

策略·财务模型

证券研究报告

2020 年 05 月 23 日

5 月换仓以来超额收益显著——关于选股模型细节的进一步说明

在前期的报告《【天风策略 | 季报选股模型更新】增速与 ROE，哪个决定投资收益？》中，我们为大家更新了财务选股模型在一季报披露后的最新选股结果，以及我们财务选股模型的具体思路。

上一期的组合，19Q3（持有期 2019/11/01 至 2020/04/30），景气、价值和分红三个选股组合的收益率分别为 32.9%、19.3%和 2.4%，相比沪深 300 的超额收益率分别为 33.9%、20.3%和 3.4%

最新一期的组合，20Q1（持有期 2020/05/06 至 2020/08/31），在 05/06 换仓后，截止目前（05/22）都取得了不错的超额收益：

景气组合绝对收益 1.59%，超额收益 4.44%。

价值组合绝对收益 0.47%，超额收益 3.32%。

分红组合绝对收益 2.11%，超额收益 4.96%。

本文我们就大家关心的选股模型的一些细节，做进一步说明。

风险提示：宏观经济风险，国内外疫情不确定性，模型假设因素变化风险等。

作者

刘晨明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090006
liuchenming@tfzq.com

李如娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518030001
lirujuan@tfzq.com

许向真 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070006
xuxiangzhen@tfzq.com

赵阳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519090002
zyang@tfzq.com

吴黎艳 联系人
wuliyang@tfzq.com

相关报告

- 1 《投资策略：策略一周资金面及市场情绪监控（20200511-20200515）-央行缩量续作 MLF，基金发行份额小幅抬升，资金利率不再下台阶》 2020-05-19
- 2 《投资策略：策略-机构投资者持股全景（更新至 20Q1）：公募、险资、外资、监管》 2020-05-15
- 3 《投资策略：策略一周资金面及市场情绪监控（20200506-20200508）-整体利率水平仍然很低，但中枢已经不再下行》 2020-05-12



内容目录

1. 关于模型的建仓时间和对应的成本价.....	3
2. 关于模型“过度拟合”的问题如何解决?	3
3. 组合的胜率如何?	5
4. 模型参数的设定考虑了哪些因素?	7
5. 关于疫情对一季报和模型冲击, 以及网页模型的使用方法 (tf-strategy.com)	8

图表目录

图 1: 景气组合历史每一期的绝对收益和超额收益	4
图 2: 价值组合历史每一期的绝对收益和超额收益	4
图 3: 分红组合历史每一期的绝对收益和超额收益	4
图 4: 09 年以来组合整体胜率的情况	5
图 5: 景气组合的个股胜率	6
图 6: 价值组合的个股胜率	6
图 7: 分红组合的个股胜率	6
图 8: 09 年以来组合整体表现的情况	7
图 9: 景气组合历史各期选股个数	7
图 10: 价值组合历史各期选股个数	8
图 11: 分红组合历史各期选股个数	8
图 12: ROE 选股模型的操作简介 (tf-strategy.com)	9

在前期的报告《【天风策略 | 季报选股模型更新】增速与 ROE，哪个决定投资收益？》中，我们为大家更新了财务选股模型在一季报披露后的最新选股结果，以及我们财务选股模型的具体思路。

上一期的组合，19Q3（持有期 2019/11/01 至 2020/04/30），**景气、价值和分红**三个选股组合的收益率分别为 32.9%、19.3%和 2.4%，相比沪深 300 的超额收益率分别为 33.9%、20.3%和 3.4%

最新一期的组合，20Q1（持有期 2020/05/06 至 2020/08/31），在 05/06 换仓后，截止目前（05/22）都取得了不错的超额收益：

景气组合绝对收益 1.59%，超额收益 4.44%。

价值组合绝对收益 0.47%，超额收益 3.32%。

分红组合绝对收益 2.11%，超额收益 4.96%。

本文我们就大家关心的选股模型的一些细节，做进一步说明。

1. 关于模型的建仓时间和对应的成本价

由于全部上市公司财务报表的披露是一个过程，并且涵盖了一段时间，因此，为了规避业绩披露后超预期带来的短期股价“快速上涨”的因素，（这种情况的收益，在现实中很难实现），于是我们选在所有业绩披露后的下一个交易日进行统一换仓，以这个交易日的收盘价作为成本价，每年换仓三次：

