	11
指标表现排序分析	12
第一下跌期（2001.6.14 ~ 2005.6.3）	13
指标表现一览	13
指标表现排序分析	14
第二上涨期（2005.6.4 ~ 2007.10.16）	15
指标表现一览	15
指标表现排序分析	16
第二下跌期（2007.10.17 ~ 2008.10.28）	17
指标表现一览	17
指标表现排序分析	18
第三上涨期（2008.10.29 ~ 2009.12.31）	19
指标表现一览	19
指标表现排序分析	20
总结与讨论	21
个阶段最优选股指标一览	21
总结	21
餐饮旅游行业选股指标渐变图	22

图表目录

图 1、估值类指标选股水平的演变	6
图 2、估值类指标选股水平的演变——另一个角度	7
图 3、2000.1.4 为投资起点, 3 个月为调仓周期	8
图 4、2000.1.17 为投资起点, 3 个月为调仓周期	8
图 5、2000.2.14 为投资起点, 3 个月为调仓周期	8
图 6、2000.2.28 为投资起点, 3 个月为调仓周期	8
图 7、2000.3.13 为投资起点, 3 个月为调仓周期	9
图 8、2000.3.27 为投资起点, 3 个月为调仓周期	9
图 9、餐饮旅游行业选股指标渐变图	22
表 1、股票池	4
表 2、指标池	4
表 3、市场区段划分	7
表 4、十年间各选股指标的超额收益和信息比 (55 个投资起点平均)	9
表 5、十年间各选股指标的超额收益排序 (55 个投资起点平均)	10
表 6、第一上涨期各选股指标的超额收益和信息比 (55 个投资起点平均)	11
表 7、第一上涨期各选股指标的超额收益排序 (55 个投资起点平均)	12
表 8、第一下跌期各选股指标的超额收益和信息比 (66 个投资起点平均)	13
表 9、第一下跌期各选股指标的超额收益排序 (66 个投资起点平均)	14
表 10、第二上涨期各选股指标的超额收益和信息比 (66 个投资起点平均)	15
表 11、第二上涨期各选股指标的超额收益排序 (66 个投资起点平均)	16
表 12、第二下跌期各选股指标的超额收益和信息比 (64 个投资起点平均)	17
表 13、第二下跌期各选股指标的超额收益排序 (64 个投资起点平均)	18
表 14、第三上涨期各选股指标的超额收益和信息比率 (62 个投资起点平均)	19
表 15、第三上涨期各选股指标的超额收益排序 (62 个投资起点平均)	20
表 16、不同市场阶段的最优选股指标	21

分析对象与分析方法

股票池

研究对象为申银万国旅游餐饮 I 级行业分类所包含的 28 支股票，其代码及名字如表 1 所示：

表 1、股票池

股票代码	股票名称	股票代码	股票名称	股票代码	股票名称	股票代码	股票名称
000007	ST 零七	000721	西安饮食	002186	全聚德	600555	九龙山
000033	新都酒店	000802	北京旅游	002306	湘鄂情	600593	大连圣亚
000428	华天酒店	000888	峨眉山 A	600054	黄山旅游	600721	ST 百花
000430	*ST 张股	000978	桂林旅游	600138	中青旅	600749	西藏旅游
000524	东方宾馆	002033	丽江旅游	600209	罗顿发展	600754	锦江股份
000610	西安旅游	002059	世博股份	600258	首旅股份	601007	金陵饭店
000613	ST 东海 A	002159	三特索道	600358	国旅联合	601888	中国国旅

数据来源：华泰联合证券研究所。

指标池

选股指标池共包括 6 大类共 25 个选股指标，如下表所示：

表 2、指标池

选股要素	指标
估值	PE*
估值	PB*
估值	PCF*
基本面	每股收益
基本面	每股净资产
基本面	每股经营现金流量净额
经营能力	净资产收益率
经营能力	净利润率
经营能力	三项费用占比
成长性	主营收入增长率
成长性	净利润增长率
成长性	净资产增长率
成长性	每股收益增长率
成长性	每股净资产增长率
成长性	每股经营活动现金流量净额增长率
市值规模	流通股市值
市值规模	总股本市值
市值规模	流通股数

市场行情	当天换手率
市场行情	一个月平均换手率
市场行情	三个月平均换手率
市场行情	一个月收益率
市场行情	三个月收益率
市场行情	六个月收益率
市场行情	一年收益率

数据来源：华泰联合证券研究所。

注：对*所标注的指标，取倒数进行排序和分析

分析方法

首先对 2000~2009 的十年数据进行统一回顾，建立各个指标在该段时期内的“增持”/“减持”组合，通过事后检验，统计并分析各指标的“增持”/“减持”组合在分析期内的信息比率与收益率。依据事后检验中各个指标的“增持”组合的表现，判断该指标的选股能力。

“增持”与“减持”组合的构建方法如下：每次选择一个指标，依据该指标对行业内个股进行排序。根据指标代表的经济含义，选择指标排序最优的前 25% 的股票设定为“增持”，后 25% 的股票设定为“减持”。将“增持”与“减持”股票，以等权重组成“增持”与“减持”投资组合。每隔 3 个月，根据市场最新的指标数据，对“增持”与“减持”组合进行一次重新调整。

同时计算各个组合的信息比率，以评价其收益的相对高低和稳定程度。信息比率的计算公式如下：

$$IR = \frac{E(R - R_b)}{\sqrt{\text{var}(R - R_b)}}; \text{ 其中 } R_b \text{ 为被跟踪指数的收益率}$$

本研究中，采用两个被跟踪指数：上证指数，以及旅游餐饮行业内所有的股票收益率以流通市值加权来计算得到的行业指数，以反映选股组合相对于大盘和行业的表现情况；

然后将 10 年进一步细分为 5 个不同的市场阶段，考察在每一市场阶段内，各个选股指标的有效性（增持组合的超额收益、增持组合同减持组合的相对差距）及稳定性（信息比率），给出各个阶段的选股指标表现图，供投资者参考。

十年一回首

不同市场环境对指标表现的影响

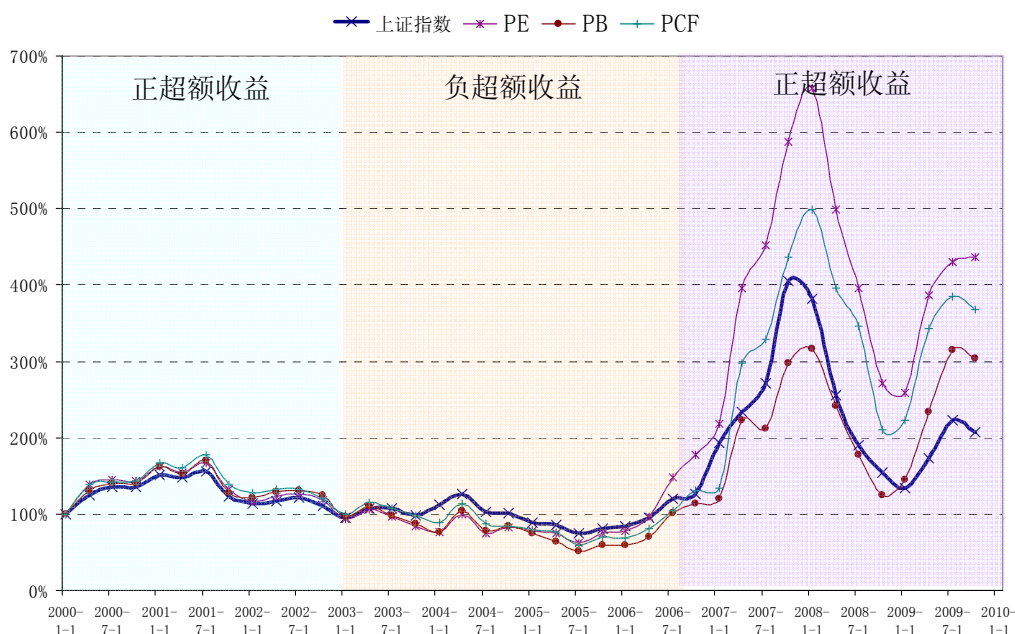
对每个选股指标而言，其选股水平不会一成不变，而是随着市场和行业的演变而呈现出或好或坏的情况。以估值类指标 PE、PB 和 PCF 为例，按照这 3 个指标分别选出的股票组合与上证综指的表现如图 1 所示。

可见从组合表现来看，估值类指标至少有 3 次不同的阶段性表现。以 2000 年 1 月 4 日（2000 年第一个交易日）为基准。

在 2003 年之前，估值指标的选股组合基本上能够跑赢大盘的。但在市场上涨和下跌阶段略有不同：上涨阶段（2000.1.4~2001.7.1）的选股组合涨幅超过大盘，而在市场下跌阶段（2001.7.1~2003.1.1），其跌速也超过大盘，甚至损失了之前的超额收益，最终与大盘基本持平；