（1）第一次换仓：04/30 年报和一季报全部披露之后，以 5 月第一个交易日的收盘价为成本进行统一换仓，持有到 08/31。持股周期 4 个月。

（2）第二次换仓：08/31 中报全部披露之后，以 9 月第一个交易日的收盘价为成本进行统一换仓，持有到 10/31。持股周期 2 个月。

（3）第三次换仓：10/31 中报全部披露之后，以 11 月第一个交易日的收盘价为成本进行统一换仓，持有到转年 04/30。持股周期 6 个月。

2. 关于模型“过度拟合”的问题如何解决？

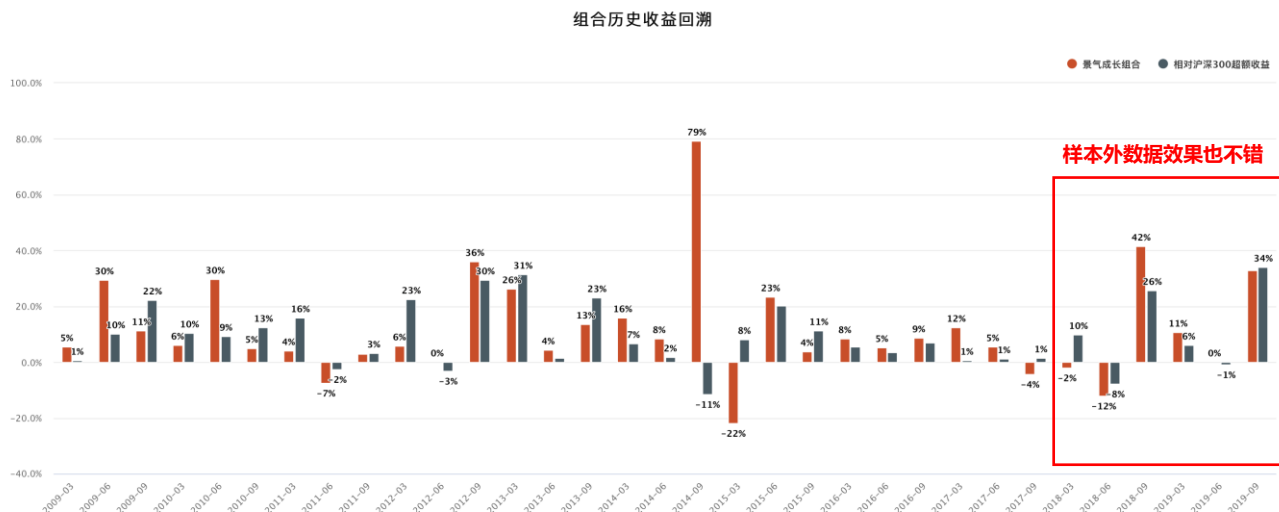
过度拟合描述的是某一个策略在未来不能延续其在历史回溯测试阶段的优良表现的风险。

比如，我们用历史上的数据，回测出的财务选股策略最终的收益效果不错，但是并不能代表这一选股策略在未来也能有效。

我们的财务选股模型建立的比较早，模型的总体框架在 2018 年年初已经基本确立，利用的是 09 年到 17 年的股票涨跌幅进行的回测。

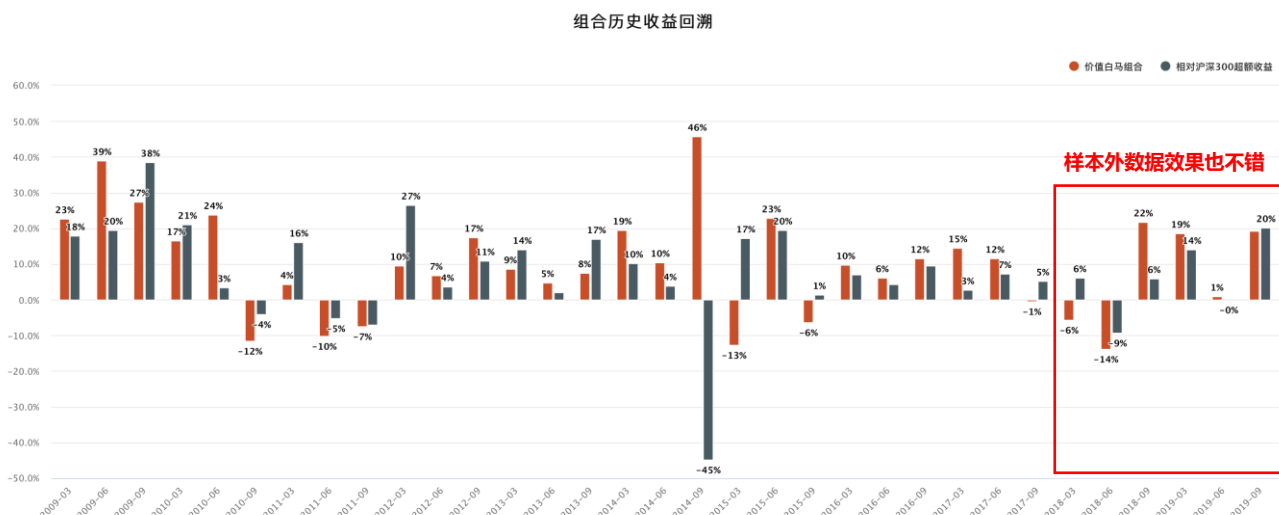
因此，18 年开始的选股结果和收益情况，一共 6 期，均为样本外数据，同样表现出了比较不错的结果，如下图所示：

图 1：景气组合历史每一期的绝对收益和超额收益



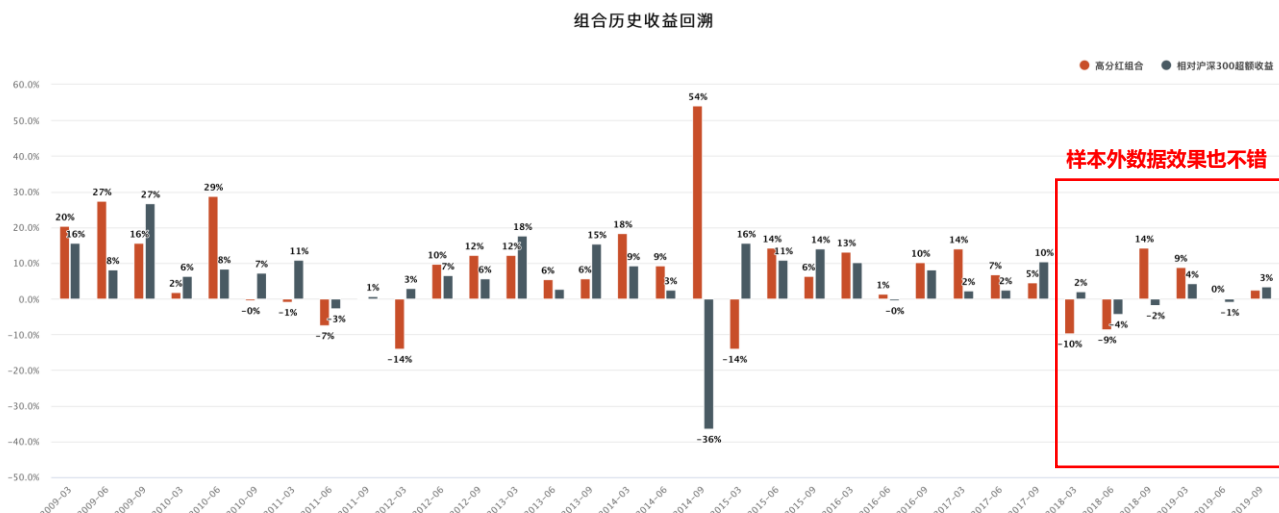
资料来源：tf-strategy.com，天风证券研究所

图 2：价值组合历史每一期的绝对收益和超额收益



资料来源：tf-strategy.com，天风证券研究所

图 3：分红组合历史每一期的绝对收益和超额收益



资料来源：tf-strategy.com，天风证券研究所

3. 组合的胜率如何？

(1) 组合整体胜率：

三个组合在 09 年以来的 33 个选股期中，战胜沪深 300、万得全 A 和万得全 A 非金融的概率都在 80%左右，由于景气和价值组合中设置了现金流等指标，无法选出大金融的公司，其中跑输的情况，主要是在于大金融的大幅上涨的阶段，比如典型的 14 年年末。