2003.1.1~2006.7.1，估值指标的选股组合的表现基本上是跑输大盘。具体而言：2003.1.1~2005.7.1，大盘虽有上升，但整体是下跌趋势，估值类指标的选股组合跑输大盘，且与上证综指的表现差距越来越大；从 2005.7.1 开始，市场持续向上，估值类指标的选股组合开始以超过大盘的速度上涨，至 2005 年 10 月份左右以基本追上大盘；

图 1、估值类指标选股水平的演变

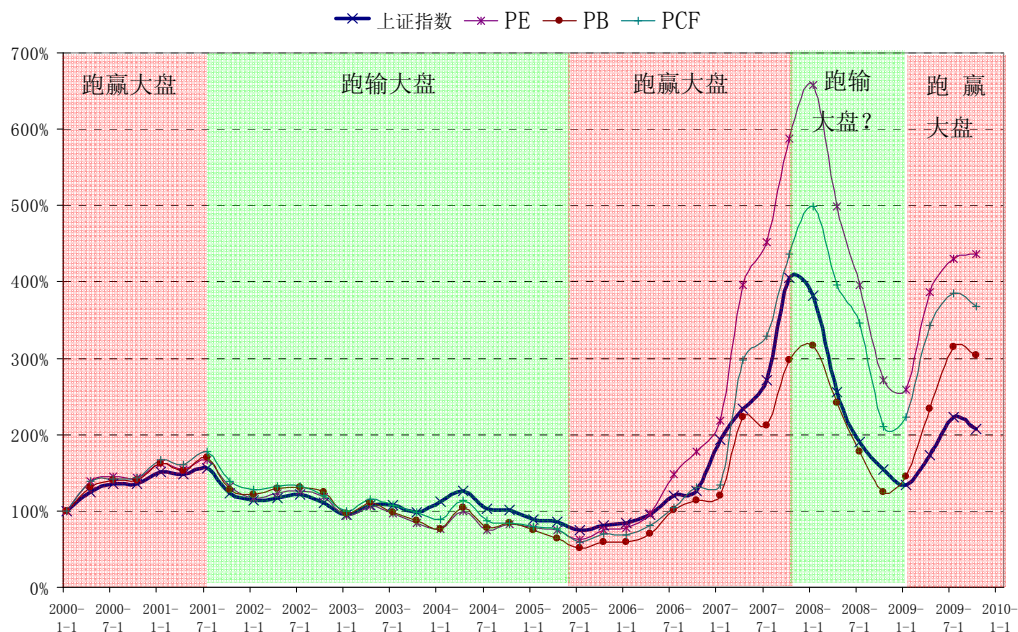


资料来源：华泰联合证券研究

2006.7.1~2009.12.31，估值指标的选股组合基本上跑赢大盘。但在市场上升和下跌阶段，其表现同样具有一定的规律：2007 年第 4 季度之前，是一个大牛市，估值类指标中的 PE 和 PCF 均大幅跑赢大盘，且其超额收益有不断扩大的趋势；在之后，市场转而下落，直至 2008 年底，在这段时间内，PE 和 PCF 的跌幅也非常可观，甚至有向大盘收拢的趋势；在 2008 年年底至 2009 年年末的上涨市场中，估值类指标的选股组合再次“发威”，全面超过大盘的收益。

以上分析均考察了累计收益率，如果考察各个指标的当期收益，则可得到如下的不同市场阶段：

图 2、估值类指标选股水平的演变——另一个角度



资料来源：华泰联合证券研究

2000 年至 2001 年中，当期收益跑赢大盘；2001 年中至 2005 年中，当期收益跑输大盘；2005 年中至 2007 年第 4 季度初，阶段性跑赢大盘；2007 年 4 季度初至 2008 年 4 季度初，阶段性跑输大盘；2008 年 4 季度至 2009 年末，阶段性跑赢大盘。

由此可见，及时同一类选股指标，针对一个行业，其实用性及有效性也会随着市场环境的变化而有所不同。凭借量化指标来选股的投资者，有必要熟悉选股指标与市场环境/行业特征之间的互动，并基于此适时进行选股指标的择取。

那么，我们应如何划分市场呢、以考察不同市场下的选股指标表现呢？以上分析说明估值类选股指标在市场的上升和下跌阶段，会有完全不同的表现。同时，以上升和下跌来划分市场，也是最简单、最直观的方法。在本系列研究中，我们从市场走势出发，研究不同市场环境下的选股指标的有效性及其稳定性。

与上述分析一致，将 2000.1.1 到 2009.12.31 的市场分为如下 5 个阶段，具体为：

表 3、市场区段划分

开始时间	结束时间	市场状态	上证综指涨跌幅
20000104	20010613	上涨	59.45 %
20010614	20050603	下跌	-53.98 %
20050604	20071016	上涨	501.01%
20071017	20081028	下跌	-70.65%
20081029	20091231	上涨	90.55%

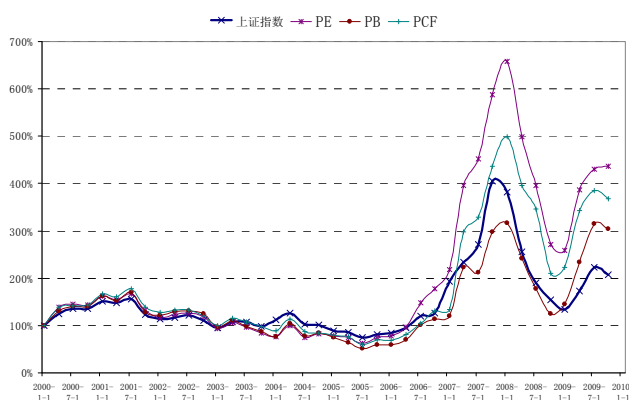
数据来源：华泰联合证券研究所。

不同投资起点对指标表现的影响

除了市场阶段外，不同的投资起点，也有可能对选股组合的表现产生影响。举例而言，从2000年1月4日（2000年的第一个交易日）到2000年4月4日进行第二次股票排序和选择之间，共有55个交易日。以其中任一个交易日为投资起点，都会导致其后10年间的每次观察日期不一样，从而可能导致组合内的成份股有所不同，最终使得组合的表现有差异。

为此，以上述全部55个交易日为投资起点进行了回溯，并将其中部分结果以组合价值曲线的形式对比如下：

图 3、2000.1.4 为投资起点，3 个月为调仓周期



资料来源：华泰联合证券研究

图 4、2000.1.17 为投资起点，3 个月为调仓周期

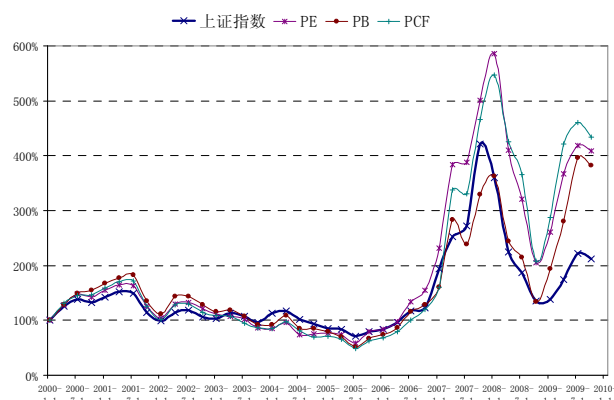
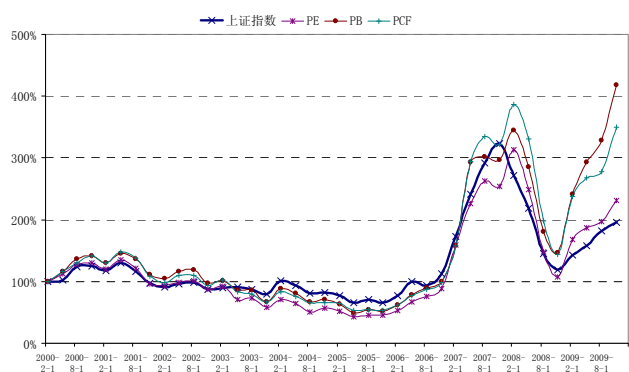
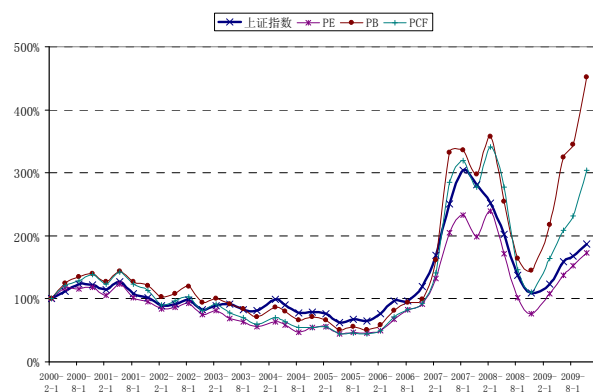


图 5、2000.2.14 为投资起点，3 个月为调仓周期



资料来源：华泰联合证券研究

图 6、2000.2.28 为投资起点，3 个月为调仓周期



如果以2000.2.14为投资起点，则观察日期分别为2月、5月、8月以及11月的14日，刚好没能涵盖上证指数在2007年10月末的最高峰，因此上证指数最高也只到达2000年2月14日的3倍多。