(2) 个股胜率：

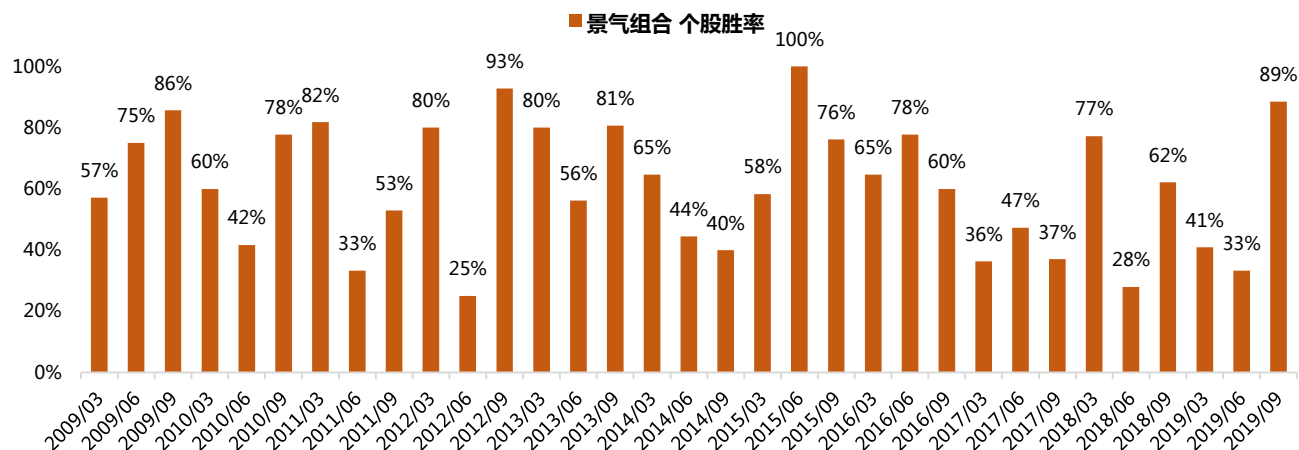
在每个组合选出的个股中，景气、价值、分红组合，个股的胜率分别为 61%、62%、61%，即如果组合在某一期选出 20 个股票，那么跑赢的个股大约有 12 个左右。

图 4：09 年以来组合整体胜率的情况

景气组合情况	指数对比			
		累计收益率	年化收益率	组合累计超额收益
	沪深300	41.8%	3.2%	2514.5%
	万得全A	92.6%	6.1%	2463.6%
	万得全A非金融	112.9%	7.1%	2443.3%
价值组合情况	指数对比			
		累计收益率	年化收益率	组合累计超额收益
	沪深300	41.8%	3.2%	1699.4%
	万得全A	92.6%	6.1%	1648.5%
	万得全A非金融	112.9%	7.1%	1628.2%
分红组合情况	指数对比			
		累计收益率	年化收益率	组合累计超额收益
	沪深300	41.8%	3.2%	853.2%
	万得全A	92.6%	6.1%	802.3%
	万得全A非金融	112.9%	7.1%	782.0%

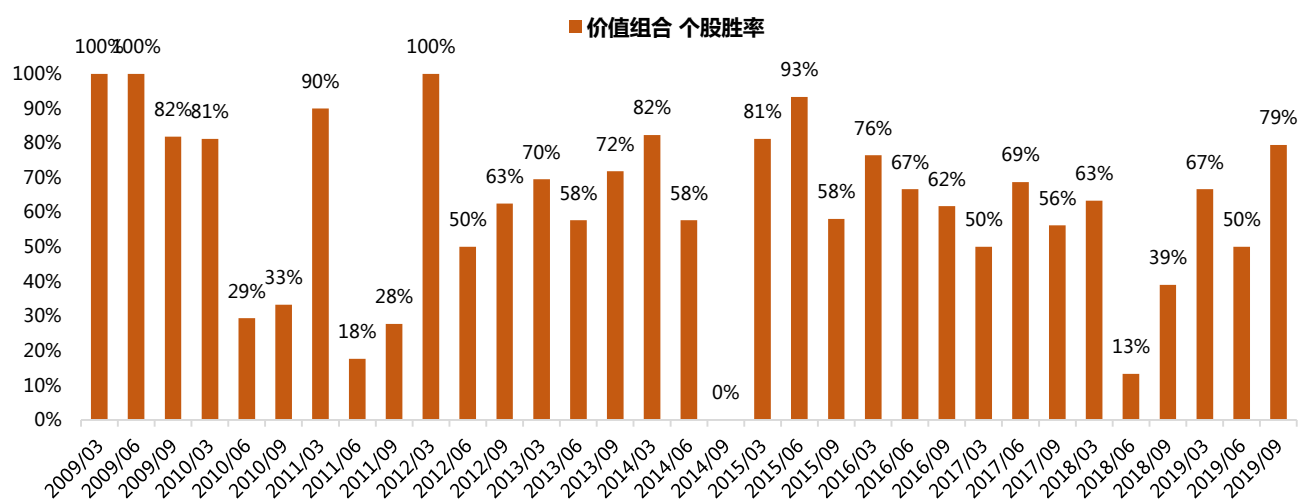
资料来源：tf-strategy.com，天风证券研究所

图 5：景气组合的个股胜率



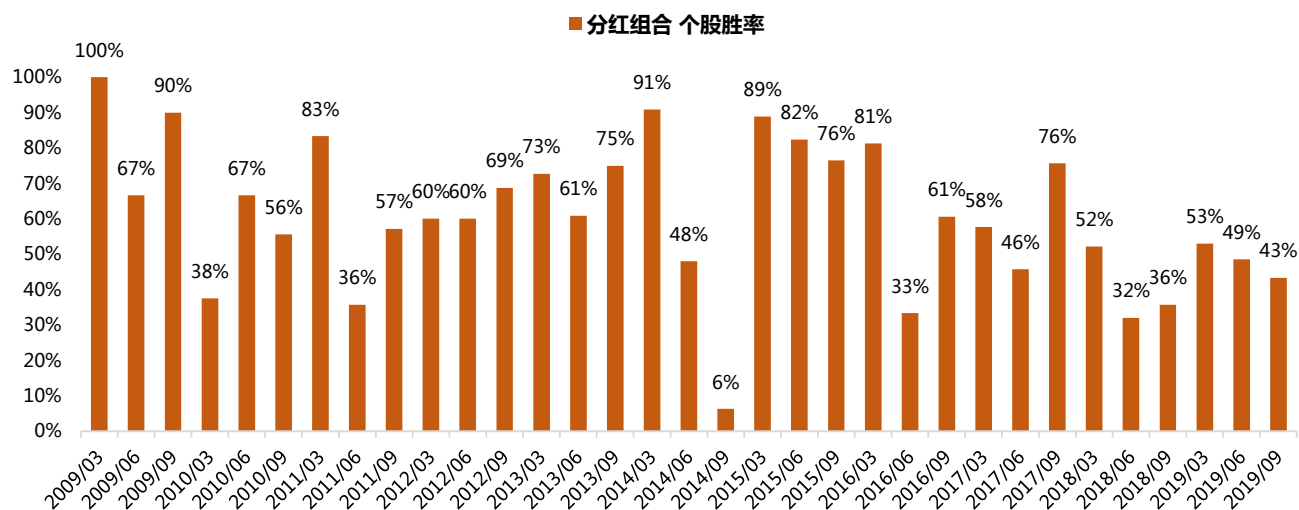
资料来源：tf-strategy.com，天风证券研究所

图 6：价值组合的个股胜率



资料来源：tf-strategy.com，天风证券研究所

图 7：分红组合的个股胜率



资料来源：tf-strategy.com，天风证券研究所

4. 模型参数的设定考虑了哪些因素？

首先，我们的模型参数涉及了几个方面：盈利能力、盈利趋势、分红能力、资产质量和估值水平。

考虑到景气组合、价值组合、分红组合的不同特点，以及我们模型回测的结果，我们在三个组合中，对不同参数的要求也不同。

主要考虑三个方面：

其一，保证组合的超额收益、波动率、夏普比率、胜率都相对不错。

其二，保证组合的股票个数不要太多也不要太少，每期在平均 20 个左右。