图 7、2000.3.13 为投资起点，3 个月为调仓周期

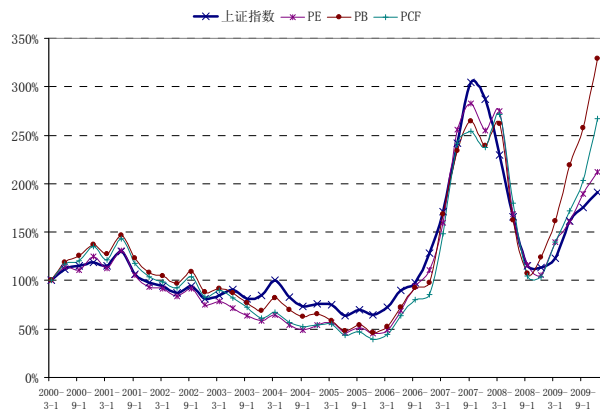
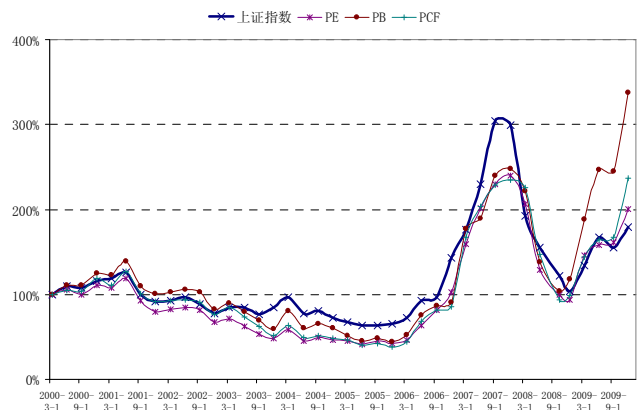


图 8、2000.3.27 为投资起点，3 个月为调仓周期



资料来源：华泰联合证券研究

随着投资起点的后移，十年间的收益曲线有了较大变化。其中，一个显著的趋势是：估值类指标在牛市最高峰（2007 年 10 月末）开始渐渐低于大盘，而在其后的熊市底（2008 年 10 月末）渐渐与大盘持平。这使得估值类指标在该区段的表现平均而言可能优于大盘。

各指标表现一览

除第二个下跌阶段外，在不同的投资起始点，整体而言上涨市和下跌市的估值类指标的收益特征没有发生质的变化，但其超额收益的高低则有较大差异。因此，在维持原有的市场划分方法的基础上，对不同的投资起始点分别做回溯，并计算每个投资起始点下，选股组合的超额收益和信息比率平均值，列表如下：

表 4、十年间各选股指标的超额收益和信息比（55 个投资起点平均）

指标	增持组合 超额收益 -大盘	减持组合 超额收益 -大盘	增持组 合平均 IR-大盘	减持组合 平均 IR- 大盘	增持组合 超额收益- 行业	减持组合 超额收益- 行业	增持组合 平均 IR- 行业	减持组合 平均 IR- 行业
PE	6.24%	35.85%	0.2162	0.2164	47.86%	77.47%	0.4714	0.3183
PB	160.16%	-51.67%	0.5002	-0.0366	201.78%	-10.04%	0.8156	-0.0166
PCF	144.68%	-63.83%	0.4602	-0.0104	186.30%	-22.21%	0.8234	0.0194
每股收益	-41.81%	63.44%	0.0491	0.1079	-0.19%	105.06%	0.1636	0.1338
每股净资产	73.98%	27.04%	0.3502	-0.0563	115.61%	68.67%	0.7787	-0.0289
每股经营现金流量净额	-33.61%	5.65%	-0.0612	0.0808	8.02%	47.28%	-0.0421	0.1604
净资产收益率	-95.49%	12.67%	-0.3999	0.1272	-53.87%	54.29%	-0.3746	0.2008
净利润率	-47.39%	-12.28%	-0.0826	0.0890	-5.76%	29.34%	-0.0710	0.1542
三项费用占比	-12.28%	-20.06%	0.1048	0.0455	29.34%	21.56%	0.1610	0.1202
主营收入增长率	77.59%	-78.96%	0.2276	-0.1759	119.21%	-37.33%	0.3493	-0.2072
净利润增长率	61.67%	-6.56%	0.1632	0.1274	103.30%	35.07%	0.2344	0.2298

净资产增长率	13.37%	16.65%	0.1797	0.1008	55.00%	58.27%	0.3363	0.1522
每股收益增长率	52.00%	-30.50%	0.1385	0.0706	93.62%	11.12%	0.2020	0.1429
每股净资产增长率	6.76%	75.60%	0.1654	0.2537	48.38%	117.23%	0.3094	0.3833
每股经营活动现金流	104.40%	-13.77%	0.3945	0.0984	146.03%	27.86%	0.6108	0.1817
量净额增长率								
流通股市值	-94.68%	147.50%	-0.3646	0.3761	-53.06%	189.12%	-0.4274	0.4714
总股本市值	-95.82%	223.26%	-0.4228	0.4878	-54.20%	264.89%	-0.4409	0.6485
流通股数	42.63%	-53.51%	0.2228	-0.2020	84.26%	-11.89%	0.4832	-0.1772
当日换手率	-87.75%	22.33%	-0.0732	-0.0647	-46.13%	63.95%	-0.0938	-0.0375
一个月平均换手率	-86.10%	52.18%	-0.0447	0.2655	-44.47%	93.81%	-0.0418	0.4107
三个月平均换手率	-2.06%	-10.74%	0.1702	-0.0045	39.57%	30.89%	0.2538	0.0298
一个月收益率	-85.55%	78.85%	-0.1834	0.2255	-43.92%	120.47%	-0.2031	0.3171
三个月收益率	-105.65%	80.69%	-0.3004	0.2251	-64.03%	122.31%	-0.3368	0.3060
六个月收益率	-92.73%	-60.05%	-0.2526	-0.0825	-51.11%	-18.43%	-0.2828	-0.0757
一年收益率	-26.81%	-63.52%	-0.0279	-0.1027	14.81%	-21.90%	-0.0040	-0.0969

数据来源：华泰联合证券研究所。

指标表现排序分析

按照增持组合/减持组合相对行业指数超额收益的大小，可将 25 个指标排序如下：

表 5、十年间各选股指标的超额收益排序（55 个投资起点平均）

指标	增持组合 超额收益 -大盘	减持组合 超额收益 -大盘	增持组 合平均 IR-大盘	减持组合 平均 IR- 大盘	增持组合 超额收益- 行业	减持组合 超额收益- 行业	增持组合 平均 IR- 行业	减持组合 平均 IR- 行业
总股本市值	-95.82%	223.26%	-0.4228	0.4878	-54.20%	264.89%	-0.4409	0.6485
PB	160.16%	-51.67%	0.5002	-0.0366	201.78%	-10.04%	0.8156	-0.0166
流通股市值	-94.68%	147.50%	-0.3646	0.3761	-53.06%	189.12%	-0.4274	0.4714
PCF	144.68%	-63.83%	0.4602	-0.0104	186.30%	-22.21%	0.8234	0.0194
每股经营活动现金流	104.40%	-13.77%	0.3945	0.0984	146.03%	27.86%	0.6108	0.1817
量净额增长率								
三个月收益率	-105.65%	80.69%	-0.3004	0.2251	-64.03%	122.31%	-0.3368	0.3060
一个月收益率	-85.55%	78.85%	-0.1834	0.2255	-43.92%	120.47%	-0.2031	0.3171
主营收入增长率	77.59%	-78.96%	0.2276	-0.1759	119.21%	-37.33%	0.3493	-0.2072
每股净资产增长率	6.76%	75.60%	0.1654	0.2537	48.38%	117.23%	0.3094	0.3833
每股净资产	73.98%	27.04%	0.3502	-0.0563	115.61%	68.67%	0.7787	-0.0289
每股收益	-41.81%	63.44%	0.0491	0.1079	-0.19%	105.06%	0.1636	0.1338
净利润增长率	61.67%	-6.56%	0.1632	0.1274	103.30%	35.07%	0.2344	0.2298
一个月平均换手率	-86.10%	52.18%	-0.0447	0.2655	-44.47%	93.81%	-0.0418	0.4107
每股收益增长率	52.00%	-30.50%	0.1385	0.0706	93.62%	11.12%	0.2020	0.1429
流通股数	42.63%	-53.51%	0.2228	-0.2020	84.26%	-11.89%	0.4832	-0.1772
PE	6.24%	35.85%	0.2162	0.2164	47.86%	77.47%	0.4714	0.3183
换手率	-87.75%	22.33%	-0.0732	-0.0647	-46.13%	63.95%	-0.0938	-0.0375