其三，尽量剔除中小市值公司，这些公司流动性差，大家很难实现收益，而且容易踩雷。相应的指标包括财务造假模型的阈值、行业市值分位数等。

图 8：09 年以来组合整体表现的情况

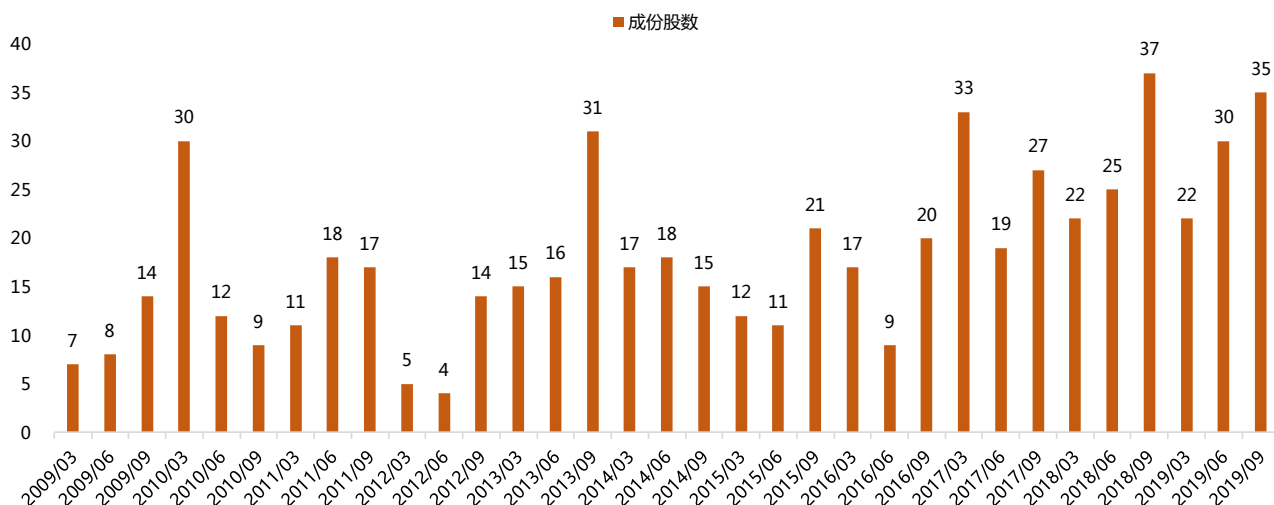
组合表现 (回测周期从09年开始，每年3期，18年后为样本外结果)				
景气组合情况	累计收益率	年化收益率	年化波动率	年化夏普比率
景气成长组合	2556.2%	34.7%	31.3%	1.06

组合表现 (回测周期从09年开始，每年3期，18年后为样本外结果)				
价值组合情况	累计收益率	年化收益率	年化波动率	年化夏普比率
价值白马组合	1741.2%	30.3%	24.3%	1.19

组合表现 (回测周期从09年开始，每年3期，18年后为样本外结果)				
分红组合情况	累计收益率	年化收益率	年化波动率	年化夏普比率
高分红组合	894.9%	23.2%	22.7%	0.96

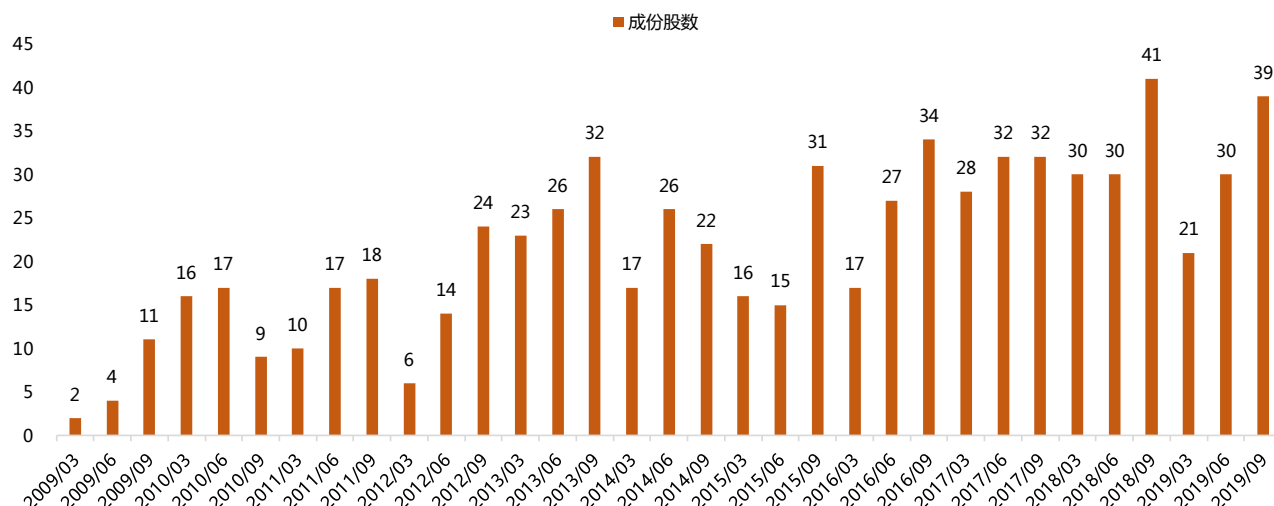
资料来源：tf-strategy.com，天风证券研究所

图 9：景气组合历史各期选股个数



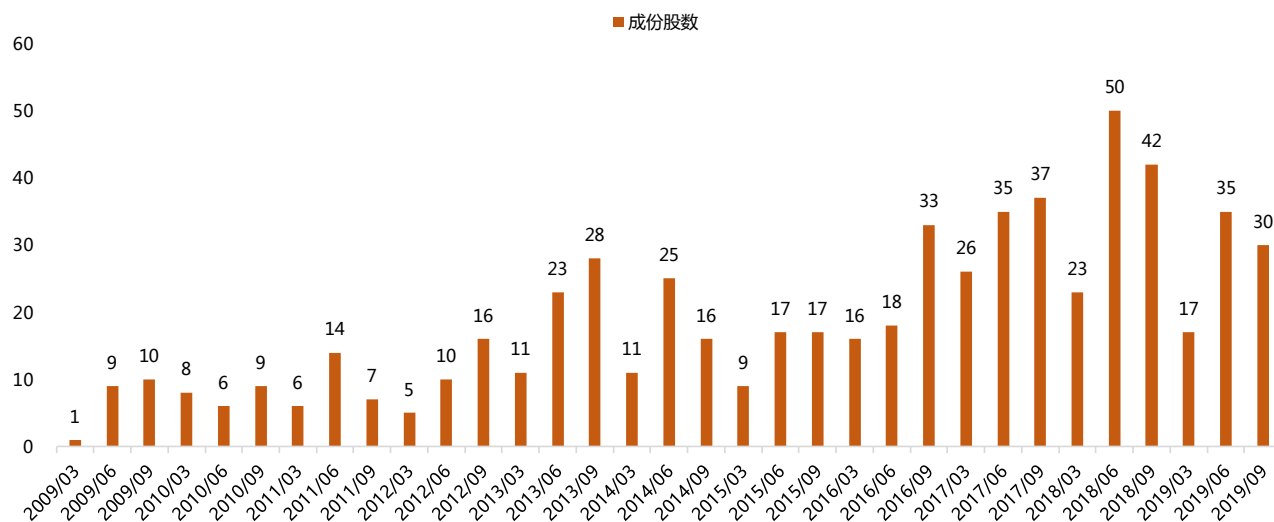
资料来源：tf-strategy.com，天风证券研究所

图 10：价值组合历史各期选股个数



资料来源：tf-strategy.com，天风证券研究所

图 11：分红组合历史各期选股个数



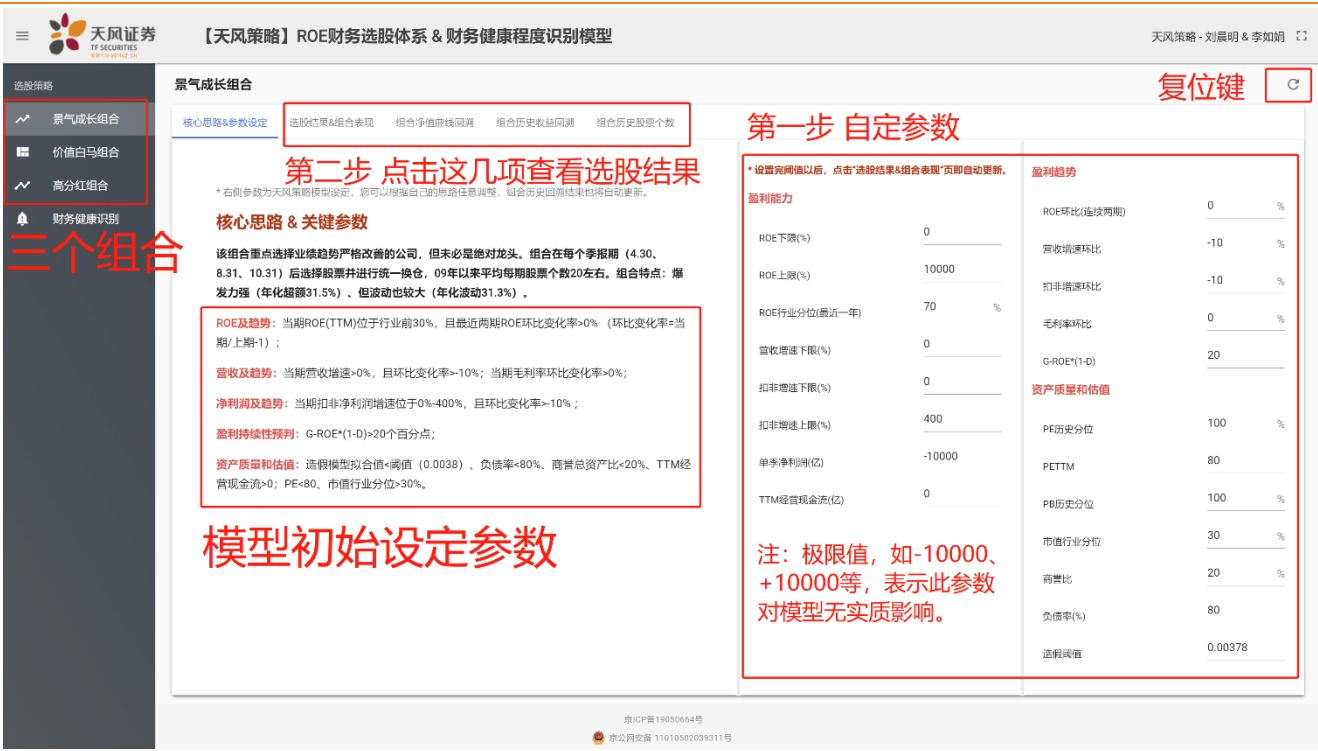
资料来源：tf-strategy.com，天风证券研究所

5. 关于疫情对一季报和模型冲击，以及网页模型的使用方法（tf-strategy.com）

考虑到疫情对上市公司一季报的影响，目前最新一期根据一季报选出的股票数量偏少，我们建议可以进一步放松模型中因子的阈值，以选出更多的公司，同时保证在新策略下，历史回测的结果也相对不错。

网页模型中的每一个因子对应的阈值，可以任意调整，然后点击后面几个模块，所有历史数据和最新选股结果都会按照新设定的模型参数所构建的策略组合进行更新。如下图所示。

图 12：ROE 选股模型的操作简介（tf-strategy.com）



资料来源：tf-strategy.com，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com