净资产增长率	13.37%	16.65%	0.1797	0.1008	55.00%	58.27%	0.3363	0.1522
净资产收益率	-95.49%	12.67%	-0.3999	0.1272	-53.87%	54.29%	-0.3746	0.2008
每股经营现金流量净额	-33.61%	5.65%	-0.0612	0.0808	8.02%	47.28%	-0.0421	0.1604
三个月平均换手率	-2.06%	-10.74%	0.1702	-0.0045	39.57%	30.89%	0.2538	0.0298
三项费用占比	-12.28%	-20.06%	0.1048	0.0455	29.34%	21.56%	0.1610	0.1202
净利润率	-47.39%	-12.28%	-0.0826	0.0890	-5.76%	29.34%	-0.0710	0.1542
一年收益率	-26.81%	-63.52%	-0.0279	-0.1027	14.81%	-21.90%	-0.0040	-0.0969
六个月收益率	-92.73%	-60.05%	-0.2526	-0.0825	-51.11%	-18.43%	-0.2828	-0.0757

数据来源：华泰联合证券研究所。

可见在 10 年的较长周期内，小市值股票平均而言表现最优，小股本和小流通市值分别带来 232% 和 147% 的平均超大盘收益，以及 264% 和 189% 的超行业指数收益。

其次为股指类指标 PB 和 PCF，分别带来 160% 和 144% 的平均超大盘收益，以及 201% 和 186% 的超行业指数收益。

除上述指标之外，成长类指标（现金流净额、主营收入、每股净资产）和短期的市场反转（一月反转和三月反转）也值得关注。

第一上涨期（2000.1.4 ~ 2001.6.13）

指标表现一览

对于第一个上涨期（2000.1.4 ~ 2001.6.13），各个指标的平均超额收益、平均信息比率如下表所示：

表 6、第一上涨期各选股指标的超额收益和信息比（55 个投资起点平均）

指标	增持组合 超额收益 -大盘	减持组合 超额收益 -大盘	增持组 合平均 IR-大盘	减持组合 平均 IR- 大盘	增持组合 超额收益- 行业	减持组合 超额收益- 行业	增持组合 平均 IR- 行业	减持组合 平均 IR- 行业
PE	2.68%	4.50%	0.3078	0.2934	8.68%	10.50%	0.8253	0.6409
PB	17.22%	5.75%	0.9301	0.3603	23.22%	11.75%	1.4544	0.9116
PCF	9.48%	-1.55%	0.5920	0.1140	15.48%	4.46%	1.1529	0.4824
每股收益	6.02%	-8.67%	0.5413	-0.2817	12.02%	-2.67%	1.2017	-0.0117
每股净资产	16.80%	-19.02%	0.7358	-0.9239	22.80%	-13.02%	1.3474	-0.5100
每股经营现金流量净额	-31.05%	-14.71%	-1.4706	-0.6708	-25.04%	-8.71%	-0.9536	-0.2574
净资产收益率	-43.57%	-19.84%	-1.9333	-0.8642	-37.57%	-13.84%	-1.4084	-0.6784
净利润率	-29.92%	-19.84%	-1.3716	-0.8642	-23.92%	-13.84%	-0.8903	-0.6784
三项费用占比	-37.07%	-10.76%	-1.5535	-0.4648	-31.07%	-4.75%	-1.2261	-0.1607
主营收入增长率	-10.10%	-29.02%	-0.5621	-1.4637	-4.10%	-23.02%	-0.2003	-1.1396
净利润增长率	-30.63%	-12.77%	-1.6993	-0.5418	-24.63%	-6.77%	-1.2453	-0.2172
净资产增长率	-7.00%	-27.03%	-0.3397	-1.1849	-1.00%	-21.03%	-0.0188	-0.9077
每股收益增长率	-30.67%	-11.14%	-1.7061	-0.4354	-24.67%	-5.14%	-1.2469	-0.1183

每股净资产增长率	-6.41%	-20.98%	-0.3178	-0.8636	-0.41%	-14.98%	0.0174	-0.5654
每股经营活动现金流	8.51%	-14.76%	0.4405	-0.6871	14.51%	-8.76%	0.9894	-0.2986
量净额增长率								
流通股市值	-31.87%	2.99%	-1.6512	0.1745	-25.87%	8.99%	-1.1574	0.4893
总股本市值	-39.55%	11.12%	-2.1561	0.5347	-33.54%	17.12%	-1.5233	0.9637
流通股数	-13.14%	-22.85%	-0.6954	-1.1484	-7.14%	-16.85%	-0.3505	-0.7097
当日换手率	5.98%	-43.71%	0.3399	-1.9255	11.98%	-37.71%	0.8187	-1.3839
一个月平均换手率	-4.25%	10.38%	-0.0778	0.7001	1.75%	16.38%	0.2716	1.3293
三个月平均换手率	3.71%	-16.10%	0.2981	-0.8834	9.72%	-10.10%	0.7430	-0.4425
一个月收益率	-11.76%	-3.96%	-0.4632	-0.1645	-5.76%	2.04%	-0.1895	0.1684
三个月收益率	-22.67%	1.32%	-0.9904	0.0213	-16.66%	7.32%	-0.7798	0.3528
六个月收益率	-25.60%	2.85%	-1.1882	0.1890	-19.59%	8.86%	-1.1781	0.4971
一年收益率	-18.86%	-16.17%	-0.8312	-0.8612	-12.86%	-10.17%	-0.8297	-0.4204

数据来源：华泰联合证券研究所。

指标表现排序分析

按照增持组合/减持组合相对行业指数超额收益的大小，将 25 个指标排序如下：

表 7、第一上涨期各选股指标的超额收益排序（55 个投资起点平均）

指标	增持组合 超额收益	减持组合 超额收益	增持组 合平均	减持组合 平均 IR-	增持组合 超额收益-	减持组合 超额收益-	增持组合 平均 IR-	减持组合 平均 IR-
	-大盘	-大盘	IR-大盘	大盘	行业	行业	行业	行业
PB	17.22%	5.75%	0.9301	0.3603	23.22%	11.75%	1.4544	0.9116
每股净资产	16.80%	-19.02%	0.7358	-0.9239	22.80%	-13.02%	1.3474	-0.5100
总股本市值	-39.55%	11.12%	-2.1561	0.5347	-33.54%	17.12%	-1.5233	0.9637
一个月平均换手率	-4.25%	10.38%	-0.0778	0.7001	1.75%	16.38%	0.2716	1.3293
PCF	9.48%	-1.55%	0.5920	0.1140	15.48%	4.46%	1.1529	0.4824
每股经营活动现金流	8.51%	-14.76%	0.4405	-0.6871	14.51%	-8.76%	0.9894	-0.2986
量净额增长率								
每股收益	6.02%	-8.67%	0.5413	-0.2817	12.02%	-2.67%	1.2017	-0.0117
换手率	5.98%	-43.71%	0.3399	-1.9255	11.98%	-37.71%	0.8187	-1.3839
PE	2.68%	4.50%	0.3078	0.2934	8.68%	10.50%	0.8253	0.6409
三个月平均换手率	3.71%	-16.10%	0.2981	-0.8834	9.72%	-10.10%	0.7430	-0.4425
流通股市值	-31.87%	2.99%	-1.6512	0.1745	-25.87%	8.99%	-1.1574	0.4893
六个月收益率	-25.60%	2.85%	-1.1882	0.1890	-19.59%	8.86%	-1.1781	0.4971
三个月收益率	-22.67%	1.32%	-0.9904	0.0213	-16.66%	7.32%	-0.7798	0.3528
一个月收益率	-11.76%	-3.96%	-0.4632	-0.1645	-5.76%	2.04%	-0.1895	0.1684
每股净资产增长率	-6.41%	-20.98%	-0.3178	-0.8636	-0.41%	-14.98%	0.0174	-0.5654
净资产增长率	-7.00%	-27.03%	-0.3397	-1.1849	-1.00%	-21.03%	-0.0188	-0.9077
主营收入增长率	-10.10%	-29.02%	-0.5621	-1.4637	-4.10%	-23.02%	-0.2003	-1.1396
三项费用占比	-37.07%	-10.76%	-1.5535	-0.4648	-31.07%	-4.75%	-1.2261	-0.1607
每股收益增长率	-30.67%	-11.14%	-1.7061	-0.4354	-24.67%	-5.14%	-1.2469	-0.1183

净利润增长率	-30.63%	-12.77%	-1.6993	-0.5418	-24.63%	-6.77%	-1.2453	-0.2172
流通股数	-13.14%	-22.85%	-0.6954	-1.1484	-7.14%	-16.85%	-0.3505	-0.7097
每股经营现金流量净额	-31.05%	-14.71%	-1.4706	-0.6708	-25.04%	-8.71%	-0.9536	-0.2574
一年收益率	-18.86%	-16.17%	-0.8312	-0.8612	-12.86%	-10.17%	-0.8297	-0.4204
净资产收益率	-43.57%	-19.84%	-1.9333	-0.8642	-37.57%	-13.84%	-1.4084	-0.6784
净利润率	-29.92%	-19.84%	-1.3716	-0.8642	-23.92%	-13.84%	-0.8903	-0.6784

数据来源：华泰联合证券研究所。

在第一个上涨区间内，估值类指标 PB 和 PCF 表现突出，分别获得了 17%和 9%的平均超大盘收益，以及 11%和 4%的平均超行业指数收益。另外，高每股净资产和小市值股票同样有较好的业绩表现，分别获得了 16%和 11%的平均超大盘收益，以及 22%和 17%的平均超行业指数收益。

第一下跌期（2001.6.14~2005.6.3）

指标表现一览

对于第一个下跌期（2001.6.14~2005.6.3），各个指标的平均超额收益、平均信息比率如下表所示。

该阶段大盘下跌 54%，行业指数下跌 64%。各指标均表现出了较大盘更大的跌幅。值得注意的是，无论是指标排名前 25%的增持组合，还是后 25%的减持组合，跌幅都超过大盘。而通过选股得到的组合，则有可能产生相对行业的正超额收益。

表 8、第一下跌期各选股指标的超额收益和信息比（66 个投资起点平均）

指标	增持组合 超额收益- 大盘	减持组合 超额收益- 大盘	增持组 合平均 IR-大盘	减持组合 平均 IR- 大盘	增持组合 超额收益- 行业	减持组合 超额收益- 行业	增持组合 平均 IR- 行业	减持组合 平均 IR- 行业
PE	-22.86%	-26.48%	-0.7616	-0.8073	1.71%	-1.91%	0.3443	-0.0322
PB	-20.29%	-26.87%	-0.6791	-0.8473	4.28%	-2.30%	0.5219	-0.1059
PCF	-20.69%	-32.95%	-0.6851	-1.1428	3.88%	-8.38%	0.4458	-0.5732
每股收益	-26.36%	-12.14%	-1.0645	-0.4414	-1.79%	12.43%	-0.1601	0.3771
每股净资产	-15.90%	26.60%	-0.4975	0.4157	8.67%	51.17%	0.7829	0.9620
每股经营现金流量净额	8.78%	-18.42%	0.1867	-0.5618	33.35%	6.15%	1.0202	0.3878
净资产收益率	11.56%	-26.54%	0.2264	-0.7840	36.13%	-1.97%	0.9067	-0.0532
净利润率	1.15%	-27.20%	0.0064	-0.7785	25.71%	-2.63%	0.9562	-0.0641
三项费用占比	-24.62%	-13.98%	-0.6795	-0.5270	-0.05%	10.59%	0.0901	0.6417
主营收入增长率	3.67%	-27.72%	0.1491	-0.9791	28.24%	-3.15%	1.5583	-0.2513
净利润增长率	-4.19%	-21.55%	-0.1832	-0.6301	20.38%	3.02%	0.8586	0.2713
净资产增长率	-19.17%	-27.51%	-0.5462	-0.9526	5.40%	-2.94%	0.5905	-0.1931
每股收益增长率	-3.66%	-21.55%	-0.1604	-0.6453	20.91%	3.02%	0.8901	0.2910

每股净资产增长率	-18.43%	-25.57%	-0.5128	-0.8395	6.14%	-1.00%	0.6448	-0.0274
每股经营活动现金流								
量净额增长率	-16.80%	-27.13%	-0.4277	-1.0392	7.77%	-2.56%	0.6533	-0.1760
流通股市值	1.04%	-15.21%	-0.1488	-0.4034	25.61%	9.36%	0.6856	0.5057
总股本市值	3.05%	-16.69%	-0.0627	-0.4710	27.62%	7.88%	0.8105	0.5455
流通股数	-7.90%	-4.66%	-0.3054	-0.2109	16.66%	19.91%	1.2348	0.6098
当日换手率	-28.32%	30.73%	-0.9755	0.4511	-3.75%	55.30%	-0.2364	0.9480
一个月平均换手率	-28.06%	-18.75%	-0.9294	-0.6150	-3.49%	5.81%	-0.2116	0.5591
三个月平均换手率	-28.95%	-11.68%	-0.7696	-0.4773	-4.38%	12.89%	-0.0601	0.5715
一个月收益率	-20.50%	-9.71%	-0.6762	-0.1621	4.07%	14.86%	0.0710	0.8367
三个月收益率	-21.17%	-6.66%	-0.7094	-0.1014	3.40%	17.91%	0.0397	0.9300
六个月收益率	-17.13%	-20.32%	-0.5792	-0.4982	7.44%	4.25%	0.1785	0.4767
一年收益率	-7.96%	-18.70%	-0.2994	-0.4309	16.61%	5.86%	0.4028	0.5941

数据来源：华泰联合证券研究所。

指标表现排序分析

按照增持组合/减持组合相对大盘超额收益的大小，将 25 个指标排序如下：

表 9、第一下跌期各选股指标的超额收益排序（66 个投资起点平均）

指标	增持组合 超额收益 -大盘	减持组合 超额收益 -大盘	增持组 合平均 IR-大盘	减持组 合平均 IR-大盘	增持组合 超额收益- 行业	减持组合 超额收益- 行业	增持组合 平均 IR- 行业	减持组合 平均 IR- 行业
换手率	-28.32%	30.73%	-0.9755	0.4511	-3.75%	55.30%	-0.2364	0.9480
每股净资产	-15.90%	26.60%	-0.4975	0.4157	8.67%	51.17%	0.7829	0.9620
净资产收益率	11.56%	-26.54%	0.2264	-0.7840	36.13%	-1.97%	0.9067	-0.0532
每股经营现金流量净 额	8.78%	-18.42%	0.1867	-0.5618	33.35%	6.15%	1.0202	0.3878
主营收入增长率	3.67%	-27.72%	0.1491	-0.9791	28.24%	-3.15%	1.5583	-0.2513
总股本市值	3.05%	-16.69%	-0.0627	-0.4710	27.62%	7.88%	0.8105	0.5455
净利润率	1.15%	-27.20%	0.0064	-0.7785	25.71%	-2.63%	0.9562	-0.0641
流通股市值	1.04%	-15.21%	-0.1488	-0.4034	25.61%	9.36%	0.6856	0.5057
每股收益增长率	-3.66%	-21.55%	-0.1604	-0.6453	20.91%	3.02%	0.8901	0.2910
净利润增长率	-4.19%	-21.55%	-0.1832	-0.6301	20.38%	3.02%	0.8586	0.2713
流通股数	-7.90%	-4.66%	-0.3054	-0.2109	16.66%	19.91%	1.2348	0.6098
三个月收益率	-21.17%	-6.66%	-0.7094	-0.1014	3.40%	17.91%	0.0397	0.9300
一年收益率	-7.96%	-18.70%	-0.2994	-0.4309	16.61%	5.86%	0.4028	0.5941
一个月收益率	-20.50%	-9.71%	-0.6762	-0.1621	4.07%	14.86%	0.0710	0.8367
三个月平均换手率	-28.95%	-11.68%	-0.7696	-0.4773	-4.38%	12.89%	-0.0601	0.5715
每股收益	-26.36%	-12.14%	-1.0645	-0.4414	-1.79%	12.43%	-0.1601	0.3771
三项费用占比	-24.62%	-13.98%	-0.6795	-0.5270	-0.05%	10.59%	0.0901	0.6417
每股经营活动现金流								
量净额增长率	-16.80%	-27.13%	-0.4277	-1.0392	7.77%	-2.56%	0.6533	-0.1760
六个月收益率	-17.13%	-20.32%	-0.5792	-0.4982	7.44%	4.25%	0.1785	0.4767

每股净资产增长率	-18.43%	-25.57%	-0.5128	-0.8395	6.14%	-1.00%	0.6448	-0.0274
一个月平均换手率	-28.06%	-18.75%	-0.9294	-0.6150	-3.49%	5.81%	-0.2116	0.5591
净资产增长率	-19.17%	-27.51%	-0.5462	-0.9526	5.40%	-2.94%	0.5905	-0.1931
PB	-20.29%	-26.87%	-0.6791	-0.8473	4.28%	-2.30%	0.5219	-0.1059
PCF	-20.69%	-32.95%	-0.6851	-1.1428	3.88%	-8.38%	0.4458	-0.5732
PE	-22.86%	-26.48%	-0.7616	-0.8073	1.71%	-1.91%	0.3443	-0.0322

数据来源：华泰联合证券研究所。

在这个市场区段内，上证指数下跌 54%。该阶段表现最强的指标换手率，其相对大盘的平均超额收益为 30%，而其相对于行业的平均超额收益为 55.3%。除此之外，每股净资产、净资产收益率、每股经营现金流量净额以及主营收入增长率也是较好的抗跌指标。

与第一上涨期对比，可见在下跌市中，估值类指标并不占优。换手率的表现出众，财务指标（每股净资产、净资产收益率、每股经营现金流量净额以及主营收入增长率）位于前列。

第二上涨期（2005.6.4 ~ 2007.10.16）

指标表现一览

对于第二个上涨期（2005.6.4 ~ 2007.10.16），各个指标的平均超额收益、平均信息比率如下表所示。

表 10、第二上涨期各选股指标的超额收益和信息比（66 个投资起点平均）

指标	增持组合 超额收益	减持组合 超额收益	增持组合 合平均	减持组合 平均 IR-	增持组合 超额收益-	减持组合 超额收益-	增持组合 平均 IR-	减持组合 平均 IR-
	-大盘	-大盘	IR-大盘	大盘	行业	行业	行业	行业
PE	136.08%	187.53%	0.7712	0.6159	62.37%	113.82%	0.7119	0.3153
PB	87.73%	41.87%	0.5646	0.2243	14.02%	-31.84%	0.3169	-0.1837
PCF	284.53%	142.61%	1.1060	0.6034	210.82%	68.90%	1.1649	0.3147
每股收益	109.33%	-47.46%	0.6404	-0.2956	35.62%	-121.17%	0.5069	-0.6739
每股净资产	198.97%	-232.71%	1.0246	-1.3539	125.26%	-306.42%	1.1884	-1.4621
每股经营现金流量净额	-141.58%	36.67%	-0.8602	0.1656	-215.29%	-37.04%	-1.5980	-0.4043
净资产收益率	-260.05%	118.36%	-2.0414	0.4154	-333.76%	44.64%	-2.4272	0.0648
净利润率	-137.24%	100.67%	-0.6613	0.3615	-210.95%	26.96%	-1.6779	0.0051
三项费用占比	72.02%	-17.76%	0.3514	0.0703	-1.69%	-91.47%	0.0249	-0.6339
主营收入增长率	-23.31%	-85.93%	-0.1147	-0.3760	-97.02%	-159.64%	-0.7797	-1.0411
净利润增长率	132.06%	25.25%	0.5832	0.2208	58.35%	-48.46%	0.2098	-0.2074
净资产增长率	158.50%	60.35%	0.7953	0.2235	84.79%	-13.36%	0.7391	-0.1886
每股收益增长率	156.42%	0.46%	0.6318	0.1192	82.71%	-73.25%	0.2754	-0.3551
每股净资产增长率	141.43%	190.13%	0.7475	0.7077	67.72%	116.42%	0.5961	0.4080
每股经营活动现金流量净额增长率	102.44%	94.94%	0.6222	0.4943	28.72%	21.23%	0.3807	0.1683

流通股市值	-219.77%	153.48%	-1.6321	0.6099	-293.48%	79.77%	-2.3399	0.2949
总股本市值	-234.17%	137.13%	-1.7179	0.5234	-307.88%	63.42%	-2.2167	0.1875
流通股数	-43.28%	-180.27%	-0.1134	-1.0695	-116.99%	-253.98%	-1.0815	-1.3869
当日换手率	-21.45%	-224.64%	0.1087	-1.2685	-95.16%	-298.35%	-0.4358	-1.4046
一个月平均换手率	-43.20%	70.58%	0.0567	0.4249	-116.91%	-3.13%	-0.5423	0.0027
三个月平均换手率	155.52%	-126.90%	0.6093	-0.7433	81.81%	-200.61%	0.3226	-1.3703
一个月收益率	-59.92%	4.40%	-0.1453	-0.0110	-133.64%	-69.31%	-0.7337	-0.3961
三个月收益率	-82.60%	-85.55%	-0.1541	-0.4761	-156.31%	-159.27%	-0.8072	-0.8119
六个月收益率	-35.23%	-206.78%	0.0352	-1.1433	-108.94%	-280.49%	-0.5606	-1.4829
一年收益率	52.54%	-184.71%	0.3863	-1.0032	-21.17%	-258.42%	0.0266	-1.3557

数据来源：华泰联合证券研究所。

指标表现排序分析

按照增持组合/减持组合相对行业指数超额收益的大小，将 25 个指标排序如下：

表 11、第二上涨期各选股指标的超额收益排序（66 个投资起点平均）

指标	增持组合 超额收益 -大盘	减持组合 超额收益 -大盘	增持组 合平均 IR-大盘	减持组合 平均 IR- 大盘	增持组合 超额收益- 行业	减持组合 超额收益- 行业	增持组合 平均 IR- 行业	减持组合 平均 IR- 行业
PCF	284.53%	142.61%	1.1060	0.6034	210.82%	68.90%	1.1649	0.3147
每股净资产	198.97%	-232.71%	1.0246	-1.3539	125.26%	-306.42%	1.1884	-1.4621
每股净资产增长率	141.43%	190.13%	0.7475	0.7077	67.72%	116.42%	0.5961	0.4080
PE	136.08%	187.53%	0.7712	0.6159	62.37%	113.82%	0.7119	0.3153
净资产增长率	158.50%	60.35%	0.7953	0.2235	84.79%	-13.36%	0.7391	-0.1886
每股收益增长率	156.42%	0.46%	0.6318	0.1192	82.71%	-73.25%	0.2754	-0.3551
三个月平均换手率	155.52%	-126.90%	0.6093	-0.7433	81.81%	-200.61%	0.3226	-1.3703
流通股市值	-219.77%	153.48%	-1.6321	0.6099	-293.48%	79.77%	-2.3399	0.2949
总股本市值	-234.17%	137.13%	-1.7179	0.5234	-307.88%	63.42%	-2.2167	0.1875
净利润增长率	132.06%	25.25%	0.5832	0.2208	58.35%	-48.46%	0.2098	-0.2074
净资产收益率	-260.05%	118.36%	-2.0414	0.4154	-333.76%	44.64%	-2.4272	0.0648
每股收益	109.33%	-47.46%	0.6404	-0.2956	35.62%	-121.17%	0.5069	-0.6739
每股经营活动现金流	102.44%	94.94%	0.6222	0.4943	28.72%	21.23%	0.3807	0.1683
量净额增长率								
净利润率	-137.24%	100.67%	-0.6613	0.3615	-210.95%	26.96%	-1.6779	0.0051
PB	87.73%	41.87%	0.5646	0.2243	14.02%	-31.84%	0.3169	-0.1837
三项费用占比	72.02%	-17.76%	0.3514	0.0703	-1.69%	-91.47%	0.0249	-0.6339
一个月平均换手率	-43.20%	70.58%	0.0567	0.4249	-116.91%	-3.13%	-0.5423	0.0027
一年收益率	52.54%	-184.71%	0.3863	-1.0032	-21.17%	-258.42%	0.0266	-1.3557
每股经营现金流量净 额	-141.58%	36.67%	-0.8602	0.1656	-215.29%	-37.04%	-1.5980	-0.4043
一个月收益率	-59.92%	4.40%	-0.1453	-0.0110	-133.64%	-69.31%	-0.7337	-0.3961
换手率	-21.45%	-224.64%	0.1087	-1.2685	-95.16%	-298.35%	-0.4358	-1.4046
主营收入增长率	-23.31%	-85.93%	-0.1147	-0.3760	-97.02%	-159.64%	-0.7797	-1.0411

六个月收益率	-35.23%	-206.78%	0.0352	-1.1433	-108.94%	-280.49%	-0.5606	-1.4829
流通股数	-43.28%	-180.27%	-0.1134	-1.0695	-116.99%	-253.98%	-1.0815	-1.3869
三个月收益率	-82.60%	-85.55%	-0.1541	-0.4761	-156.31%	-159.27%	-0.8072	-0.8119

数据来源：华泰联合证券研究所。

该阶段大盘上涨 501%。估值类指标（PCF，PE）表现最佳，相对大盘获得了 284% 和 136% 的平均超额收益；相对行业指数，二者的平均超额收益分别为 210% 和 62%。

除此之外，每股净资产、每股净资产增长率、净资产增长率以及每股收益增长率也具有很好的表现。

第二下跌期（2007.10.17 ~ 2008.10.28）

指标表现一览

对于第二个下跌期（2007.10.17 ~ 2008.10.28），各个指标的平均超额收益、平均信息比率如下表所示。

表 12、第二下跌期各选股指标的超额收益和信息比（64 个投资起点平均）

指标	增持组合 超额收益	减持组合 超额收益	增持组 合平均	减持组合 平均 IR-	增持组合 超额收益-	减持组合 超额收益-	增持组合 平均 IR-	减持组合 平均 IR-
	-大盘	-大盘	IR-大盘	大盘	行业	行业	行业	行业
PE	7.76%	4.36%	0.8952	0.5347	1.18%	-2.22%	0.2744	-0.2661
PB	10.25%	7.81%	1.1612	0.6843	3.67%	1.23%	0.5311	-0.0784
PCF	8.30%	5.65%	0.9450	0.6212	1.72%	-0.93%	0.3815	-0.1113
每股收益	5.13%	16.11%	0.5285	1.4314	-1.45%	9.53%	-0.3263	0.4965
每股净资产	4.55%	18.82%	0.5782	1.3201	-2.03%	12.24%	-0.2063	0.4703
每股经营现金流量净								
额	10.87%	14.05%	0.9394	1.2599	4.29%	7.47%	0.6356	0.8993
净资产收益率	19.02%	11.34%	1.4961	1.0742	12.44%	4.76%	0.8604	0.4426
净利润率	6.31%	9.46%	0.6692	0.8956	-0.27%	2.88%	-0.1872	0.2234
三项费用占比	7.94%	13.07%	0.8891	1.1452	1.36%	6.49%	0.1480	1.2128
主营收入增长率	13.19%	9.45%	1.1940	1.0442	6.61%	2.87%	0.6722	0.3430
净利润增长率	9.08%	18.26%	0.8148	1.5593	2.50%	11.68%	0.0780	1.7780
净资产增长率	7.83%	20.12%	0.7373	1.6512	1.25%	13.54%	-0.0397	0.8872
每股收益增长率	9.67%	13.27%	0.8453	1.2241	3.09%	6.69%	0.1216	1.2047
每股净资产增长率	9.33%	19.16%	0.8535	1.5690	2.75%	12.58%	0.2029	1.1748
每股经营活动现金流								
量净额增长率	13.92%	9.46%	1.3856	1.0469	7.34%	2.88%	0.5744	0.5848
流通股市值	11.79%	2.91%	1.0035	0.3065	5.20%	-3.67%	1.2980	-0.5262
总股本市值	17.20%	9.34%	1.4222	0.9428	10.62%	2.76%	1.7385	0.2981
流通股数	14.95%	14.20%	1.4560	1.2188	8.37%	7.62%	1.7572	0.4199
当日换手率	5.24%	22.96%	0.6380	1.9053	-1.34%	16.38%	-0.0875	1.0232

一个月平均换手率	4.56%	8.25%	0.5657	0.9152	-2.02%	1.67%	-0.2013	0.2304
三个月平均换手率	5.21%	13.16%	0.5712	1.3364	-1.37%	6.58%	-0.2735	0.5723
一个月收益率	9.19%	12.34%	0.8346	1.1411	2.61%	5.76%	0.0274	0.6665
三个月收益率	9.61%	15.25%	0.8229	1.2881	3.03%	8.67%	0.0779	0.7746
六个月收益率	11.15%	12.14%	0.9223	1.2212	4.57%	5.56%	0.2975	0.7729
一年收益率	8.33%	11.11%	0.6065	1.0761	1.75%	4.53%	-0.1371	0.4573

数据来源：华泰联合证券研究所。

指标表现排序分析

按照增持组合/减持组合相对行业指数超额收益的大小，将 25 个指标排序如下：

表 13、第二下跌期各选股指标的超额收益排序（64 个投资起点平均）

指标	增持组合 超额收益	减持组合 超额收益	增持组 合平均	减持组合 平均 IR-	增持组合 超额收益-	减持组合 超额收益-	增持组合 平均 IR-	减持组合 平均 IR-
	-大盘	-大盘	IR-大盘	大盘	行业	行业	行业	行业
换手率	5.24%	22.96%	0.6380	1.9053	-1.34%	16.38%	-0.0875	1.0232
净资产增长率	7.83%	20.12%	0.7373	1.6512	1.25%	13.54%	-0.0397	0.8872
每股净资产增长率	9.33%	19.16%	0.8535	1.5690	2.75%	12.58%	0.2029	1.1748
净资产收益率	19.02%	11.34%	1.4961	1.0742	12.44%	4.76%	0.8604	0.4426
每股净资产	4.55%	18.82%	0.5782	1.3201	-2.03%	12.24%	-0.2063	0.4703
净利润增长率	9.08%	18.26%	0.8148	1.5593	2.50%	11.68%	0.0780	1.7780
总股本市值	17.20%	9.34%	1.4222	0.9428	10.62%	2.76%	1.7385	0.2981
每股收益	5.13%	16.11%	0.5285	1.4314	-1.45%	9.53%	-0.3263	0.4965
三个月收益率	9.61%	15.25%	0.8229	1.2881	3.03%	8.67%	0.0779	0.7746
流通股数	14.95%	14.20%	1.4560	1.2188	8.37%	7.62%	1.7572	0.4199
每股经营现金流量净 额	10.87%	14.05%	0.9394	1.2599	4.29%	7.47%	0.6356	0.8993
每股经营活动现金流 量净额增长率	13.92%	9.46%	1.3856	1.0469	7.34%	2.88%	0.5744	0.5848
每股收益增长率	9.67%	13.27%	0.8453	1.2241	3.09%	6.69%	0.1216	1.2047
主营收入增长率	13.19%	9.45%	1.1940	1.0442	6.61%	2.87%	0.6722	0.3430
三个月平均换手率	5.21%	13.16%	0.5712	1.3364	-1.37%	6.58%	-0.2735	0.5723
三项费用占比	7.94%	13.07%	0.8891	1.1452	1.36%	6.49%	0.1480	1.2128
一个月收益率	9.19%	12.34%	0.8346	1.1411	2.61%	5.76%	0.0274	0.6665
六个月收益率	11.15%	12.14%	0.9223	1.2212	4.57%	5.56%	0.2975	0.7729
流通股市值	11.79%	2.91%	1.0035	0.3065	5.20%	-3.67%	1.2980	-0.5262
一年收益率	8.33%	11.11%	0.6065	1.0761	1.75%	4.53%	-0.1371	0.4573
PB	10.25%	7.81%	1.1612	0.6843	3.67%	1.23%	0.5311	-0.0784
净利润率	6.31%	9.46%	0.6692	0.8956	-0.27%	2.88%	-0.1872	0.2234
PCF	8.30%	5.65%	0.9450	0.6212	1.72%	-0.93%	0.3815	-0.1113
一个月平均换手率	4.56%	8.25%	0.5657	0.9152	-2.02%	1.67%	-0.2013	0.2304
PE	7.76%	4.36%	0.8952	0.5347	1.18%	-2.22%	0.2744	-0.2661

数据来源：华泰联合证券研究所。

在第二下跌期，大盘跌幅为 70%。选股指标中，低换手率再次成为最优指标，超大盘平均收益为 22%，超行业指数的平均收益为 16%。

净资产收益率的表现不俗，其超大盘平均收益为 19%，超行业指数的平均收益为 12%。

成长类指标具有反向的指示作用，净资产增长率、每股净资产增长率及净利润增长率越小的股票，其抗跌性能反而越强。净资产增长率，其超大盘平均收益为 20%，超行业指数的平均收益为 13%。再次是每股净资产增长率，超大盘平均收益为 19%，超行业指数的平均收益为 12%。这说明在市场下跌阶段，餐饮旅游企业的成长性不受重视。

另外，大的总股本市值再次成为较好的选股指标。

第三上涨期（2008.10.29 ~ 2009.12.31）

指标表现一览

对于第三个上涨期（2008.10.29 ~ 2009.12.31），各个指标的平均超额收益、平均信息比率如下表所示。

表 14、第三上涨期各选股指标的超额收益和信息比率（62 个投资起点平均）

指标	增持组合 超额收益	减持组合 超额收益	增持组 合平均	减持组合 平均 IR-	增持组合 超额收益-	减持组合 超额收益-	增持组合 平均 IR-	减持组合 平均 IR-
	-大盘	-大盘	IR-大盘	大盘	行业	行业	行业	行业
PE	40.20%	69.74%	1.0581	1.7451	-8.85%	20.69%	-0.3214	0.7957
PB	96.63%	39.90%	2.1140	1.1159	47.58%	-9.15%	1.7584	-0.2340
PCF	60.05%	64.39%	1.5413	1.5531	11.00%	15.33%	0.6217	0.7085
每股收益	28.57%	20.30%	0.8181	0.5745	-20.49%	-28.75%	-0.8773	-0.8095
每股净资产	46.36%	25.72%	1.1526	0.6553	-2.69%	-23.33%	0.1046	-0.6860
每股经营现金流量净 额	21.60%	29.98%	0.6494	0.9300	-27.45%	-19.07%	-1.0541	-0.4523
净资产收益率	-2.91%	75.57%	-0.1317	1.8165	-51.96%	26.52%	-2.0051	0.8518
净利润率	50.88%	72.67%	1.3756	1.7585	1.83%	23.61%	0.2013	0.8779
三项费用占比	75.16%	24.58%	1.9280	0.7030	26.11%	-24.47%	0.9389	-0.8978
主营收入增长率	51.26%	76.86%	1.2858	1.8945	2.21%	27.80%	0.0759	1.2104
净利润增长率	53.17%	72.48%	1.3805	1.6825	4.11%	23.43%	0.1283	0.7892
净资产增长率	60.25%	63.06%	1.4308	1.5821	11.19%	14.01%	0.3692	0.7954
每股收益增长率	34.24%	71.83%	0.9115	1.6645	-14.81%	22.78%	-0.5788	0.7685
每股净资产增长率	57.28%	70.44%	1.3533	1.6700	8.23%	21.38%	0.2583	1.0338
每股经营活动现金流 净额增长率	77.30%	71.89%	1.7497	1.7672	28.24%	22.84%	1.0931	0.7958
流通股市值	12.15%	104.40%	0.3702	2.2348	-36.90%	55.35%	-2.0483	1.3911
总股本市值	0.44%	101.44%	-0.0749	2.2812	-48.61%	52.38%	-2.3364	1.4220
流通股数	71.37%	29.20%	1.7368	0.7658	22.32%	-19.85%	1.3790	-0.6345
当日换手率	46.42%	20.23%	1.1207	0.4319	-2.64%	-28.83%	0.1598	-0.9904

一个月平均换手率	76.22%	42.17%	1.6422	1.2038	27.17%	-6.88%	1.0327	-0.2856
三个月平均换手率	73.61%	54.27%	1.7471	1.5695	24.56%	5.22%	0.7183	0.3026
一个月收益率	17.22%	54.99%	0.6056	1.3705	-31.84%	5.94%	-0.9119	0.1632
三个月收益率	5.31%	60.51%	0.3028	1.5132	-43.74%	11.46%	-1.3612	0.3068
六个月收益率	-4.03%	68.76%	-0.0107	1.5629	-53.09%	19.71%	-1.7592	0.5279
一年收益率	20.27%	74.48%	0.6063	1.6565	-28.78%	25.43%	-0.9897	0.9969

数据来源：华泰联合证券研究所。

指标表现排序分析

按照增持组合/减持组合相对行业指数超额收益的大小，将 25 个指标排序如下：

表 15、第三上涨期各选股指标的超额收益排序（62 个投资起点平均）

指标	增持组合 超额收益 -大盘	减持组合 超额收益 -大盘	增持组 合平均 IR-大盘	减持组合 平均 IR- 大盘	增持组合 超额收益- 行业	减持组合 超额收益- 行业	增持组合 平均 IR- 行业	减持组合 平均 IR- 行业
流通股市值	12.15%	104.40%	0.3702	2.2348	-36.90%	55.35%	-2.0483	1.3911
总股本市值	0.44%	101.44%	-0.0749	2.2812	-48.61%	52.38%	-2.3364	1.4220
PB	96.63%	39.90%	2.1140	1.1159	47.58%	-9.15%	1.7584	-0.2340
每股经营活动现金流								
量净额增长率	77.30%	71.89%	1.7497	1.7672	28.24%	22.84%	1.0931	0.7958
主营收入增长率	51.26%	76.86%	1.2858	1.8945	2.21%	27.80%	0.0759	1.2104
一个月平均换手率	76.22%	42.17%	1.6422	1.2038	27.17%	-6.88%	1.0327	-0.2856
净资产收益率	-2.91%	75.57%	-0.1317	1.8165	-51.96%	26.52%	-2.0051	0.8518
三项费用占比	75.16%	24.58%	1.9280	0.7030	26.11%	-24.47%	0.9389	-0.8978
一年收益率	20.27%	74.48%	0.6063	1.6565	-28.78%	25.43%	-0.9897	0.9969
三个月平均换手率	73.61%	54.27%	1.7471	1.5695	24.56%	5.22%	0.7183	0.3026
净利润率	50.88%	72.67%	1.3756	1.7585	1.83%	23.61%	0.2013	0.8779
净利润增长率	53.17%	72.48%	1.3805	1.6825	4.11%	23.43%	0.1283	0.7892
每股收益增长率	34.24%	71.83%	0.9115	1.6645	-14.81%	22.78%	-0.5788	0.7685
流通股数	71.37%	29.20%	1.7368	0.7658	22.32%	-19.85%	1.3790	-0.6345
每股净资产增长率	57.28%	70.44%	1.3533	1.6700	8.23%	21.38%	0.2583	1.0338
PE	40.20%	69.74%	1.0581	1.7451	-8.85%	20.69%	-0.3214	0.7957
六个月收益率	-4.03%	68.76%	-0.0107	1.5629	-53.09%	19.71%	-1.7592	0.5279
PCF	60.05%	64.39%	1.5413	1.5531	11.00%	15.33%	0.6217	0.7085
净资产增长率	60.25%	63.06%	1.4308	1.5821	11.19%	14.01%	0.3692	0.7954
三个月收益率	5.31%	60.51%	0.3028	1.5132	-43.74%	11.46%	-1.3612	0.3068
一个月收益率	17.22%	54.99%	0.6056	1.3705	-31.84%	5.94%	-0.9119	0.1632
换手率	46.42%	20.23%	1.1207	0.4319	-2.64%	-28.83%	0.1598	-0.9904
每股净资产	46.36%	25.72%	1.1526	0.6553	-2.69%	-23.33%	0.1046	-0.6860
每股经营现金流量净								
额	21.60%	29.98%	0.6494	0.9300	-27.45%	-19.07%	-1.0541	-0.4523
每股收益	28.57%	20.30%	0.8181	0.5745	-20.49%	-28.75%	-0.8773	-0.8095

数据来源：华泰联合证券研究所。

在该阶段，小市值股票的表现非常出众，小流通股市值和小总股本市值都产生了超过大盘 100% 的平均超额收益。紧随其后的是股指指标 PB，其相对大盘的平均超额收益也接近 100%。

该阶段因行业指数涨幅远高于大盘涨幅，大部分选股指标的增持和减持组合均能产生超越大盘的平均收益，而相对行业而言，则有正有负。

总结与讨论

个阶段最优选股指标一览

将各个阶段的最优选股指标总结为下表：

表 16、不同市场阶段的最优选股指标

第一上涨期	第一下跌期	第二上涨期	第二下跌期	第三上涨期
PB	换手率	PCF	换手率	流通股市值
每股净资产	每股净资产	每股净资产	净资产增长率	总股本市值
总股本市值	净资产收益率	每股净资产增长率	每股净资产增长率	PB
一个月平均换手率	每股经营现金流量净额	PE	净资产收益率	每股经营活动现金流量净额增长率
PCF	主营收入增长率	净资产增长率	每股净资产	主营收入增长率

数据来源：华泰联合证券研究所。

估值类指标在上涨期的表现值得关注：在第一上涨期，5 个表现最优的指标中，有 2 个是估值类，在第二上涨期有同样 2 个，在第三上涨期则有 1 个；

市值类指标在上涨和下跌阶段的表现显著不同：小总股本市值是第一上涨期的 5 个最优指标之一，而在第三上涨期，小流通股市值和小总股本市值则带来了最大的超额收益；而在下跌期，大的总股本市值一直是较好的抗跌指标；

低换手率股票的抗跌能力尤其显著：我们的两个下跌市中，低换手率均为最优选股指标，其选股组合具有很好的抗跌性能；

另外，财务指标在下跌阶段具有优势。每股净资产和净资产收益率在两个下跌市均有很好表现。

总结

与一般的量化选股研究不同，本系列研究考虑了不同的投资起点对于选股策略表现的影响。为了消除不同投资起点所导致的选股表现的差异，采用了将各起点的超额收益和信息比率进行平均的方法，以使研究结果和结论更为稳健。

在比较选股业绩和计算信息比率时，本文采用了两个基准：上证指数和行业指数。研究结果表明，采用不同的基准会导致较为显著的业绩差异。前四个阶段中，基于平均超额收益和信息比率均有明显不同，而在第五个阶段，差异扩大，导致相对于两个基准，

部分组合的超额收益方向相反。因此，在考核选股指标的表现时，业绩基准的选择非常重要，不同的基准可能导致不同甚至相反的结论，这一点值得注意。

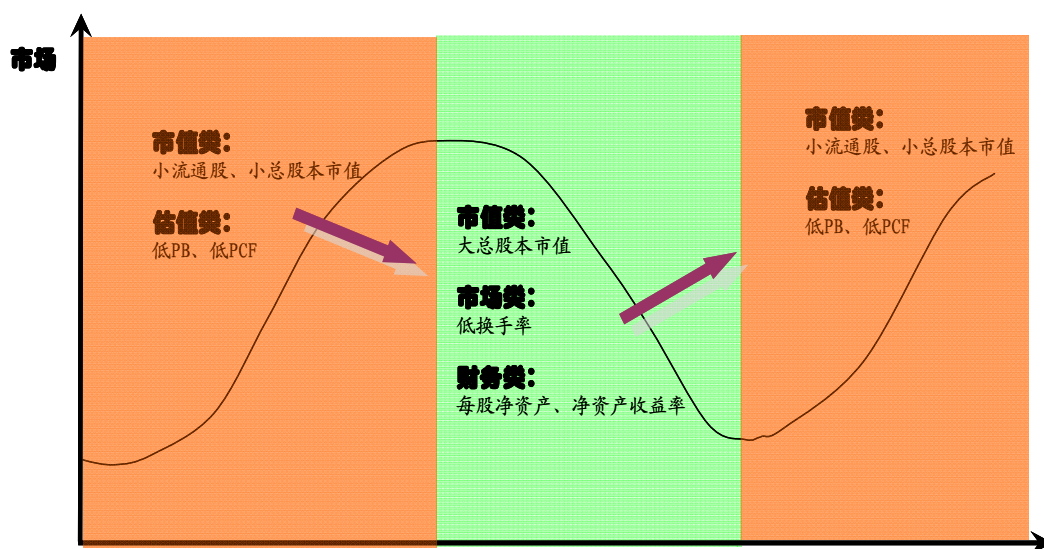
对于餐饮旅游行业，整体而言，上涨市看股指类指标 PB 和 PCF，同时关注小市值个股；下跌市则应偏重低换手率股票以抗跌，同时可关注每股净资产以及净资产收益率指标。

在技术指标中，反转类并未有突出表现；在财务指标之中，净资产相关的财务指标（每股净资产、净资产收益率、每股净资产增长率等）具有较好的选股能力。

餐饮旅游行业选股指标渐变图

做出旅游餐饮行业的不同市场阶段选股指标渐变图，供参考。

图 9、餐饮旅游行业选股指标渐变图



资料来源：华泰联合证券研究

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com